

2024年08月10日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

二季度业绩承压，持续打造品牌势能

—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8月8日，桂发祥发布2024年半年度报告。

投资要点

基本数据

2024-08-09

当前股价（元）	7.42
总市值（亿元）	15
总股本（百万股）	201
流通股本（百万股）	200
52周价格范围（元）	6.92-12.11
日均成交额（百万元）	60.96

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《桂发祥（002820）：一季度利润承压，品牌渠道齐发力》2024-04-25
- 《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

外部需求仍较疲软，市场推广力度持续加强

公司2024H1实现营收2.68亿元（同增3%），归母净利润0.23亿元（同减43%），扣非归母净利润0.22亿元（同减43%）。2024Q2营收1.08亿元（同减9%），主要受市场需求疲软、消费复苏动能减弱影响，归母净利润0.04亿元（同减72%），主要系公司为配合渠道布局加大投入销售与管理费用所致，扣非归母净利润0.03亿元（同减75%）。盈利端，2024Q2公司毛利率同减2pct至44.89%，预计主要系产品结构变动所致，销售费用率同增6pct至31.12%，主要系销售人员工资奖金及福利费增加，以及针对电商/外埠渠道持续做费投所致，管理费用率同增2pct至9.40%，主要系员工双节奖金及福利、公司办公楼装修摊销费用增加所致。综合来看，公司2024Q2净利率同减9pct至3.74%，后续公司持续控制费用投放，做产线自动化推进降本增效，保障利润处于合理区间。

休闲麻花筹备渠道导入，发挥品牌优势打造文旅属性

2024H1公司麻花产品/外采食品/糕点及方便食品/OEM产品营收分别为1.74/0.45/0.31/0.15亿元，分别同比+4%/-3%/+7%/+5%。除外采食品外，麻花、糕点及OEM产品均实现增长，其中2024H1公司麻花产品/糕点及方便食品销量分别为0.24/0.06万吨，分别同增5%/4%，吨价分别为7.32/5.23万元/吨，分别同比-2%/+4%，销量贡献主要增长动力。公司休闲麻花已完成开发，筹备下半年上市，计划导入线下经销渠道后逐步布局线上平台，目前糕点产能利用率保持高位，公司计划新建产线/OEM等方式补充糕点产能，拓展品类发展空间。后续公司持续结合品牌优势打造产品文旅属性，借助老字号集合店打造集群效应，发挥老字号品牌优势，实现品牌势能提升。

电商渠道显著提速，开发新店型助力年轻化

2024H1公司直销/经销渠道营收分别为2.06/0.60亿元，分

别同增 2%/6%，其中电商平台营收 0.22 亿元（同增 74%），公司针对传统货架电商通过推广拉新实现访问量/客户粘性提升，经销商渠道着重进行外埠市场开拓，持续开发热点商区与交通枢纽地区，并针对天津大本营加大旅游景区覆盖密度，实现渠道快速增长。除此之外，公司积极试点新店型，推出“桂香蝶语”烘焙体验店探索直营店新功能，加速打开年轻消费者市场。

盈利预测

外部环境承压下，公司主导产品销售放缓，同时抖音等电商平台开发正处于起步阶段，前置费用投入加大，因此上半年业绩增速放缓。而公司作为麻花龙头不断寻找创新，在产品推新、渠道开拓、品牌建设等方面积极探索，我们看好公司休闲麻花下半年渠道铺货推进，随着电商渠道持续起量、老字号品牌势能提升，公司业绩有望持续改善。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 0.34/0.39/0.45 元（前值为 0.47/0.68/0.93 元），当前股价对应 PE 分别为 22/19/17 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	559	613	667
增长率（%）	113.2%	10.8%	9.8%	8.7%
归母净利润（百万元）	61	67	78	90
增长率（%）	186.4%	10.6%	16.1%	15.2%
摊薄每股收益（元）	0.30	0.34	0.39	0.45
ROE（%）	6.2%	6.7%	7.5%	8.3%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	641	663	719	786
应收款	19	38	34	27
存货	42	42	37	34
其他流动资产	18	17	17	17
流动资产合计	720	760	807	864
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	188	202	199	190
在建工程	44	18	7	3
无形资产	35	33	31	30
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	72	72	72	72
非流动资产合计	339	325	309	294
资产总计	1,058	1,084	1,116	1,159
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	21	17	14	12
其他流动负债	28	28	28	28
流动负债合计	50	49	46	43
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
非流动负债合计	26	26	26	26
负债合计	76	75	72	69
所有者权益				
股本	201	201	201	201
股东权益	982	1,009	1,045	1,090
负债和所有者权益	1,058	1,084	1,116	1,159

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	61	67	78	90
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	12	14	15	15
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	36	-20	6	6
经营活动现金净流量	109	62	100	111
投资活动现金净流量	-7	13	13	13
筹资活动现金净流量	-81	-40	-43	-45
现金流量净额	22	34	70	80

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	504	559	613	667
营业成本	272	299	326	351
营业税金及附加	6	7	7	7
销售费用	130	150	163	175
管理费用	38	42	45	49
财务费用	-1	-19	-20	-22
研发费用	2	12	13	15
费用合计	169	185	202	217
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	9	7	6	5
营业利润	67	74	85	97
加:营业外收入	1	1	2	3
减:营业外支出	1	0	0	0
利润总额	68	75	87	100
所得税费用	7	8	9	10
净利润	61	67	78	90
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	61	67	78	90

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	113.2%	10.8%	9.8%	8.7%
归母净利润增长率	186.4%	10.6%	16.1%	15.2%
盈利能力				
毛利率	46.0%	46.4%	46.8%	47.3%
四项费用/营收	33.4%	33.2%	32.9%	32.5%
净利率	12.1%	12.1%	12.8%	13.5%
ROE	6.2%	6.7%	7.5%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	7.2%	6.9%	6.4%	6.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	27.0	14.6	18.3	24.3
存货周转率	6.5	7.3	9.1	10.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.30	0.34	0.39	0.45
P/E	24.4	22.1	19.0	16.5
P/S	3.0	2.7	2.4	2.2
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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。