

2024年04月25日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 一季度利润承压，品牌渠道齐发力

—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24日，桂发祥发布2024年一季度报。

## 投资要点

## 基本数据

2024-04-24

当前股价（元）	8.63
总市值（亿元）	17
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）	98.56

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《桂发祥（002820）：业绩扭亏为盈，多方面培育新增长点》2024-04-10
- 《桂发祥（002820）：业绩符合预期，第三季度扭亏为盈》2023-10-31
- 《桂发祥（002820）：业绩超预期，全渠道放量可期》2023-08-20

## ■ 营收实现稳增长，费用增加致利润承压

公司2024Q1总营收1.60亿元（同增12%），归母净利润0.19亿元（同减27%），营收实现稳增长，主要系公司把握节庆旅游市场活跃的机遇充分筹备春节销售旺季所致。由于产量提升进一步降低制造费用中固定成本的分摊，2024Q1毛利率同增1pct至45.59%，稳定在合理区间。2024Q1销售/管理费用率分别为25.37%/7.89%，分别同增4pcts/1pct，其中，销售费用率提升主要系销售人员奖金随收入/直营店与电商平台建设费投/广告费同比增加所致，而员工双节奖金福利/专项奖励/办公楼装修摊销费同增则拉升管理费用率，综合导致2024Q1净利率同减6pcts至11.66%。

## ■ 渠道开拓稳步推进，持续发力品牌建设

渠道开拓稳步推进，电商渠道未来可期。经销渠道新开发外埠经销商，成功引进多家知名商超，积极布局重要交通枢纽的销售网点。电商渠道持续优化梳理，抖音平台店铺于2024年1月顺利开播，线上渠道整体销售活跃。持续加强品牌宣传，为后续发展蓄能。公司持续加大广告投入力度，展示品牌文化。同时，桂发祥老字号品牌集合店于2024年初开业，汇集本地老字号、全国知名品牌天津首店，涵盖特色产品500余种、知名品牌40余家，举办丰富多样的老字号、文化主题活动，市场关注度显著提升。当前公司销售费用投放增长，电商平台抢夺流量亦需要较大的费用投放，短期导致盈利端承压，展望后续费投效率提升。

## ■ 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。根据一季度报，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19/13/9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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>504</b>	<b>734</b>	<b>998</b>	<b>1,269</b>
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
<b>非流动资产:</b>					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	<b>营业利润</b>	<b>67</b>	<b>104</b>	<b>150</b>	<b>205</b>
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	<b>利润总额</b>	<b>68</b>	<b>105</b>	<b>152</b>	<b>208</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	7	11	15	21
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>94</b>	<b>136</b>	<b>187</b>
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	<b>归母净利润</b>	<b>61</b>	<b>94</b>	<b>136</b>	<b>187</b>
流动负债合计	50	56	56	56					
<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	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	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					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%
					<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	7.2%	7.4%	7.1%	6.5%
净利润	61	94	136	187	<b>营运能力</b>				
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	<b>每股数据(元/股)</b>				
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	28.4	18.5	12.7	9.3
筹资活动现金净流量	-94	-56	-75	-94	P/S	3.4	2.4	1.7	1.4
现金流量净额	9	21	77	115	P/B	1.8	1.7	1.6	1.5

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。