

公司研究/更新报告

2018年06月14日

食品饮料/食品加工 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 19.77
合理价格区间(元): 28.28~29.29

张琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

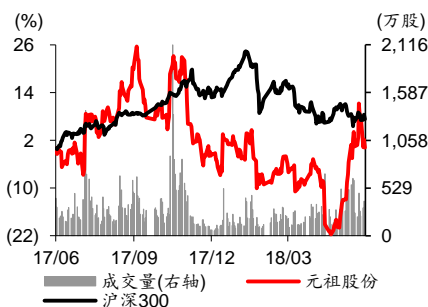
张晋溢
联系人 zhangjinyi@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

1 《元祖股份(603886,增持): 烘焙连锁龙头, 毛利率领先行业》2017.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

需求回暖, 关注旺季动销

元祖股份(603886)

元祖股份受益于消费环境的回暖, 关注端午节旺季动销

在馈赠等消费场景中具有较为明显的竞争优势, 以蛋糕、月饼和中西式糕点为主要产品的元祖股份对宏观消费环境的变化较为敏感。受益于大众食品自 2017 年以来的需求回暖, 我们认为元祖股份 2018 年的收入和利润增速将出现较为明显的回升。6 月中下旬的端午节是元祖股份产品的重要销售季节之一, 我们预计良好的旺季销售将有望提升市场对元祖股份的关注度, 提升市场对元祖股份中长期增长信心, 上调至“买入”评级。

收缩周期结束, 门店数量重回正增长通道

元祖股份的全国门店数量自 2014 年达到 619 家后步入了缓慢的下降通道, 截止 2017Q4 门店数量为 591 家, 同比下降 3 家。我们认为在整个大众消费相对低迷的 2014-2016 年期间, 公司通过收缩门店数量的方式减小经营情况相对不理想的门店对公司盈利的负面影响。在当前大众消费需求回暖的背景下, 公司 2018 年有望重新进入门店扩张周期, 根据公告, 公司计划通过购买或租赁的策略开设直营店, 以达到提升公司的市场占有率和品牌竞争力的目的。我们认为在烘焙市场分散程度仍然较高的背景下, 终端门店数量的上升有助于加强元祖股份在行业内的领先优势。

卡券销售能力强, 预收款与收入比例持续上升

18Q1 预收款规模上升至 5.52 亿元, 季度环比增加 10%, 彰显了公司较强的卡券销售能力。卡券销售一直是元祖股份的强势领域, 以卡券销售为主的预收款项与公司收入的比例一直处于上升通道, 从 2015 年的 22% 稳步上升至 2017 年的 28%。我们认为在大众消费需求转暖的背景下, 以企业福利为代表的卡券销售增长弹性较大, 同时卡券销售面向的消费者群体的价格敏感度相对较弱, 因此卡券销售占比的提升将对公司的盈利能力产生正面影响。

受益消费环境回暖, 上调至“买入”评级

我们认为大众消费需求的回暖, 元祖股份的门店数量将在 2018 年重回正增长, 同时卡券销售的强劲增长会对单店收入起到正面作用。根据我们的盈利预测, 2018-2020 年元祖股份收入分别达到 20.19 亿元 (上调 8%), 22.51 亿元 (上调 7%) 和 24.86 亿元, 分别同比增长 13.59%, 11.49% 和 10.47%; 归属于母公司的净利润分别达到 2.42 亿元 (上调 22%), 2.82 亿元 (上调 20%) 和 3.26 亿元, 分别同比增长 19.10%, 16.51% 和 15.48%; EPS 分别达到 1.01 元, 1.18 元和 1.36 元。考虑可比公司的估值水平, 我们给予元祖股份 2018 年 28~29 倍 PE 估值, 目标价范围为 28.28 元~29.29 元, 上调至“买入”评级。

风险提示: 门店数量扩张不达预期; 产品销售不达预期; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	240.00
流通 A 股 (百万股)	121.21
52 周内股价区间 (元)	15.47-24.79
总市值 (百万元)	4,745
总资产 (百万元)	1,956
每股净资产 (元)	4.99

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,592	1,777	2,019	2,251	2,486
+/-%	0.92	11.66	13.59	11.49	10.47
归属母公司净利润 (百万元)	124.95	203.51	242.38	282.39	326.11
+/-%	9.18	62.88	19.10	16.51	15.48
EPS (元, 最新摊薄)	0.52	0.85	1.01	1.18	1.36
PE (倍)	37.97	23.31	19.58	16.80	14.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测调整及可比公司估值表

图表1: 元祖股份收入预测调整明细

		新	旧	新	旧	新	旧
		2018E	2018E	2019E	2019E	2020E	2020E
月饼礼盒	收入	723.25	630.25	831.73	705.88	931.54	-
	同比增速	17%	10%	15%	12%	12%	-
	毛利率	68%	65%	69%	66%	69%	-
蛋糕	收入	604.24	587.24	652.58	663.58	704.79	-
	同比增速	10%	10%	8%	13%	8%	-
	毛利率	89%	89%	90%	90%	90%	-
中西式糕点	收入	547.64	508.79	613.36	580.02	686.96	-
	同比增速	15%	12%	12%	14%	12%	-
	毛利率	42%	40%	43%	41%	43%	-
水果	收入	75.22	75.21	81.24	86.49	87.73	-
	同比增速	10%	11%	8%	15%	8%	-
	毛利率	38%	37%	38%	38%	39%	-
其他主营业务	收入	44.82	26.75	47.07	27.82	49.42	-
	同比增速	5%	6%	5%	4%	5%	-
	毛利率	93%	28%	93%	28%	93%	-
其他业务	收入	23.63	36.21	24.81	38.02	26.05	-
	同比增速	5%	2%	5%	5%	5%	-
	毛利率	27%	94%	27%	94%	27%	-
元祖股份总收入		2,019	1,864	2,251	2,102	2,486	-
	同比	14%	10%	11%	13%	10%	-
	毛利率	66%	65%	67%	65%	67%	-

图表2: 元祖股份盈利预测调整

	收入 (亿元)			EPS (元)		
	新	旧	幅度	新	旧	幅度
2018E	20.19	18.64	8%	1.01	0.83	22%
2019E	22.51	21.02	7%	1.18	0.98	20%
2020E	24.86	-	-	1.36	-	-

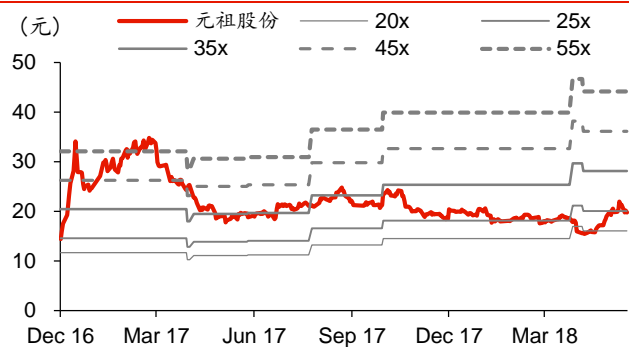
资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)		PE (倍)	
			2017A	2018E	2017A	2018E
000716.SZ	黑芝麻	4.17	0.18	0.32	24	13
002507.SZ	涪陵榨菜	26.70	0.52	0.73	51	37
002557.SZ	洽洽食品	16.92	0.63	0.73	27	23
002582.SZ	好想你	12.71	0.21	0.37	61	35
002661.SZ	克明面业	14.52	0.34	0.50	43	29
300146.SZ	汤臣倍健	16.60	0.52	0.65	32	25
603020.SH	爱普股份	10.91	0.45	0.52	24	21
603043.SH	广州酒家	23.55	0.90	1.03	26	23
603345.SH	安井食品	33.79	0.98	1.21	34	28
603517.SH	绝味食品	45.75	1.26	1.51	36	30
603777.SH	来伊份	21.01	0.42	0.53	50	40
603866.SH	桃李面包	57.58	1.14	1.40	51	41
平均						29

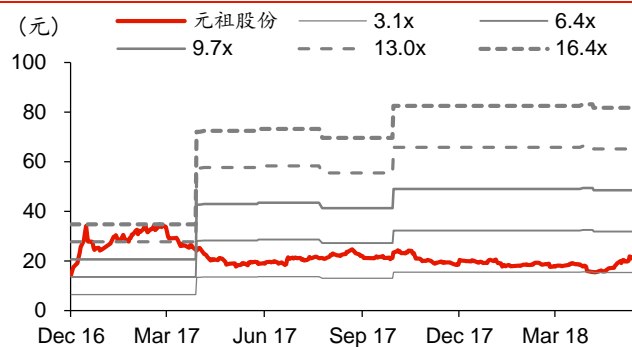
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 收盘价采用2018年6月13日, 盈利预测取Wind一致预期

