

五芳斋 (603237.SH)

“糯+”打造多品类布局,优化结构熨平季节波动

投资要点:

- 中华老字号,粽子第一股。**五芳斋始于1921年,最初以制作和销售粽子为主,被誉为“粽子大王”,是全国首批“中华老字号”企业。经过百年的发展,公司形成了以糯米食品为主导的多品类产品矩阵,包括粽子、月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等。2022年8月,公司上市成为“粽子第一股”。
- 优化结构+场景拓宽,粽子类量价齐升。**根据公司招股说明书,2019年我国粽子市场为73亿元,预计2024年将增长至103亿元,CAGR为7%。公司作为行业龙头品牌,推出多样化礼盒粽子产品优化结构,持续开发粽子的日常消费场景,从而打开粽子业务的长期增长空间。
- 布局节令和日销美食,打造成长新曲线。**根据公司招股说明书,2019年月饼行业规模为197亿元,预计2024年将增长至263亿元,CAGR为6%。公司月饼凭借五芳斋的品牌力、原有的渠道、定位“糯+”的差异化产品战略,收入快速增长,成为了为公司第二增长曲线。另外公司围绕二十四节气推出了多类节令美食,并开发早餐、下午茶等日销场景推出多种速冻食品和烘焙食品,有望成为新的驱动力。
- 全渠道布局,以华东为根据地加速渗透全国。**经过多年的经营和发展,公司建立了覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络,逐步向华东以外的区域拓展,目前公司正在探索“零售+轻餐饮”小型社区店的新模式,发展情况良好,跑通后将通过加盟的模式推广至全国。
- 盈利预测与投资建议:**预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.25/2.74/3.31亿元,三年同比增长64%/22%/21%,三年复合增速达34%,考虑公司处于发展成长期,给予公司2023年30倍PE,对应目标价47元/股,首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示:**销售不及预期风险;原材料价格波动的风险;食品安全风险

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,892	2,462	3,109	3,649	4,266
增长率	19%	-15%	26%	17%	17%
净利润(百万元)	194	137	225	274	331
增长率	36%	-29%	64%	22%	21%
EPS(元/股)	1.35	0.96	1.56	1.90	2.30
市盈率(P/E)	21	30	18	15	12
市净率(P/B)	5	2	2	2	2

数据来源:公司公告、华福证券研究所

买入(首次评级)

当前价格: 28.5元
 目标价格: 47元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	144/35
总市值/流通市值(百万元)	4097/1004
每股净资产(元)	10.97
资产负债率(%)	41.71
一年内最高/最低(元)	41.64/25.21

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 童杰
 执业证书编号: S0210523050002
 邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

分析师: 王瑾璐
 执业证书编号: S0210522090002
 邮箱: wjl3257@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键变量：

变量 1：粽子：是公司第一大业务，22 年受华东地区疫情影响，端午节粽子消费场景缺失较多，公司业绩受损严重，随着 23 年消费场景的复苏，礼盒粽子产品销量有望快速提升，同时公司积极拓宽粽子的日销场景，预计 2023-25 年吨价增速分别为 3%/3%/3%，量的增速为 23%/13.5%/13.5%，营收增速分别为 27%/17%/17%，毛利率分别为 41.5%/41.7%/41.9%。

变量 2：月饼：是公司第二增长曲线，月饼凭借五芳斋的品牌力、原有的粽子渠道、差异化的产品战略，近年来销量逐步提升，并且公司不断提升月饼品质，产品售价也有所提高，产品结构不断优化，预计 2023-25 年吨价增速分别为 2%/2%/2%，量的增速为 13%/18%/18%，营收增速分别为 15%/20%/20%，毛利率分别为 24.2%/24.3%/24.4%。

变量 3：餐食：受疫情影响，大量线下门店关闭营业，22 年餐食业务亏损较为严重。23 年随着疫后复苏线下餐饮恢复，同时公司打造“零售+轻餐饮”的连锁新模式，餐食系列有望恢复并高增，预计 2023-25 年营收增速分别为 50%/25%/25%，毛利率分别为 54%/54%/54%。

变量 4：蛋制品、糕点及其他：公司积极推进烘焙等产品的日销消费，受益于公司全渠道的布局，预计会保持较快的增长，预计 2023-25 年营收增速分别为 15%/15%/10%，毛利率分别为 27%/27%/27%。

区别于市场的观点：

市场认为五芳斋的产品还是以粽子为主，品类较为单一受季节性波动影响大。我们认为公司积极拓展品类，并加大日销场景的开发，月饼已成为公司第二增长曲线，围绕日常销售的速冻米面制品有望成为第三增长曲线，且连锁门店开始向“零售+轻餐饮”小型社区店的新模式方向发展，季节性影响有望进一步减轻。

股价上涨的催化因素：

粽子月饼销售超预期；连锁门店新模式发展超预期。

估值和目标价：

选取了安井食品、广州酒家、巴比食品和公司有业务有一定相关性的上市公司作为可比公司，其中安井食品以速冻业务为主，广州酒家以餐饮为主，巴比食品以连锁门店销售速冻面点食品为主。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 25/20/16 倍，23-25 年三年平均 CAGR 为 24%。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.25/2.74/3.31 亿元，三年同比增长 64%/22%/21%，三年复合增速达 34%，考虑公司处于发展成长期，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 47 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

销售不及预期风险；原材料价格波动的风险；食品安全风险。

正文目录

1 粽子第一品牌，疫后增长可期	4
2 以糯米食品为核心，守正创新焕发新活力.....	5
2.1 粽子类：优化结构量价齐升，场景拓宽潜力充足.....	5
2.2 非粽类：布局节令和日销美食，打造成长新曲线.....	7
3 全渠道布局线上线下协同发展，以华东为根据地加速渗透全国	8
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	11

图表目录

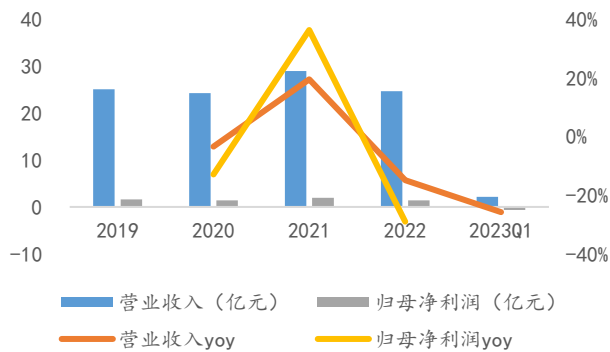
图表 1：公司营收和净利润及增速	4
图表 2：细分产品营收占比	4
图表 3：公司毛利率及净利率	5
图表 4：公司期间费用率	5
图表 5：2015-2024 我国粽子行业规模及预测	5
图表 6：2022 年中国粽子品牌排行榜金榜指数 TOP5	5
图表 7：五芳斋礼盒产品介绍	6
图表 8：2015-2024 我国月饼行业规模及预测	7
图表 9：2022 年中国月饼礼盒品牌排行榜金榜指数 TOP10	7
图表 10：销售模式	9
图表 11：2021-2023Q1 各销售模式营收占比	9
图表 12：2019-2023Q1 各区域营收占比	9
图表 13：盈利预测	10
图表 14：可比公司估值	11
图表 15：财务预测摘要	12

1 粽子第一品牌，疫后增长可期

中华老字号，粽子第一股。五芳斋始于 1921 年，最初以制作和销售粽子为主，被誉为“粽子大王”，是全国首批“中华老字号”企业。经过百年的发展，公司形成了以糯米食品为主导的产品矩阵，包括粽子、月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等；餐饮业务方面形成了以江南口味为特征，米饭套餐为代表的中式餐饮服务。2022 年 8 月，五芳斋上市成为“粽子第一股”。截止 2023 年 3 月 31 日，实际控制人厉建平、厉昊嘉父子控制五芳斋集团 69% 股份所对应的表决权，直接和间接控制公司 36.82% 的股份。

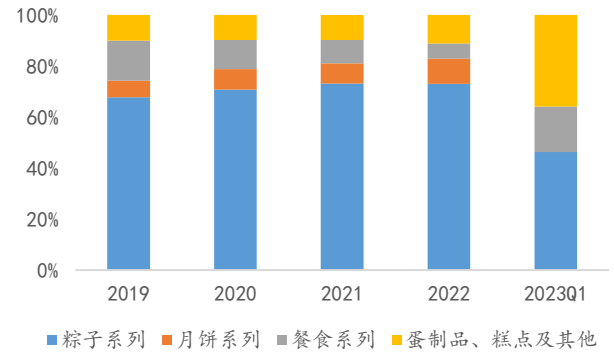
以粽子为核心，月饼增速较快。粽子营收占比七成左右，为公司主要收入来源，22 年营收同比下降主要系疫情影响，端午节前期大量门店关闭营业，物流受阻。月饼借力品牌强大影响力推出各类月饼礼盒，实现逆势增长，营收从 19 年的 1.5 亿高速增长至 22 年的 2.4 亿，CAGR 约 16%，占比迅速提升，已经发展成为第二增长曲线。餐食业务 22 年下滑明显，主要由于公司线下门店在疫情期间受损较大。蛋制品、糕点和其他食品近年维持稳步增长，占比逐步提升。23Q1 公司营收和净利润下滑较多，主要系今年端午节较去年有所推迟，客户订单金额暂未划入一季度报表收入端，但是 23Q1 合同负债 4.13 亿元，环比增长 442%，端午节订单充足。

图表 1：公司营收和净利润及增速



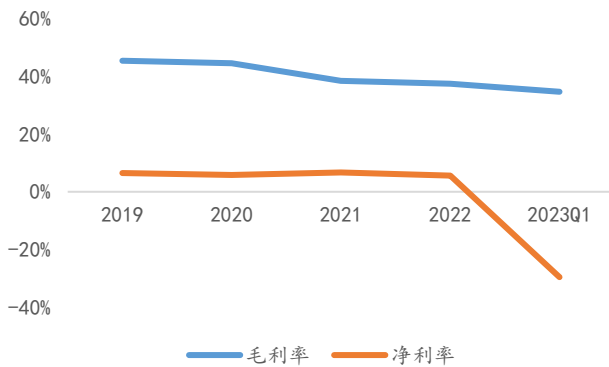
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 2：细分产品营收占比

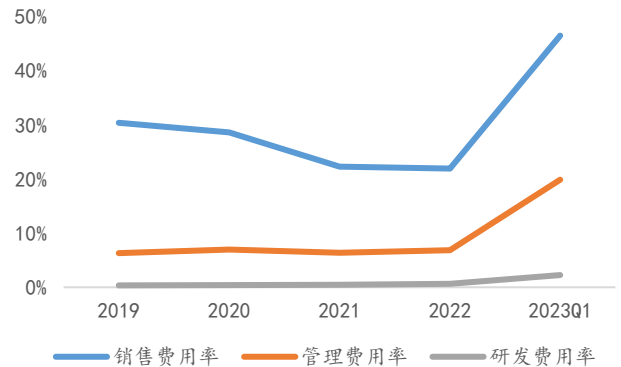


数据来源：公司公告，华福证券研究所

盈利能力短期受疫情影响，费用率控制较好。近年毛利率下滑和销售费用率下滑主要系会计政策变更后运输成本由销售费用转入营业成本所致。19-22 年管理费用率和研发费用率较为稳定。23Q1 费用率上升系订单金额未划入营业收入导致。

图表 3：公司毛利率及净利率


数据来源：公司公告，华福证券研究所

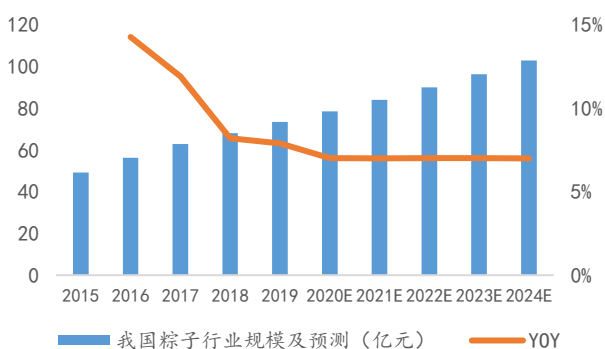
图表 4：公司期间费用率


数据来源：公司公告，华福证券研究所

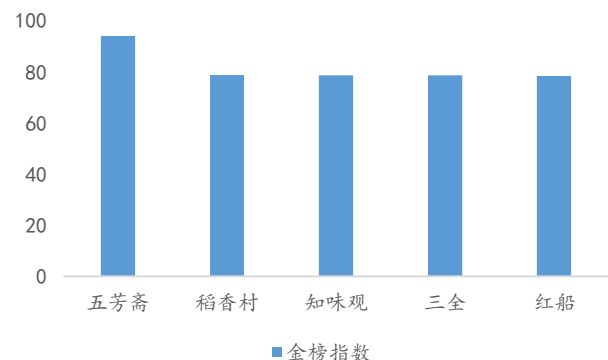
2 以糯米食品为核心，守正创新焕发新活力

2.1 粽子类：优化结构量价齐升，场景拓宽潜力充足

粽子市场规模稳步增长，五芳斋为行业龙头品牌。粽子是我国历史文化积淀最为深厚的传统美食之一。粽子除了具有节令食品的功能，其礼品属性越来越受到重视，同时逐步演变为日常方便食品，尤其是在江浙沪等华东区域，粽子已成为主要的早餐及主食食品之一。根据中国食品发布的《重视传统食品行业发展让中国的传统食品焕发新生命》，2019 年我国粽子市场为 73 亿元，预计 2024 年我国粽子市场规模将增长至 103 亿元，CAGR 为 7%。五芳斋为行业龙头品牌，根据艾媒咨询发布的《2022 年中国粽子品牌排行榜单 TOP15》，五芳斋以绝对的优势名列第一；根据全国连锁店超市信息网数据，2019 年端午节期间，五芳斋以 30.2% 的市占率名列第一。

图表 5：2015-2024 我国粽子行业规模及预测


数据来源：《重视传统食品行业发展让中国的传统食品焕发新生命》，中国食品，公司公告，华福证券研究所

图表 6：2022 年中国粽子品牌排行榜金榜指数 TOP5


数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

多样化礼盒产品优化结构，带动粽子业务量价齐升。随着粽子送礼和社交属性的增强，礼盒粽子产品的需求增多，公司推出了多样化的礼盒粽子产品，满足不同消费者需求，其中传世臻粽高端系列和 FANG 粽系列为近年来开发的新产品，分别定位

高端送礼场景和年轻消费群体；文化风味系列定位中高端人群；经典系列定位大众消费人群，性价比较高。大部分礼盒产品价位在百元以上，单个粽子均价在 10-35 元。虽然 2022 年受到华东疫情影响，公司粽子业务的收入和销量均明显下滑，但通过礼盒产品优化产品结构，毛利率和均价仍实现小幅提升。未来随着礼盒粽子需求的增长，公司粽子业务量价齐升仍有较大提升空间。

图表 7：五芳斋礼盒产品介绍

定位	系列	产品	零售单价	特点	
高端	传世臻粽系列	五芳杏红	199 元/1200 克	选用高端食材如黑松露、牛肝菌、鲍鱼干贝等精工细作，包装大气讲究，适合送礼等场景	
			每盒 8 个，单价约 25 元/个		
		五芳黛蓝	499 元/2280 克		每盒 15 个，单价约 33.3 元/个
			每盒 15 个，单价约 33.3 元/个		
		五芳百年	379 元/1840 克		每盒 12 个，单价约 31.6 元/个
			每盒 12 个，单价约 31.6 元/个		
中高端	文化风味系列	江南五方	179 元/1600 克	主要食材如烧肉、蜜枣、豆沙等，包装精致蕴含国风，适合送礼等场景	
			每盒 16 个，单价约 11.2 元/个		
		五芳九州	328 元/1694 克		每盒 14 个，单价约 23.43 元/个
			每盒 14 个，单价约 23.43 元/个		
		五芳糕粽	139 元/800 克		每盒 8 个，单价约 17.38 元/个
			每盒 8 个，单价约 17.38 元/个		
中端	金牌系列	经典五芳	149 元/1680 克	主要食材如猪肉、豆沙、蛋黄等传统食材、包装别致，性价比高，送礼自留皆宜	
			每盒 12 个，单价约 12.42 元/个		
		珍意五芳	199 元/2000 克		每盒 20 个，单价约 9.95 元/个
			每盒 20 个，单价约 9.95 元/个		
创新	FANG 粽系列	五芳冰粽	39.9 元/165 克	主要食材如榴莲、咸蛋黄芝士、植物肉等，口味创新，贴合年轻人喜好，包装新颖时尚	
			每盒 3 个，单价约 13.32 元/个		
		五芳真果肉冰粽	87.37 元/400 克		每盒 8 个，单价约 10.92 元/个
			每盒 8 个，单价约 10.92 元/个		
		FANG 粽植选礼	79 元/600 克		每盒 6 个，单价约 13.12 元/个
			每盒 6 个，单价约 13.12 元/个		

数据来源：公司官网、淘宝、京东、华福证券研究所

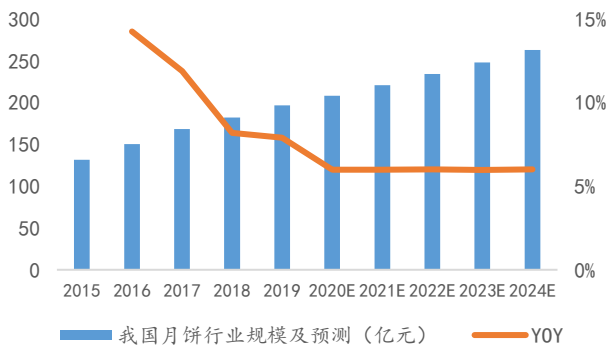
拓宽日销场景，增长潜力充足。随着现代生活节奏的加快，粽子凭借方便快捷的

特点，其作为日常方便食品的属性逐渐增强，淡旺季的界限日益减弱。近年来公司通过对粽子的创新和研发，持续开发粽子的日常消费场景，从而打开粽子业务的长期增长空间。一是公司创新粽子的形状和口味，推出可作为休闲食品食用的 50g 玲珑小粽和各类新口味粽子，为消费者提供多种选择。二是在线下开设连锁门店加大日销粽子的推广和宣传，并与早餐店和便利店进行合作拓宽粽子的销售和覆盖范围。三是与漫威、迪士尼、王者荣耀品牌达成合作，联名推出了个性化、时尚化的产品，吸引更多新时代消费群体。

2.2 非粽类：布局节令和日销美食，打造成长新曲线

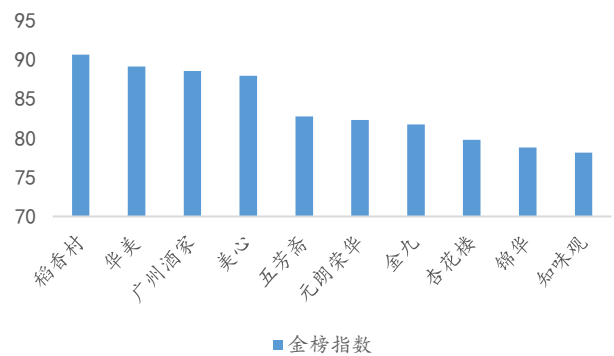
月饼市场规模持续扩容，五芳斋品牌力名列前茅。月饼具有礼品与节令食品双重属性，本质上具备需求刚性，购买月饼赠送亲友和家庭食用已成为中秋节最重要的仪式之一。根据中国食品发布的《重视传统食品行业发展让中国的传统食品焕发新生命》，2019 年月饼行业规模为 197 亿元，预计 2024 年我国月饼市场规模将增长至 263 亿元，CAGR 为 6%。市面上月饼主要有传统月饼和新式月饼两大类，其中传统月饼与当地饮食相融合，分为广式、京式、苏式、港式等，知名老字号较多，竞争较为激烈。根据艾媒咨询发布的《2022 年中国月饼礼盒品牌 10 强榜单》，五芳斋名列第五。

图表 8：2015-2024 我国月饼行业规模及预测



数据来源：《重视传统食品行业发展让中国的传统食品焕发新生命》，中国食品，公司公告，华福证券研究所

图表 9：2022 年中国月饼礼盒品牌排行榜金榜指数 TOP10



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

月饼为第二增长曲线，定位“糯+”打造差异化竞争优势。公司月饼业务相较于其它月饼老字号开展较晚，2019 年公司将中高端新江南糯月饼作为其战略核心产品，实现差异化市场竞争。公司月饼凭借五芳斋的品牌力、原有的粽子渠道、差异化的产品战略，销量逐步提升，并且公司不断提升月饼品质，产品售价也有所提高，产品结构不断优化。但是公司月饼毛利率远低于同行业广州酒家，主要系公司月饼系列为委外加工方式生产，未来随着公司自建月饼产能提升，毛利率还有较大提升空间。

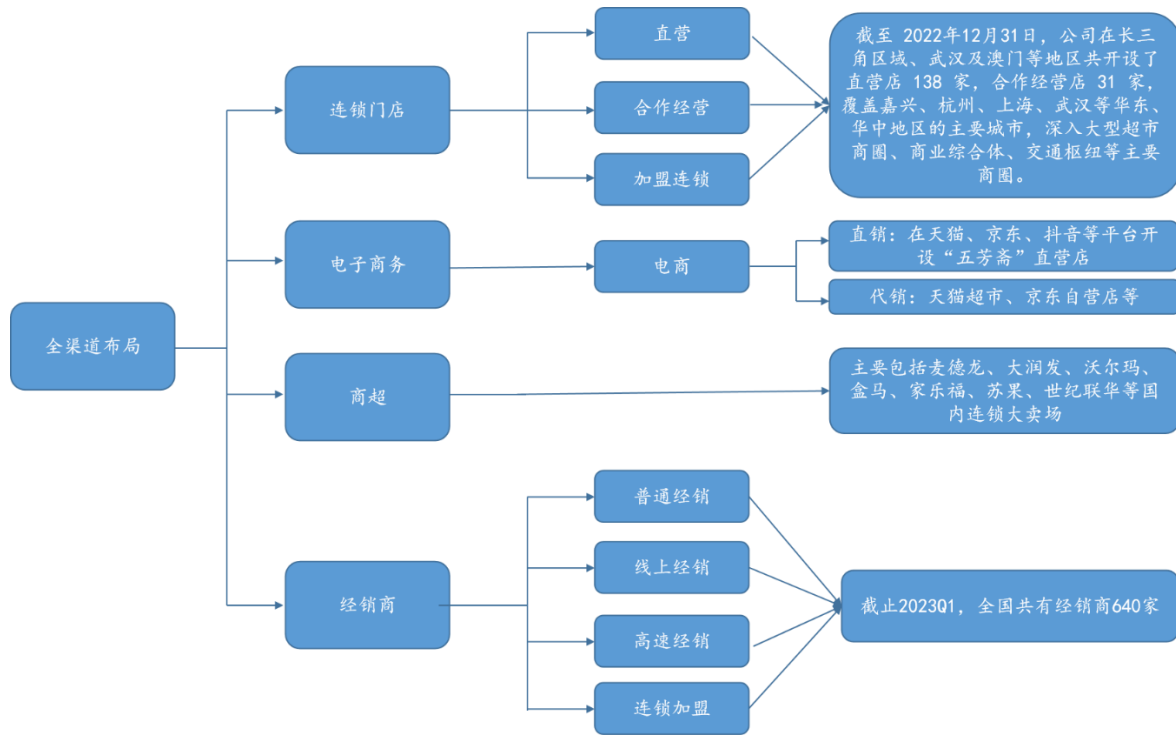
以“糯米”为主线，围绕二十四节气布局各类节令美食，开发早餐、下午茶等日销场景。除了粽子和月饼之外，公司还围绕更多的二十四节气传统美食进行品类拓展，目前公司在春节推出饺子，元宵节推出汤圆、八宝饭，清明节推出青团等。对于非节令的日销场景，公司针对早餐场景推出烧卖、馄饨、饭团等速冻食品，针对下午茶场景推出绿豆糕、桃酥、面包等烘焙食品。节令食品和日销食品的扩张不仅帮助公司扩大了消费群体，也进一步平滑了公司的季节波动。

3 全渠道布局线上线下协同发展，以华东为根据地加速渗透全国

全渠道布局线上线下协同发展。经过多年的经营和发展，公司建立了覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络，线下销售、线上销售协调发展，销售模式主要有连锁门店、电子商务、商超、经销四种模式。连锁门店和经销模式主要以线下经营为主，近年来受疫情影响波动较大，疫情管控放开后，连锁门店恢复良好，同时公司连锁门店向“零售+轻餐饮”小型社区店的新模式方向发展，截止 2023 年 4 月已有 4 家“零售+轻餐饮”连锁直营店，发展情况良好，后续会逐渐开放加盟，2023Q1 连锁门店收入同比增长 19.8%。电子商务业务近年来发展迅速，2022 年已成为第一大板块，公司会持续精耕阿里京东传统电商平台，并组建专业团队加速拓展抖音等新社交电商平台，未来仍有较大增长空间。公司商超渠道发展较快主要受益于大量优质大型商超客户，未来公司将继续深入合作。

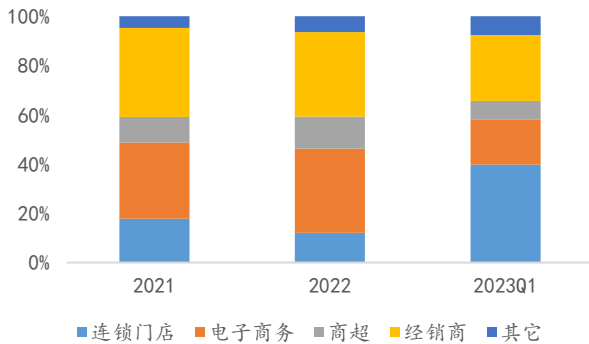
以华东为根据地加速渗透全国。公司消费市场主要集中于江浙沪等华东区一带，因此华东区域占比在 50%左右，但是随着公司持续推进全国化的布局，19-22 年华东区域营收占比逐步下降。未来公司会进一步开发江浙沪区域市县区，华中华南华北地级市和百强县，西北和东北的省会城市、次省会城市、重点城市的空白市场，进一步完善全国销售网络布局。

图表 10：销售模式



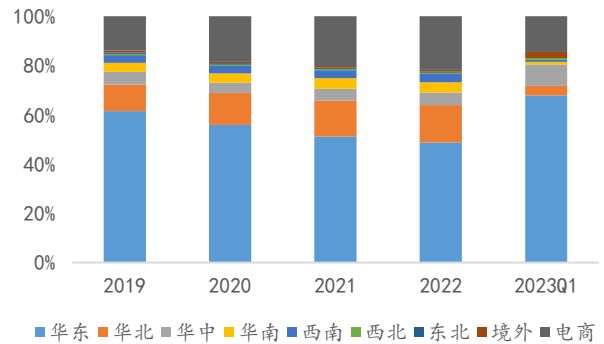
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 11：2021-2023Q1 各销售模式营收占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 12：2019-2023Q1 各区域营收占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 盈利预测与估值

粽子：是公司第一大业务，22 年受华东地区疫情影响，端午节粽子消费场景缺失较多，公司业绩受损严重，随着 23 年消费场景的复苏，礼盒粽子产品销量有望快速提升，同时公司积极拓宽粽子的日销场景，预计 2023-25 年吨价增速分别为 3%/3%/3%，量的增速为 23%/13.5%/13.5%，营收增速分别为 27%/17%/17%，毛利率分别为 41.5%/41.7%/41.9%。

月饼：是公司第二增长曲线，月饼凭借五芳斋的品牌力、原有的粽子渠道、差异

化的产品战略，近年来销量逐步提升，并且公司不断提升月饼品质，产品售价也有所提高，产品结构不断优化，预计 2023-25 年吨价增速分别为 2%/2%/2%，量的增速为 13%/18%/18%，营收增速分别为 15%/20%/20%，毛利率分别为 24.2%/24.3%/24.4%。

餐食：受疫情影响，大量线下门店关闭营业，22 年餐食业务亏损较为严重。23 年随着疫后复苏线下餐饮恢复，同时公司打造“零售+轻餐饮”的连锁新模式，餐食系列有望恢复并高增，预计 2023-25 年营收增速分别为 50%/25%/25%，毛利率分别为 54%/54%/54%。

蛋制品、糕点及其他：公司积极推进烘焙等产品的日销消费，受益于公司全渠道的布局，预计会保持较快的增长，预计 2023-25 年营收增速分别为 15%/15%/10%，毛利率分别为 27%/27%/27%。

费用：会计政策变更后，21 和 22 年销售费用率分别为 22.3%和 21.9%，稳中有降，公司当前处于全渠道布局的全国化进程中，销售费用率水平会相对较高，但考虑到规模效应和直销占比逐步提高，预计 23-25 年销售费用率为 21.7%/21.5%/21.4%。另外，管理费用率近年来控制的较为稳定在 6%-7%，预计随着规模效应，管理费用率会有所摊薄，预计 23-25 年管理费用率为 6.6%/6.5%/6.4%。

图表 13：盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,462.10	3,109.34	3,648.79	4,266.40
YoY	-14.87%	26.29%	17.35%	16.93%
营业总成本（百万元）	1539.05	1911.46	2233.97	2599.33
YoY	-13.53%	24.20%	16.87%	16.36%
毛利率	37.49%	38.53%	38.78%	39.07%
分业务拆分：				
粽子系列				
收入（百万元）	1,747.25	2213.58	2587.79	3025.26
YoY	-12.97%	26.69%	16.91%	16.91%
毛利率	41.30%	41.50%	41.70%	41.90%
业务收入比例	70.97%	71.19%	70.92%	70.91%
月饼系列				
收入（百万元）	238.64	275.06	331.06	398.47
YoY	8.53%	15.26%	20.36%	20.36%
毛利率	24.10%	24.20%	24.30%	24.40%
业务收入比例	9.69%	8.85%	9.07%	9.34%
餐食系列				
收入（百万元）	141.31	211.96	264.95	331.19
YoY	-43.95%	50.00%	25.00%	25.00%
毛利率	48.99%	54.00%	54.00%	54.00%
业务收入比例	5.74%	6.82%	7.26%	7.76%

蛋制品、糕点及其他				
收入 (百万元)	267.48	307.60	353.74	389.12
YoY	-0.30%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	24.18%	27.00%	27.00%	27.00%
业务收入比例	10.86%	9.89%	9.69%	9.12%
其它业务				
收入 (百万元)	67.42	101.14	111.25	122.37
YoY	-53.27%	50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	14.89%	15.00%	15.00%	15.00%
业务收入比例	2.74%	3.25%	3.05%	2.87%

数据来源：公司公告，华福证券研究所预测

相对估值比较：选取了安井食品、广州酒家、巴比食品和公司有业务有一定相关性的上市公司作为可比公司，其中安井食品以速冻业务为主，广州酒家以餐饮为主，巴比食品以连锁门店销售速冻面点食品为主。2023-2025年可比公司平均PE分别为25/20/16倍，23-25年三年平均CAGR为24%。预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.25/2.74/3.31亿元，三年同比增长64%/22%/21%，三年复合增速达34%，考虑公司处于发展成长期，给予公司2023年30倍PE，对应目标价47元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 14：可比公司估值

公司	代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				2023-25 净利润 CAGR
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
安井食品	603345	430	146.7	3.87	5.01	6.31	7.86	38	29	23	19	27%
广州酒家	603043	138	24.27	0.92	1.26	1.54	1.81	26	19	16	13	25%
巴比食品	605338	64	25.46	0.90	1.00	1.25	1.53	28	25	20	17	19%
平均值				1.90	2.42	3.03	3.73	31	25	20	16	24%
五芳斋	603237	41	28.48	0.96	1.56	1.90	2.30	30	18	15	12	34%

数据来源：WIND，华福证券研究所预测，数据为2023年7月19日收盘价

5 风险提示

销售不及预期风险：如果公司主要产品粽子和月饼在行业的集中消费季节销售大幅低于预期，则会对公司营收产生较大影响。

原材料价格波动的风险：公司的主要原材料包括糯米、猪肉、粽叶等农产品，原材料供货价格随市场整体供求情况相应波动，存在价格波动风险。

食品安全风险：食品制造业生产链条长、管理环节多，且传统点心手工制作工序较多，公司可能存在因管理疏忽或不可预见原因导致产品质量问题发生。

图表 15: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	903	1,020	1,141	1,304	营业收入	2,462	3,109	3,649	4,266
应收票据及账款	54	78	91	105	营业成本	1,539	1,911	2,234	2,599
预付账款	7	8	10	11	税金及附加	15	18	22	25
存货	262	365	417	479	销售费用	540	675	784	913
合同资产	0	0	0	0	管理费用	169	205	237	273
其他流动资产	100	28	33	38	研发费用	15	19	22	26
流动资产合计	1,326	1,500	1,691	1,938	财务费用	11	-23	-26	-30
长期股权投资	1	1	1	1	信用减值损失	-12	-2	-2	-2
固定资产	633	583	536	992	资产减值损失	-5	-2	-2	-2
在建工程	56	223	390	56	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	73	77	71	65	投资收益	-1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	24	20	20	20
其他非流动资产	293	304	312	319	营业利润	207	333	405	489
非流动资产合计	1,056	1,187	1,310	1,433	营业外收入	3	4	4	4
资产合计	2,382	2,687	3,001	3,370	营业外支出	8	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	利润总额	202	331	403	487
应付票据及账款	227	303	362	414	所得税	65	106	129	156
预收款项	1	0	0	0	净利润	137	225	274	331
合同负债	76	96	113	132	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	62	62	62	62	归属母公司净利润	137	225	274	331
其他流动负债	185	210	232	257	EPS (摊薄)	0.96	1.56	1.90	2.30
流动负债合计	551	672	770	866	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	151	151	151	151	营业收入增长率	-14.9%	26.3%	17.3%	16.9%
非流动负债合计	151	151	151	151	EBIT 增长率	-21.3%	44.5%	22.5%	21.4%
负债合计	702	823	920	1,016	归母净利润增长率	-29.0%	63.5%	21.7%	20.9%
归属母公司所有者权益	1,678	1,862	2,078	2,351	获利能力				
少数股东权益	3	3	3	3	毛利率	37.5%	38.5%	38.8%	39.1%
所有者权益合计	1,680	1,864	2,081	2,354	净利率	5.6%	7.2%	7.5%	7.8%
负债和股东权益	2,382	2,687	3,001	3,370	ROE	8.2%	12.1%	13.2%	14.0%
					ROIC	13.3%	17.0%	18.6%	19.9%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	29.5%	30.6%	30.7%	30.2%
经营活动现金流	299	332	340	380	流动比率	2.4	2.2	2.2	2.2
现金收益	213	269	314	365	速动比率	1.9	1.7	1.7	1.7
存货影响	53	-103	-52	-62	营运能力				
经营性应收影响	1	-24	-12	-13	总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.3
经营性应付影响	29	76	59	52	应收账款周转天数	7	8	8	8
其他影响	3	114	31	39	存货周转天数	67	59	63	62
投资活动现金流	-174	-199	-188	-189	每股指标 (元)				
资本支出	-136	-188	-180	-180	每股收益	0.96	1.56	1.90	2.30
股权投资	-1	0	0	0	每股经营现金流	2.08	2.31	2.36	2.64
其他长期资产变化	-37	-11	-8	-9	每股净资产	11.66	12.94	14.45	16.35
融资活动现金流	527	-16	-31	-28	估值比率				
借款增加	-102	0	0	0	P/E	30	18	15	12
股利及利息支付	-77	-57	-57	-57	P/B	2	2	2	2
股东融资	799	43	0	0	EV/EBITDA	25	18	16	13
其他影响	-93	-2	26	29					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。本报告清晰准确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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn