

## 粽子老字号，百年正青春

### 投资要点

● **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 全年实现营业收入 24.6 亿元 (-14.9%)，实现归母净利润 1.4 亿元 (-29%)；2022Q4 实现营业收入 2 亿元 (-11.7%)，归母净利润亏损 9094 万元。2023Q1 实现营业收入 2.2 亿元 (-28.7%)，归母净利润亏损 6394 万元。公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.4 元 (含税)。

**1、分品类看，** 2022 年粽子、月饼、餐食、蛋制品及糕点分别实现收入 17.5 亿元 (-13%)、2.4 亿元 (+8.5%)、1.4 亿元 (-44%)、2.7 亿元 (+24.2%)；2023Q1 粽子实现收入 9217 万元 (-47.7%)。2022 年端午节受疫情正面冲击，粽子主要消费场景严重受损，收入下滑；月饼礼盒不断丰富，公司月饼产品力、品牌力提升；疫情期间连锁门店大面积关闭，引起餐食收入大幅下滑。2023Q1 由于端午节较晚，经销商提货周期调整，营业收入、归母净利润大幅下滑；经销商合同签订及预付款情况明显好转，2023Q1 末合同负债达 4.1 亿元，端午旺季值得期待。  
**2、分渠道看，** 公司全渠道布局，2022 年连锁门店、电商、商超、经销分别实现收入 2.9 亿元 (-41.1%)、8.2 亿元 (-3.6%)、3.1 亿元 (+9%)、8.2 亿元 (-17.5%)；2023Q1 分别实现收入 7905 万元 (+19.8%)、3623 万元 (-8.1%)、1541 万元 (+23%)、5316 万元 (-65.1%)。

● **盈利能力短期承压，2023 有望好转。** 1、2022 年、2023Q1 公司毛利率分别为 37.5%、34.7%，同比下降 5.8pp、5.7pp，主要由于：1) 餐饮业在疫情期间大幅受损、整体销售规模下降；2) 四季度智慧物流园启用，增加折旧成本；3) 2023 年原材料采购成本整体上浮。2、费用率方面，2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 21.9% (-5.2pp)、6.9% (+0.5pp)、0.6% (+0.2pp)、0.4% (+0.3pp)。23Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 46.5% (+9.9pp)、19.9% (+9.1pp)、2.3% (+1.2pp)、-0.4% (-2.4pp)，主要由于营收规模下滑。3、2022 年、2023Q1 整体净利率分别为 5.6% (-1.1pp)、-30%，2022 年连锁板块亏损，2023 年随着疫情好转有望大幅减亏、扭亏。

● **股权激励覆盖范围广，利于公司长期成长。** 公司发布股权激励计划，拟向 80 名董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术(业务)骨干授予 200 万股限制性股票，约占公司股本总额的 1.99%。本次股权激励计划覆盖范围较广，将建立公司长期激励机制、充分调动员工积极性，利于公司长远发展。

● **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.2 亿元、2.9 亿元、3.6 亿元，EPS 分别为 2.18 元、2.80 元、3.49 元，对应动态 PE 分别为 21 倍、16 倍、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示。** 食品安全风险，公司经营季节性波动风险，品牌被仿冒的风险。

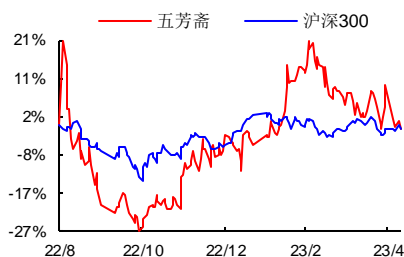
| 指标/年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 2462.10 | 3077.62 | 3646.10 | 4215.76 |
| 增长率           | -14.87% | 25.00%  | 18.47%  | 15.62%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 137.48  | 224.37  | 287.29  | 359.08  |
| 增长率           | -29.01% | 63.20%  | 28.04%  | 24.99%  |
| 每股收益EPS(元)    | 1.34    | 2.18    | 2.80    | 3.49    |
| 净资产收益率ROE     | 8.18%   | 12.08%  | 4.83%   | 17.14%  |
| PE            | 34      | 21      | 16      | 13      |
| PB            | 2.77    | 2.57    | 2.40    | 2.22    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 夏霖  
电话: 021-58351959  
邮箱: xialin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 1.03      |
| 流通A股(亿股)    | 0.25      |
| 52周内股价区间(元) | 36.2-59.8 |
| 总市值(亿元)     | 46.43     |
| 总资产(亿元)     | 27.80     |
| 每股净资产(元)    | 15.76     |

### 相关研究

## 目 录

|                          |   |
|--------------------------|---|
| 1 粽子第一股，百年老字号焕发新活力.....  | 1 |
| 2 粽子行业绝对龙头，月饼行业名列前茅..... | 4 |
| 3 盈利预测与估值.....           | 5 |
| 3.1 盈利预测.....            | 5 |
| 3.2 相对估值.....            | 6 |
| 4 风险提示.....              | 6 |

## 图 目 录

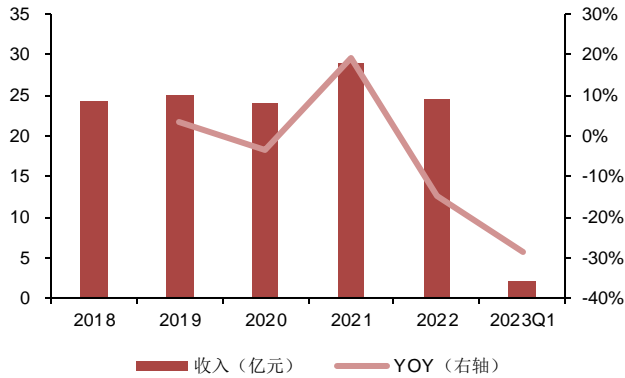
|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程.....               | 1 |
| 图 2：公司股权结构.....               | 1 |
| 图 3：公司收入情况.....               | 2 |
| 图 4：公司归母净利润情况.....            | 2 |
| 图 5：公司毛利率、净利率情况.....          | 2 |
| 图 6：公司费用率情况.....              | 2 |
| 图 7：公司产品矩阵.....               | 3 |
| 图 8：2022 年公司收入结构.....         | 3 |
| 图 9：公司销售模式.....               | 3 |
| 图 10：公司全渠道营销网.....            | 3 |
| 图 11：老字号品牌指数.....             | 4 |
| 图 12：公司推出首位 AI 虚拟艺人“五糯糯”..... | 4 |
| 图 13：中国粽子市场规模.....            | 4 |
| 图 14：2021 年端午节粽子品牌排行榜.....    | 4 |
| 图 15：中国月饼市场规模.....            | 5 |
| 图 16：2021 年消费者月饼风味偏好.....     | 5 |

## 表 目 录

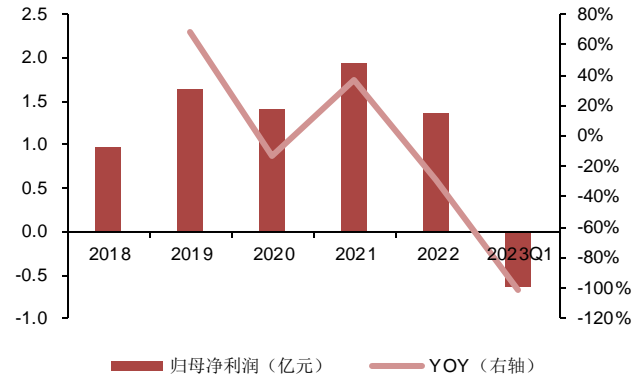
|                    |   |
|--------------------|---|
| 表 1：分业务收入及毛利率..... | 5 |
| 表 2：可比公司估值.....    | 6 |
| 附表：财务预测与估值.....    | 7 |



**端午错配影响短期表现。**公司收入、利润总体保持稳健增长，2018-2021 年收入、利润复合增速分别为 6%、26%。2022 年受疫情影响，连锁门店经营受损严重，且华东疫情于端午节前爆发，对粽子销售旺季造成直接冲击，营业收入、归母净利润分别为 24.6 亿元 (-14.9%)、1.4 亿元 (-29%)。2023Q1 由于端午节较晚，经销商提货周期调整，营业收入、归母净利润分别为 2.2 亿元 (-28.7%)、-6394 万元 (-100.6%)；经销商合同签订及预付款情况明显好转，2023Q1 末合同负债达 4.1 亿元，端午旺季值得期待。