图表4: 元祖股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 元祖股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,263	1,430	1,442	1,493	1,624
现金	734.49	142.84	764.04	731.19	775.04
应收账款	54.85	41.05	53.49	60.07	64.71
其他应收账款	26.49	29.04	33.91	36.19	41.19
预付账款	5.01	4.82	5.37	6.09	6.79
存货	39.54	37.05	47.97	52.93	56.34
其他流动资产	402.24	1,175	536.75	606.91	680.21
非流动资产	520.39	540.75	785.70	1,015	1,221
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	294.89	284.97	524.25	764.91	993.30
无形资产	35.10	29.50	29.41	28.94	24.86
其他非流动资产	190.41	226.28	232.04	221.29	202.43
资产总计	1,783	1,970	2,227	2,509	2,845
流动负债	683.82	737.84	743.13	839.47	927.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	75.73	69.54	85.84	95.02	103.63
其他流动负债	608.09	668.30	657.28	744.45	824.23
非流动负债	30.24	12.93	22.25	21.81	19.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	30.24	12.93	22.25	21.81	19.00
负债合计	714.06	750.78	765.38	861.28	946.86
少数股东权益	0.53	0.48	0.45	0.41	0.36
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	240.00
资本公积	514.95	514.95	514.95	514.95	514.95
留存公积	318.32	466.63	706.46	891.90	1,143
归属母公司股东权益	1,068	1,219	1,461	1,647	1,898
负债和股东权益	1,783	1,970	2,227	2,509	2,845

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	285.54	324.75	918.04	394.89	475.36
净利润	124.95	203.46	242.35	282.35	326.06
折旧摊销	69.95	73.79	78.74	123.09	165.02
财务费用	0.19	(1.02)	(18.77)	(30.95)	(31.18)
投资损失	(8.61)	(27.32)	(9.51)	(10.97)	(12.26)
营运资金变动	86.16	35.89	636.22	30.09	18.15
其他经营现金	12.89	39.94	(10.99)	1.29	9.58
投资活动现金	(173.30)	(861.38)	(315.64)	(361.72)	(387.39)
资本支出	73.00	132.97	300.00	340.00	370.00
长期投资	112.00	763.00	(1.23)	0.08	0.64
其他投资现金	11.70	34.60	(16.87)	(21.64)	(16.76)
筹资活动现金	506.88	(55.20)	18.80	(66.02)	(44.12)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	60.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	514.43	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(67.56)	(55.20)	18.80	(66.02)	(44.12)
现金净增加额	620.07	(591.65)	621.20	(32.85)	43.85

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,592	1,777	2,019	2,251	2,486
营业成本	577.17	598.42	679.76	756.65	830.20
营业税金及附加	19.81	21.24	24.42	27.51	30.69
营业费用	706.59	761.77	857.99	952.08	1,044
管理费用	118.14	127.74	141.32	157.55	174.05
财务费用	0.19	(1.02)	(18.77)	(30.95)	(31.18)
资产减值损失	14.42	32.40	30.00	30.80	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.61	27.32	9.51	10.97	12.26
营业利润	163.94	269.09	313.59	368.11	425.66
营业外收入	12.78	4.59	12.78	9.34	9.71
营业外支出	6.05	9.22	6.19	6.46	6.16
利润总额	170.67	264.46	320.17	370.99	429.21
所得税	45.72	61.00	77.83	88.65	103.15
净利润	124.95	203.46	242.35	282.35	326.06
少数股东损益	(0.00)	(0.06)	(0.03)	(0.04)	(0.05)
归属母公司净利润	124.95	203.51	242.38	282.39	326.11
EBITDA	234.08	341.86	373.56	460.25	559.50
EPS (元, 基本)	0.52	0.85	1.01	1.18	1.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	0.92	11.66	13.59	11.49	10.47
营业利润	1.61	64.14	16.54	17.39	15.63
归属母公司净利润	9.18	62.88	19.10	16.51	15.48
获利能力 (%)					
毛利率	63.74	66.33	66.33	66.38	66.61
净利率	7.85	11.45	12.01	12.55	13.12
ROE	11.69	16.69	16.59	17.15	17.18
ROIC	36.50	19.26	33.33	29.71	28.41
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.05	38.10	34.36	34.33	33.28
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.85	1.94	1.94	1.78	1.75
速动比率	1.77	1.87	1.87	1.71	1.68
营运能力					
总资产周转率	1.12	0.95	0.96	0.95	0.93
应收账款周转率	36.33	37.06	42.71	39.64	39.85
应付账款周转率	7.62	8.24	8.75	8.37	8.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.85	1.01	1.18	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.35	3.83	1.65	1.98
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.08	6.09	6.86	7.91
估值比率					
PE (倍)	37.97	23.31	19.58	16.80	14.55
PB (倍)	4.44	3.89	3.25	2.88	2.50
EV_EBITDA (倍)	19.23	13.17	12.05	9.78	8.05

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com