

粽香千里 流芳百年

——五芳斋（603237.SH）首次覆盖报告

食品饮料/食品加工

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

百年品牌，工艺领先。五芳斋品牌百年历史，是首批中华老字号企业，其制作技艺被收录进国家级非遗。在粽子领域，作为中国粽子委员会会长单位，公司主导了粽子行业标准的制定，充分体现了公司的行业地位。

老字号企业常常面临着传统管理模式 VS 现代企业制度，股东利益 VS 管理层利益，短期利益 VS 长期利益 3 个方面的冲突。**五芳斋通过股权结构安排、任用年轻化管理层，以及股权激励等方式，有望较好地解决上述问题。**

在渠道端，我们认为公司的毛利率有望提升。线下层面，判断公司合营模式效率高于直营，主要体现在盈利能力和坪效比等。未来合营占比的提高或将提升公司盈利水平。此外，既往几年公司线上业务高增长低毛利，驱动营收增长但拖累利润率水平。消费重归正常发展，有利于公司毛利率的提升。

粽子行业增速较高且市场集中度有望加速提升，判断五芳斋可能迎来高速发展期。我们预计该行业在未来几年仍有中高个位数增速，且市场集中度有望快速提升。类比啤酒行业在此前历程，我们认为粽子行业的全国化进程将大为缩短。在此过程中，五芳斋因 1.先发优势和领先的市占率；2.很强的品牌认可度；3.规模经济效益这 3 项优势，有望迎来高速发展期。

月饼行业近年来量价齐升，健康发展。行业集中度相对较高且预计仍将进一步提升。在此过程中，我们认为五芳斋的增速将高于月饼行业，主要由于：1.公司产品认可度高，定价低，有更好的提价空间。2.公司近年来月饼业务的量/价增速均高于行业，这或许反映了公司该业务强于同业的竞争力。

22 年和 23Q1 的报表端业绩下滑主要受短期因素影响，或隐藏了公司的真实增长潜力。我们结合季节性因素和部分财报指标，认为公司业绩在 23Q2 将有较好表现。

投资建议：我们预测 23-25 年公司营收分别为 31.3 亿元/36.6 亿元/42.1 亿元，同比增长+27%/+17%/+15%；同期归母净利润分别为 2.1 亿元/2.6 亿元/3.1 亿元，同比增长+54%/+25%/+16%；同期 EPS 分别为 1.47 元/1.84 元/2.13 元；当前股价对应 PE 分别为 19.3 倍/15.4 倍/13.3 倍，参考同行业公司的估值水平，给予公司 23 年 28X PE，对应目标股价为 41.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：模型假设的风险，食品安全风险，行业竞争加剧的风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,892.2	2,462.1	3,132.6	3,658.9	4,213.6
增长率（%）	19.5%	-14.9%	27.2%	16.8%	15.2%
归母净利润（百万元）	193.7	137.5	211.8	264.8	306.8
增长率（%）	36.3%	-29.0%	54.0%	25.0%	15.9%
净资产收益率（%）	22.8%	8.2%	5.7%	6.8%	7.4%
每股收益(元)	2.56	1.64	1.47	1.84	2.13
PE	11.1	17.3	19.3	15.4	13.3
PB	2.53	1.71	1.09	1.04	0.99

注：22、23 年 EPS 与净利润波动不一致，主要系 22 年上市发行新股，23 年资本公积转增股本所致。

资料来源：iFind，申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023 年 07 月 18 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

交易数据

时间 2023.7.18

总市值/流通市值（亿元）	40.85/10.01
总股本（万股）	14,384.02
资产负债率（%）	41.71
每股净资产（元）	15.76
收盘价（元）	28.4
一年内最低价/最高价（元）	28.11/63.0

注：上述股价为除权口径

公司股价表现走势图



资料来源：iFind，申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 百年品牌 粽叶长青.....	4
1.1 老字号品牌加年轻化团队 股权激励利好公司长期发展.....	4
1.2 粽香起于江浙 电商高速发展.....	7
1.3 短期扰动难掩长期价值 23 业绩或将释放.....	8
2. 公司具有显著优于同业的竞争优势.....	10
2.1 产品力遥遥领先.....	10
2.2 渠道端 直销经销有机互补 线上线下相得益彰.....	12
2.3 百年品牌 香飘四海.....	16
2.4 供应链保障产品品质.....	17
3. 行业分析.....	18
3.1 粽子 行业集中度提升逻辑下 利好行业龙头.....	18
3.1.1 行业空间：百亿赛道 行稳致远.....	18
3.1.2 竞争格局：市场集中度有望快速提升 竞争格局优化或快于啤酒行业.....	18
3.1.3 作为行业龙头 五芳斋或将迎来高速发展期.....	19
3.2 月饼 行业重回增长.....	22
3.2.1 行业空间持续增长.....	22
3.2.2 竞争格局：头部市占率相对较高 预计集中度将进一步提升.....	24
3.2.3 五芳斋月饼业务的增速或将超过行业平均.....	25
4. 盈利预测与估值.....	26
5. 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 公司股权结构.....	5
图 2： 满足公司限售股票解禁最低条件的营收及利润情况.....	6
图 3： 营业收入构成（按产品）.....	7
图 4： 毛利构成（按产品）.....	7
图 5： 营业收入（按地区及渠道，万元）.....	7
图 6： 公司 2022 年毛利构成（按地区及渠道）.....	7
图 7： 短期因素扰动公司业绩 长期增速仍向好.....	8
图 8： 公共卫生事件影响粽子销量 拖累营收.....	8
图 9： 月饼销售较粽子更具韧性且增速更快.....	9
图 10： 营业收入与销售商品提供劳务收到的现金流对比.....	10
图 11： 净利润与经营性净现金流对比.....	10
图 12： 23Q1 公司合同负债显著高于历史.....	10
图 13： 公司粽子产能不足仍需委外加工.....	11
图 14： 公司直营+经销 线上线下互补的销售网络.....	12
图 15： 近年来公司以直销为主要渠道.....	12
图 16： 电商放量驱动着公司直营渠道增长.....	12
图 17： 线下渠道增速放缓主要出现在 20 和 22 年.....	13
图 18： 连锁门店的毛利率显著高于其他渠道.....	13
图 19： 普通经销和线上经销是公司最主要的经销模式.....	14
图 20： 公司存在大量大面积直营店铺.....	15
图 21： 公司合营店铺面积分布合理 整体小于直营店铺.....	15

图 22: 公司直营店铺历史分布分散 存在大量老店	15
图 23: 公司合营店铺历史整体短于直营店铺	15
图 24: 公司高度依赖华东市场	16
图 25: 华北区域增速整体上高于其他线下区域	16
图 26: 粽子行业市场规模持续增长	18
图 27: 五芳斋等品牌的粽子市占率较高	20
图 28: 公司对下游客户具备议价占款的能力	20
图 29: 公司对下游的占款能力有所提升	21
图 30: 公司对上游供应商地位强势 占款远超被占款	22
图 31: 随着规模增大 公司对上游占款能力仍在提升	22
图 32: 月饼的行业空间自 2014 年以来持续增长	23
图 33: 量价齐升共同驱动了月饼行业空间的增长	23
图 34: 月饼的市场集中度相对较高	24
图 35: 大品牌月饼更受消费者青睐	25
图 36: 五芳斋月饼线上销售额已跻身行业前 3	25
图 37: 公司月饼销售增速显著高于行业	26
图 38: 公司月饼销量增速远超行业平均	26
图 39: 公司月饼提价速度快于行业	26
表 1: 公司发展历史沿革	4
表 2: 公司主营产品的量价拆分	9
表 3: 五芳斋具有丰富的产品矩阵	11
表 4: 公司直营/合营模式下店铺平均盈利能力对比（2021 年）	14
表 5: 2021 年公司直营/合营模式下店铺平均运营效率对比	15
表 6: 公司在行业内获得多项荣誉	17
表 7: 粽子品牌排名及金榜指数情况	21
表 8: 公司盈利预测主要指标	27
表 9: 公司估值对比	28
表 10: 公司盈利预测假设参数调整过程	28
表 11: 悲观景况下的公司盈利预测结果	29
表 12: 公司盈利预测表	30

1. 百年品牌 粽叶长青

1.1 老字号品牌加年轻化团队 股权激励利好公司长期发展

我们认为，五芳斋作为拥有百年历史的中华老字号，其品牌内核和消费者认可度有利于其在竞争中处于显著优势地位；而其虽为“老品牌”，却拥有“年轻化”的管理团队，这将帮助公司在当下竞争中锐意创新、改革发展，适应不同的竞争环境。

五芳斋是历史悠久的百年老字号品牌。五芳斋品牌始创于 1921 年，已有超过百年的历史，是首批中华老字号企业。98 年公司改制，04 年被国家商标局认定为中国驰名商标。五芳斋的粽子制作方法源于百年传承的传统工艺，其制作技艺于 2011 年被文化部收录进第三批国家级非物质文化遗产名录。

表1：公司发展历史沿革

年份	公司发展历史沿革
1921	浙江兰溪商人张锦泉在嘉兴城内的张家弄开始叫卖粽子，取名为“五芳斋”，寓意“五谷芳馨”由此翻开了百年老字号的历史篇章
1956	1956 年公私合营，三家“五芳斋”合为一家“嘉兴五芳斋粽子店”
1985	嘉兴五芳斋粽子店进行了首次大规模的翻新改造，梳理和规范了制粽工艺，大大提升了产能
1995	全国首家专业化粽子生产厂-“嘉兴五芳斋粽子厂”投产，实现了工业化、标准化生产
1998	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	五芳斋”荣获“中国驰名商标”称号
2005	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中国驰名商标配送基地
2008	成都五芳斋生产基地竣工投产，黑龙江优质水稻基地、江西靖安野生叶基地建立，主原料实现基地化生产
2009	五芳斋电子商务团队组建，老字号开启了“触网新模式”
2010	五芳斋上海营销总部设立；五芳斋成为 2010 年上海世博会园区餐饮服务供应商之一
2011	五芳斋粽子制作技艺被正式列入国家级非物质文化遗产保护名录
2014	浙江五芳斋通过资本运作方式与武汉五芳斋成功联姻，两家老字号合为一家
2016	启动品牌年轻化战略，同时构建商贸、连锁、电商全渠道新营销模式
2018	五芳斋联手阿里口碑推出全国首家智慧餐厅，五芳斋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	五芳斋全面启动“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；五芳斋作为主要起草单位的粽子国际标准正式立项
2020	升级公司战略，以“守护和创新中华美食”为使命，打造“以糯米食品为核心的中华节令食品领导品牌”。五芳斋数字产业智慧物流园项目、餐饮车间智能化改造项目启动
2021	五芳斋迎来 100 周年，五芳斋新总部大楼落成
2022	五芳斋数字产业智慧园竣工投产。五芳斋在 A 股主板上市

资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司在传承民族饮食文化的基础上不断创新。五芳斋目前已形成以粽子为主导，集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体的产品群；08年分别在黑龙江/江西建立水稻基地/箬叶基地，主要原料均实现规模化自产；截至21年，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，销量大增。22年公司在上交所上市，成为中国粽子第一股。

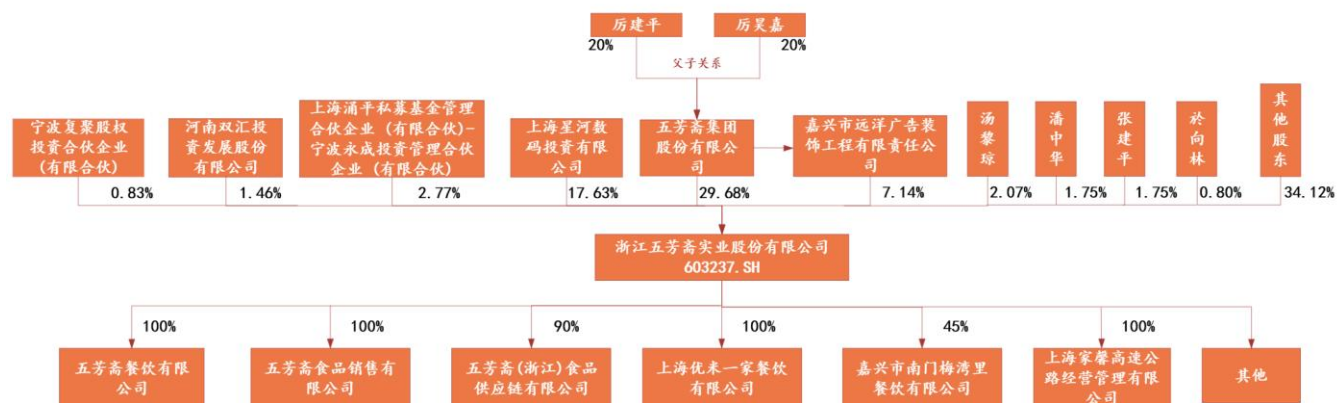
斗志昂扬的年轻化管理层，有利于老品牌适应当前时刻变化的市场竞争。五芳斋的公司管理层整体以70后、80后为主，公司8名高管全部为70后或80后；核心技术人员共4名，其中研发中心总经理、供应链中心总经理和副总经理均为70后和80后。年轻化的管理团队帮助公司实现品牌年轻化及品牌持续增值的目标。五芳斋作为“中华老字号”品牌，将在尊重历史传承的基础上，融入时代精神、与时俱进、开拓创新。

部分老字号企业面临着3大冲突：1是传统管理模式和现代企业制度的冲突，2是股东利益和公司管理层利益的冲突，3是短期利益和长期利益的冲突。

五芳斋较为集中的股权结构叠加年轻化的管理层，有利于解决冲突1；公司本年度刚刚启动的股权激励及其配套的业绩考核目标有利于解决冲突2和3。

股权高度集中，便于高效率展业。截止22年末，五芳斋集团直接持有公司29.68%的股份，并通过嘉兴市远洋持有公司7.14%的股权，为公司第一大股东。公司董事长厉建平和其子厉昊嘉（即公司总审计师）分别持有五芳斋集团20%的股份，为五芳斋集团的实际控制人¹；公司实控人的持股比例较高，便于高效管理和坚决执行公司发展战略。

图1：公司股权结构



注：据公司招股书112页介绍及企业预警通查询，公司第二大股东上海星河数码为沪宁高速、上实集团、上实金控（香港）合资成立的以实业投资、资产管理为主业的公司，穿透实控人为上海国资委。我们判断该投资主要系上实集团基于五芳斋在其沪宁高速服务区的销售情况，看好公司长期发展，作为战略投资者入股公司。据公司招股书113页介绍，第三大股东远洋装饰为五芳斋集团全资子公司。

资料来源：choice，公司22年年报，申港证券研究所

¹ 据公司招股书第41页介绍，五芳斋集团主要股东李政新、朱自强、曹国良、胡小彬4人出具确认函，将其合计持有的五芳斋集团29%的股份在表决时与厉建平、厉昊嘉保持一致，因此厉建平父子可实际控制五芳斋集团69%股份所对应的表决权，是五芳斋集团的实控人。

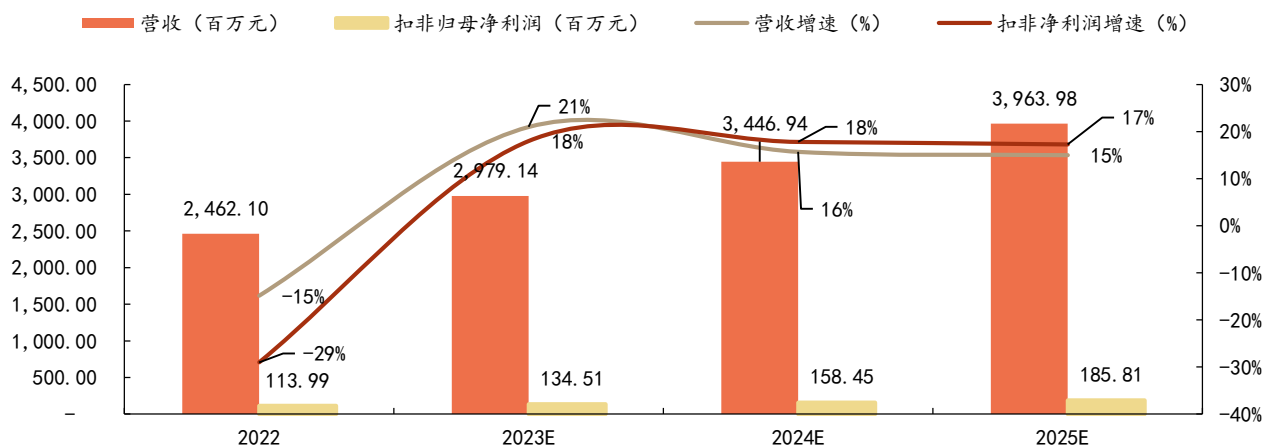
首次股权激励落地，焕发企业活力。公司此次股权激励计划以2023年2月6日为授予日，向公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术（业务）骨干在内的80名激励对象授予2,000,000股的公司A股普通股。

此次股权激励将2023年到2025年的三个会计年度作为考核期，业绩考核要求按照三个解除限售期分为三层，整体来看，我们认为该条件在保障了公司基本的成长能力的基础上，对员工和管理层制定了达成的可能性较高的目标，且授予股价较低，仅21.72元，因此公司管理层和员工有充足的动力努力工作。该激励可以将员工自身利益与公司利益绑定，较好地解决管理层与股东利益不一致的问题。限售解禁条件中对公司收入和利润的考核要求如下：

- ◆ 第一个解除限售期要求2023年营业收入增长率不低于21%，且扣非净利润增长率不低于18%；
- ◆ 第二个解除限售期要求满足下列两个条件之一：（1）以2022年为基数，2024年营业收入增长率不低于40%，且扣非净利润增长率不低于39%；（2）以2022年为基数，2023-2024年两年累计营业收入较2022年增长率不低于162%，且累计扣非净利润增长率不低于158%；
- ◆ 第三个解除限售期要求满足下列两个条件之一：（1）以2022年为基数，2025年营业收入增长率不低于61%，且扣非净利润增长率不低于63%；（2）以2022年为基数，2023-2025年三年累计营业收入较2022年增长率不低于323%，且累计扣非净利润增长率不低于322%。

此次的股权激励计划帮助公司形成良好均衡的价值分配体系，将核心员工利益与公司成长绑定，保障公司发展战略和经营目标的实现。

图2：满足公司限售股票解禁最低条件的营收及利润情况



注：因公司的业绩考核要求只限定了营收及利润增速的最低要求，因此均按照其要求的下限计算。当限售解禁条件为多选一时，我们在每期均选择在当期能满足解禁的较低条件来做预测。因此本图仅用于示意在理论上满足最低解禁条件下的营收及利润情况，并非我们对公司的营收和利润的预测。

资料来源：iFind，23年1月13日公司关于限制性股票激励计划的公告，申港证券研究所

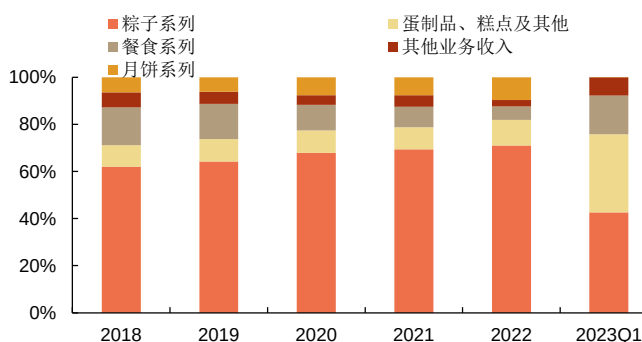
1.2 粽香起于江浙 电商高速发展

在产品方面，近年来粽子仍是对公司收入贡献最大的产品。近年来公司积极探索第二成长曲线，期望将公司打造为中华传统美食的代表，其中月饼业务表现相对较强，我们认为在未来几年，粽子及月饼也将会是驱动公司业绩增长的主要动力。在区域方面，公司对华东的依赖度较高，电商渠道和华北有较快增长，但也应注意部分低利润率渠道对公司整体盈利指标的侵蚀。

公司以粽子为核心主业，粽子对营收和毛利的贡献极高。公司的营业收入主要分布在食品制造业，其中，粽子为公司的核心发展板块。20 年以来，粽子业务在公司营收占比超 70%，21 年为公司创收超过 20 亿元，近 5 年粽子业务对公司的毛利贡献仍呈现提升态势。

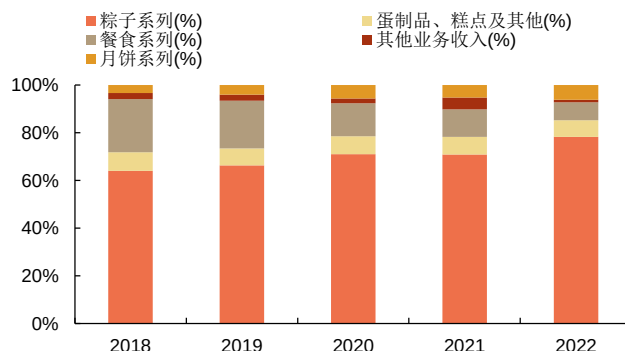
公司着力打造第二增长曲线，月饼、餐食等业务取得较快发展。近年来，随着五芳斋公司规模和版图的扩大，月饼、蛋制品、糕点等业务的营业收入占比也在提高，22 年在面临不利的外部环境时，公司月饼收入仍逆势增长。

图3：营业收入构成（按产品）



资料来源：iFind，申港证券研究所

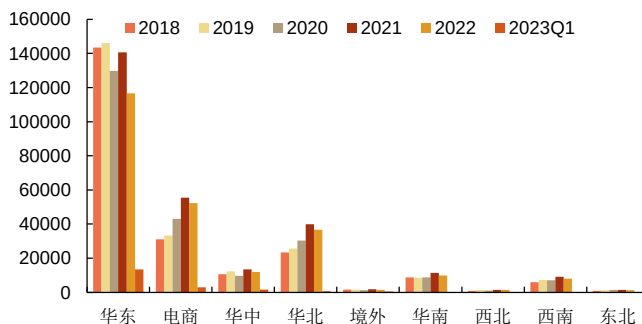
图4：毛利构成（按产品）



资料来源：iFind，申港证券研究所

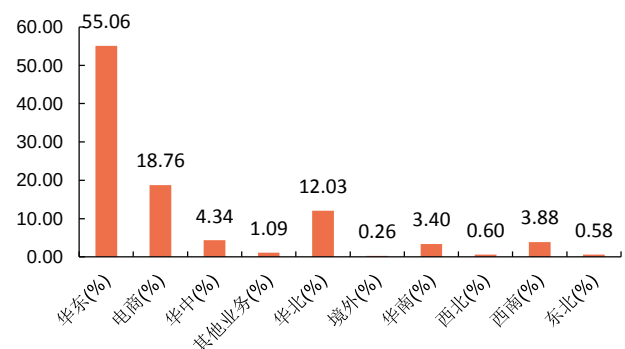
以华东为核心区域，电商渠道高速发展。按地区来看，公司在华东地区的营业收入和毛利率在各年度稳居第一，电商渠道营收和华北地区营收紧随其后。五芳斋已经建立起覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络，电商板块是公司较为重要的销售渠道。五芳斋在经营华东、华北地区业务的同时，也需要扩大其品牌影响力，渗透空白市场，加大对非华东区域经销商和商超的渗透。

图5：营业收入（按地区及渠道，万元）



资料来源：iFind，申港证券研究所

图6：公司 2022 年毛利构成（按地区及渠道）

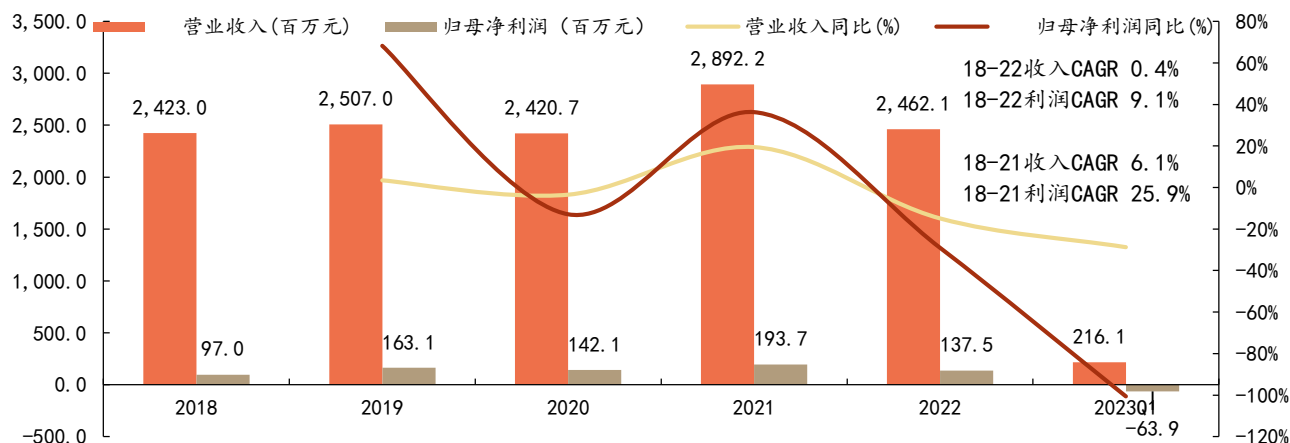


资料来源：iFind，申港证券研究所

1.3 短期扰动难掩长期价值 23 业绩或将释放

整体上收入利润维持增长势头，利润增速显著高于营收。22 年华东地区的公共卫生事件对公司造成了一定影响，因此若以 22 年为参照系，公司收入和利润的增速表现一般，18-22 年收入/利润的 CAGR 分别为 0.4% 和 9.1%、21 年受外部影响相对较小，公司的 18-21 年收入/利润的 CAGR 分别为 6.1% 和 25.9%，维持在较高的增速。

图7：短期因素扰动公司业绩 长期增速仍向好

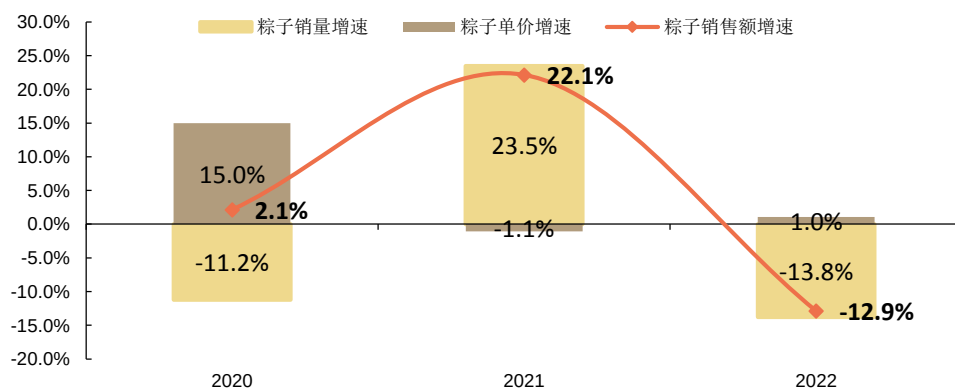


资料来源：iFind，申港证券研究所

公司营收增长的驱动来自哪里？我们进一步拆分：

粽子方面，短期扰动，掩藏了公司粽子业务的实际增长潜力。20 年和 22 年的粽子销售额大幅下挫，均是受销量下滑拖累，我们预计主要因为 20 年和 22 年端午节前粽子销售旺季时外部环境相对不佳。20 年公司提价补量，维持微增，22 年外部短期扰动更为明显，导致粽子整体销售偏弱。但在较为平稳的 21 年，粽子业务即出现较高的销量增长，且在 20 年高吨价基础上能基本维持，说明该粽子业务的实际增长潜力仍在。

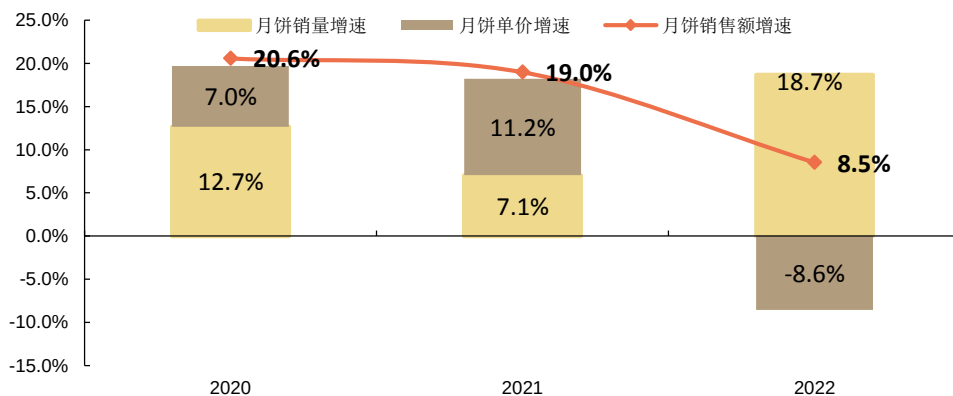
图8：公共卫生事件影响粽子销量 拖累营收



资料来源：公司招股说明书，公司 22 年年报，申港证券研究所

月饼方面，仍表现出较强的增长势头。月饼业务呈现出较强的韧性和较高的增速。一方面因中秋备货时点避开了外部卫生事件，另一方面也说明公司的月饼业务仍处在强势增长阶段。

图9：月饼销售较粽子更具韧性且增速更快



资料来源：公司招股说明书，公司22年年报，申港证券研究所

为了避免仅关注增速而忽略了销售额的真实体量，我们也附上粽子和月饼各项绝对额的拆分如下，便于投资者参考。

表2：公司主营产品的量价拆分

年份	2019	2020	2021	2022
销售额（百万元）				
粽子系列	1,607.7	1,642.0	2,005.3	1,747.2
月饼系列	153.2	184.8	219.9	238.6
销量（吨）				
粽子系列	50,241.5	44,620.5	55,091.3	47,507.3
月饼系列	2,204.0	2,483.2	2,658.3	3,155.3
单价（元/公斤）				
粽子系列	32	36.8	36.4	36.78
月饼系列	69.53	74.42	82.72	75.63

资料来源：公司招股书，公司22年年报，申港证券研究所

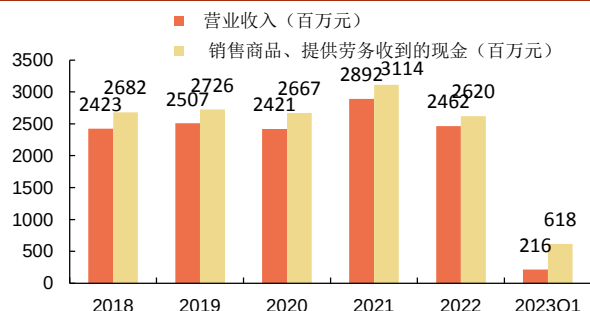
那么 23Q1 的报表端收入和利润大幅下滑作何解释？我们认为这主要来自于暂时性的外部因素扰动及季节性因素影响，公司的内生增长驱动并未受损。参考公司 Q1 部分财务指标，Q2 业绩或将有较强表现。

23 年端午节后置，销售确认延至二季度。23 年端午节在 6 月 22 日，相较于 22 年的 6 月 3 日，端午节后置近 20 天。公司的主营核心业务-粽子属于时令美食，销售季节性非常明显。经销商对产品的生产日期和保质期有一定要求，端午节后置导致经销商提货周期后置变化，23 年一季度确认的营业收入有所下滑。

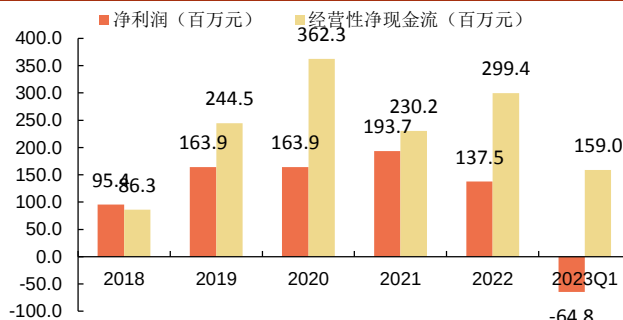
收现比、净现比指标表现优秀，合同负债高增，公司业绩含金量高且蕴含潜力。

近年来，公司销售商品提供劳务收到的现金流均高于其营业收入，公司历史业绩含

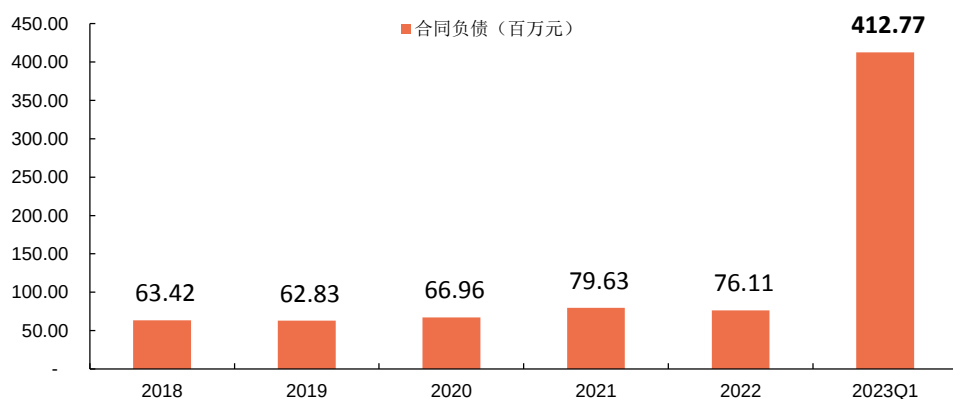
金量很高；23Q1 有高达 6.18 亿的回款仅确认了 2.16 亿元的营收，当期回款有大量待确认为收入的部分，蕴含明显的潜力。截至 23Q1 的合同负债高达 4.13 亿元，是过往各年年末的数倍，为 23Q2 积蓄了大量待释放的业绩。近 5 年来，公司的经营性净现金流显著高于净利润，主要来自折旧摊销对现金回款的侵蚀，我们预计主要来自公司大量直营店铺的房屋建筑物；23 年一季度，公司的净利润为负，而净现金流高达 1.59 亿元，有大量待确认的利润。

图10：营业收入与销售商品提供劳务收到的现金流对比


资料来源：iFind，申港证券研究所

图11：净利润与经营性净现金流对比


资料来源：iFind，申港证券研究所

图12：23Q1 公司合同负债显著高于历史


资料来源：iFind，申港证券研究所

注：因上市较晚，公司未披露 23 年 1 季报，因此无法做 23Q1 的合同负债同期对比。

2. 公司具有显著优于同业的竞争优势

2.1 产品力遥遥领先

行业示范，工艺领先。公司依托粽子、月饼等节令美食，建立了丰富的产品矩阵。在粽子领域，作为中国食品工业协会粽子行业委员会会长单位，凭借传承百年的制作技艺和稳定的产品品质，五芳斋主导了粽子行业标准的制定，填补了国内粽子行业标准的空白，并作为主要提出单位之一起草了粽子国际标准，充分体现了公司的行业地位。

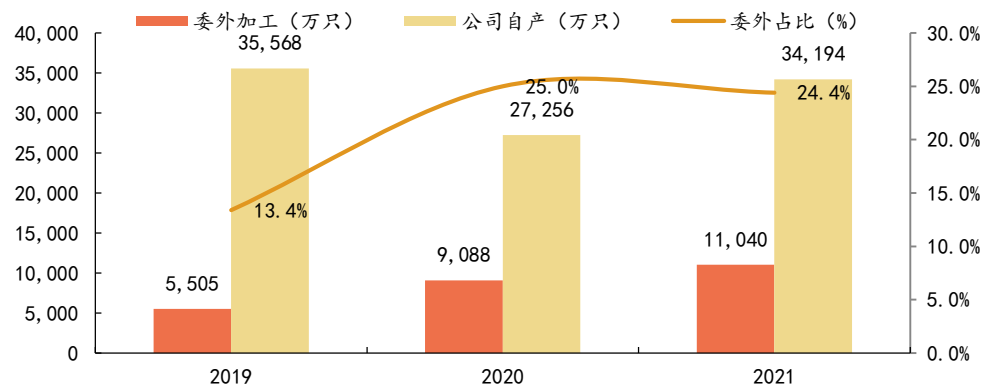
表3：五芳斋具有丰富的产品矩阵

系列	类别
粽子	新鲜粽子、鲜冻粽子、真空粽子、礼盒粽子
月饼	月饼礼盒、糯月饼、现烤肉月饼
糕点	绿豆糕、青团
蛋制品	咸鸭蛋等
其他米制品	小包装米、即食杯装粥类
餐食系列	米饭餐食、汤面、烧麦、馄饨
速冻中式点心	馄饨、汤圆

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

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

产能不足限制成长，亟待扩产打开空间。季节性明显叠加产品需求旺盛，公司面临产能瓶颈。传统节令食品存在明显的季节性特征，端午粽子、中秋月饼、清明青团等在节日前市场需求大，传统节日前为销售旺季。当前公司粽子产线的产能基本充分利用，旺季存在产能不足的问题，需要委外加工以满足销售需求。

图13：公司粽子产能不足仍需委外加工


资料来源：公司招股书，申港证券研究所

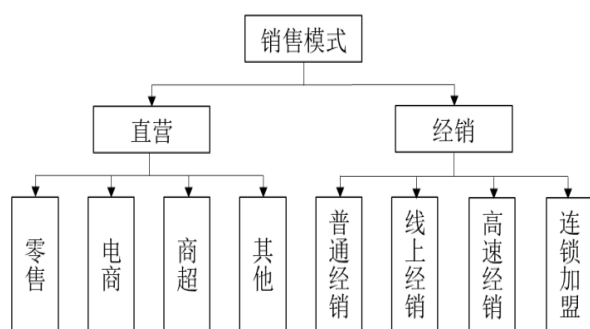
对委外部分的商品，公司采用以销定产控制产量，并严格把控产品品质。产量方面：外协厂商按公司下发计划排产，每日向五芳斋计划管理部上报产量数据，并由五芳斋驻场人员监管复核原辅料用量，且外协厂车间装有监控设施。品控方面：公司品控直接检验发至五芳斋仓库的货物，对于外协厂直发客户的货物则要求其出具出厂检验报告、产品照片及现场检验视频。

2.2 渠道端 直销经销有机互补 线上线下相得益彰

公司建立了直销经销相互补充, 线上线下协调发展的销售网络。其中直销包括零售、电商、商超、其他 4 大渠道, 其中电商为主要渠道, 20-22 年的 3 年间其在总销售额中占比约 30% 左右, 且仍呈现上升态势, 是公司销售额最主要的驱动因素, 受外部环境影响, 经销模式销售额在 22 年有较大下滑, 我们预计 23 年该渠道或有较好的增长。

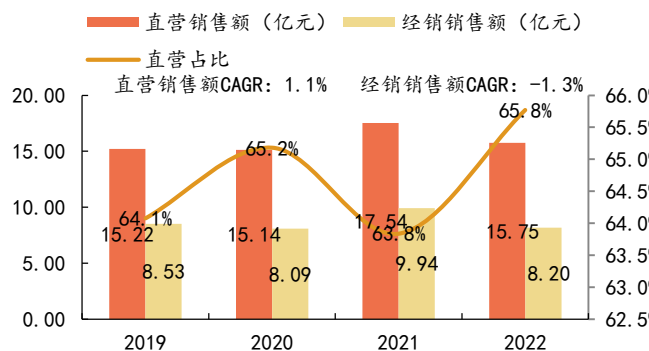
1. 近年来直营仍是五芳斋主要的销售渠道, 据公司招股书及 22 年经营数据公告披露, 近年公司直营销额占比均在 64% 左右且仍呈现了上升趋势, 19-22 年间直销的 CAGR (1.1%) 高于经销的 CAGR (-1.3%)。我们认为直营渠道的毛利率低于经销渠道, 对直营渠道的高度依赖会影响公司利润率的提升, 若经销渠道在 23 年有所恢复, 将有利于公司业绩改善。

图14: 公司直营+经销 线上线下互补的销售网络



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

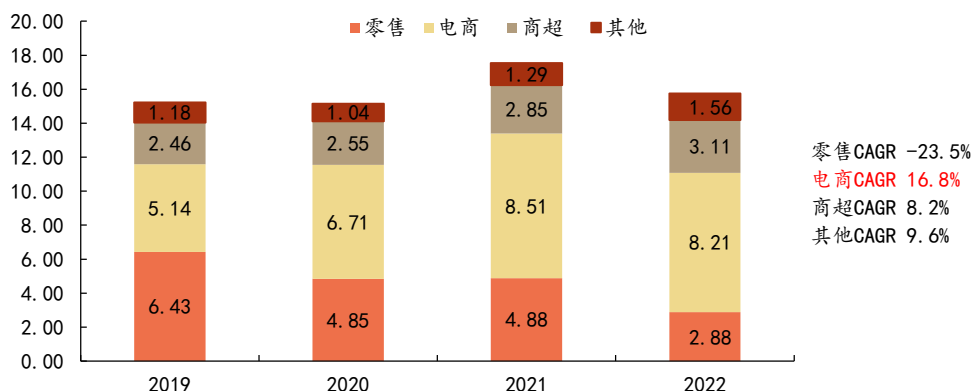
图15: 近年来公司以直销为主要渠道



资料来源: 公司招股书, 22 年经营数据公告, 申港证券研究所

2. 电商的放量驱动了直营渠道的增长。19-22 年间公司直营渠道 CAGR1.1%, 增速较低主要是由于零售渠道明显下滑, CAGR 仅-23.5%, 该渠道的销售额占比由 27.1% 下滑至 12%。电商渠道增速亮眼, 16.8% 的高 CAGR 拉动其成为第一大销售渠道, 至 22 年的占比达到 34%。此外, 商超和其他渠道均有高单位数增长。

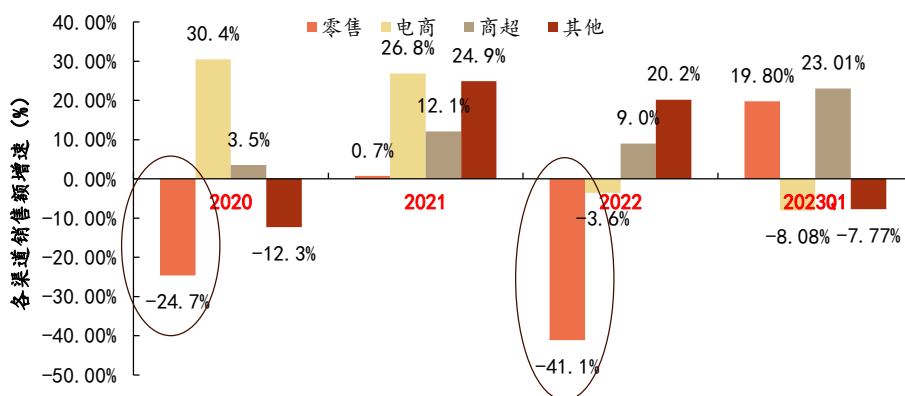
图16: 电商放量驱动着公司直营渠道增长



资料来源: 公司招股书, 22 年经营数据公告, 申港证券研究所

3. 直营渠道中，线下渠道在 23 年或有值得期待的增速。在 19-22 年间，零售/商超两大线下渠道的销售额复合增速虽然不算亮眼，分别为-23.5%/8.2%，但我们认为其主要受外部公共卫生事件的阶段性影响，该判断的依据是 20、22 两年零售渠道增速大幅下滑，恰好对应了卫生形势相对较弱的两年，这两年商超渠道的增速也弱于 21 年。23Q1 以零售和商超为代表的线下渠道增速明显提升，进一步验证了我们的判断。在此基础上，我们推断 23 年的社会生活常态化、需求复苏叠加低基数效应，线下消费渠道在 23 年全年都会有可喜的增速。

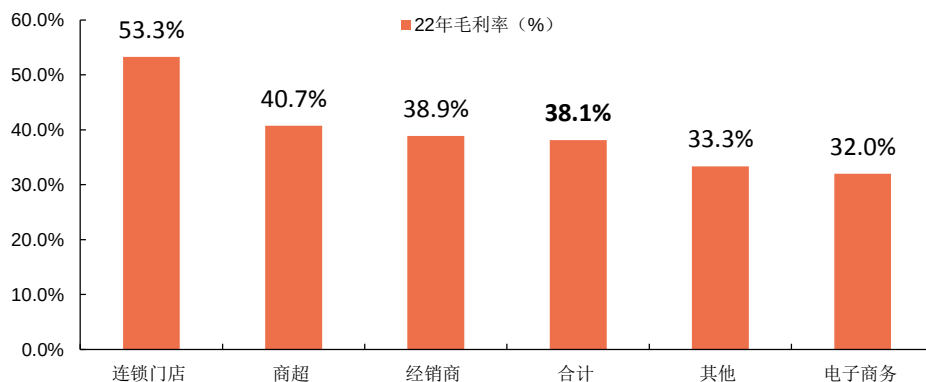
图17：线下渠道增速放缓主要出现在 20 和 22 年



资料来源：公司招股书，公司 22 年及 23 年 1 季度经营数据公告，申港证券研究所

线下渠道，尤其是零售渠道的修复预计也将显著改善公司毛利率水平。据公司 22 年年报，连锁门店渠道的毛利率为 53.3%，显著高于公司整体 (38.1%)。而电商渠道 32% 的毛利率为各渠道最低，这也部分解释了公司毛利率由 18 年的 45% 下滑至 22 年的 37% (即：高毛利的连锁门店渠道增速偏慢，低毛利的电商渠道增速快)。

图18：连锁门店的毛利率显著高于其他渠道



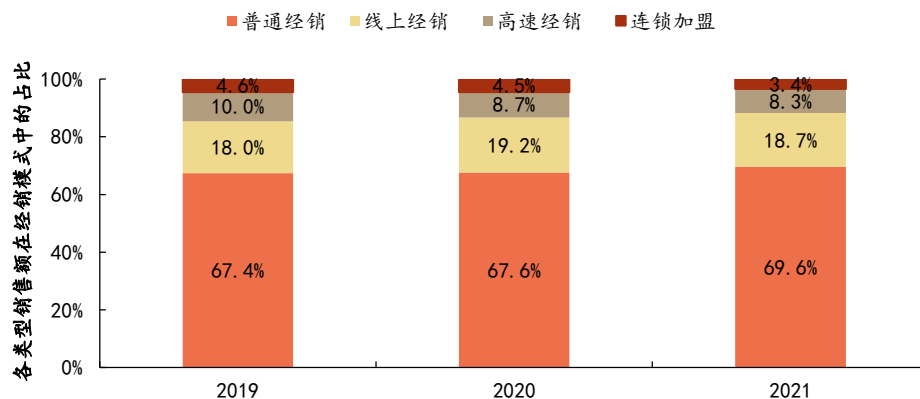
资料来源：公司 22 年年报，申港证券研究所

公司截至 21 年底拥有直营、合营、加盟、经销等方式的各类连锁门店合计 478 家 (招股书披露)，至 22 年底该数字降低至 401 家 (22 年报披露)，我们认为这也解释了前文所述的 22 年零售渠道销售额下滑 41.1% 以及经销渠道销售额下滑 17.5% 的原因。

4. 经销层面，以普通和线上为主。公司的经销模式均为卖断式经销，并分为普通经销、线上经销、高速经销和连锁加盟 4 类。其中，普通经销和线上经销是最主要的

两种模式，据招股书披露，19-21 年上述两种模式合计的销售额在每年均贡献经销销售额的 80% 以上。

图19：普通经销和线上经销是公司最主要的经销模式



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

（注：普通经销主要指经销商与公司签订协议后，按约定区域和渠道销售；线上指线上的渠道商获得授权后销售；高速经销主要指高速公路管理方获授权后在服务区域销售五芳斋产品；连锁加盟指的是经营方获得授权后，在其门店内经营五芳斋产品，并自主经营、自负盈亏。）

在线下门店方面，公司有直销模式的：直营、合营，经销模式的：连锁加盟、经销商门店等多种形式。我们认为合营模式的效率高于直营，是今后直销模式下应当侧重发力的方向，理由如下：

1.合营店的盈利能力略强于直营店。我们依据公司招股书披露的 2021 年直营及合营模式的店铺的数据推算，尽管公司直营店铺的平均单店营收略高于合营店铺，但是盈利能力弱于合营店铺。即使在平均开业时间长于合营店铺 2 年的基础上（直营为 8.7 年，合营为 6.7 年，我们认为这个差距本应帮助直营店铺取得相对更高的客流量、坪效比和盈利水平），仍出现直营亏损而合营微利的情况。

表4：公司直营/合营模式下店铺平均盈利能力对比（2021 年）

	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)	净利润 (万元)	净利率 (%)	开业时间 (年)
直营模式	215.58	-11.55	-14.73	-6.8%	8.7
合营模式	209.01	4.32	3.14	1.5%	6.7

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

2.合营店的坪效显著高于直营店。尽管直营店每天的座流转率略高于合营店，但这很可能是因为其更大的平均单店面积（直营 VS 合营：155 m² VS 104 m²）。尽管直营店创造了更高的人均消费金额，但合营店的每平米营收显著高于直营店 45%。

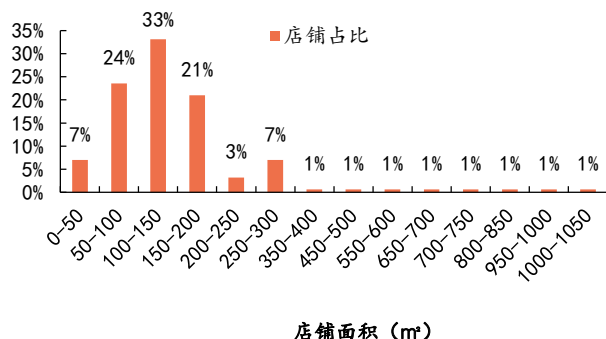
表5：2021 年公司直营/合营模式下店铺平均运营效率对比

	次/座流转率/天	人均消费 (元)	平均面积 (m²)	每平米营收 (万元)	每平米净利润 (万元)
直营模式	4.95	28.49	155	1.39	-0.09
合营模式	4.84	26.42	104	2.02	0.03
合营高于直营的比例	-2.2%	-7.3%	-33.3%	45.4%	

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

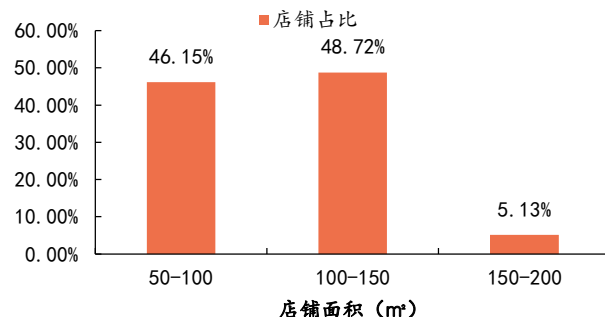
从直营和合营店铺更加细致的对比来看直营店的规模更大，以 50-200 m² 为主，店铺数量占比约为 78%，还有 10% 的店铺为 200-300 m² 大店，而约 95% 的合营店面积在 50-150 m²。直营店铺的开业历史较长，以 8 年左右居多，此外还有不少 10 年以上的老店；而合营店铺主要集中在 6-7 年之间。

图20：公司存在大量大面积直营店铺



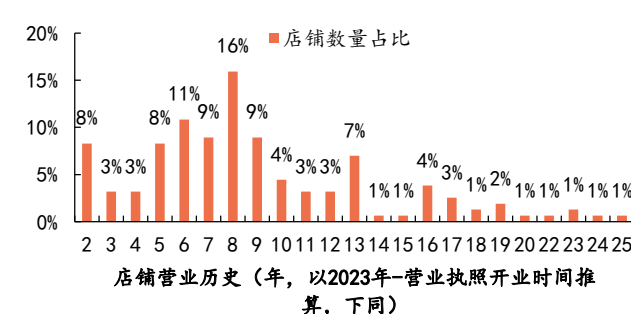
资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

图21：公司合营店铺面积分布合理 整体小于直营店铺



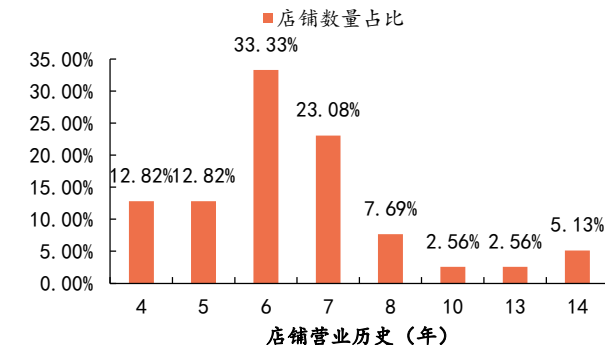
资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

图22：公司直营店铺历史分布分散 存在大量老店



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

图23：公司合营店铺历史整体短于直营店铺

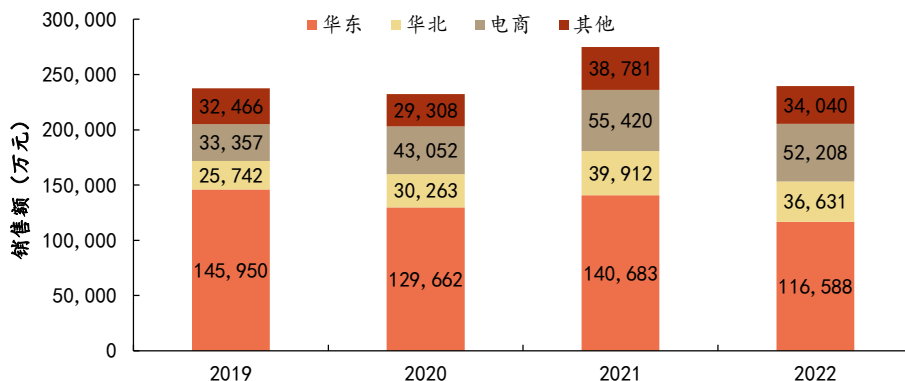


资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

区域占比：华东占比仍大，电商增速明显

从公司销售额的区域分布来看，公司仍高度依赖华东区域市场，近年来华东区销售额在公司整体的占比一般在 50% 以上。即使在较为特殊的 22 年，华东区域销售额下滑较快，该占比仍然高达 48.7%。我们预计华东仍是公司最重要的销售区域。

图24：公司高度依赖华东市场

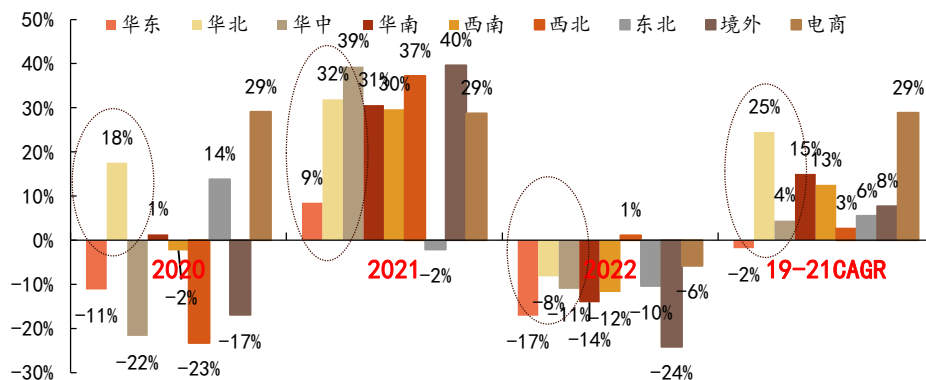


资料来源：公司招股书，公司22年经营数据公告，申港证券研究所

华北区域的增长也值得关注。自19年以来，华北就是公司的第二大销售区域（不计算电商渠道），且近年来实现了显著快于公司整体水平的增长，19-21年间的复合增速达到25%，22年面临外部影响因素，华北区域销售额略降8%，但仍好于公司整体增速，其在公司销售额的整体占比在22年进一步提高到15.3%。

电商渠道是公司增速最快的一部分。19-21年间，公司电商渠道CAGR高达29%，在22年外部不利环境中销售额同比略降6%，但在公司销售额的份额仍微升，至22%，与华东市场的份额差距进一步缩小。

图25：华北区域增速整体上高于其他线下区域



资料来源：公司招股书，公司22年经营数据公告，申港证券研究所

2.3 百年品牌 香飘四海

百年品牌五芳斋创始于1921年，是全国首批“中华老字号”企业，也是粽子行业标准的制定者。公司在《中华老字号品牌发展指数》中位列第六名，食品餐饮类第一名²。公司的“五芳斋”粽子制作技艺被收录为第三批国家级“非遗”名录。在艾媒咨询发布的端午粽子排行榜中，公司在20-22年连续三年荣登榜首。

² 《中华老字号品牌发展指数》，阿里研究院、北京大学光华管理学院，2018年9月。

表6：公司在行业内获得多项荣誉

序号	荣誉	年度	授予单位
1	中华老字号	1993	中国国内贸易部/中国商务部
2	原产地标记产品——嘉兴粽子（五芳斋）	2003	中国质监局
3	中国驰名商标	2004	中国工商局商标局
4	农业产业化国家重点龙头企业	2005	中国农业部
5	浙江省十大特色农产品品牌	2006	浙江省工商局
6	国家级非物质文化遗产——五芳斋粽子制作技艺	2011	中国国务院公布、中国文化部颁发
7	全国主食加工工业示范企业	2014	中国农业部
8	浙江省绿色企业	2014	浙江省经信委、浙江省环保厅
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、安徽省、浙江省、上海市食品工业协会
13	金牌老字号	2020	浙江省老字号企业协会等
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——芳粽满足礼	2020	浙江省消协、浙江省品牌联合会
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委员会
17	浙江特色伴手礼——五芳九州礼盒	2021	浙江省消协、浙江省品牌联合会
18	浙江省服务型制造示范企业	2021	浙江省经济和信息化厅
19	2021 年度中国餐饮品牌力百强	2021	中国餐饮品牌节组委会等

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

注：因篇幅所限，授予单位的名称采用简称

2.4 供应链保障产品品质

公司在黑龙江宝清/江西靖安分别建立了稻米基地/野生箬叶基地，并在嘉兴和成都建立生产基地，构成了五芳斋食品制造和物流配送的两大中心，保障公司产品品质和供应链安全。

公司拥有规模化生产的优势，且实现了高品质的原料供应。拥有嘉兴、成都两大生产基地，是行业中生产规模最大的粽子专业生产基地之一，拥有从生产、加工、仓储、物流配送完整的产业链。凭借规模化的生产，公司对原料品质也有强于行业的管控水平。

- ◆ 糯米：公司制作粽子的糯稻米主要来自于黑龙江宝清、五常等优质稻米出产地，产地生态环境较好，且供应稳定。
- ◆ 馅料：公司与优质的肉类供应商合作，选用东北大红袍赤豆、罗田板栗等优质品种。
- ◆ 粽叶：公司选用当年生且在夏至后立秋前采摘的“伏箬”，限定粽叶的宽度、长度、含水量等指标，从源头保障了产品品质。

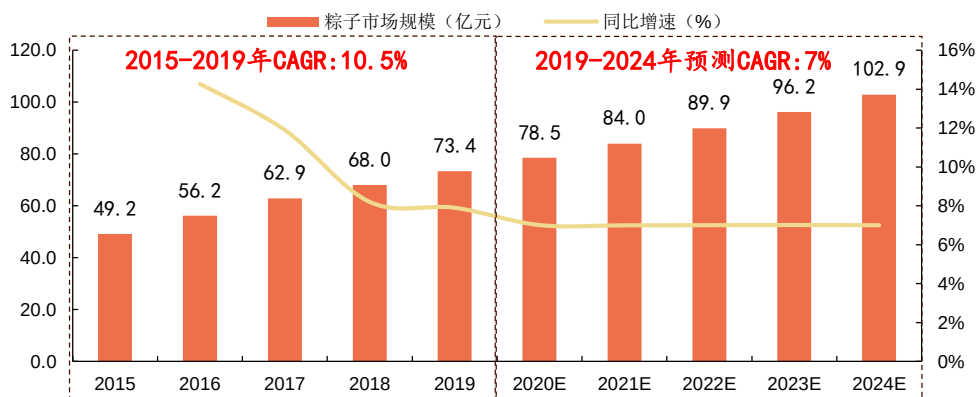
3. 行业分析

3.1 粽子 行业集中度提升逻辑下 利好行业龙头

3.1.1 行业空间：百亿赛道 行稳致远

粽子的行业空间持续、稳定地增长，行业内多数公司有望受益于该趋势，获得一定的发展。据公司招股书统计口径，2015-2019 年间的我国粽子行业市场规模的 CAGR 超过 10%。粽子是中华传统美食的代表，吃粽子是每个中华儿女的习俗与文化，不易被轻易颠覆。而受益于其口味独特、品类多样的特点，粽子也越来越由传统节令食品演变为日常的方便食品，尤其在江浙沪地区，粽子已经开始成为重要的早餐主食品种。随着人们生活节奏的加快，粽子作为早餐的风潮有可能进一步向全国传播。因此，我们预计粽子行业可能仍将保持较为稳定的增长势头。按照公司招股书中引用江南大学范大明等人的预测³，中国粽子行业的市场规模将在 24 年突破百亿元。

图26：粽子行业市场规模持续增长



资料来源：公司招股说明书，《重视传统食品行业发展让中国的传统食品焕发新生命》 中国食品 2020 年 3 月，申港证券研究所

3.1.2 竞争格局：市场集中度有望快速提升 竞争格局优化或快于啤酒行业

粽子行业在竞争格局和生命周期方面呈现一些特点：

- (1) 行业内大型企业较少，以中小企业为主，且存在大量小作坊起家的微型企业；
- (2) 全国性品牌较少，区域性品牌突出；
- (3) 行业内存在大量生产技术和设备较为落后、产品标准不完善、质量控制水平偏低的企业。我们判断：粽子行业仍处在市场集中度加速提升期、区域品牌全国拓展期、行业标准及技术升级期。

粽子行业的上述特点与我国啤酒行业 30 年前的阶段较为相似。啤酒行业的发展历程值得粽子行业者学习借鉴，而啤酒行业经历的残酷竞争也值得粽子行业吸取教训。

³ 《重视传统食品行业发展，让中国的传统食品焕发新生命》，范大明 江南大学，刘振宇 中国商业联合会，食品前沿研究，2020 年 3 月。
敬请参阅最后一页免责声明

参考啤酒行业的发展路径，我们认为粽子行业可能存在以下发展趋势：

- ◆ 区域性品牌的全国化，预计行业集中度预计也将随着并购热潮启动而提升。
- ◆ 在企业并购大潮中，具有先发优势的企业，其领先幅度可能越来越大。这类先发优势包括：较高的品牌知名度、较强的资本实力及股东背景、较强的质量管控与经营管理水平
- ◆ 从竞争优势角度而言，产品力、渠道力、品牌力三者都很重要，但是在不同阶段发挥的作用不同。渠道力是全国化初期迅速提升铺市率、实现扩张的关键，产品力是公司与同业竞争中不掉队的基础，而品牌力是贯穿全过程，并在全局扩张中后期提升竞争力的保障。

此外，当前阶段的粽子行业与 30 年前的啤酒行业也有一些差异，比如：（1）**销售半径更大**：啤酒因其单价较低、玻璃瓶回收、保质期偏短等特性，存在明显的销售半径局限，多为本省甚至本市销售。而粽子因其采用的真空包装可以实现更长的保质期，包装较轻、没有回瓶之忧，所以预计销售半径会大于啤酒。（2）**饮食习惯的形成和消费者教育成本不同**：啤酒本身是一种舶来品，较早时期中国人基本没有喝啤酒的习惯，在此之后中国啤酒产量也很低，在 80 年代左右中国啤酒产量上升，才逐渐培养起中国人的啤酒消费习惯。而粽子作为有着千年历史的中国传统美食，早已被消费者所熟知和接受，可以跳过消费者教育的阶段。（3）**品牌认可度更高**：国内的主要啤酒品牌中，仅青岛啤酒具有较长的历史，被消费者所熟知，其他诸如华润雪花、百威啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒等皆是通过渠道铺设和营销手段建立的消费者认可；而粽子行业的五芳斋、稻香村等品牌历史悠久，早已为广大中国消费者所熟知。

考虑到上述差异，我们认为啤酒行业的 30 年全国化进程，在粽子行业会大为缩短，粽子行业的市场集中度提升进程可能会大大快于啤酒行业。

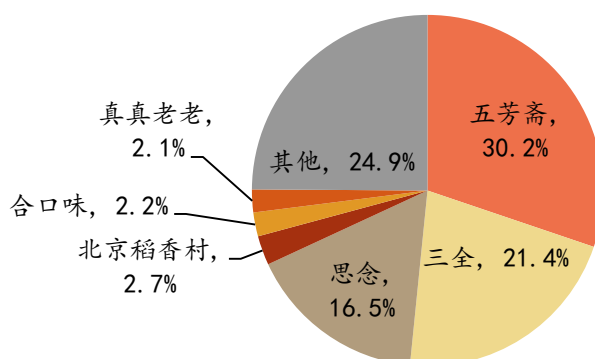
3.1.3 作为行业龙头 五芳斋或将迎来高速发展期

我们认为：在粽子行业市场集中度快速提升的过程中，五芳斋或有望取得显著高于行业的增速，迎来快速发展的机遇期。主要基于如下理由：

1. 在集中度偏低的粽子行业，五芳斋的市占率遥遥领先，其先发优势有望进一步扩大。线上方面：据魔镜市场情报统计，2021 年粽子市场 CR5 为 47%，其中五芳斋的市场份额高达 37%，远超其他品牌。线下方面：据公司招股书引用全国连锁店超市信息网的数据，2019 年端午节期间商超渠道粽子销售前三名的品牌及其在商超渠道的市占率分别为五芳斋（30.2%）、三全（21.4%）、思念（16.5%）。上述 3 个品牌在线下商超渠道的市占率超过 65%，此外没有市占率超过 3% 的品牌。

图27：五芳斋等品牌的粽子市占率较高⁴

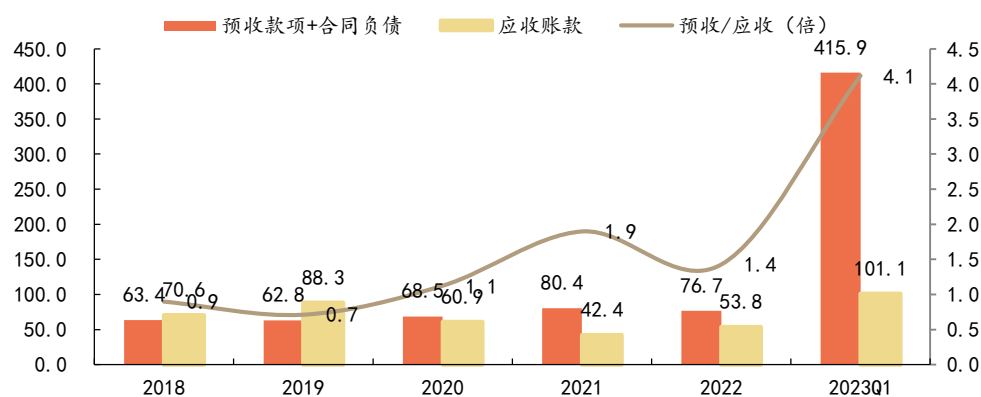
2019年端午节期间商超渠道粽子品牌占有率



资料来源：公司招股说明书，《重视传统食品行业发展让中国的传统食品焕发新机》 中国食品 2020，申港证券研究所

该先发优势的增强也在公司对下游占款情况中得到了印证。近年来公司的预收款项的增速明显超过了应收账款，且 20 年起预收款规模已经超过了应收款规模，说明公司对下游的占款能力显著提升。近年来公司的预收款在同期营收的占比处在上升趋势中，随着公司规模增加，其在于下游客户的商业活动中处于越来越强势的地位⁵。

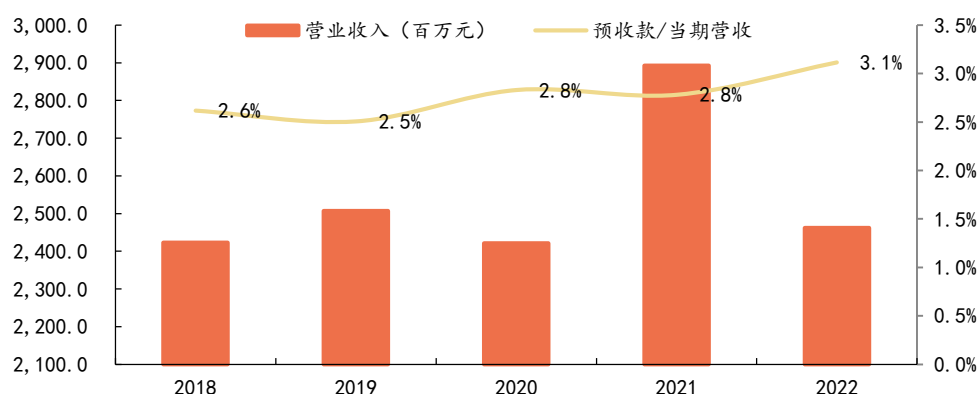
图28：公司对下游客户具备议价占款的能力



资料来源：iFind，申港证券研究所

⁴ 数据引用自公司招股说明书 162 页，招股说明书披露该数据来源为《重视传统食品行业发展让中国的传统食品焕发新生命》，中国食品，2020。

⁵ 因公司对经销客户（经销商为主）和直销客户（消费者为主）的占款难易程度不同，更细致的分析思路应当首先考察公司下游直销/经销的占比。但是，考虑到公司近年来直销比例稳定在 65% 左右（见前文图表说明），该稳定比例可以帮助我们避免该问题的扰动，直接采用公司的应收与预收款的比例分析公司在上下游的地位。

图29：公司对下游的占款能力有所提升


资料来源：iFind，申港证券研究所

2.五芳斋具有粽子行业领先的品牌认可度，这在区域性品牌全国化扩张的阶段是至关重要的。据艾媒金榜 2020-2022 年近 3 年统计的 3 次中国粽子品牌排行榜，相比第二、第三名竞争对手座次的频繁变化，五芳斋连续 3 年高居榜首，公司在粽子赛道的领先优势明显。对于食品加工企业而言，品牌与食品安全与品质有一定挂钩性，强大的品牌力有助于食品制造企业获得消费者的信赖。同时，品牌认知度的提升是一个长期过程，需要企业多年的经营积累，因此对新进入食品制造企业构成明显的壁垒。

表7：粽子品牌排名及金榜指数情况

	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名
2020	五芳斋 (96.3)	北京稻香村 (94.5)	真真老老 (92.6)	知味观 (90.3)	三全 (87.2)
2021	五芳斋 (98.9)	真真老老 (94.2)	知味观 (93.5)	稻香私房 (92.6)	广州酒家 (91.1)
2022	五芳斋 (94)	稻香村 (78.7)	知味观 (78.7)	三全 (78.6)	红船 (78.3)

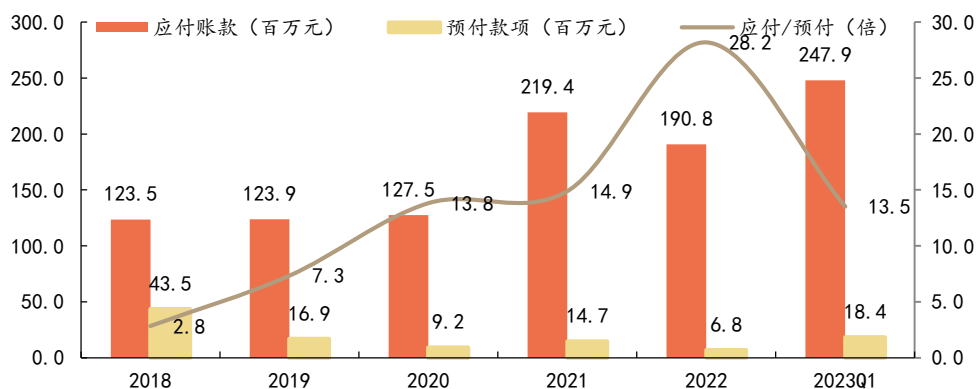
注：数据引用自艾媒咨询旗下的艾媒金榜，据艾媒咨询介绍：艾媒金榜采用大数据评价模型计算赋值，通过对企业综合实力、线上电商平台销售、全网媒体传播态势、用户口碑调研、分析师团队评价等 5 个一级指标核算生成。

资料来源：公司招股书，艾媒金榜《2022 年中国粽子品牌排行榜 Top15》、《2021 年中国粽子品牌线上发展排行榜单 TOP10》、《2020 年端午节中国粽子品牌排行榜单 TOP10》，申港证券研究所

3.高市占率进一步为五芳斋带来规模经济优势，有利于降低成本，提高原材料品质。相较同业，五芳斋更高的市占率和销量意味着更大的生产规模、采购规模，这也会给公司带来原材料集中采购的优势。

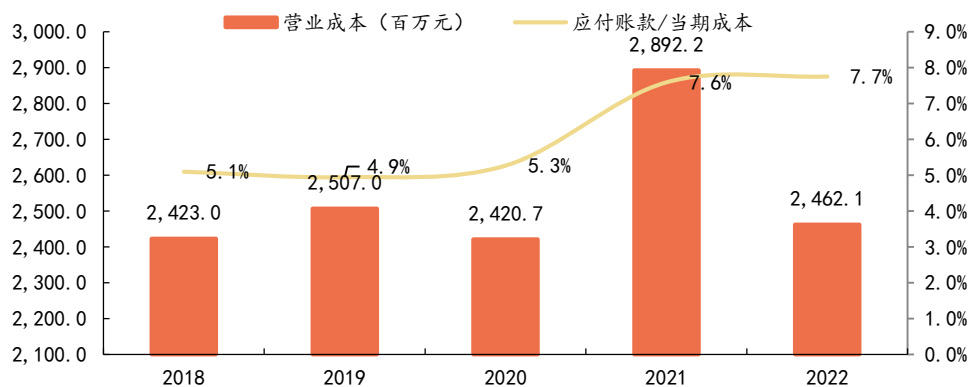
(1) 公司可以依托更大的订单量，与上游供应商谈判过程中具备更强的议价权。我们可以从公司对上游供应商的占款能力及被占款的情况对比，来论证这一观点：近年来，公司的应付账款远高于同期的预付款项，且二者之比呈现明显上升的态势（如下图），说明公司对上游供应商保持着强势地位，且该优势在持续提升。应收账款在同期的营业成本的占比也有所提升，公司可以在无额外财务成本的前提下利用经营杠杆提高经营效率。

图30：公司对上游供应商地位强势 占款远超被占款



资料来源：iFind，申港证券研究所

图31：随着规模增大 公司对上游占款能力仍在提升



资料来源：iFind，申港证券研究所

（2）由于需求量大而稳定，公司也得以有机会自建供应链体系，实现更高的质量把控水平。据招股书介绍，公司在黑龙江宝清建立了稻米基地，在江西靖安建立了野生箬叶基地，在嘉兴、成都建立了生产基地，形成五芳斋食品制造和物流配送两大中心。

3.2 月饼 行业重回增长

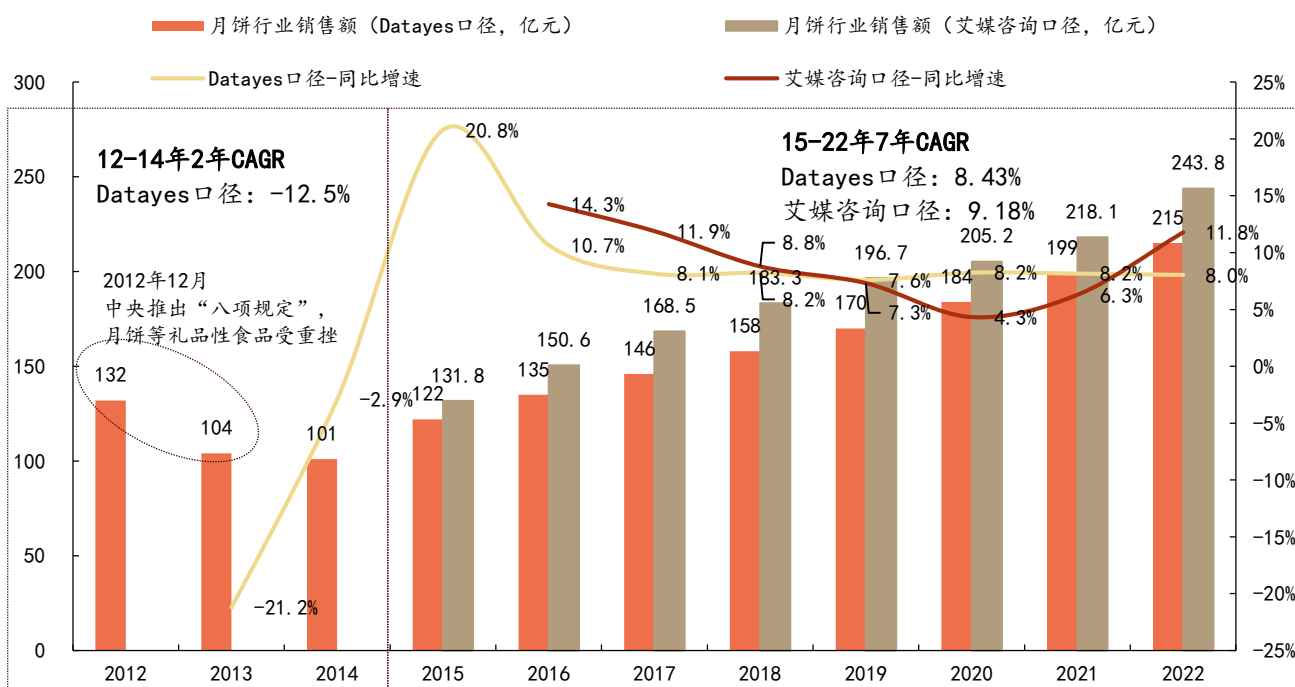
3.2.1 行业空间持续增长

量价齐升共同驱动了月饼行业较快增长，行业空间复合增速在 9% 左右。近年来，月饼行业整体上呈现持续增长的势头，按照 Datayes/艾媒咨询的统计口径，行业销售额近 7 年的 CAGR 分别为 8.4%/9.2%，行业增长势头良好。

12-14 年间，月饼行业规模明显收缩，期间 CAGR 为 -12.5%，预计主要受 12 年底中央推出的“八项规定”影响。据中国食品工业协会预计，2013 年，以月饼、粽子为代表的礼品性食品行业总体销售额下降约 40%。

经历近 3 年的调整，月饼行业重回良性健康增长。自 15 年以来，行业销售额逐年增加，至 22 年已达到 220 亿元左右。

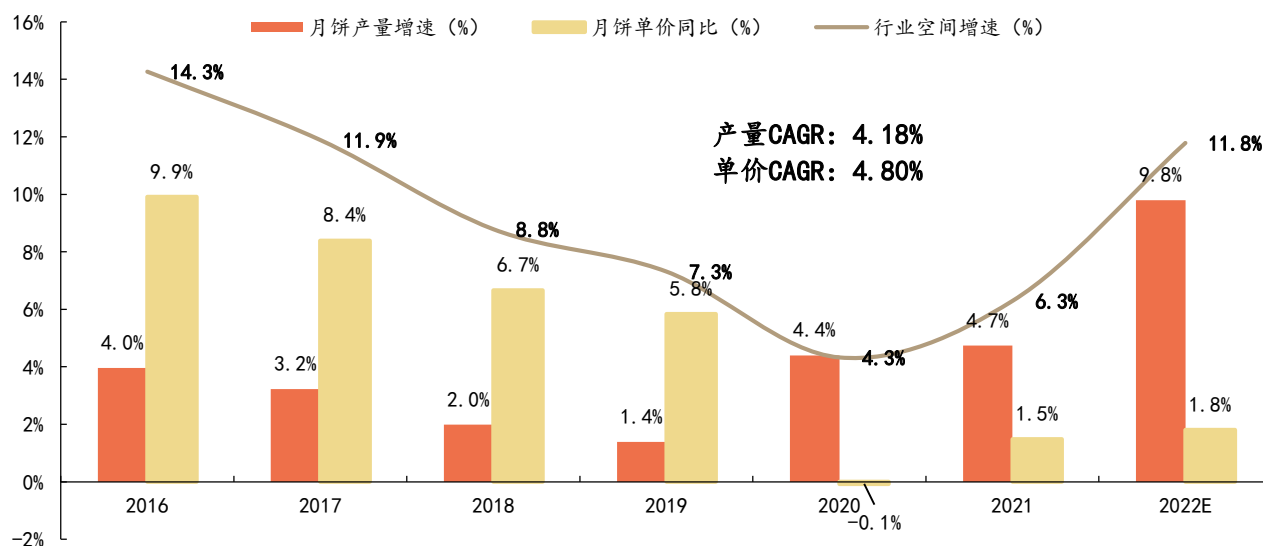
图32：月饼的行业空间自 2014 年以来持续增长



资料来源：Datayes，澎湃新闻-钛媒体《月饼产量将达到43.7万吨，一文读懂月饼行业生意经》，艾媒咨询，中国政府网，申港证券研究所

从增长的量价拆分开来看，近年来月饼行业处于量价齐升的良好势头，2015-2022 年间产量/单价的 CAGR 分别为 4.2%/4.8%⁶。其中，16-19 年行业增长主要受价格驱动，2020-2022 年行业增长主要由销量驱动。

图33：量价齐升共同驱动了月饼行业空间的增长



资料来源：澎湃新闻-钛媒体《月饼产量将达到43.7万吨，一文读懂月饼行业生意经》，艾媒咨询，申港证券研究所

⁶ 我们未能找到我国月饼销量的数据统计，考虑到其短保属性，预计全行业的产量约等于销量，因此以产量数据代替销量做分析。

月饼行业量价齐升的增长驱动是什么？我们认为有下列原因：

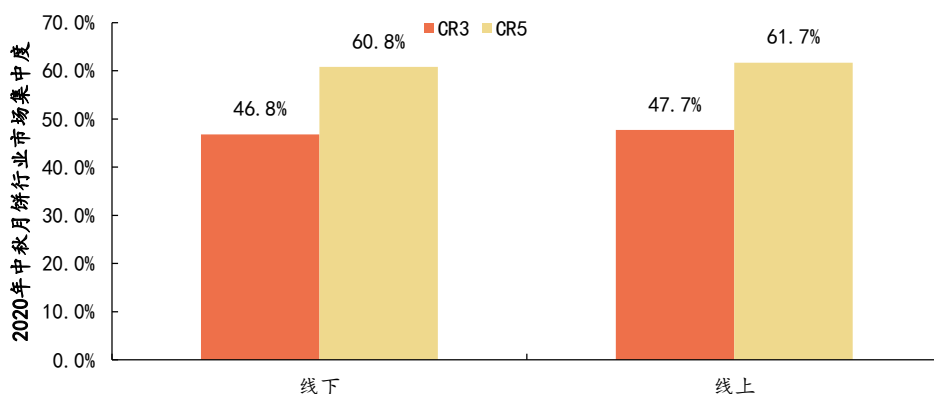
（1）月饼在需求上的刚需属性。月饼作为中国传统糕点，有着团员、美满、和睦等美好的寓意，购买月饼赠送亲友也是中秋节中国人重要的传统文化习俗。节令食品和馈赠礼品的双重属性构成了其较为稳定的需求。

（2）生产企业不断创新月饼的口味、口感、产品形式，并根据消费者偏好积极调整。如月饼原料上的创新（火腿、牛肉、坚果等）、月饼产品创新（糯皮、流心、急冻水果馅等）。

3.2.2 竞争格局：头部市占率相对较高 预计集中度将进一步提升

月饼行业集中度相对较高，据前瞻产业研究院整理自 iiMedia Research 数据，20 年中秋，我国线下/线上月饼销售 CR3 分别达 46.8%/47.7%，线下/线上 CR5 分别为 60.8%/61.7%。

图34：月饼的市场集中度相对较高

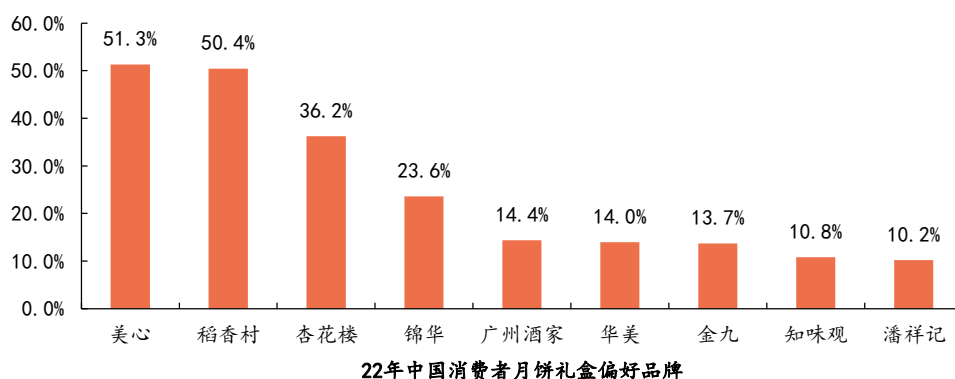


资料来源：前瞻经济学人《洞察 2021：中国月饼行业竞争格局及市场份额》陈丽荣 2021，iiMedia Research，前瞻产业研究院，申港证券研究所

我们预计中国月饼行业的集中度将会进一步提高，原因如下：

（1）消费者对食品安全质量的要求越来越高，国家对食品质量的监控力度将越来越大。（2）大型企业有着成熟的品牌运作经验和销售渠道，有更强的渠道议价能力和更强的抵御市场风险的能力。（3）据艾媒咨询调研，消费者更倾向于购买美心、稻香村、杏花楼等大品牌的月饼礼盒。

图35：大品牌月饼更受消费者青睐



资料来源：艾媒网《2021年中国月饼市场发展趋势分析：规范化、点心化》，艾媒数据中心(data.iimedia.cn)，申港证券研究所

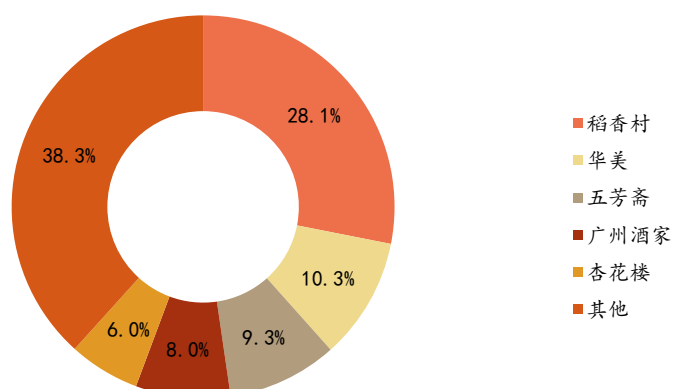
3.2.3 五芳斋月饼业务的增速或将超过行业平均

参考前文所述，近年来月饼行业空间的复合增速基本在高个位数水平，量价拆分基本是各占一般的增长。我们认为公司月饼业务的增速或将超过行业平均水平。主要是因为：

1.公司的产品认可度较高，但整体定位偏低，存在充分的提价空间，其价格增速很可能快于行业。五芳斋作为中华老字号品牌，在消费者心目中有着较强的品牌认可度，在艾媒咨询对20年月饼线上销售额统计中，五芳斋已经可以排名行业第3名，也印证了消费者的认可。但上图中消费者对月饼礼盒偏好中，五芳斋却未能入选，说明五芳斋月饼整体定位偏低，尽管取得了不凡的销售额，但在礼盒市场仍有较大进步空间。随着公司月饼业务的快速发展，其产品价格和定位预计也将有所提升，因此我们预期其价格增速将高于行业。

图36：五芳斋月饼线上销售额已跻身行业前3

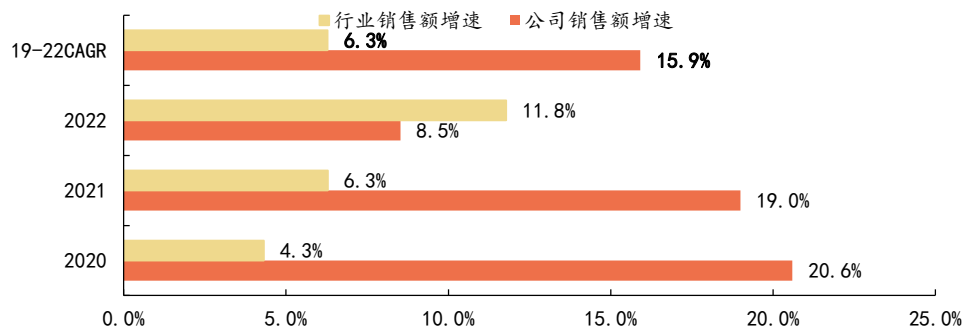
20年中秋月饼线上销售份额



资料来源：艾媒网《2021年中国月饼市场发展趋势分析：规范化、点心化》，艾媒数据中心(data.iimedia.cn)，申港证券研究所

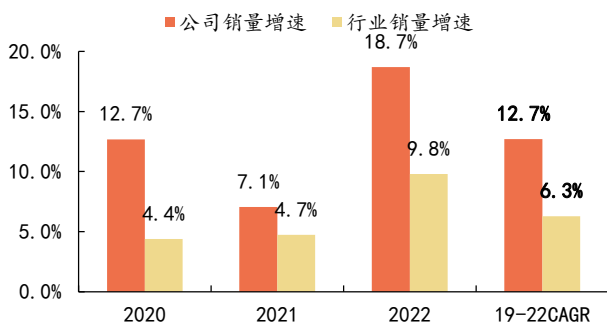
2.近年来公司月饼业务无论销量还是单价，均明显保持增长且该增速均高于行业。我们认为该趋势反映了公司月饼业务强于同业的竞争力，且该趋势大概率将延续。

图37：公司月饼销售增速显著高于行业



资料来源：公司招股书，22 年年报，澎湃新闻-钛媒体《月饼产量将达到 43.7 万吨，一文读懂月饼行业生意经》，艾媒咨询，申港证券研究所

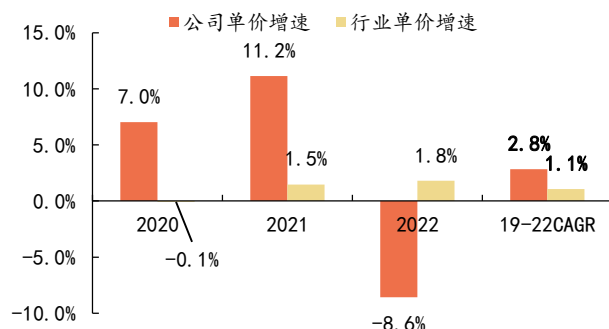
图38：公司月饼销量增速远超行业平均



资料来源：公司招股书，22 年年报，澎湃新闻-钛媒体《月饼产量将达到 43.7 万吨，一文读懂月饼行业生意经》，艾媒咨询，申港证券研究所

注：如上文脚注所述，因未能查询到行业的销量数据，此处为依据产量数据推算的近似值

图39：公司月饼提价速度快于行业



资料来源：公司招股书，22 年年报，澎湃新闻-钛媒体《月饼产量将达到 43.7 万吨，一文读懂月饼行业生意经》，艾媒咨询，申港证券研究所

4. 盈利预测与估值

营收方面：预测 23E 粽子业务营收增速为 30%，此后几年回到 15%左右的水平。

假设思路：（1）低基数效应。22 年端午节为 6 月 3 日，预计粽子备货一般为端午节前 2 个月左右，22 年粽子旺季恰恰遭遇华东地区公共卫生事件，因此预计存在明显的低基数效应。据此预测 23E 的同比增速假设略高一些，此后增速回到正常假设。（2）参考历史水平。尽管 23 年给予 30% 的表观增速看似很高，但若分别以 19/21 年作为基期，计算自基期至 23E 的收入 CAGR，则分别为 9%/6.4%，均为合理水平且符合历史趋势。作为对比参考，公司 18-21 年间粽子业务的营收 CAGR 为 10.1%，以此为参考，我们认为公司近几年间在常态化情况下，粽子业务的营收增速为高个位数是合理的。（选取 18-21 年作为基期是因为：公司公开披露的粽子业务营收自 18 年起，而 21 年为近年来受公共卫生事件影响相对较小的年份，该数据可以近似作为公司常态化时的销售额参考）

未来几年月饼业务的营收增速预测为 15%-18% 之间，这主要是参考公司近几年的月饼业务增速水平，结合公司将月饼作为第二增长曲线的开拓态度。蛋制品糕点及其他业务的增速预测逻辑与此类似，不再赘述。餐食业务的营收增速在 23 年预测较高，主要是考虑到 22 年低基数效应及 23 年复苏的影响，体现在销售额水平较 22 年有较大改善，但预计仍低于 21 年水平。

成本及毛利率方面，预测粽子毛利率在 23 年有所提升，主要是由于尽管 23 年糯米价格较高，但 23 年猪肉及包材价格回落，利好公司成本管控。

表8：公司盈利预测主要指标

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
收入预测（百万元）									
粽子	1,502	1,609	1,644	2,008	1,747	2,271	2,635	3,030	3,394
月饼	155	153	185	220	239	282	329	384	445
餐食	390	372	265	252	141	198	257	296	337
蛋制品糕点及其他	220	241	229	268	268	294	324	356	392
其他业务	156	132	98	144	67	88	114	148	193
收入增速（%）									
粽子		7%	2%	22%	-13%	30%	16%	15%	12%
月饼		-1%	21%	19%	9%	18%	17%	17%	16%
餐食		-4%	-29%	-5%	-44%	40%	30%	15%	14%
蛋制品糕点及其他		10%	-5%	17%	0%	10%	10%	10%	10%
其他业务		-16%	-26%	48%	-53%	30%	30%	30%	30%
成本预测（百万元）									
粽子	801	854	879	1,121	1,026	1,261	1,475	1,712	1,934
月饼	118	107	124	155	181	211	245	284	328
餐食	145	144	117	108	72	91	121	142	165
蛋制品糕点及其他	135	159	147	176	203	221	243	267	294
其他业务	128	103	76	82	57	74	97	126	164

资料来源：iFind，申港证券研究所

期间费用主要为销售费用，预测 23 年期间费用率较 22 年略有提升。理由是 22 年受外部公共卫生事件影响，公司营销活动无法正常开展，销售费用率下降至 21.9%，但 18-21 年公司销售费用率均在 27%-32% 之间，尽管随着公司营收的增长，销售费用率整体存在着下滑的趋势，但是骤降至 21% 左右也是不符合常态的。综上，我们预测公司 23-25 年的归母净利润分别为 2.1 亿元、2.6 亿元、3.1 亿元。

估值方面，参考同业可比公司的业绩增速及估值水平，我们给予公司对应 23 年预测业绩 28X 的目标 PE。理由是：公司 23 年业绩增速预测高于中信休闲食品行业中位数，但对应的市盈率远低于行业中位数。与公司业绩增速接近的同行业其他公司，同期的市盈率水平也多数高于五芳斋，因此我们认为五芳斋当前估值水平偏低，对应 23 年的业绩预测，合理 PE 应当在 26 倍-34 倍之间，在当前市场环境中，我们认为五芳斋对应的目标股价在 38-50 元之间。

表9：公司估值对比

	PE 23E	PE ttm	23E 业绩增速	24E 业绩增速
五芳斋	19.29	38.75	54.0%	25.0%
中信休闲食品行业中位数	27.56	37.04	58.1%	29.8%
广州酒家	19.67	26.13	37.9%	21.9%
洽洽食品	18.50	21.36	11.8%	20.0%
甘源食品	27.04	37.24	64.8%	31.1%
盐津铺子	34.96	47.69	58.1%	28.7%
良品铺子	21.66	25.35	33.8%	24.6%
劲仔食品	29.44	35.72	40.1%	33.6%

注：其他公司盈利预测采用 iFind 一致预期

资料来源：估值模型，iFind，申港证券研究所

综上，我们预测公司 23-25 年营收分别为 31.3 亿元/36.6 亿元/42.1 亿元，对应增速分别为 27.2%/16.8%/15.2%；公司同期的归母净利润分别为 2.1 亿元/2.6 亿元/3.1 亿元，对应增速分别为 54%/25%/15.9%。当前股价对应的 PE 分别为 19.3 倍/15.4 倍/13.3 倍。参考同业可比公司估值水平，我们对公司 23 年业绩预测给予 28X 目标 PE，对应目标股价为 41.2 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

模型假设的风险。我们对公司的盈利预测是基于我们获得的公开资料，及在此基础上的合理假设与分析推理得出，假设的条件可能会高估公司的收入及利润率，也可能低估相关费用。因此，我们做如下情景假设：公司销售收入增速降低 10%，销售成本率提高 2%，管理费用率提高 5%，营业费用率提高 5%，股利分配比率降低 10%。在上述情景下，公司 23 年的收入预测下降 2.1%，归母净利润预测下降 30.1%，EPS 减少 0.44 元。具体调整过程如下。

表10：公司盈利预测假设参数调整过程

指标名称		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
原始预测指标						
销售收入增长率		27.23%	16.80%	15.16%	12.97%	12.25%
销货成本/销售收入		59.31%	59.62%	60.06%	60.61%	61.20%
管理费用/销售收入		6.40%	6.20%	6.00%	5.80%	5.60%
营业费用/销售收入		25.00%	24.50%	24.00%	23.50%	23.00%
股利分配比例		30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
较一般情景减少		调整后预测指标				
销售收入增长率	-10.00%	24.51%	15.12%	13.64%	11.67%	11.02%
销货成本/销售收入	2.00%	60.50%	60.81%	61.26%	61.82%	62.43%
管理费用/销售收入	5.00%	6.72%	6.51%	6.30%	6.09%	5.88%
营业费用/销售收入	5.00%	26.25%	25.73%	25.20%	24.68%	24.15%
股利分配比例	-10.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：iFind，估值模型情景分析，申港证券研究所

经上述悲观情景假设条件调整后，公司的盈利预测，以及预测结果较原始预测的变

化率如下表所示。

表11：悲观景况下的公司盈利预测结果

指标	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,065.5	3,529.1	4,010.6	4,478.7
较原预测变化（%）	-2.1%	-3.5%	-4.8%	-5.9%
归母净利润（百万元）	148.1	188.4	216.6	244.6
较原预测变化（%）	-30.1%	-28.9%	-29.4%	-29.9%
净资产收益率（%）	4.0%	4.9%	5.4%	5.8%
较原预测变化（pct）	-1.7%	-1.9%	-2.0%	-2.2%
每股收益(元)	1.03	1.31	1.51	1.70
较原预测变化（元）	-0.44	-0.53	-0.63	-0.72

资料来源：iFind，估值模型情景分析，申港证券研究所

食品安全风险。公司产品存在生产、储运、销售诸多环节，粽子、月饼等公司主要产品在理论上均存在发生食品安全问题的可能性。若处理不当，对消费者造成较大影响，可能伤害公司品牌声誉，影响公司的销售业绩。

行业竞争加剧的风险。尽管公司的粽子产品已经处于行业市占率第一名，但该产品同业竞品较多且缺乏明显的护城河，可能在未来出现竞争加剧，行业格局恶化的风险。

表12: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2892	2462	3133	3659	4214	流动资产合计	703	1326	3131	3153	3284
营业成本	1642	1539	1858	2181	2531	货币资金	252	903	2619	2566	2618
营业税金及附加	13	15	18	20	24	应收账款	42	54	69	80	92
营业费用	784	540	783	896	1011	其他应收款	30	22	28	33	38
管理费用	184	169	200	227	253	预付款项	15	7	7	7	7
研发费用	13	15	16	18	21	存货	315	262	331	388	451
财务费用	5	11	-31	-45	-45	其他流动资产	49	78	78	78	78
资产减值损失	2	5	7	9	10	非流动资产合计	1028	1056	1351	1571	1715
信用减值损失	-1	12	4	4	5	长期股权投资	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	248	633	741	884	1026
投资净收益	1	-1	1	1	1	无形资产	90	73	77	81	85
营业利润	266	207	300	376	435	商誉	0	0	0	0	0
营业外收入	5	3	0	0	0	其他非流动资产	3	0	0	0	0
营业外支出	6	8	0	0	0	资产总计	1731	2382	4482	4723	4999
利润总额	265	202	300	376	435	流动负债合计	609	551	609	664	725
所得税	72	65	89	111	128	短期借款	0	0	0	0	0
净利润	194	137	212	265	307	应付账款	219	191	227	267	309
少数股东损益	0	0	0	0	0	预收款项	80	76	82	90	98
归属母公司净利润	194	137	212	265	307	一年内到期的非流动负债	62	52	52	52	52
EBITDA	391	327	301	368	430	非流动负债合计	271	151	138	138	138
EPS (元)	2.56	1.64	1.47	1.84	2.13	长期借款	92	0	0	0	0
主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
						负债合计	880	702	746	802	863
成长能力						少数股东权益	2	3	3	3	3
营业收入增长	19.48%	-14.87%	27.23%	16.80%	15.16%	实收资本或股本	76	101	144	144	144
营业利润增长	30.15%	-22.16%	44.86%	25.05%	15.86%	资本公积	397	1133	3206	3206	3206
归属于母公司净利润增长	36.28%	-29.01%	54.03%	25.05%	15.86%	未分配利润	335	377	457	553	652
获利能力						归属母公司股东权益合计	849	1678	3732	3917	4132
毛利率(%)	43.24%	37.49%	40.69%	40.38%	39.94%	负债和所有者权益	1731	2382	4482	4723	4999
净利率(%)	6.70%	5.58%	6.76%	7.24%	7.28%	现金流量表	单位:百万元				
总资产净利润(%)	11.19%	5.77%	4.72%	5.61%	6.14%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
ROE(%)	22.80%	8.19%	5.67%	6.76%	7.43%	经营活动现金流	230	299	192	251	297
偿债能力						净利润	194	137	212	265	307
资产负债率(%)	51%	29%	17%	17%	17%	折旧摊销	119.84	108.62	0.00	29.71	32.47
流动比率	1.15	2.41	5.15	4.75	4.53	财务费用	5	11	-31	-45	-45
速动比率	0.64	1.93	4.60	4.16	3.91	应收账款减少	0	0	-15	-12	-12
营运能力						预收账款增加	0	0	6	7	8
总资产周转率	1.78	1.20	0.91	0.79	0.87	投资活动现金流	-102	-174	-338	-270	-198
应收账款周转率	56	51	51	49	49	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
应付账款周转率	16.68	12.01	14.99	14.82	14.63	长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股指标 (元)						投资收益	1	-1	1	1	1
每股收益(最新摊薄)	2.56	1.64	1.47	1.84	2.13	筹资活动现金流	-309	527	1861	-34	-47
每股净现金流(最新摊薄)	-2.40	6.47	11.93	-0.37	0.36	应付债券增加	0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	11.24	16.65	25.94	27.23	28.73	长期借款增加	0	0	0	0	0
估值比率						普通股增加	0	25	43	0	0
P/E	11.09	17.32	19.29	15.43	13.32	资本公积增加	0	736	2073	0	0
P/B	2.53	1.71	1.09	1.04	0.99	现金净增加额	-181	652	1715	-53	52
EV/EBITDA	5.23	6.16	5.04	4.27	3.53						

资料来源: iFind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上