

五芳斋 (603237.SH)

买入(维持评级)

当前价格: 27.29 元

目标价格: 35 元

Q3 业绩承压，关注后续表现

基本数据

事件: 2023年Q1-Q3公司实现营业收入24.15亿元,同比增长6.71%;归属于上市公司股东的净利润2.41亿元,同比增长5.65%; 2023年Q3公司实现营业收入5.50亿元,同比增长20.86%,归属于上市公司股东的净利润为-0.15亿元。

总股本/流通股本(百万股)	144/87
总市值/流通市值(百万元)	3925/2375
每股净资产(元)	13.21
资产负债率(%)	32.05
一年内最高/最低(元)	41.53/25.21

投资要点:

一年内股价相对走势

➤ **主业粽子实现高增，月饼中秋销售承压。**分产品看，2023年Q1-Q3，粽子系列/月饼系列/餐食系列/蛋制品、糕点及其他实现营业收入18.81/1.55/1.13/2.18亿元,同比+10.58%/-13.32%/+2.41%/-3.88,分别占比79.45%/6.56%/4.79%/9.19%;其中2023年Q3单季度，粽子系列/月饼系列/餐食系列/蛋制品、糕点及其他实现营业收入2.99/1.55/0.42/0.38亿元,同比+60.23%/-13.26%/+4.93%/+6.67%,由于今年端午节较去年较晚，Q2部分粽子类产品收入及利润延后至Q3确认，中秋月饼消费疲软，公司月饼销量承压。



➤ **连锁门店线下持续恢复，电商渠道增速较快。**分渠道看，23Q1-Q31公司连锁门店/电子商务/商超/经销商收入分别实现收2.99/7.88/2.71/8.80亿元,分别同比+27.50%/+6.45%/-12.73%/+11.65%,Q3连锁门店/电子商务/商超/经销商/其他收入分别实现收入0.82/3.40/0.25/0.61亿元,分别同比+9.51%/+29.46%/-1.27%/+6.86%,电子商务增速较快,主要受益于公司持续增加抖音、小红书、得物等新型平台的投入,以抖音平台为首的品牌市占率增长显著。截至2023年Q3,经销商数量为737家,净增30家。

团队成员

分析师: 刘畅
执业证书编号: S0210523050001
邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 童杰
执业证书编号: S0210523050002
邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

分析师: 王瑾璐
执业证书编号: S0210522090002
邮箱: wjl3257@hfzq.com.cn

➤ **毛利率保持稳定，费用率下降。**23Q1-Q3公司毛利率为38.57%,同比-0.50pct;Q3毛利率为28.67%,同比-0.03%。23Q1-Q3销售费用率/管理费用率分别为18.78%/5.76%,同比+0.02pct/+0.40pct,Q3销售费用率/管理费用率分别为25.23%/8.56%,同比-0.43pct/-1.68pcts。23Q1-Q3净利率为9.96%,同比-0.14pcts,Q3净利率为-2.79%。

相关报告

➤ **盈利预测与投资建议:**考虑到公司粽子月饼销量不及预期,我们下调盈利预测,预计23-25年归母净利润为1.94/2.30/2.67亿元(原23-25年为2.25/2.74/3.31亿元),考虑到公司作为中国粽子类第一品牌,贯彻“糯+”战略发力多元化产品,我们看好公司后续持续发展,给予2024年22倍PE,对应目标价为35元,维持“买入”评级。

- 《五芳斋(603237.SH)中报点评:连锁门店恢复良好,关注中秋表现》-2023.8
- 《“糯+”打造多品类布局,优化结构熨平季节波动》-2023.7

➤ **风险提示:**销售不及预期风险;原材料价格波动的风险;食品安全风险

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,892	2,462	2,686	3,107	3,551
增长率	19%	-15%	9%	16%	14%
净利润(百万元)	194	137	194	230	267
增长率	36%	-29%	41%	18%	16%
EPS(元/股)	1.35	0.96	1.35	1.60	1.85
市盈率(P/E)	20	29	20	17	15
市净率(P/B)	5	2	2	2	2

数据来源:公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	903	982	1,054	1,149	营业收入	2,462	2,686	3,107	3,551
应收票据及账款	54	68	77	87	营业成本	1,539	1,658	1,913	2,183
预付账款	7	7	8	10	税金及附加	15	16	18	21
存货	262	317	357	402	销售费用	540	583	668	760
合同资产	0	0	0	0	管理费用	169	177	202	227
其他流动资产	100	24	28	32	研发费用	15	16	19	21
流动资产合计	1,326	1,397	1,524	1,680	财务费用	11	-23	-25	-27
长期股权投资	1	1	1	1	信用减值损失	-12	-2	-2	-2
固定资产	633	583	536	992	资产减值损失	-5	-2	-2	-2
在建工程	56	223	390	56	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	73	77	71	65	投资收益	-1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	24	20	20	20
其他非流动资产	293	304	312	319	营业利润	207	288	340	395
非流动资产合计	1,056	1,187	1,310	1,433	营业外收入	3	3	4	3
资产合计	2,382	2,585	2,834	3,113	营业外支出	8	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	利润总额	202	285	338	392
应付票据及账款	227	263	310	348	所得税	65	91	108	125
预收款项	1	0	0	0	净利润	137	194	230	267
合同负债	76	83	96	110	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	62	62	62	62	归属母公司净利润	137	194	230	267
其他流动负债	185	192	209	227	EPS (摊薄)	0.96	1.35	1.60	1.85
流动负债合计	551	600	678	747					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	151	151	151	151					
非流动负债合计	151	151	151	151					
负债合计	702	751	828	898					
归属母公司所有者权益	1,678	1,831	2,003	2,212					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	1,680	1,834	2,006	2,215					
负债和股东权益	2,382	2,585	2,834	3,113					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	299	294	293	315
现金收益	213	239	271	304
存货影响	53	-55	-40	-45
经营性应收影响	1	-12	-9	-9
经营性应付影响	29	36	47	38
其他影响	3	86	24	28
投资活动现金流	-174	-199	-188	-189
资本支出	-136	-188	-180	-180
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-37	-11	-8	-9
融资活动现金流	527	-17	-33	-31
借款增加	-102	0	0	0
股利及利息支付	-77	-57	-57	-57
股东融资	799	43	0	0
其他影响	-93	-3	24	26

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力	-14.9%	9.1%	15.7%	14.3%
营业收入增长率	-21.3%	23.3%	19.4%	16.8%
EBIT 增长率	-29.0%	41.0%	18.4%	16.2%
归母净利润增长率				
获利能力	37.5%	38.3%	38.4%	38.5%
毛利率	5.6%	7.2%	7.4%	7.5%
净利率	8.2%	10.6%	11.4%	12.0%
ROE	13.3%	14.8%	16.1%	17.0%
ROIC				
偿债能力	29.5%	29.1%	29.2%	28.8%
资产负债率	2.4	2.3	2.2	2.2
流动比率	1.9	1.8	1.7	1.7
速动比率				
营运能力	1.0	1.0	1.1	1.1
总资产周转率	7	8	8	8
应收账款周转天数	67	63	63	63
存货周转天数				
每股指标 (元)	0.96	1.35	1.60	1.85
每股收益	2.08	2.04	2.04	2.19
每股经营现金流	11.66	12.73	13.93	15.38
每股净资产				
估值比率	29	20	17	15
P/E	2	2	2	2
P/B	21	18	15	13
EV/EBITDA	-14.9%	9.1%	15.7%	14.3%

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn