

2023 年 06 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

江南粽子之王，老字号历久弥新

买入(维持)

—五芳斋（603237.SH）公司深度报告 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-06-29

当前股价（元）	30.31
总市值（亿元）	44
总股本（百万股）	144
流通股本（百万股）	35
52 周价格范围（元）	30.31-59.8
日均成交额（百万元）	106.62

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《五芳斋（603237）：粽子基本盘稳固，小店模型持续打磨》2023-05-25
- 2、《五芳斋（603237）：业绩短期承压，关注端午备货进度》2023-04-29
- 3、《五芳斋（603237）：小店模型打磨中，粽+战略持续推进》2023-03-16

■ 江南粽子之王，深耕粽子百余年

总部位于浙江嘉兴的公司，成立于 1921 年，深耕粽子百余年，是全国首批“中华老字号”企业。其营收/归母净利润由 2018 年 24.23/0.97 亿元增至 2022 年 24.62/1.37 亿元，4 年 CAGR 为 0.4%/9%。2023Q1 营收/归母净利润为 2.16/-0.64 亿元，同比-29%/-101%。

■ 粽子竞争格局稳定，月饼发展空间大

粽子行业规模预计从 2015 年 49.16 亿元增至 2024 年 102.91 亿元，9 年 CAGR 为 9%。竞争格局稳定，五芳斋为龙头，2021 年线上粽子市场 CR5 达 47%，五芳斋市场份额为 37%；2019 年端午期间商超渠道 CR3 超 65%，五芳斋占比 30%。月饼行业规模预计由 2015 年 131.8 亿元增至 2024 年 263.2 亿元，9 年 CAGR 为 8%。行业集中度亟待提升，线下/线上渠道 CR3 为 47%/48%，CR5 为 61%/62%，五芳斋市场份额为 9%/9%，稳居前三。

■ 粽子龙头仍具成长性，多点布局构筑核心壁垒

品牌端：荣获“中华老字号”、“中国驰名商标”，在中华老字号品牌 TOP100 榜单中高居第六位、食品饮料类第一位。**产品端：粽类：**1) 营收由 2018 年 15.02 亿元增至 2022 年 17.47 亿元，4 年 CAGR 为 4%，销售占比增至 71%。2) 销量由 2018 年 5.03 万吨增至 2021 年 5.51 万吨，3 年 CAGR 为 3%；吨价由 2018 年 2.99 万元/吨增至 2022 年 3.68 万元/吨，4 年 CAGR 为 5%。**粽+战略：**1) 2022 年月饼/餐食系列/蛋制品、糕点及其他营收 2.39/1.41/2.67 亿元，同比+9%/-44%/-0.3%，销售占比 10%/6%/11%。2) 月饼销量/吨价 2022 年增至 0.32 万吨/7.56 万元/吨，4 年 CAGR 为 7%/4%。3) 构建日销品类群，烘焙类打造第二品牌“嘉湖细点”，主打中式糕点，速冻类拓展饭团、江南湿点等日销品类。糕点销量 2018-2020 年 CAGR 为 16%。**渠道端：**1) 2022 年连锁门店/电子商务/商超/经销/其他渠道营收 2.88/8.21/3.11/8.20/1.56 亿元，同比-41%/-4%/+9%/-18%/+20%，销售占比 12%/34%/13%/34%/7%。2) 连锁门店：截至 2022 年末，共开设 138 家直营店以及 31 家合作经营店，当前积极推进零售+轻餐饮小型社区门店。3) 电商：逐步开拓小红书、有赞等新兴电商平台。4) 商超：2020 年前五大客户是大润发、麦德龙、沃尔玛、苏果超市及家乐福，占商超渠道营收超半壁江山。5) 经销：经销商超 700 家，70%来自华东。**区域扩张：**华东为核心区域，2022 年营收 11.66 亿元，占比 47%，其他区域增速较快。**产能端：**粽子产量 2022 年为 3.53 万吨，同减 13%；IPO

募投项目达产后预计新增粽子 1.2 亿只、烘焙类食品 4,350 万只、速冻类食品 1,304 万袋。**成本端：**原材料成本 2022 年占比 74%，其中猪肉/包装物占比 31%/39%，上游议价能力强；建设数字产业智慧园，实现供应链提质增效。

■ 盈利预测

我们看好五芳斋粽子龙头地位，逐步打造粽+产品矩阵，培育第二增长曲线。公司具备百年品牌优势，在产品研发、渠道建设、供应链布局等方面形成核心竞争力，粽子主业根基稳固，未来通过构造烘焙、速冻日销品类群，加强新渠道及外围区域开拓，打开中长期成长空间，募投项目投产有望支撑公司长远发展。根据业绩指引及最新股本，我们略调整 2023-2025 年 EPS 为 1.63/2.06/2.59 元（前值分别为 2.45/3.30/4.37 元），当前股价对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、原材料上涨风险、市场竞争加剧风险、销售季节性波动风险、粽+战略推进不及预期风险、募投项目进展不及预期风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	2,462	3,057	3,714	4,414
增长率（%）	-14.9%	24.2%	21.5%	18.9%
归母净利润（百万元）	137	235	296	373
增长率（%）	-29.0%	70.6%	26.2%	26.0%
摊薄每股收益（元）	1.36	1.63	2.06	2.59
ROE（%）	8.2%	13.2%	15.5%	17.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、五芳斋：百年中华老字号，江南粽子之王	7
1.1、深耕粽子百余年，持续焕发新活力	7
1.2、股权结构集中，团队积极性充分	8
1.3、业绩短期承压，有望逐步修复	10
2、粽子格局稳定，月饼发展空间大	12
2.1、粽子行业：持续稳定扩容，龙头格局稳定	12
2.2、月饼行业：规模稳步增长，集中度亟待提升	14
3、粽子龙头仍具成长性，多点布局构筑核心壁垒	17
3.1、品牌端：百年品牌沉淀，创新营销注入新活力	17
3.2、产品端：粽类仍具成长空间，培育非粽类新增长级	19
3.3、渠道端：全渠道布局清晰，打造新型连锁模式	30
3.4、区域扩张：华东为核心区域，全国化加速推进中	36
3.5、产能端：募投扩张产能，突破产能瓶颈	37
3.6、成本端：控本能力强，供应链提质增效	39
4、盈利预测与评级	41
5、风险提示	42

图表目录

图表 1：五芳斋 1921 年成立，2022 年于上交所上市	8
图表 2：厉建平、厉昊嘉为五芳斋实际控制人	8
图表 3：五芳斋核心管理层履历一览	9
图表 4：五芳斋 2023 年限制性股票激励计划及授予结果一览	10
图表 5：五芳斋 2023 年限制性股票激励计划授予对象一览	10
图表 6：五芳斋 2023Q1 营收 2.16 亿元，同减 28.74%	11
图表 7：五芳斋 2023Q1 归母净利润-0.64 亿元，同减 100.57%	11
图表 8：2023Q1 五芳斋毛利率/净利率为 34.67%/-30.00%	11
图表 9：2023Q1 五芳斋销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率为 47%/20%/-0.4%/2%	11
图表 10：2023Q1 五芳斋 ROE 为-3.95%	12
图表 11：五芳斋 ROE 由 2018 年 14.88% 下降至 2022 年 8.19%	12
图表 12：我国粽子市场规模由 2015 年 49.16 亿元增至 2019 年 73.37 亿元，4 年 CAGR 为 11%	12
图表 13：我国粽子行业需求量由 2016 年 24.7 万吨增至 2020 年 37.7 万吨，4 年 CAGR 为 11%	12
图表 14：中国礼物经济用户中选择给亲友赠送最多的礼物是月饼、粽子等节日礼品	13
图表 15：消费者偏好的馅料前五名分别是鲜肉粽、蛋黄肉粽、蜜枣粽、豆沙粽以及红豆粽	13
图表 16：2021 年五芳斋的线上粽子市场份额为 37%	13
图表 17：2019 年端午节期间，五芳斋销售额在商超渠道占比位居第一	13

图表 18: 五芳斋在行业中市占率处于领先地位	14
图表 19: 我国月饼市场规模由 2015 年 131.8 亿元增至 2019 年 196.7 亿元, 4 年 CAGR 为 11%	14
图表 20: 我国月饼产量由 2015 年 32.8 万吨增至 2019 年 36.4 万吨, 4 年 CAGR 为 3%	14
图表 21: 超半数消费者购买月饼是用于亲友送礼	15
图表 22: 广式月饼最受消费者青睐, 偏好的消费者占比超五成	15
图表 23: 偏好新式月饼的消费者占比近 40%	15
图表 24: 我国月饼九大派系一览	16
图表 25: 五芳斋月饼线下销售额占比为 8.6%	16
图表 26: 五芳斋月饼线上销售额占比为 9.3%	16
图表 27: 月饼线下和线上渠道 CR3 分别为 46.8%、47.7%, CR5 分别为 60.8%、61.7%	17
图表 28: 五芳斋以 96.3 的金榜指数荣登 2020 年端午节粽子品牌排行榜榜首	17
图表 29: 五芳斋以 98.9 的金榜指数荣登 2021 年端午节粽子品牌排行榜榜首	17
图表 30: 五芳斋主要荣誉一览	18
图表 31: 五芳斋与五菱中秋跨界合作	18
图表 32: 五芳斋首创元宇宙虚拟人物“五糯糯”	18
图表 33: 五芳斋发布《招待所》等趣味影视广告	19
图表 34: 五芳斋粽子分为新鲜粽、速冻粽、真空粽、礼盒粽	20
图表 35: 五芳斋粽子营收由 2018 年 15.02 亿元增至 2022 年 17.47 亿元, 4 年 CAGR 为 4%	20
图表 36: 五芳斋粽子销量由 2018 年 5.03 万吨增至 2021 年 5.51 万吨, 3 年 CAGR 为 3%	21
图表 37: 五芳斋推出水果口味的五芳冰粽	21
图表 38: 五芳斋礼盒装粽子系列产品一览	21
图表 39: 五芳斋粽子吨价由 2018 年 2.99 万元/吨增至 2022 年 3.68 万元/吨, 4 年 CAGR 为 5%	22
图表 40: 五芳斋 2022 年粽子毛利率为 41.3%, 同增 2.02pct	22
图表 41: 五芳斋在黑龙江宝清、五常等优质稻米产地建立优质水稻基地	23
图表 42: 五芳斋在国家级环保示范县-江西靖安建立高山箬叶基地	23
图表 43: 五芳斋粽子生产工艺流程一览	23
图表 44: 五芳斋粽子生产线从粽叶清洗到真空灭菌等工序均已实现自动化	23
图表 45: 五芳斋主要核心技术一览	24
图表 46: 五芳斋研发中心架构一览	25
图表 47: 五芳斋研发支出由 2018 年 0.07 亿元增至 2022 年 0.15 亿元, 4 年 CAGR 为 21%	25
图表 48: 五芳斋正在研发的主要项目一览	25
图表 49: 五芳斋研发中心升级改造项目一览	26
图表 50: 2022 年月饼/餐食系列/蛋制品、糕点及其他营收 2.39/1.41/2.67 亿元	26
图表 51: 2022 年月饼/餐食系列/蛋制品、糕点及其他占营收比例为 9.69%/5.74%/10.86%	26
图表 52: 五芳斋主打“四层流心糯月饼”, 实现差异化竞争	27
图表 53: 五芳斋月饼销量由 2018 年 0.24 万吨增至 2022 年 0.32 万吨, 4 年 CAGR 为 7%	27

图表 54: 五芳斋月饼吨价由 2018 年 6.49 万元/吨增至 2022 年 7.56 万元/吨, 4 年 CAGR 为 4%	27
图表 55: 五芳斋月饼毛利率 2022 年为 24.1%, 同增 0.15pct	27
图表 56: 五芳斋月饼系列产品一览	28
图表 57: 五芳斋蛋制品销量 2018-2020 年 CAGR 为 3%.	29
图表 58: 五芳斋糕点销量 2018-2020 年 CAGR 为 16%.	29
图表 59: 五芳斋蛋制品/糕点均价 2018-2020 年 CAGR 为 0.6%/-0.4%.	29
图表 60: 五芳斋围绕二十四节气打造全品类产品结构, 构建日销品类群	30
图表 61: 2022 年连锁门店/电子商务/商超/经销/其他渠道营收 2.88/8.21/3.11/8.20/1.56 亿元 . . .	31
图表 62: 2022 年连锁门店/电子商务/商超/经销/其他渠道占营收比例为 12%/34%/13%/34%/7%	31
图表 63: 五芳斋销售模式一览	31
图表 64: 五芳斋已建立覆盖全国商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络	31
图表 65: 截至 2022 年末, 五芳斋共开设 138 家直营店以及 31 家合作经营店	32
图表 66: 五芳斋打造“中华节令食品+伴手礼”的新型连锁模式	32
图表 67: 五芳斋连锁门店提供标准化中式快餐服务	32
图表 68: 五芳斋对京东电商平台的销售额由 2018 年 1.21 亿元增至 2020 年 2.31 亿元	33
图表 69: 五芳斋在天猫、京东开设“五芳斋”直营店	33
图表 70: 五芳斋前五大直营商超客户销售额由 2018 年 1.73 亿元增至 2020 年 1.90 亿元	33
图表 71: 五芳斋在国内的商超客户包括麦德龙、大润发等连锁大卖场	33
图表 72: 五芳斋经销模式的具体类型一览	34
图表 73: 五芳斋对巴比食品的销售额由 2018 年 0.19 亿元增至 2020 年 0.2 亿元	34
图表 74: 2020 年末加盟店/经销店数量为 40/222 家.	34
图表 75: 截至 2022 年末, 五芳斋经销商数量为 707 家, 同增 6%.	35
图表 76: 五芳斋 70%经销商来自于华东区域.	35
图表 77: 五芳斋团购等其他渠道前五大客户一览	35
图表 78: 2022 年华东区域营收 11.66 亿元, 同减 17.13%.	36
图表 79: 华东为五芳斋核心区域, 2022 年营收占比为 47%.	36
图表 80: 华北/华中/华南/西南/西北/东北区域营收 2018-2022 年 CAGR 为 12%/3%/3%/8%/17%/7% . . .	37
图表 81: 五芳斋生产基地粽子产能情况一览	37
图表 82: 五芳斋粽子产量由 2018 年 4.24 万吨降至 2020 年 3.63 万吨	38
图表 83: 五芳斋二季度产量占全年比例最高	38
图表 84: 五芳斋销售旺季产能利用率超过 100%.	38
图表 85: 五芳斋通过委托外部供应商加工的方式保障粽子产能供应	38
图表 86: 五芳斋 IPO 募投项目一览	39
图表 87: 五芳斋原材料成本占总成本比重为 73.55%.	39
图表 88: 包装物和猪肉为主要原材料, 2020 年占比超 60%.	39
图表 89: 五芳斋主要原材料采购均价一览	40

图表 90：五芳斋猪肉采购均价基本随行就市	40
图表 91：五芳斋糯米采购均价略低于市场平均价格	40
图表 92：外协单位成本高于自产单位成本	40
图表 93：五芳斋粽子单位成本稳定在 1.9-2.2 万元/吨	41
图表 94：五芳斋月饼单位成本 2022 年为 5.74 万元/吨	41

1、五芳斋：百年中华老字号，江南粽子之王

1.1、深耕粽子百余年，持续焕发新活力

百年老字号五芳斋为国内粽子行业引领者。“五芳斋”始于 1921 年，是全国首批“中华老字号”企业，1998 年在浙江嘉兴正式成立股份有限公司。五芳斋以“糯米食品为核心的中华节令食品领导品牌”为战略目标，专注于以糯米食品为主导的食品研发、生产和销售，是国内粽子行业龙头企业和行业标准制定者，其粽子制作方法源于百年传承的传统工艺，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。

回顾五芳斋发展史，公司发展可分为以下阶段：

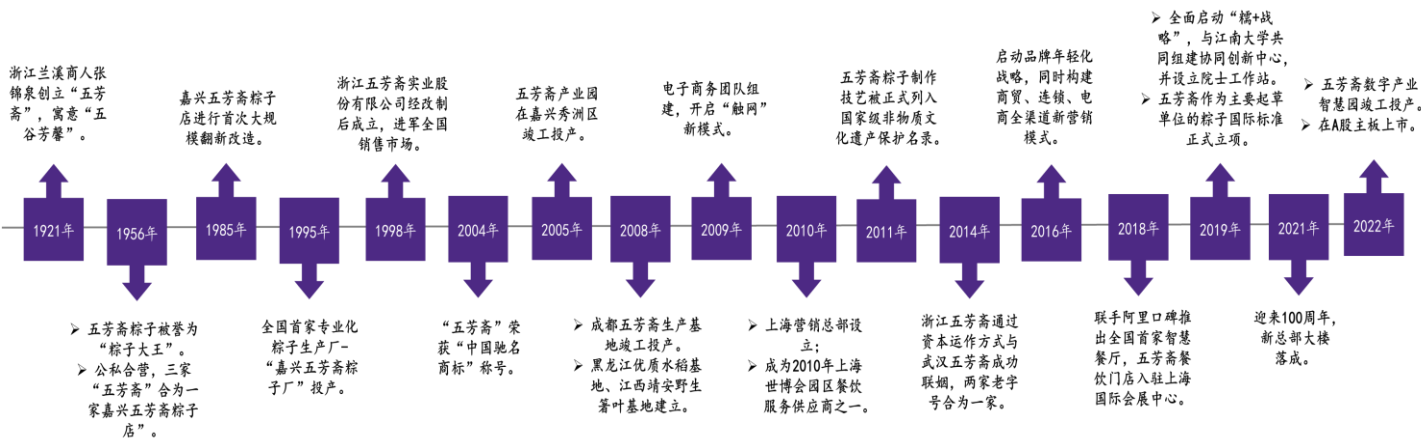
第一阶段（1921-1984 年）：品牌初创立，开启百年老字号历史篇章。1921 年，浙江兰溪商人张锦泉在嘉兴城内的张家弄叫卖粽子，取名为“五芳斋”，寓意“五谷芳馨”。二十世纪四十年代初，五芳斋粽子以“糯而不糊，肥而不腻、香糯可口、咸甜适中”的特色被誉为“粽子大王”。1956 年，“荣记”、“合记”、“庆记”三家“五芳斋”及“香味斋”四家合为一家“嘉兴五芳斋粽子店”。

第二阶段（1985-1997 年）：首家工厂投产，实现粽子专业化生产。1985 年，嘉兴五芳斋粽子店首次进行大规模翻新改造，并对制粽工艺进行梳理和规范，实现产能大幅提升。1995 年，嘉兴五芳斋粽子厂投产，成为全国首家专业化粽子生产厂，实现了粽子的工业化、标准化生产。

第三阶段（1998-2015 年）：开启全国化进程，成立上海营销总部。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”称号。2005 年，五芳斋产业园在嘉兴秀洲区竣工投产，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，公司在成都设立生产基地，开启全国化扩张进程，同时向产业链上下游延伸，建立黑龙江优质水稻基地及江西靖安野生箬叶基地，实现主原料的基地化生产。2010 年，公司在上海成立营销总部，并成为上海世博会园区餐饮服务供应商之一。

第四阶段（2015 年至今）：成功于上交所上市，老字号焕发创新活力。在 2009 年组建电子商务团队的基础上，2016 年公司启动品牌年轻化战略，进一步构建商贸、连锁、电商全渠道新营销模式。2018 年，联手阿里口碑推出全国首家智慧餐厅，餐饮门店入驻上海国际会展中心，并成为第五届世界互联网大会合作伙伴。2019 年，全面启动“糯+战略”，与江南大学共同组建协同创新中心，并设立院士工作站。2021 年，公司在成立一百周年之际成立新总部大楼。2022 年，数字产业智慧园竣工投产，同年公司成功在 A 股主板上市。

图表 1：五芳斋 1921 年成立，2022 年于上交所上市

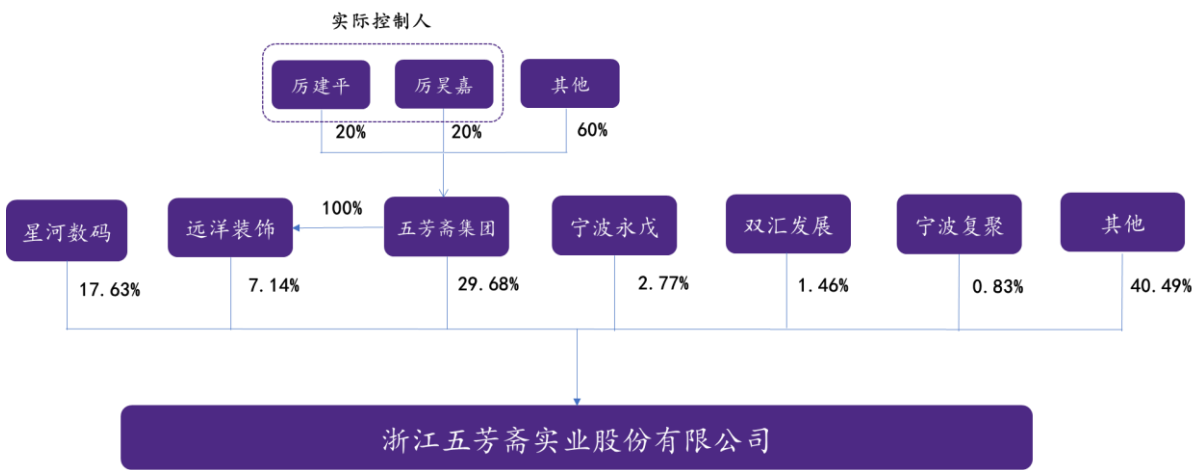


资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

1.2、股权结构集中，团队积极性充分

公司股权结构集中，厉建平、厉昊嘉为实际控制人。截止 2023Q1，五芳斋集团为公司控股股东，直接持股 29.68%，通过远洋装饰间接持股 7.14%。厉建平和厉昊嘉父子二人合计持有五芳斋集团 40%的股份，且持有五芳斋集团 29%股份的四名主要股东在股东大会表决时与厉建平、厉昊嘉保持一致，因此二人实际能控制五芳斋集团 69%股份所对应的表决权，并通过五芳斋集团及远洋装饰间接持有公司 36.82%的股份，为公司实际控制人。

图表 2：厉建平、厉昊嘉为五芳斋实际控制人



资料来源：wind，华鑫证券研究

核心管理层稳定，行业经验丰富。公司核心管理层大部分长期任职，担任过公司主要的销售及管理职位，对公司的经营发展熟悉。此外，核心管理层在行业深耕多年，具备丰富的行业实操经验及深入的行业见解，如总经理马建忠曾任公司市场部经理、全渠道营销中心总经理等，副总经理马冬达曾任五芳斋分公司经理及大区经理等，通过多年实操培育了较强的市场敏锐度，能帮助公司紧抓行业机遇实现快速发展。

图表 3：五芳斋核心管理层履历一览

姓名	职务	任职日期	年龄	学历	简介
厉建平	董事长, 董事	1995 年 12 月	67	专科	曾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; 现任五芳斋集团董事长。
魏荣明	副董事长, 董事	1993 年 2 月	61	专科	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 , 五芳斋集团副董事长, 现任五芳斋副董事长。
马建忠	总经理, 董事	1997 年 7 月	46	硕士	曾任 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, 五芳斋监事、副总经理兼全渠道营销中心总经理 。现任五芳斋总经理兼董事。
马冬达	副总经理	2010 年 1 月	47	硕士	曾任杭州五丰联合食品有限公司分公司业务员、业务主管、经理助理, 杭州佑康食品有限公司分公司经理, 五芳斋嘉兴分公司经理、绍兴分公司经理、销售管理部经理、武汉大区经理, 五芳斋物流中心经理、全渠道营销中心总经理 。现任五芳斋副总经理。
徐炜	副总经理	1999 年 2 月	50	硕士	曾任浙江上海华联大厦股份有限公司部门经理助理、柜组长, 五芳斋办公室秘书、副主任、主任、运营管控部总经理、品牌总监 , 五芳斋集团办公室副主任、运营管控部总经理、总裁秘书。现任五芳斋副总经理。
沈燕萍	副总经理	2004 年 12 月	47	专科	曾任嘉兴大酒店服务员、主管、副经理, 五芳斋总店店长助理、销管部培训专员、总店店长、连锁专卖部总经理助理、连锁专卖部营运总经理、连锁事业部总经理助理、连锁事业部总经理, 五芳斋监事、总经理助理、全渠道营销中心副总经理 。现任五芳斋副总经理。
陈传亮	财务总监	2015 年 12 月	41	硕士	曾任海南月亮湾高尔夫球会会计, 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 。现任五芳斋财务总监。
于莹茜	董事会秘书	2019 年 5 月	37	本科	曾就职于富邦华一银行、诺亚正行基金销售有限公司。现任五芳斋董事会秘书。
黄锦阳	人力资源总监	2007 年 7 月	40	硕士	曾任 五芳斋人事主管、绩效主管、人力资源部经理助理、组织发展经理等职务 , 嘉兴悦康妇产医院人力资源部经理, 五芳斋人力资源部经理、人力资源总监助理 。现任五芳斋人力资源总监。
厉昊嘉	总审计师	2018 年 2 月	38	硕士	曾任法国尼克夏会计事务所高级审计师, 中国工商银行巴黎分行会计、银行报表主管, 法国安永会计师事务所审计部经理, 新加坡上实环境控股有限公司国际业务发展经理, 五芳斋董事会秘书、董事 。现任五芳斋总审计师。

资料来源: wind, 华鑫证券研究

股权激励深度绑定管理层，团队积极性充分。2023 年 2 月 6 日，公司发布《关于向公司 2023 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》，授予董事、中高级管理人员以及核心技术（业务）骨干（不包括独立董事、监事）共计 80 名激励对象 200 万股限制性股票，占公告日股本总额 1.99%，授予价格为每股 21.72 元。此次激励计划授予的限制性股票分三期解除限售，考核期为 2023-2025 年，要求：1) **第一个解除限售期**：以 2022 年为基数，2023 年营收/扣非净利润不低于 29.79/1.35 亿元，增长率不低于 21%/18%。2) **第二个解除限售期**：以 2022 年为基数，2024 年营收/扣非净利润不低于 34.47/1.58 亿元，增长率不低于 40%/39%，或 2023-2024 年两年累计营收/扣非净利润不低于 64.50/2.94 亿元，较 2022 年增长率不低于 162%/158%。3) **第三个解除限售期**：以 2022 年为基数，2025 年营收/扣非净利润不低于 39.64/1.86 亿元，增长率不低于 61%/63%；或 2023-2025 年三年累计营收/扣非净利润不低于 104.14/4.81 亿元，较 2022 年增长率不低于

323%/322%。此次股权激励计划覆盖范围较广，有利于深度绑定管理层及公司利益，激发团队积极性，推动公司长期稳健发展。

图表 4：五芳斋 2023 年限制性股票激励计划及授予结果一览

限制性股票激励计划授予日	激励工具	授予对象	授予股票数量	授予价格	解除限售条件	解除限售比例
2023 年 2 月 6 日	限制性股票	董事、中高级管理人员以及核心技术（业务）骨干（不包括独立董事、监事）共计 80 人	200 万股	21.72 元/股	以 2022 年为基数，2023 年营收/扣非净利润不低于 29.79/1.35 亿元，增长率不低于 21%/18%。	40%
					满足下列两个条件之一：1) 以 2022 年为基数，2024 年营收/扣非净利润不低于 34.47/1.58 亿元，增长率不低于 40%/39%；2) 以 2022 年为基数，2023-2024 年两年累计营收/扣非净利润不低于 64.50/2.94 亿元，较 2022 年增长率不低于 162%/158%。	30%
					满足下列两个条件之一：1) 以 2022 年为基数，2025 年营收/扣非净利润不低于 39.64/1.86 亿元，增长率不低于 61%/63%；2) 以 2022 年为基数，2023-2025 年三年累计营收/扣非净利润不低于 104.14/4.81 亿元，较 2022 年增长率不低于 323%/322%。	30%

资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 5：五芳斋 2023 年限制性股票激励计划授予对象一览

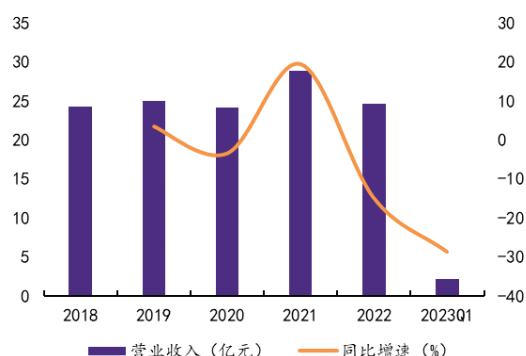
序号	姓名	职务	授予额度（万份）	占授予总量比例	占总股本比例
1	马建忠	董事、总经理	29.59	14.80%	0.29%
2	马冬达	副总经理	10.5	5.25%	0.10%
3	徐炜	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
4	沈燕萍	副总经理	6.68	3.34%	0.07%
5	陈传亮	董事、财务总监	6.21	3.11%	0.06%
6	于莹茜	董事会秘书	6.21	3.11%	0.06%
7	黄锦阳	人力资源总监	5.73	2.87%	0.06%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干（合计 73 人）			128.4	64.20%	1.27%
合计共 80 人			200	100.00%	1.99%

资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

1.3、业绩短期承压，有望逐步修复

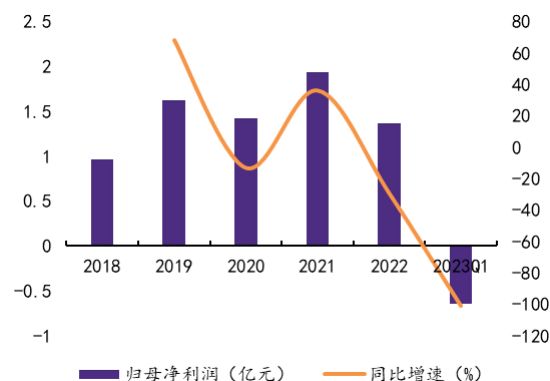
业绩短期承压，2023 年复苏可期。五芳斋营收从 2018 年 24.23 亿元增至 2022 年 24.62 亿元，4 年 CAGR 为 0.4%；归母净利润从 2018 年 0.97 亿元增至 2022 年 1.37 亿元，4 年 CAGR 为 9%。2022 年业绩承压主要系疫情影响导致门店闭店、物流受阻所致。2023Q1 营收、归母净利润分别为 2.16、-0.64 亿元，分别同比-28.74%、-100.57%，主要系端午节周期影响，经销商提货周期推迟致收入延迟确认所致。截至 2023Q1，合同负债为 4.13 亿元，环比+443%，经销商备货积极性高，蓄水池明显。展望 2023 年，伴随下游消费场景复苏，门店经营有望恢复，叠加端午节订单需求旺盛，全年业绩修复可期。

图表 6: 五芳斋 2023Q1 营收 2.16 亿元, 同减 28.74%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

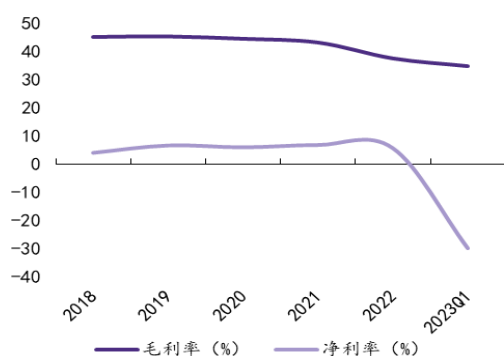
图表 7: 五芳斋 2023Q1 归母净利润-0.64 亿元, 同减 100.57%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

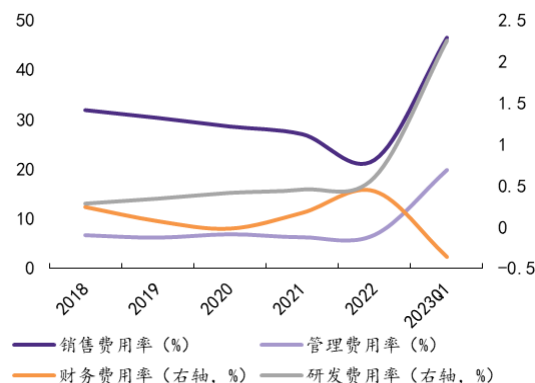
盈利能力短期承压, 有望逐步修复。五芳斋毛利率由 2018 年 45.24% 降至 2022 年 37.49%, 基本保持稳定。2023Q1 毛利率为 34.67%, 同减 5.7pct, 主要系营收下滑所致。费用端看, 2022 年销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率为 21.94%/6.87%/0.43%/0.61%, 同比-5.2/+0.5/+0.3/+0.2pct, 2023Q1 为 46.52%/19.89%/-0.36%/2.26%, 同比+10.0/+9.2/-2.4/+1.2pct。综合来看, 净利率由 2018 年 3.94% 增至 2022 年 5.58%, 主要系销售费用率逐年下降所致。2023Q1 净利率为-30.00%, 同减 19.5pct, 盈利能力短期承压。

图表 8: 2023Q1 五芳斋毛利率/净利率为 34.67%/-30.00%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

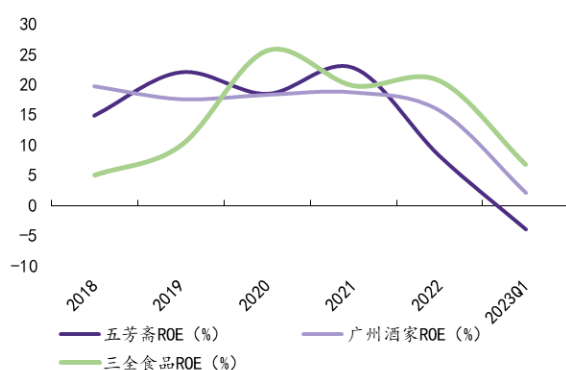
图表 9: 2023Q1 五芳斋销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率为 47%/20%/-0.4%/2%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

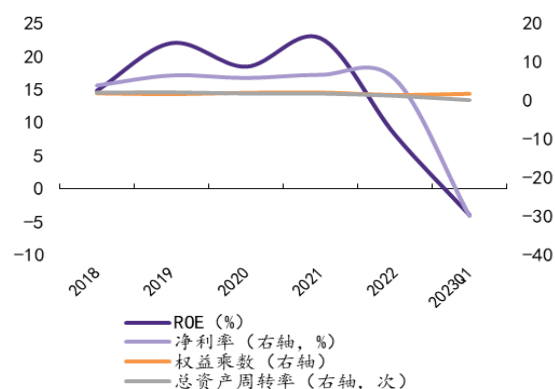
ROE 有所回落, 主要系净利率下降所致。五芳斋 ROE 由 2018 年 14.88% 下降至 2022 年 8.19%, 2022 年之前基本高于广州酒家, 2022 年同减 14.6pct, 主要系净利率下滑所致。2023Q1 五芳斋 ROE 为-3.95%, 主要系营收下滑致净利率短期承压所致。

图表 10：2023Q1 五芳斋 ROE 为-3.95%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 11：五芳斋 ROE 由 2018 年 14.88% 下降至 2022 年 8.19%



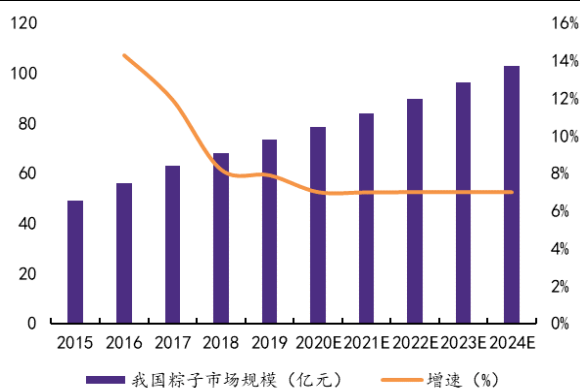
资料来源：wind，华鑫证券研究

2、粽子格局稳定，月饼发展空间大

2.1、粽子行业：持续稳定扩容，龙头格局稳定

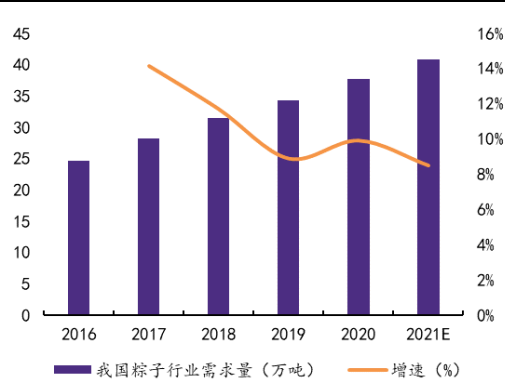
我国粽子行业规模保持稳定增长态势，需求量逐步提升。粽子又称“角黍”、“角粽”，是我国历史文化积淀最为深厚的传统美食之一。据五芳斋招股说明书，我国粽子市场规模由 2015 年 49.16 亿元增至 2019 年 73.37 亿元，4 年 CAGR 为 11%。预计 2024 年我国粽子市场规模增至 102.91 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 7%，有望保持良好增长态势。随着人们对中国传统文化日益重视，叠加粽子送礼及日常方便食品属性增强，粽子逐渐受到青睐。据华经产业研究院，我国粽子行业需求量由 2016 年 24.7 万吨增至 2020 年 37.7 万吨，4 年 CAGR 为 11%。

图表 12：我国粽子市场规模由 2015 年 49.16 亿元增至 2019 年 73.37 亿元，4 年 CAGR 为 11%



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

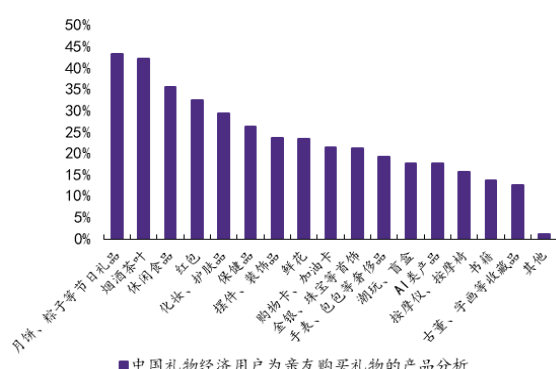
图表 13：我国粽子行业需求量由 2016 年 24.7 万吨增至 2020 年 37.7 万吨，4 年 CAGR 为 11%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

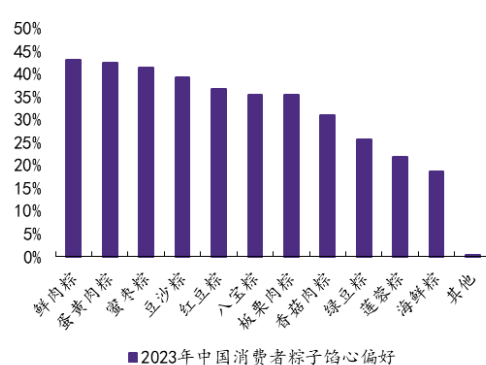
粽子礼品属性+日销属性增强驱动行业持续扩容。粽子不仅是传统节令食品，其礼品属性也受到越来越多的关注。据艾媒咨询，中国礼物经济用户中选择给亲友赠送最多的礼物是月饼、粽子等节日礼品（43.4%），其次为烟酒茶叶（42.2%）、休闲食品（35.5%）和红包（32.5%）等。同时，粽子由于其口味独特、品种多样，正越来越受消费者的喜爱，作为日常方便食品的属性逐渐增强。据艾媒咨询，消费者偏好的馅料前五名分别是鲜肉粽（43%）、蛋黄肉粽（42.4%）、蜜枣粽（41.3%）、豆沙粽（39.2%）以及红豆粽（39.2%）。

图表 14：中国礼物经济用户中选择给亲友赠送最多的礼物是月饼、粽子等节日礼品



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

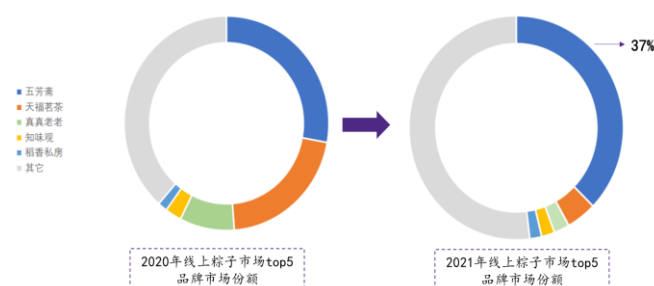
图表 15：消费者偏好的馅料前五名分别是鲜肉粽、蛋黄肉粽、蜜枣粽、豆沙粽以及红豆粽



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

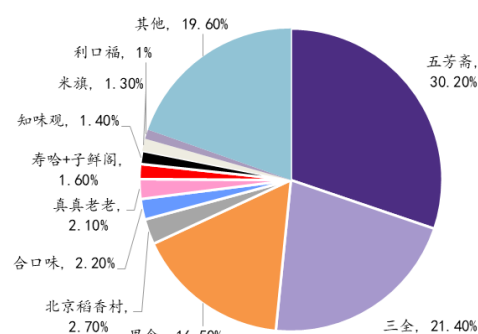
粽子行业竞争格局稳定，五芳斋为粽子龙头。线上渠道方面，据魔镜市场情报数据，2021 年线上粽子市场 CR5 达 47%，较 2020 年有所下降，在行业竞争加剧的情况下，五芳斋凭借品牌优势市占率仍然有所提升，其市场份额达 37%，销售额达 4.6 亿元，远超其它品牌。线下渠道方面，据五芳斋招股说明书，2019 年端午节期间，商超渠道粽子销售前三名品牌分别为五芳斋、三全食品 and 思念，销售金额在商超渠道占比分别为 30.2%、21.4%和 16.5%，前三名品牌销售金额占比合计超 65%，市场集中度较高。综合来看，粽子行业大型企业较少，以中小型企业为主，同时存在大量小规模作坊、连锁店铺等，当前五芳斋在行业中市占率处于领先地位。

图表 16：2021 年五芳斋的线上粽子市场份额为 37%



资料来源：魔镜市场情报公众号，华鑫证券研究

图表 17：2019 年端午节期间，五芳斋销售额在商超渠道占比位居第一

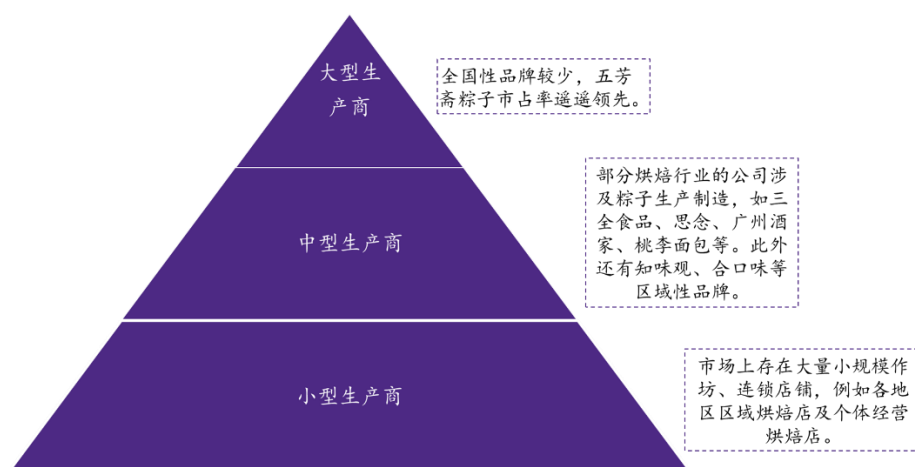


资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

13

图表 18：五芳斋在行业中市占率处于领先地位

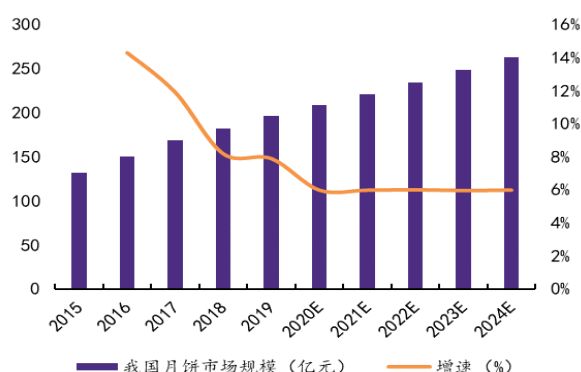


资料来源：华经产业研究院，华鑫研究整理

2.2、月饼行业：规模稳步增长，集中度亟待提升

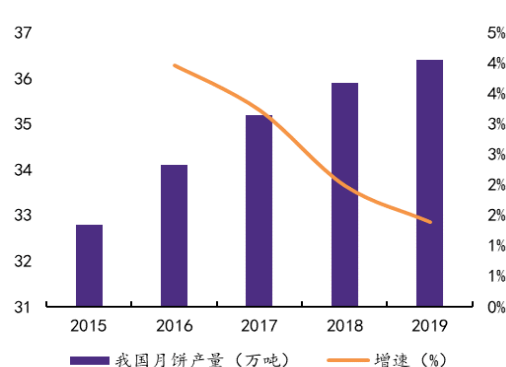
我国月饼行业规模稳步提升，供需均呈上升态势。月饼是中国传统糕点之一，具有礼品与节令食品双重属性。据五芳斋招股说明书，我国月饼市场规模由 2015 年 131.8 亿元增至 2019 年 196.7 亿元，4 年 CAGR 为 11%。随着国民对传统节日重视程度加深，中秋节月饼销售规模呈现稳步上升趋势。预计 2024 年我国月饼市场规模增至 263.2 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 6%，保持良好发展势头。供给端看，我国月饼产量稳定增长，由 2015 年 32.8 万吨增至 2019 年 36.4 万吨，4 年 CAGR 为 3%。需求端看，送礼成为月饼的主要消费场景，据艾媒咨询，超半数消费者购买月饼是用于亲友送礼，22.4%的消费者用于商务送礼。

图表 19：我国月饼市场规模由 2015 年 131.8 亿元增至 2019 年 196.7 亿元，4 年 CAGR 为 11%



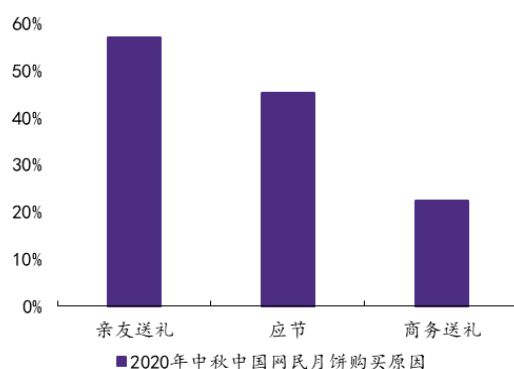
资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 20：我国月饼产量由 2015 年 32.8 万吨增至 2019 年 36.4 万吨，4 年 CAGR 为 3%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

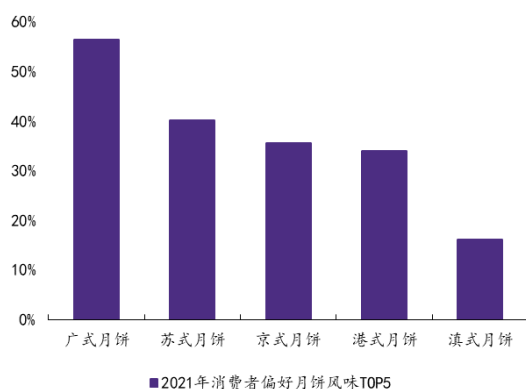
图表 21：超半数消费者购买月饼是用于亲友送礼



资料来源：艾媒咨询，华鑫研究整理

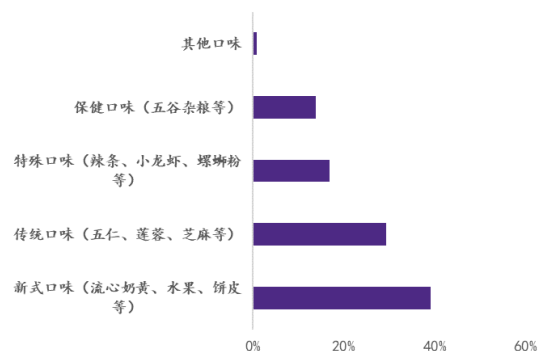
月饼派系众多，品类呈现多元化。月饼具有悠久的历史和文化底蕴，目前已形成广式、京式、苏式、潮式、滇式、晋式、琼式、台式、哈式九大派系。据艾媒咨询，广式月饼最受消费者青睐，偏好的消费者占比超五成，其次是苏式，占比 40%。此外，随着消费者需求日益个性化，糯月饼、冰皮月饼、迷你月饼、果蔬月饼、茶叶月饼、杂粮月饼等新式月饼的需求逐步提升。据前瞻产业研究院，新式月饼相比传统月饼更受消费者青睐，偏好的消费者占比近 40%，同时随着健康理念逐步深入人心，五谷杂粮月饼、糖醇月饼、益生菌月饼等融入健康因素的月饼产品逐渐发展。

图表 22：广式月饼最受消费者青睐，偏好的消费者占比超五成



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 23：偏好新式月饼的消费者占比近 40%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

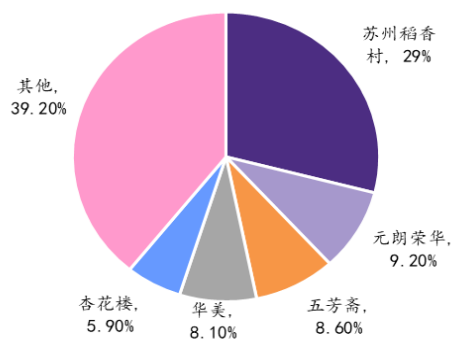
图表 24：我国月饼九大派系一览

种类	起源地	特点	代表
广式月饼	广东地区	皮薄松软、造型美观、图案精致、轻油重糖	广州酒家、莲香楼、杏花楼、元朗荣华、美心
苏式月饼	苏州一带长江流域	外皮酥软、内馅丰富、甜度高于其他类	五芳斋、五味和、功德林
滇式月饼	云南、贵州及周边地区	滇式火腿为馅料，独特的滇式火腿香味	吉庆祥、嘉华
京式月饼	京津冀地区	口感疏松、口味清甜，带有很浓的老北京特色	北京稻香村
潮式月饼	广东省东部、潮州一带	饼身较扁、饼皮洁白，常以酥糖为馅	佳宁娜、荣诚
晋式月饼	山西地区	配料以胡麻油、黄豆油、红糖、鸡蛋、红豆、红枣为主	双合成、跃味神
琼式月饼	海南地区	兼具广式月饼糖浆皮的“软”和苏式月饼油酥心的“酥”	琼珍、海境
台式月饼	台湾地区	酥而不腻，内馅以枣泥、莲蓉、豆沙、伍仁、椰子、可可等为主，清淡爽口	元祖食品
哈式月饼	哈尔滨地区	外形似浆皮，口感似酥皮	老鼎丰

资料来源：前瞻产业研究院，华经产业研究院，华鑫证券研究

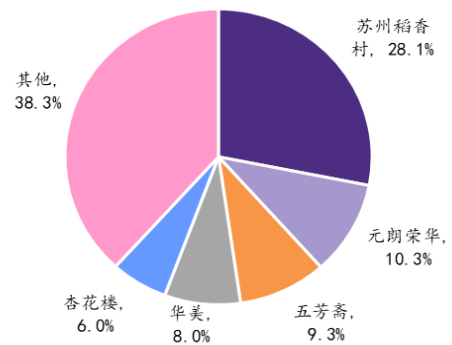
月饼行业集中度亟待提升，五芳斋稳居行业前三。据前瞻产业研究院，月饼线下和线上渠道 CR3 分别为 46.8%、47.7%，CR5 分别为 60.8%、61.7%，线下市场集中度高于线上。其中月饼线下和线上销售额第一的品牌均为苏州稻香村，其线下和线上市占率分别为 29%、28%。五芳斋月饼线下和线上销售额占比分别为 8.6%、9.3%，稳居行业前三，随着五芳斋月饼产品品牌认知度增强，市占率有望逐步提升，从而加速行业集中。

图表 25：五芳斋月饼线下销售额占比为 8.6%



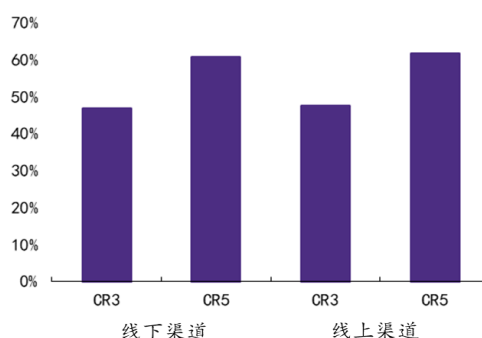
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 26：五芳斋月饼线上销售额占比为 9.3%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 27：月饼线下和线上渠道 CR3 分别为 46.8%、47.7%，CR5 分别为 60.8%、61.7%



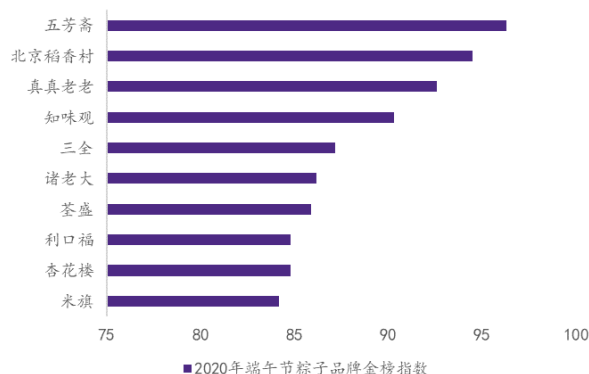
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

3、粽子龙头仍具成长性，多点布局构筑核心壁垒

3.1、品牌端：百年品牌沉淀，创新营销注入新活力

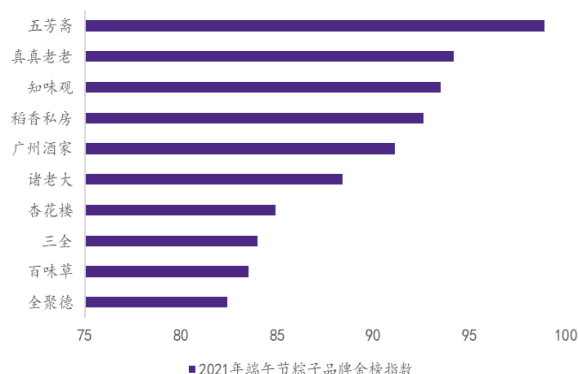
百年品牌沉淀，荣获多项殊荣。五芳斋品牌始于 1921 年，距今已有百年历史，其作为“中华老字号”品牌已深入人心。2018 年 9 月，五芳斋在中华老字号品牌 TOP100 榜单中高居第六位、食品餐饮类第一位。此外，根据艾媒咨询发布的端午节中国粽子品牌排行榜，五芳斋连续三年荣登端午节粽子品牌排行榜 TOP10 榜首，显示出较强的品牌认知度和美誉度。同时，公司积极树立良好的品牌形象，曾荣获“中华老字号”、“中国驰名商标”、“国家级非物质文化遗产”等多项国家级、省级荣誉。

图表 28：五芳斋以 96.3 的金榜指数荣登 2020 年端午节粽子品牌排行榜榜首



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 29：五芳斋以 98.9 的金榜指数荣登 2021 年端午节粽子品牌排行榜榜首



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

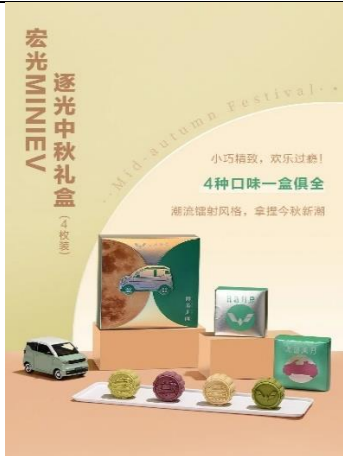
图表 30：五芳斋主要荣誉一览

序号	荣誉	年度	授予单位
1	中华老字号	1993	中华人民共和国国内贸易部/中华人民共和国商务部
2	原产地标记产品——嘉兴粽子（五芳斋）	2003	中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局
3	中国驰名商标	2004	中华人民共和国国家工商行政管理总局商标局
4	农业产业化国家重点龙头企业	2005	中华人民共和国农业部
5	浙江省十大特色农产品品牌	2006	浙江省工商行政管理局
6	国家级非物质文化遗产——五芳斋粽子制作技艺	2011	中华人民共和国国务院公布、中华人民共和国文化部颁发
7	全国主食加工业示范企业	2014	中华人民共和国农业部
8	浙江省绿色企业	2014	浙江省经济和信息化委员会、浙江省环境保护厅
9	餐饮业质量安全提升工程示范单位	2019	中国烹饪协会
10	2018 年度中国餐饮百强企业	2019	中国烹饪协会
11	中国改革开放 40 周年烘焙食品糖制品产业“杰出企业”	2019	中国烘焙食品糖制品工业协会
12	长三角名优食品——五芳斋粽子	2020	江苏省食品工业协会、安徽省食品行业协会、浙江省食品工业协会、上海市食品协会
13	金牌老字号	2020	浙江省老字号企业协会、浙江百年老字号研究院
14	2019 年度中国餐饮百强企业	2020	中国烹饪协会
15	浙江特色伴手礼——fang 粽满足礼	2020	浙江省消费者权益保护委员会、浙江省品牌建设联合会
16	浙江省优秀工业产品——盛世五芳礼盒	2020	浙江省优秀工业产品评选委员会

资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

年轻化营销+IP 联名，老字号品牌焕发新活力。五芳斋以跨界合作、影视内容创作以及虚拟 IP 打造等创新营销方式，逐步深入年轻消费群体，实现百年老字号的品牌重塑。**1) 推进破圈营销。**通过与五菱、拉面说、AKOKO、钟薛高、好欢螺、相宜本草、中街 1946、遇见小面等品牌进行跨界合作，同时紧抓年轻人兴趣及热点，与迪士尼、漫威等打造 IP 联名礼盒，持续提升品牌知名度。**2) 创作趣味广告等影视内容。**公司以年轻化方式创作《小青团的淘气日常》、《找呀找呀找朋友》、《朋友们‘蘸’起来》、《招待所》等趣味广告，加强品牌传播趣味性。**3) 打造元宇宙虚拟人物。**公司首创品牌虚拟 IP “五糯糯”，以江南女子形象，传承推广中华节令美食，实现与年轻消费者的交流互通，该 IP 成功荣获“元宇宙星光盛典最具影响力虚拟人”称号。

图表 31：五芳斋与五菱中秋跨界合作



资料来源：五芳斋公众号，华鑫证券研究

图表 32：五芳斋首创元宇宙虚拟人物“五糯糯”



资料来源：五芳斋公众号，华鑫证券研究

图表 33：五芳斋发布《招待所》等趣味影视广告



资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

3.2、产品端：粽类仍具成长空间，培育非粽类新增长级

3.2.1、粽类：主业根基稳固，量价齐升空间大

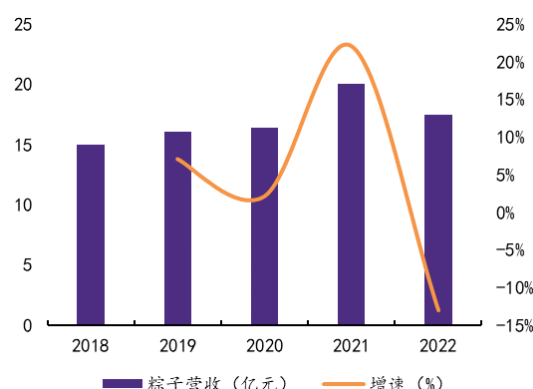
粽子为核心基本盘，营收稳定增长。目前五芳斋已形成以粽子为主导，集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体的产品群。其中粽子可分为新鲜粽、速冻粽、真空粽、礼盒粽，作为公司基本盘及护城河，其营收保持稳定增长，由 2018 年 15.02 亿元增至 2022 年 17.47 亿元，4 年 CAGR 为 4%，占营收比例提升至 70.97%。2022 年粽子营收下滑 13%，主要系疫情影响下端午节前期大量门店关闭营业、物流受阻所致。

图表 34：五芳斋粽子分为新鲜粽、速冻粽、真空粽、礼盒粽

类别	产品图示
新鲜粽	
速冻粽	
真空粽	
粽子礼盒	

资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

图表 35：五芳斋粽子营收由 2018 年 15.02 亿元增至 2022 年 17.47 亿元，4 年 CAGR 为 4%

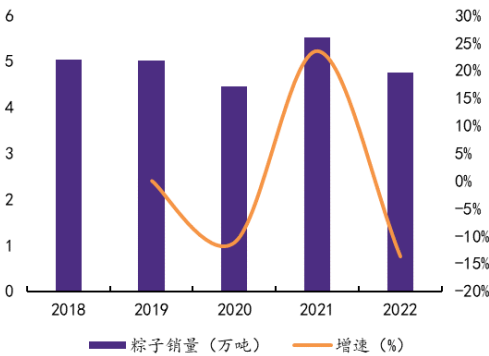


资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

量增：疫情放开后消费需求恢复，叠加持续拓新及第二品牌打造带动销量逐步提升。五芳斋粽子销量由 2018 年 5.03 万吨增至 2021 年 5.51 万吨，3 年 CAGR 为 3%。2022 年销量为 4.75 万吨，同减 13.8%，主要系疫情影响所致。伴随我国传统文化氛围日渐浓厚及大众消费需求逐步复苏，粽子作为端午节令性食品及送礼刚需品类，销量有较大提升空间。另一方面，公司围绕不同消费场景及人群在粽类产品上持续拓新，增强粽子的日销属性，为销量提升打开空间。为满足消费者健康养生需求，推出五芳轻养系列，精选沙棘、核桃、紫糯米等食材，开发燕麦芒果味沙棘粽、蜂蜜桂花白果粽等多款产品；针对下午茶场景，推出口感柔糯清凉的五芳冰粽，搭配榴莲、杨梅、芒果等水果口味将粽子变为甜品。同时对口味及规格进行创新，推出 50g 玲珑装“啊呜一口”小粽、1:1 爆料粽，以及剁椒腊肉粽、黑豉排骨粽、泡菜芝士五花肉粽、螺蛳粉粽等多种创新口味。此外，打造粽类第二品牌鸡

牌，通过多品牌矩阵，聚焦三力合一，打造规模化新爆品，提升盈利能力，持续夯实行业第一品牌地位。

图表 36：五芳斋粽子销量由 2018 年 5.03 万吨增至 2021 年 5.51 万吨，3 年 CAGR 为 3%



图表 37：五芳斋推出水果口味的五芳冰粽



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

资料来源：京东，华鑫证券研究

价增：高客单价礼盒装粽子占比逐步提升，带动粽类产品均价提高。当前送礼场景成为粽子的重要消费场景之一，五芳斋针对送礼需求推出覆盖不同价位的礼盒装粽子，包括高端传世臻粽系列、中高端文化风味系列、大众化的金牌系列及年轻化的 FANG 粽系列，预计礼盒装系列占粽子营收的比例过半。礼盒装占比提升有利于优化粽子产品结构，推动整体吨价及毛利率提升。根据五芳斋公告，公司粽子吨价由 2018 年 2.99 万元/吨增至 2022 年 3.68 万元/吨，4 年 CAGR 为 5%。2022 年粽子毛利率为 41.3%，同增 2.02pct，得益于粽子产品结构升级。

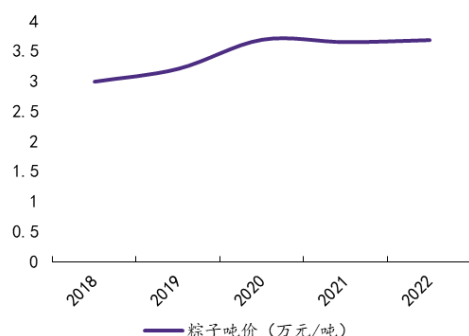
图表 38：五芳斋礼盒装粽子系列产品一览

礼盒装系列	主要产品	产品外观	价格 (元/盒)	粽子单价 (元/只)	产品口味	特点
传世臻粽系列	五芳黛蓝		499	33.27	鲍鱼干贝粽、牛肝菌黑猪肉粽、黑松露排骨粽	用于高端送礼，礼盒颜色选取黛蓝、杏红、竹青以彰显国风雅韵，甄选鲍鱼、黑松露、松茸、燕窝、比利时巧克力等高端食材，由非遗大师监制，定位百年传承。
	五芳百年		399	33.25	原汤火腿五花肉粽、松茸鸡肉粽、紫糯米栗心粽	
	五芳杏红		199	24.88	原汤蛋花五花肉粽、原汤南湖菱五花肉粽、大黄米巧克力粽	
	五芳竹青		199	22.11	原汤大肉粽、原汤北虫草鸡肉粽、紫糯陈皮豆沙粽	
文化风味系列	盛世五芳		458	25.44	鲍鱼五花肉粽、红烧五花肉粽、茶香莲蓉粽	用于亲朋好友送礼，礼盒口味多元，以肉粽、豆沙粽为主。
	五芳八肴		358	29.83	美味黑豉排骨粽、醇香狮子头粽、浓郁佛跳墙粽	

金牌系列	五芳九州		298	21.29	椒盐腊肉粽、烧肉粽、润香豆沙粽	性价比高，满足大众送礼需求，以肉粽、豆沙粽、蜜枣粽为主。
	五芳糕粽		139	9.93	五芳猪肉粽、蛋黄猪肉粽、定胜糕	
	丰年五芳		179	8.95	五芳大肉粽、蛋黄猪肉粽、栗子猪肉粽	
	韵味五芳		167	20.88	东坡肉粽、甜味赤豆粽、栗子猪肉粽、咸蛋、绿豆糕	
	经典五芳		149	12.42	五芳猪肉粽、蛋黄猪肉粽、香糯蜜枣粽	
FANG 粽系列	五芳轻养		139	13.9	蜂蜜桂花白果粽、阿胶芝麻核桃粽、姜汁桂圆红枣粽	针对年轻消费群体，礼盒外观采用潮流撞色，粽子口味独特新奇。
	FANG 粽·满足礼盒		99	16.5	-	
	FANG 粽·植选礼盒		60	10	咖喱植物肉粽、黑椒植物肉粽、香辣植物肉粽	
	FANG 粽·劲辣礼盒		-	-	-	
	五芳灵境礼盒		-	-	-	

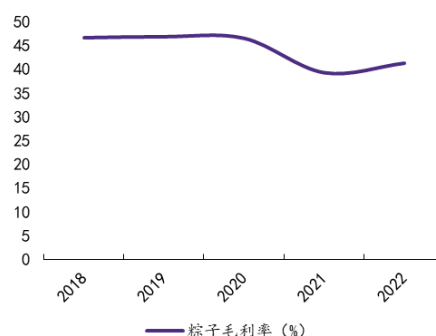
资料来源：五芳斋官网，京东，华鑫证券研究

图表 39：五芳斋粽子吨价由 2018 年 2.99 万元/吨增至 2022 年 3.68 万元/吨，4 年 CAGR 为 5%



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 40：五芳斋 2022 年粽子毛利率为 41.3%，同增 2.02pct



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

向产业链上游延伸，从源头保障产品品质。五芳斋粽子以“糯而不烂、肥而不腻、肉嫩味香、咸甜适中”为特点，为保证产品品质，公司对原材料产地、质量严格要求，并向产业链上游延伸布局生产基地，从源头保障品质。公司在黑龙江宝清、五常等优质稻米出

产地建立优质水稻基地，产地生态环境较好，且供应稳定，能为粽子生产提供口感香滑、醇厚微甜的优质稻米原料。馅料方面，公司已与优质的肉类供应商建立战略合作关系，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，并在国家级环保示范县-江西靖安建立高山箬叶基地。

图表 41：五芳斋在黑龙江宝清、五常等优质稻米产地建立优质水稻基地



资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

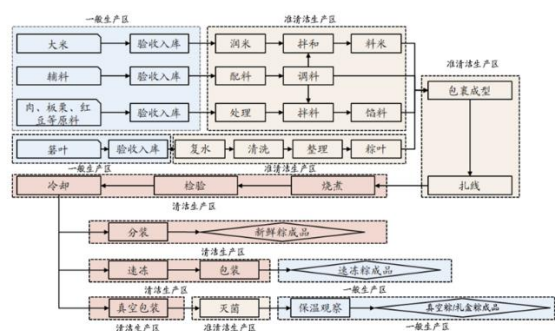
图表 42：五芳斋在国家级环保示范县-江西靖安建立高山箬叶基地



资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

传承百年粽子制作技艺，持续推动生产线自动化、智能化升级。公司兼顾五芳斋粽子传承百年的传统制作工艺和生产技术的现代化改进升级，目前已掌握粽子定量灌装、粽子保鲜生产、粽子烧煮、全自动真空包装技术等多项生产关键技术，粽子生产线从粽叶清洗、润米拌米、馅料工艺，到蒸煮、冷却、计数、金探、真空包装、真空灭菌等工序均已基本实现自动化，生产工艺和技术成熟，处于大批量生产阶段。

图表 43：五芳斋粽子生产工艺流程一览



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 44：五芳斋粽子生产线从粽叶清洗到真空灭菌等工序均已实现自动化



资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

图表 45：五芳斋主要核心技术一览

序号	技术名称	技术特点	技术来源	成熟程度
1	粽子保鲜生产技术	采用急速真空冷却工艺，在十万级洁净车间的生产环境下，不添加防腐剂，采用特殊的无菌包装技术，使新鲜粽在常温下的保质期达到 7 天，冷藏条件下可达 12 天。	自主研发	大批量生产阶段
2	粽子定量灌装设备	采用多头秤对粽子所用米料进行精确计量，并可实现自动下料、自动输送、空杯回收、裹粽计数等功能，使裹粽效率提升 30%以上。	与设备厂商合作研发	大批量生产阶段
3	粽子盘管式粽子烧煮锅烧煮工艺技术	通过将立式夹层煮粽锅改造为盘管式烧煮锅，使烧煮锅内温度在恒温状态下偏差 1℃左右，确保粽子烧煮的产品稳定性。	产学研合作开发	大批量生产阶段
4	自动润米拌米流水线	该流水线应用了喷淋润米技术、网袋定量沥水输送技术、固液态复合调料配置技术、连续拌米技术等，使润米、拌米工序实现了连续化生产，且实现了对米吸水率的控制，更确保了食品安全及产品质量的稳定。	自主研发	大批量生产阶段
5	粽叶清洗技术	该流水线是公司自主研发的设备，应用辊刷刷洗的原理，攻克刷辊间速度差、毛刷软硬度、粽叶喂料、水循环利用以及机器传动等关键技术问题，实现了对粽叶带入异物的控制，确保了食品安全以及节能减排。	自主研发	大批量生产阶段
6	豆沙的清洁化生产	开发了豆沙馅料新的生产工艺，赤豆经过烧煮以后，通过磨浆、压滤和加辅料炒制完成，实现了豆沙馅料的大规模、连续化、无渣化、清洁化生产，同时实现了原料的综合、高效利用。	产学研合作开发	大批量生产阶段
7	粽子冷却金探计数三合一流水线	粽子冷却的专用流水线，实现了产品冷却、金探、计数、装框的自动化连续生产，可在 45 分钟内将粽子的温度由 95℃降至 40℃以下，在实现快速冷却、确保产品质量安全的同时，提高了劳动生产率，降低了劳动强度。	自主研发	大批量生产阶段
8	豆沙粽防夹生技术	通过改良豆沙生产技术、增加速冻工艺，防止裹粽过程米料陷入豆沙球中，从而解决了豆沙粽极易夹生的问题。	产学研合作开发	大批量生产阶段
9	高温侧喷淋灭菌锅技术	该灭菌技术采用大流量循环热水加热，热量均匀，传热速度快，无杀菌冷点，温度误差严格控制在 0.5℃以内，采用多段式升温、冷却工艺，能减少食品表面与食品中心之间的温差。加热、保温、冷却整个过程由 PLC（可编程逻辑控制器）控制，杀菌过程中锅内温度、反压可按预先设定的曲线得到精确控制。多重技术保障锅内每一袋真空产品的质量安全、可靠。	自主研发	大批量生产阶段
10	粽子真空包装自动化技术	通过不断改进包装设备而实现高度自动化的粽子真空包装，提升真空包装效率，次品率降到 1%以下。	与设备厂商合作研发	大批量生产阶段
11	二合一真空粽生产技术	将传统真空粽烧煮和灭菌过程合二为一，通过在蒸煮袋里加水并放入生粽，抽真空封口后，放入灭菌锅灭菌的同时完成粽子熟制，从而达到全自动化生产及节能降耗的目的。	自主研发	试生产阶段
12	绿豆糕常温保鲜技术	传统绿豆糕采用蒸煮工艺，保质期仅 20 余天。公司绿豆糕使用预先制备的脱皮绿豆沙馅料，经成型、烘烤、包装而成，配方低甜低油、使用脱氧剂及少量脱氢乙酸钠，保质期可达 120 天，质量稳定，口感细腻。	与代工厂合作开发	大批量生产阶段
13	糯心蛋黄酥生产技术	本技术采用机器成型制作蛋黄酥产品，区别于传统手工制作方式，生产效率得到极大提升，可达到每分钟 60 个。在传统蛋黄酥的配方基础上，用咸蛋黄包裹糯米 Q 心，产品口感更为丰富，口感软糯。	与代工厂合作开发	大批量生产阶段
14	鲜肉月饼速冻线生产技术	本技术采用速冻线，将机器成型制作的鲜肉月饼生胚，放入-30℃以下温度速冻成型，使产品迅速通过冰晶冷却点，形成极小冰晶而不破坏肉质口感，延长产品保质期。最终烤制的鲜肉月饼，肉质鲜美口感紧实，最大程度保持食物原汁原味。	自主研发	大批量生产阶段
15	糯月饼生产技术	本技术以糯米粉和小麦粉为主料，制作生产月饼饼皮，区别于传统广式月饼口感，饼皮更加软糯；月饼成型采用三重包馅方式，以月饼皮包裹豆沙馅料和不同风味西式馅料。	与代工厂合作开发	大批量生产阶段

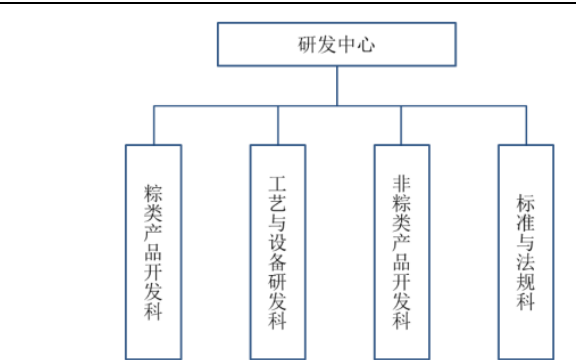
资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

建立完善研发体系，研发投入逐年提升。公司已陆续设立嘉兴市院士专家工作站、国家米制品加工技术研发专业中心、浙江省企业技术中心、嘉兴市米制品研发重点实验室等。研发中心拥有业内领先的技术研发实力，下设产品开发、工艺与设备开发及标准法规管理三大模块，主导公司新产品开发、生产工艺改进和创新、标准制定、贯彻执行和产品标签审核。目前公司研发团队中高级技术人员数十人，拥有正高级工程师、高级工程师、高级点心师，其中本科及以上学历的人员占比 80%以上。公司逐步加大研发力度，研发支出由

请阅读最后一页重要免责声明

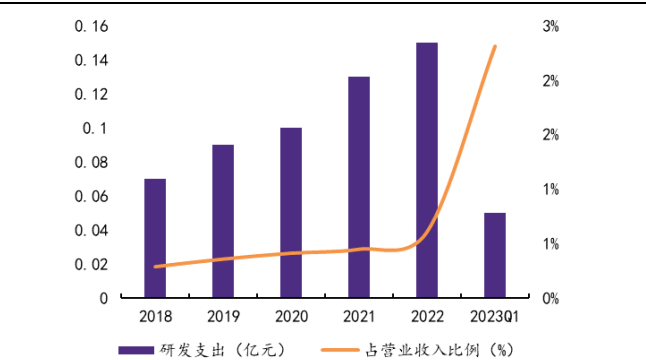
2018 年 0.07 亿元增至 2022 年 0.15 亿元，4 年 CAGR 为 21%，占营收比例由 2018 年 0.29% 增至 2022 年 0.61%。截止 2022 年底，公司已获得授权专利 162 项，其中发明专利 21 项、实用新型 141 项。此外，公司也积极整合外部优势技术资源，当前已与江南大学、嘉兴市农业科学研究院等建立稳定合作关系，并聘请日本米饭技术专家作为技术中心顾问，定期进行指导。

图表 46：五芳斋研发中心架构一览



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 47：五芳斋研发支出由 2018 年 0.07 亿元增至 2022 年 0.15 亿元，4 年 CAGR 为 21%



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 48：五芳斋正在研发的主要项目一览

序号	项目名称	类型	项目时间
1	系列糯米制品产品开发及品质特性研究	新产品研究	2019.05-2021.12
2	糯米酿造酱油生产的生产关键技术	新工艺研究	2019.04-2022.04
3	基于质构稳定技术的生鲜调理猪肉嫩化及制品工艺参数优化设计	基础研究	2020.01-2021.12
4	基于压、时自控的高端粽蒸煮加工工艺及关键技术的研究	新工艺研究	2020.01-2021.12
5	颗粒状糯玉米素食粽质量安全控制关键技术的研究	基础研究	2020.01-2021.12
6	真空及保鲜包装粽子产品安全和检测技术的研究	基础研究	2020.01-2021.12
7	五芳斋粽子专用糯米和淀粉的精细结构及机理特性研究	基础研究	2020.06-2022.05
8	五芳斋肉粽专用植物蛋白肉开发	基础研究	2020.06-2022.05
9	高可靠、不松散自动化裹粽及高精度料米定量技术的研究	新工艺研究	2021.01-2022.12
10	基于情景分析技术的粽子原料、成品检测及控制技术的研究	新工艺研究	2021.01-2021.12
11	基于低糖化的传统中式糕点质量提升研究	基础研究	2021.01-2022.12

资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

升级改造研发中心，满足长期技术研发需求。公司拟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，满足推动公司长期发展的技术研发需求。该项目一方面将对产品感官分析体系建立、新型粽子生产工艺、新鲜粽子/卤制品气调保鲜包装开发、无糖月饼、裹粽生产自动化等技术课题进行深入研究开发，进一步强化公司对于前沿技术及生产工艺的研究开发能力；另一方面，通过产品试验室、小试车间的构建，

引进高端技术人才，进一步强化公司新产品研发及其产业化的能力，提升公司在食品制造领域的技术领先地位。

图表 49：五芳斋研发中心升级改造项目一览

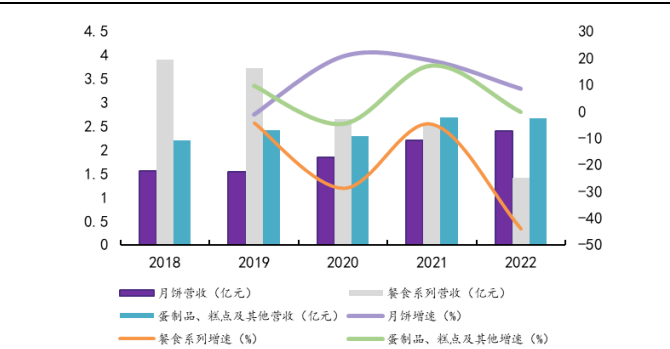
序号	项目	数量（台/套）	金额（万元）	比例
	研发中心升级		7,535.96	100%
一	建设投资	-	1,708.00	22.66%
二	设备投资	342	4,190.91	55.61%
三	研发费用	-	1,427.50	18.94%
四	预备费	-	209.55	2.78%

