

## 粽子王，老字号

### ——五芳斋(603237)首次覆盖报告

## 增持|首次推荐

#### 报告要点:

##### ● 投资建议

公司是中国粽子龙一、“中华老字号”，线下渠道壁垒强大，粽子受益消费升级，月饼、烘焙大有可为。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.77/2.28/2.75亿元，增速-8.84%/29.12%/20.79%，对应9月26日PE分别为24/19/15X（总市值42亿元），给予“增持”评级。

##### ● 五芳斋：中国粽子龙一

公司是中国粽子龙一，主营粽子、月饼、烘焙等研产销，实控人为厉建平先生、厉昊嘉先生父子，合计控制公司37.55%股权。2021A，公司粽子产能4.5亿只（产能利用率76%）、月饼销量266万kg，实现收入/归母净利28.92/1.94亿元，同比+19.48%/+36.28%；22H1，公司实现收入18.09/2.42亿元，同比-15.32%/-20.78%，主要由于华东地区疫情反复影响。

##### ● 粽子行业格局好，月饼行业机会多

1) 粽子行业：格局较稳固。2021年，粽子行业市场规模约为84亿元，未来有望保持中高个位数增速。格局方面，按疫情前2019年数据，我国商超渠道粽子CR3约68%，其中龙一五芳斋市占率约30%，三全、思念跟随。  
2) 月饼行业：集中度蕴藏机会。2021年，月饼行业市场规模约为221亿元，未来有望保持中高个位数增速。月饼行业竞争较粽子行业更激烈，中国主要月饼玩家有苏州稻香村（在线上、线下占据领先市场份额）、广州酒家（销量占比约4%，定位中高端、市占率超过10%）、五芳斋（销量占比约1%，定位中高端）、桃李面包（定位中端）、元祖股份（定位中高端）等。

##### ● “中华老字号”，线下渠道强

1) 线下渠道壁垒，较同业强：公司树立了较同业更强大的渠道壁垒，2021年，公司门店总数达到478家，已登陆华东、华中地区的主要城市（嘉兴、杭州、上海、武汉等），并深入大型商圈、交通枢纽等高势能区域。  
2) 优秀团队树立品牌力：公司是全国首批“中华老字号”企业，厉建平先生、马建忠先生、厉昊嘉先生带领的核心团队，具备优秀的管理力与营销力，成功建立起覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络。

##### ● 粽子受益消费升级，月饼、烘焙大有可为

1) 疫情改善，产销预期环比双升：公司生产基地和门店核心都在华东等地区，22H1华东疫情压力显著，公司生产、销售两端同时受到挤压，影响短期业绩，随着下半年疫情逐步改善，公司下一阶段产销预期环比改善。

2) 粽子业务受益消费升级，领先开发新属性：公司是中国粽子龙一，商超渠道市占率约30%，地位稳固，叠加粽子行业格局良好，公司在消费升级方面受益的确定性较强，同时，通过领先开发粽子市场的礼品、零食、主食属性，公司粽子业务增长水平有望进一步提高。

3) 布局月饼、烘焙等食品，大有可为：公司IPO募投项目将新增4,350万只烘焙食品（月饼、绿豆糕、蛋黄酥）及1,304万袋速冻食品（汤圆、烧卖、馄饨）产能，市场空间大有可为。

##### ● 风险提示

疫情反复风险、拓品类不及预期风险、政策调整风险。

#### 附表：盈利预测

| 财务数据和估值    | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 2420.69 | 2892.24 | 2543.03 | 3147.57 | 3495.33 |
| 收入同比(%)    | -3.44   | 19.48   | -12.07  | 23.77   | 11.05   |
| 归母净利润(百万元) | 142.10  | 193.66  | 176.54  | 227.95  | 275.34  |
| 归母净利润同比(%) | -12.90  | 36.28   | -8.84   | 29.12   | 20.79   |
| ROE(%)     | 18.49   | 22.80   | 9.56    | 11.32   | 12.47   |
| 每股收益(元)    | 1.41    | 1.92    | 1.75    | 2.26    | 2.73    |
| 市盈率(P/E)   | 29.71   | 21.80   | 23.91   | 18.52   | 15.33   |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 59.80 / 41.90

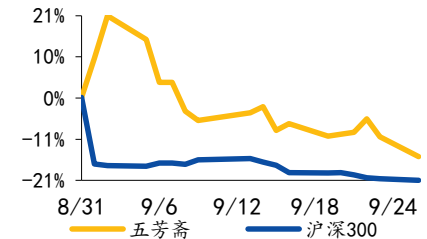
A股流通股(百万股): 25.19

A股总股本(百万股): 100.74

流通市值(百万元): 1055.28

总市值(百万元): 4221.13

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 邓晖  
执业证书编号 S0020522030002  
电话 021-51097188  
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊  
执业证书编号 S0020522090001  
电话 021-51097188  
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 袁帆  
电话 021-51097188  
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1.五芳斋：中国粽子龙一.....                 | 4  |
| 1.1 公司粽子占比近七成，发力月饼、餐食打开多样化空间..... | 4  |
| 1.2 全渠道营销网络，电商渠道快速增长.....         | 7  |
| 1.3 公司毛利率稳定，销售费用率下降带动净利率提升.....   | 8  |
| 1.4 实控人控制公司 37.55%的股权.....        | 10 |
| 2.粽子行业格局好，月饼行业机会多.....            | 11 |
| 2.1 粽子行业：格局好，五芳斋市占率领先.....        | 12 |
| 2.2 月饼行业：市场格局较分散，五芳斋知名度名列前茅.....  | 13 |
| 3.公司品牌势能强大，创新重塑年轻化形象.....         | 16 |
| 3.1 老字号品牌知名度领先.....               | 16 |
| 3.2 乘风国潮，“老字号”品牌焕新重塑.....         | 16 |
| 4.粽子受益消费升级，月饼、烘焙等大有可为.....        | 17 |
| 4.1 疫情改善有望带动门店客流复苏，释放利润弹性.....    | 17 |
| 4.2 公司上市后加速产能扩张.....              | 19 |
| 4.3 扩品类有望打开增长空间.....              | 20 |
| 5.盈利预测及投资建议.....                  | 21 |
| 5.1 盈利预测.....                     | 21 |
| 5.2 投资建议.....                     | 23 |
| 6.风险提示.....                       | 23 |

## 图表目录

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 图 1：公司历年收入、归母净利及增速.....               | 4 |
| 图 2：公司历年毛利率及净利率.....                  | 4 |
| 图 3：公司分产品收入占比（%）.....                 | 5 |
| 图 4：公司分产品收入及增速.....                   | 5 |
| 图 5：公司各季度收入占比（%）.....                 | 5 |
| 图 6：公司粽子历年产能情况（万只）.....               | 5 |
| 图 7：公司产能利用率情况（%）.....                 | 6 |
| 图 8：公司粽子委外产量及委外占比.....                | 6 |
| 图 9：公司粽子历年销量及增速.....                  | 6 |
| 图 10：公司历年粽子单价及增速.....                 | 6 |
| 图 11：公司月饼销量及增速.....                   | 7 |
| 图 12：公司历年月饼单价及增速.....                 | 7 |
| 图 13：公司历年店数及增速.....                   | 7 |
| 图 14：公司分渠道收入占比变动（%）.....              | 7 |
| 图 15：公司 2021 年分地区收入占比（%）.....         | 8 |
| 图 16：公司分地区 2018-2021 年收入 CAGR（%）..... | 8 |
| 图 17：公司分产品毛利率（%）.....                 | 9 |

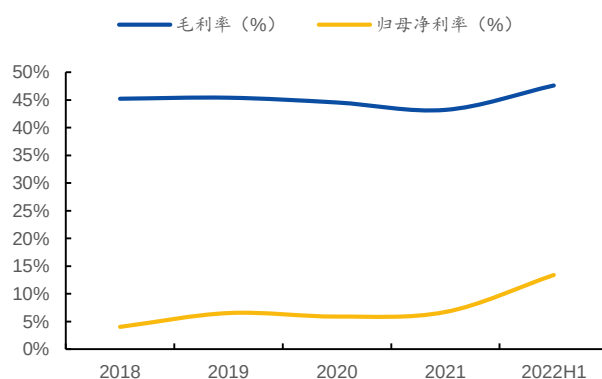
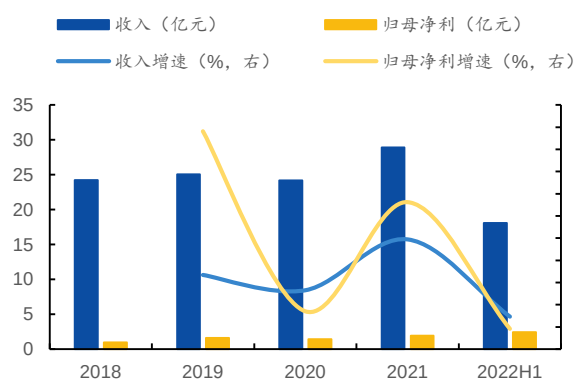
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 18: 公司直销各渠道毛利率 (%)              | 9  |
| 图 19: 公司经销各渠道毛利率 (%)              | 10 |
| 图 20: 公司历年四费率 (%)                 | 10 |
| 图 21: 中国烘焙行业市场规模                  | 11 |
| 图 22: 2020 年全球主要地区人均烘焙食品消费量 (kg)  | 11 |
| 图 23: 中国人均烘焙食品消费量及增速              | 12 |
| 图 24: 2019 年中国烘焙食品结构 (%)          | 12 |
| 图 25: 中国粽子行业市场规模                  | 12 |
| 图 26: 19 年端午节期间商超渠道粽子主要品牌占有率 (%)  | 12 |
| 图 27: 中国粽子行业竞争格局                  | 13 |
| 图 28: 五芳斋粽子历年市占率测算 (%)            | 13 |
| 图 29: 中国月饼行业市场规模                  | 14 |
| 图 30: 中国月饼行业产量、单价及增速              | 14 |
| 图 31: 2021 年中国消费者计划购买月饼品牌         | 14 |
| 图 32: 中国消费者偏好月饼风味分析               | 14 |
| 图 33: 不同风味月饼介绍                    | 15 |
| 图 34: 2020 年端午节粽子品牌排行榜            | 16 |
| 图 35: 2021 年端午节粽子品牌排行榜            | 16 |
| 图 36: “老字号”不断焕新重塑, 营销+品牌创新打入年轻人市场 | 17 |
| 图 37: 公司零售店历年店效及增速                | 18 |
| 图 38: 公司经销店历年店效及增速                | 18 |
| 图 39: 公司加盟店历年单店出货及增速              | 18 |
| 图 40: 公司零售店历年营业利润率 (%)            | 18 |
| 图 41: 公司历年零售店人均消费及增速              | 18 |
| 图 42: 公司历年零售店客流量及增速               | 18 |
| 表 1: 公司 IPO 募投项目                  | 4  |
| 表 2: 公司各渠道情况                      | 8  |
| 表 3: 公司销售费用率细分 (%)                | 10 |
| 表 4: 公司股权结构 (截至 22/8/31)          | 11 |
| 表 5: 粽子行业同业数据对比                   | 13 |
| 表 6: 月饼行业上市公司 2021 年数据对比          | 15 |
| 表 7: 公司零售门店业绩弹性较大                 | 19 |
| 表 8: 公司募投项目扩产情况                   | 19 |
| 表 9: 公司粽子自产及外协成本差异                | 20 |
| 表 10: 公司外协采购金额 (亿元)               | 20 |
| 表 11: 公司月饼业务 VS 广州酒家月饼业务          | 21 |
| 表 12: 公司收入拆分                      | 22 |
| 表 13: 食品制造行业可比公司估值情况              | 23 |

## 1.五芳斋：中国粽子龙一

五芳斋成立于1921年，主要生产以糯米食品为主的中华节令食品，是全国首批“中华老字号”企业。2022年8月31日公司成功上市，IPO募集资金8.64亿元，用于新产能扩张、原有产能升级改造、研发中心和信息化升级建设以及补充流动资金。2021年公司收入/归母净利分别为28.92/1.94亿元，2018-2021年CAGR分别为6.08%/25.92%，2022H1公司收入/归母净利分别为18.09/2.42亿元，同比下滑15.32%/20.78%，主要由于22Q2疫情反复影响公司生产经营（公司主要的生产基地位于浙江省嘉兴市，且销售区域主要集中在华东地区）。

图1：公司历年收入、归母净利及增速

图2：公司历年毛利率及净利率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

表1：公司IPO募投项目

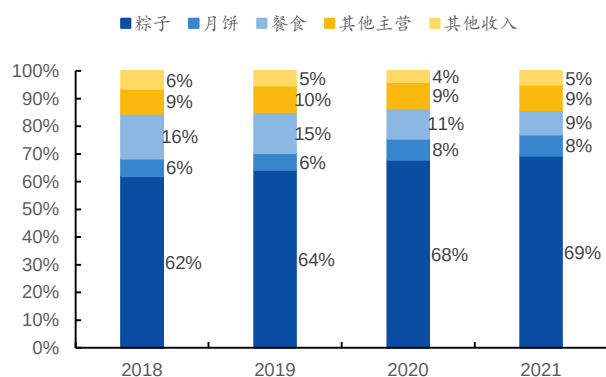
| 项目                | 项目投资总额 (万元) | 拟使用募集资金金额 (万元) |
|-------------------|-------------|----------------|
| 五芳斋三期智能食品车间建设项目   | 45,106.09   | 15,666.86      |
| 五芳斋数字产业智慧园建设项目    | 40,562.54   | 36,140.00      |
| 五芳斋研发中心及信息化升级建设项目 | 10,664.54   | 10,350.00      |
| 五芳斋成都生产基地升级改造项目   | 5,015.80    | 5,010.00       |
| 补充流动资金            | 9,000.00    | 9,000.00       |
| 合计                | 110,348.97  | 76,166.86      |

资料来源：招股书、国元证券研究所整理

### 1.1 公司粽子占比近七成，发力月饼、餐食打开多样化空间

公司粽子占比近七成，餐食产品收入受疫情影响下降。2021年公司粽子/月饼/餐食/“蛋制品、糕点及其他”的收入分别为20.08/2.20/2.52/2.68亿元，2018-2021年收入CAGR分别为10.15%/12.37%/-13.52%/6.89%，粽子、月饼产品领先增长，收入占比逐年提升，而餐食产品收入受疫情影响有所下降。

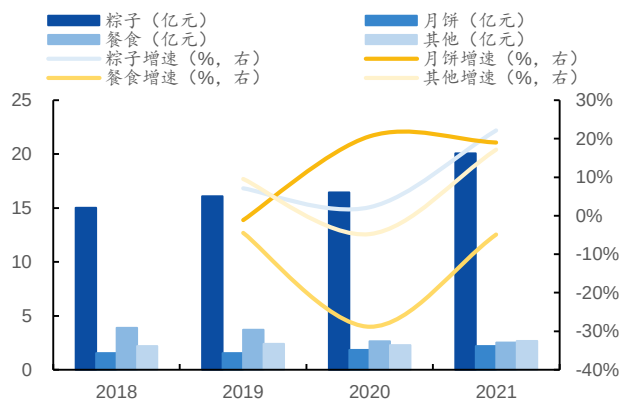
图 3：公司分产品收入占比 (%)



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：其他主营为蛋制品、糕点及其他产品，其他收入为投资性房产的租金收入和处置收入等。

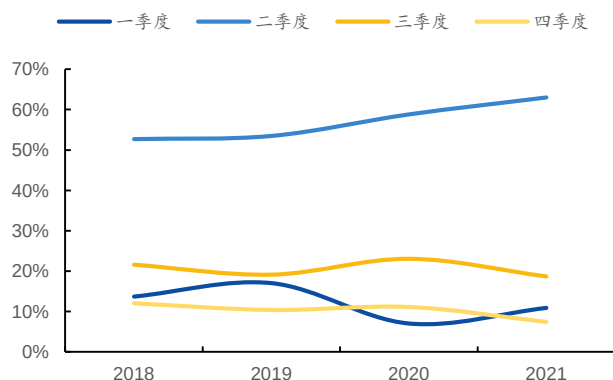
图 4：公司分产品收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

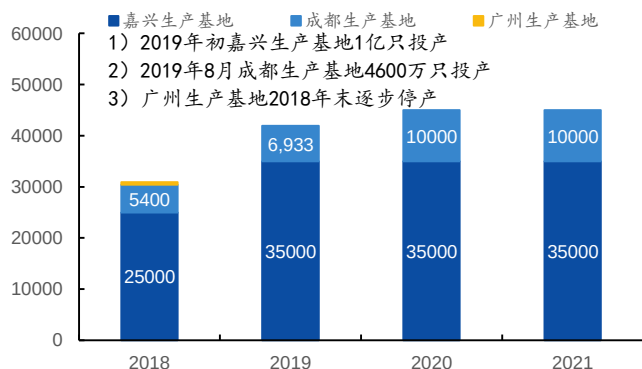
公司收入呈现显著淡旺季。公司的主营产品粽子、月饼为时令产品，使公司收入呈现明显的季节差异。从公司历史数据来看，Q2 收入在全年收入中的占比超过 60%，Q3 收入占比约为 20%。

图 5：公司各季度收入占比 (%)



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 6：公司粽子历年产能情况 (万只)

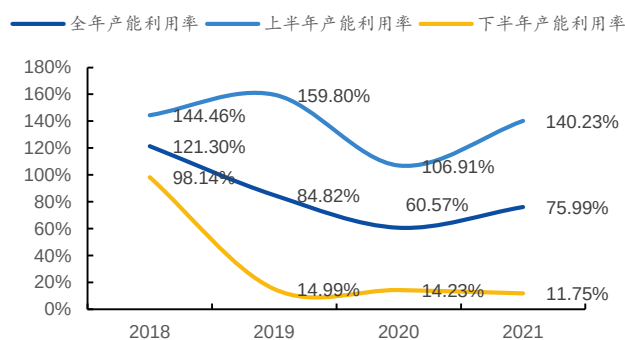


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司粽子自产为主，月饼等其他产品主要通过外协采购。公司目前拥有嘉兴、成都两大生产基地，2021 年嘉兴、成都生产基地共拥有 4.5 亿只粽子产能（新鲜粽子、速冻粽子、真空粽子），此外嘉兴基地还拥有焙烤糕点、速冻八宝饭等生产线，并建设有中央厨房，生产菜肴成品调理包、半成品调理包等。而公司的月饼、蛋制品、休闲食品、卤味等其他产品主要通过外协采购。

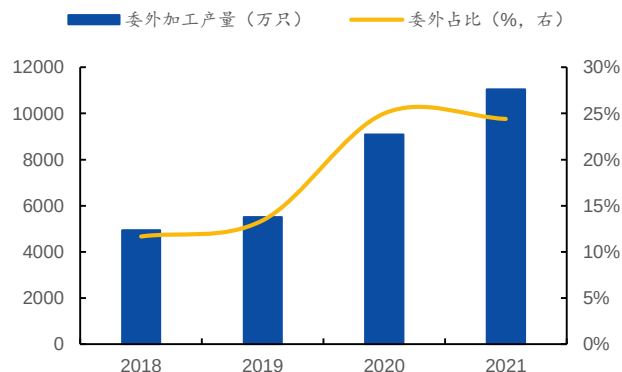
2018 年以来，公司旺季均实现满负荷生产。粽子为时令产品，生产和销售均具有显著季节特性，每年上半年为粽子生产旺季，2018-2021 年上半年公司粽子生产线均实现满负荷生产，而随着粽子销售增长，粽子的委外占比逐年提升，2021 年委外占比达 24%；而下半年为粽子生产淡季，生产线产能利用率通常仅在 10%+。

图 7：公司产能利用率情况（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 8：公司粽子委外产量及委外占比



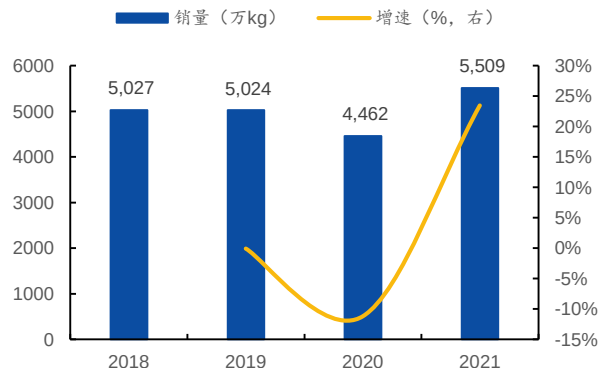
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：2019 年端午节较早，因此 2018 年提前备货使得 2018 年下半年产能利用率较高；

2020 年上半年产能利用率下降主要受到疫情影响外地员工无法按时返工。

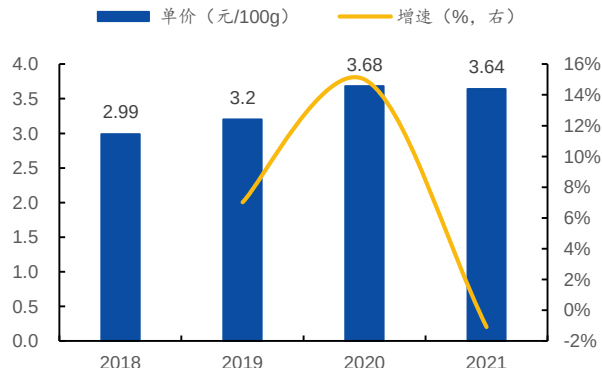
公司量价稳步提升，价增引领增长。2021 年公司粽子销量、单价分别达 5509 万 kg、3.64 元/100g，2018-2021 年 CAGR 分别为 3.10%、6.78%。2021 年公司月饼销量、单价分别达 266 万 kg、8.27 元/100g，2018-2021 年 CAGR 分别为 3.65%、8.42%。

图 9：公司粽子历年销量及增速



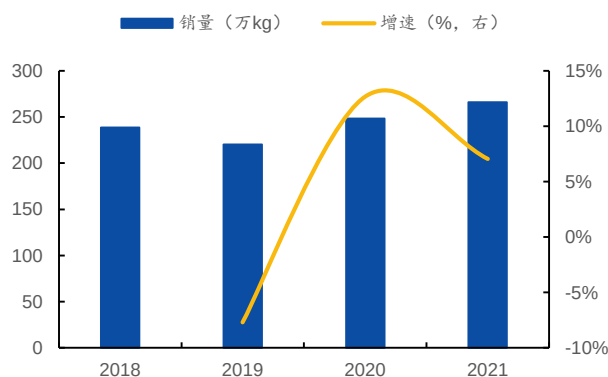
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 10：公司历年粽子单价及增速



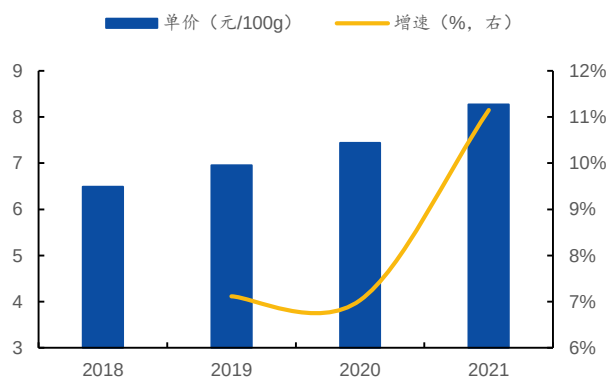
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 11：公司月饼销量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 12：公司历年月饼单价及增速

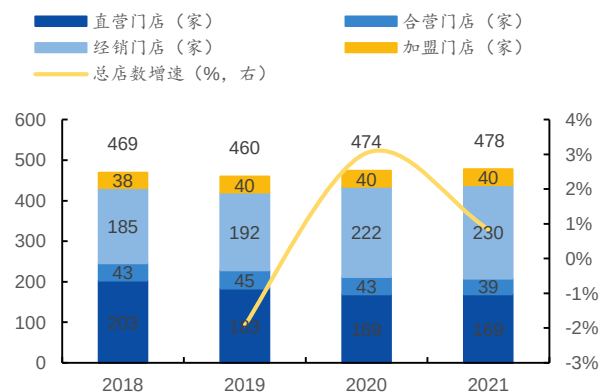


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 1.2 全渠道营销网络，电商渠道快速增长

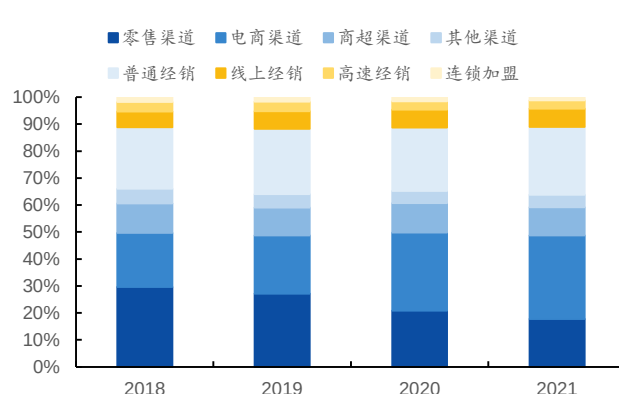
公司建立起覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络。截至 2021 年末，公司共有 478 家门店（直营/合营/加盟/经销门店分别为 169/39/40/230 家），覆盖嘉兴、杭州、上海、武汉等华东、华中地区的主要城市，并深入大型超市商圈、商业综合体、交通枢纽等主要商圈。同时，公司在天猫、京东开设“五芳斋”直营店，并通过线上经销商、电商自营平台进行销售，目前公司线上销售网络已覆盖了天猫、京东、抖音等各大电商平台，2021 年公司电商（电商直营+线上经销）收入占比达 35.84%，2018-2021 年收入 CAGR 达 20.71%。

图 13：公司历年店数及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 14：公司分渠道收入占比变动（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 2：公司各渠道情况

| 序号 | 渠道名称 | 要点                                   | 2021 年收<br>入（亿元） | 18-21 年收<br>入 CAGR(%) | 2021 年毛<br>利率（%） |
|----|------|--------------------------------------|------------------|-----------------------|------------------|
| 1  | 零售渠道 | 直营店、合营店                              | 4.88             | -10.08%               | 60.45%           |
| 2  | 电商渠道 | 电商直销、电商代销（公司和天猫超市、京东自营店等电商平台开展了代销业务） | 8.51             | 23.11%                | 43.50%           |
| 3  | 商超渠道 | 公司客户有麦德龙、大润发、沃尔玛、盒马、家乐福、苏果、世纪联华等     | 2.85             | 5.09%                 | 46.13%           |
| 4  | 其他渠道 | 团购客户、早餐车等                            | 1.29             | 1.58%                 | 45.47%           |
| 5  | 普通经销 | 渠道经销商根据协议约定区域及渠道进行销售                 | 6.92             | 10.26%                | 41.52%           |
| 6  | 线上经销 | 在线上渠道进行分销                            | 1.86             | 11.67%                | 40.50%           |
| 7  | 高速经销 | 在高速服务区销售                             | 0.83             | 0.80%                 | 25.81%           |
| 8  | 连锁加盟 | 收取授权费，经营方自主经营、自负盈亏                   | 0.34             | -5.27%                | 50.80%           |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司华东地区收入占比超 50%。公司门店及收入来源主要集中在嘉兴、杭州、上海等华东地区，2021 年公司华东地区收入占比超过 50%。从增速来看，近些年公司华北等其他地区的收入快速增长，2018-2021 年华北地区收入 CAGR 达 20%，2021 年华北地区收入达 3.99 亿元，占比约达 15%，成为公司收入来源第二大地区。

图 15：公司 2021 年分地区收入占比（%）

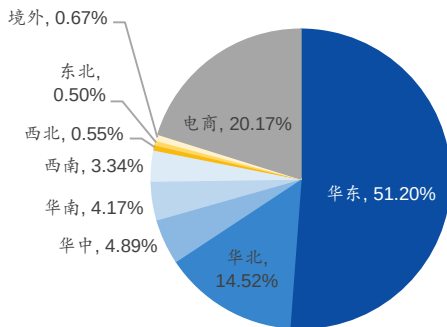
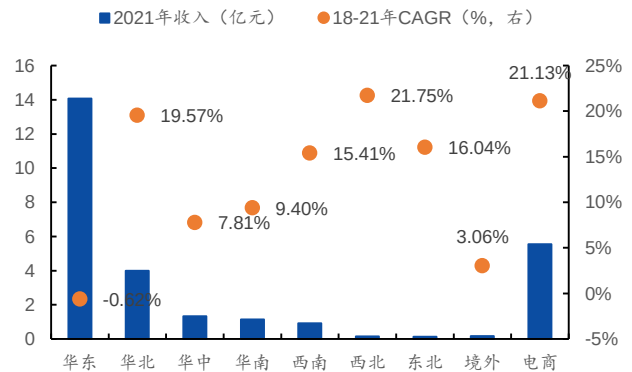


图 16：公司分地区 2018-2021 年收入 CAGR（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：此处电商仅包括通过电商零售直接向终端消费者销售的部分。

### 1.3 公司毛利率稳定，销售费用率下降带动净利率提升

公司历年毛利率较稳定，在 43%-45% 间波动。

分产品来看：

1) 粽子为公司毛利贡献最大品类，公司粽子产品历年毛利率较稳定，在 44%-47% 间波动；

2) 2018-2020 年公司月饼品类毛利率逐年提升，主要由于五芳斋中高端月饼认知度不断提升、公司随之提升产品售价；2021 年公司月饼毛利率有所下降，主要受包材价格上涨影响；

3) 公司餐食品类疫情前毛利率在 60%以上，2020 年受疫情以及猪肉涨价影响毛利率有所下滑。

分渠道来看：

1) 公司零售渠道毛利率最高，2018-2021 年毛利率较稳定、约为 60%。

2) 2020 年至今，公司线上毛利率下降明显，主要由于疫情使得较多线下竞争者转战线上，加剧了线上平台竞争，同时公司为加大线上平台市占率，采用低价模式开拓抖音等新平台，拉低了线上毛利率。

3) 公司商超渠道毛利率较稳定，在 45-48%间波动。

4) 公司连锁加盟渠道的毛利率高于经销渠道（普通经销及线上经销）的毛利率，主要由于连锁加盟商直接面对终端消费者，而经销商下游为小超市或下级经销商、分销层级更多。公司为保证经销商利润率，给予其更大的折扣力度。公司连锁加盟毛利率约为 50%，经销毛利率约为 40%。

5) 公司高速经销渠道毛利率最低，主要由于其为公司的品牌展示窗口、出货折扣更大。

图 17：公司分产品毛利率（%）

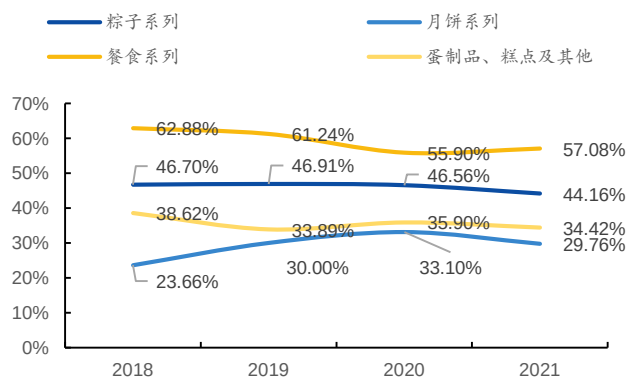
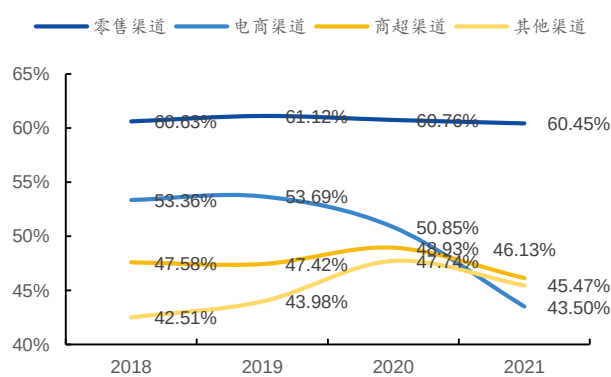


图 18：公司直销各渠道毛利率（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**公司净利率逐年提升。**2021 年公司净利率达 6.70%，较 2018 年提升 2.70pct，主要来自销售费用率下降。2021 年公司销售费用率为 27.10%，较 2018 年下降 4.85pct，我们认为主要来自直营收入占比下降带动。

图 19：公司经销各渠道毛利率（%）

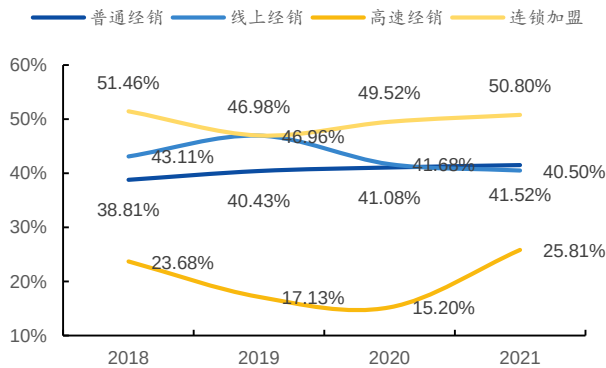
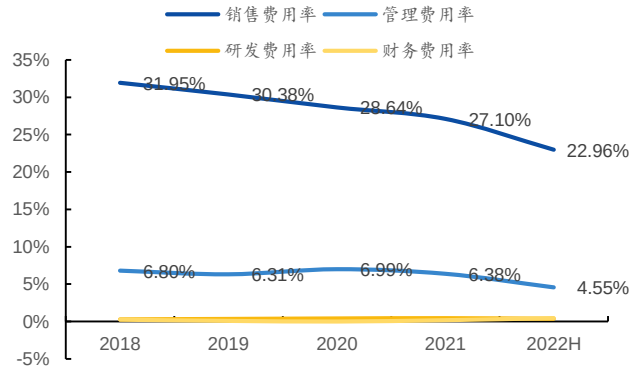


图 20：公司历年四费率（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 3：公司销售费用率细分（%）

| 序号 | 项目       | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   |
|----|----------|--------|--------|--------|--------|
| 1  | 职工薪酬     | 8.08%  | 7.71%  | 7.20%  | 6.79%  |
| 2  | 运输仓储费    | 6.21%  | 6.25%  | 6.33%  | 6.05%  |
| 3  | 门店房租及服务费 | 5.05%  | 4.61%  | 3.79%  | 3.47%  |
| 4  | 第三方平台费   | 2.89%  | 2.82%  | 3.74%  | 3.46%  |
| 5  | 广告宣传费    | 2.41%  | 2.22%  | 1.78%  | 2.64%  |
| 6  | 劳务费      | 1.82%  | 1.64%  | 1.23%  | 1.20%  |
| 7  | 物料消耗     | 1.09%  | 0.98%  | 0.97%  | 0.98%  |
| 8  | 摊销及折旧费   | 1.05%  | 1.14%  | 1.00%  | 0.65%  |
| 9  | 能源费      | 1.17%  | 1.01%  | 0.75%  | 0.60%  |
| 10 | 卖场费用     | 0.67%  | 0.49%  | 0.42%  | 0.34%  |
| 11 | 其他费用     | 1.50%  | 1.51%  | 1.44%  | 0.92%  |
| 12 | 合计       | 31.95% | 30.38% | 28.64% | 27.10% |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

#### 1.4 实控人控制公司 37.55%的股权

**实控人控制公司 37.55%的股权。**截至 2022 年 8 月 31 日，实控人为厉建平先生、厉昊嘉先生父子，通过五芳斋集团实际控制公司 37.55%的股份，其中五芳斋集团直接持有公司 30.27%的股份，并通过全资子公司远洋装饰间接持有公司 7.28%的股份。

**控股股东五芳斋集团签订对赌协议，承诺 2022 年底实现五芳斋实业在 A 股上市。**2021 年 2 月，五芳斋集团与宁波永成（五芳斋实业股东，持股 3.77%）签署股份转让协议之补充协议，约定若五芳斋实业在 2021 年底未向中国证监会或交易所

提交 IPO 申请，则宁波永成有权向五芳斋集团提出回购请求。同月五芳斋集团与宁波复聚股权投资合伙企业（五芳斋实业股东，持股 1.13%）签署股份转让协议补充协议，约定若五芳斋实业在 2022 年底前未实现 A 股上市，则宁波复聚有权向五芳斋集团提出回购请求。

表 4：公司股权结构（截至 22/8/31）

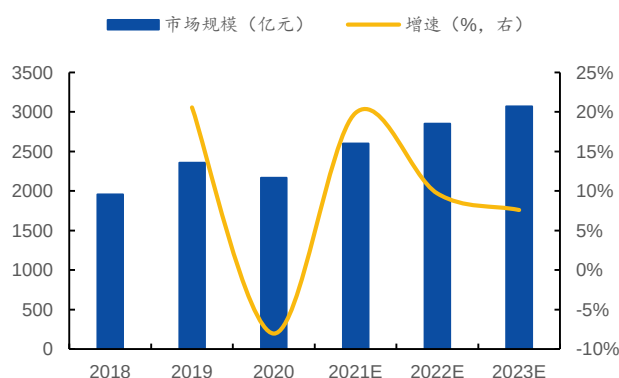
| 序号 | 股东名称               | 股东介绍      | 持股数量（万股） | 占总股本比例（%） |
|----|--------------------|-----------|----------|-----------|
| 1  | 五芳斋集团股份有限公司        | 控股股东      | 3049.33  | 30.27%    |
| 2  | 上海星河数码投资有限公司       | 发行人股东     | 1811.25  | 17.98%    |
| 3  | 嘉兴市远洋广告装饰工程有限公司    | 控股股东全资子公司 | 733.13   | 7.28%     |
| 4  | 宁波永成投资管理合伙企业(有限合伙) | 发行人股东     | 285.00   | 2.83%     |
| 5  | 汤黎琼                | 发行人股东     | 212.39   | 2.11%     |
| 6  | 张建平                | 发行人股东     | 180.00   | 1.79%     |
| 7  | 潘中华                | 发行人股东     | 180.00   | 1.79%     |
| 8  | 河南双汇投资发展股份有限公司     | 发行人股东     | 150.00   | 1.49%     |
| 9  | 宁波复聚股权投资合伙企业(有限合伙) | 发行人股东     | 85.50    | 0.85%     |
| 10 | 於向林                | 发行人股东     | 80.63    | 0.80%     |
| 11 | 合计                 | -         | 6767.22  | 67.19%    |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 2. 粽子行业格局好，月饼行业机会多

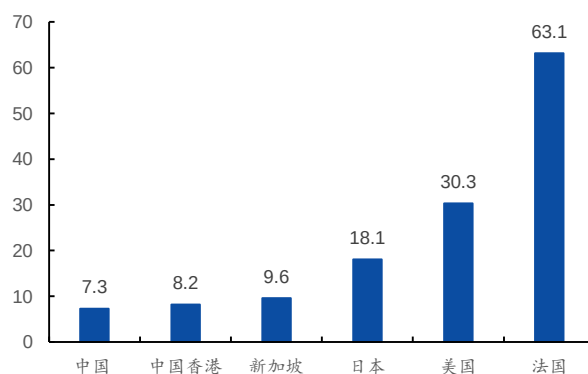
2023 年烘焙行业市场规模有望超 3000 亿元，人均烘焙食品消费量存提升空间。根据艾媒咨询数据，2020 年我国烘焙行业市场规模为 2169.4 亿元，未来 3 年市场规模的年复合增速有望达 12%，对应 2023 年烘焙行业市场规模将超 3000 亿元。从人均烘焙食品消费量来看，目前我国平均水平尚低，2020 年人均烘焙食品消费量为 7.3kg。对标饮食习惯接近的日本来看，我国人均烘焙食品消费量的提升空间约达 148%。

图 21：中国烘焙行业市场规模



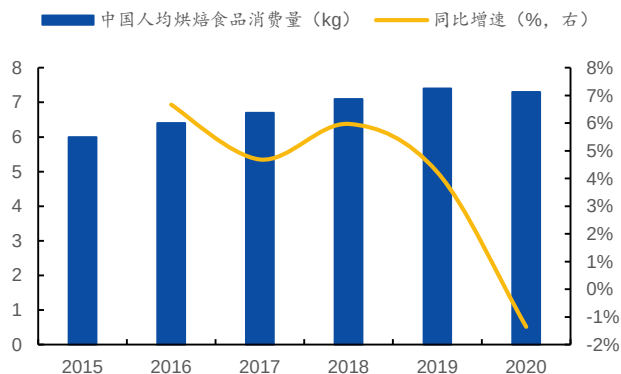
资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 22：2020 年全球主要地区人均烘焙食品消费量（kg）



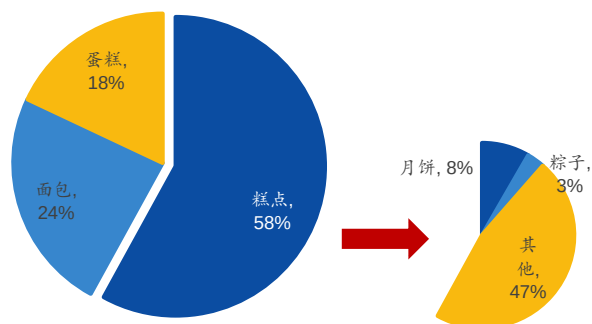
资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 23：中国人均烘焙食品消费量及增速



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 24：2019 年中国烘焙食品结构 (%)



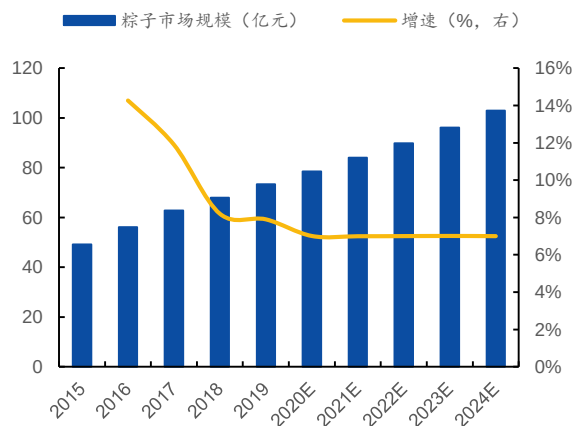
资料来源：欧睿数据库、公司公告、国元证券研究所整理

中国粽子、月饼在烘焙食品中合计占比约 11%。从结构来看，2019 年我国糕点市场规模在烘焙食品中的占比约为 58%，其中粽子/月饼占比分别为 3%/8%。

## 2.1 粽子行业：格局好，五芳斋市占率领先

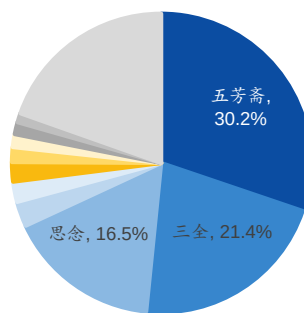
粽子市场规模近百亿，未来三年有望保持 7% CAGR。根据公司招股书数据，2021 年中国粽子市场规模估计为 84 亿元，未来三年有望以 7% 的年复合增速增长，2024 年市场规模有望超百亿元。

图 25：中国粽子行业市场规模



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 26：19 年端午节期间商超渠道粽子主要品牌占有率 (%)

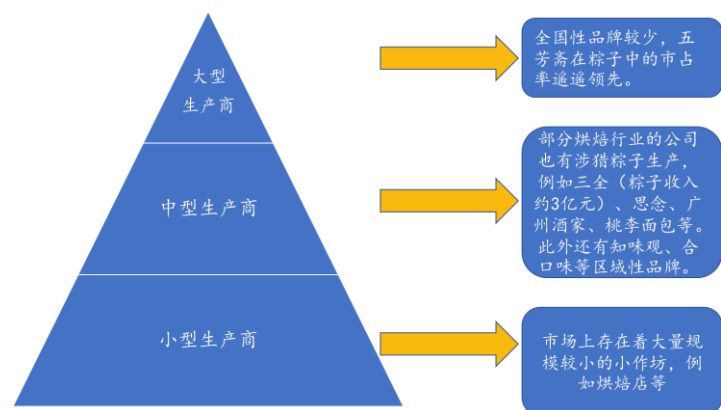


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

中国粽子行业商超渠道 CR3 接近 70%。根据公司招股书数据，2019 年端午节期间，我国商超渠道粽子行业市占率前三大品牌分别为五芳斋、三全、思念，粽子行业在商超渠道的市场集中度较高、CR3 达 68.1%，其中五芳斋领先、市占率达 30.2%。

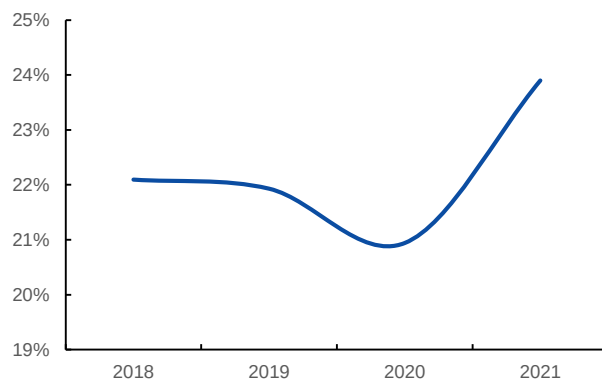
五芳斋占据粽子行业 1/4 市场规模。根据测算，我们估计 2021 年五芳斋在粽子行业的市占率约为 23.9%。2021 年五芳斋粽子收入达 20.08 亿元，远高于同业三全食品粽子收入 2.94 亿元（2019 年）及桃李面包粽子收入 0.12 亿元（2021 年）。

图 27：中国粽子行业竞争格局



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 28：五芳斋粽子历年市占率测算（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：市占率通过“五芳斋粽子收入/粽子市场规模”计算得出。

表 5：粽子行业同业数据对比

| 公司   | 粽子收入（亿元）      | 粽子收入 CAGR（%）    | 2021 年粽子销量         | 2021 年粽子单价                | 粽子毛利率          |
|------|---------------|-----------------|--------------------|---------------------------|----------------|
| 五芳斋  | 20.08（2021 年） | 10.15%（18-21 年） | 4.5 亿个<br>/5.51 万吨 | 4.48 元/个<br>（3.64 元/100g） | 44.16%（2021 年） |
| 桃李面包 | 0.12（2021 年）  | 8.86%（18-21 年）  | 452 吨              | 2.76 元/100g               | 27.47%（2021 年） |
| 三全食品 | 2.94（2019 年）  | 5.32%（18-19 年）  | -                  | -                         | 41.74%（2019 年） |

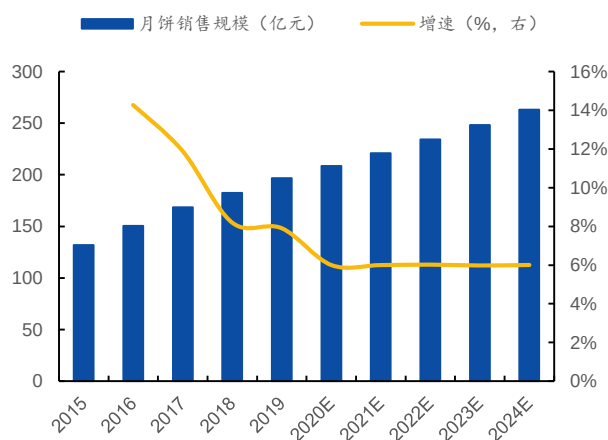
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：三全食品 2019 年后未公布粽子品类数据。

## 2.2 月饼行业：市场格局较分散，五芳斋知名度名列前茅

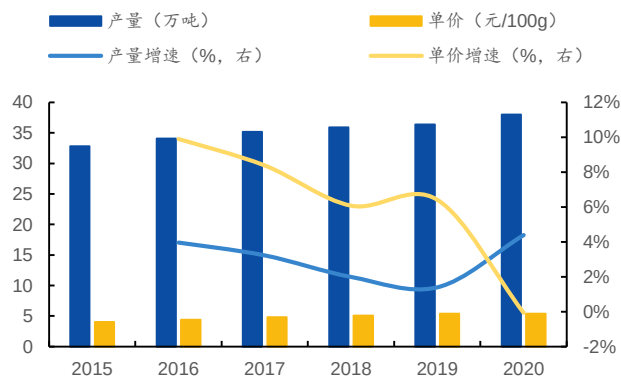
未来三年中国月饼市场规模有望保持中个位数增长。根据公司招股书数据，2021 年中国月饼市场规模估计为 221 亿元，未来三年有望以 6% 的年复合增速增长。分量价来看，2015-2019 年期间，月饼市场规模增长主要靠价格驱动，月饼销售量保持低个位数增长；2020 年受疫情影响单价提升放缓，2020 年全年中国月饼产量达 38 万吨，单价达 5.4 元/100g。

图 29：中国月饼行业市场规模



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 30：中国月饼行业产量、单价及增速

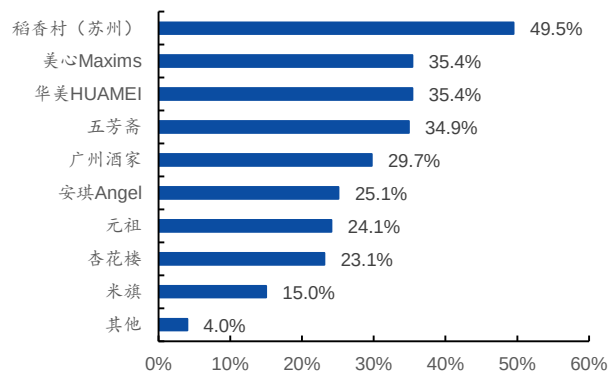


资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

精美礼盒更受消费者青睐，月饼礼盒销售占月饼总销售的 3/4。根据艾媒咨询数据，2021 年月饼礼盒市场规模达 168.8 亿元，约占月饼销售总规模的 3/4。85.7%的消费者更青睐于购买月饼礼盒，且购买月饼礼盒以精致型为主，占比达到 71.3%。

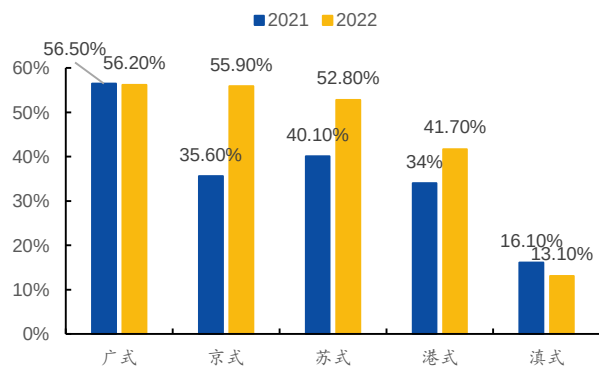
五芳斋月饼知名度名列前茅。根据艾媒咨询数据，在月饼品牌选择上，排名前五的品牌分别是稻香村、美心 Maxims、华美 HUAMEI、五芳斋、广州酒家，五芳斋名列第四。

图 31：2021 年中国消费者计划购买月饼品牌



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 32：中国消费者偏好月饼风味分析



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

消费者对广式月饼喜好程度最高，京式、苏式月饼排名紧随其后。随着互联网加快了文化传播和电商发展，各式月饼突破地域限制，获得更多消费者喜爱。根据艾媒咨询数据，2022 年约 52.8%的消费者喜爱苏式月饼，较 2021 年大幅提升 12.7pct。

**图 33：不同风味月饼介绍**

| 广式月饼                                                                                                                                                   | 京式月饼                                                                                                                  | 苏式月饼                                                                                                                    | 滇式月饼                                                                                                                        | 其他代表品牌                                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>代表品牌：广州酒家、莲香楼、杏花楼、元朗荣华、美心</li> <li>特点：起源于广东以及周边地区，目前流行于全国各地，广式月饼皮薄馅大，皮馅比通常为2:8，皮馅油含量高，口感松软细滑，表面光泽突出。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>代表品牌：北京稻香村</li> <li>特点：起源于京津及周边地区，在北方有一定市场，甜度和皮馅比适中，皮馅比通常为4:6，口感脆松。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>代表品牌：五位和、功德林、五芳斋</li> <li>特点：起源于上海、江浙及周边地区，饼皮酥松，馅料有五仁、豆沙等等，甜度高于其他类月饼。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>代表品牌：吉庆祥、嘉华</li> <li>特点：起源并流行于云南、贵州及周边地区，馅料采用滇式火腿，饼皮酥松，馅料咸甜适口，有独特的滇式火腿香味。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>潮式月饼：佳宁娜、荣诚</li> <li>晋式月饼：双合成、跃味神</li> <li>琼式月饼：琼珍、海境</li> <li>台式月饼：元祖</li> <li>哈式月饼：老鼎丰</li> </ul> |

资料来源：中国营养与健康公众号、国元证券研究所整理

**五芳斋月饼目前市占率尚低。**从竞争格局来看，中国主要月饼玩家有苏州稻香村（在线上、线下占据领先市场份额）、广州酒家（销量占比约4%，定位中高端、市占率超过10%）、五芳斋（销量占比约1%，定位中高端）、桃李面包（定位中端）、元祖（定位中高端）等。

**五芳斋月饼为外协生产，毛利率低于广州酒家和元祖。**2021年五芳斋月饼毛利率为29.76%，1）毛利率低于广州酒家（56.46%）、元祖（51.51%），我们认为主要由于外协生产分走部分利润，2）毛利率高于桃李面包（22.66%），我们认为主要由于定位中高端、加价率更高。

**表 6：月饼行业上市公司 2021 年数据对比**

| 公司简称 | 流派       | 月饼业务收入 (亿元) | 月饼收入占比 | 产能              | 月饼销量 (吨) | 月饼单价        | 月饼毛利率  |
|------|----------|-------------|--------|-----------------|----------|-------------|--------|
| 广州酒家 | 广式       | 15.21       | 39.54% | 自产              | 15,253   | 9.97 元/100g | 56.46% |
| 桃李面包 | 京式、广式、苏式 | 1.33        | 2.11%  | 自产              | 4,874    | 2.73 元/100g | 22.66% |
| 五芳斋  | 苏式       | 2.20        | 7.60%  | 月饼为外协，<br>无自产产能 | 2,658    | 8.28 元/100g | 29.76% |
| 元祖股份 | 台式       | -           | -      | 自产              | -        | 28.46 元/盒   | 51.51% |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：元祖为礼盒产品，包括粽子、月饼等产品。

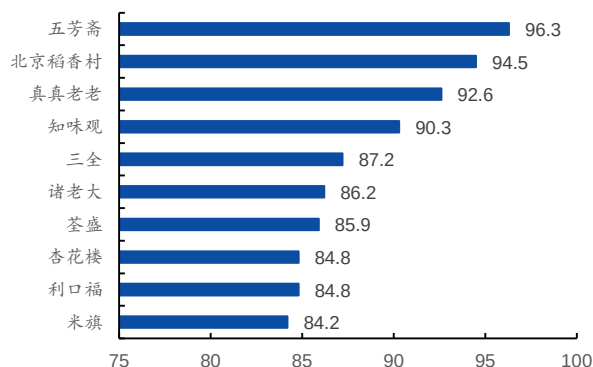
### 3.公司品牌势能强大，创新重塑年轻化形象

#### 3.1 老字号品牌知名度领先

公司为首批“中华老字号”。“五芳斋”始于1921年，2004年被国家商标局认定为中国驰名商标。公司是全国首批“中华老字号”企业，其粽子制作方法源于百年传承的传统工艺，2011年被文化部收录进第三批国家级非物质文化遗产名录，粽子系列产品“糯而不烂、肥而不腻、肉嫩味香、咸甜适中”，在消费者中知名度领先。

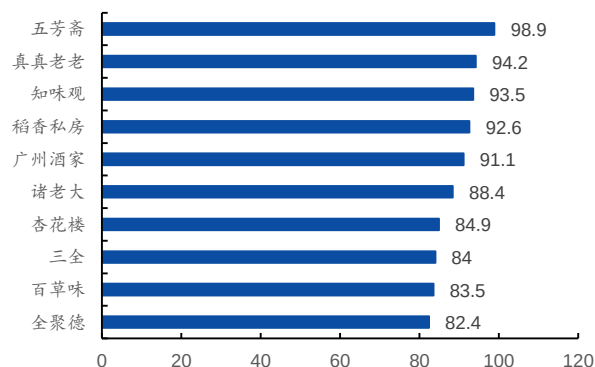
**公司品牌知名度领先。**根据艾媒咨询榜单，从企业综合实力指标、全网媒体传播态势评价指标、用户口碑监测指标、专业分析师团队评价指标等多个维度，对粽子品牌进行综合评价与排名，五芳斋在2020年及2021年均位于榜首。

图 34：2020 年端午节粽子品牌排行榜



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 35：2021 年端午节粽子品牌排行榜



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

#### 3.2 乘风国潮，“老字号”品牌焕新重塑

**营销+品牌双重发力创新，打入年轻消费市场。**乘风国潮，公司通过口味创新、IP联名、私人定制等多种方式贴近消费者，尤其是年轻消费者，使端午“粽子”文化走向年轻群体。具体来看，公司一方面自制短视频、加大IP联名等，针对年轻消费受众精准营销；另一方面，公司加大产品口味创新，迎合年轻消费者，并通过丰富产品口味，打破地域美食限制，开启全国化发展步伐。

图 36：“老字号”不断焕新重塑，营销+品牌创新打入年轻人市场

### 营销创新

入局短视频，针对年轻受众精准营销

- 公司入驻抖音平台，老字号传统文化+短视频热点打开品牌官方知名度，截至2022年8月，公司抖音粉丝数达14.3万人。
- 公司打造首位虚拟“AI”形象人“五糯糯”，外形采用极具江南韵味的小女生，打破次元和纬度，分享中华节令文化。
- 公司推出《糯米人》、复古MV《五芳斋》、科幻端午《招待所》、剪纸动画《过桥记》、集锦贺岁《小心意》等视频广告。

### 跨界联名

- 公司与王者荣耀、中餐厅林大厨、漫威、周大福、钟薛高、迪士尼、拉面说、嘉兴万科、拾分味道、外星人、小罐茶、富光、泸溪河、五菱、三只松鼠、盒马、饿了么、抖音、橙心优选、麦德龙等跨界联名，迎合新生代消费需求。

### 产品创新

- 公司推出FANG粽礼盒，将植物肉、螺狮粉、榴莲、臭豆腐等潮流食品融入粽子，迎合Z世代人群需求。
- 公司推出半筋半肉粽、小米黑豆酥肉粽、乌饭蜜豆粽、玫瑰豆沙粽、黑豉排骨粽等新型口味，打破南北甜咸口味分隔。
- 公司联合“王老吉”推出刺梨粽子，百年老字号品牌强强联合。
- 公司联合国民烘焙品牌“AKOKO”推出联名款端午礼盒，“甜咸口味粽子+曲奇和雪花酥”中西结合。
- 公司联合五芳斋非遗传承人及匠心粽艺师打造私人定制粽，甄选黑猪梅花肉、进口牛腩、红豆沙、阿胶蜜枣、榛仁巧克力酱等21种馅料及43种不同组合方式打造大师手作定制粽。

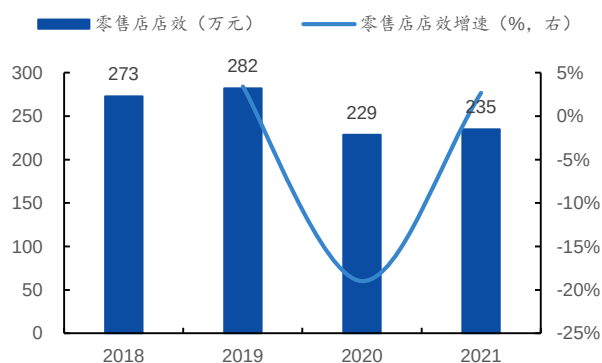
资料来源：五芳斋微信公众号、五芳斋抖音官方旗舰店、国元证券研究所整理

## 4. 粽子受益消费升级，月饼、烘焙等大有可为

### 4.1 疫情改善有望带动门店客流复苏，释放利润弹性

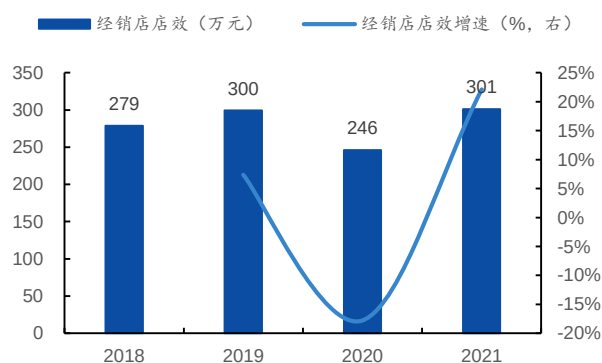
**2021 年公司零售门店的店均客流量较疫情前下滑 23%。**2021 年公司零售门店收入为 4.88 亿元,2018-2021 年收入 CAGR 为-10%,主要由于疫情反复导致店效下降,受此影响,公司 2020 及 2021 年零售门店均出现亏损。2021 年公司零售门店店效为 235 万元、较疫情前(2019 年)下降 17%;进一步拆分来看,店效下降主要来自人流量减少,2021 年公司零售门店全年店均客流量为 8.31 万人、较疫情前(2019 年)下降约 23%,而公司客单价呈现提升趋势,2021 年公司人均消费为 28.26 元,2019-2021 年 CAGR 为 4%。

图 37：公司零售店历年店效及增速



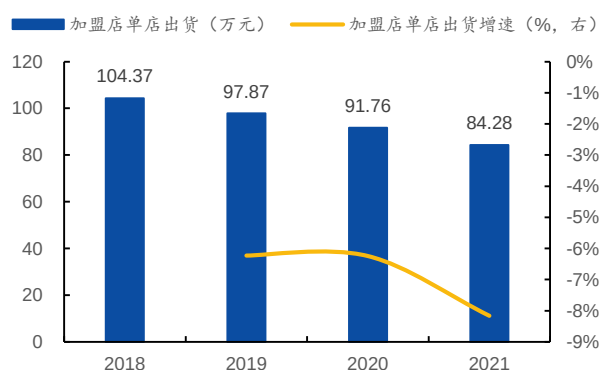
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 38：公司经销店历年店效及增速



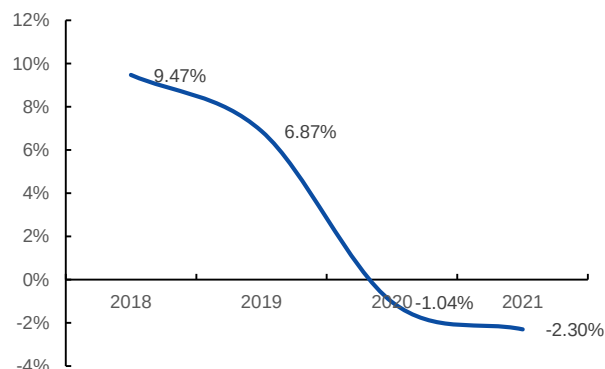
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 39：公司加盟店历年单店出货及增速



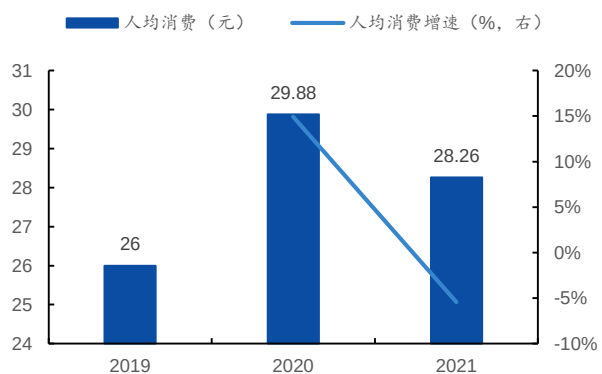
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 40：公司零售店历年营业利润率（%）



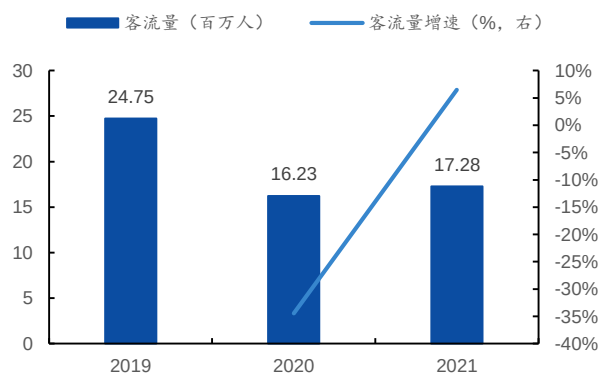
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 41：公司历年零售店人均消费及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 42：公司历年零售店客流量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

短期来看，下半年疫情改善有望带动公司零售门店客流复苏，推动公司店效提升、释放利润弹性。公司门店主要集中在华东等地区，2022年上半年上海及周边城市疫情反复导致客流量承压，我们认为，随着下半年疫情逐步改善，客流量复苏有望带动公司店效提升。此外，公司招股书显示将继续推动以直营为主的餐饮业务发展，计划2022/2023/2024年分别新设13/30/40家直营门店。我们测算，未来三年公司零售门店收入有望以25%的年复合增速增长，叠加利润率改善预期，有望带动利润增速进一步高于收入增速。

