

## 五芳斋 (603237.SH)

## 粽子主业稳健前行，股息率明显提升

2024年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

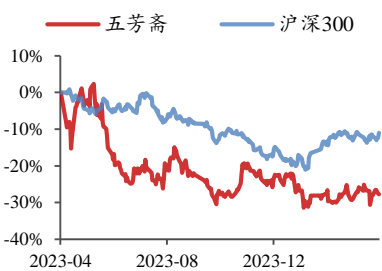
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/4/26
当前股价(元)	27.30
一年最高最低(元)	56.82/24.00
总市值(亿元)	39.25
流通市值(亿元)	24.05
总股本(亿股)	1.44
流通股本(亿股)	0.88
近3个月换手率(%)	55.13

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《百年品牌焕新颜，节令佳品再飘香——公司首次覆盖报告》-2023.5.30

#### ● 粽子主业增速稳定，分红比例和股息率提升，维持“增持”评级

五芳斋 2023 年营收 26.4 亿元，同比+7.0%，归母净利润 1.7 亿元，同比+19.7%。2024Q1 营收 2.1 亿元，同比-4.1%，归母净利润-0.7 亿元，同比-9.1%。公司业绩符合预期，但考虑公司非粽类业务发展不及预期，我们下调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.0 (-0.8) 亿元、2.4 (-1.2) 亿元、2.7 亿元，同比分别+20.7%、+18.3%、+15.9%，EPS 分别为 1.39 (-1.36) 元、1.65 (-1.85) 元、1.91 元，当前股价对应 PE 分别为 19.6、16.6、14.3 倍。公司粽子基本盘稳固，在此基础上发力非粽类产品，成长逻辑清晰，同时 2023 年公司拟现金分红 1.4 亿元，并以现金方式回购股份计入现金分红 0.5 亿元，合计现金分红 1.9 亿元，股息率提升至 5%，维持“增持”评级。

#### ● 粽子业务基本盘增长稳健，二季度粽子销售旺季值得期待

2023 年粽子收入 19.4 亿元，同比+11.1%，公司通过丰富粽子品类和食用场景，保障主业营收稳步增长。2023 年月饼收入同比-4.3%，其中吨价同比-6.9%，主要与月饼结构调整有关。2024Q1 公司粽子/月饼/蛋制品、糕点及其他业务收入分别同比-2.3%/-4.3%/-5.5%，主要系淡季下消费需求有所承压。2024Q1 期末合同负债为 3.7 亿元，较 2023Q4 增加 2.9 亿元，二季度端午粽子旺季销售值得期待。

#### ● 2023 年连锁门店恢复较快，电商渠道稳步增长

2023 年连锁门店/电子商务/商超/经销商/其他渠道收入分别同比+26.7%/+8.1%/-15.2%/+10.9%/-6.9%，连锁门店增速相对较好，主要系公司通过加大营销活动和人员激励，门店客流不断回暖；线上电商稳步增长，主要系公司与传统电商平台加强合作，并在抖音等新平台加大资源投入。2024Q1 连锁门店/电子商务收入同比-5.4%/-24.1%，预计主要与公司淡季渠道布局和经营节奏有关。展望全年看，随着粽子和月饼销售旺季来临，预计连锁和电商渠道仍将保持稳步增长。

#### ● 毛利率下降叠加费用率提升，2024Q1 净利率下降

2023 年毛利率同比-1.10pct 至 36.39%，2024Q1 毛利率同比-0.39pct 至 34.28%，主要系产品结构调整。2023 年公司提升费用投放效率，销售费用率同比下降 1.1pct，净利率同比+0.64pct 至 6.22%。2024Q1 销售费用率/管理费用率分别同比+1.32pct/+0.30pct，毛利率下降叠加费用率提升，净利率同比-4.03pct 至-34.03%。随着二季度销售旺季来临，收入规模摊薄效应下，预计盈利能力有望改善。

● **风险提示：**宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,462	2,635	2,977	3,355	3,734
YOY(%)	-14.9	7.0	13.0	12.7	11.3
归母净利润(百万元)	138	166	200	237	274
YOY(%)	-28.5	19.7	20.7	18.3	15.9
毛利率(%)	37.5	36.4	36.9	37.0	37.2
净利率(%)	5.6	6.2	6.7	7.0	7.3
ROE(%)	8.2	9.3	10.1	10.8	11.2
EPS(摊薄/元)	0.96	1.15	1.39	1.65	1.91
P/E(倍)	28.4	23.7	19.6	16.6	14.3
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1326	995	1270	1462	1804
现金	903	627	798	1000	1239
应收票据及应收账款	54	84	72	104	92
其他应收款	22	25	28	32	35
预付账款	7	15	10	18	13
存货	262	198	317	262	381
其他流动资产	78	45	45	45	45
<b>非流动资产</b>	1056	1341	1328	1326	1345
长期投资	1	0	-1	-1	-2
固定资产	633	1002	1017	1045	1080
无形资产	73	68	62	48	34
其他非流动资产	349	271	251	234	233
<b>资产总计</b>	2382	2336	2598	2788	3149
<b>流动负债</b>	551	497	561	529	635
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	227	144	271	195	322
其他流动负债	324	354	289	333	313
<b>非流动负债</b>	151	72	72	71	72
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	151	72	72	72	72
<b>负债合计</b>	702	569	632	600	707
少数股东权益	3	3	2	1	-0
股本	101	144	144	144	144
资本公积	1133	1185	1185	1185	1185
留存收益	442	526	711	925	1167
<b>归属母公司股东权益</b>	1677	1764	1964	2186	2442
<b>负债和股东权益</b>	2382	2336	2598	2788	3149

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	299	280	290	304	346
净利润	138	164	199	236	273
折旧摊销	65	71	95	101	87
财务费用	11	-4	-4	-8	-14
投资损失	1	-2	-3	-3	-3
营运资金变动	29	-27	7	-16	11
其他经营现金流	55	78	-4	-6	-9
<b>投资活动现金流</b>	-174	-434	-79	-95	-103
资本支出	167	489	83	99	106
长期投资	-5	1	1	1	1
其他投资现金流	-3	55	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	527	-117	-40	-7	-3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-92	0	-0	-0	0
普通股增加	25	43	0	0	0
资本公积增加	736	52	0	0	0
其他筹资现金流	-142	-212	-39	-6	-3
<b>现金净增加额</b>	652	-271	171	202	240

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2462	2635	2977	3355	3734
营业成本	1539	1676	1878	2113	2345
营业税金及附加	15	19	18	20	23
营业费用	540	552	608	678	751
管理费用	169	199	202	228	250
研发费用	15	20	13	14	15
财务费用	11	-4	-4	-8	-14
资产减值损失	-5	-3	-6	-5	-6
其他收益	24	20	21	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	3	3	3
资产处置收益	28	15	0	0	0
<b>营业利润</b>	207	205	276	323	373
营业外收入	3	5	4	4	4
营业外支出	8	4	6	6	6
<b>利润总额</b>	202	207	275	321	372
所得税	64	43	75	86	99
<b>净利润</b>	138	164	199	236	273
少数股东损益	0	-2	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	138	166	200	237	274
EBITDA	240	259	350	398	428
EPS(元)	0.96	1.15	1.39	1.65	1.91

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-14.9	7.0	13.0	12.7	11.3
营业利润(%)	-22.2	-1.0	34.5	16.9	15.6
归属于母公司净利润(%)	-28.5	19.7	20.7	18.3	15.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.5	36.4	36.9	37.0	37.2
净利率(%)	5.6	6.2	6.7	7.0	7.3
ROE(%)	8.2	9.3	10.1	10.8	11.2
ROIC(%)	15.0	13.1	16.5	19.0	21.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.5	24.4	24.3	21.5	22.4
净负债比率(%)	-48.9	-32.3	-40.0	-45.2	-50.3
流动比率	2.4	2.0	2.3	2.8	2.8
速动比率	1.8	1.5	1.6	2.1	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	51.2	38.2	38.2	38.2	38.2
应付账款周转率	7.5	10.6	10.6	10.6	10.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.15	1.39	1.65	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	1.95	2.02	2.11	2.40
每股净资产(最新摊薄)	11.67	12.27	13.66	15.21	16.99
<b>估值比率</b>					
P/E	28.4	23.7	19.6	16.6	14.3
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.0	13.0	9.0	7.4	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn