

五芳斋 (603237.SH)

Q2 旺季平稳度过，盈利能力同比改善

买入 (维持评级)

当前价格: 15.01 元

事件: 公司披露 2024 年半年度业绩: 24 年 H1 公司实现营收 15.81 亿元, 同比-15.25%; 归母净利润 2.33 亿元, 同比-8.92%; 扣非归母净利润 2.26 亿元, 同比-8.57%。其中, 24Q2 实现营收 13.74 亿元, 同比-16.71%; 归母净利润 3.03 亿元, 同比-5.32%; 扣非归母净利润 2.96 亿元, 同比-6.39%。整体而言, 公司旺季平稳度过, 盈利能力同比改善。

旺季需求疲软影响粽子等主业销售表现

分产品看, Q2 粽子系列/餐食系列/蛋制品、糕点及其他产品营收分别同比-17.02%/-14.11%/-14.67%, 主业方面, 公司积极打造“粽+”产品矩阵, 其中附加值更高的鲜粽系列销售额实现较大增长, 而 H1 公司月饼收入提升至 38 万元。分渠道看, 公司 Q2 连锁门店、电子商务、商超、经销商、其他渠道营收分别同比-13.18%/-16.44%/-8.43%/-19.84%/-19.46%; 截至 2024H1, 公司通过直营、合作经营、加盟、经销等共建立 443 家门店。分区域看, Q2 华东、华北、华中、华南、西南、西北、东北、境外营收同比-16.63%/+29.39%/-1.84%/-17.84%/-28.39%/-5.29%/-20.31%/-2.97%, 而 H1 上述区域 (剔除境外 & 电商) 经销商数量分别较年初-31/+11/+1/-7/-5/-6/-2 家。

成本效率、产品结构优化下, 公司 Q2 毛利率、净利率改善较好

首先, Q2 公司毛利率为 46.41%, 同比+4.02pct, 预计主要系公司优化采购、调整产销节奏实现成本端优化, 以及公司发力高附加值产品、结构优化等。费用端有所上升, Q2 四项费率合计同比+0.88pct, 同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.17/+0.52/+0.09/+0.09pct。最后, Q2 公司归母净利率为 22.07%, 同比+2.66pct, 而 Q2 公司扣非归母净利率为 21.57%, 同比+2.38pct。

主业保持高端定位, 持续培育新增长曲线

首先, 在 24H1 消费疲软的大环境下, 白牌产品开始抢占市场, 期间公司粽类主业更注重产品高端定位与产销平衡。同期, 公司持续发力速冻、烘焙食品等新增长曲线, 包括将剩余 IPO 募集资金投入武汉速冻食品生产基地项目, 以开拓华中市场等。渠道方面, 公司除了整合经销商队伍, 还持续围绕“一站式解决家庭早餐点心+节令伴手礼送礼需求”探索新业态连锁模式, 拓宽连锁发展空间。最后, 公司围绕“糯月饼”等产品定位进行品类扩充、渠道推广, 期待 Q3 月饼旺季动销表现。

盈利预测与投资建议: 考虑到 Q2 业绩不及预期, 我们下调盈利预测, 预计 2024-26 年归母净利润 1.73/1.99/2.19 (前值 2.1/2.52/3) 亿元, 同比+4%/+15%/+10%。考虑到公司系国内粽类龙头品牌, 贯彻“糯+”战略同时培育新曲线, 看好公司后续持续发展, 故维持“买入”评级。

风险提示:

食品质量安全、大单品拓展不及预期、主要原材料价格波动

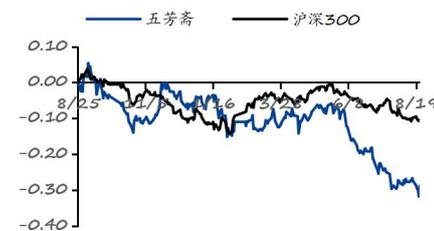
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,462	2,635	2,620	2,791	2,972
增长率	-15%	7%	-1%	7%	6%
净利润 (百万元)	137	166	173	199	219
增长率	-29%	21%	4%	15%	10%
EPS (元/股)	1.13	1.36	1.42	1.63	1.80
市盈率 (P/E)	13.3	11.0	10.6	9.2	8.3
市净率 (P/B)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	198.27/121.88
流通 A 股市值(百万元)	1,829.35
每股净资产(元)	13.71
资产负债率(%)	34.05
一年内最高/最低价(元)	32.62/14.35

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人: 周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 23 年业绩稳健增长, 期待新一轮旺季表现——2024.04.25
- 五芳斋 (603237.SH) 2023 年三季度报点评: Q3 业绩承压, 关注后续表现——2023.10.29
- 五芳斋 (603237.SH) 中报点评: 连锁门店恢复良好, 关注中秋表现——2023.08.26

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	627	677	670	713	营业收入	2,635	2,620	2,791	2,972
应收票据及账款	84	89	96	103	营业成本	1,676	1,635	1,740	1,851
预付账款	15	15	16	17	税金及附加	19	19	20	21
存货	198	209	263	262	销售费用	552	550	580	612
合同资产	0	0	0	0	管理费用	199	196	204	214
其他流动资产	70	69	74	79	研发费用	20	18	20	21
流动资产合计	995	1,059	1,119	1,174	财务费用	-4	-6	-6	-6
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	3	-1	2	2
固定资产	1,002	1,116	1,174	1,328	资产减值损失	3	-1	4	4
在建工程	54	124	174	104	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	68	60	51	46	投资收益	2	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	20	10	10	10
其他非流动资产	217	226	234	240	营业利润	217	221	254	280
非流动资产合计	1,341	1,526	1,633	1,718	营业外收入	6	4	4	4
资产合计	2,336	2,585	2,752	2,892	营业外支出	4	4	3	3
短期借款	0	0	33	5	利润总额	219	221	255	281
应付票据及账款	144	171	175	190	所得税	43	48	56	62
预收款项	1	0	0	0	净利润	176	173	199	219
合同负债	80	80	85	90	少数股东损益	-2	0	0	0
其他应付款	102	102	102	102	归属母公司净利润	178	173	199	219
其他流动负债	170	168	173	180	EPS (按最新股本摊薄)	1.36	1.42	1.63	1.80
流动负债合计	497	521	568	568					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	72	72	72	72					
非流动负债合计	72	72	72	72					
负债合计	569	593	640	640					
归属母公司所有者权益	1,764	1,990	2,109	2,249					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	1,767	1,992	2,112	2,252					
负债和股东权益	2,336	2,585	2,752	2,892					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	280	246	220	312
现金收益	242	238	272	296
存货影响	64	-11	-54	1
经营性应收影响	-42	-4	-11	-12
经营性应付影响	-42	26	4	15
其他影响	58	-4	9	11
投资活动现金流	-434	-257	-186	-168
资本支出	-432	-248	-179	-162
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-3	-9	-7	-6
融资活动现金流	-117	61	-41	-101
借款增加	-9	0	33	-28
股利及利息支付	-41	-79	-80	-80
股东融资	50	137	0	0
其他影响	-117	3	6	7

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	7.0%	-0.6%	6.5%	6.5%
EBIT 增长率	-13.0%	0.3%	15.9%	10.4%
归母公司净利润增长率	20.6%	4.2%	15.3%	10.2%
获利能力				
毛利率	36.4%	37.6%	37.6%	37.7%
净利率	6.7%	6.6%	7.1%	7.4%
ROE	10.1%	8.7%	9.4%	9.7%
ROIC	12.4%	11.1%	11.9%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	24.4%	22.9%	23.3%	22.1%
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.6	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	9	12	12	12
存货周转天数	49	45	49	51
每股指标 (元)				
每股收益	1.36	1.42	1.63	1.80
每股经营现金流	2.30	2.02	1.81	2.56
每股净资产	14.47	16.33	17.31	18.46
估值比率				
P/E	11	11	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	18	18	16	14

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn