

2024年04月10日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩扭亏为盈，多方面培育新增长点

—桂发祥（002820.SZ）公司事件点评报告 买入（维持）事件

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

2024年04月08日，桂发祥发布2023年年报。

投资要点

基本数据

2024-04-09

当前股价（元）	9.41
总市值（亿元）	19
总股本（百万股）	201
流通股本（百万股）	200
52周价格范围（元）	6.92-12.6
日均成交额（百万元）	98.83

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《桂发祥（002820）：业绩符合预期，第三季度扭亏为盈》2023-10-31
- 2、《桂发祥（002820）：业绩超预期，全渠道放量可期》2023-08-20
- 3、《桂发祥（002820）：业绩符合预期，全渠道放量可期》2023-07-13

业绩扭亏为盈，主营业务持续修复

公司2023年总营收5.04亿元（+113%），归母净利润0.61亿元（扭亏为盈），营收增长主要系低基数下区域旅游市场活跃，带动公司特产礼品消费。2023Q4公司总营收0.98亿元（+131%），归母净利润-0.02亿元（同比减亏）。公司2023年毛利率增长18pcts至46.04%，由于主要系原材料成本下降/发挥特产产品毛利贡献/产量提升降低制造费用中固定成本的分摊，毛利率恢复至合理区间，随着公司精细化管理水平和规模化生产能力提升，毛利率有望持续改善。2023年公司销售/管理费用率分别为25.76%/7.59%，同减20pcts/6pcts，预计主要系公司运营效率提升所致。2024年，公司围绕主业进行产品/技术/渠道/品牌/管理全方位突破升级，预计实现营收和净利润分别不低于5.5/0.66亿元。

产品结构持续优化，销售渠道稳步拓展

分产品看，麻花产品/外采食品/糕点及方便食品/OEM产品的营收分别为3.25/0.85/0.61/0.28亿元，分别同增152%/58%/59%/132%，麻花产品明显修复。拆分量价看，麻花产品/糕点及方便食品的销量分别为0.44/0.10万吨，同增126%/42%；对应吨价分别为7.47/5.81万元/吨，同增12%/12%，量价齐升，公司产品按照“礼品”“休闲”双向发展的思路进行结构调整，礼品类产品实现升级优化，产品休闲化初见成效。分销售模式看，公司直销/经销的营收分别为3.86/1.12亿元，分别同增109%/133%。截至2023Q4，总经销商310家，净增加24家，渠道稳步拓展。

大本营基本盘稳固，电商渠道逐步完善

分区域看，2023年天津地区营收4.69亿元（+118%），毛利率为45.71%（+17pcts），公司把握天津市场经济和旅游行业复苏的机遇，加大对本地旅游商圈经销网点的扶持和开发布点，同时2023年完成老字号集合店的方案设计，2024年初开业市场反响好，有望为公司提供更多增长机会；电商营收0.29亿元（+54%），毛利率52.63%（+27pcts），营收

增长主要得益于公司加大传统电商平台的引流促销/推新力度，同时升级休闲产品包装提升电商产品附加值，调整倾斜生产供应利好成本端，从而推升毛利率。新平台开发的准备工作和抖音店铺开播已顺利完成，预期能催生新的收益增长点；其他地区营收 0.07 亿元（+118%），毛利率 41.09%（+40pcts），公司通过进驻当地知名商超试水全国市场，推升外埠市场营收。

■ 盈利预测

我们看好公司“特色礼品筑牢发展根基、休闲产品开辟全国市场”的战略主线，公司作为麻花龙头积极寻找创新、产品渠道齐发力，老字号集合店、抖音新平台、外埠市场有望带来新的利润增长点。根据年报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.47/0.68/0.93 元，当前股价对应 PE 分别为 20/14/10 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨、麻花增长不及预期、新渠道销售增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	504	734	998	1,269
增长率（%）	113.2%	45.7%	35.9%	27.2%
归母净利润（百万元）	61	94	136	187
增长率（%）	186.4%	53.8%	45.4%	37.1%
摊薄每股收益（元）	0.30	0.47	0.68	0.93
ROE（%）	6.2%	9.2%	12.6%	15.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	504	734	998	1,269
现金及现金等价物	641	650	714	816	营业成本	272	388	514	638
应收款	19	50	55	52	营业税金及附加	6	9	11	14
存货	42	54	58	63	销售费用	130	188	253	320
其他流动资产	18	22	28	32	管理费用	38	55	74	93
流动资产合计	720	777	854	962	财务费用	-1	-18	-20	-23
非流动资产:					研发费用	2	16	22	28
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	169	241	329	418
固定资产	188	202	199	190	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	44	18	7	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	35	33	31	30	投资收益	9	7	6	5
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	67	104	150	205
其他非流动资产	72	72	72	72	加:营业外收入	1	1	2	3
非流动资产合计	339	325	309	294	减:营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1,058	1,101	1,163	1,257	利润总额	68	105	152	208
流动负债:					所得税费用	7	11	15	21
短期借款	0	0	0	0	净利润	61	94	136	187
应付账款、票据	21	22	22	21	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	28	28	28	28	归母净利润	61	94	136	187
流动负债合计	50	56	56	56					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	26	26	26	26	营业收入增长率	113.2%	45.7%	35.9%	27.2%
非流动负债合计	26	26	26	26	归母净利润增长率	186.4%	53.8%	45.4%	37.1%
负债合计	76	81	82	82	盈利能力				
所有者权益					毛利率	46.0%	47.2%	48.5%	49.7%
股本	201	201	201	201	四项费用/营收	33.4%	32.8%	33.0%	32.9%
股东权益	982	1,020	1,081	1,175	净利率	12.1%	12.8%	13.7%	14.7%
负债和所有者权益	1,058	1,101	1,163	1,257	ROE	6.2%	9.2%	12.6%	15.9%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	7.2%	7.4%	7.1%	6.5%
净利润	61	94	136	187	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.7	0.9	1.0
折旧摊销	12	14	15	15	应收账款周转率	27.0	14.6	18.3	24.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	6.5	7.3	9.1	10.4
营运资金变动	36	-43	-13	-6	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	109	65	139	196	EPS	0.30	0.47	0.68	0.93
投资活动现金净流量	-7	13	13	13	P/E	31.0	20.1	13.9	10.1
筹资活动现金净流量	-94	-56	-75	-94	P/S	3.8	2.6	1.9	1.5
现金流量净额	9	21	77	115	P/B	1.9	1.9	1.7	1.6

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。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

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。