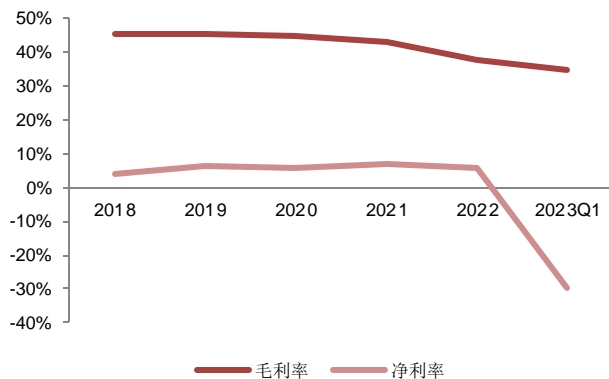
**图 3：公司收入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

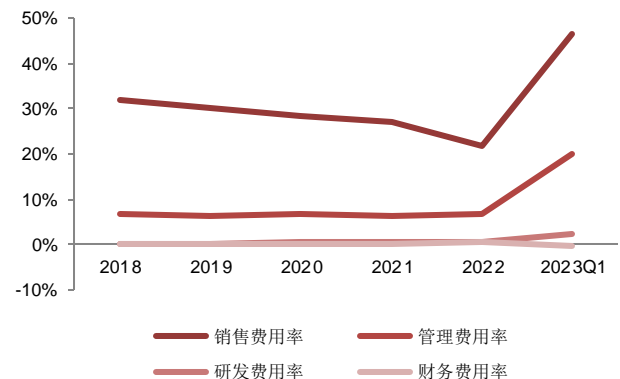
**图 4：公司归母净利润情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**盈利能力短期承压，2023 有望好转。**1、2022 年、2023Q1 公司毛利率分别为 37.5%、34.7%，同比下降 5.8pp、5.7pp，主要由于：1) 餐饮业在疫情期间大幅受损、整体销售规模下降；2) 四季度智慧物流园启用，增加折旧成本；3) 2023 年原材料采购成本整体上浮。2、费用率方面，2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 21.9% (-5.2pp)、6.9% (+0.5pp)、0.6% (+0.2pp)、0.4% (+0.3pp)。23Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 46.5% (+9.9pp)、19.9% (+9.1pp)、2.3% (+1.2pp)、-0.4% (-2.4pp)，主要由于营收规模下滑。3、2022 年、2023Q1 整体净利率分别为 5.6% (-1.1pp)、-30%，2022 年连锁板块亏损，2023 年随着疫情好转有望大幅减亏、扭亏。

**图 5：公司毛利率、净利率情况**


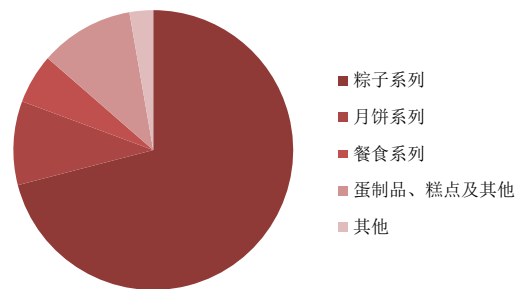
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：公司费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

粽子产品为主导，培育烘焙食品为第二成长曲线。公司以粽子产品为主导，集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体，覆盖端午、中秋、春节等主要节令产品及日常消费产品。2022 年粽子、月饼、餐食、蛋制品及糕点分别实现收入 17.5 亿元 (-13%)、2.4 亿元 (+8.5%)、1.4 亿元 (-44%)、2.7 亿元 (+24.2%)。2022 年端午节受疫情正面冲击，粽子主要消费场景严重受损，收入下滑；月饼礼盒不断丰富，公司月饼产品力、品牌力提升；疫情期间连锁门店大面积关闭，引起餐食收入大幅下滑。公司整体经营淡旺季明显，以餐饮及日销产品平滑波动，培育烘焙食品为第二成长曲线；依托于公司完善的渠道布局，新品推广无需投入过多费用。

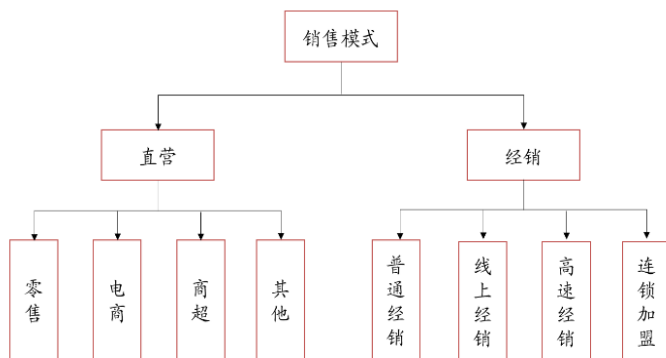
**图 7：公司产品矩阵**

**图 8：2022 年公司收入结构**


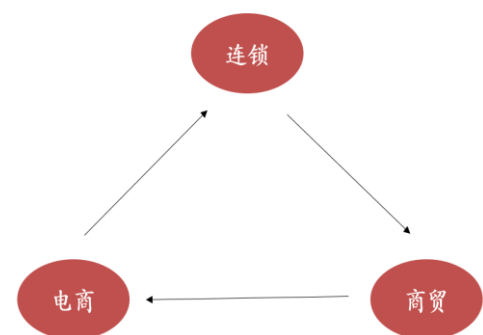
数据来源：公司官网，西南证券整理

数据来源：欧睿，西南证券整理

全渠道布局，把握渠道变革节奏。公司渠道布局全面，从销售模式看，主要可分为直营和经销，收入占比分别约 65%、35%。公司直营渠道占比较大，公司可通过约 400 家门店及电商渠道推广新品，无需投入较多额外费用，可根据新品不同属性决定率先推广的渠道，逐渐渗透。从渠道布局看，主要分为连锁、商贸、电商三大板块，公司在不同发展阶段都抓准渠道变革节奏，依次享受连锁红利、线下红利、电商红利，支撑公司长期稳健发展。2022 年连锁门店、电商、商超、经销分别实现收入 2.9 亿元 (-41.1%)、8.2 亿元 (-3.6%)、3.1 亿元 (+9%)、8.2 亿元 (-17.5%)；2023Q1 分别实现收入 7905 万元 (+19.8%)、3623 万元 (-8.1%)、1541 万元 (+23%)、5316 万元 (-65.1%)。

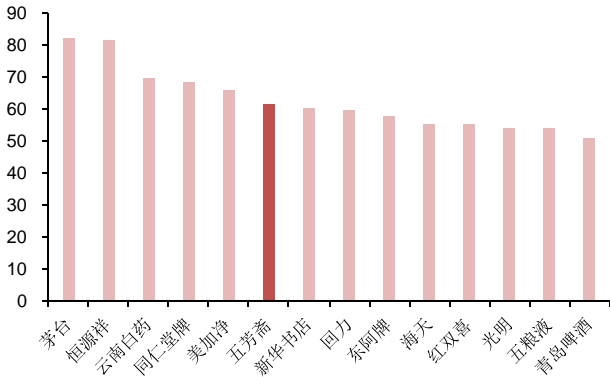
**图 9：公司销售模式**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

**图 10：公司全渠道营销网**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

**老字号底蕴深厚，品牌年轻化焕发新活力。**五芳斋是首批“中华老字号”企业，“五芳斋”品牌已有百年历史，五芳斋品牌在《中华老字号品牌发展指数》中位列第六、食品餐饮第一，品牌底蕴深厚、市场影响力强。此外，公司不断进行品牌年轻化营销，与迪士尼、五菱、盒马、乐事等年轻人喜爱的品牌跨界联名，同时在 2022 年引入元宇宙概念，推出 AI 虚拟艺人“五糯糯”，将致力于渗透传播中华传统文化。公司通过聚焦打造具有记忆点、更年轻的创意营销内容，全面对接年轻人喜好，焕发老字号的新活力。

**图 11：老字号品牌指数**


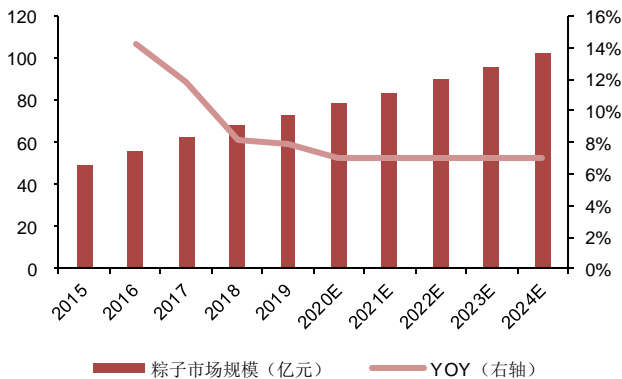
数据来源：阿里研究院，西南证券整理

**图 12：公司推出首位 AI 虚拟艺人“五糯糯”**

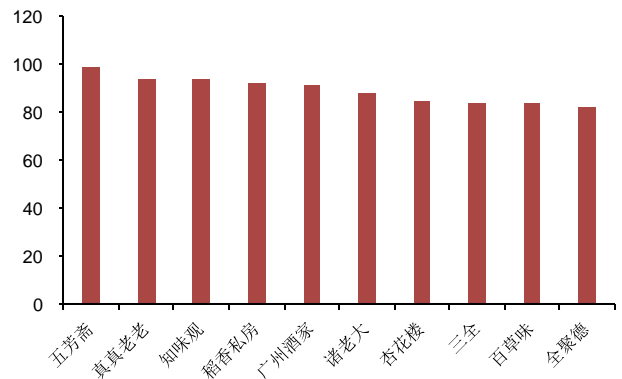

数据来源：公司官网，西南证券整理

## 2 粽子行业绝对龙头，月饼行业名列前茅

**粽子行业规模近百亿，五芳斋独占鳌头。**我国粽子行业规模约 100 亿元，保持约 7% 的增速稳健增长。粽子作为我国传统食品，在端午节期间具有较强送礼属性；此外，凭借方便、快捷的特点，粽子已逐渐成为日常方便食品，淡旺季属性有所减弱。五芳斋为粽子行业绝对领导品牌，线上方面，公司连续占据粽子品牌排行榜第一；线下方面，公司在商超渠道粽子市占率达约 30%，同样以绝对优势成为行业第一。

**图 13：中国粽子市场规模**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

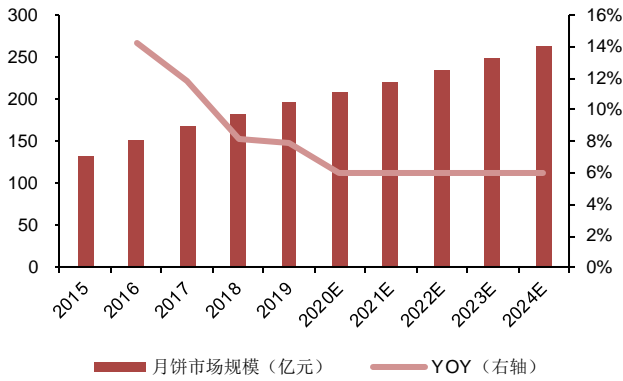
**图 14：2021 年端午节粽子品牌排行榜**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

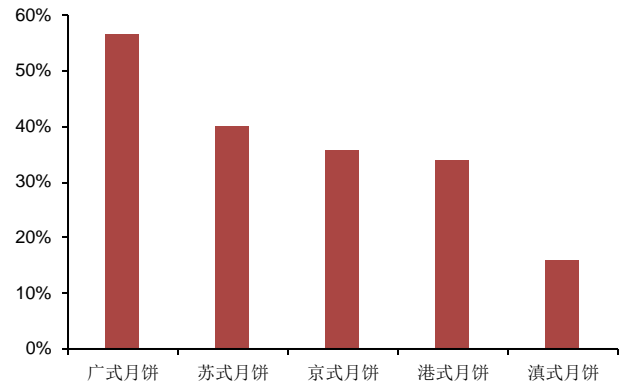
**月饼行业持续增长，五芳斋市占率已达第三。**月饼市场规模约 250 亿元，保持约 6% 的复合增速，作为我国中秋节令传统食品，月饼需求刚性较强。此外，月饼口味多样化，发展出了广式、京式、苏式等不同类型的传统月饼，糯皮、冰皮、流心、低糖等口味的新式月饼



同样受消费者欢迎。公司于 2016 年开始进入月饼行业，以差异化口味的四层流心糯月饼作为核心品类，在线上、线下月饼市场份额均占据第三名。依托于公司强大的品牌力和大单品运营能力，未来在月饼行业仍有很大发展空间。

