

五芳斋(603237)

报告日期: 2023年06月01日

## 国货之光五芳斋，变革创新正当时

### ——五芳斋首次覆盖报告

#### 投资要点

❑ **五芳斋是我国粽子领军企业，本篇报告我们阐述公司的竞争力，并梳理公司两大超预期点，来看公司后续的成长和空间。**

❑ **五芳斋：粽子产品成为公司第一成长曲线，非粽产品打造新的增长极**

五芳斋是国内粽子领军企业，主要从事以糯米食品为主导的食品研发、生产和销售，22年分别实现收入/归母净利润 24.62/1.37 亿元，同比-14.87%/-29.01%。公司核心产品粽子 22 年收入 17.47 亿元，占比 70.97%，月饼系列/餐食系列/蛋制品、糕点及其他收入占比分别为 9.69%/5.74%/10.86%，非粽产品的比重不断上升，并在后续打造新的增长极。公司销售模式主要以电商渠道和经销商渠道为主，核心销售根据地仍为华东区域，但近年来非华东区域收入占比正不断提升，全国化战略初见成效。

❑ **超预期一：连锁业务有望减亏叠加新品类规模优势凸显，盈利能力有望提升**

**市场担忧：**公司连锁板块仍以直营门店模式为主，近几年亏损拖累利润水平；同时，公司虽推新速度较快，但其新增品类的毛利率有所波动且暂未达到成熟品类的稳定水平，对于公司盈利能力的稳定性存在担忧。

**我们认为：**公司积极进行连锁门店的优化，并推进“新零售+轻餐饮”新店型，跑通后将通过加盟模式推广至全国范围。当前公司连锁门店恢复良好，我们预计公司 23 年连锁门店有望减亏或实现盈亏平衡。产品方面，当前非粽产品的占比在持续提升，同时以月饼为代表的节令烘焙产品的规模快速起量，我们认为在后续单品规模的规模效应逐步显现后，其产品的盈利能力将会得到快速释放。

**1) 优化门店结构和门店店型，伴随终端需求的恢复，连锁门店有望实现盈亏平衡。**

目前公司已通过成立五芳斋（浙江）食品供应链有限公司来探索零售+餐饮一体化的连锁加盟模式，并从“以餐饮业务为主”转变为“以新零售+轻餐饮”模式为主。该模式将在未来作为五芳斋核心业态进行业务拓展，后续若模式论证成功会继续考虑全国范围内的稳健扩张。区别于市场担心公司连锁板块所造成的亏损会进一步拖累整体净利率，我们认为公司已步入新连锁模式转型的初级阶段，“缩、转、关”策略顺利落地，伴随后续店型的持续优化和终端需求的恢复，我们预计 23 年公司连锁门店有望实现盈亏平衡。

**2) 非粽产品占比持续提升，月饼等大单品规模快速起量，后续规模效应显现有望实现盈利能力的提升。**粽子作为公司第一成长曲线，盈利能力已经相对稳定，公司积极布局节令烘焙产品，寻找第二增长极。当前月饼品类规模快速起量，22 年占比已经接近 10%左右，当前其毛利率虽有所波动且暂未达到成熟品类粽子的稳定水平，但伴随公司生产效率的提升，以及月饼等大单品规模效应的逐步显现，其短期由于产品结构变化带来的盈利能力波动的影响将逐步消除。

❑ **超预期二：端午节叠加 618 销售旺季订单良好，全年业绩有望超预期。**

**市场担忧：**23Q1 公司业绩实现负增长，且终端呈现弱复苏，市场担忧公司二季度备货和销售旺季需求不足，导致全年业绩无法快速恢复。

**我们认为：**公司 23Q1 合同负债金额表现优异，环比大增 443.42%至 4.13 亿元，主要系端午节叠加 618 大促，经销商下单备货积极，打款率较好，有效保证了旺季销售。6 月销售数据将会为公司带来新的催化。

❑ **长期来看：粽子第一增长曲线再升级；同时发力非粽产品，打开长期空间**

**市场担忧：**公司当前产品结构以粽子产品为主，消费者对于其粽子的品牌心智也较为成熟，对于公司突破单一品类的束缚存在担忧。

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：杨骥  
执业证书号：S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

分析师：杜宛泽  
执业证书号：S1230521070001  
17621373969  
duwanze@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 53.73
总市值(百万元)	5,520.38
总股本(百万股)	102.74

#### 股票走势图



#### 相关报告

**我们认为：**1) 针对粽子产品，公司进一步巩固现有优势，打造“五芳斋”+“鸡牌”+“嘉湖细点”三大品牌矩阵，覆盖线上+线下全渠道，B端+C端全覆盖；高端到低端全消费层级，加深粽子产品的护城河，提升市占率和渗透率，进一步扩大市场规模，依托公司渠道的优化和拓展实现公司第一成长曲线的再升级；2) 进一步提升非粽产品的占比，通过多元化产品战略和快速产品创新，突破品牌固有的粽子认知，成为具备多元化产品的时令烘焙食品品牌，打造公司的第二增长曲线。具体来看，公司现已有多个细分品类发展势头良好，成功培育了一定的消费者认知，如月饼产品线在22年逆势增长，营收同比+8.53%至2.39亿元，市占率上升至行业第四；除此之外，公司的绿豆糕和咸鸭蛋等其他品类也同样具备优秀的发展潜力。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司2023年-2025年实现收入分别为31.84、37.70、43.43亿元，同比增长分别为29.32%、18.40%、15.20%；预计2023-2025年实现归母净利润2.34/2.95/3.80亿元，同比增长分别为69.97%/26.36%/28.56%。预计23-25年EPS分别为2.27/2.87/3.69元，对应PE分别为23.62/18.70/14.54倍。23年我们给予30倍PE，目标市值70亿左右。当前仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

新品推广的不确定性风险、公司经营的季节性波动风险、食品安全风险、产能投放不及预期风险

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2462.10	3184.09	3769.99	4342.91
(+/-) (%)	-14.87%	29.32%	18.40%	15.20%
归母净利润	137.48	233.67	295.28	379.60
(+/-) (%)	46.77%	69.97%	26.36%	28.56%
每股收益(元)	1.36	2.27	2.87	3.69
P/E	40.15	23.62	18.70	14.54

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 公司介绍：守正不忘创新，老字号焕发新活力</b>	<b>6</b>
1.1 公司发展历程：厚积薄发，扩张发展	6
1.2 股权结构：公司股权集中，管理团队年轻化	7
1.3 主营业务：第二增长曲线初现，电商渠道快速增长	9
1.3.1 产品拆分：核心品类平稳发展，持续扩充新品类	9
1.3.2 渠道拆分：建立全渠道营销体系，线上渠道表现突出	10
1.4 财务分析：业绩承压，反弹修复可盼	11
<b>2 行业分析：粽子行业格局稳定，月饼行业机会多</b>	<b>12</b>
2.1 粽子行业：行业格局稳定，公司稳居龙头	12
2.2 月饼行业：行业竞争格局分散，未来大有可为	13
<b>3 核心竞争力：百年老字号焕新生，极致产品力+数字化供应链加深护城河</b>	<b>15</b>
3.1 品牌力：从中华老字号到 Z 世代潮牌	15
3.2 产品力：坚守百年传承手工技艺，打造创新卓越产品矩阵	17
3.3 渠道力：全渠道布局策略保障公司稳健发展，加大渗透非华东区域市场	19
3.4 生产端：数字化运营提升经营效率，产能逐步扩张，规模效应逐渐提升	23
<b>4 未来增长：短期看好旺季销售叠加利润改善带来业绩超预期；长期看好新品类带动第二增长极</b>	<b>24</b>
4.1 23Q1 合同负债金额表现优异，有效保障旺季销售	24
4.2 连锁业务有望减亏叠加新品类规模效应凸显，盈利能力有望提升	25
4.3 粽子第一增长曲线再升级；同时发力非粽产品，打开长期空间	27
<b>5 盈利预测与相对估值</b>	<b>29</b>
5.1 盈利预测	29
5.2 相对估值	30
<b>6 风险提示</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 公司产品矩阵.....	6
图 2: 公司发展历程.....	7
图 3: 公司股权结构 (截止 2023 年 3 月 31 日) .....	7
图 4: 18-22 年公司分产品收入占比.....	10
图 5: 18-22 年公司分产品收入及增速.....	10
图 6: 18-22 年公司各渠道营收 (亿元) .....	11
图 7: 18-22 年公司各渠道营收占比.....	11
图 8: 18-23Q1 公司营业收入 (亿元) .....	11
图 9: 18-23Q1 公司归母净利润 (亿元) .....	11
图 10: 18-23Q1 公司毛利率、净利率情况.....	12
图 11: 18-23Q1 公司费用率情况.....	12
图 12: 中国粽子行业市场规模.....	12
图 13: 2021 年线上粽子市场 TOP5 品牌市场份额 .....	13
图 14: 中国月饼行业市场规模.....	13
图 15: 2022 年中秋节电商平台 TOP15 月饼品牌销售情况.....	错误!未定义书签。
图 16: 2020-2021 年消费者购买月饼渠道变化.....	14
图 17: 2022 年中国月饼消费者购买月饼目的 .....	15
图 18: 2021 年中国月饼消费者购买时所关注的因素 TOP6.....	15
图 19: 22 年“五芳斋杯”龙舟竞渡、踏白船表演赛开幕式.....	17
图 20: 五芳斋·节令食坊 .....	17
图 21: 五芳斋与各大年轻品牌联名合作.....	17
图 22: 五芳斋入驻各大新媒体平台 .....	17
图 23: 五芳斋优质稻米基地.....	18
图 24: 五芳斋先进工艺设备.....	18
图 25: 五芳斋创新口味粽子.....	19
图 26: 公司近年来研发费用上升速度较快.....	19
图 27: 公司销售模式拆分.....	19
图 28: 公司全渠道布局策略.....	20
图 29: 2019 年端午节期间商超渠道粽子主要品牌占有率 .....	21
图 30: 公司主要商超客户 .....	21
图 31: 公司连锁门店四大分类.....	21
图 32: 公司“中华节令食品+伴手礼”门店 .....	21
图 33: 公司内部将线上平台流量划分为三大类.....	22
图 34: 五芳斋天猫、京东旗舰店.....	22
图 35: 公司各地区 22 年收入和 18-22 年 CAGR.....	23
图 36: 22 年公司各地区收入占比.....	23
图 37: 18-21 年公司粽子产品分季度产能利用率.....	24
图 38: 18-21 年公司粽子产品产能与产量.....	24
图 39: 三轮经济修复斜率对比.....	25
图 40: 社零餐饮收入从 22 年年末开始环比下降 .....	25
图 41: 公司历年分季度合同负债金额.....	25
图 42: 公司各类型门店数量 (家) .....	26

图 43: 公司直营/合营门店平均营收受压.....	26
图 44: 公司直营/合营门店平均净利润受压.....	26
图 45: 直营/合营门店平均人均消费较为稳定.....	26
图 46: 公司直营/合营店数逐年下降.....	26
图 47: 22 年“缩、转、关”策略下公司直营/合营关店数进一步加大.....	26
图 48: 公司粽子/餐食系列毛利率较高.....	27
图 49: 公司月饼产品毛利率已超过桃李面包, 但与广州酒家仍有差距.....	27
图 50: 鸡牌粽子产品图.....	28
图 51: 嘉湖细点产品图.....	28
图 52: 常见月饼种类/流派.....	28
图 53: 公司咸鸭蛋广告在哔哩哔哩播放量突破 280 万.....	28
表 1: 公司核心管理层概况.....	8
表 2: 股权激励授予对象.....	9
表 3: 公司层面业绩考核要求.....	9
表 4: 2018 年《中华老字号品牌发展指数》中五芳斋高居第六位.....	16
表 5: 五芳斋连续多年占领粽子品牌排行榜第一名.....	16
表 6: 公司全渠道营销网络.....	20
表 7: 18-21 年公司电商渠道前五名客户销售额/占比.....	22
表 8: 公司募投项目情况.....	24
表 9: 五芳斋盈利预测 (百万元, %)	30
表 10: 相对估值.....	30
表附录: 三大报表预测值.....	32

## 1 公司介绍：守正不忘创新，老字号焕发新活力

始于 1921 年的五芳斋是国内粽子行业龙头企业。公司主要从事以糯米食品为主导的食品研发、生产和销售。作为全国首批“中华老字号”企业，公司对中国传统美食进行传承和创新，围绕着二十四节气去打造五芳斋产品矩阵，逐渐形成以粽子为主导，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。在“糯+”战略指导下，公司已完成传世臻粽高端系列、创新的 FANG 粽系列、新工艺的锁鲜粽系列等粽类新产品的开发，以及包括月饼、青团、汤圆等节令食品，绿豆糕、桃酥、面包等烘焙食品，烧卖、馄饨、饭团等速冻食品，素肉、腊肠等休闲卤味食品等非粽类产品的布局。2022 年公司实现营业收入 24.62 亿元，同比下降 14.87%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比下降 29.01%。

图1：公司产品矩阵

品类	产品	图示	品类	产品	图示
节令食品	粽子		速冻食品	烧麦	
				馄饨	
				饭团	
	月饼		休闲卤味	腊肠	
	青团			素肉	
	汤圆			半熟预制餐	
烘焙食品	绿豆糕		蛋制品		
	桃酥		其他米制品	小包装米	
	面包			即食杯粥	

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

### 1.1 公司发展历程：厚积薄发，扩张发展

公司发展主要经历了以下几个发展阶段：

1) **品牌初创期 (1921-1984 年)**: 1921 年，兰溪籍商人张锦泉在嘉兴城内的张家弄开设了首家“五芳斋”粽子店，因粽子制作考究，风味独特而名噪一时。随后三十余年，五芳斋粽子以“糯而不烂、肥而不腻、肉嫩味香、咸甜适中”的特色而被誉为“粽子大王”。1956 年公私合营合并成立嘉兴五芳斋粽子店，并一直传承到今天。

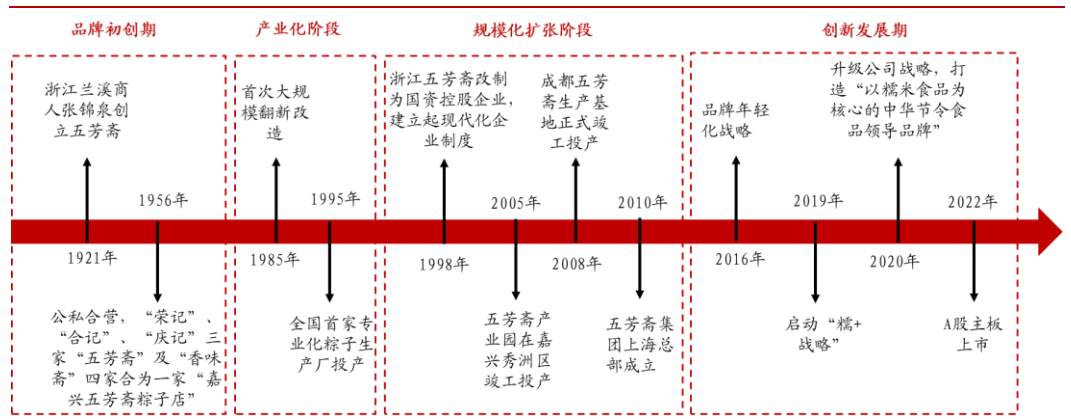
2) **产业化阶段 (1985-1995 年)**: 1985 年五芳斋首次大规模翻新改造，1995 年五芳斋投资数千万元，建成了全国首家粽子专业生产厂，告别了前店后坊的老字号传统经营模

式，并积极推动传统工艺的现代化改造，实现了工业化、标准化生产，使五芳斋粽子的工艺水平在同行业中遥遥领先。

**3) 规模化扩张阶段 (1996-2015年):** 1998年，浙江五芳斋实业股份有限公司经改制后成立，建立起现代化企业制度，并开始进军全国销售市场。2004年公司荣获中国驰名商标。2005年，五芳斋产业园竣工投产，成为全国生产规模最大、技术水平最高的粽子专业生产、配送基地。2008年，五芳斋集团迈出了全国市场战略布局的步伐，先后在成都、黑龙江、江西等地建立生产基地。与此同时，五芳斋集团积极拓展食品上下游产业，打造食品产业链。2010年3月，五芳斋集团上海总部成立，将打造成为全国营销中心、研发中心和新兴产业的发祥地。

**4) 创新发展期 (2016-至今):** 五芳斋于2016年启动品牌年轻化战略，开始品牌年轻化转型之路。公司先后建立电子商务团队，构建商贸、连锁、电商全渠道营销模式。2018年，联手阿里口碑推出全国首家智慧餐厅等。作为国家首批“中华老字号”，五芳斋顺应时代浪潮，积极变革。2019年，五芳斋全面启动“糯+战略”，随后升级公司战略，以“守护和创新中华美食”为使命，打造“以糯米食品为核心的中华节令食品领导品牌”。2022年五芳斋在A股主板上市，成为“中国粽子第一股”。

**图2: 公司发展历程**

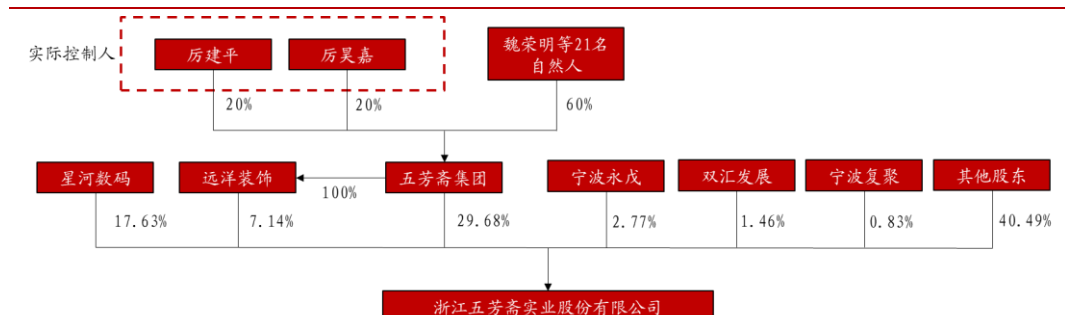


资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

## 1.2 股权结构: 公司股权集中, 管理团队年轻化

**公司股权集中, 结构稳定。** 实控人厉建平、厉昊嘉父子合计持有五芳斋集团40%股份, 持有五芳斋集团29%股份的四名主要股东承诺在五芳斋集团股东大会表决时与其保持一致, 因此, 实控人实际能够控制五芳斋集团69%股份所对应的表决权, 从而通过五芳斋集团及其子公司远洋装饰共持有五芳斋实业36.82%的股份, 为五芳斋实业的实际控制人。

**图3: 公司股权结构 (截止2023年3月31日)**



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**核心管理层具备多年行业实操经验，且团队偏向年轻化。**公司管理团队人员多出自公司内部，经验丰富。公司董事兼总经理马建忠、副总经理徐炜在公司任职多年，历任公司多个部门，多年的从业经验赋予其对公司更全面的认知以及对行业更深入的理解。公司团队整体偏向年轻化，中高层管理人员以 70 后、80 后为主，电商团队以 90 后为主，为公司组织注入活力，激发员工的创新思维，持续创新的公司基因将进一步推动公司未来发展。

表1: 公司核心管理层概况

姓名	职位	出生年份	履历
厉建平	董事长	1956	曾任任瑞安县公安局民警，嘉兴市公安局刑警，嘉兴市公安局郊区分局副局长、局长，嘉兴市公安局副局长。1995年12月至今，任五芳斋集团董事长
戴巍巍	董事	1969	曾任上海沪宁高速（上海段）发展有限公司董事、总经理，上海申渝公路建设发展有限公司董事、总经理，上实管理（上海）有限公司总经理。2017年6月至今任五芳斋董事。
常晋峪	董事	1972	曾任星河数码董事、上海申渝公路建设发展有限公司董事、总经理；2020年10月至今，任五芳斋集团董事
魏荣明	副董事长	1962	曾任嘉兴市食品公司副科长、嘉兴市商业局科员、五芳斋总经理、副董事长。2017年6月至今，任五芳斋副董事长。
马建忠	董事、总经理	1977	历任五芳斋业务员、宁波分公司经理、市场部经理、电子商务总经理、挑拾生鲜总经理，2019年6月至今担任五芳斋董事。
陈传亮	董事、财务总监	1982	曾任五芳斋集团下属子公司会计、主管、财务经理，五芳斋财务总监助理兼财务经理。2019年1月至今，任五芳斋财务总监。
徐炜	副总经理	1973	曾任公司办公室主任，五芳斋集团办公室副主任、运营管控部总经理、总裁秘书，公司运营管控部总经理、品牌总监。2019年1月至今，任公司副总经理。
马冬达	副总经理	1976	曾任公司嘉兴分公司经理、绍兴分公司经理、销售管理部经理、武汉大区经理、公司物流中心经理、全渠道营销中心总经理。2019年6月至今，任公司副总经理。
沈燕萍	副总经理	1976	曾任公司总店店长助理、销管部培训专员、总店店长、连锁专卖部营运总经理、连锁事业部总经理、公司总经理助理、全渠道营销中心副总经理。2020年12月至今，任公司副总经理
厉昊嘉	总审计师	1985	曾任公司董事会秘书、董事。2020年1月至今，任公司总审计师。
黄锦阳	人力资源总监	1983	曾任公司人事主管、绩效主管、人力资源部经理助理、组织发展经理、人力资源部经理、人力资源总监助理。2022年9月至今，任公司人力资源总监
于莹茜	董事会秘书	1986	曾任公司董事长助理。2020年1月至今，任公司董事会秘书

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

**股权激励绑定核心管理层，调动团队积极性。**公司于2023年年初推出限制性股票激励计划。此次股权激励向80名对象包括高层，中层管理人员及核心技术（业务）骨干授予200万股限制性股票，授予价格为21.72元/股。股权激励计划覆盖面较广，授予额度较高，有利于激发核心高管及中层管理人员及核心技术（业务）骨干的积极性，推动公司可持续发展。



表2: 股权激励授予对象

授予对象	职务	获受的限制性股票数量 (万股)	占授予总量比例	占总股本比例
马建忠	董事、总经理	29.59	14.80%	0.29%
马冬达	副总经理	10.50	5.25%	0.10%
徐炜	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
沈燕萍	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
陈传亮	董事、财务总监	6.21	3.11%	0.06%
于莹茜	董事会秘书	6.21	3.11%	0.06%
黄锦阳	人力资源总监	5.73	2.87%	0.06%
中层管理人员、核心技术(业务)骨干(合计73人)		128.40	64.20%	1.27%
<b>合计共80人</b>		<b>200.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.99%</b>

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 公司层面业绩考核要求

	解除限售条件
第一个解除限售期	以2022年为基数, 2023年营业收入增长率不低于21%, 且扣非净利润增长率不低于18%。
第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以2022年为基数, 2024年营业收入增长率不低于40%, 且扣非净利润增长率不低于39%; 2、以2022年为基数, 2023-2024年两年累计营业收入较2022年增长率不低于162%, 且累计扣非净利润增长率不低于158%。
第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一: 1、以2022年为基数, 2025年营业收入增长率不低于61%, 且扣非净利润增长率不低于63%; 2、以2022年为基数, 2023-2025年三年累计营业收入较2022年增长率不低于323%, 且累计扣非净利润增长率不低于322%。

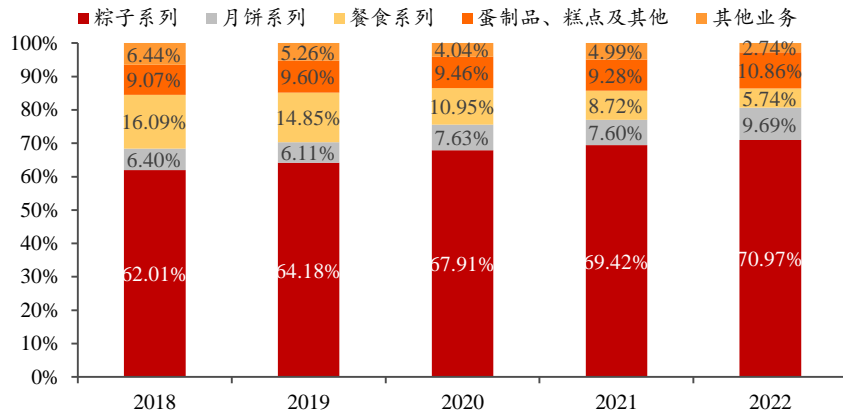
数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3 主营业务: 第二增长曲线初现, 电商渠道快速增长

#### 1.3.1 产品拆分: 核心品类平稳发展, 持续扩充新品类

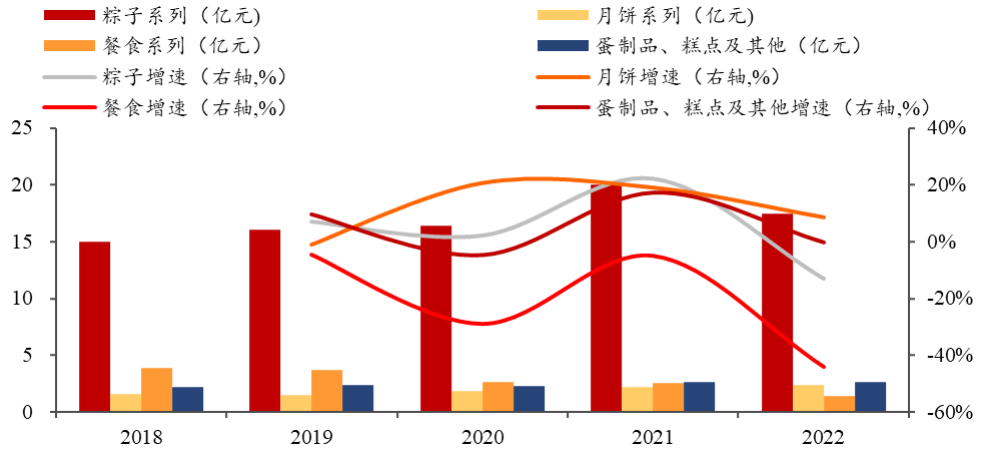
公司产品结构以粽子为核心, 月饼系列实现快速增长。公司已形成以粽子为主导, 集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体的产品群。具体来看, 1) **粽子系列**: 22年营收同比-12.97%至17.47亿元, 营收占比保持七成左右, 为公司核心收入来源。2) **月饼系列**: 22年大环境干扰下公司月饼品类实现逆势增长, 同比+8.53%至2.39亿元, 占比同比+2.09%至9.69%, 未来有望发展成为公司第二增长曲线。3) **餐食系列**: 受疫情影响最为严重, 22年营业收入同比下降43.95%至1.41亿元, 占比下滑2.98pct至5.74%, 主要系公司多数门店在疫情爆发期被迫暂停营业, 销售金额大幅下降。4) **烘焙板块**: 公司烘焙板块22年同比-0.30%至2.67亿元, 占比小幅增长1.59%至10.86%, 仅次于粽子系列。

图4: 18-22年公司分产品收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 18-22年公司分产品收入及增速

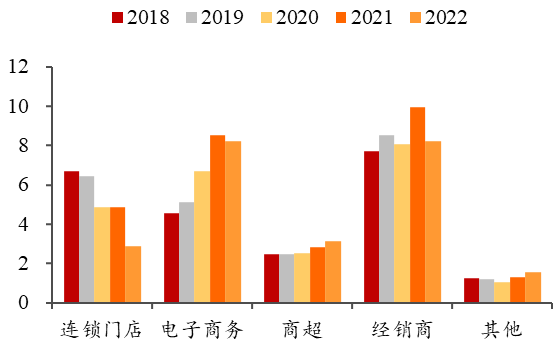


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3.2 渠道拆分: 建立全渠道营销体系, 线上渠道表现突出

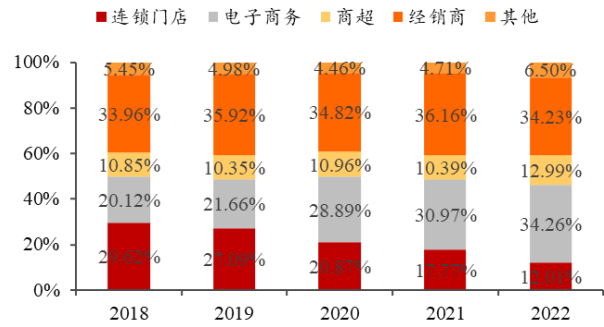
公司渠道布局全面, 电商渠道贡献最大收入。1) 连锁门店: 22年营收同比下降41.09%至2.88亿元, 收入占比同比-5.76pct至12.01%, 主要系疫情因素导致公司多地门店暂停营业。2) 电子商务: 22年线上渠道营收同比下降3.58%至8.21亿元, 主要系疫情期间多地物流受阻, 无法发货; 营收占比同比+3.29pct至34.26%, 超越经销商渠道成为收入占比最大板块。3) 商超: 22年收入为3.11亿元, 同比+9.00%, 收入占比同比+2.60pct至12.99%, 处于稳健增长态势, 目前公司主要商超客户包括麦德龙、大润发、沃尔玛、盒马等。4) 经销商: 22年收入同比下滑17.51%至8.20亿元, 收入占比同比-1.93pct至34.23%, 主要系不稳定大环境下公司的经销商订单有所减少。截至22年12月31日, 公司经销商数量为707家, 相比去年同期增长38家。5) 其他: 22年营收同比上涨20.18%至1.56亿元, 收入占比同比+1.79pct至6.50%, 主要是公司积极开发团购和大客户渠道, 并成功拓展了与顺丰、泸溪河、五菱等头部企业的合作机会。目前公司与中国石化、八马茶业等企业保持着良好的合作关系, 未来将通过定制化产品+高端礼盒打造公司面向全国范围内的大客户营销体系。

图6: 18-22年公司各渠道营收(亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 18-22年公司各渠道营收占比

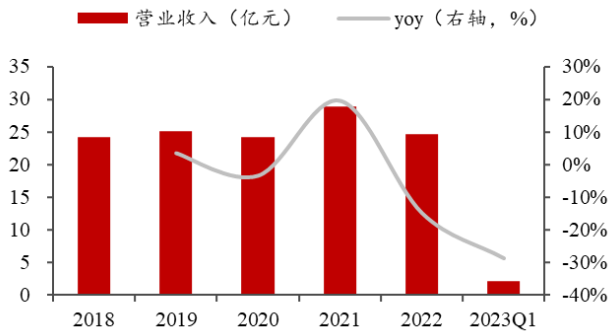


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.4 财务分析: 业绩承压, 反弹修复可盼

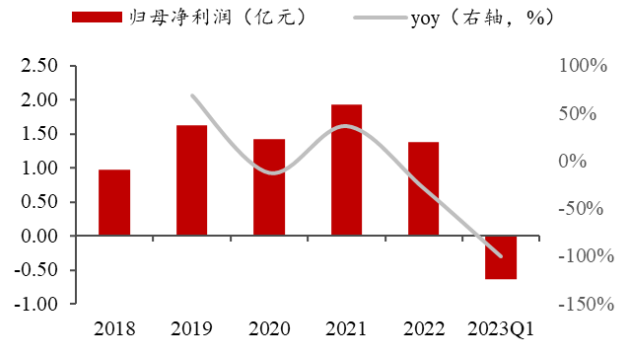
公司 22 年业绩受疫情影响较大, 23Q1 合同金额增长幅度较大。22 年公司分别实现营业收入、归母净利润 24.62 亿元、1.37 亿元, 同比下滑 14.87%、29.01%, 主要系连锁门店疫情期间经营受损严重, 经销商订单量下降所致。23 年一季度公司分别实现营业收入、归母净利润 2.16 亿元、-0.64 亿元, 同比下滑 28.74%、100.57%, 主要系今年端午节较上年有所推迟, 客户订单金额暂未划入一季度报表收入端。合同负债方面, 公司 23Q1 实现 4.13 亿元, 环比大增 3.37 亿元, 反映公司端午节订单量充足, 经销商对端午期间粽子需求状况较为乐观。

图8: 18-23Q1 公司营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

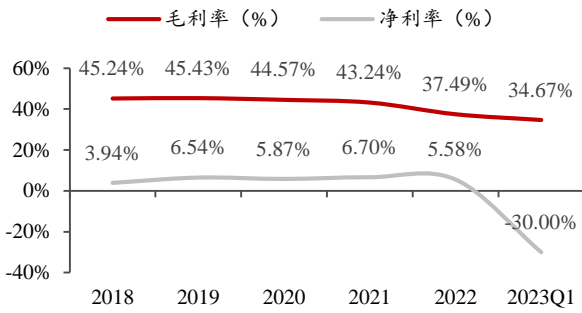
图9: 18-23Q1 公司归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

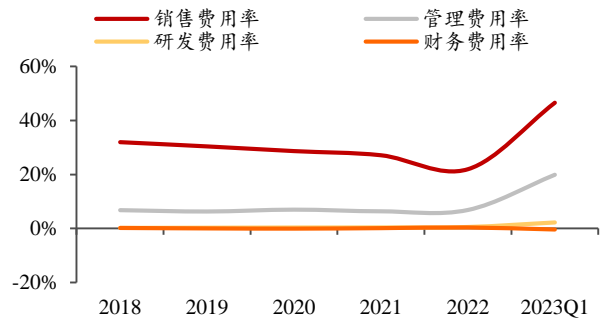
盈利能力受营收影响短期承压。22 年公司毛利率同比下降 5.75pct 至 37.49%, 23Q1 公司毛利率同比下降 5.72pct 至 34.67%; 22 年公司净利率同比下降 1.12pct 至 5.58%, 23Q1 净利率同比下降 19.54pct 至 -30.00%, 主要系公司各板块营收在疫情影响下均受到不同程度的冲击, 整体盈利能力承压。费用率方面, 22 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.94%/6.87%/0.61%/0.43%, 同比分别 -5.16/+0.49/+0.15/+0.26pct。

图10: 18-23Q1公司毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 18-23Q1公司费用率情况



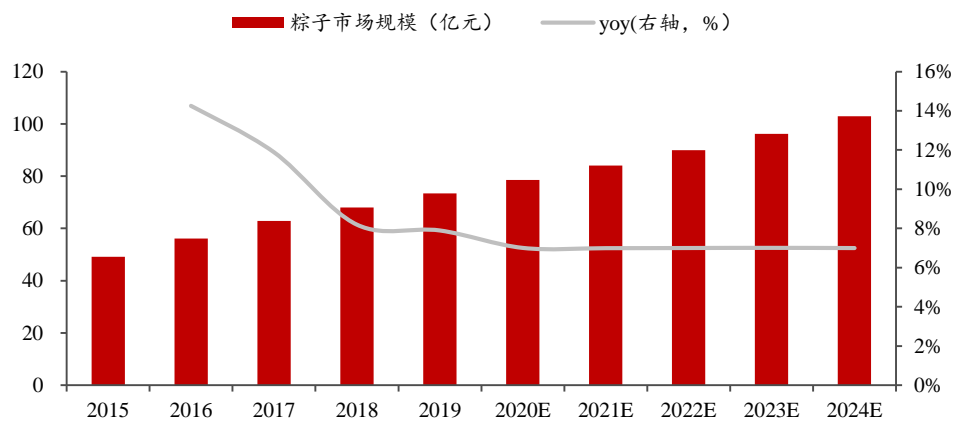
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2 行业分析: 粽子行业格局稳定, 月饼行业机会多

### 2.1 粽子行业: 行业格局稳定, 公司稳居龙头

**粽子市场规模保持较快增长态势。**粽子是我国历史文化积淀最为深厚的传统美食之一,是端午节的节令食物,其消费具备刚性需求。根据公司招股书披露,粽子的市场规模由2015年49.16亿增长至2019年73.37亿,CAGR达10.53%,预计粽子市场规模在2024年有望增长至102.91亿,2020-2024年年化增速预计为7.00%。未来随着国民对传统节日重视程度加深,以及粽子的礼品属性受到越来越多的关注,粽子市场规模将继续呈现稳步上升的趋势。

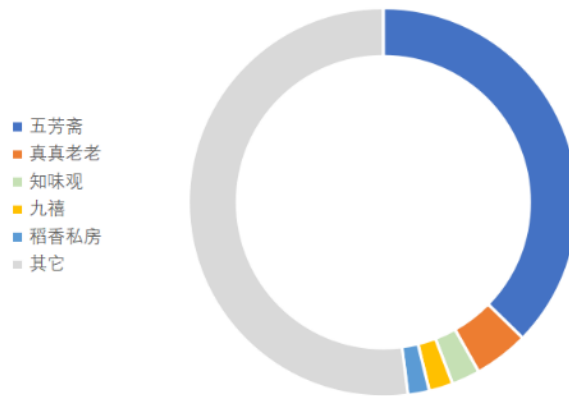
图12: 中国粽子行业市场规模



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**五芳斋为行业龙头品牌。**在线上销售方面,根据魔镜市场情报数据,五芳斋在线上粽子市场“一枝独秀”,2021年市场份额达37%,销售额达4.6亿元,远超其它品牌。2021年,粽子行业CR5为47%,较2020年有所下降,但五芳斋市占率却逆势上升,体现公司线上渠道优势巨大。在线下销售方面,根据公司招股书披露,2019年端午节期间,商超渠道粽子销售前三名品牌分别是五芳斋、三全和思念,前三名品牌销售金额占比合计超过65%,市场集中度较高,其中五芳斋同样以绝对的份额优势排名销售第一。

图13: 2021年线上粽子市场TOP5品牌市场份额

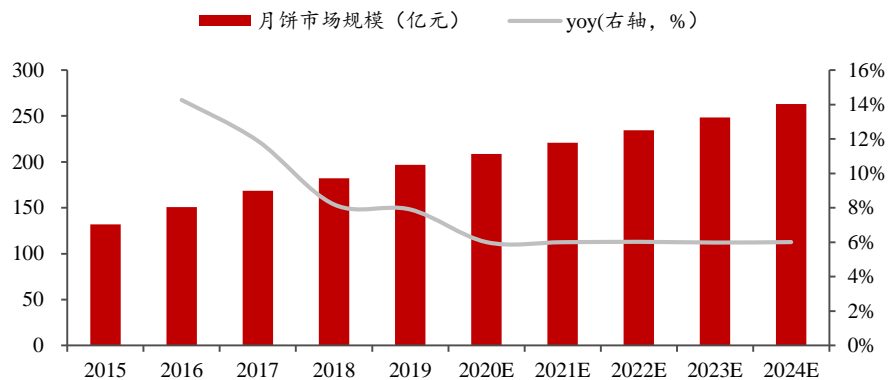


资料来源: 魔镜市场情报, 浙商证券研究所

## 2.2 月饼行业: 行业竞争格局分散, 未来大有可为

月饼市场规模处于稳步上升期。根据公司招股书披露, 受益于月饼礼品及节令的双重属性, 月饼市场规模由2015年131.80亿增长至2019年196.70亿, CAGR达10.53%, 且未来随着传统文化的传承与发展, 以及月饼产品的不断创新, 预计2021年后三年有望保持6.00%的年化增速增长, 市场规模将在2024年有望增长至263.20亿。

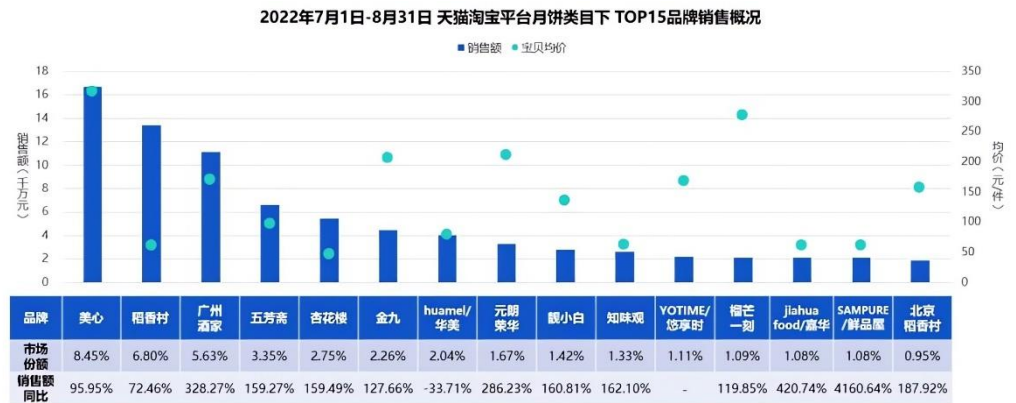
图14: 中国月饼行业市场规模



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

月饼市场竞争格局较为分散, 五芳斋市占率已达前五。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, 各区域流派的知名老字号企业众多, 区域性发展特征明显, 行业竞争较为激烈。根据2021年艾媒咨询数据, 在月饼品牌选择上, 五芳斋名列第四。依托五芳斋中华老字号品牌影响力, 公司月饼线上销售快速发展。根据魔镜市场情报数据, 2022年中秋(7月1日-8月31日)淘宝天猫平台月饼市场前五名品牌市场份额合计占比为26.98%, 五芳斋市场份额为3.35%, 排名第四。

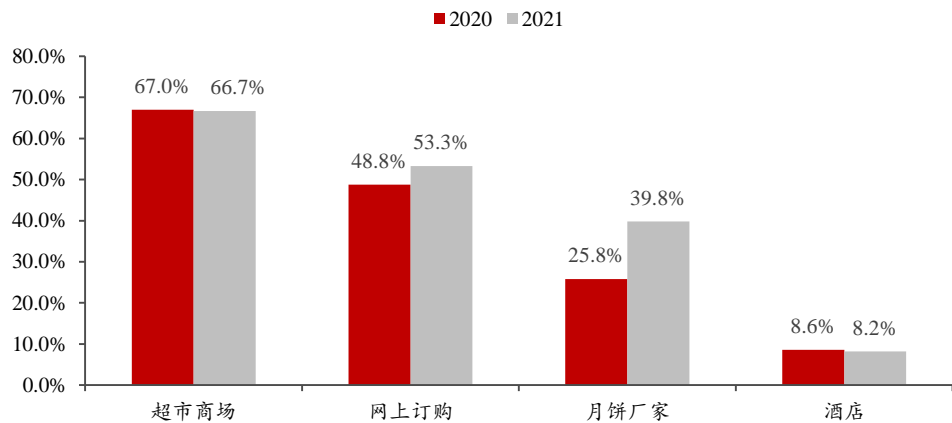
图15: 2022年中秋节电商平台TOP15月饼品牌销售情况



资料来源: 魔镜市场情报, 网易, 浙商证券研究所

**月饼行业趋势一: 电商渠道成为消费者购买月饼的重要渠道。**线上渠道通常能够与线下渠道进行联动, 帮助公司打破区域间地理限制, 拓展更多空白市场, 为企业提供发展成为全国性品牌的良机。根据艾媒数据中心, 21年有53.3%的消费者通过网上渠道订购月饼, 同比20年上升4.5pct, 反映月饼消费的线上化趋势将会持续深化。公司重视电商渠道业务发展, 早在2009年便成立了五芳斋电子商务部, 现线上销售网络已覆盖天猫、京东、抖音等各大电商平台, 未来也将继续加强关于线上销售的战略合作与资源投入。

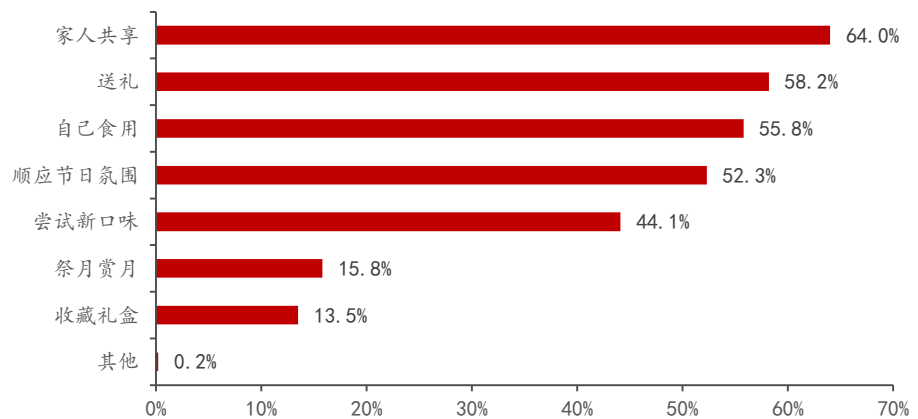
图16: 2020-2021年消费者购买月饼渠道变化



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

**月饼行业趋势二: 月饼的送礼性质愈发突出。**随着经济发展, 中国居民消费逐步升级, 居民由温饱消费转向享受消费, 驱使月饼礼盒消费市场发展。根据艾媒咨询报告, 22年58.2%的消费者购买月饼的目的是送礼, 仅次于家人共享, 同比2021年上升5.6%, 月饼的礼品属性越发增强。

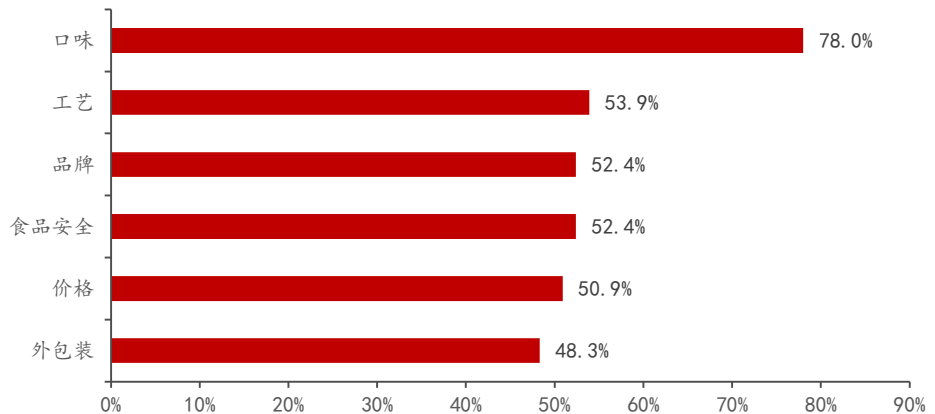
图17: 2022年中国月饼消费者购买月饼目的



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

**月饼行业趋势三: 月饼口味创新化发展。**根据艾媒咨询报告, 有 78.0%的月饼消费者在购买时更关注月饼的口味, 而偏爱新式口味月饼的消费者占比高达为 64.4%。公司从 16 年开始做月饼, 为了迎合消费者喜好, 通过创新传统月饼馅料推出了新江南糯月饼并作为核心品类, 其中四层流心糯月饼比一般的流心月饼口感更加软糯丰富, 满足了消费者的差异化需求, 帮助公司品牌力、产品力得到进一步提升。

图18: 2021年中国月饼消费者购买时所关注的因素 TOP6



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

### 3 核心竞争力: 百年老字号焕新生, 极致产品力+数字化供应链

#### 加深护城河

##### 3.1 品牌力: 从中华老字号到 Z 世代潮牌

五芳斋如今已有百年品牌积淀, 其耕耘的粽子老字号形象深入人心。作为“中华节令美食创导者”, 五芳斋一直坚持守护和促进老字号和非遗的传承发展, 并通过开展嘉兴市“五芳斋杯”龙舟竞渡和踏白船表演赛、打造五芳斋·节令食坊方式等方式弘扬传统节令健康饮食文化, 传承中华传统美食。因五芳斋家喻户晓的“粽子大王”形象深入人心, 公

司成功将品牌和品类挂钩，其高消费者辨识度将有助于公司拓展渠道，推动全国化战略进程。

表4： 2018年《中华老字号品牌发展指数》中五芳斋高居第六位

排名	老字号品牌	总指数
1	茅台	82.3
2	恒源祥	81.9
3	云南白药	69.9
4	同仁堂牌	68.7
5	美加净	66.2
6	<b>五芳斋</b>	<b>61.4</b>
7	新华书店	60.1
8	回力	59.9
9	东阿牌	57.6
10	海天	55.6
11	红双喜	55.3
12	光明	54.2
13	五粮液	53.9
14	青岛啤酒	50.9
15	王老吉	50.2
16	大益牌	49.3
17	马利	48.2
18	马应龙	48
19	泸州老窖	47.4
20	古越龙山	47.1

资料来源：《中华老字号品牌发展指数》，浙商证券研究所

表5： 五芳斋连续多年占领粽子品牌排行榜第一名

排名	2022年	金榜指数	2021年	金榜指数	2020年	金榜指数	2019年	金榜指数	2018年	金榜指数
1	五芳斋	94.0	五芳斋	98.9	五芳斋	96.3	五芳斋	85.4	五芳斋	83.2
2	稻香村	78.7	真真老老	94.2	北京稻香村	94.5	真真老老	81.2	真真老老	81.6
3	知味观	78.7	知味观	93.5	真真老老	92.6	北京稻香村	79.4	三珍斋	79.4
4	三全	78.6	稻香私房	92.6	知味观	90.3	诸老大	78.6	诸老大	78.0
5	红船	78.3	广州酒家	91.1	三全	87.2	三全	78.0	北京稻香村	77.7
6	鲜品屋	78.2	诸老大	88.4	诸老大	86.2	三珍斋	77.5	利口福	75.3
7	良品铺子	77.8	杏花楼	84.9	荃盛	85.9	思念	76.9	三全	74.4
8	东来顺	77.6	三全	84.0	广州酒家 (利口福)	84.8	利口福	74.2	思念	72.2
9	元祖	77.4	百草味	83.5	杏花楼	84.8	知味观	72.9	皇中皇	71.9
10	同庆楼	77.3	全聚德	82.4	米旗	84.2	红船	72.4	红船	70.6

资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所



图19: 22年“五芳斋杯”龙舟竞渡、踏白船表演赛开幕式



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图20: 五芳斋·节令食坊



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

“破圈营销”+“创新传播矩阵”，老字号品牌也具有新潮心。根据中国品牌研究院的调查数据显示，我国老字号企业从建国初期的16000余家到现在仅剩1128余家，存活率不足10%，从中可以看出消费者的需求并不是一尘不变，老字号品牌也需要不断更新理念以适应消费主流。而公司作为中华传统美食品牌年轻化的引导者，在营销策略年轻化革新也已取得了一定成就。例如，为了顺应国潮趋势、拓展在年轻消费群体中的知名度，五芳斋还选择与各大品牌IP进行不同程度的跨界联名：迪士尼、乐高、拉面说、王者荣耀、乐事、AKOKO、钟薛高等，用新奇、好玩又富有中式韵味的国潮美食与Z世代建立沟通，为品牌注入新活力。同时，为了更高效地多方触达消费者，五芳斋自2009年便积极布局电商渠道，现已成功应用短视频、B站、小红书、H5等创新传播方式与年轻人进行沟通，并通过更加年轻化的营销内容，不断开拓新一代的用户群体。

图21: 五芳斋与各大年轻品牌联名合作



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图22: 五芳斋入驻各大新媒体平台



资料来源: 公司小红书官方账号等, 浙商证券研究所

### 3.2 产品力：坚守百年传承手工技艺，打造创新卓越产品矩阵

好粽溯源，匠心打造。公司严格把控品质，坚持精选原料、传统工艺和百年秘方，核心大单品粽子拥有着独一无二的六大优势：

1) 东北大米: 五芳斋粽子所采用的糯米均来自于黑龙江五常、宝清的糯米基地, 黑土地出产的大米更加天然安全且口感香滑、醇厚、微甜;

2) 高山箬叶: 五芳斋粽子所采用的粽叶来源于五芳斋江西野生箬叶基地, 叶片厚薄适中, 清香袭人, 安全健康;

3) 上乘原料肉: 五芳斋粽子生产过程中所用的肉品源自去骨猪后腿肉与脊膘, 肥瘦搭配、酥而不烂; 同时出于卫生和健康安全, 切肉车间采用 18 道工序检验, 工人需严格遵守着装规范以维持车间洁净度;

4) 祖传秘方: 公司代代相传的独特秘方是其粽子口味百年不变的秘诀, 在酱油、酒、糖、盐等调料的配制甚至是搅拌方法都十分有考究, 可所谓精益求精。

5) 裹粽技术: 五芳斋的粽子现在依然是人手包扎, 其裹粽技师通过多年的技艺沉淀, 练就了“一手抓米、投馅, 重量一把准”的绝活, 并曾以 1 分钟包裹 7 只粽子的速度创下吉尼斯世界纪录;

6) 领先技艺: 公司兼顾传统制作手艺和生产技术的现代化革新, 已开始采用淘、拌米连续化生产流水线、箬叶机械化清洗机、自动化切肉生产线等先进应用, 既保留了粽子的传统口味, 又满足了规模化和更高食品安全的需求。

图23: 五芳斋优质稻米基地



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图24: 五芳斋先进工艺设备



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

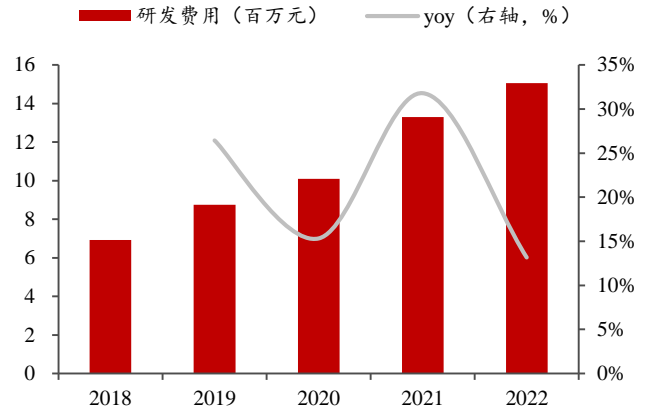
**提升粽子日销能力, 围绕“糯+”产品战略探索第二增长曲线。**为了推动粽子大单品的零食化、日常化、健康化, 开拓粽子的日常属性, 公司于 22 年天猫 618 活动期间创新推出了仅有 50 克的玲珑小粽子“啊呜一口”, 并成为了网络爆款, 成功进入食品店铺销量前 20 名。同时, 为了满足 Z 世代追求新奇、刺激的消费心理, 五芳斋不断推陈出新, 至今已开发了一百多种类的粽子, 如与盒马鲜生合作推出的“传世臻粽”系列, 采用了竹浆+甘蔗渣的环保工艺包装来契合年轻消费者对环保理念的重视; 而“FANG 粽”系列更是在口味方面大胆创新, 推出辣粽(包括香辣芋儿鸡肉粽、爽辣剁椒猪肉粽等)、臭粽(包括螺蛳粉粽、臭豆腐粽、榴莲粽等)等花式口味; “五芳八肴”则是将中国八大菜系的知名菜肴口味融入粽子。同时, 在“糯+”的多品类战略下, 公司注重多种产品的研发, 以“糯米食品专业品牌”开辟了包含月饼、汤圆、糯米糕点等细分品类, 其研发费用率近年也处于上升趋势, 22 年为 0.61%。

图25: 五芳斋创新口味粽子



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图26: 公司近年来研发费用上升速度较快



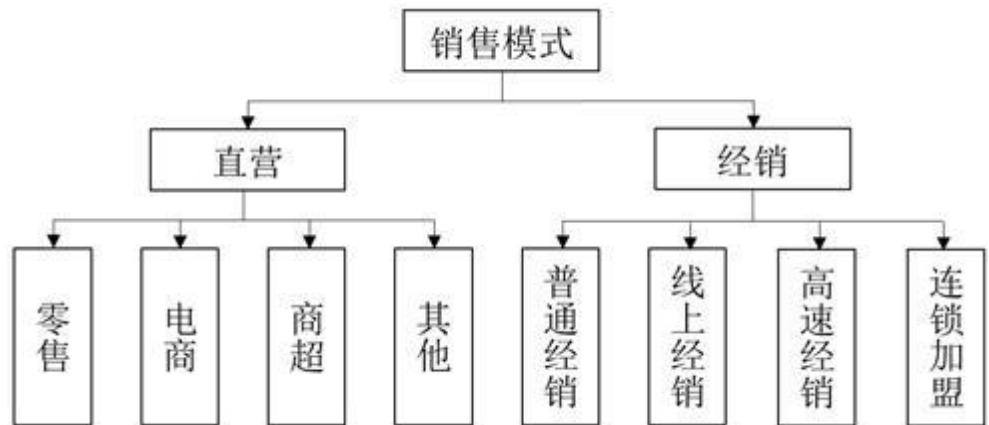
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司高度重视食品安全和质量控制,除了在上游拥有自主开发的原料基地之外,还同时实行垂直品控管理,对供应商准入、包装物采购验收、车间环境卫生等生产全环节都进行严格的操作规范。在委外加工方面,公司制定了《采购管理制度》、《委外代工准入评审准则》等一系列管理制度,建立了完善的质量监督体系: 1) 委托加工商的准入需要4个评审阶段: 委托加工商推荐、文件审核、现场审核、报告审批; 2) 对委托加工商进行评价和选择控制程序+再合作期间的综合评审; 3) 根据委外产品的特性,对委托加工商进行严格的、自上而下的、定期或不定期的风险识别,并应用数字化系统对各生产环节进行监控,公司也会派专职工作人员驻点对接委外工厂,进行人工控制; 其次,研发中心会对样品进行确认与留样,品质管理部指定验收标准,验收合格后方可入库。

### 3.3 渠道力: 全渠道布局策略保障公司稳健发展, 加大渗透非华东区域市场

公司渠道优势明显,以“用户思维”为核心,已建立起辐射全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络,线上、线下协同发展,直营、经销等销售模式相互补充。22年公司通过直营、合作经营、加盟、经销等方式共建立了401家门店,覆盖华东、华中等主要销售地区的核心商圈,未来将继续探索以“零售+轻餐饮”为主体思路的小型社区。

图27: 公司销售模式拆分



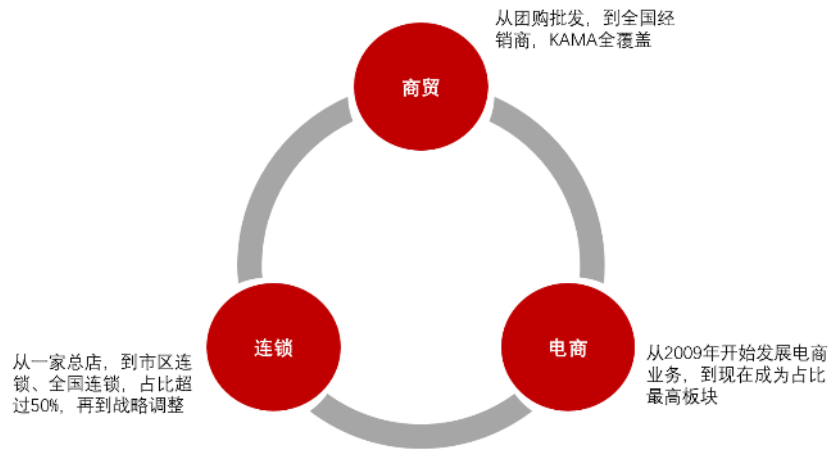
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

表6: 公司全渠道营销网络

板块名称	简介	具体情况
商贸	商超 经销商	基本覆盖主流城市的 KA/MA，主要客户包括麦德龙、大润发、沃尔玛、盒马等 覆盖中小型 KA/MA
连锁	连锁门店	通过直营店、合作经营店直接销售；通过加盟店进行经销
电商	覆盖各大电商平台	通过线上直营店进行直接销售；通过线上经销商、电子商务平台的自营平台进行销售

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图28: 公司全渠道布局策略



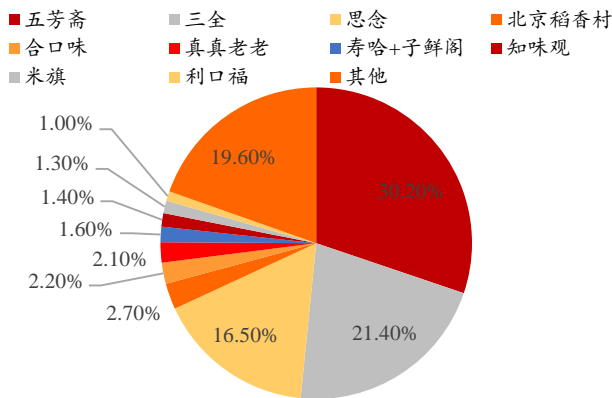
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**商贸板块主要包括商超和普通经销渠道。**具体来看，公司在商超渠道聚焦麦德龙、大润发等全国性渠道，同时拓展盒马、北国超市等优质 MA 渠道，相较于同业者具有两大突出优势：

**1) 品牌优势。**线下商超仍为公司核心单品粽子的主要销售渠道，并已依靠粽子这一拳头产品培育了较高的消费者认知，后续其余新品类如月饼也将依靠成熟粽子渠道提升各自铺货率和市占率；

**2) 渠道优势。**公司除华东区域外，已在石家庄、济南、北京、深圳、广州等核心城市都开设了新的区域分公司和办事处，积极渗透华中/华南地级市和百强县，西北/东北省会城市等区域地空白市场，推进公司全国化布局战略。**其次，经销渠道方面**，22 年公司经销商数量同比增长 38 家至 707 家；同时，公司首次在河北、河南两大弱势区域试点推广月饼总代理制并取得成功，实现 22 年月饼产品线销售额+毛利率双增长，为后续非粽产品的渠道拓展积累了经验。未来公司将继续加大非华东区域经销商的渗透，并打造以速冻、烘焙为核心品项的日销“早餐场景”，继续挖掘经销渠道潜力。

图29: 2019年端午节期间商超渠道粽子主要品牌占有率



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

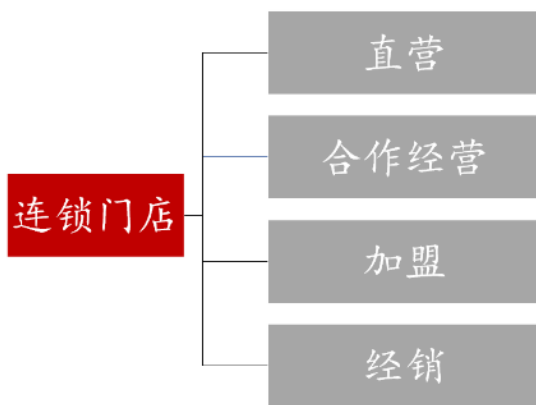
图30: 公司主要商超客户



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

连锁门店板块主要包括公司餐饮门店的食品零售、餐饮堂食以及外卖服务, 目前发展中心仍为江浙沪一带。经过多年发展, 公司的“五芳斋”门店现已覆盖嘉兴、杭州、上海、武汉等华东、华中地区的主要城市, 深入大型超市、交通枢纽等核心商圈, 为大众消费者提供高品质、标准化的中式连锁快餐的同时也销售粽子、月饼等产品。公司连锁业务采用标准化的中央厨房, 在降低设备的同时也更好地保证了产品品质和供应。受疫情影响, 20年以来公司多地门店被迫暂停营业, 导致销售金额下降, 连锁板块业绩收到较大负面冲击, 未来随着防控力度减弱, 门店客流量恢复, 连锁板块业绩有望迎来修复。与此同时, 公司也将持续推进“餐饮+零售”一体化, 打造“中华节令食品+伴手礼”新连锁业务模式。

图31: 公司连锁门店四大分类



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图32: 公司“中华节令食品+伴手礼”门店

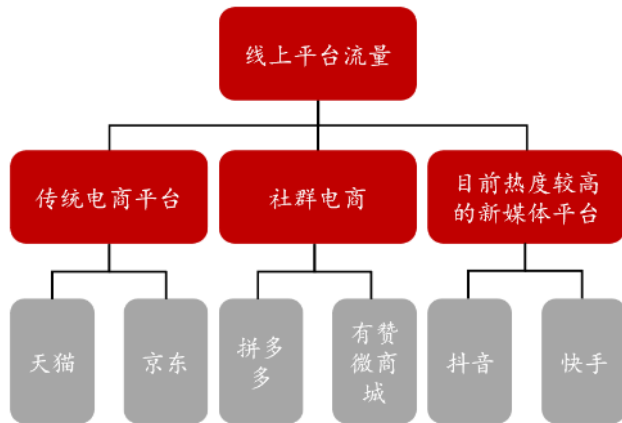


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

电商板块方面, 公司主要有两种销售方式: 1) 通过天猫、京东开设“五芳斋直营店”进行直接销售; 2) 通过线上经销商、电子商务平台的自营平台进行销售。公司重视线上渠道的发展, 自2009年便开始拓展电子商务业务, 在天猫平台开设“五芳斋官方旗舰店”, 并将线上平台流量分为三类: 传统平台(天猫、京东)、社群电商(拼多多、有赞微商城)、目前热度较高的新媒体平台(抖音、快手)。18-21年五芳斋电商渠道中前两大客户仍为传统平台类别下的京东、天猫, 虽然公司在这两个平台都处于绝对领先地位, 市占率

每年略有增长，但抖音、快手等内容平台的崛起还是会对传统电商造成一定的压力；同时，新兴电商平台不仅有助于销售，还可以承担产品、品牌的宣传作用，成功拓展该类渠道或将溢出效应传导回至天猫、京东等原有平台。公司电子商务运营团队拥有多年的线上销售渠道和第三方平台运营及管理的经验，并已建立起独立的抖音平台团队，未来或将大力发展兴趣电商/社群电商，从多个传播平台多点发力，并匹配“以消费者为核心”的优质营销内容。

图33: 公司内部将线上平台流量划分为三大类



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图34: 五芳斋天猫、京东旗舰店



资料来源: 天猫, 京东, 浙商证券研究所

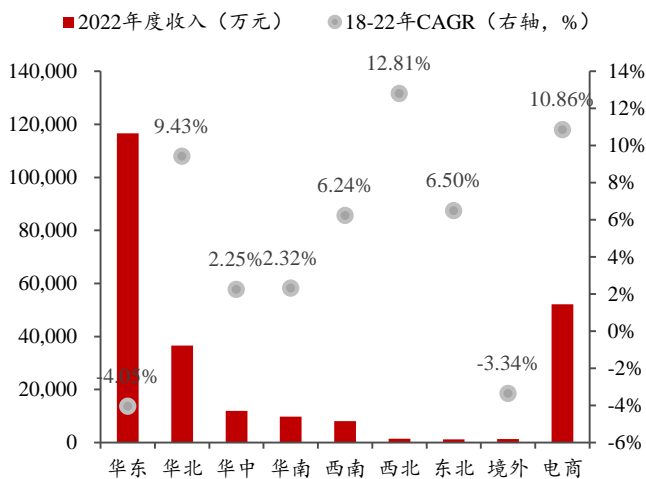
表7: 18-21年公司电商渠道前五名客户销售额/占比

年度	序号	客户名称	主要销售产品	销售额 (万元)	占各渠道营业收入的比例
2021	1	北京京东世纪信息技术有限公司	粽子系列、月饼系列、蛋制品、糕点及其他	28,297.09	32.63%
	2	浙江天猫供应链管理有限公司	粽子系列、月饼系列	1,182.44	1.36%
	3	上海壹佰米网络科技有限公司	粽子系列	238.44	0.27%
	4	浙江优集供应链管理有限公司	粽子系列	55.55	0.06%
	5	腾讯科技(成都)有限公司	粽子系列、月饼系列	30.66	0.04%
		合计		29,804.18	34.37%
2020	1	北京京东世纪信息技术有限公司	粽子系列、月饼系列、蛋制品、糕点及其他	23,091.65	33.82%
	2	浙江天猫供应链管理有限公司	粽子系列	815.56	1.19%
	3	上海壹佰米网络科技有限公司	粽子系列	185.48	0.27%
	4	浙江优集供应链管理有限公司	粽子系列	60.3	0.09%
	5	上海伽礼实业有限公司	月饼系列	6.47	0.01%
		合计		24,159.46	35.38%
2019	1	北京京东世纪信息技术有限公司	粽子系列、月饼系列、蛋制品、糕点及其他	16,773.08	31.91%
	2	浙江天猫供应链管理有限公司	粽子系列	1,601.72	3.05%
	3	上海壹佰米网络科技有限公司	粽子系列	186.71	0.36%
	4	南京银钢贸易有限公司	粽子系列	14.19	0.03%
	5	上海一条网络科技有限公司	粽子系列	7.94	0.02%
		合计		18,583.62	35.36%
2018	1	北京京东世纪信息技术有限公司	粽子系列、月饼系列、蛋制品、糕点及其他	12,121.15	25.84%
	2	浙江天猫供应链管理有限公司	粽子系列、月饼系列	1,909.89	4.07%
	3	浙江优集供应链管理有限公司	粽子系列	530.67	1.13%
	4	杭州源牛电子商务有限公司	粽子系列	5.05	0.01%
	5	深圳市星链电子商务有限公司	糕点及其他	3.34	0.01%
		合计		14,570.10	31.06%

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

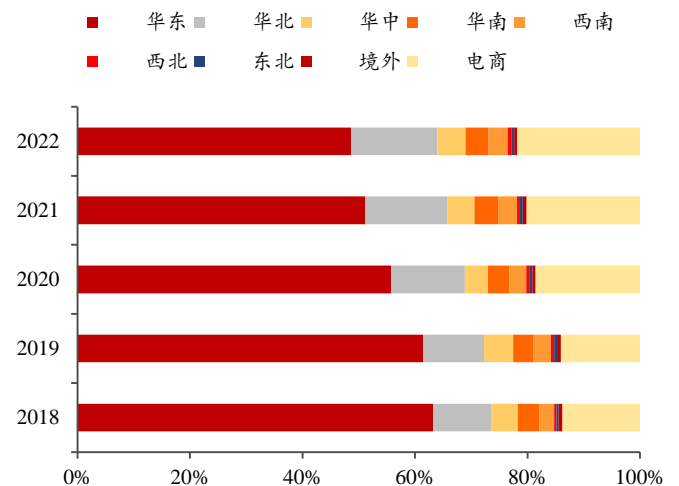
华东区域仍为主要根据地，收入占比逐年下降，全国化战略初见成效。华东区域为公司主要收入来源地，主要系公司起源于嘉兴，在华东地区深耕多年，已构筑深厚的渠道+品牌壁垒，收入占比虽呈下降趋势但仍保持50%左右，22年为48.68%。近年来，公司逐步拓展全国市场，加大对非华东区域市场渗透，非华东区域收入占比不断提升，其中重点区域华北地区的营收占比由2018年的10.28%增长至2022年的15.28% (+5.00pct)。公司未来将继续深耕华东区域市县级市场，并依托品牌优势，逐步渗透华北、华中、华南等区域的空白市场，突破胶着市场，全国化布局指日可待。

图35: 公司各地区22年收入和18-22年CAGR



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图36: 22年公司各地区收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.4 生产端：数字化运营提升经营效率，产能逐步扩张，规模效应逐渐提升

22年公司“五芳斋数字产业智慧园建设项目”已竣工转固，一方面将提升公司产品的周转效率，打造现代智能化仓储系统，另一方面提高了自动化生产能力，持续发挥公司规模效应。同时，公司还与IBM携手开展产供销研协同项目，从流程上打通产供销研之间的通道，链接需求端与产品。信息化+数字化建设将大幅提升公司运营效率和服务质量，实现厂商高质量合作，为后续公司向数字化、系统化企业转变打下坚实基础。

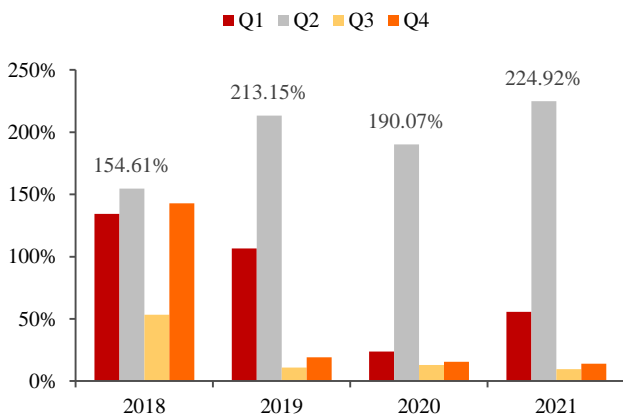
上市募投项目保证公司核心单品粽子产能+为新品类后续发展奠定基础。粽子具有显著的季节性特征，公司在一、二季度传统旺季时产能通常饱和或者超负荷，而三、四季度淡季产能利用率则较低。为了保证公司在销售旺季的生产能力，满足市场消费需求，公司需保证其产能的充足和生产线的投入力度。未来公司也将注重高端粽子产品的生产线扩展，减少传统与高端系列之间的生产线挤占。其次，为了降低对粽子单品的依赖，扩大第二增长曲线如烘焙、速冻等品类的发展，优化产品结构，公司计划建设三期智能食品车间建设项目，该项目达产后可实现新增年产1亿只高端粽子系列产品、4350万只烘焙类食品（月饼、绿豆糕、蛋黄酥）、1304万袋速冻类食品（汤圆、烧卖、馄饨）等的生产能力。随着公司各募投项目的不断推进和落地，以及疫情影响的大幅减小，公司的产能和产能利用率有望稳步上升。

表8: 公司募投项目情况

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟使用募集资金金额(万元)	预计达产时间	项目介绍
1	五芳斋三期智能食品车间建设项目	45,106.09	15,666.86	建设期2年(截至2022年12月31日, 尚未开工建设)	本项目通过购置先进生产制造设备、优化生产工艺、引进熟练生产人员等方式, 建设嘉兴生产基地三期智能食品车间。达产后, 公司可实现新增年产10,000万只高端粽子系列产品、4,350万只烘焙类食品(月饼、绿豆糕、蛋黄酥)、1,304万袋速冻类食品(汤圆、烧卖、馄饨)等的生产能力。
2	五芳斋数字产业智慧园建设项目	51,031.61	36,140.00	已竣工转固, 达到预定可使用状态	本项目在嘉兴市建设数字产业智慧园, 主要由包装加工中心(A栋)、电商中心(B栋)、仓储中心(C栋)构成, 满足公司仓储物流配套需求, 提升公司仓储物流管理效率, 实现包装工序降本增效。
3	五芳斋研发中心及信息化升级建设项目	10,664.54	10,350.00	建设期1年(截至2022年12月31日, 尚未开工建设)	本项目将对现有研发中心进行升级改造并扩建试验场地, 在新扩建场地上通过购置先进的研发、试验设备, 构建产品试验车间, 引进高端技术人才, 对现有技术研发平台进行优化, 满足公司规模快速增长所衍生的技术研发需求。
4	五芳斋成都生产基地升级改造项目	5,015.80	5,010.00	建设期1.5年(截至2022年12月31日, 尚未开工建设)	本项目以工业化、自动化、智能化生产技术为依托, 对成都生产基地粽子生产线进行升级改造, 提高成都生产基地自动化生产水平, 提升生产效率, 进一步扩大市场占有率。本项目达产后, 成都五芳斋可实现新增年产2,000万只粽子类产品(新鲜粽、速冻粽、真空粽、礼盒粽等)的生产能力。
5	补充流动资金	9,000.00	9,000.00		
合计		110,348.97	76,166.857868		

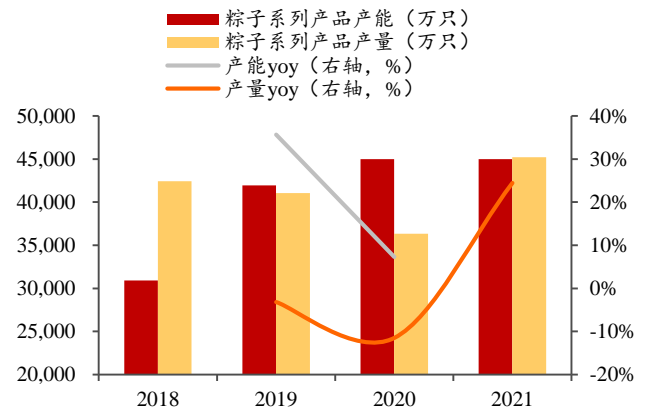
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图37: 18-21年公司粽子产品分季度产能利用率



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图38: 18-21年公司粽子产品产能与产量



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 4 未来增长: 短期看好旺季销售叠加利润改善带来业绩超预期;

### 长期看好新品类带动第二增长极

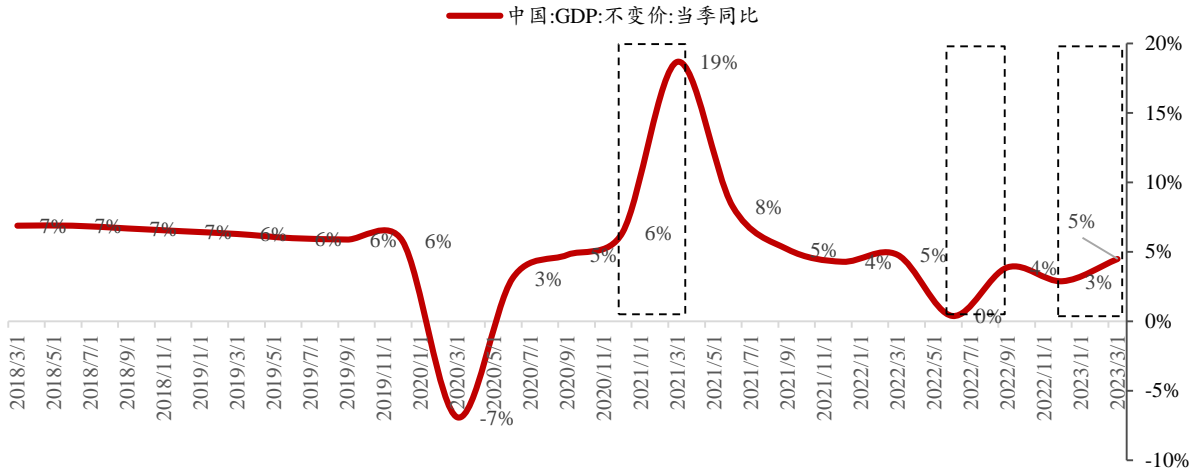
#### 4.1 23Q1 合同负债金额表现优异, 有效保障旺季销售

**市场担心:** 23Q1 公司业绩实现负增长, 且终端呈现若复苏, 市场担忧公司二季度备货和销售旺季需求不足, 导致全年业绩无法快速恢复。

**我们认为:** 公司 23Q1 合同负债金额表现优异, 环比大增 443.42%至 4.13 亿元, 主要系端午节叠加 618 大促, 经销商下单备货积极, 打款率较好, 有效保证了旺季销售。6 月销售数据将会为公司带来新的催化。同时, 由于今年端午节(6 月 22 日)与 6·18 大促的开始时间相距较长(以天猫为例, 618 大促预热开始日期为 5 月 24 日), 大约为一个月, 预计公司将有更充足的时间进行备货以应对较大的市场需求, 断货可能性有所降低。

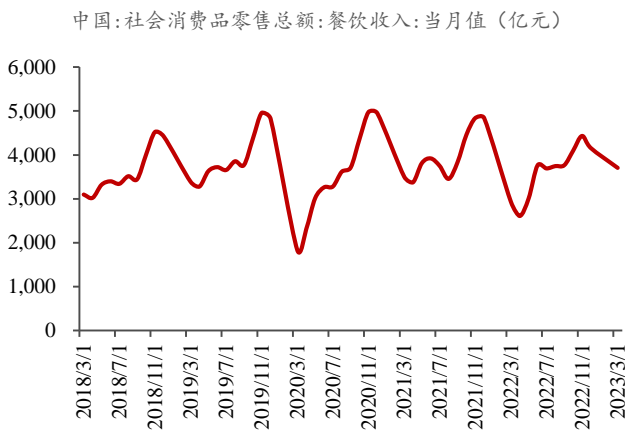


图39: 三轮经济修复斜率对比



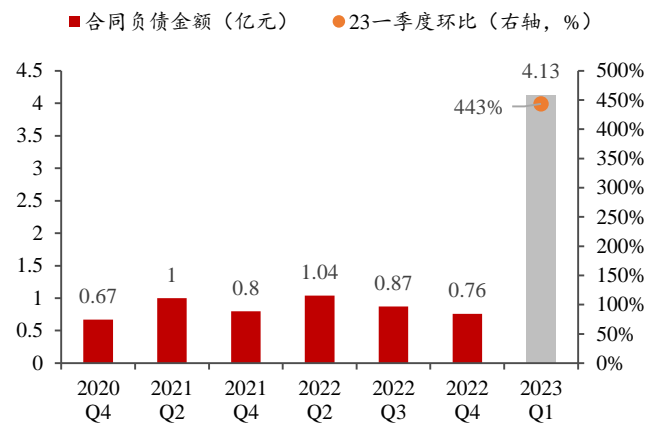
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图40: 社零餐饮收入从 22 年年末开始环比下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图41: 公司历年分季度合同负债金额



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 4.2 连锁业务有望减亏叠加新品类规模效应凸显, 盈利能力有望提升

**市场担心:** 公司盈利能力易受到波动。1) 公司连锁板块仍以直营门店模式为主, 近几年由于疫情影响亏损后拖累利润水平; 2) 公司虽推新速度较快, 但其新增品类的毛利率有所波动且暂未达到成熟品类的稳定水平, 对于公司盈利能力的稳定性存在担忧。

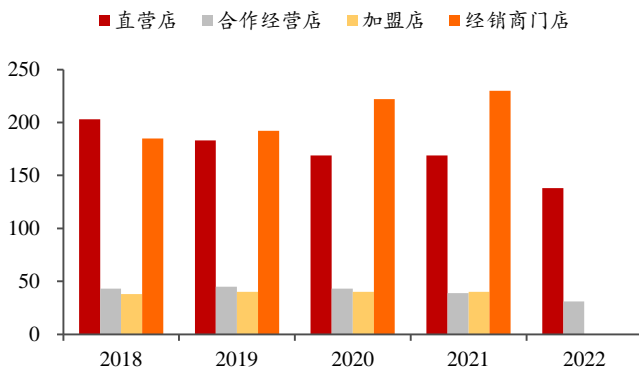
**我们认为:** 1) 公司积极进行连锁门店的优化, 并推进“新零售+轻餐饮”新店型, 跑通后将通过加盟模式推广至全国范围。当前公司连锁门店恢复良好, 我们预计公司 23 年连锁门店有望减亏或实现盈亏平衡。2) 产品方面, 当前非粽产品的占比在持续提升, 同时以月饼为代表的节令烘焙产品的规模快速起量, 我们认为在后续单品规模的规模效应逐步显现后, 其产品的盈利能力将会得到快速释放。

### ● 积极进行连锁门店的调整和优化, 布局“新零售+轻餐饮”新店型。

公司已通过成立五芳斋(浙江)食品供应链有限公司来探索零售+餐饮一体化的连锁加盟模式, 并从“以餐饮业务为主”转变为“以新零售+轻餐饮为主”。该模式将在未来作为五芳斋核心业态进行业务拓展, 后续若模式论证成功会继续通过加盟模式全国范围内的稳健

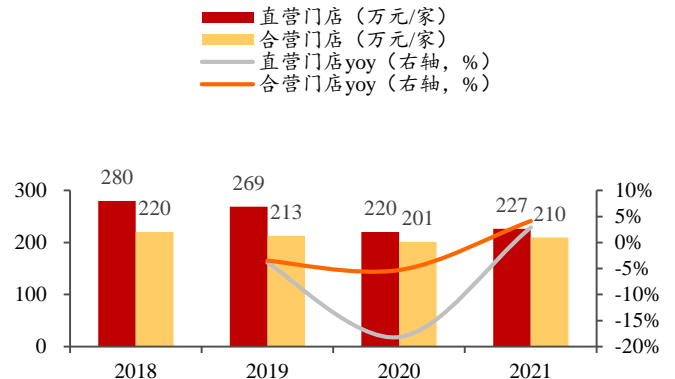
扩张。22年公司在该模式下已成立1家“中华节令食品+伴手礼”的“节伴”门店，该门店模式从产品+运营方面均作出了创新尝试，品类矩阵拓展至小部分线上渠道产品+多种以“即烹”、“即食”为卖点的新产品品类。因此，区别于市场担心公司连锁板块所造成的亏损会进一步拖累整体净利率，我们认为，公司已步入新连锁模式转型的初级阶段，“缩、转、关”策略顺利落地，伴随后续店型的持续优化和终端需求的恢复，我们预计23年公司连锁门店有望实现盈亏平衡。

图42: 公司各类型门店数量(家)



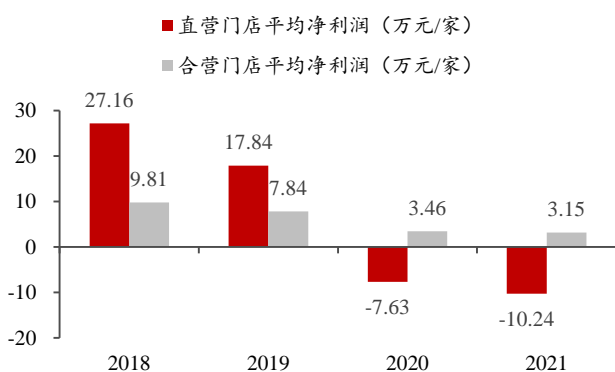
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图43: 公司直营/合营门店平均营收受压



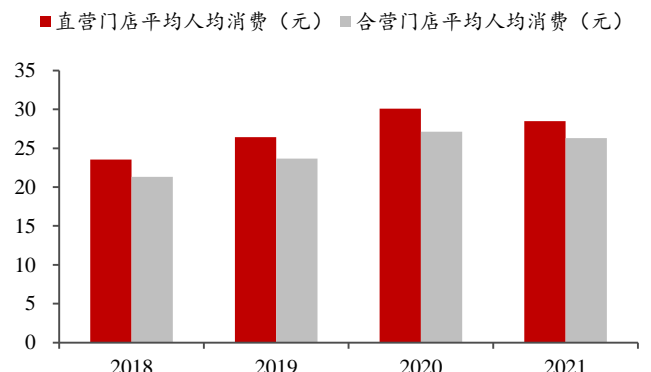
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图44: 公司直营/合营门店平均净利润受压



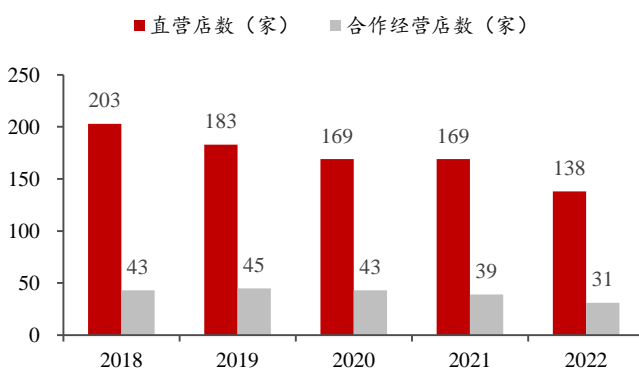
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图45: 直营/合营门店平均人均消费较为稳定



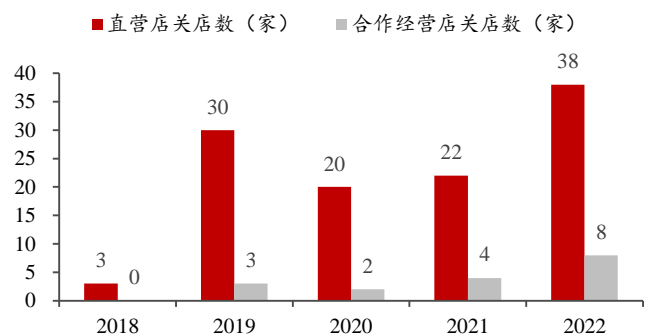
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图46: 公司直营/合营店数逐年下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图47: 22年“缩、转、关”策略下公司直营/合营关店数进一步加大

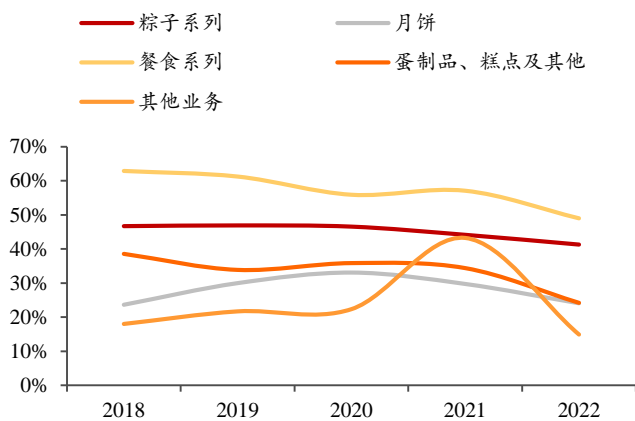


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- 非粽产品占比持续提升，月饼等大单品规模快速起量，后续规模效应显现有望实现盈利能力的提升。

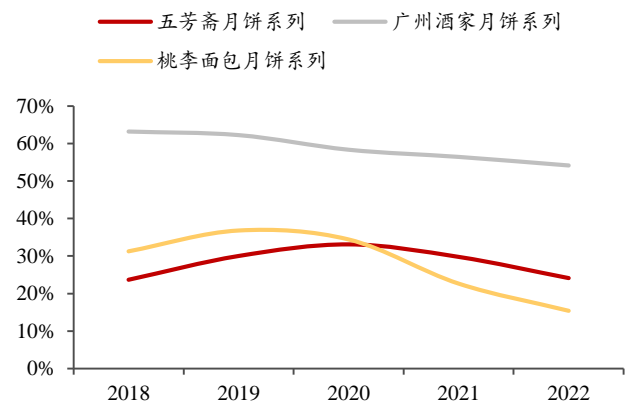
粽子作为公司第一成长曲线，盈利能力已经相对稳定，公司积极布局节令烘焙产品，寻找第二增长极。加大月饼、烘焙、速冻等新增品类的产品迭代及动销，推出中式糕点、预制菜、休闲卤味、饭团新品进入市场测试。当前月饼品类规模快速起量，22年占比已经接近10%左右，当前其毛利率虽有所波动且暂未达到成熟品类粽子的稳定水平，但伴随公司生产效率的提升，以及月饼等大单品规模效应的逐步显现，其短期由于产品结构变化带来的盈利能力波动的影响将逐步消除。

图48：公司粽子/餐食系列毛利率较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图49：公司月饼产品毛利率已超过桃李面包，但与广州酒家仍有差距



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 4.3 粽子第一增长曲线再升级；同时发力非粽产品，打开长期空间

**市场担忧：**公司当前产品结构以粽子产品为主，消费者对于其粽子的品牌心智也较为成熟，对于公司突破单一品类的束缚存在担忧。

**我们认为：**1) 针对粽子产品，公司进一步巩固现有优势，打造“五芳斋”+“鸡牌”+“嘉湖细点”三大品牌矩阵，覆盖线上+线下全渠道，B端+C端全覆盖；高端到低端全消费层级，加深粽子产品的护城河，提升市占率和渗透率，进一步扩大市场规模，依托公司渠道的优化和拓展实现公司第一成长曲线的再升级；2) 进一步提升非粽产品的占比，通过多元化产品战略和快速产品创新，突破品牌固有的粽子认知，成为具备多元化产品的节令烘焙食品品牌，打造公司的第二增长曲线。

