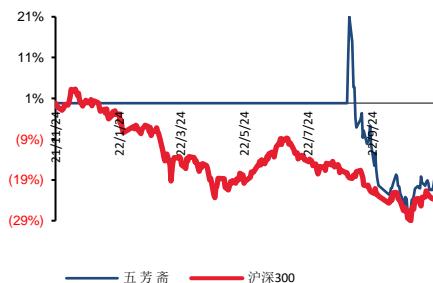




食品饮料 食品加工

## 五芳斋: 中华老字号, 守正创新谋未来

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(百万股)	101/25
总市值/流通(百万元)	4,008/1,002
12 个月最高/最低(元)	59.80/36.20

相关研究报告:

证券分析师: 李鑫鑫

电话: 021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519100001

证券分析师: 李梦鹏

电话: 15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190121050001

粽子占据龙头地位, 华东市场为主, 全渠道战略布局。分产品来看, 公司已形成了以粽子为主导, 包含月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品的产品矩阵。其中粽子系列收入是公司最主要的收入来源, 全国市场占有率为 25%, 历年毛利率较稳定, 在 44%-47% 间波动, 龙头地位稳固。分地区来看, 公司共有 478 家门店, 覆盖嘉兴、杭州、上海、武汉等华东、华中地区的主要城市。公司由嘉兴起家, 在华东市场多年深耕, 华东市场成为公司的根据地市场, 收入占比常年在 50% 以上。华北市场为公司新开拓的市场, 近年约贡献 10% 的营收, 成为公司收入来源第二大地区。同时, 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。

中华老字号, 全渠道覆盖, 打通上下游加强供应链能力。五芳斋是中华老字号品牌, 创始于 1921 年, 已有 101 年历史, 在全国范围内具备品牌力。粽子制作方法源于百年传承的传统工艺, “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。同时, 公司积极实现品牌年轻化, 通过打造创意营销内容, 利用跨界等方式突破圈层, 吸引更多年轻群体。渠道能力方面, 公司全渠道覆盖, 2021 年电商, 普通经销, 零售, 商超分别收入占比 30%, 25%, 18%, 10%。此外, 公司打通上下游, 加强供应链把控能力, 在黑龙江宝清建立了五芳斋稻米基地、在江西靖安建立了野生箬叶(粽叶) 基地。

**长期展望:** 不断丰富产品矩阵, 加快布局全国市场, 预计利润率水平持续提升。产品端, 公司将推出粽子系列高端产品, 稳固粽子基本盘; 推出传统节令美食, 如月饼, 青团, 汤圆, 打造节令美食产品矩阵, 其中月饼今年实现增速 10%; 推出新中式烘焙产品: 如核桃酥, 绿豆糕等, 推动产品结构升级, 期待烘焙产品成为第二增长曲线。渠道端, 通过电商打造品牌和试水产品, 通过经销打通外埠市场线下渠道, 积极打破地域美食限制, 加速全国化发展步伐。产能端, 公司上市将加速产能扩张, 伴随公司募投项目达产, 公司将新增 1.2 亿只粽子产能, 产能增幅约达 27%。此外, 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、混沌), 随着公司自产率提升, 未来利润率有望继续提升。

**盈利预测与估值:** 受疫情影响, 公司今年需求端承压较大, 预计明年

低基数下可以实现较快增长。我们预计公司 2022-2024 年收入增速分别为-9.23%、26.25%、16.55%，归母净利润增速-8.02%、35.8%、18.03%。我们选取商业模式类似的广州酒家、巴比食品、元祖股份作为可比公司，我们给予目标价 48 元，对应 2023 年 20X，给予买入评级。

风险提示：疫情反复风险、食品安全风险、原材料价格波动风险、跨区域经营风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2892.24	2625.18	3314.20	3862.86
(+/-%)	19.48%	-9.23%	26.25%	16.55%
净利润(百万元)	193.66	178.13	241.90	285.50
(+/-%)	36.28%	-8.02%	35.80%	18.03%
摊薄每股收益(元)	1.92	1.77	2.40	2.83
市盈率(PE)	20.69	22.50	16.57	14.04

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： [kefu@tpyzq.com](mailto:kefu@tpyzq.com)

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：  
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。