

五芳斋 (603237.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年10月28日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 27.29 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@f.qlzq.com.cn

分析师: 晏诗雨

执业证书编号: S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,892	2,462	2,633	3,027	3,492
增长率 yoy%	19%	-15%	7%	15%	15%
净利润 (百万元)	194	137	189	246	292
增长率 yoy%	36%	-29%	38%	30%	19%
每股收益 (元)	1.35	0.96	1.32	1.71	2.03
每股现金流量	1.60	2.08	1.22	0.16	3.76
净资产收益率	23%	8%	10%	12%	12%
P/E	20.3	28.6	20.7	16.0	13.5
P/B	4.6	2.3	2.1	1.9	1.7

备注: 股价选取 2023 年 10 月 27 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	144
流通股本(百万股)	87
市价(元)	27.29
市值(百万元)	3,925
流通市值(百万元)	2,375

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年三季报。2023 年前 3 季度, 公司实现营收 24.15 亿元, 同比+6.71%; 归母净利润 2.41 亿元, 同比+5.65%; 扣非归母净利润 2.31 亿元, 同比+3.78%。2023 年三季度, 公司实现营收 5.50 亿元, 同比+20.86%; 归母净利润-0.15 亿元, 同比-7.90%; 扣非归母净利润-0.16 亿元, 同比+5.60%。
- **月饼消费较疲软, 全渠道拓展相对顺利。**分产品看, 2023Q3 粽子系列/月饼系列/餐食系列/蛋制品、糕点及其他营收分别为 2.99/1.55/0.42/0.38 亿元, 分别同比+60%/-13%/+5%/+7%, 主业粽子系列产品收入保持高速增长, 月饼中秋销售承压。分渠道看, 2023Q3 连锁门店/电子商务/商超/经销商/其他营收分别为 0.82/3.40/0.25/0.61/0.27 亿元, 分别同比+10%/+29%/-1%/+7%/+22%, 电商保持高增, 连锁门店持续修复。分地区看, 2023Q3 华东/华北/华中/华南/西南/西北/东北/境外/电商营收分别为 1.72/2.28/0.11/0.12/0.08/0.02/0.01/0.03/0.9 亿元, 分别同比+8%/+55%/+5%/+194%/+339%/-1%/-10%/+3%/14%, 全国化进展顺利。截至 2023Q3 末, 经销商数量为 737 家, 较年初增加 30 家, 招商工作持续推进。
- **费用管控趋于严格, 亏损幅度收窄。**公司 23Q3 毛利率 28.67%, 同比-5.12pct, 预计主要系原材料价格上涨。费用率方面, 23Q3 销售费用率同降 5.53pct 至 25.23%, 管理费用率同降 1.68pct 至 6.87%, 费用管控较为严格。综上, 23Q3, 公司净利率-2.73%, 同比+0.35pct, 预计伴随费用管控趋于严格, 亏损幅度收窄。
- **整体势能向上, 静待逐步修复。**收入端, 公司在量价两方面都有空间。价增方面, 考虑到节令食品的礼赠属性, 五芳斋节令食品在礼赠和团购场景的开发有望带来产品结构升级, 进而推动均价增长。量增方面, 考虑产品开发、渠道拓展与区域扩展, 粽子产品销量还没有到天花板。同时公司有望推进月饼、饭团等大单品打造接力粽子, 实现可持续增长。利润端, 餐饮复苏和周期平滑均有望提升整体净利率水平。一方面, 伴随全国餐饮复苏, 公司连锁板块有望企稳回暖; 另一方面, 公司通过补充节令食品产品、推动节令食品日销化、补充糕点和中式点心等产品等多个方面减弱周期波动, 做大日销, 提高产能利用率和规模效应。
- **投资建议: 维持“买入”评级。**根据三季报, 我们预计公司 23-25 年营收分别为 26.33/30.27/34.92 亿元 (前次为 32.54/38.62/46.22 亿元), 净利润分别为 1.89/2.46/2.92 亿元 (前次为 2.19/2.80/3.46 亿元), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 渠道拓展不及预期、产品销售的季节性波动风险、食品安全风险。

图表 1: 五芳斋三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	903	1,050	1,057	1,581	营业收入	2,462	2,633	3,027	3,492
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,539	1,648	1,875	2,157
应收账款	54	62	65	67	税金及附加	15	15	17	19
预付账款	7	13	13	15	销售费用	540	553	605	681
存货	262	318	645	485	管理费用	169	184	212	244
合同资产	0	0	0	0	研发费用	15	16	18	21
其他流动资产	100	106	110	126	财务费用	11	-22	-24	-24
流动资产合计	1,326	1,549	1,890	2,274	信用减值损失	-12	-3	-5	-7
其他长期投资	54	54	54	54	资产减值损失	-5	-5	-4	-5
长期股权投资	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	633	583	536	493	投资收益	-1	1	0	0
在建工程	56	56	56	56	其他收益	24	24	24	24
无形资产	73	77	71	65	营业利润	207	284	366	434
其他非流动资产	239	249	257	265	营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	1,056	1,020	975	934	营业外支出	8	8	8	8
资产合计	2,382	2,570	2,866	3,208	利润总额	202	279	361	429
短期借款	0	0	0	0	所得税	65	90	115	137
应付票据	36	57	66	64	净利润	137	189	246	292
应付账款	191	183	213	252	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	1	17	6	8	归属母公司净利润	137	189	246	292
合同负债	76	57	81	93	NOPLAT	145	174	229	275
其他应付款	62	62	62	62	EPS (按最新股本摊薄)	0.96	1.32	1.71	2.03
一年内到期的非流动负债	52	52	52	52					
其他流动负债	133	142	160	181	主要财务比率				
流动负债合计	551	570	641	712	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-14.9%	7.0%	14.9%	15.4%
其他非流动负债	151	151	151	151	EBIT增长率	-21.3%	20.4%	31.6%	20.1%
非流动负债合计	151	151	151	151	归母公司净利润增长率	-29.0%	37.8%	29.7%	18.8%
负债合计	702	721	792	863	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,678	1,846	2,071	2,343	毛利率	37.5%	37.4%	38.1%	38.2%
少数股东权益	3	3	3	3	净利率	5.6%	7.2%	8.1%	8.4%
所有者权益合计	1,680	1,848	2,074	2,345	ROE	8.2%	10.2%	11.8%	12.4%
负债和股东权益	2,382	2,570	2,866	3,208	ROIC	13.3%	14.5%	16.9%	17.8%
					偿债能力				
					资产负债率	29.5%	28.1%	27.6%	26.9%
					债务权益比	12.1%	11.0%	9.8%	8.7%
					流动比率	2.4	2.7	2.9	3.2
					速动比率	1.9	2.2	1.9	2.5
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
					应收账款周转天数	7	8	7	7
					应付账款周转天数	48	41	38	39
					存货周转天数	67	63	92	94
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.96	1.32	1.71	2.03
					每股经营现金流	2.91	1.71	0.23	5.28
					每股净资产	16.33	17.96	20.16	22.80
					估值比率				
					P/E	29	21	16	13
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	81	69	56	48

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
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; 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。