

五芳斋 (603237.SH)

业绩阶段性承压，盈利能力有所提升

2024年08月27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	2024/8/26
当前股价(元)	15.29
一年最高最低(元)	32.62/14.35
总市值(亿元)	30.32
流通市值(亿元)	18.63
总股本(亿股)	1.98
流通股本(亿股)	1.22
近3个月换手率(%)	29.21

● 业绩短期承压，盈利能力同比改善，维持“增持”评级

五芳斋 2024 年 H1 营收 15.8 亿元，同比-15.3%，归母净利润 2.3 亿元，同比-8.9%。2024Q2 营收 13.7 亿元，同比-16.7%，归母净利润 3.0 亿元，同比-5.3%。公司业绩符合预期，但考虑消费环境变化以及行业竞争加剧，我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.6 (-0.3) 亿元、1.7 (-0.6) 亿元、1.9 (-0.8) 亿元，同比分别-1.1%、+6.4%、+7.9%，EPS 分别为 0.83 (-0.24) 元、0.88 (-0.41) 元、0.95 (-0.59) 元，当前股价对应 PE 分别为 18.5、17.4、16.1 倍。公司业绩阶段性承压，盈利能力有所改善，维持“增持”评级。

● 粽子主业销售承压，第二增长曲线具备较好开拓空间

2024Q2 粽子收入 12.4 亿元，同比-17.0%，消费需求复苏放缓下，公司主动调整经营节奏，粽子销售有所承压，但公司通过打造“粽+”产品矩阵，带动高附加值的鲜粽系列销售增长较好。Q2 蛋制品、糕点及其他产品营收同比-14.7%，公司积极布局非粽类产品线，定位烘焙和速冻为公司第二增长线，目前速冻食品销售表现相对更好，烘焙仍待持续开拓。Q2 月饼收入达 32.3 万元，在淡季实现较好增长，随着 Q3 中秋旺季来临，预计 Q3 公司月饼销售仍有较好增长空间。

● Q2 连锁门店持续探索新模式，线上平台利润实现增

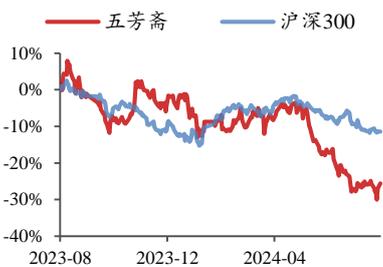
2024Q2 连锁门店/电子商务/商超/经销商/其他渠道收入分别为 1.2/3.4/2.1/6.1/0.7 亿元，分别同比-13.2%/-16.4%/-8.4%/-19.8%/-19.5%。Q2 连锁门店公司注重提升门店经营效率，关闭部分亏损门店，同时加速探索新业态连锁模式的发展空间，目前公司已成立 5 家直营节令伴手礼店，14 家加盟节令伴手礼店。线上平台收入下滑预计与电商行业竞争加剧有关，但公司通过提升运营管理能力，线上平台利润实现增。

● 产品结构升级带动毛利率提升，2024Q2 净利率上升

2024Q2 毛利率同比+4.03pct 至 46.41%，预计主要系公司优化产品结构，高附加值产品占比提升，以及产品成本下降等原因。2024Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.18pct/+0.52pct/+0.10pct/+0.09pct，费用端整体有所上行。综合下来，Q2 净利率同比+2.61pct 至 22.06%。虽然行业面临消费需求复苏偏缓以及竞争加剧等影响，但公司通过产品结构升级以及降本增效等方式，带动盈利能力提升，预计未来随着行业需求转暖，盈利能力仍有提升空间。

● **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。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《粽子主业稳健前行，股息率明显提升——公司信息更新报告》-2024.4.28

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	2,568	2,688	2,846
YOY(%)	-14.9	7.0	-2.6	4.7	5.9
归母净利润(百万元)	138	166	164	174	188
YOY(%)	-28.5	19.7	-1.1	6.4	7.9
毛利率(%)	37.5	36.4	37.8	37.8	37.9
净利率(%)	5.6	6.2	6.4	6.5	6.6
ROE(%)	8.2	9.3	9.2	9.2	9.4
EPS(摊薄/元)	0.70	0.84	0.83	0.88	0.95
P/E(倍)	21.9	18.3	18.5	17.4	16.1
P/B(倍)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5

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
流动资产	1326	995	1098	1276	1435
现金	903	627	736	878	1034
应收票据及应收账款	54	84	50	91	59
其他应收款	22	25	21	27	24
预付账款	7	15	6	16	8
存货	262	198	240	218	266
其他流动资产	78	45	45	45	45
非流动资产	1056	1341	1231	1163	1127
长期投资	1	0	0	0	0
固定资产	633	1002	933	904	885
无形资产	73	68	62	48	34
其他非流动资产	349	271	236	212	208
资产总计	2382	2336	2329	2439	2562
流动负债	551	497	471	478	501
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	227	144	209	160	230
其他流动负债	324	354	262	317	271
非流动负债	151	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	151	72	72	72	72
负债合计	702	569	543	549	573
少数股东权益	3	3	2	2	1
股本	101	144	201	201	201
资本公积	1133	1185	1127	1127	1127
留存收益	442	526	642	753	855
归属母公司股东权益	1677	1764	1784	1888	1989
负债和股东权益	2382	2336	2329	2439	2562

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	299	280	271	229	270
净利润	138	164	164	174	187
折旧摊销	65	71	92	93	75
财务费用	11	-4	-4	-7	-11
投资损失	1	-2	-3	-3	-3
营运资金变动	29	-27	26	-23	27
其他经营现金流	55	78	-3	-5	-7
投资活动现金流	-174	-434	21	-23	-37
资本支出	167	489	-18	26	39
长期投资	-5	1	0	0	0
其他投资现金流	-3	55	3	3	3
筹资活动现金流	527	-117	-183	-63	-77
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	58	0	0
资本公积增加	736	52	-58	0	0
其他筹资现金流	-142	-212	-183	-63	-77
现金净增加额	652	-271	109	143	156

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2462	2635	2568	2688	2846
营业成本	1539	1676	1598	1673	1768
营业税金及附加	15	19	15	16	18
营业费用	540	552	539	564	596
管理费用	169	199	195	204	215
研发费用	15	20	13	14	15
财务费用	11	-4	-4	-7	-11
资产减值损失	-5	-3	-5	-4	-4
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
营业利润	207	205	227	238	257
营业外收入	3	5	4	4	4
营业外支出	8	4	6	6	6
利润总额	202	207	225	237	255
所得税	64	43	62	63	68
净利润	138	164	164	174	187
少数股东损益	0	-2	-0	-1	-1
归属母公司净利润	138	166	164	174	188
EBITDA	240	259	299	309	304
EPS(元)	0.70	0.84	0.83	0.88	0.95

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-14.9	7.0	-2.6	4.7	5.9
营业利润(%)	-22.2	-1.0	10.4	5.2	7.8
归属于母公司净利润(%)	-28.5	19.7	-1.1	6.4	7.9
获利能力					
毛利率(%)	37.5	36.4	37.8	37.8	37.9
净利率(%)	5.6	6.2	6.4	6.5	6.6
ROE(%)	8.2	9.3	9.2	9.2	9.4
ROIC(%)	15.0	13.1	14.9	16.3	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	29.5	24.4	23.3	22.5	22.4
净负债比率(%)	-48.9	-32.3	-40.5	-45.8	-51.4
流动比率	2.4	2.0	2.3	2.7	2.9
速动比率	1.8	1.5	1.7	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.84	0.83	0.88	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.41	1.37	1.15	1.36
每股净资产(最新摊薄)	8.46	8.90	9.00	9.52	10.03
估值比率					
P/E	21.9	18.3	18.5	17.4	16.1
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.4	9.7	7.9	7.2	6.8

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3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