**图 15：中国月饼市场规模**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

**图 16：2021 年消费者月饼风味偏好**


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

##### 关键假设：

假设 1：2022 年华东疫情于端午节前爆发，对端午期间粽子销售造成直接冲击，2023 年疫情管控放开，预计端午旺季销售情况较乐观；同时线下餐饮情况好转，粽子日销明显恢复，预计 2023-2025 年粽子销量增速分别为 20%、16%、13%。受益于产品结构升级，预计 2023-2025 年粽子毛利率分别为 43.9%、45.2%、46.3%。

假设 2：公司为月饼行业后起之秀，凭借差异化产品快速抢占市场份额，随着公司推出更多月饼新品、在月饼行业的品牌影响力进一步提升，月饼仍将保持较快增速，预计 2023-2025 年月饼销量增速分别为 18%、16%、15%，毛利率分别为 26.3%、28.1%、29.5%。

假设 3：疫情期间公司餐饮板块受到较大影响，2023 年起线下人流量逐步恢复，预计 2023-2025 年餐食系列收入增速分别为 60%、20%、18%，毛利率保持 55%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 粽子系列   | 收入  | 1747   | 2160  | 2568  | 2960  |
|        | 增速  | -13.0% | 23.6% | 18.9% | 15.3% |
|        | 成本  | 1026   | 1212  | 1406  | 1589  |
|        | 毛利率 | 41.3%  | 43.9% | 45.2% | 46.3% |
| 月饼系列   | 收入  | 239    | 290   | 345   | 405   |
|        | 增速  | 8.5%   | 21.5% | 18.9% | 17.3% |
|        | 成本  | 181    | 214   | 248   | 285   |



| 单位：百万元    |     | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|--------|-------|-------|-------|
|           | 毛利率 | 24.1%  | 26.3% | 28.1% | 29.5% |
| 餐食系列      | 收入  | 141.3  | 226   | 271   | 320   |
|           | 增速  | -44.0% | 60.0% | 20.0% | 18.0% |
|           | 成本  | 72.1   | 102   | 122   | 144   |
|           | 毛利率 | 49.0%  | 55.0% | 55.0% | 55.0% |
| 蛋制品、糕点及其他 | 收入  | 267.5  | 321   | 369   | 424   |
|           | 增速  | -0.3%  | 20.0% | 15.0% | 15.0% |
|           | 成本  | 202.8  | 209   | 240   | 276   |
|           | 毛利率 | 24.2%  | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 合计        | 收入  | 2462   | 3078  | 3646  | 4216  |
|           | 增速  | -14.9% | 25.0% | 18.5% | 15.6% |
|           | 成本  | 1539   | 1801  | 2091  | 2380  |
|           | 毛利率 | 37.5%  | 41.5% | 42.7% | 43.5% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 30.8 亿元、36.5 亿元、42.2 亿元，归母净利润分别为 2.2 亿元、2.9 亿元、3.6 亿元，EPS 分别为 2.18 元、2.80 元、3.49 元，对应动态 PE 分别为 21 倍、16 倍、13 倍。

### 3.2 相对估值

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择商业模式类似的广州酒家、米面加工行业的三全食品和巴比食品、烘焙行业龙头桃李面包作为可比估值对象，4 家公司 2023 年平均 PE 为 22 倍。五芳斋作为中华老字号品牌，在巩固粽子绝对领导品牌的同时培育第二成长曲线，将不断焕发新活力，给予公司 2023 年 25 倍估值，对应目标价 54.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司 | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |     |     |     |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
|           |      |             |           | 22A     | 23E  | 24E  | 25E  | 22A    | 23E | 24E | 25E |
| 603043.SH | 广州酒家 | 164.32      | 28.89     | 1.03    | 1.24 | 1.53 | 1.80 | 25     | 23  | 19  | 16  |
| 002216.SZ | 三全食品 | 142.25      | 16.18     | 0.89    | 1.03 | 1.15 | 1.28 | 21     | 16  | 14  | 13  |
| 605338.SH | 巴比食品 | 63.98       | 25.58     | 0.90    | 1.00 | 1.26 | 1.53 | 35     | 26  | 20  | 17  |
| 603866.SH | 桃李面包 | 177.41      | 11.09     | 0.51    | 0.48 | 0.56 | 0.66 | 30     | 23  | 20  | 17  |
| 平均值       |      |             |           |         |      |      |      | 28     | 22  | 18  | 16  |
| 603237.SH | 五芳斋  | 46.43       | 45.19     | 1.34    | 2.18 | 2.80 | 3.49 | 34     | 21  | 16  | 13  |

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 4 风险提示

食品安全风险，公司经营季节性波动风险，品牌被仿冒的风险

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 现金流量表 (百万元)       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 2462.10        | 3077.62        | 3646.10        | 4215.76        | 净利润               | 137.48         | 224.37         | 287.29         | 359.09         |
| 营业成本          | 1539.05        | 1801.16        | 2090.68        | 2379.82        | 折旧与摊销             | 64.66          | 67.08          | 81.87          | 103.52         |
| 营业税金及附加       | 14.63          | 17.35          | 19.61          | 23.83          | 财务费用              | 10.55          | -8.25          | -5.15          | -1.81          |
| 销售费用          | 540.25         | 738.63         | 875.06         | 1011.78        | 资产减值损失            | -4.75          | -4.64          | -4.29          | -4.48          |
| 管理费用          | 169.18         | 218.51         | 255.23         | 286.67         | 经营营运资本变动          | -36.02         | -54.83         | -13.00         | -13.84         |
| 财务费用          | 10.55          | -8.25          | -5.15          | -1.81          | 其他                | 127.46         | 5.36           | 12.15          | 12.53          |
| 资产减值损失        | -4.75          | -4.64          | -4.29          | -4.48          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>299.38</b>  | <b>229.10</b>  | <b>358.88</b>  | <b>455.00</b>  |
| 投资收益          | -0.92          | 0.30           | 0.07           | -0.02          | 资本支出              | -227.06        | -300.00        | -400.00        | -500.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 52.92          | 0.30           | 0.07           | -0.02          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-174.14</b> | <b>-299.70</b> | <b>-399.93</b> | <b>-500.02</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>207.36</b>  | <b>315.15</b>  | <b>415.03</b>  | <b>519.94</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -5.10          | -3.10          | -3.42          | -3.59          | 长期借款              | -92.26         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>202.25</b>  | <b>312.05</b>  | <b>411.62</b>  | <b>516.35</b>  | 股权融资              | 761.67         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 64.77          | 93.76          | 124.32         | 157.25         | 支付股利              | -70.52         | -96.23         | -157.06        | -201.10        |
| 净利润           | 137.48         | 218.28         | 287.29         | 359.09         | 其他                | -71.97         | -45.46         | 5.15           | 1.81           |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.01           | 0.01           | 0.01           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>526.92</b>  | <b>-141.69</b> | <b>-151.91</b> | <b>-199.29</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 137.48         | 224.37         | 287.29         | 359.08         | <b>现金流量净额</b>     | <b>652.30</b>  | <b>-212.29</b> | <b>-192.96</b> | <b>-244.30</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 财务分析指标            | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| 货币资金          | 903.27         | 690.98         | 498.01         | 253.71         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 82.59          | 83.09          | 99.05          | 118.25         | 销售收入增长率           | -14.87%        | 25.00%         | 18.47%         | 15.62%         |
| 存货            | 261.62         | 308.45         | 358.01         | 407.66         | 营业利润增长率           | -22.16%        | 51.98%         | 31.69%         | 25.28%         |
| 其他流动资产        | 78.34          | 97.93          | 116.02         | 134.14         | 净利润增长率            | -29.02%        | 58.77%         | 31.61%         | 24.99%         |
| 长期股权投资        | 0.61           | 0.61           | 0.61           | 0.61           | EBITDA 增长率        | -14.27%        | 32.35%         | 31.49%         | 26.41%         |
| 投资性房地产        | 54.25          | 54.25          | 54.25          | 54.25          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 689.59         | 930.36         | 1256.35        | 1660.68        | 毛利率               | 37.49%         | 41.48%         | 42.66%         | 43.55%         |
| 无形资产和开发支出     | 73.16          | 70.18          | 67.19          | 64.21          | 三费率               | 29.24%         | 30.83%         | 30.86%         | 30.76%         |
| 其他非流动资产       | 238.59         | 233.71         | 228.84         | 223.97         | 净利率               | 5.58%          | 7.09%          | 7.88%          | 8.52%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>2382.02</b> | <b>2469.56</b> | <b>2678.32</b> | <b>2917.47</b> | ROE               | 8.18%          | 12.08%         | 14.83%         | 17.14%         |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 5.77%          | 8.84%          | 10.73%         | 12.31%         |
| 应付和预收款项       | 318.92         | 390.53         | 449.61         | 511.35         | ROIC              | 22.49%         | 24.70%         | 23.67%         | 22.46%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 11.48%         | 12.15%         | 13.49%         | 14.75%         |
| 其他负债          | 382.65         | 271.78         | 291.23         | 310.65         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>701.56</b>  | <b>662.31</b>  | <b>740.84</b>  | <b>822.00</b>  | 总资产周转率            | 1.20           | 1.27           | 1.42           | 1.51           |
| 股本            | 100.74         | 102.74         | 102.74         | 102.74         | 固定资产周转率           | 5.59           | 4.44           | 4.24           | 3.78           |
| 资本公积          | 1132.99        | 1130.99        | 1130.99        | 1130.99        | 应收账款周转率           | 43.52          | 43.73          | 46.06          | 44.78          |
| 留存收益          | 442.73         | 570.87         | 701.09         | 859.08         | 存货周转率             | 5.31           | 6.26           | 6.24           | 6.18           |
| 归属母公司股东权益     | 1677.81        | 1804.60        | 1934.83        | 2092.81        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 106.41%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 2.64           | 2.65           | 2.65           | 2.66           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1680.45</b> | <b>1807.25</b> | <b>1937.48</b> | <b>2095.47</b> | 资产负债率             | 29.45%         | 26.82%         | 27.66%         | 28.18%         |
| 负债和股东权益合计     | 2382.02        | 2469.56        | 2678.32        | 2917.47        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.41           | 2.31           | 1.82           | 1.36           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.93           | 1.70           | 1.21           | 0.75           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 51.30%         | 42.89%         | 54.67%         | 56.00%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 1.34           | 2.18           | 2.80           | 3.49           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 16.33          | 17.56          | 18.83          | 20.37          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 2.91           | 2.23           | 3.49           | 4.43           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.69           | 0.94           | 1.53           | 1.96           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 282.57         | 373.98         | 491.76         | 621.65         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 33.77          | 20.69          | 16.16          | 12.93          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 2.77           | 2.57           | 2.40           | 2.22           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 1.89           | 1.51           | 1.27           | 1.10           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 11.85          | 9.62           | 7.71           | 6.49           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 1.52%          | 2.07%          | 3.38%          | 4.33%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域  | 姓名   | 职务          | 座机           | 手机              | 邮箱                   |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 蒋诗烽  | 总经理助理、销售总监  | 021-68415309 | 18621310081     | jsf@swsc.com.cn      |
|     | 崔露文  | 销售经理        | 15642960315  | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 薛世宇  | 销售经理        | 18502146429  | 18502146429     | xsy@swsc.com.cn      |
|     | 汪艺   | 销售经理        | 13127920536  | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 岑宇婷  | 销售经理        | 18616243268  | 18616243268     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 张玉梅  | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330     | zymyf@swsc.com.cn    |
|     | 陈阳阳  | 销售经理        | 17863111858  | 17863111858     | cyyfy@swsc.com.cn    |
|     | 李煜   | 销售经理        | 18801732511  | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 谭世泽  | 销售经理        | 13122900886  | 13122900886     | tsz@swsc.com.cn      |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309  | bly@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨   | 销售总监        | 18601139362  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚   | 销售副总监       | 18601241803  | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 杜小双  | 高级销售经理      | 18810922935  | 18810922935     | dxsyf@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇   | 高级销售经理      | 15652285702  | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 胡青璇  | 销售经理        | 18800123955  | 18800123955     | hqx@swsc.com.cn      |
|     | 王一菲  | 销售经理        | 18040060359  | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |
|     | 王宇飞  | 销售经理        | 18500981866  | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 巢语欢  | 销售经理        | 13667084989  | 13667084989     | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深  | 郑龔   | 广深销售负责人     | 18825189744  | 18825189744     | zhengyan@swsc.com.cn |
|     | 杨新意  | 销售经理        | 17628609919  | 17628609919     | yxy@swsc.com.cn      |
|     | 张文锋  | 销售经理        | 13642639789  | 13642639789     | zwf@swsc.com.cn      |
|     | 陈韵然  | 销售经理        | 18208801355  | 18208801355     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 龚之涵  | 销售经理        | 15808001926  | 15808001926     | gongzh@swsc.com.cn   |
|     | 丁凡   | 销售经理        | 15559989681  | 15559989681     | dingfyf@swsc.com.cn  |