资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

3.2.2、非粽类：持续推进粽+战略，烘焙+速冻类有望成为第二增长曲线

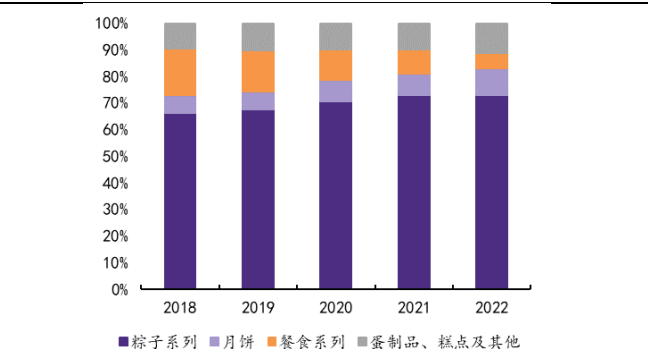
推进粽+战略打造第二增长曲线，非粽类产品占比有望逐步提升。五芳斋在巩固粽类行业第一品牌地位的同时持续提升非粽销售占比，2022 年月饼/餐食系列/蛋制品、糕点及其他营收 2.39/1.41/2.67 亿元，同比+8.53%/-43.95%/-0.3%，占营收比例为 9.69%/5.74%/10.86%。月饼、蛋制品、糕点及其他类产品营收占比逐步提升，2023 年公司将以速冻及烘焙为主力品项，打造公司的第二增长曲线，目标是粽类新品占比达到 20%以上，非粽类新品占比超 30%。

图表 50：2022 年月饼/餐食系列/蛋制品、糕点及其他营收 2.39/1.41/2.67 亿元



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 51：2022 年月饼/餐食系列/蛋制品、糕点及其他占营收比例为 9.69%/5.74%/10.86%



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

月饼：主打“流心糯月”差异化优势，品牌力增强推动量价齐升。五芳斋月饼于 2016 年起步，2019 年为提升“五芳斋”品牌，推出更符合公司发展战略的新江南糯月饼作为核心产品，并主打“四层流心糯月饼”，以四重口感（饼皮层、馅料层、糯心夹层、流心层）、自然流心的特点实现差异化竞争。公司月饼包括传世系列、广式月饼系列及新江南系列，主打礼盒装，当前已在月饼市场打下品牌基础，获得消费者认可，销量由 2018 年

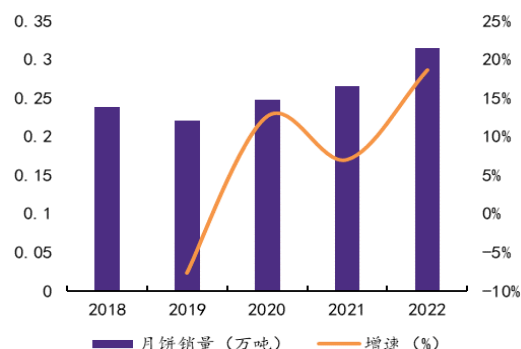
0.24万吨增至2022年0.32万吨，4年CAGR为7%。同时公司不断提升月饼品质及推出高端礼盒产品，推动月饼吨价由2018年6.49万元/吨增至2022年7.56万元/吨，4年CAGR为4%，呈现量价齐升态势。由于公司月饼以委外代工为主，毛利率相比广州酒家较低，2022年为24.1%，同增0.15pct。我们认为，五芳斋月饼在华东市场已形成一定品牌优势，未来随着销量及自产比例提升，毛利率有较大提升空间。

图表 52：五芳斋主打“四层流心糯月饼”，实现差异化竞争



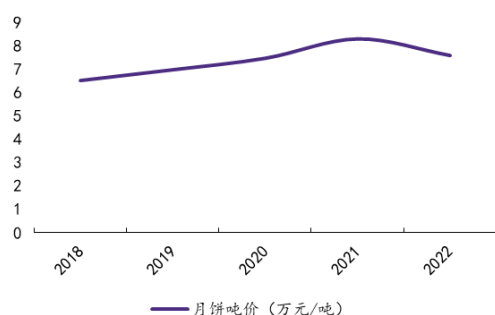
资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

图表 53：五芳斋月饼销量由2018年0.24万吨增至2022年0.32万吨，4年CAGR为7%



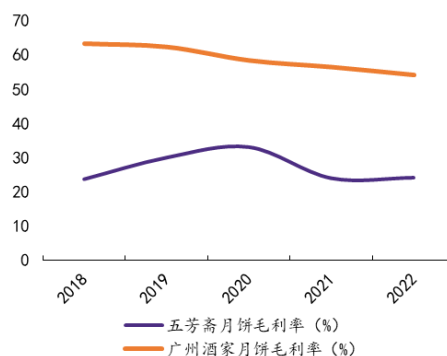
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 54：五芳斋月饼吨价由2018年6.49万元/吨增至2022年7.56万元/吨，4年CAGR为4%



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 55：五芳斋月饼毛利率2022年为24.1%，同增0.15pct



资料来源：五芳斋公告，广州酒家公告，华鑫证券研究

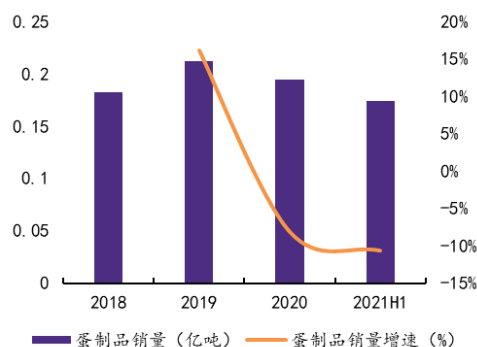
图表 56：五芳斋月饼系列产品一览

月饼系列	主要产品	产品外观	特点
传世系列	五芳轻月		主打低糖糯月饼，包括五谷、黑米、黑芝麻核桃以及芋泥奇亚籽口味。
	传世臻月		主打四层流心糯月饼，包括奶黄、米香箬叶、黑松露松茸、巧克力碧根果及牛奶椰香藜麦口味。
广式月饼系列	五芳昊月		主打广式月饼，以莲蓉、豆沙、五仁等口味为主。
	五芳华礼		
	五芳逸月		
新江南系列	五芳扶柳		主打四层流心糯月饼，口味更加丰富，推出拿铁生椰、白桃乌龙茶、杨枝甘露等创新口味。
	五芳皓月		
	五芳思月		
	月满江南		

资料来源：五芳斋官网，京东，华鑫证券研究

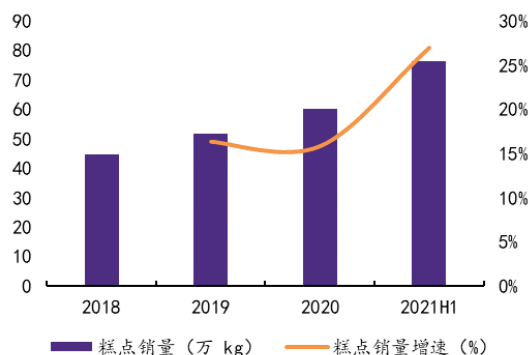
蛋制品、糕点及其他：围绕二十四节气打造全品类产品结构，构建日销品类群。五芳斋基于春节、清明、端午、中秋、重阳、腊八、日销（早餐、茶点、夜宵）等场景，聚焦资源围绕烘焙和速冻两个品类打造第二增长曲线。2018-2020 年五芳斋蛋制品/糕点销量 CAGR 为 3%/16%，均价 CAGR 为 0.6%/-0.4%，糕点类销量提升明显。1) **烘焙类：**推出烘焙类第二品牌“嘉湖细点”，主打以下午茶为主要场景的中式糕点（老婆饼、蝴蝶酥等）。同时围绕早餐、下午茶场景进行爆品打造，实现以爆品带动全品类，以品类带动品牌价值和效益。2) **速冻类：**快速拓展饭团、江南湿点（青团等）、汤圆等速冻日销品类，同时根据地域特性进行产品延伸，开发烧麦、混沌、生煎包等品类，丰富产品口味类型。通过节令产品流量承接日销产品形成销量，推动品类不断轮动。3) **蛋制品及其他：**咸鸭蛋为主要单品，具有端午节令属性。此外，大米杂粮、鸡爪以及预制菜等品类覆盖日销场景，即食杯粥、八宝饭、卤味等品类满足节日送礼需求。

图表 57: 五芳斋蛋制品销量 2018-2020 年 CAGR 为 3%



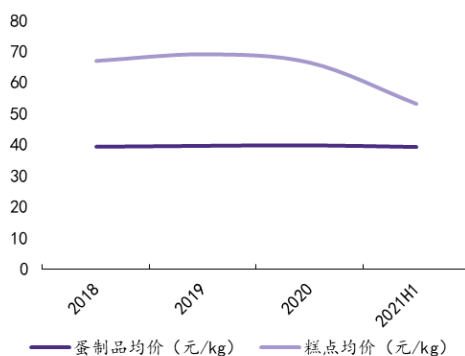
资料来源: 五芳斋公告, 华鑫证券研究

图表 58: 五芳斋糕点销量 2018-2020 年 CAGR 为 16%



资料来源: 五芳斋公告, 华鑫证券研究

图表 59: 五芳斋蛋制品/糕点均价 2018-2020 年 CAGR 为 0.6%/-0.4%



资料来源: 五芳斋公告, 华鑫证券研究

图表 60：五芳斋围绕二十四节气打造全品类产品结构，构建日销品类群

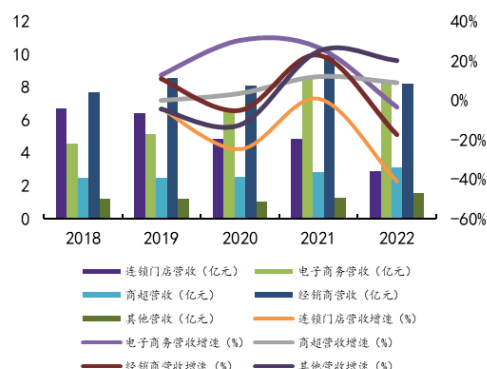
场景	品类	产品示例
春节	汤圆、八宝饭、卤味	
清明	青团	
端午	粽子、咸鸭蛋、绿豆糕	
中秋	月饼、糯小果（无花果）	
重阳	重阳糕	
腊八	粥料	
日销	速冻类：江南湿点、饭团等	
	烘焙类：吐司、桃酥、蝴蝶酥等	
	其他类：杯装粥、大米杂粮、鸡爪、预制菜等	

资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

3.3、渠道端：全渠道布局清晰，打造新型连锁模式

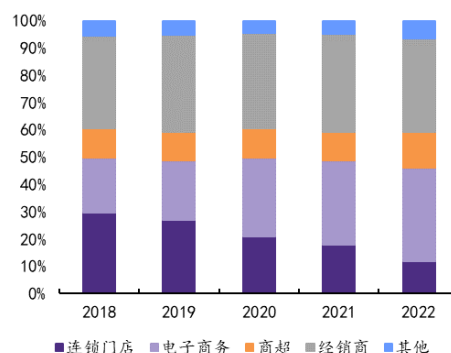
建立全渠道营销网络，直营+经销双轮驱动。五芳斋已建立覆盖全国商贸（线下大型商超、经销商及大客户渠道）、连锁门店、电商的全渠道营销网络，线下及线上销售协调发展，直营、经销等销售模式相互补充。全渠道营销网络使得公司依此享受到连锁红利、商贸（线下）红利、电商红利，成为支撑公司持续稳健发展的重要保障。2022 年连锁门店/电子商务/商超/经销/其他渠道营收 2.88/8.21/3.11/8.20/1.56 亿元，同比-41.09%/-3.58%/+9.00%/-17.51%/+20.18%，占营收比例为 12.01%/34.26%/12.99%/34.23%/6.5%。当前电子商务已成为公司第一大板块，商超渠道呈现连续增长态势，连锁门店及经销渠道疫情下受损，疫情放开后随着下游场景复苏有望逐步修复。

图表 61：2022 年连锁门店/电子商务/商超/经销/其他渠道营收 2.88/8.21/3.11/8.20/1.56 亿元



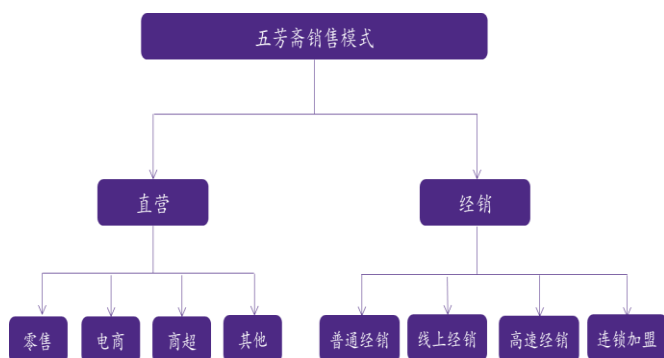
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 62：2022 年连锁门店/电子商务/商超/经销/其他渠道占营收比例为 12%/34%/13%/34%/7%



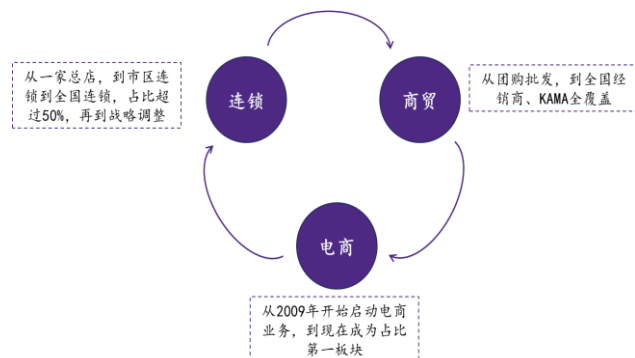
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 63：五芳斋销售模式一览



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

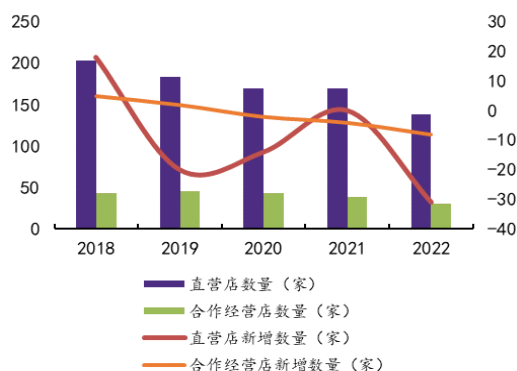
图表 64：五芳斋已建立覆盖全国商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

连锁门店模式：推进零售+轻餐饮小型社区店，打造“中华节令食品+伴手礼”新型连锁模式。五芳斋连锁门店模式主要通过直营店、合作经营店直接销售，采取餐饮+零售的方式，提供早餐、正餐标准化中式快餐服务，此外还销售粽子、月饼、糕点、速冻中式点心等系列产品。截至 2022 年末，公司共开设 138 家直营店以及 31 家合作经营店，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。疫情期间连锁门店受损严重，因此公司对一些经营受影响较大的门店进行关转缩（关店/转型/缩小门店面积），直营店和合作经营店 2022 年分别净关店 31 家和 8 家。同时，公司积极推进零售+轻餐饮小型社区门店，打造“中华节令食品+伴手礼”即食和即烹体验的新型连锁模式。第一阶段试验的 4-5 家直营店模型已基本跑通，目前正逐步开放加盟，以加盟方式进行扩张和拓展。

图表 65：截至 2022 年末，五芳斋共开设 138 家直营店以及 31 家合作经营店



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 66：五芳斋打造“中华节令食品+伴手礼”的新型连锁模式



资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

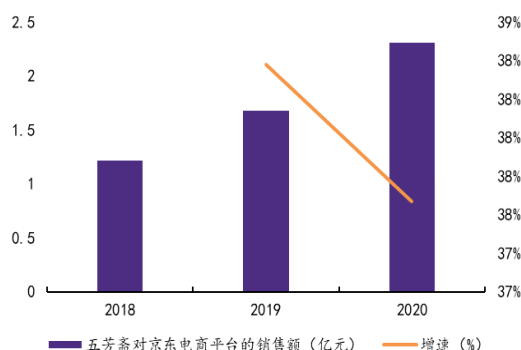
图表 67：五芳斋连锁门店提供标准化中式快餐服务



资料来源：五芳斋官网，华鑫证券研究

电子商务模式：在传统电商保持领先优势，逐步开拓新兴电商平台。公司电商渠道采用直销和代销相结合的方式，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，通过电子商务平台的自营平台进行销售，由其负责运营和管理，如天猫超市、京东自营店等。公司于 2009 年开始组建电商团队，目前已覆盖国内主流阿里、京东、拼多多和抖音等大型平台，其中第一大客户为京东，公司与京东电商平台从 2015 年开始保持稳定合作，销售额由 2018 年 1.21 亿元增至 2020 年 2.31 亿元，2 年 CAGR 为 38%。同时公司不断挖掘小红书、有赞等新型潜力平台作为补充。五芳斋电商营收 2018-2022 年 CAGR 达到 16%，在传统平台保持领先地位及稳定市占率。我们认为，五芳斋粽子在线上形成的品牌优势赋能青团、八宝饭、饭团等非粽品类在电商渠道实现快速增长，在传统平台构建的渠道优势也有利于带动新兴电商形成销售转化。

图表 68：五芳斋对京东电商平台的销售额由 2018 年 1.21 亿元增至 2020 年 2.31 亿元



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

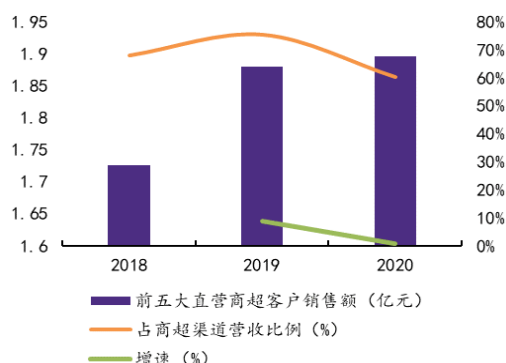
图表 69：五芳斋在天猫、京东开设“五芳斋”直营店



资料来源：京东，天猫，华鑫证券研究

商超渠道：与大型商超保持稳定合作，持续拓展优质 MA 渠道。公司聚焦麦德龙、大润发等全国性渠道，同时拓展盒马、北国超市等优质 MA 渠道合作门店数量，打造终端门店场景化陈列，提升终端动销氛围。公司主要选择业内知名度高、客流量大、销售区域覆盖率高的大型商超类企业，2020 年前五大直营商超客户分别是大润发、麦德龙、沃尔玛、苏果超市以及家乐福，与公司的合作关系稳固，合作期限已有 8-16 年。同时，前五大直营商超客户是商超渠道增长的重要驱动力，销售额由 2018 年 1.73 亿元增至 2020 年 1.90 亿元，2 年 CAGR 为 5%，占商超渠道营收超半壁江山。对于大型连锁商超，公司采用直营销售模式，由业务总部直接对接商超业务总部，一方面因为公司在粽子细分领域的行业地位让公司在端午节商超铺货、陈列上有一定优势。另一方面，省去中间流通环节，使公司能够对市场变化进行高效决策，提升市场竞争力。

图表 70：五芳斋前五大直营商超客户销售额由 2018 年 1.73 亿元增至 2020 年 1.90 亿元



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 71：五芳斋在国内的商超客户包括麦德龙、大润发等连锁大卖场



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

经销渠道：经销体系布局完善，推进渠道扩张及下沉。公司经销模式具体包括普通经

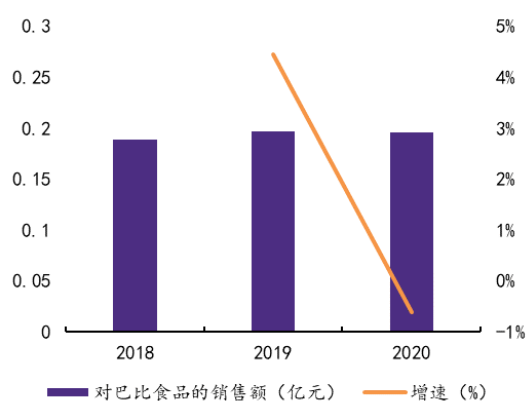
销、线上经销、高速经销和连锁加盟，均为买断式经销。**普通经销**指公司与渠道经销商签订经销协议，渠道经销商根据协议约定区域及渠道进行销售，巴比食品为前五大客户，向其销售粽子产品为主，2020 年销售额为 0.2 亿元，同减 0.6%；**线上经销**指公司与部分线上渠道经销商签订经销协议，授权其在指定的电商平台进行销售；**高速经销**指公司与全国各地高速管理方或经销商签署协议，授权经销商在其取得经营权的高速服务区内销售五芳斋产品，2020 年末拥有 222 家经销店，较 2019 年增加 30 家；**连锁加盟**指公司与经营方签订相应的经营合同，在门店内销售公司产品，2020 年末共有加盟店 40 家，较 2019 年持平。截至 2022 年末，公司已建立 30+家分公司以及超 700 家经销商，覆盖全国 22 个省、5 个自治区和 4 个直辖市，其中 70%经销商来自于华东区域。未来经销渠道一方面持续推进非华东区域的渠道扩张以及三四线城市的渠道下沉，另一方面逐步开发烘焙及速冻类经销商资源，加大拓展非粽重点渠道铺设。

图表 72：五芳斋经销模式的具体类型一览

经销模式	销售方式
普通经销	与渠道经销商签订经销协议，渠道经销商根据协议约定区域及渠道进行销售。
线上经销	与部分线上渠道经销商签订经销协议，授权线上渠道经销商在指定的电商平台进行销售。
高速经销	与全国各地高速管理方签署协议，在其控制的服务区内授权经销商销售五芳斋产品；或公司与经销商签署经销协议，授权经销商在其取得经营权的高速服务区内销售五芳斋产品。
连锁加盟	与经营方签订相应的经营合同，在门店内销售公司产品。

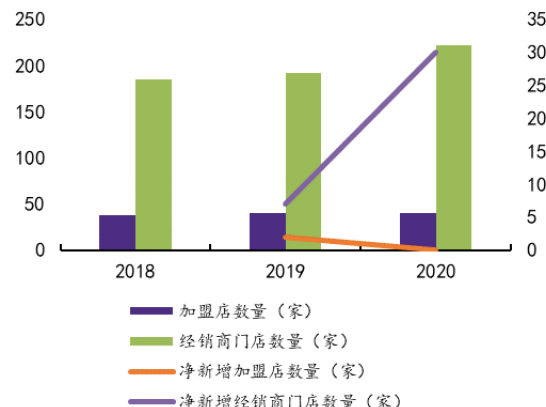
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 73：五芳斋对巴比食品的销售额由 2018 年 0.19 亿元增至 2020 年 0.2 亿元



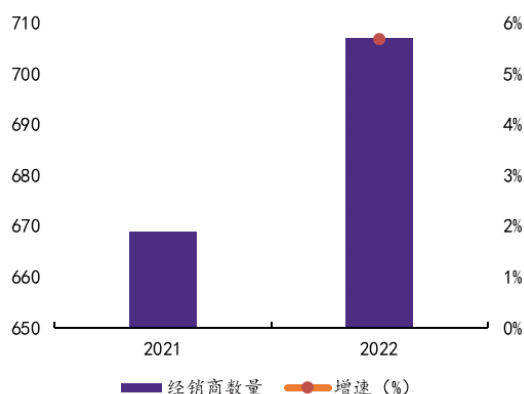
资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 74：2020 年末加盟店/经销店数量为 40/222 家

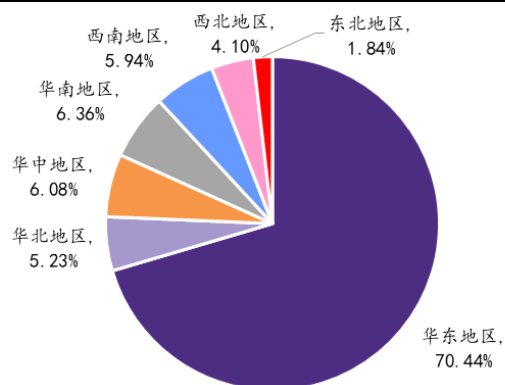


资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 75: 截至 2022 年末, 五芳斋经销商数量为 707 家, 同增 6%



图表 76: 五芳斋 70%经销商来自于华东区域



资料来源: 五芳斋公告, 华鑫证券研究

资料来源: 五芳斋公告, 华鑫证券研究

团购和大客户渠道: 目标客户主要覆盖大型连锁餐饮、中大型企业团购等领域。随着五芳斋产品品牌力进一步提升, 产品质量逐步取得终端消费者认可, 带动餐饮等特通渠道客户对公司产品的青睐。长期以来, 公司与中国石化、八马茶业等企业保持良好合作关系, 并积极拓展核心城市头部企业合作机会, 与顺丰、泸溪河、五菱等大型企业达成合作, 通过定制化产品和高端礼盒打造公司面向全国范围内的大客户营销体系。

图表 77: 五芳斋团购等其他渠道前五大客户一览

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	是否与公司存在关联关系
2018 年	1	中国石化销售股份有限公司	粽子系列、蛋制品、糕点及其他	1,932.23	9.69%	否
	2	天津娃娃哈宏振食品饮料贸易有限公司	米类	834.53	4.19%	否
	3	北京优之行科技有限公司	粽子系列	711.79	3.57%	否
	4	上海石库门酿酒有限公司	米类	480.72	2.41%	否
	5	北京顺丰速运有限公司	粽子系列	425.97	2.14%	否
	合计	-	-	4,385.24	21.99%	-
2019 年	1	中国石化销售股份有限公司	粽子系列、糕点及其他	1,324.58	7.05%	否
	2	北京优之行科技有限公司	粽子系列	915.02	4.87%	否
	3	上海石库门酿酒有限公司	米类	856.83	4.56%	否
	4	益海(富锦)粮油工业有限公司	糯稻	853.21	4.54%	否
	5	浙江云致商业服务有限公司	粽子系列	497.7	2.65%	否
	合计	-	-	4,447.34	23.67%	-
2020 年	1	中国石化销售股份有限公司	粽子系列、糕点及其他	1,186.81	8.09%	否
	2	北京优之行科技	粽子系列	825.19	5.63%	否

请阅读最后一页重要免责声明

35

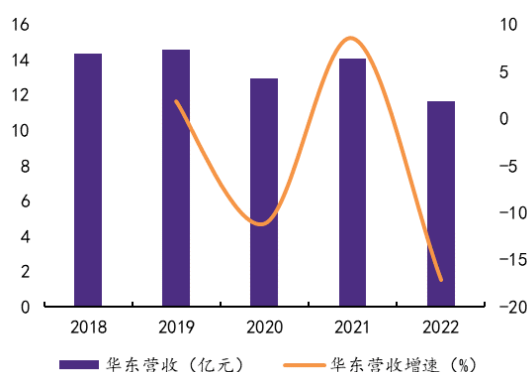
有限公司					
3	黑龙江欣欣旺粮油进出口有限公司	米类	345.37	2.35%	否
4	深圳市年丰小当家商贸有限公司	粽子系列	279.17	1.90%	否
5	上海外国语大学附属宏达高级中学	猪肉类	220.77	1.51%	否
合计		-	2,857.31	19.48%	-

资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

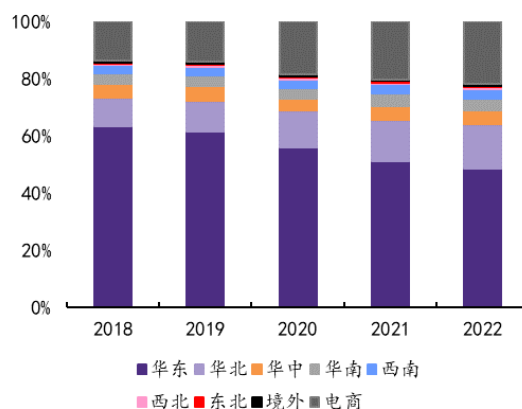
3.4、区域扩张：华东为核心区域，全国化加速推进中

华东为核心区域，外围区域加速扩张。五芳斋以华东为核心区域，华东区域 2022 年营收 11.66 亿元，同减 17.13%，营收占比 47%，主要系疫情影响所致。当前公司已在华东市场建立较强的品牌优势，对一二线城市的渠道布局基本完善，正加速推进江浙沪区域市县的下沉。对于非华东区域，公司逐步开拓华中、华南、华北地级市、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，以突破胶着市场，进一步完善全国化布局。当前外围区域扩张初有成效，华北/华中/华南/西南/西北/东北区域营收 2018-2022 年 CAGR 为 12%/3%/3%/8%/17%/7%，华北和西北市场实现较快增长。非华东区域营收占比由 2018 年 41%增至 2022 年 53%。同时，公司积极开拓境外业务，设立香港、澳门分公司超过 10 年，向境外消费者提供饮食及进出口产品服务，扩大品牌国际影响力。

图表 78：2022 年华东区域营收 11.66 亿元，同减 17.13%



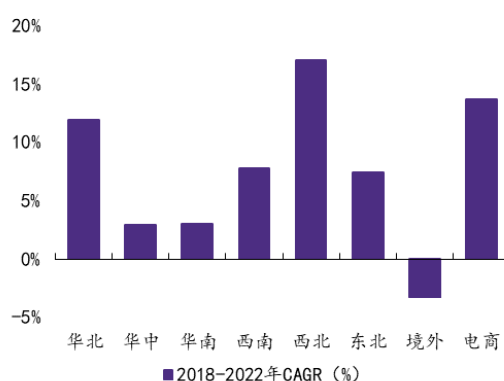
图表 79：华东为五芳斋核心区域，2022 年营收占比为 47%



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 80：华北/华中/华南/西南/西北/东北区域营收 2018-2022 年 CAGR 为 12%/3%/3%/8%/17%/7%



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

3.5、产能端：募投扩张产能，突破产能瓶颈

在嘉兴、成都建设生产基地，满足粽类及非粽类产品生产。五芳斋目前在嘉兴、成都设有两个生产基地。嘉兴生产基地拥有新鲜粽子、速冻粽子、真空粽子、焙烤糕点、速冻八宝饭等生产线，成都生产基地拥有新鲜粽子、速冻粽子、真空粽子等生产线。当前粽子总产能为 4.5 亿只。餐饮服务方面，公司在嘉兴生产基地建设中央厨房，生产菜肴成品调理包、半成品调理包等。

图表 81：五芳斋生产基地粽子产能情况一览

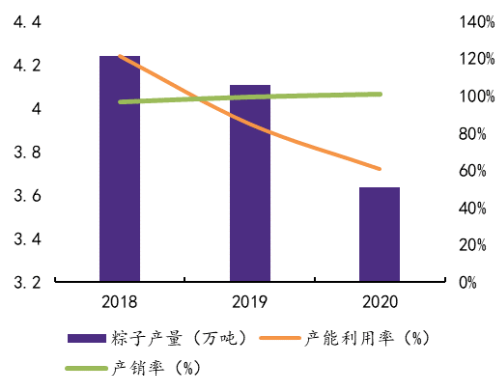
产能	2020、2021、2022 年	2019 年	2018 年
五芳斋（嘉兴生产基地）-1 亿只	10,000.00	10,000.00	10,000.00
五芳斋（嘉兴生产基地）-1.5 亿只	15,000.00	15,000.00	15,000.00
五芳斋（嘉兴生产基地）-1 亿只	10,000.00	10,000.00	-
五芳斋（嘉兴生产基地）小计	35,000.00	35,000.00	25,000.00
成都五芳斋（成都生产基地）-5,400 万只	5,400.00	5,400.00	5,400.00
成都五芳斋（成都生产基地）-4,600 万只	4,600.00	1,533.33[注 1]	-
成都五芳斋（成都生产基地）小计	10,000.00	6,933.33	5,400.00
广州五芳斋	-	-	500.00
合计	45,000.00	41,933.33	30,900.00

资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究（注：成都五芳斋一条 4,600 万只粽子生产线于 2019 年 8 月建成，故其 2019 年产能按 $4,600 \div 12 \times 4 = 1,533.33$ 万只计算；广州五芳斋于 2018 年末逐步停产）

生产季节性明显，旺季产能利用率较高。五芳斋粽子产量由 2018 年 4.24 万吨降至 2020 年 3.63 万吨，2 年 CAGR 为 -7%，2022 年粽子产量为 3.53 万吨，同减 13%，主要系疫情影响所致。粽子为传统节令食品，其生产和销售均具有明显季节性特征，端午节前为粽子销售旺季，年末至次年端午节前为生产旺季，因此二季度产量占全年比例最高。此外，公司生产淡旺季产能利用率存在不均衡性，销售旺季产能利用率超过 100%，产能不足的矛盾较为突出。同时，由于裹粽环节仍以人工为主，但嘉兴及周边地区熟练裹粽工无法在端午季充分满足生产需求，故对公司粽子产品产量形成一定程度制约。基于粽子生产的季节性特征以及产线发挥功效需一定时间，为保证生产能力，满足市场需求，公司适时加大生

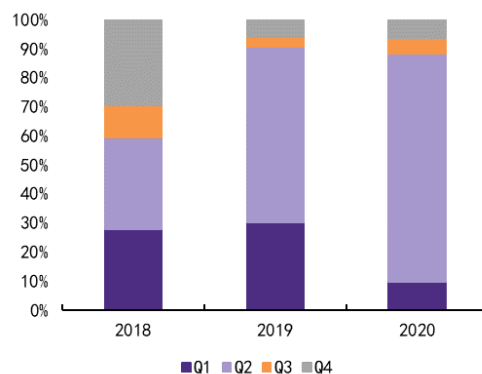
产线投入力度，同时通过委托外部供应商加工的方式保障粽子产能供应。2022 年公司粽类产品委外加工产量占比 23.62%。

图表 82：五芳斋粽子产量由 2018 年 4.24 万吨降至 2020 年 3.63 万吨



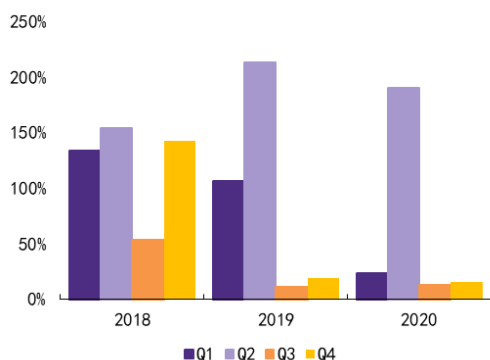
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 83：五芳斋二季度产量占全年比例最高



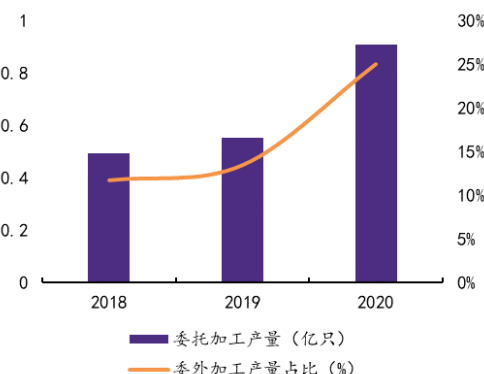
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 84：五芳斋销售旺季产能利用率超过 100%



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 85：五芳斋通过委托外部供应商加工的方式保障粽子产能供应



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

IPO 募投扩张产能，为粽子稳定供应及非粽产品扩充夯实基础。五芳斋 IPO 募投拟建设嘉兴生产基地三期智能食品车间以及升级改造成都生产基地。三期智能食品车间建设项目达产后预计新增 1 亿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。一方面能提高高端粽子系列产品生产能力及粽子生产智能化、自动化水平；另一方面有利于优化产品结构，提高馅料半成品自制能力，进一步增强盈利能力。此外，成都生产基地于 2008 年建立，有效满足了西南地区的市场需求，随着西南市场逐步扩大，公司计划对成都生产基地进行升级改造，以提高粽子生产能力，缩短产品配送半径，提升西南区域的市场份额。项目达产后，预计新增年产 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。

图表 86：五芳斋 IPO 募投项目一览

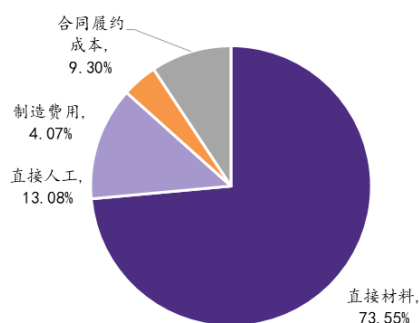
序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	实施主体
1	五芳斋三期智能食品车间建设项目	45,106.09	45,100.00	公司
2	五芳斋数字产业智慧园建设项目	40,562.54	36,140.00	公司
3	五芳斋研发中心及信息化升级建设项目	10,664.54	10,350.00	公司
4	五芳斋成都生产基地升级改造项目	5,015.80	5,010.00	成都五芳斋
5	补充流动资金	9,000.00	9,000.00	公司
	合计	110,348.97	105,600.00	-

资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

3.6、成本端：控本能力强，供应链提质增效

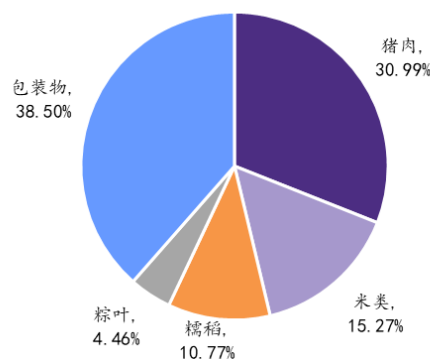
主要原材料为猪肉和包材，上游议价能力较强。公司主要原材料包括糯米、猪肉、粽叶等农产品以及包材。原材料成本 2022 年占总成本比重为 73.55%，其中以包装物和猪肉为主，2020 年两者占原材料成本比例超 60%。公司猪肉采购均价基本随行就市，米类采购均价保持平稳，其中糯米采购均价略低于市场平均价格，一方面是因为公司在糯米价格低位提前锁价，另一方面，由于公司每年米类产品采购量较大，且具备品牌优势，与供应商议价能力较强。粽叶采购单价有所上升，主要系人工成本增加，且粽叶质量提升导致单位采购价格上涨所致。

图表 87：五芳斋原材料成本占总成本比重为 73.55%



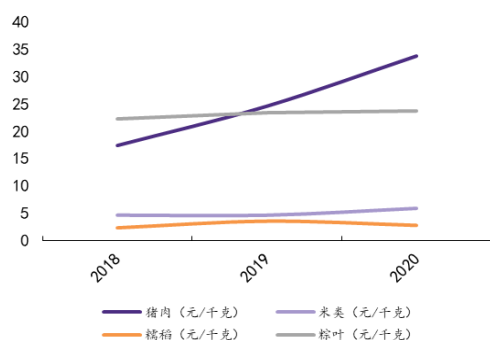
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 88：包装物和猪肉为主要原材料，2020 年占比超 60%



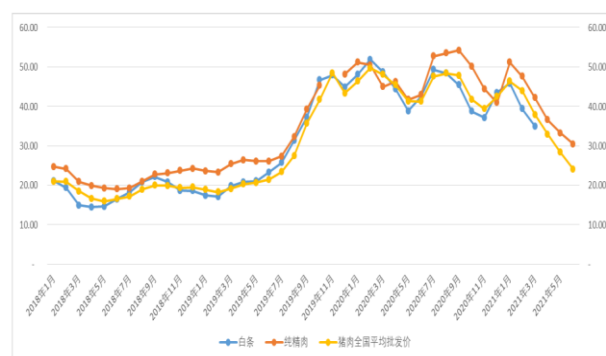
资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 89：五芳斋主要原材料采购均价一览



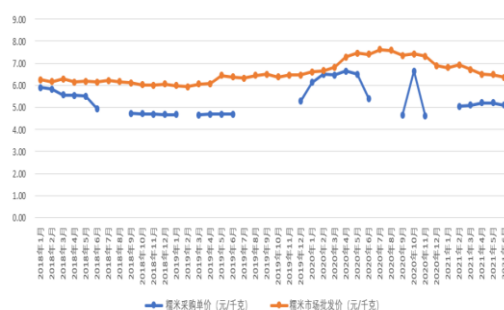
资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 90：五芳斋猪肉采购均价基本随行就市



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

图表 91：五芳斋糯米采购均价略低于市场平均价格



资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

外协单位成本高于自产，自产比例提升有望降低生产成本。由于粽子产品销售具有明显的季节性，因此外协厂商生产加工主要集中在 1-6 月。外协单位成本一般高于自产单位成本，价格差异率在 5%-10%。2021H1 外协和自产单位成本差异扩大主要系礼盒类产品增多，礼盒类产品占比达到 73.54%，同类新鲜粽的差异率仅为 3.2%。随着公司募投项目落地，产能有望快速扩张，从而提升自产比例，节约生产成本。

图表 92：外协单位成本高于自产单位成本

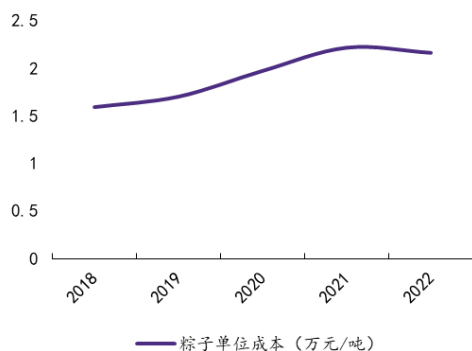
年份	产品	单位外协成本	1-6 月单位自产成本	价差	差异率	年份	产品
2021 年 1-6 月	粽子系列	2.32	1.86	0.46	24.67%	2021 年 1-6 月	粽子系列
2020 年度	粽子系列	1.85	1.75	0.10	5.45%	2020 年度	粽子系列
2019 年度	粽子系列	1.53	1.42	0.11	7.88%	2019 年度	粽子系列
2018 年度	粽子系列	1.53	1.39	0.14	9.81%	2018 年度	粽子系列

资料来源：五芳斋招股说明书，华鑫证券研究

产能释放有望扩大产品规模效应，降低单位成本。粽子单位成本随着产能扩张逐步稳定在 1.9-2.2 万元/吨，募投项目投产后预计新增 1.2 亿只粽子产能，推动粽子产能增至 5.7 亿只，有望扩大粽子规模优势，降低单位成本。月饼由于尚处于快速发展阶段且以委外

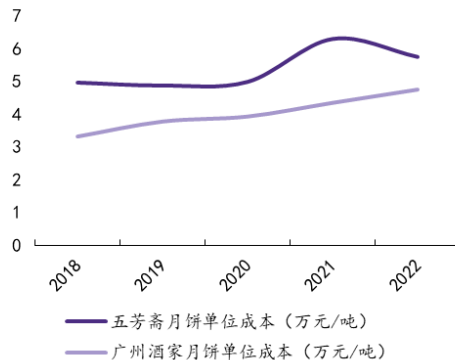
代工为主，其单位成本呈上升趋势，且高于行业龙头广州酒家，2022 年单位成本为 5.74 万元/吨。随着募投项目中包括月饼在内的 4,350 万只烘焙类食品产能投产，月饼单位成本有望降低。

图表 93：五芳斋粽子单位成本稳定在 1.9-2.2 万元/吨



资料来源：五芳斋公告，华鑫证券研究

图表 94：五芳斋月饼单位成本 2022 年为 5.74 万元/吨



资料来源：五芳斋公告，广州酒家公告，华鑫证券研究

建设数字产业智慧园，实现供应链提质增效。随着公司规模不断扩大，公司自有仓储物流场地已无法满足业务快速发展需求，且自动化水平相对较低，仍较大程度依赖人工操作，同时现有包装场地的效率及承载能力均较低，无法满足大批量产品的包装处理需求。基于以上现状，五芳斋计划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。数字产业智慧园的建成，一方面将提升公司产品整体周转效率，另一方面，通过集中化、规模化仓储物流和包装加工中心建设，有望提升公司仓储物流和包装加工效率，降低管理成本及场地租赁成本，同时保障仓储物流场地稳定性。

4、盈利预测与评级

我们看好五芳斋粽子龙头地位，逐步打造粽+产品矩阵，培育第二增长曲线。公司具备百年品牌优势，在产品研发、渠道建设、供应链布局等方面形成核心竞争力，粽子主业根基稳固，未来通过构造烘焙、速冻日销品类群，加强新渠道及外围区域开拓，打开中长期成长空间，募投项目投产有望支撑公司长远发展。根据业绩指引及最新股本，我们略调整 2023-2025 年 EPS 为 1.63/2.06/2.59 元（前值分别为 2.45/3.30/4.37 元），当前股价对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“买入”投资评级。

预测指标↵	2022A↵	2023E↵	2024E↵	2025E↵
主营收入（百万元）↵	2,462↵	3,057↵	3,714↵	4,414↵
增长率（%）↵	-14.9%↵	24.2%↵	21.5%↵	18.9%↵
归母净利润（百万元）↵	137↵	235↵	296↵	373↵
增长率（%）↵	-29.0%↵	70.6%↵	26.2%↵	26.0%↵
摊薄每股收益（元）↵	1.36↵	1.63↵	2.06↵	2.59↵
ROE（%）↵	8.2%↵	13.2%↵	15.5%↵	17.8%↵

资料来源：Wind，华鑫证券研究↵

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 原材料上涨风险；
- 3) 市场竞争加剧风险；
- 4) 销售季节性波动风险；
- 5) 棕+战略推进不及预期风险
- 6) 募投项目进展不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	2,462	3,057	3,714	4,414
现金及现金等价物	903	1,031	1,213	1,425	营业成本	1,539	1,834	2,200	2,574
应收款	76	84	92	97	营业税金及附加	15	17	20	24
存货	262	279	292	320	销售费用	540	688	839	1,002
其他流动资产	85	92	104	110	管理费用	169	208	256	309
流动资产合计	1,326	1,485	1,701	1,953	财务费用	11	-29	-34	-40
非流动资产:					研发费用	15	19	23	27
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	735	885	1,084	1,298
固定资产	633	625	597	562	资产减值损失	-12	-9	-6	-4
在建工程	56	22	9	4	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	73	70	66	62	投资收益	-1	1	1	1
长期股权投资	1	1	1	1	营业利润	207	329	414	521
其他非流动资产	293	293	293	293	加:营业外收入	3	3	4	5
非流动资产合计	1,056	1,010	965	922	减:营业外支出	8	4	5	6
资产总计	2,382	2,495	2,666	2,874	利润总额	202	328	413	520
流动负债:					所得税费用	65	93	117	147
短期借款	0	0	0	0	净利润	137	235	296	373
应付账款、票据	227	238	268	285	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	248	248	248	248	归母净利润	137	235	296	373
流动负债合计	551	570	607	630					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	151	151	151	151	营业收入增长率	-14.9%	24.2%	21.5%	18.9%
非流动负债合计	151	151	151	151	归母净利润增长率	-29.0%	70.6%	26.2%	26.0%
负债合计	702	721	758	780	盈利能力				
所有者权益					毛利率	37.5%	40.0%	40.8%	41.7%
股本	101	144	144	144	四项费用/营收	29.9%	29.0%	29.2%	29.4%
股东权益	1,680	1,774	1,907	2,094	净利率	5.6%	7.7%	8.0%	8.5%
负债和所有者权益	2,382	2,495	2,666	2,874	ROE	8.2%	13.2%	15.5%	17.8%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	29.5%	28.9%	28.4%	27.1%
净利润	137	235	296	373	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	1.0	1.2	1.4	1.5
折旧摊销	44	46	45	43	应收账款周转率	32.5	36.5	40.6	45.6
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	5.9	6.6	7.6	8.1
营运资金变动	118	-12	4	-18	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	299	268	345	398	EPS	1.36	1.63	2.06	2.59
投资活动现金净流量	-174	42	42	40	P/E	22.2	18.6	14.7	11.7
筹资活动现金净流量	2	-141	-163	-186	P/S	1.2	1.4	1.2	1.0
现金流量净额	127	170	224	252	P/B	1.8	2.5	2.3	2.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所。

■ 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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。