

五芳斋（603237.SH）/食品
 饮料

证券研究报告/公司点评

2023年2月15日

评级：买入（维持）

市场价格：55.65 元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

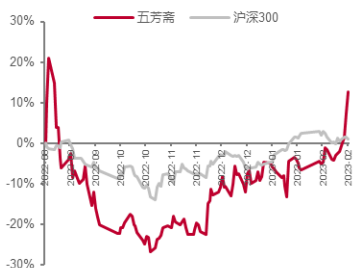
执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	101
流通股本(百万股)	25
市价(元)	55.65
市值(百万元)	5,606
流通市值(百万元)	1,402

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,421	2,892	2,616	3,359	4,058
增长率 yoy%	-3%	19%	-10%	28%	21%
净利润（百万元）	142	194	185	230	302
增长率 yoy%	-13%	36%	-5%	25%	31%
每股收益（元）	1.41	1.92	1.83	2.29	2.99
每股现金流量	3.60	2.28	2.11	3.29	4.43
净资产收益率	18%	23%	18%	19%	20%
P/E	39.5	28.9	30.3	24.3	18.6
P/B	7.3	6.6	5.5	4.5	3.7

备注：股价选取 2023 年 2 月 15 日收盘价

投资要点

- **怎么看待五芳斋的周期反转？**
- **收入端困境反转：**我们认为，疫情对于五芳斋的收入影响主要在 3 个方面：（1）上海连锁门店受到疫情影响暂停营业；（2）高速公路门店受到疫情与消费习惯影响客流锐减；（3）电商虽有订单但是物流受到疫情影响较难发货。我们预计，以上 3 点对于公司销售收入的影响都在亿级水平。2023 年及以后，我们预计，伴随政策放开，物流、线下出行与餐饮消费有望次第修复，公司收入端有望迎来困境反转。
- **利润端困境反转：**我们认为，疫情对于五芳斋的利润影响主要在 3 个方面：（1）上海等地的员工工资；（2）直营门店等的租金。我们预计，疫情期间连锁板块对利润的侵蚀在千万级别。2023 年及以后，我们预计，伴随政策放开，公司连锁门店有望扭亏，公司利润端有望迎来困境反转。
- **怎么看待五芳斋的第二增长曲线？**
- **收入端，产品、渠道双轮推进。**
- **产品方面：**（1）月饼：以 2021 年公司财报数据进行对比，同为“老字号”企业，广州酒家月饼收入超 15 亿，五芳斋月饼收入仅 2 亿出头，公司在月饼市占率有较大提升空间。一方面，月饼具备礼赠属性，和公司的“老字号”品牌禀赋较为契合，另一方面，公司持续实施“糯+”战略，推出“糯月饼”走差异化道路。（2）**其他节令食品：**二十四节气植根于中国传统文化，每个节气都具有自己的独特传统与节令食品，如清明青团、端午粽子、七夕巧果、新春年糕等。目前，五芳斋的主要节令食品产品有粽子、月饼、蛋制品等，并在持续补充节令食品产品矩阵。由于节令食品普遍有礼赠属性，而五芳斋作为拥有百年历史的中华老字号，拥有得天独厚的品牌优势，其品牌力能在节令食品销售方面得到较好的迁移。
- **渠道方面：**近年来公司不断尝试和探索连锁发展新模式，在模式得到论证成功的情况下公司会考虑去做全国的大幅度扩张。若新模式探索成功，有望对营收增长和公司品牌影响力的扩大形成积极影响。
- **利润端，非粽产品和加盟模式有望提升整体净利率水平。**
- **从产品来看：**（1）补充非粽产品有望减弱周期波动，做大日销，提高产能利用率和规模效应；（2）月饼等非粽产品生产端的机械化程度与销售端的零售化程度均较高，非粽产品占比提升有望拉升公司净利率水平。
- **从渠道来看：**新模式会以加盟为主，相比传统的五芳斋门店，新模式的资产更轻，一旦新模式跑通，预计也将抬升整体净利率水平。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们预计公司 22-24 年营收分别为 26.16/33.59/40.58 亿元，净利润分别为 1.85/2.30/3.02 亿元，EPS 分别为 1.83/2.29/2.99 元，对应当前 PE 分别为 30/24/19 倍。我们看好五芳斋周期反转与第二增长曲线超预期，重申“买入”评级。
- **风险提示：**渠道拓展不及预期、产品销售的季节性波动风险、食品安全风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1：五芳斋三大财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					单位：百万元					利润表					单位：百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	252	209	235	243	营业收入	2,892	2,616	3,359	4,058	营业收入	2,892	2,616	3,359	4,058	营业成本	1,642	1,478	1,852	2,204
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,642	1,478	1,852	2,204	税金及附加	13	16	19	23	销售费用	784	706	957	1,157
应收账款	42	38	49	59	税金及附加	13	16	19	23	管理费用	184	165	212	252	研发费用	13	12	15	19
预付账款	15	13	17	20	销售费用	784	706	957	1,157	财务费用	5	0	2	5	信用减值损失	1	1	1	1
存货	315	310	376	442	管理费用	184	165	212	252	资产减值损失	-2	-3	-3	-3	公允价值变动收益	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	研发费用	13	12	15	19	投资收益	1	2	2	2	其他收益	16	16	16	16
其他流动资产	79	71	92	111	财务费用	5	0	2	5	营业利润	266	254	317	414	营业外收入	5	5	5	5
流动资产合计	703	642	768	876	信用减值损失	1	1	1	1	营业外支出	6	6	6	6	利润总额	265	253	316	413
其他长期投资	56	56	56	56	资产减值损失	-2	-3	-3	-3	所得税	71	68	86	111	净利润	194	185	230	302
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	归属母公司净利润	194	185	230	302
固定资产	248	413	753	1,049	投资收益	1	2	2	2	NOPLAT	197	185	232	305	EPS（按最新股本摊薄）	1.92	1.83	2.29	2.99
在建工程	353	353	353	353	其他收益	16	16	16	16	主要财务比率									
无形资产	90	83	76	70	营业利润	266	254	317	414	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	成长能力				
其他非流动资产	280	291	299	306	营业外收入	5	5	5	5	营业收入增长率	19.5%	-9.6%	28.4%	20.8%	营业收入增长率	19.5%	-9.6%	28.4%	20.8%
非流动资产合计	1,028	1,196	1,538	1,835	营业外支出	6	6	6	6	EBIT增长率	33.2%	-6.4%	25.5%	31.7%	EBIT增长率	33.2%	-6.4%	25.5%	31.7%
资产合计	1,731	1,838	2,306	2,711	利润总额	265	253	316	413	归母公司净利润增长率	36.3%	-4.6%	24.7%	30.9%	归母公司净利润增长率	36.3%	-4.6%	24.7%	30.9%
短期借款	0	72	204	207	所得税	71	68	86	111	获利能力					毛利率	43.2%	43.5%	44.9%	45.7%
应付票据	41	61	73	90	净利润	194	185	230	302	净利率	6.7%	7.1%	6.9%	7.4%	净利率	6.7%	7.1%	6.9%	7.4%
应付账款	219	152	195	241	少数股东损益	0	0	0	0	ROE	22.8%	18.1%	18.7%	19.8%	ROE	22.8%	18.1%	18.7%	19.8%
预收款项	1	34	33	24	归属母公司净利润	194	185	230	302	ROIC	30.4%	24.5%	23.1%	25.2%	ROIC	30.4%	24.5%	23.1%	25.2%
合同负债	80	72	92	112	NOPLAT	197	185	232	305	偿债能力					资产负债率	50.8%	44.5%	46.5%	43.9%
其他应付款	0	0	0	0	EPS（按最新股本摊薄）	1.92	1.83	2.29	2.99	债务权益比	39.1%	30.7%	36.0%	29.4%	债务权益比	39.1%	30.7%	36.0%	29.4%
一年内到期的非流动负债	62	62	62	62						流动比率	1.2	1.0	0.9	0.9	流动比率	1.2	1.0	0.9	0.9
其他流动负债	207	187	233	275	营运能力					速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4	速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4
流动负债合计	609	640	893	1,010	总资产周转率	1.7	1.4	1.5	1.5	应收账款周转天数	6	6	5	5	总资产周转率	1.7	1.4	1.5	1.5
长期借款	92	0	0	0	应付账款周转天数	38	45	34	36	应付账款周转天数	38	45	34	36	应付账款周转天数	38	45	34	36
应付债券	0	0	0	0	存货周转天数	64	76	67	67	存货周转天数	64	76	67	67	存货周转天数	64	76	67	67
其他非流动负债	179	179	179	179	每股指标（元）					每股收益	1.92	1.83	2.29	2.99	每股收益	1.92	1.83	2.29	2.99
非流动负债合计	271	179	179	179	每股经营现金流	2.28	2.10	3.29	4.42	每股经营现金流	2.28	2.10	3.29	4.42	每股经营现金流	2.28	2.10	3.29	4.42
负债合计	880	819	1,071	1,189	每股净资产	8.43	10.10	12.24	15.08	每股净资产	8.43	10.10	12.24	15.08	每股净资产	8.43	10.10	12.24	15.08
归属母公司所有者权益	849	1,018	1,233	1,519	估值比率					P/E	29	30	24	19	估值比率				
少数股东权益	2	2	2	2	P/B	7	6	5	4	P/B	7	6	5	4	P/B	7	6	5	4
所有者权益合计	851	1,019	1,235	1,521	EV/EBITDA	66	72	56	40	EV/EBITDA	66	72	56	40	EV/EBITDA	66	72	56	40
负债和股东权益	1,731	1,838	2,306	2,711															

现金流量表					单位：百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	经营活动现金流	230	212	331	445
经营活动现金流	230	212	331	445	现金收益	257	236	307	428
现金收益	257	236	307	428	存货影响	-49	5	-66	-67
存货影响	-49	5	-66	-67	经营性应收影响	15	9	-11	-10
经营性应收影响	15	9	-11	-10	经营性应付影响	54	-14	54	54
经营性应付影响	54	-14	54	54	其他影响	-47	-24	47	41
其他影响	-47	-24	47	41	投资活动现金流	-102	-220	-420	-420
投资活动现金流	-102	-220	-420	-420	资本支出	-412	-209	-409	-411
资本支出	-412	-209	-409	-411	股权投资	2	0	0	0
股权投资	2	0	0	0	其他长期资产变化	308	-11	-11	-9
其他长期资产变化	308	-11	-11	-9	融资活动现金流	-309	-35	115	-17
融资活动现金流	-309	-35	115	-17	借款增加	-56	-20	132	3
借款增加	-56	-20	132	3	股利及利息支付	-118	-24	-27	-38
股利及利息支付	-118	-24	-27	-38	股东融资	0	0	0	0
股东融资	0	0	0	0	其他影响	-135	9	10	18
其他影响	-135	9	10	18					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。