

2023年02月15日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

老字号再起航，多重举措促发展

—五芳斋（603237.SH）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

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

基本数据

2023-02-14

当前股价（元）	53.1
总市值（亿元）	53
总股本（百万股）	101
流通股本（百万股）	25
52周价格范围（元）	36.2-59.8
日均成交额（百万元）	132.15

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

股权激励提振信心，未来三年思路清晰

1月12日，公司发布2023年限制性股票激励计划，此次激励计划拟授予限制性股票200万股，约占总股本1.99%，授予价21.72元/股，无预留权益。本计划涉及激励对象共计80人，包括7名高管及73名中层管理人员、核心技术（业务）骨干，其中总经理马建忠授予额度为29.59万份，占授予总量14.80%。业绩考核方面，以2022年为基数，要求：1) 第一个解除限售期：2023年营收/扣非同比增速不低于21%/18%；2) 第二个解除限售期：2024年营收/扣非增速不低于40%/39%或2023-2024年两年累计营收/扣非较2022年增速不低于162%/158%；3) 第三个解除限售期：2025年营收/扣非增速不低于61%/63%，或2023-2025年三年累计营收/扣非较2022年增速不低于323%/322%。

多重举措促发展，未来增长可期

公司是中华老字号品牌，是我国粽子龙头企业，粽子产品在商超渠道占有率超30%。我们认为，公司长期仍有较大发展空间：1) **产品端**：粽子方面，随着高端化及创新升级，叠加场景开拓，有望打开市场空间；品类开拓以中式烘焙及速冻面米为主线，目前月饼已突破2亿，绿豆糕突破千万，并推出老婆饼、蝴蝶酥等新品，随着非粽产品占比提升，有望弱化销售周期性波动；2) **渠道端**：最新数据显示，2022Q1-Q3直营/经销收入14.29/7.88亿元，同减9.41%/18.53%，系疫情扰动消费场景，连锁门店受损所致。公司连锁门店突破400家，目前正积极推进门店转型，拓展零售化社区店，叠加餐饮端恢复，连锁渠道有望恢复增长。3) **区域扩张**：未来将大力拓展华北、华南等空白市场，推进华东市场渠道下沉，全国化扩张有望加速。4) **产能端**：IPO募投项目预计新增年产1亿只高端粽子系列产品、4350万只烘焙类食品（月饼、绿豆糕、蛋黄酥）、1304万袋速冻类食品（汤圆、烧卖、馄饨），为公司发展保驾护航。

盈利预测

公司以“糯米食品为核心的中华节令食品领导品牌”为战略目标，目前已形成以粽子为主导，集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体的产品群，拥有嘉兴、成都两大生产基地，并建立起覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络。我们预计2022-2024年EPS为1.71/2.33/3.00元，当前股价对应PE分别为31/23/18倍，首次覆盖，给予“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等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	2,892	2,563	3,243	3,949
增长率 (%)	19.5%	-11.4%	26.6%	21.8%
归母净利润 (百万元)	194	172	234	302
增长率 (%)	36.3%	-11.1%	36.1%	28.9%
摊薄每股收益 (元)	2.56	1.71	2.33	3.00
ROE (%)	22.8%	18.7%	22.9%	25.7%

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	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	252	368	553	771
应收款	42	35	42	45
存货	315	295	315	338
其他流动资产	94	90	97	99
流动资产合计	703	788	1,007	1,253
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	248	443	498	499
在建工程	353	141	56	23
无形资产	90	86	81	77
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	337	337	337	337
非流动资产合计	1,028	1,007	973	935
资产总计	1,731	1,795	1,980	2,188
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	260	222	254	276
其他流动负债	269	269	269	269
流动负债合计	609	555	594	621
非流动负债:				
长期借款	92	141	181	211
其他非流动负债	179	179	179	179
非流动负债合计	271	320	360	390
负债合计	880	875	954	1,011
所有者权益				
股本	76	101	101	101
股东权益	851	920	1,025	1,176
负债和所有者权益	1,731	1,795	1,980	2,188

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	194	172	234	302
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	38	21	34	37
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1	-23	5	-1
经营活动现金净流量	230	170	274	338
投资活动现金净流量	-102	17	30	33
筹资活动现金净流量	-12	-54	-89	-121
现金流量净额	116	133	214	251

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,892	2,563	3,243	3,949
营业成本	1,642	1,461	1,836	2,221
营业税金及附加	13	14	18	21
销售费用	784	689	869	1,054
管理费用	184	161	198	237
财务费用	5	-4	-7	-12
研发费用	13	12	15	18
费用合计	987	859	1,075	1,297
资产减值损失	1	-9	-6	-4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	266	238	322	414
加: 营业外收入	5	3	4	5
减: 营业外支出	6	4	5	6
利润总额	265	237	321	413
所得税费用	72	64	87	111
净利润	194	172	234	302
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	194	172	234	302

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	19.5%	-11.4%	26.6%	21.8%
归母净利润增长率	36.3%	-11.1%	36.1%	28.9%
盈利能力				
毛利率	43.2%	43.0%	43.4%	43.8%
四项费用/营收	34.1%	33.5%	33.1%	32.9%
净利率	6.7%	6.7%	7.2%	7.6%
ROE	22.8%	18.7%	22.9%	25.7%
偿债能力				
资产负债率	50.8%	48.7%	48.2%	46.2%
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.4	1.6	1.8
应收账款周转率	68.3	73.0	77.7	86.9
存货周转率	5.2	5.0	5.9	6.6
每股数据(元/股)				
EPS	2.56	1.71	2.33	3.00
P/E	20.7	31.0	22.8	17.7
P/S	1.4	2.1	1.6	1.4
P/B	4.7	5.8	5.2	4.5

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。