- 粽子产品打造品牌矩阵，实现全消费层级全渠道覆盖，进一步巩固竞争优势。

前文我们已经重点阐述过公司在粽子层面的竞争优势，为了进一步巩固护城河，公司通过三大品牌全方位进行布局：

- 1) 五芳斋品牌：具备较好的品牌力和知名度，主要发力中高端市场，B端+C端同时布局和发力，线上+线下全渠道进行覆盖，是公司核心主力品牌；
- 2) 鸡牌：当前仍在培育期，是具备一定品牌知名度的老品牌，当前主要以团购B端为主，后续将陆续布局C端市场，线上+线下全覆盖，主要发力中端市场；
- 3) 嘉湖细点：当前仍以线上电商渠道为主，以团购渠道为主，主要发力中低端市场。

通过三大品牌的矩阵，公司实现粽子在不同消费层级和全渠道的全方位覆盖，实现粽子产品第一成长曲线的再升级。

图50: 鸡牌粽子产品图



资料来源: 公司官网、天猫旗舰店, 浙商证券研究所

图51: 嘉湖细点产品图



资料来源: 公司官网、天猫旗舰店, 浙商证券研究所

- 提升非粽产品的占比，通过多元化产品战略和快速产品创新，突破品牌固有的粽子认知，成为具备多元化产品的节令烘焙食品品牌，打造公司的第二增长曲线。

具体来看，公司已有多个非粽品类具备良好增长态势，例如：

1) 月饼：其月饼细分品类 22 年逆势增长+8.53%，18-22 年 CAGR 为 11.40%，市占率已上升至行业第四。公司自 16 年开始进入月饼行业，目前以四层流心糯月饼为核心品项打造差异化优势，依托公司强大的品牌力、渠道力和打造大单品能力实现快速发展。除月饼以外，目前公司发展潜力优秀的新品类还有：

2) 绿豆糕。公司荣获中国品牌网发布的“绿豆糕行业十佳品牌排名”第三名，并在 23 年年货节“匠心好年味”首播之日即销售过万；

3) 咸鸭蛋。咸鸭蛋与粽子同为端午节期间的传统节令美食，五芳斋咸鸭蛋产品拥有上乘养殖环境+农家地道传统工艺两大竞争优势，且已通过在哔哩哔哩发布新颖广告顺势破圈，吸引了一定的关注度。咸鸭蛋细分品类市场规模较大，具备一定的发展空间。可以看出，公司推出新品或新口味的速度较快，且市场反馈良好，说明公司有能够在稳固粽子基本盘的同时，利用其所积累的高消费者认知度和成熟渠道推力顺势发展其余产品，稳固并扩大公司在长期发展中的竞争力和竞争优势。

图52: 常见月饼种类/流派



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图53: 公司咸鸭蛋广告在哔哩哔哩播放量突破 280 万



资料来源: 哔哩哔哩, 浙商证券研究所

## 5 盈利预测与相对估值

### 5.1 盈利预测

基于公司情况，我们进行如下假设：

粽子系列：是公司占比最大的品类，22年二季度因华东疫情较为严重导致公司22年端午节业绩表现一般。**1) 量：**23年终端消费环境复苏，消费需求回暖，叠加6·18大促+端午节联动上线，公司粽子产品销量短期内有望快速上升，同时根据23Q1公司合同负债金额环比提升400%以上，我们预计公司23年在端午节期间粽子的销量也会实现较好的表现。与此同时公司新店型模式有望在后续通过加盟模式得到推广，渠道扩张和全国化布局下，公司粽子销量也会持续提升，由此我们预计2023-2025年粽子系列销量增长分别为28.00%、15.00%、12.00%。**2) 价：**由于公司推新能力较强，当前爆款如爆料粽、冰粽等毛利率较高的新品的需求快速提升，产品结构有望进一步优化，由此我们预计2023-2025年粽子系列价格增长分别为1.80%、1.80%、1.50%。从而预计整体收入增长在23-25年分别为30.30%、17.07%、13.68%。

月饼系列：是公司当前占比接近10%的重点品类，公司月饼系列产品22年无惧大环境影响实现逆势增长，凭借差异化品相“糯月饼”成功切入月饼市场并抢夺消费者心智，未来有望推出更多创新产品，发展成为公司第二增长曲线。**1) 量：**当前公司月饼产品仍在快速增长和铺货周期内，短期规模的快速扩大证明当前销售仍在强势周期，由此我们预计销量上23-25年月饼品类分别实现30%/22%/18%，**2) 价：**由于前期公司月饼尚在培育期，单价不稳定，但当前公司月饼已经进入规模持续上量的红利期，价格有望恢复此前平均水平，由此我们预计公司月饼单价增速分别为10%/8%/6%；由此我们预计2023-2025年月饼系列增长分别为43.00%、31.76%、25.08%。

餐食系列：公司餐食产品主要在门店内销售。近年受疫情影响，公司各地门店被迫暂停营业，餐食业务亏损较为严重。23年随着公司积极优化改革连锁业务，新模式有望成功跑通，叠加疫后复苏线下餐饮渠道恢复正常运营，餐食系列有望恢复，占公司整体收入占比较小，我们根据以往的增速给予较为平滑的增速。我们预计2023-2025年餐食系列收入增长分别为20.00%、16.00%、14.00%。

蛋制品、糕点及其他：公司希望推动烘焙产品发展成为第三增长曲线，受益于公司成熟的渠道网络建设和强大的品牌认知，公司烘焙业务有望不断推新，我们基于此前增速给予较为平滑的增长，我们预计2023-2025年才是蛋制品/糕点系列收入增长分别为18.00%、17.00%、16.00%。

毛净利率：22年由于大众品主要原材料如糯米等价格持续上涨，带来一定的成本压力；23年至今猪肉、糯米价格略有下行，预计成本有所回落，叠加公司生产技术的改进+数字化赋能，毛利率有望稳定在40%左右，预计公司2023-2025年毛利率为38.38%/38.86%/39.23%，与此同时考虑到公司供应链的持续升级优化，以及非粽品类的规模效应持续扩大，进一步提升公司净利润水平。

表9: 五芳斋盈利预测 (百万元, %)

百万元, %	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>2892.24</b>	<b>2462.10</b>	<b>3184.09</b>	<b>3769.99</b>	<b>4342.91</b>
<b>%yoy</b>	<b>19.48%</b>	<b>-14.87%</b>	<b>29.32%</b>	<b>18.40%</b>	<b>15.20%</b>
分产品拆分					
<b>%yoy</b>					
粽子系列	2007.67	1747.25	2276.73	2665.37	3029.99
<b>%yoy</b>	<b>22.13%</b>	<b>-12.97%</b>	<b>30.30%</b>	<b>17.07%</b>	<b>13.68%</b>
月饼	219.89	238.64	341.26	449.64	562.41
<b>%yoy</b>	<b>18.98%</b>	<b>8.53%</b>	<b>43.00%</b>	<b>31.76%</b>	<b>25.08%</b>
餐食系列	252.12	141.31	169.57	196.70	224.24
<b>%yoy</b>	<b>-4.89%</b>	<b>-43.95%</b>	<b>20.00%</b>	<b>16.00%</b>	<b>14.00%</b>
蛋制品、糕点及其他	268.29	267.48	315.63	369.28	428.37
<b>%yoy</b>	<b>17.13%</b>	<b>-0.30%</b>	<b>18.00%</b>	<b>17.00%</b>	<b>16.00%</b>
其他业务	144.28	67.42	80.91	89.00	97.90
<b>%yoy</b>	<b>47.48%</b>	<b>-53.27%</b>	<b>20.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们预计公司 2023 年-2025 年实现收入分别为 31.84、37.70、43.43 亿元, 同比增长分别为 29.32%、18.40%、15.20%; 预计 2023-2025 年实现归母净利润 2.34/2.95/3.80 亿元, 同比增长分别为 69.97%/26.36%/28.56%。预计 23-25 年 EPS 分别为 2.27/2.87/3.69 元, 对应 PE 分别为 23.62/18.70/14.54 倍。

## 5.2 相对估值

我们选取与公司商业模式相似的广州酒家、安井食品、巴比食品、一鸣食品作为公司的可比估值对象, 2023 年行业平均估值为 31 倍。五芳斋作为中国粽子龙一, 在稳固其在粽子行业的绝对领先地位的同时持续围绕“糯+”战略发展新的增长曲线, 并积极改革较弱的连锁业务板块, 23 年我们给予公司 30 倍 PE, 目标市值 70 亿左右。当前仍有空间, 给予“买入”评级。

表10: 相对估值

代码	标的	净利润 (亿元)			总市值 (亿元)	PE		
		2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
603043.SH	广州酒家	7.19	8.78	10.30	163.81	22.63	18.54	15.79
603345.SH	安井食品	14.64	18.40	22.83	460.94	31.49	25.06	20.20
605338.SH	巴比食品	2.54	3.16	3.81	62.68	24.89	19.99	16.56
605179.SH	一鸣食品	0.91	1.79	2.79	42.43	46.62	23.70	15.21
	平均值	6.32	8.03	9.93	182.47	31.41	21.82	16.94
603237.SH	五芳斋	2.31	2.85	3.53	53.47	23.25	18.85	15.22

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 日期: 2023 年 5 月 30 日

注: 广州酒家、安井食品、巴比食品、一鸣食品净利润预测来自于 Wind 一致预期, 五芳斋净利润预测来自于浙商证券研究所

## 6 风险提示

**新产品推广的不确定性风险。**公司坚持实施“糯+”战略，推广新品发展第二增长曲线。若公司推出的新产品市场接受程度低，新品推广或不达预期，将影响公司业绩增长、盈利水平的提升。

**公司经营的季节性波动风险。**公司主要产品为粽子、月饼等传统节令食品，存在明显的季节性特征。如果在粽子、月饼的集中消费季节，公司市场预测失误，公司将会面临季节性经营风险。

**食品安全风险。**如果公司本身质量控制出现问题，或是发生行业性食品安全事件，都将对公司的品牌和经营产生不利影响，从而导致公司品牌信誉度受到影响，公司收入和净利润可能下滑，并可能面临处罚或赔偿等情形。

**产能投放不及预期风险。**公司主营产品主要为时令性美食，因此在旺季时公司需具备充足的储备以应对市场的大量需求。如公司产能扩张及投放不及预期，将有可能影响营收和利润水平。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1326	1601	1879	2206
现金	903	1067	1288	1551
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	54	62	59	61
其它应收款	22	10	15	23
预付账款	7	13	15	16
存货	262	366	422	475
其他	78	82	80	80
<b>非流动资产</b>	1056	1122	1280	1421
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1
固定资产	633	745	895	1079
无形资产	73	67	52	36
在建工程	56	58	55	52
其他	293	251	278	254
<b>资产总计</b>	2382	2723	3159	3627
<b>流动负债</b>	551	687	798	896
短期借款	0	0	0	0
应付款项	227	300	352	399
预收账款	1	32	60	87
其他	324	355	385	410
<b>非流动负债</b>	151	120	150	140
长期借款	0	0	0	0
其他	151	120	150	140
<b>负债合计</b>	702	807	947	1036
少数股东权益	3	3	3	3
归属母公司股东权益	1678	1913	2209	2588
<b>负债和股东权益</b>	2382	2723	3159	3627

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	299	351	411	514
净利润	137	234	295	380
折旧摊销	65	75	85	99
财务费用	11	(11)	(14)	(17)
投资损失	1	1	1	1
营运资金变动	(51)	126	89	79
其它	137	(74)	(46)	(27)
<b>投资活动现金流</b>	(174)	(186)	(216)	(265)
资本支出	(89)	(158)	(202)	(249)
长期投资	2	(3)	1	0
其他	(87)	(26)	(15)	(15)
<b>筹资活动现金流</b>	527	(2)	26	14
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(92)	0	0	0
其他	619	(2)	26	14
<b>现金净增加额</b>	652	164	221	263

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2462	3184	3770	4343
营业成本	1539	1962	2305	2639
营业税金及附加	15	18	19	24
营业费用	540	691	811	986
管理费用	169	213	241	288
研发费用	15	19	23	27
财务费用	11	(11)	(14)	(17)
资产减值损失	17	4	9	15
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他经营收益	52	47	47	51
<b>营业利润</b>	207	334	422	432
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>利润总额</b>	202	329	417	427
所得税	65	95	122	47
<b>净利润</b>	137	234	295	380
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	137	234	295	380
EBITDA	253	392	487	507
EPS (最新摊薄)	1.36	2.27	2.87	3.69

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-14.87%	29.32%	18.40%	15.20%
营业利润	48.67%	61.15%	26.38%	2.21%
归属母公司净利润	46.77%	69.97%	26.36%	28.56%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.49%	38.38%	38.86%	39.23%
净利率	5.58%	7.34%	7.83%	8.74%
ROE	10.86%	12.99%	14.31%	15.81%
ROIC	6.85%	10.92%	11.87%	13.13%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.45%	29.63%	29.99%	28.56%
净负债比率	7.46%	4.71%	5.35%	4.54%
流动比率	2.41	2.33	2.36	2.46
速动比率	1.93	1.80	1.83	1.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.20	1.25	1.28	1.28
应收账款周转率	51.21	53.42	54.98	54.09
应付账款周转率	7.51	9.31	8.89	8.64
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.31	2.27	2.87	3.69
每股经营现金	2.91	3.42	4.00	5.00
每股净资产	16.65	18.62	21.50	25.19
<b>估值比率</b>				
P/E	40.15	23.62	18.70	14.54
P/B	3.23	2.88	2.50	2.13
EV/EBITDA	15.96	11.73	9.08	8.19

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>