**表 7：公司零售门店业绩弹性较大**

| 序号 | 指标        | 2018  | 2019    | 2020     | 2021     |
|----|-----------|-------|---------|----------|----------|
| 1  | 零售收入（亿元）  | 6.71  | 6.43    | 4.85     | 4.88     |
| 2  | 增速（%）     | -     | -4.17%  | -24.66%  | 0.72%    |
| 3  | 零售门店数（家）  | 246   | 228     | 212      | 208      |
| 4  | 增速（%）     | -     | -7.32%  | -7.02%   | -1.89%   |
| 5  | 店效（万元）    | 273   | 282     | 229      | 235      |
| 6  | 增速（%）     | -     | 3.40%   | -18.98%  | 2.66%    |
| 7  | 人均消费（元）   | -     | 26.00   | 29.88    | 28.26    |
| 8  | 增速（%）     | -     | -       | 14.92%   | -5.42%   |
| 9  | 店均客流量（万人） | -     | 10.86   | 7.65     | 8.31     |
| 10 | 增速（%）     | -     | -       | -29.50%  | 8.54%    |
| 11 | 营业利润率（%）  | 9.47% | 6.87%   | -1.04%   | -2.30%   |
| 12 | 营业利润（亿元）  | 0.64  | 0.44    | -0.05    | -0.11    |
| 13 | 增速（%）     | -     | -30.46% | -111.36% | -123.61% |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 4.2 公司上市后加速产能扩张

公司募投项目达产后将新增1.2亿只粽子产能，新产能基本可通过目前产能缺口消化。2021年公司拥有4.5亿只粽子产能，募投项目达产后，公司将新增1.2亿只粽子产能，产能增幅约达27%。从产能消化情况来看，2021年公司粽子委外产量为自产产量的约32%，公司募投项目投产后基本可通过目前产能缺口消化。此外，公司募投项目将新增4,350万只烘焙类食品（月饼、绿豆糕、蛋黄酥）及1,304万袋速冻类食品（汤圆、烧卖、馄饨）。随着公司自产率提升，未来利润率有望继续提升。

**表 8：公司募投项目扩产情况**

| 项目              | 年产能                            | 地址           | 达产后收入（亿元） | 建设期  |
|-----------------|--------------------------------|--------------|-----------|------|
| 五芳斋三期智能食品车间建设项目 | 10,000万只高端粽子                   | 嘉兴市秀洲        | 9.45      | 2年   |
|                 | 4,350万只烘焙类食品（月饼、绿豆糕、蛋黄酥）       | 工业园区五        |           |      |
|                 | 1,304万袋速冻类食品（汤圆、烧卖、馄饨）         | 芳斋产业园        |           |      |
| 五芳斋成都生产基地升级改造项目 | 2,000万只粽子类产品（新鲜粽、速冻粽、真空粽、礼盒粽等） | 成都温江区五芳斋生产基地 | 0.56      | 1.5年 |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

**表 9：公司粽子自产及外协成本差异**

| 时间   | 粽子单位外协成本（元） | 粽子单位自产成本（元） | 1-6 月单位自产成本（元） | 单位外协成本/单位自产成本 | 单位外协成本/上半年单位自产成本 |
|------|-------------|-------------|----------------|---------------|------------------|
| 2019 | 1.53        | 1.57        | 1.42           | 97.45%        | 107.75%          |
| 2020 | 1.85        | 1.84        | 1.75           | 100.54%       | 105.71%          |
| 2021 | 2.31        | 1.87        | 1.86           | 123.53%       | 124.19%          |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**表 10：公司外协采购金额（亿元）**

| 序号 | 项目   | 2019 | 2020 | 2021 |
|----|------|------|------|------|
| 1  | 粽子   | 0.92 | 1.07 | 2.44 |
| 2  | 月饼   | 1.13 | 0.80 | 1.54 |
| 3  | 蛋制品  | 0.85 | 0.71 | 0.90 |
| 4  | 休闲食品 | 0.30 | 0.30 | 0.43 |
| 5  | 卤味   | 0.16 | 0.15 | 0.19 |
| 6  | 汤圆类  | 0.12 | 0.11 | 0.17 |
| 7  | 粥类   | 0.14 | 0.13 | 0.12 |
| 8  | 八宝饭  | 0.04 | 0.07 | 0.09 |
| 9  | 其他   | 0.14 | 0.12 | 0.13 |
| 10 | 合计   | 3.81 | 3.47 | 6.01 |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 4.3 扩品类有望打开增长空间

**立足粽子行业品牌势能，扩品类打开增长空间。**公司为粽子行业龙头，立足粽子行业品牌势能，公司较早布局向其他糯米产品拓展，成为粽子、月饼、蛋制品等多种烘焙食品的制造商。

**对标广州酒家，公司月饼单价、销量均具有提升空间。**目前月饼成为公司第二大收入来源，2021 年公司月饼业务收入达 2.20 亿元，2018-2021 年收入年复合增速为 12.38%。对标月饼行业龙头公司广州酒家来看，公司月饼产品单价、销量均具有提升空间。2021 年公司月饼单价为 8.27 元/100g，2018-2021 年单价快速提升，CAGR 达 8.42%，但相比广州酒家月饼单价 9.97 元/100g，仍具有超 20% 提价空间。此外，公司 2021 年月饼销量为 2660 吨，仅为广州酒家销量的 17%，未来随着渠道进一步拓展，月饼销量有望继续提升。

**表 11：公司月饼业务 VS 广州酒家月饼业务**

| 项目                   | 五芳斋                                | 广州酒家                                     |
|----------------------|------------------------------------|------------------------------------------|
| 2021 年月饼收入（亿元）       | 2.20                               | 15.21                                    |
| 2018-2021 年月饼收入 CAGR | 12.38%                             | 13.58%                                   |
| 2021 年月饼销量（吨）        | 2,660                              | 15,253                                   |
| 2018-2021 年月饼销量 CAGR | 3.63%                              | 9.85%                                    |
| 2021 年月饼单价（元/100g）   | 8.27                               | 9.97                                     |
| 2018-2021 年月饼单价 CAGR | 8.42%                              | 3.40%                                    |
| 2021 年月饼业务毛利率        | 29.76%                             | 56.46%                                   |
| 2021 年渠道数            | 公司拥有 478 家门店，形成连锁门店、经销商、商超、线上等渠道体系 | 公司拥有 54 家门店，形成经销商、电商、线下连锁门店、社区运营、商超等渠道体系 |

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司餐食业务短期看客流复苏带动反弹，中长期看零售门店扩张带动增长。2021 年公司餐食业务收入达 2.52 亿元，公司餐食业务仅通过零售渠道销售，近年来受疫情影响下滑明显。我们分析，随着疫情好转，公司餐食业务有望实现反弹，并有望随着零售门店扩张而逐步增长。

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

我们假设：

（1）考虑到 2022 年上半年华东地区受到疫情影响较大，2023 年有望复苏，我们预计 2022-2024 年公司粽子收入分别为 16.00/19.91/21.10 亿元，同比-20.29%/24.44%/5.95%；考虑到 2023 年客流量复苏以及公司加速拓展零售门店，我们预计 2022-2024 年公司餐食收入分别为 2.59/3.88/5.31 亿元，同比增长 2.60%/50.17%/36.80%；考虑到月饼等品类单价、销量稳步增长，我们预计 2022-2024 年公司月饼收入分别为 2.57/2.94/3.33 亿元，同比增长 16.84%/14.55%/13.27%，蛋制品、糕点及其他收入分别为 2.75/3.14/3.54 亿元，同比增长 2.44%/14.21%/12.62%；我们预计 2022-2024 年其他（投资性房产的租金收入和处置收入等）收入分别为 1.52/1.59/1.67 亿元，同比增长 5.55%/4.72%/4.86%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司总收入分别为 25.43/31.48/34.95 亿元，同比增长-12.07%/23.77%/11.05%。

（2）考虑募投项目投产后自产比率提升，带动利润率提升，我们预计 2022-2024 年公司粽子毛利率分别为 48.52%/47.76%/48.16%，月饼毛利率分别为 34.12%/36.24%/38.62%，餐食毛利率分别为 58.32%/60.12%/62.44%，蛋制品、糕点及其他毛利率分别为 34.56%/35.77%/37.62%，其他毛利率分别为 44.22%/43.12%/43.24%；综上计算得到 2022-2024 年公司整体毛利率分别为 43.65%/44.59%/46.05%。

**表 12：公司收入拆分**

| 项目                 | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 (亿元)            | 24.23   | 25.07   | 24.21   | 28.92   | 25.43   | 31.48   | 34.95   |
| 增速 (%)             | -       | 3.47%   | -3.44%  | 19.48%  | -12.07% | 23.77%  | 11.05%  |
| 毛利率 (%)            | 45.24%  | 45.43%  | 44.57%  | 43.24%  | 43.65%  | 44.59%  | 46.05%  |
| <b>1、粽子系列</b>      |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入 (亿元)            | 15.02   | 16.09   | 16.44   | 20.08   | 16.00   | 19.91   | 21.10   |
| 增速 (%)             | -       | 7.09%   | 2.17%   | 22.13%  | -20.29% | 24.44%  | 5.95%   |
| 毛利率 (%)            | 46.70%  | 46.91%  | 46.56%  | 44.16%  | 48.52%  | 47.76%  | 48.16%  |
| 销量 (万吨)            | 5027.25 | 5024.15 | 4462.05 | 5509.13 | 4450.28 | 5383.50 | 5556.31 |
| 增速 (%)             | -       | -0.06%  | -11.19% | 23.47%  | -19.22% | 20.97%  | 3.21%   |
| 单价 (元/100g)        | 2.99    | 3.20    | 3.68    | 3.64    | 3.60    | 3.70    | 3.80    |
| 增速 (%)             | -       | 7.02%   | 15.00%  | -1.09%  | -1.21%  | 2.87%   | 2.65%   |
| <b>2、月饼系列</b>      |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入 (亿元)            | 1.55    | 1.53    | 1.85    | 2.20    | 2.57    | 2.94    | 3.33    |
| 增速 (%)             | -       | -1.12%  | 20.59%  | 18.98%  | 16.84%  | 14.55%  | 13.27%  |
| 毛利率 (%)            | 23.66%  | 30.00%  | 33.10%  | 29.76%  | 34.12%  | 36.24%  | 38.62%  |
| 销量 (万吨)            | 238.75  | 220.40  | 248.32  | 265.83  | 289.14  | 311.18  | 334.39  |
| 增速 (%)             | -       | -7.69%  | 12.67%  | 7.05%   | 8.77%   | 7.62%   | 7.46%   |
| 单价 (元/100g)        | 64.91   | 69.53   | 74.42   | 82.72   | 88.86   | 94.58   | 99.70   |
| 增速 (%)             | -       | 7.12%   | 7.03%   | 11.15%  | 7.42%   | 6.44%   | 5.41%   |
| <b>3、餐食系列</b>      |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入 (亿元)            | 3.90    | 3.72    | 2.65    | 2.52    | 2.59    | 3.88    | 5.31    |
| 增速 (%)             | -       | -4.46%  | -28.81% | -4.89%  | 2.60%   | 50.17%  | 36.80%  |
| 毛利率 (%)            | 62.88%  | 61.24%  | 55.90%  | 57.08%  | 58.32%  | 60.12%  | 62.44%  |
| <b>4、蛋制品、糕点及其他</b> |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入 (亿元)            | 2.20    | 2.41    | 2.29    | 2.68    | 2.75    | 3.14    | 3.54    |
| 增速 (%)             | -       | 9.52%   | -4.79%  | 17.13%  | 2.44%   | 14.21%  | 12.62%  |
| 毛利率 (%)            | 38.62%  | 33.89%  | 35.90%  | 34.42%  | 34.56%  | 35.77%  | 37.62%  |
| <b>5、其他</b>        |         |         |         |         |         |         |         |
| 收入 (亿元)            | 1.56    | 1.32    | 0.98    | 1.44    | 1.52    | 1.59    | 1.67    |
| 增速 (%)             | -       | -15.56% | -25.78% | 47.48%  | 5.55%   | 4.72%   | 4.86%   |
| 毛利率 (%)            | 17.96%  | 21.62%  | 22.36%  | 43.25%  | 44.22%  | 43.12%  | 43.24%  |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 5.2 投资建议

公司是中国粽子龙一、“中华老字号”，线下渠道壁垒强大，粽子受益消费升级，月饼、烘焙大有可为。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.77/2.28/2.75 亿元，增速-8.84%/29.12%/20.79%，对应 9 月 26 日 PE 分别为 24/19/15X（总市值 42 亿元），给予“增持”评级。

表 13：食品制造行业可比公司估值情况

| 证券代码      | 公司名称 | 总市值<br>(亿元)<br>(2022.9.26) | 归母净利润 (亿元) |       |       | PE    |       |       | 22-24 年归母净利<br>CAGR |
|-----------|------|----------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|
|           |      |                            | 2022E      | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |                     |
| 603237.SH | 五芳斋  | 42.21                      | 1.77       | 2.28  | 2.75  | 34.41 | 26.43 | 21.88 | 24.89%              |
| 603043.SH | 广州酒家 | 119.97                     | 6.38       | 7.67  | 9.19  | 18.80 | 15.65 | 13.05 | 20.00%              |
| 002216.SZ | 三全食品 | 138.12                     | 7.85       | 8.72  | 9.84  | 17.59 | 15.84 | 14.03 | 11.95%              |
| 603866.SH | 桃李面包 | 167.97                     | 8.21       | 9.59  | 11.11 | 20.45 | 17.51 | 15.11 | 16.33%              |

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期。

## 6.风险提示

疫情反复风险、拓品类不及预期风险、政策调整风险。

**财务预测表**

| 资产负债表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>流动资产</b>    | 1032.51 | 703.34  | 1571.09 | 1797.31 | 2018.23 |
| 现金             | 436.19  | 252.24  | 543.57  | 789.45  | 1059.59 |
| 应收账款           | 60.93   | 42.38   | 37.26   | 46.12   | 51.21   |
| 其他应收款          | 39.04   | 30.15   | 26.51   | 32.82   | 36.44   |
| 预付账款           | 9.23    | 14.74   | 13.48   | 16.40   | 17.73   |
| 存货             | 266.17  | 315.11  | 279.68  | 337.57  | 366.51  |
| 其他流动资产         | 220.94  | 48.72   | 670.60  | 574.96  | 486.75  |
| <b>非流动资产</b>   | 488.49  | 1027.84 | 1005.55 | 1035.05 | 1081.87 |
| 长期投资           | 2.48    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 固定资产           | 198.82  | 248.27  | 415.94  | 550.07  | 657.38  |
| 无形资产           | 97.00   | 90.36   | 75.63   | 60.47   | 45.54   |
| 其他非流动资产        | 190.20  | 689.20  | 513.98  | 424.51  | 378.94  |
| <b>资产总计</b>    | 1521.00 | 1731.18 | 2576.64 | 2832.36 | 3100.10 |
| <b>流动负债</b>    | 720.67  | 609.00  | 572.09  | 660.38  | 732.61  |
| 短期借款           | 210.20  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付账款           | 127.46  | 219.39  | 152.47  | 194.76  | 221.08  |
| 其他流动负债         | 383.01  | 389.62  | 419.62  | 465.62  | 511.54  |
| <b>非流动负债</b>   | 29.61   | 271.03  | 155.77  | 156.83  | 156.58  |
| 长期借款           | 0.00    | 92.26   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他非流动负债        | 29.61   | 178.77  | 155.77  | 156.83  | 156.58  |
| <b>负债合计</b>    | 750.28  | 880.04  | 727.86  | 817.21  | 889.19  |
| 少数股东权益         | 2.05    | 1.88    | 2.14    | 2.22    | 2.40    |
| 股本             | 75.56   | 75.56   | 100.74  | 100.74  | 100.74  |
| 资本公积           | 396.51  | 396.51  | 1192.48 | 1192.48 | 1192.48 |
| 留存收益           | 295.45  | 375.77  | 552.31  | 718.47  | 914.03  |
| 归属母公司股东权益      | 768.68  | 849.26  | 1846.64 | 2012.93 | 2208.50 |
| <b>负债和股东权益</b> | 1521.00 | 1731.18 | 2576.64 | 2832.36 | 3100.10 |

| 现金流量表          |         |         |         |        |        |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 单位:百万元         |         |         |         |        |        |
| 会计年度           | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 362.28  | 230.19  | 194.98  | 262.78 | 317.28 |
| 净利润            | 142.03  | 193.69  | 176.79  | 228.04 | 275.51 |
| 折旧摊销           | 63.70   | 58.24   | 30.66   | 33.34  | 35.59  |
| 财务费用           | -0.43   | 4.95    | -8.03   | -22.76 | -33.44 |
| 投资损失           | -1.81   | -1.36   | -1.59   | -1.47  | -1.53  |
| 营运资金变动         | 146.45  | -54.40  | -9.56   | 16.22  | 31.64  |
| 其他经营现金流        | 12.35   | 29.07   | 6.70    | 9.41   | 9.50   |
| <b>投资活动现金流</b> | -201.20 | -102.14 | -646.44 | 15.22  | -8.30  |
| 资本支出           | 125.80  | 320.34  | -8.66   | 45.97  | 63.23  |
| 长期投资           | 4.50    | 0.00    | 2.16    | -0.72  | -0.24  |
| 其他投资现金流        | -70.90  | 218.20  | -652.93 | 60.48  | 54.69  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 58.04   | -309.31 | 742.78  | -32.12 | -38.85 |
| 短期借款           | 180.16  | -210.20 | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 长期借款           | 0.00    | 92.26   | -92.26  | 0.00   | 0.00   |
| 普通股增加          | 0.00    | 0.00    | 25.19   | 0.00   | 0.00   |
| 资本公积增加         | 0.00    | 0.00    | 795.97  | 0.00   | 0.00   |
| 其他筹资现金流        | -122.12 | -191.37 | 13.89   | -32.12 | -38.85 |
| 现金净增加额         | 219.06  | -181.34 | 291.33  | 245.89 | 270.14 |

| 利润表             |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元          |         |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| <b>营业收入</b>     | 2420.69 | 2892.24 | 2543.03 | 3147.57 | 3495.33 |
| 营业成本            | 1341.82 | 1641.56 | 1433.06 | 1743.99 | 1885.70 |
| 营业税金及附加         | 15.53   | 13.17   | 14.32   | 10.07   | 15.59   |
| 营业费用            | 693.28  | 783.92  | 703.15  | 900.21  | 1013.65 |
| 管理费用            | 169.23  | 184.42  | 162.15  | 202.07  | 244.67  |
| 研发费用            | 10.09   | 13.30   | 13.30   | 13.30   | 13.30   |
| 财务费用            | -0.43   | 4.95    | -8.03   | -22.76  | -33.44  |
| 资产减值损失          | -8.88   | -2.34   | -4.33   | -5.19   | -3.95   |
| 公允价值变动收益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益           | 1.81    | 1.36    | 1.59    | 1.47    | 1.53    |
| <b>营业利润</b>     | 204.69  | 266.41  | 238.15  | 313.44  | 368.31  |
| 营业外收入           | 3.56    | 4.61    | 3.96    | 4.04    | 4.20    |
| 营业外支出           | 4.90    | 5.60    | 4.80    | 5.10    | 5.16    |
| <b>利润总额</b>     | 203.35  | 265.42  | 237.30  | 312.38  | 367.35  |
| 所得税             | 61.32   | 71.74   | 60.51   | 84.34   | 91.84   |
| <b>净利润</b>      | 142.03  | 193.69  | 176.79  | 228.04  | 275.51  |
| 少数股东损益          | -0.07   | 0.03    | 0.25    | 0.09    | 0.18    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 142.10  | 193.66  | 176.54  | 227.95  | 275.34  |
| EBITDA          | 267.96  | 329.59  | 260.79  | 324.02  | 370.46  |
| EPS (元)         | 1.88    | 2.56    | 1.75    | 2.26    | 2.73    |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2020A  | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 营业收入(%)         | -3.44  | 19.48 | -12.07 | 23.77 | 11.05 |
| 营业利润(%)         | -5.74  | 30.15 | -10.61 | 31.61 | 17.51 |
| 归属母公司净利润(%)     | -12.90 | 36.28 | -8.84  | 29.12 | 20.79 |
| <b>获利能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 毛利率(%)          | 44.57  | 43.24 | 43.65  | 44.59 | 46.05 |
| 净利率(%)          | 5.87   | 6.70  | 6.94   | 7.24  | 7.88  |
| ROE(%)          | 18.49  | 22.80 | 9.56   | 11.32 | 12.47 |
| ROIC(%)         | 36.08  | 26.40 | 24.03  | 30.17 | 36.26 |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 资产负债率(%)        | 49.33  | 50.83 | 28.25  | 28.85 | 28.68 |
| 净负债比率(%)        | 28.02  | 17.50 | 9.33   | 9.14  | 9.24  |
| 流动比率            | 1.43   | 1.15  | 2.75   | 2.72  | 2.75  |
| 速动比率            | 1.06   | 0.64  | 2.26   | 2.21  | 2.25  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |        |       |       |
| 总资产周转率          | 1.78   | 1.78  | 1.18   | 1.16  | 1.18  |
| 应收账款周转率         | 32.45  | 55.99 | 63.87  | 75.50 | 71.82 |
| 应付账款周转率         | 10.68  | 9.47  | 7.71   | 10.05 | 9.07  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.41   | 1.92  | 1.75   | 2.26  | 2.73  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 3.60   | 2.28  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.63   | 8.43  | 18.33  | 19.98 | 21.92 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |        |       |       |
| P/E             | 29.71  | 21.80 | 23.91  | 18.52 | 15.33 |
| P/B             | 5.49   | 4.97  | 2.29   | 2.10  | 1.91  |
| EV/EBITDA       | 15.17  | 12.33 | 15.59  | 12.55 | 10.97 |

## 投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上    |            |                                |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                 | 上海                                    |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000                         | 邮编: 200135                            |
| 传真: (0551) 62207952                | 传真: (021) 68869125                    |
|                                    | 电话: (021) 51097188                    |