

2024年08月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

阶段性调整经营节奏，坚持推进渠道变革

—五芳斋（603237.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月22日，五芳斋发布2024年半年度报告。

投资要点

基本数据

2024-08-23

当前股价（元）	15.01
总市值（亿元）	30
总股本（百万股）	198
流通股本（百万股）	122
52周价格范围（元）	14.38-32.15
日均成交额（百万元）	28.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《五芳斋（603237）：业绩符合预期，推进传统门店梳理优化》2024-04-25
- 《五芳斋（603237）：业绩符合预期，全渠道布局顺利》2023-10-27
- 《五芳斋（603237）：业绩符合预期，期待中秋表现》2023-08-25

■ 二季度业绩整体承压，盈利能力稳步回升

公司2024H1营收15.81亿元（同减15%），主要系外部环境承压下，公司围绕去库存进行主动控货，规划部署较为谨慎所致，归母净利润2.34亿元（同减9%），扣非归母净利润2.26亿元（同减9%）。2024Q2公司营收13.74亿元（同减17%），归母净利润3.03亿元（同减5%），扣非归母净利润2.96亿元（同减6%）。盈利端，2024Q2公司毛利率同增4pct至46.41%，主要系产品结构优化/成本回落所致，销售/管理费用率分别同增0.2pct/1pct至13.17%/4.06%，综合来看，公司2024Q2净利率同增3pct至22.06%，公司通过精细化运营降本增效，实现盈利能力提升。

■ 粽子控货维稳高端定位，加快第二曲线布局

2024Q2公司粽子/餐食/蛋制品、糕点及其他营收分别为12.36/0.31/0.92亿元，分别同减17%/14%/15%，市场消费环境疲软下，公司主动收缩产量缓解市场库存压力，同时线上平台白牌起势使得公司销售承压明显，对此公司坚持发挥品牌优势夯实高端定位，适时调整价盘保障盈利空间，后续公司加大薄弱地区市场渗透，利用品牌优势整合资本、人才优势进行新渠道/新品类/新业态布局，2024年，公司将继续围绕中式烘焙和速冻米面制品两大类产品发展第二增长曲线，以武汉和江浙沪皖为区域样板市场，进行全渠道覆盖，有望持续提升非粽产品系列产品竞争力。2024Q2月饼收入32.30万元，同比增加32.06万元，公司围绕“糯月饼”核心定位进行品类扩容和全渠道覆盖的重点推广，淡季新品铺货顺利，关注Q3月饼旺季放量效果。

■ 渠道变革持续探索，差异化策略打开规模空间

门店业务转型仍处验证期，渠道变革持续推进。2024Q2连锁门店/电子商务/商超/经销商/其他渠道收入分别为1.20/3.44/2.11/6.14/0.69亿元，分别同减13%/16%/8%/20%/19%，在“关、转、缩、创新”策略下，公司连锁门店收入承压，后续计划打造“中式快餐+早餐场景”

经营模式，并通过直营/加盟/老店改造来验证模式可复制性，目前该模型仍处于验证期。与此同时，公司积极适应渠道变迁，线上渠道不断向抖音等兴趣电商转移，并积极布局线下新零售业务，对经销商增加保姆式线上商城运营服务，整合区域资源实现协同作战。**华东区域挖掘下沉空间，薄弱地区细化网点铺设。**2024Q2 公司华东/华北/华中/华南/西南/西北/东北/境外/电商营收分别为 7.21/1.12/0.86/0.74/0.58/0.13/0.10/0.03/2.81 亿元，分别同比-17%/+29%/-2%/-18%/-28%/-5%/-20%/-3%/-28%，公司后续针对华东开发江浙沪区域二三线城市和各县区做下沉，完善非华东区域经销体系，稳固粽子经销商规模和渠道数量的同时，加大非粽产品网点铺设，通过增加零售系统网点数量来提升销售规模。

盈利预测

五芳斋作为粽子龙头企业，通过“食品+餐饮”双轮驱动为业绩增长提供动能，由于总股本发生变动，并结合公司半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 0.84/0.88/0.94（前值为 1.41/1.73/2.03）元，当前股价对应 PE 分别为 18/17/16 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨、销售季节性波动风险、粽+战略推进不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,635	2,636	2,671	2,731
增长率（%）	7.0%	0.0%	1.3%	2.2%
归母净利润（百万元）	166	166	175	187
增长率（%）	20.6%	-0.0%	5.8%	6.5%
摊薄每股收益（元）	1.15	0.84	0.88	0.94
ROE（%）	9.4%	9.0%	9.2%	9.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	627	789	957	1,114
应收款	109	72	66	60
存货	198	255	225	215
其他流动资产	60	79	75	68
流动资产合计	995	1,196	1,323	1,458
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,002	968	916	860
在建工程	54	22	9	3
无形资产	68	65	61	58
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	217	217	217	217
非流动资产合计	1,341	1,271	1,203	1,139
资产总计	2,336	2,467	2,526	2,597
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	144	218	206	191
其他流动负债	273	273	273	273
流动负债合计	497	564	546	525
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	72	72	72	72
非流动负债合计	72	72	72	72
负债合计	569	636	618	597
所有者权益				
股本	144	198	198	198
股东权益	1,767	1,831	1,908	2,000
负债和所有者权益	2,336	2,467	2,526	2,597

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	164	164	174	185
少数股东权益	-2	-2	-2	-2
折旧摊销	54	70	68	64
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	64	28	23	1
经营活动现金净流量	280	260	262	249
投资活动现金净流量	-434	67	65	61
筹资活动现金净流量	317	-99	-96	-93
现金流量净额	163	228	230	216

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,635	2,636	2,671	2,731
营业成本	1,676	1,680	1,700	1,735
营业税金及附加	19	13	13	12
销售费用	552	554	558	568
管理费用	199	195	195	197
财务费用	-4	-22	-27	-31
研发费用	20	20	20	20
费用合计	766	746	746	754
资产减值损失	-3	-2	-3	-4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	205	208	219	233
加:营业外收入	5	2	3	4
减:营业外支出	4	3	4	5
利润总额	207	207	218	232
所得税费用	43	43	45	47
净利润	164	164	174	185
少数股东损益	-2	-2	-2	-2
归母净利润	166	166	175	187

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	7.0%	0.0%	1.3%	2.2%
归母净利润增长率	20.6%	-0.0%	5.8%	6.5%
盈利能力				
毛利率	36.4%	36.3%	36.4%	36.5%
四项费用/营收	29.1%	28.3%	27.9%	27.6%
净利率	6.2%	6.2%	6.5%	6.8%
ROE	9.4%	9.0%	9.2%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	24.4%	25.8%	24.4%	23.0%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	24.1	36.5	40.6	45.6
存货周转率	8.5	6.6	7.6	8.1
每股数据(元/股)				
EPS	1.15	0.84	0.88	0.94
P/E	13.0	18.0	17.0	15.9
P/S	0.8	1.1	1.1	1.1
P/B	1.2	1.6	1.6	1.5

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。