

公司研究 | 点评报告 | 五芳斋 (603237.SH)

# 五芳斋 2024 年报点评：业绩符合预期，关注新渠道拓展

## 报告要点

公司 2024 年营业总收入 22.51 亿元 (同比-14.57%，下文皆为同比)；归母净利润 1.42 亿元 (-14.24%)，扣非净利润 1.3 亿元 (-9.66%)。其中 2024Q4 营业总收入 2.03 亿元 (-7.61%)；归母净利润-6828.93 万元 (+9.64%)，扣非净利润-6939.77 万元 (+19.99%)。

## 分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



范晨昊

SAC: S0490519100003

五芳斋 (603237.SH)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 五芳斋 2024 年报点评：业绩符合预期，关注新渠道拓展

### 事件描述

公司 2024 年营业总收入 22.51 亿元 (-14.57%)；归母净利润 1.42 亿元 (-14.24%)，扣非净利润 1.3 亿元 (-9.66%)。其中 2024Q4 营业总收入 2.03 亿元 (-7.61%)；归母净利润-6828.93 万元 (+9.64%)，扣非净利润-6939.77 万元 (+19.99%)。

### 事件评论

- 全年收入降幅较前三季度表现有所收窄，整体仍有所承压。**分产品看收入，2024 年粽子系列 15.79 亿元 (-18.64%)、月饼系列 2.36 亿元 (+3.46%)、餐食系列 1.35 亿元 (-9.08%)、蛋制品、糕点及其他 2.36 亿元 (-6.63%)，粽子业务收入占比同比下降了超 3pct、至 70.13%，非粽结构改善效果持续。分销售模式看，2024 年连锁门店 3.28 亿元 (-10.06%)、电子商务 6.99 亿元 (-21.25%)、商超 2.41 亿元 (-8.67%)、经销商 7.78 亿元 (-14.38%)、其他 1.40 亿元 (-3.60%)。
- 毛利率改善明显，扣非利润率有所提升。**公司 2024 年归母净利率提升 0.02pct 至 6.31%，毛利率+2.66pct 至 39.05%，主要是过精细化运营以及对原材料的成本控制取得一定效果，期间费用率+1.81pct 至 30.86%，其中细项变动：销售费用率 (+1.05pct)、管理费用率 (+0.18pct)、研发费用率 (+0.43pct)、财务费用率 (+0.14pct)、营业税金及附加 (+0.42pct)。2024Q4 归母净利率提升 0.75pct 至-33.62%，毛利率+5.38pct 至 17.79%，期间费用率-6.03pct 至 64.99%，其中细项变动：销售费用率 (-1.65pct)、管理费用率 (-7.82pct)、研发费用率 (+3.19pct)、财务费用率 (+0.24pct)、营业税金及附加 (-1.39pct)。2024 年补助减少影响归母利润增速，扣非业绩增速表现优于收入及归母净利。
- 公司渠道能力进一步增强，会员超市及海外市场值得期待。**线下布局覆盖华东、华中、港澳等区域，设 28 个销售分支机构，渗透 3,500+大型卖场及 5 万零售终端。渠道策略由粗放扩张转向高质量发展，重点巩固现代渠道基本盘，深化与盒马、开市客等会员制系统合作。餐饮业务关闭低效门店 86 家，新增 137 家多元模式门店（直营 13/合营 2/经销 87/加盟 35），总门店达 476 家，加速合伙人模式转型升级。线上运营 37 家直营店及 300+合作店铺，通过策略优化聚焦效益，实现毛利率同比提升 8.05%。2025 年公司将重点开拓山姆、胖东来等商超的深度合作，同时预计 2025 年度新加坡两家门店将顺利开业。
- 高分红+回购彰显公司信心。**公司公告拟每 10 股派现 5 元（含税），2024 年通过集中竞价回购股份 4,795.09 万元（不含交易费用），分红及回购总额 1.45 亿元，占归母净利润 101.81%。公司近三个会计年度累计现金分红达 3.47 亿元，累计现金分红比例为 233.54%；此外公司实施了近 1 亿元股份回购计划，传递公司可持续发展信心。
- 盈利预测及投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.70、1.84、2.00 亿元，EPS 为 0.86、0.93、1.01 元，对应当前股价 PE 为 25、23、21X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 食品安全风险；
- 原材料价格波动的风险；
- 经营的季节性波动风险。

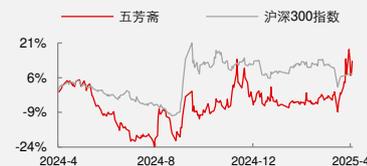
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	21.33
总股本(万股)	19,827
流通A股/B股(万股)	12,188/0
每股净资产(元)	8.66
近12月最高/最低价(元)	29.16/14.35

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

### 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《五芳斋 2024 年三季报点评：中秋前置带动月饼销售，整体经营底部承压》2024-11-06
- 《五芳斋 2024 年半年报点评：收入景气承压，新品顺势而为》2024-08-27
- 《2023 年报&2024 年一季报点评：基本盘稳固，关注旺季表现》2024-05-13

更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

1、食品安全风险。作为与消费者日常生活联系紧密的行业，食品制造业对食品安全要求非常高。近年来，随着国民收入水平的提高，我国民众的健康生活理念日益增强，全社会对食品质量、食品安全的关注度空前提高。一方面，国家对食品安全监督及质量控制要求越来越高，相关法律法规从各方面对公司的生产经营提出了严格要求，另一方面，媒体、消费者对公司的产品质量、食品安全等也时刻在进行监督和关注。食品制造业生产链条长、管理环节多，且传统点心手工制作工序较多，公司可能存在因管理疏忽或不可预见原因导致产品质量问题发生。

2、原材料价格波动的风险。公司的主要原材料包括糯米、猪肉、粽叶等农产品，原材料供货价格随市场整体供求情况相应波动，存在价格波动风险；此外，生物病虫害、异常性、灾难性气候事件时有发生，也会严重影响农产品的产量和价格，进而影响公司的经营稳定性。

3、经营的季节性波动风险。公司主要产品为粽子、月饼等传统节令食品，存在明显的季节性特征。粽子产品的销售主要集中在端午节前，月饼产品的销售主要集中在中秋节前。如果在粽子、月饼的集中消费季节，公司不能做好市场预测、及时组织安排好生产和库存储备，公司将面临部分产品备货不足进而失去业务机会，或者由于外部环境重大变化或公司对市场预测失误，造成生产过剩进而导致积压浪费的季节性经营风险。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>2251</b>	<b>2573</b>	<b>2697</b>	<b>2851</b>	货币资金	520	711	1057	1159
营业成本	1372	1579	1652	1750	交易性金融资产	31	31	31	31
<b>毛利</b>	<b>879</b>	<b>995</b>	<b>1045</b>	<b>1101</b>	应收账款	43	105	55	116
%营业收入	39%	39%	39%	39%	存货	217	397	246	435
营业税金及附加	25	23	25	27	预付账款	9	16	17	17
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	66	86	68	89
销售费用	495	543	563	587	<b>流动资产合计</b>	<b>886</b>	<b>1346</b>	<b>1474</b>	<b>1847</b>
%营业收入	22%	21%	21%	21%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	174	197	207	216	投资性房地产	50	50	50	50
%营业收入	8%	8%	8%	8%	固定资产合计	1053	947	837	698
研发费用	26	31	32	34	无形资产	72	72	71	71
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-1	-1	递延所得税资产	8	8	8	8
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	189	290	391	392
加: 资产减值损失	-2	-3	-3	-3	<b>资产总计</b>	<b>2259</b>	<b>2713</b>	<b>2832</b>	<b>3067</b>
信用减值损失	12	5	6	7	短期贷款	1	201	101	51
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	137	170	151	189
投资收益	0	1	1	1	预收账款	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>184</b>	<b>218</b>	<b>238</b>	<b>258</b>	应付职工薪酬	62	87	91	96
%营业收入	8%	8%	9%	9%	应交税费	10	13	13	14
营业外收支	-1	-1	-1	-1	其他流动负债	267	210	215	223
<b>利润总额</b>	<b>182</b>	<b>217</b>	<b>237</b>	<b>256</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>477</b>	<b>680</b>	<b>571</b>	<b>573</b>
%营业收入	8%	8%	9%	9%	长期借款	0	30	50	60
所得税费用	41	48	52	56	应付债券	0	0	0	0
净利润	141	169	185	200	递延所得税负债	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>142</b>	<b>170</b>	<b>184</b>	<b>200</b>	其他非流动负债	61	111	131	151
少数股东损益	-1	-1	0	0	<b>负债合计</b>	<b>539</b>	<b>821</b>	<b>753</b>	<b>785</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.73</b>	<b>0.86</b>	<b>0.93</b>	<b>1.01</b>	归属于母公司所有者权益	1718	1891	2078	2280
					少数股东权益	2	1	2	2
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>1720</b>	<b>1892</b>	<b>2079</b>	<b>2282</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>2259</b>	<b>2713</b>	<b>2832</b>	<b>3067</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>315</b>	<b>52</b>	<b>550</b>	<b>135</b>					
取得投资收益收回现金	0	1	1	1	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-131	-133	-133	-3	每股收益	0.73	0.86	0.93	1.01
其他	-31	0	0	0	每股经营现金流	1.59	0.26	2.77	0.68
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-161</b>	<b>-132</b>	<b>-132</b>	<b>-2</b>	市盈率	25.21	24.84	22.95	21.18
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.12	2.24	2.04	1.86
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.29	11.17	9.46	8.70
银行贷款增加(减少)	1	230	-80	-40	总资产收益率	6.3%	6.3%	6.5%	6.5%
筹资成本	-140	-8	-12	-10	净资产收益率	8.3%	9.0%	8.9%	8.8%
其他	-121	50	20	20	净利率	6.3%	6.6%	6.8%	7.0%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-260</b>	<b>272</b>	<b>-72</b>	<b>-30</b>	资产负债率	23.9%	30.3%	26.6%	25.6%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-106</b>	<b>192</b>	<b>345</b>	<b>102</b>	总资产周转率	0.98	1.04	0.97	0.97

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**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。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。