

2024年04月25日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 业绩符合预期，推进传统门店梳理优化

## —五芳斋（603237.SH）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4月24日，五芳斋发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

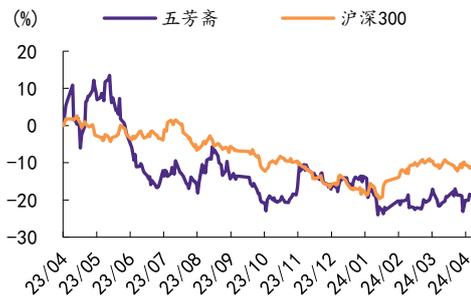
## 投资要点

## 基本数据

2024-04-24

当前股价（元）	27.53
总市值（亿元）	40
总股本（百万股）	144
流通股本（百万股）	88
52周价格范围（元）	25.9-54.57
日均成交额（百万元）	41.87

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《五芳斋（603237）：业绩符合预期，全渠道布局顺利》2023-10-27
- 《五芳斋（603237）：业绩符合预期，期待中秋表现》2023-08-25
- 《五芳斋（603237）：江南粽子之王，老字号历久弥新》2023-06-30

## ■ 业绩符合预期，Q1 盈利季节性承压

2023年公司总营收26.35亿元（同增7%），主要系粽子大单品显著放量所致，归母净利润1.66亿元（同增20%）。其中2023Q4公司总营收2.20亿元（同增11%），归母净利润-0.76亿元（2022Q4为-0.90亿元），同比减亏。2024Q1总营收2.07亿元（同减4%），主要系粽子系列/蛋制品及糕点销售同比减少所致，归母净利润-0.70亿元（2023Q1为-0.64亿元），盈利能力承压。2023年公司毛利率为36.39%（同减1pct），销售/管理费用率分别为20.93%/7.54%，分别同比-1pct/+1pct，综合致使2023年公司净利率同增1pct至6.22%。2024Q1公司毛利率为34.28%（同减0.4pct），预计主要系产品结构变化所致，销售/管理费用率分别为47.84%/20.19%，分别同增1pct/0.3pct，毛利率下降叠加费投增加，致使2024Q1公司净利率为-34.03%（2023Q1为-30.00%）。

## ■ 粽子系列结构优化，饭团势能持续

粽类行业地位稳固，2023年公司粽子系列营收19.40亿元（同增11%），销量5.44万吨（同增15%），吨价为3.57万元/吨（同减3%），2024Q1粽子系列营收0.90亿元（同减2%），预计主要系市场需求承压，后续公司持续推进高质价比新品的差异化价值链转化落地，推升粽子产品结构升级。月饼平稳发展，2023年公司月饼系列营收2.28亿元（同减4%），销量0.32万吨（同增3%），吨价为7.04万元/吨（同减7%），2024Q1月饼系列营收5.90万元（同增656.41%）。饭团崭露头角，2023/2024Q1餐食系列营收分别为1.48/0.36亿元，分别同增5%/1%，其中饭团增幅明显且势能持续提升，后续公司将持续做渠道铺货，培育大单品放量。2023/2024Q1蛋制品、糕点及其他产品营收分别为2.53/0.66亿元，分别同降6%/7%。

## ■ 传统门店梳理优化，推进重点城市布局

传统门店梳理出清，线下基本盘稳固。2023/2024Q1 公司连锁门店营收分别为 3.64/0.75 亿元，分别同比+27%/-5%，2023 年公司加大营销活动和人员激励，实现连锁门店客流回暖，2023 年底，公司通过“缩、转、关”策略对门店进行全面梳理，优化存量门店质量，未来对传统门店在稳健的基础上适度扩张。2023/2024Q1 公司电商营收分别为 8.87/0.28 亿元，分别同比+8%/-24%，其中抖音/拼多多等新兴渠道增速较传统电商更快。2023/2024Q1 公司商超营收分别为 2.64/0.18 亿元，分别同比 -15%/+15%，持续夯实与大润发/盒马等卖场合作，其中到家业务快速增长。2023/2024Q1 公司经销商渠道营收分别为 9.09/0.55 亿元，分别同增 11%/3%，截至 2024Q1，公司经销商数量为 610 家，较年初净减少 104 家，渠道明显承压。2023/2024Q1 公司其他渠道营收分别为 1.45/0.18 亿元，分别同比-7%/+15%。**巩固核心区域优势，推进重点城市布局。**2023 年公司华东/华北/华中/华南/西南/西北/东北/境外/电商渠道营收分别为 12.88/3.83/1.21/0.97/0.88/0.17/0.12/0.14/5.48 亿元，分别同比 11%/5%/1%/-2%/9%/13%/-2%/3%/5%，2024Q1 营收分别为 1.35/0.08/0.16/0.04/0.03/0.01/0.003/0.05/0.21 亿元，分别同比 -0.1%/-2%/-7%/75%/103%/-37%/8861%/10%/-29%，公司在发展华东、华北核心地区的同时，布局华中/华南/西南/西北等区域的重点城市，后续公司持续通过完善经销体系、开拓终端网点等方式促进销量增长。

## 盈利预测

五芳斋作为粽子龙头企业，通过“食品+餐饮”双轮驱动为业绩增长提供动能，由于 2024Q1 公司粽子大单品表现承压，我们下调盈利预测，根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.41/1.73/2.03 元，当前股价对应 PE 分别为 20/16/14 倍，我们看好公司粽类市场地位稳固的同时，积极拓展非粽类产品线，月饼、饭团等品类显现势能，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、销售季节性波动风险、粽+战略推进不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,635	2,988	3,333	3,634
增长率（%）	7.0%	13.4%	11.5%	9.0%
归母净利润（百万元）	166	203	248	292
增长率（%）	20.6%	22.5%	22.4%	17.3%
摊薄每股收益（元）	1.15	1.41	1.73	2.03
ROE（%）	9.4%	11.0%	12.7%	13.9%

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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>2,635</b>	<b>2,988</b>	<b>3,333</b>	<b>3,634</b>
现金及现金等价物	627	789	981	1,183	营业成本	1,676	1,884	2,084	2,253
应收款	109	82	82	80	营业税金及附加	19	14	15	16
存货	198	286	276	280	销售费用	552	622	690	749
其他流动资产	60	90	93	91	管理费用	199	221	243	262
流动资产合计	995	1,246	1,433	1,633	财务费用	-4	-22	-27	-33
<b>非流动资产:</b>					研发费用	20	22	25	27
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	766	843	931	1,004
固定资产	1,002	968	916	860	资产减值损失	-3	-2	-3	-4
在建工程	54	22	9	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	68	65	61	58	投资收益	2	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>205</b>	<b>254</b>	<b>310</b>	<b>364</b>
其他非流动资产	217	217	217	217	加:营业外收入	5	2	3	4
非流动资产合计	1,341	1,271	1,203	1,139	减:营业外支出	4	3	4	5
资产总计	2,336	2,517	2,636	2,772	<b>利润总额</b>	<b>207</b>	<b>253</b>	<b>309</b>	<b>363</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	43	52	63	74
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>164</b>	<b>201</b>	<b>246</b>	<b>289</b>
应付账款、票据	144	244	253	249	少数股东损益	-2	-2	-2	-3
其他流动负债	273	273	273	273	<b>归母净利润</b>	<b>166</b>	<b>203</b>	<b>248</b>	<b>292</b>
流动负债合计	497	600	609	602					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	72	72	72	72	营业收入增长率	7.0%	13.4%	11.5%	9.0%
非流动负债合计	72	72	72	72	归母净利润增长率	20.6%	22.5%	22.4%	17.3%
负债合计	569	672	680	674	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	36.4%	37.0%	37.5%	38.0%
股本	144	144	144	144	四项费用/营收	29.1%	28.2%	27.9%	27.6%
股东权益	1,767	1,846	1,955	2,098	净利率	6.2%	6.7%	7.4%	7.9%
负债和所有者权益	2,336	2,517	2,636	2,772	ROE	9.4%	11.0%	12.7%	13.9%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	24.4%	26.7%	25.8%	24.3%
净利润	164	201	246	289	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	-2	-2	-2	-3	总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
折旧摊销	54	70	68	64	应收账款周转率	24.1	36.5	40.6	45.6
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	8.5	6.6	7.6	8.1
营运资金变动	64	13	15	-6	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	280	282	326	344	EPS	1.15	1.41	1.73	2.03
投资活动现金净流量	-434	67	65	61	P/E	23.9	19.5	15.9	13.6
筹资活动现金净流量	317	-122	-137	-146	P/S	1.5	1.3	1.2	1.1
现金流量净额	162	227	254	260	P/B	2.2	2.1	2.0	1.9

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。