

2022 年 08 月 15 日

相关研究

## 证券分析师

林瑾 A0230511040005  
linjin@swsresearch.com  
彭文玉 A0230517080001  
pengwy@swsresearch.com  
胡巧云 A0230520080005  
huqy@swsresearch.com

## 研究支持

王艺儒 A0230121110002  
wangyr@swsresearch.com

## 联系人

王艺儒  
(8621)23297818×7720  
wangyr@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 五芳斋：国内粽子行业龙头企业

## ——核准制新股申购策略报告 20220815

### 本期投资提示：

- **五芳斋预期发行 PE 不超行业。**我国核准制 IPO 市场 2022 年第 33 周批文核发了 2 只新股发行，环比持平，拟募资额合计 12.29 亿元。截至目前，第 33 周询价新股**五芳斋**已启动招股。**五芳斋**以招股意向书公告的拟募资额 8.64 亿元和首发新股数量 2518.575 万股计，预期其发行价为 34.32 元，对应的发行 PE 为 22.99 倍，未超所属行业 C14 食品制造业截至 2022 年 08 月 14 日近一个月静态 PE 33.55 倍。
- 中性预期情形下，**五芳斋**网下 A、B、C 三类配售对象的网下配售比例分别是：0.0166%、0.0121%、0.0051%，对应的单账户顶格获配资金分别是：1.14 万元、0.83 万元、0.35 万元。
- **AHP 模型分值——五芳斋位于下游偏上。**考虑流动性溢价水平和绝对价格后，**五芳斋** AHP 得分为 1.66 分，位于非科创体系 AHP 模型总分的 29.2%分位，处于模型总分的下游偏上水平。
- **本轮基本面点睛：五芳斋是国内粽子行业龙头企业。**公司兼顾粽子传统制作工艺的传承和生产技术的改进与现代化升级，对原材料的产地、质量要求严格。目前拥有嘉兴、成都两大生产基地，是行业中生产规模最大的粽子专业生产基地之一，拥有从生产、加工、仓储、物流配送完整的产业链，生产品类除粽子外已覆盖月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等众多产品。经过多年发展，公司建立了较为完善的营销网络，线下销售、线上销售协调发展，直营、经销等销售模式相互补充，渠道优势为公司在市场中赢得了更多的市场份额。此外，公司树立了良好的品牌形象，是全国首批“中华老字号”企业，粽子制作技艺于 2011 年被文化部收录进第三批国家级非物质文化遗产名录，并主导了粽子行业标准的制定，填补了国内粽子行业标准的空白，并作为主要提出单位之一起草了粽子国际标准。
- **风险提示：五芳斋需警惕公司经营的季节性波动、原材料供应和价格波动、等新冠疫情对公司经营造成负面影响、业绩下滑、毛利率下降等风险。**

## 目录

---

<b>1.发行价预期及申购策略</b> .....	<b>4</b>
1.1 五芳斋预期发行 PE 未超行业 .....	4
<b>2.本轮已招股询价新股配售方案分析</b> .....	<b>4</b>
2.1 网下配售方案分析 .....	4
2.2.预期配售比例及拟获配资金 .....	5
<b>3.AHP 模型分值——五芳斋位于下游偏上</b> .....	<b>5</b>
<b>4.五芳斋：国内粽子行业龙头企业</b> .....	<b>6</b>
<b>附录：本轮新股基本面亮点及特色</b> .....	<b>6</b>

## 图表目录

---

图 1：2022 年第 1 周至第 33 周核准制 IPO 批文核发情况 .....	4
图 2：截至 2022 年 08 月 15 日，最近一个月发行的核准制询价新股打分排序 .....	5
图 3：五芳斋 2021 年主营收入构成 .....	7
图 4：C14 食品制造业景气指数（截至 2022 年 Q1） .....	7
表 1：五芳斋发行方案要点 .....	4
表 2：五芳斋网下三类投资者预期配售比例与获配资金敏感性测算 .....	5
表 3：五芳斋的部分关注要素 .....	6

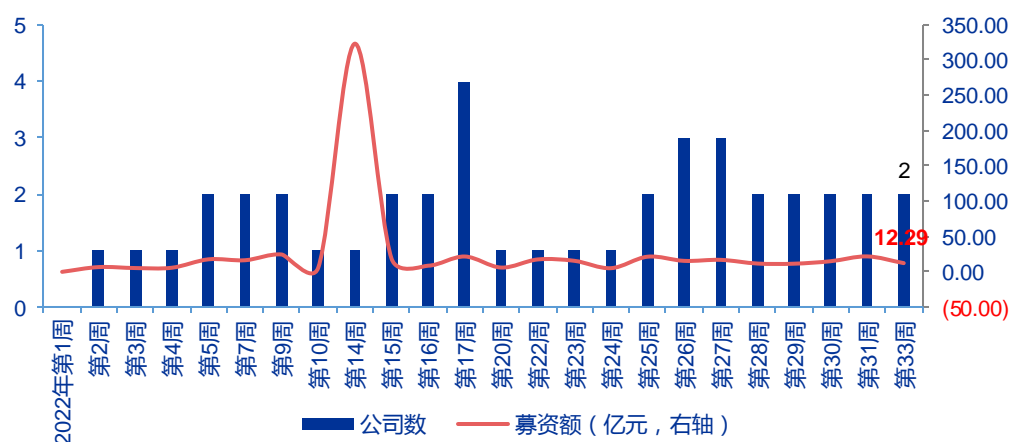
# 1. 发行价预期及申购策略

## 1.1 五芳斋预期发行 PE 未超行业

我国核准制 IPO 市场 2022 年第 33 周批文核发了 2 只新股发行，环比持平，拟募资额合计 12.29 亿元。截至目前，第 33 周询价新股**五芳斋**已启动招股。

**五芳斋**以招股意向书公告的拟募资额 8.64 亿元和首发新股数量 2518.575 万股计，预期其发行价为 34.32 元，对应的发行 PE 为 22.99 倍，未超所属行业 C14 食品制造业截至 2022 年 08 月 14 日近一个月静态 PE 33.55 倍。

图 1：2022 年第 1 周至第 33 周核准制 IPO 批文核发情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2. 本轮已招股询价新股配售方案分析

### 2.1 网下配售方案分析

在网下市值门槛设置上，**五芳斋**对网下投资者设置了差异化市值门槛，即公募基金社保类为 1000 万元，其他为 6000 万元。

在网下配售对象筛选和倾斜方面，**五芳斋**对于配售对象的筛选排序遵循“价、量、时”原则，将网下对象分为三类；**五芳斋**对 A 类优配对象的比例设置为不低于 50%，B 类不低于 20%。

在网下投资者个性化条件安排上，优配对象、QFII、机构自营无需提供额外材料，仅需提供网下投资者关联方基本信息表。

表 1：五芳斋发行方案要点

项目	发行要点
网下市值要求 (万元)	A 类 1000 万元，其他 6000 万元

投资者优先配售比例	A类≥50%，B类≥20%
网下最低申购量（万股）	100
网下最高申购量（万股）	200
网下提交材料	优配对象、QFII、机构自营无需提供额外材料，仅需提供网下投资者关联方基本信息表

资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2.2. 预期配售比例及拟获配资金

中性预期情形下，五芳斋网下 A、B、C 三类配售对象的网下配售比例分别是：0.0166%、0.0121%、0.0051%，对应的单账户顶格获配资金分别是：1.14 万元、0.83 万元、0.35 万元。

表 2：五芳斋网下三类投资者预期配售比例与获配资金敏感性测算

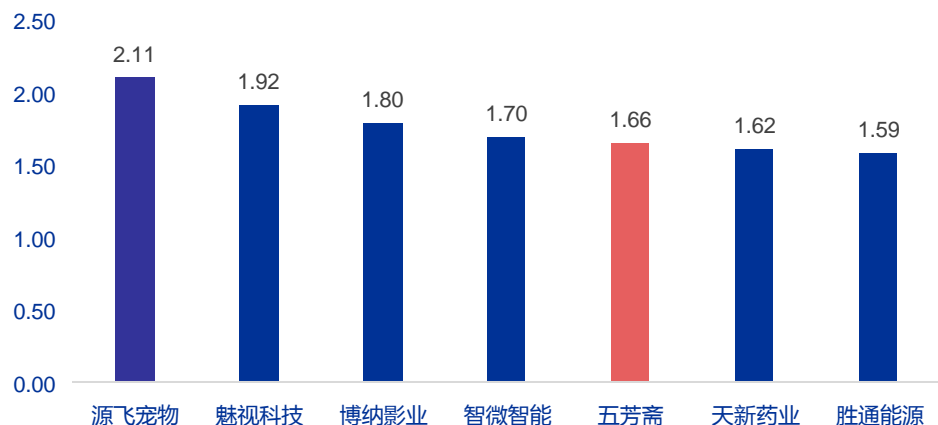
代码	名称	预期发行价（元）	假设情形	配售比例			单账户顶格获配资金（万元）		
				A类	B类	C类	A类	B类	C类
603237.SH	五芳斋	34.32	积极	0.0172%	0.0153%	0.0039%	1.18	1.05	0.27
			中性	<b>0.0166%</b>	<b>0.0121%</b>	<b>0.0051%</b>	<b>1.14</b>	<b>0.83</b>	<b>0.35</b>
			保守	0.0154%	0.0090%	0.0067%	1.05	0.62	0.46

资料来源：申万宏源研究

## 3.AHP 模型分值——五芳斋位于下游偏上

考虑流动性溢价水平和绝对价格后，五芳斋 AHP 得分为 1.66 分，位于非科创体系 AHP 模型总分的 29.2%分位，处于模型总分的下游偏上水平。

图 2：截至 2022 年 08 月 15 日，最近一个月发行的核准询价新股打分排序



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 4.五芳斋：国内粽子行业龙头企业

**五芳斋是国内粽子行业龙头企业。**公司兼顾粽子传统制作工艺的传承和生产技术的改进与现代化升级,为保证产品品质,公司对原材料的产地、质量要求严格。目前,公司拥有嘉兴、成都两大生产基地,是行业中生产规模最大的粽子专业生产基地之一,拥有从生产、加工、仓储、物流配送完整的产业链,生产品类除粽子外已覆盖月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等众多产品。经过多年的经营和发展,公司建立了较为完善的营销网络,线下销售、线上销售协调发展,直营、经销等销售模式相互补充,渠道优势为公司市场中赢得了更多的市场份额。此外,公司树立了良好的品牌形象,是全国首批“中华老字号”企业,粽子制作技艺于2011年被文化部收录进第三批国家级非物质文化遗产名录,并主导了粽子行业标准的制定,填补了国内粽子行业标准的空白,并作为主要提出单位之一起草了粽子国际标准。

表 3：五芳斋的部分关注要素

核准新股		行业 PE/ 发行 PE	2021 年 营收 亿 元)	2021 年 归母净利 (亿元)	2021 年 净利率	发行后每 股净资产 (元/股)	行业	主营	亮点
股票代码	股票名称								
603237	五芳斋	1.46	28.92	1.94	6.70%	15.99	C14 食品制 造业	以糯米食 品为主导 的食品研 发、生产和 销售	国内粽子行业龙头企业

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 附录：本轮新股基本面亮点及特色

### 五芳斋：国内粽子行业龙头企业

**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,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。

自设立以来,公司兼顾粽子传统制作工艺的传承和生产技术的改进与现代化升级,既保留了粽子的传统味道、保证了产品品质,又满足了生产效率和规模化的要求。**在原料选择上**,为保证产品品质,公司对原材料的产地、质量要求严格。公司制作粽子的糯稻米主要来自于黑龙江宝清、五常等优质稻米出产地,产地生态环境较好,且供应稳定;馅料方面,公司已与优质的肉类供应商建立了战略合作关系,选用东北大红袍赤豆、罗田板栗等优质品种;粽叶选择上,公司选用当年生且在夏至后立秋前采摘的“伏箬”,限定粽叶的宽度、长度、含水量等指标,从源头保障了产品品质。目前,公司拥有嘉兴、成都两大生产基地,是**行业中生产规模最大的粽子专业生产基地之一**,拥有从生产、加工、仓储、物流配送完整的产业链,生产品类除粽子外已覆盖月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等众多产品。公司持续推动生产线的自动化、

智能化升级，通过与设备生产厂商的合作，公司已经设计开发了一系列粽子专用的自动化生产设备，包括粽叶清洗流水线、豆沙炒制加工成套设备、润米拌米生产线和粽子冷却、计数、金探三合一流水线等。目前，粽子生产主要工序，从粽叶清洗、润米拌米、馅料搅拌，到蒸煮、冷却、计数、金探、真空包装、真空灭菌，均已基本实现自动化。公司扎实的技术储备、自动化生产的升级和改造为后续发展奠定了坚实的基础。

**拥有覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络。**经过多年的经营和发展，公司建立了较为完善的营销网络，线下销售、线上销售协调发展，直营、经销等销售模式相互补充。**线下销售方面**，公司通过商场、超市、便利店及各区域经销商进行销售，营销网络已覆盖全国；通过直营店、合作经营店直接销售，通过加盟店进行经销，门店是消费者直接接触并采购公司产品的重要窗口之一。**截至 2021 年 12 月 31 日，公司通过直营、合作经营、加盟、经销等方式共建立了 478 家门店。**目前，“五芳斋”门店已登陆嘉兴、杭州、上海、武汉等华东、华中地区的主要城市，并深入大型超市商圈、商业综合体、交通枢纽等主要商圈；**线上销售方面**，公司一方面在天猫、京东开设“五芳斋”直营店进行直接销售。另一方面，通过线上经销商、电子商务平台的自营平台进行销售。目前，公司线上销售网络已覆盖了天猫、京东、抖音等各大电商平台。渠道优势为公司市场中赢得了更多的市场份额。

经过多年发展，“五芳斋”作为“中华老字号”品牌已深入人心，在众多区域的消费者心中得到了高度认可。凭借卓越的产品品质和优秀的服务意识，公司树立了良好的品牌形象，曾在 2004 年被国家商标局认定为中国驰名商标，并且是**全国首批“中华老字号”企业**。公司的粽子制作方法源于百年传承的传统工艺，其制作技艺于 2011 年被文化部收录进第三批国家级非物质文化遗产名录。此外，作为中国食品工业协会粽子行业委员会会长单位，公司**主导了粽子行业标准的制定，填补了国内粽子行业标准的空白，并作为主要提出单位之一起草了粽子国际标准**，充分体现了公司的行业地位；公司还曾获“农业产业化国家重点龙头企业”、“全国主食加工业示范企业”、“浙江省绿色企业”、“浙江省十大特色农产品品牌”等国家级、省级荣誉称号。

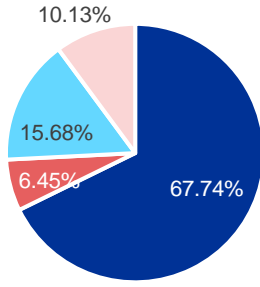
公司本次拟向社会公众公开发行不超过人民币普通股（A 股）2,518.575 万股，募集资金拟用于：五芳斋三期智能食品车间建设项目、五芳斋数字产业智慧园建设项目、五芳斋研发中心及信息化升级建设项目、五芳斋成都生产基地升级改造项目、补充流动资金。本次募集资金投资项目的实施将有助于公司生产规模得到有效扩大，市场占有率进一步提高，增强公司主营业务的盈利能力，提高公司在行业内的核心竞争力；有助于公司缓解营运资金压力，提升公司抗风险能力。

可比公司：广州酒家、三全食品、巴比食品、一鸣食品、桃李面包、元祖股份

主要风险：**五芳斋需警惕公司经营的季节性波动、原材料供应和价格波动、等新冠疫情对公司经营造成负面影响、业绩下滑、毛利率下降等风险。**

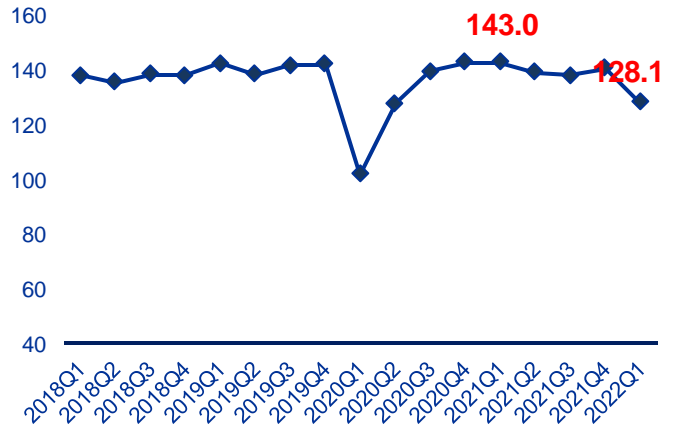
图 3：五芳斋 2021 年主营收入构成

图 4：C14 食品制造业景气指数（截至 2022 年 Q1）



■ 粽子系列 ■ 月饼系列 ■ 餐食系列 ■ 蛋制品、糕点及其他

资料来源：Wind、申万宏源研究



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。