

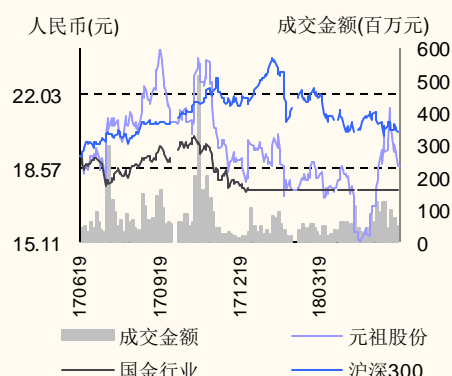
## 元祖股份 (603886.SH) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 18.66 元  
 目标价格 (人民币): 29.00-29.00 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 121.21  
 总市值(百万元) 4,478.40  
 年内股价最高最低(元) 24.21/15.11  
 沪深 300 指数 3753.43  
 上证指数 3021.90



## 旺季将至，定位差异化产品盈利能力强

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.521	0.848	1.025	1.167	1.270
每股净资产(元)	4.45	5.08	5.60	6.27	7.04
每股经营性现金流(元)	1.19	1.35	1.29	1.41	1.52
市盈率(倍)	34.00	23.82	20.80	18.28	16.79
净利润增长率(%)	9.18%	62.88%	20.92%	13.77%	8.89%
净资产收益率(%)	11.69%	16.69%	18.30%	18.60%	18.04%
总股本(百万股)	240.00	240.00	240.00	240.00	240.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **旺季将至，业绩提升趋势明显：**元祖股份收入中月饼礼盒占比 34.8%，蛋糕占比约为 30.9%，为公司主要的收入、利润来源。由于公司经营对月饼类产品依赖度较大，致使其业绩存在明显的季节性特点，多集中在 Q3。预计随着端午、中秋的临近，节庆产品有望大幅提升公司业绩。18Q1 元祖共录得收入 2.72 亿元，同比+2.45%，而亏损同比增亏 1,085 万元至 2,982 万元，主要来源于销售费用同比增加，主要是由于公司为了提升品牌知名度，加强了央视和地方台的广告投放，同时为了降低人员流动率，增加了直营门店员工的工资、奖金等所致。
- **定位节庆、伴手礼差异化市场，产品盈利能力强：**不同于其他烘焙店，元祖产品主要定位于伴手礼市场和节庆民俗产品；一方面，相比自食的面包，具有送礼性质的月饼、伴手礼等具有较高的毛利水平，使得元祖的毛利率高于同行业其他上市公司。另一方面，购买节庆送礼产品的消费者对于价格的敏感性相比自食产品低，提价传导通道更为通畅，同时随着商务送礼以及公司团购福利的增加，销量稳步提升。2017 年月饼礼盒/蛋糕/中西式糕点收入分别同比+16.5%/8.0%/11.1%，销量分别同比+9.4%/+8.1%/9.2%
- **深耕成熟市场，江苏、四川盈利高，整体终端门店盈利水平向好：**元祖采取直营为主，特许加盟为辅的经营模式，目前直营门店 608 家，加盟店约为 100 家左右。江苏元祖（江苏、安徽）2015 年单店收入达 369 万元，同比+10.3%，四川元祖（重庆、四川、陕西、贵州）单店收入排名其次达 302 万元，同比+13.8%，成熟优势区域单店收入更强。2014 年以后公司主动调整门店分部，关闭低效门店，优化区域门店位置，成熟区域江苏和四川 2016 年盈利开始改善向上，整体终端门店盈利水平向好。

## 投资建议

- 我们预计 2018-2020 年收入分别为 19.7 亿元/21.5 亿元/23.1 亿元，同比+11.0%/9.1%/7.2%，其中月饼收入增速为 13.9%/12.1%/10.2%，蛋糕收入增速为 7.5%/6.0%/4.5%。净利润分别为 2.46 亿元/2.80 亿元/3.05 亿元，同比+20.8%/13.7%/8.9%，对应 EPS 分别为 1.025 元/1.167 元/1.270 元。
- 目前代表性食品公司 2018/19 PE 均值为 36X/28X，我们给予元祖股份 2019 年估值 25X，目标价 29 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 旺季销售不达预期/门店租金及人工成本上升，影响盈利/市场竞争激烈，销售费用上升/投资理财产品收益下滑

申晟 分析师 SAC 执业编号: S1130517080003  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
 yujie@gjzq.com.cn

寇星 联系人  
 kouxing@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、旺季将至，业绩提升趋势明显	4
1.1 节庆性产品占比高，业绩季节性趋势明显	4
1.2 月饼市场回暖，单店收入增速回升	4
1.3 定位节庆、伴手礼差异化市场，产品盈利能力强	6
二、深耕成熟市场，江苏、四川盈利高	8
2.1 江苏市场稳定发展，四川发展迅速	8
2.2 成熟地区盈利能力强，单店盈利趋势向好	9
2.3 募投项目新开门店，提高配套产能	11
三、盈利预测	12
3.1 收入预测	12
3.2 毛利率及费用预测	13
3.3 可比公司估值	13
风险提示	14

## 图表目录

图表 1：公司各品类产品收入占比（%）	4
图表 2：公司收入多集中在 Q3（亿元）	4
图表 3：公司利润释放多在 Q3（百万元）	4
图表 4：分产品收入增速	5
图表 5：公司店数逐步稳定（家）	5
图表 6：公司单店年收入增速（万元）	5
图表 7：分项销售费用占比	6
图表 8：公司期间费用率（%）	6
图表 9：元祖收入（亿元）及增速	6
图表 10：元祖利润（亿元）及增速	6
图表 11：主要产品系列	6
图表 12：克莉丝汀 2017 年收入品类占比	7
图表 13：元祖 2017 年收入品类占比	7
图表 14：克莉丝汀各品类毛利率	7
图表 15：元祖各品类毛利率	7
图表 16：元祖主要产品销量及增速	7
图表 17：公司主要产品系列均价趋势向上	8
图表 18：公司主要产品价格（元/份）	8
图表 19：元祖各省区门店占比	8
图表 20：江苏浙江店数平稳，四川发展迅速	9
图表 21：成熟地区单店收入高（万元/年）	9
图表 22：元祖区域子公司总体盈利向上（万元）	10

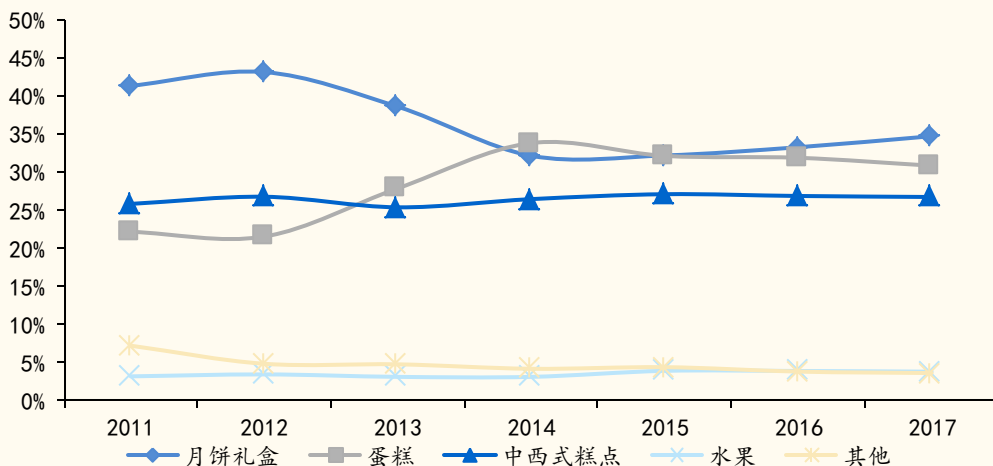
图表 23: 主要区域单店盈利改善 (万元) .....	10
图表 24: 公司销售费用分解.....	10
图表 25: 公司销售人员及人均工资.....	11
图表 26: 公司门店及平均租金.....	11
图表 27: 新开门店计划集中区域.....	11
图表 28: 上海、四川中央工厂产能及产量.....	12
图表 29: OEM 占主营业务成本.....	12
图表 30: 收入预测.....	12
图表 31: 毛利率预测.....	13
图表 32: 销售费用预测.....	13
图表 33: 可比公司估值.....	14

## 一、旺季将至，业绩提升趋势明显

### 1.1 节庆性产品占比高，业绩季节性趋势明显

元祖股份是专业生产蛋糕、月饼、中西式糕点及节庆民俗等产品的全国连锁经营企业。2017 年公司共录得收入近 17.8 亿元，同比+11.7%，其中月饼礼盒占比 34.8%，蛋糕占比约为 30.9%，这两大品类为公司主要的收入、利润来源。

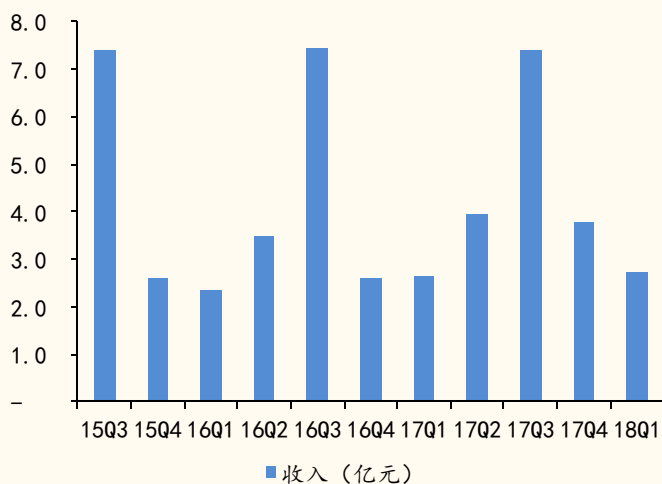
图表 1：公司各品类产品收入占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

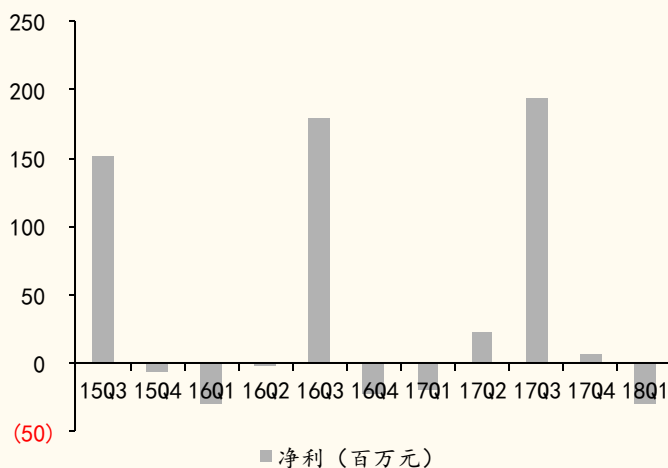
由于公司经营对月饼类产品依赖度较大，致使其业绩存在明显的季节性特点，多集中在 Q3，而上半年利润通常为亏损或接近盈亏平衡的状态。18Q1 元祖共录得收入 2.72 亿元，同比+2.45%，而亏损同比增亏 1,085 万元至 2,982 万元，主要来源于销售费用同比增加 1,871 万元，销售费用率同比+5.5ppt，主要是由于公司为了提升品牌知名度，加强了央视和地方台的广告投放，同时为了降低人员流动率，增加了直营门店员工的工资、奖金等所致。预计随着端午、中秋的临近，节庆产品有望大幅提升公司业绩。

图表 2：公司收入多集中在 Q3 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司利润释放多在 Q3 (百万元)



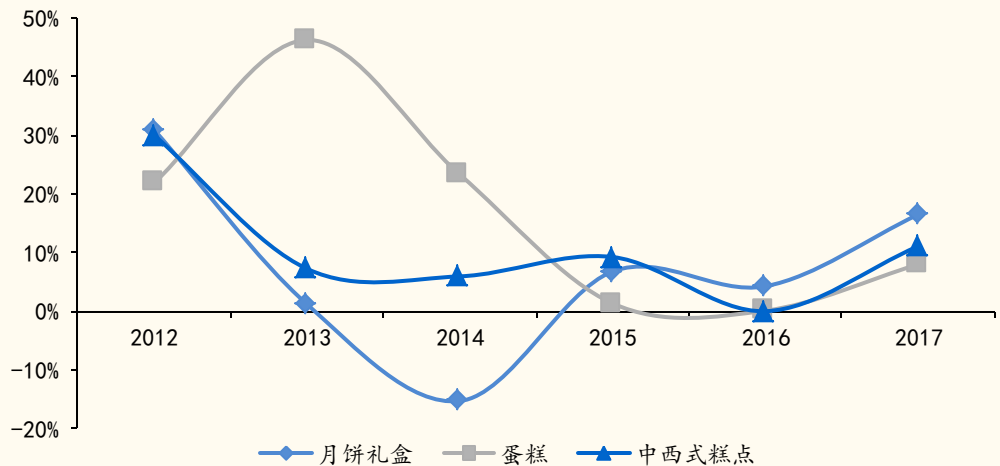
来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2 月饼市场回暖，单店收入增速回升

2013-2014 年受国家机关团体月饼采购量的减少，整个月饼终端需求出现一定程度的萎缩，元祖月饼礼盒的销售收入出现了下滑，其中 2014 年月饼的收入同比下滑 15.3%。2015 年随着有关部门规范完善国家机关单位职工节日福利发放政策以及公司团购、零售整体市场需求的增加，月饼市场有所回暖，2015-

2017 年公司月饼收入分别同比增加+6.8%/4.3%/16.5%。

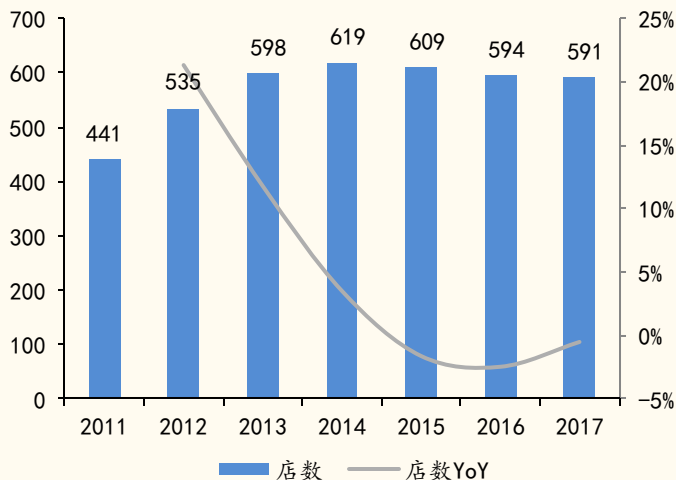
图表 4：分产品收入增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

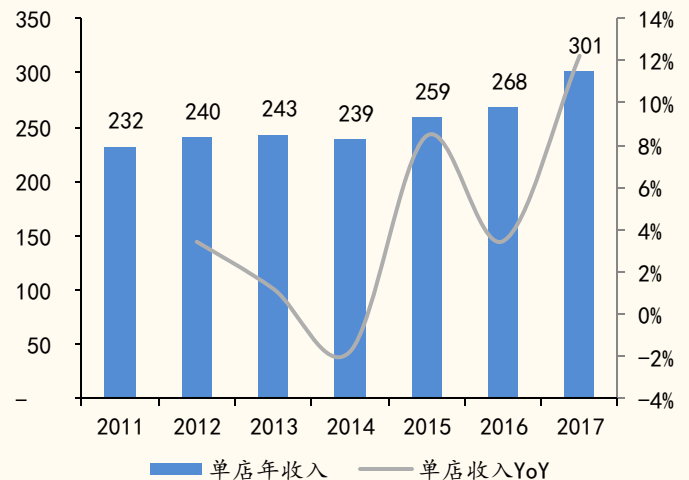
三公消费的收紧，使得 2014 年虽然开店数达到高峰，但单店收入出现了-1.8%的下滑，2015 年开始公司开始主动积极管理门店，关闭低效门店，调节区域门店结构，优化区域门店配比，同时也为了更好地满足因为电商的发展而带来的宅配线下布局的需求等新的形势。2015-2017 年门店数目分别同比下滑-1.6%/-2.5%/-0.5%，单店收入分别同比+8.4%/3.5%/12.2%，门店效益改善明显。

图表 5：公司店数逐步稳定（家）



来源：招股说明书，国金证券研究所

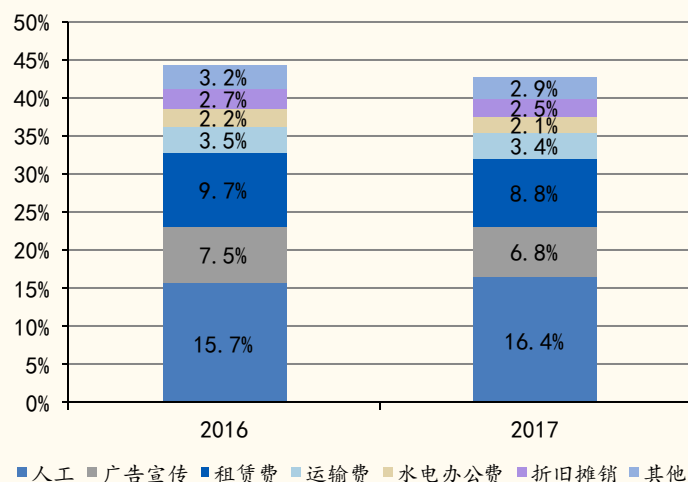
图表 6：公司单店年收入增速（万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

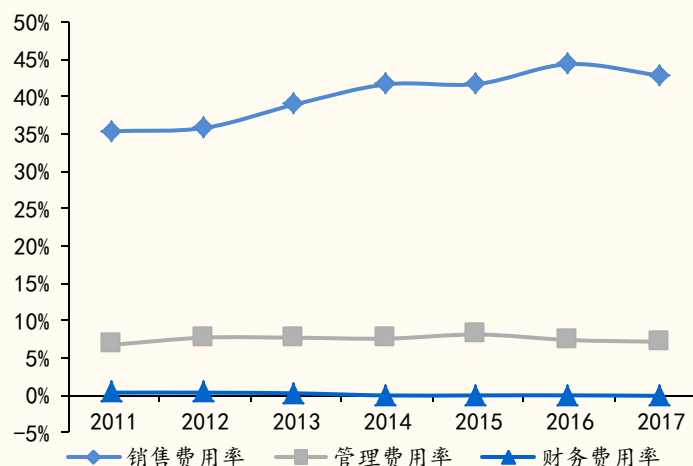
2017 年元祖共录得收入 17.8 亿元，同比+11.7%，其中月饼礼盒/蛋糕/中西式糕点/水果分别同比 +16.5%/8.0%/11.1%/9.0%，销量分别同比 +9.4%/+8.1%/9.2%/9.1%，月饼、中西式糕点受益于产品创新和提价的影响，量价齐升助推收入增长。成本端受益于单位制造成本下滑（大豆油和小麦粉）以及提价的双重作用，2017 年毛利率同比+2.6ppt，毛利同比+16.2%。得益于广告费用精准投放以及关闭低效门店带来的租赁费用的下滑，元祖 2017 年销售费用率同比-1.5ppt。而募投资金带来了现金流的改善，公司利息收入大幅提升，财务费用下滑，这样 2017 年元祖的经营性利润同比+52.4%，叠加 1,870 万投资理财产品收益的贡献，2017 年公司归母净利润同比+62.9%。

图表 7：分项销售费用占比



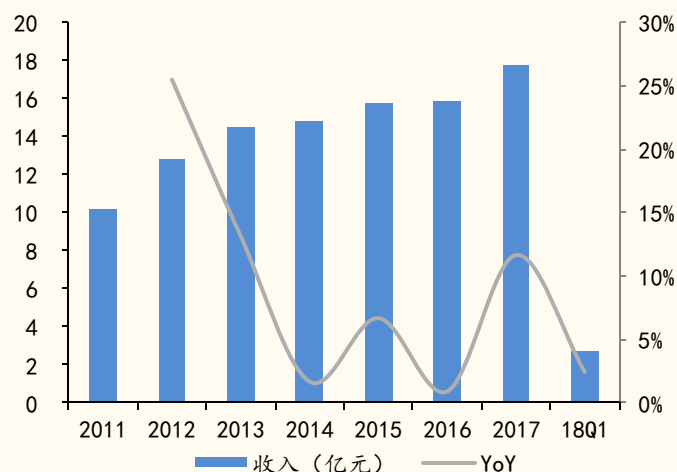
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司期间费用率 (%)



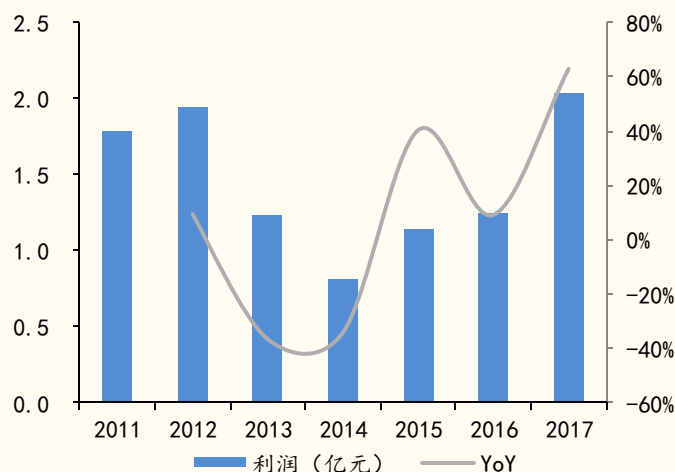
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：元祖收入 (亿元) 及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：元祖利润 (亿元) 及增速



来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 定位节庆、伴手礼差异化市场，产品盈利能力强

不同于其他烘焙店，元祖产品主要定位于伴手礼市场，如月饼、八宝年糕、端午龙粽等节庆民俗产品系列和台湾水果等，2017 年月饼礼盒、蛋糕、中西式糕点及水果收入占比分别为 34.8%、30.9%、26.8%、3.8%。

图表 11：主要产品系列

产品系列	品类	产品
蛋糕系列	鲜奶蛋糕	纯净有氧、春挥洒暖、紫芋香颂
	慕斯蛋糕	恋爱的心、优姿慕斯、蓝莓慕斯
	冰淇淋蛋糕	倾情美利坚、黄漾柠檬、甜心樱桃
	巧克力蛋糕	夏日风情、LOVE、莫尔卡夫
	定制系列、原味鸡蛋糕	
节庆民俗系列	年糕	八宝年糕、团圆年糕、开春铜锣烧
	端午龙粽	台湾肉粽、元祖龙粽、端午玉子
	中秋月饼	雪月饼、花醉月、花弄月
	其他节令产品	青团、重阳糕、核枣糕
中西式糕点礼盒系列	礼盒系列	御果子、绿豆糕、月见烧、凤梨酥等



水果系列

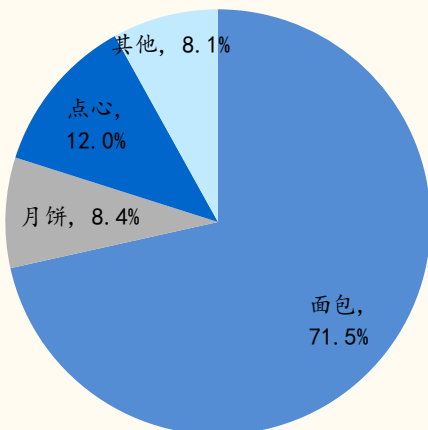
季节性水果

台湾木瓜、凤梨、柚子、火龙果、莲雾、芒果等

来源：招股说明书，国金证券研究所

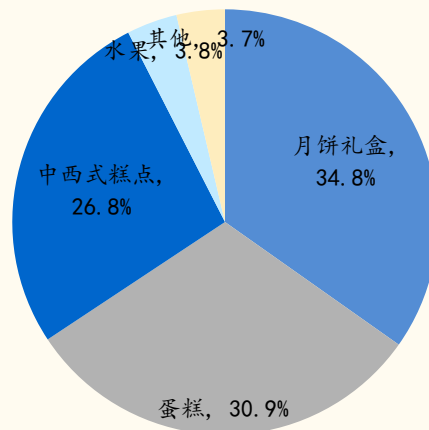
一方面，相比自食的面包，具有送礼性质的月饼、伴手礼等具有较高的毛利水平，使得元祖的毛利率高于同行业其他上市公司。我们以业务构成最为接近的克莉丝汀为例，2017 年毛利率为 45.3%，其中收入构成面包占比 71.5%/月饼占比 8.4%，而分别对应毛利率 35.8%/81.2%。元祖 2017 年整体毛利率为 66.3%，其中月饼收入占比 34.8%/蛋糕收入占比 30.9%，对应毛利率分别为 67.8%/89.0%。

图表 12：克莉丝汀 2017 年收入品类占比



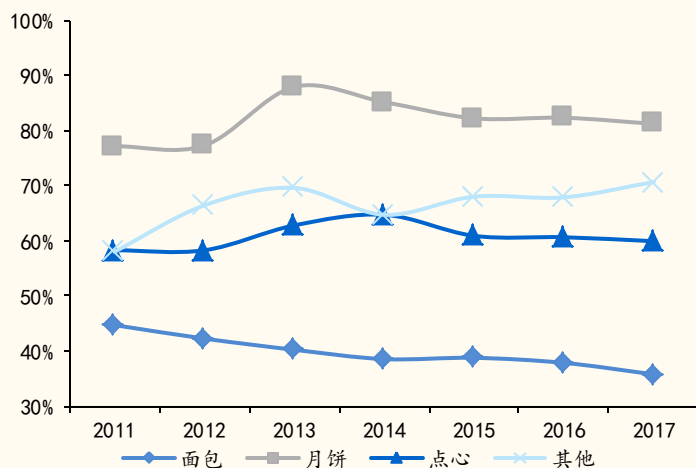
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：元祖 2017 年收入品类占比



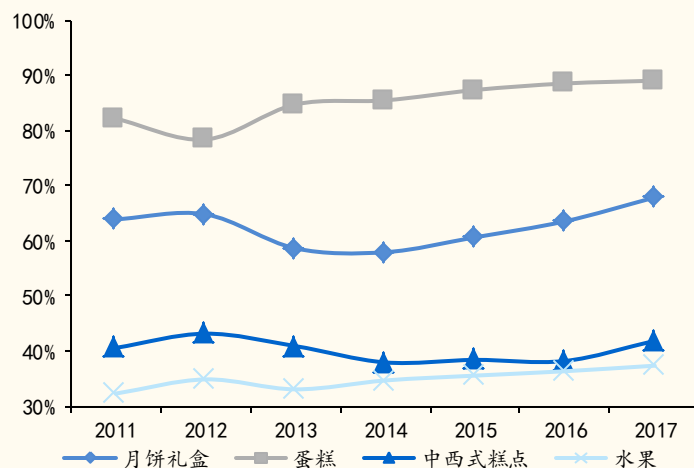
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：克莉丝汀各品类毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：元祖各品类毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

另一方面，购买节庆送礼产品的消费者对于价格的敏感性相比自食产品低，提价传导通道更为通畅，同时随着商务送礼以及公司团购福利的增加，节庆产品的销量相较 2013-2014 年的低谷，略有提升。2017 年月饼共销售 397 万盒，同比+9.4%、蛋糕销售 311 万个，同比+8.1%、而中西糕点销售 2,806 万袋，同比+9.2%，但 2017 年月饼礼盒和中西糕点均价分别提升 6.5%/1.7%。

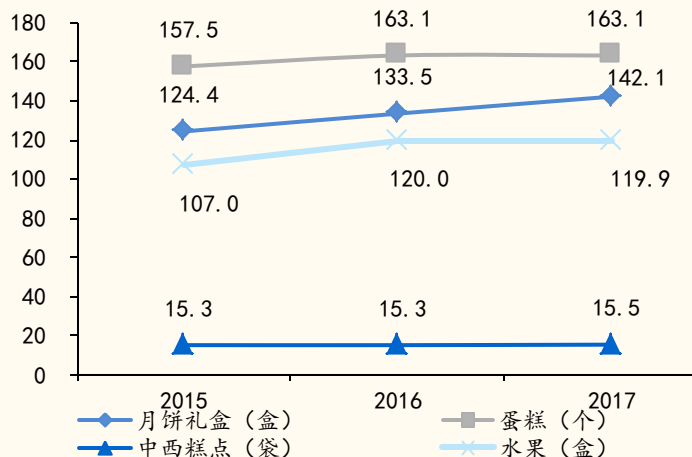
图表 16：元祖主要产品销量及增速

	2015	2016	2017
月饼礼盒（万盒）	409	398	435
- YoY		-2.8%	9.4%

	2015	2016	2017
蛋糕（万个）	322	312	337
- YoY		-3.3%	8.1%
中西糕点（万袋）	2,801	2,807	3,066
- YoY		0.2%	9.2%
水果（万盒）	58	52	57
- YoY		-10.4%	9.1%

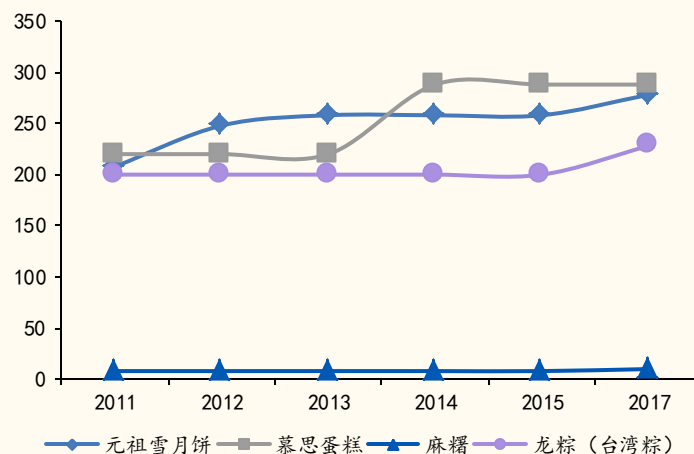
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：公司主要产品系列均价趋势向上



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：公司主要产品价格（元/份）



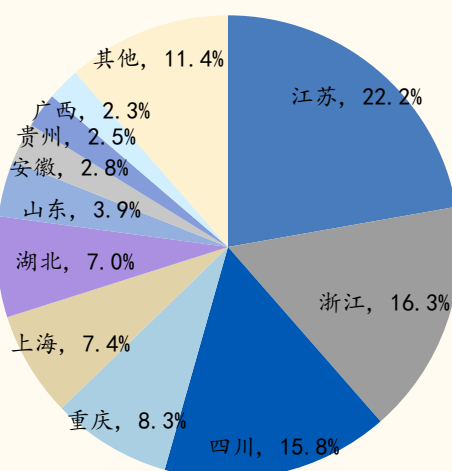
来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、深耕成熟市场，江苏、四川盈利高

元祖大部分产品采用“中央工厂+门店”的运营模式，蛋糕生产上公司采用工厂生产蛋胚—冷链配送—门店裱花师傅现场制作的模式，门店标配店员（2）+裱花（2）+店长（1）的人员，相较其他烘焙店现场制作大大降低了人工成本，而节庆产品，而部分季节性较强的产品，公司根据售出的提货券统一生产，门店作为冷库及物流中转站，客户可自提或门店物流配送，减少物流和仓储的费用。

### 2.1 江苏市场稳定发展，四川发展迅速

图表 19：元祖各省区门店占比

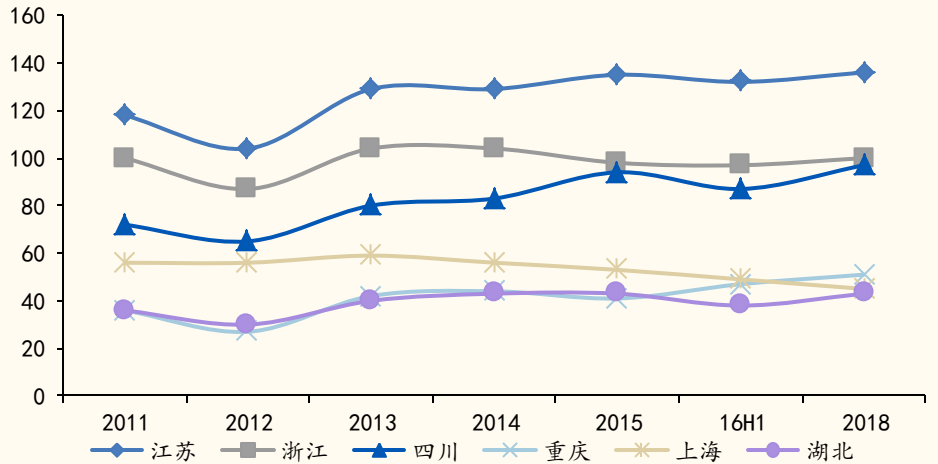


来源：公司公告，公司网站，国金证券研究所



根据元祖官网数据，目前全国共有门店 612 家，主要集中在江苏 136 家、浙江 100 家、四川 97 家、重庆 51 家以及上海 45 家，相较 2016 年年底，江苏、浙江店数依然保持增长，西南地区四川、重庆新开店数最多，而上海店数出现了下滑。

图表 20：江苏浙江店数平稳，四川发展迅速

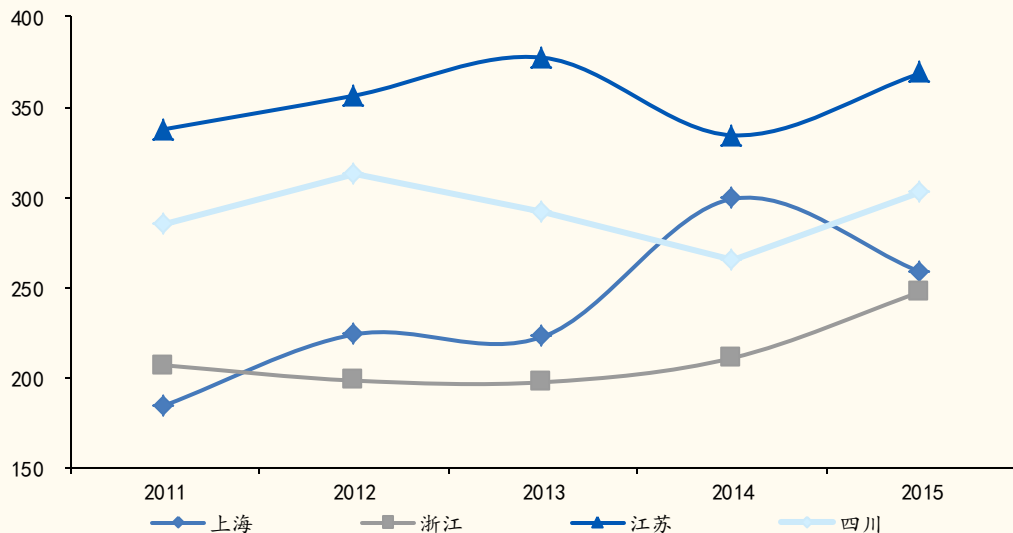


来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

## 2.2 成熟地区盈利能力强，单店盈利趋势向好

元祖采取直营为主，特许加盟为辅的经营模式，目前加盟店约为 100 家左右，2017 年收入占比约为 12%左右。招股说明书显示，江苏元祖（江苏、安徽）2015 年单店收入达 369 万元，同比+10.3%，四川元祖（重庆、四川、陕西、贵州）单店收入排名其次达 302 万元，同比+13.8%，而上海元祖和浙江元祖单店收入分别为 258 万元/247 万元，基本与开店数目多少排列顺序相符，成熟优势区域单店收入更强。

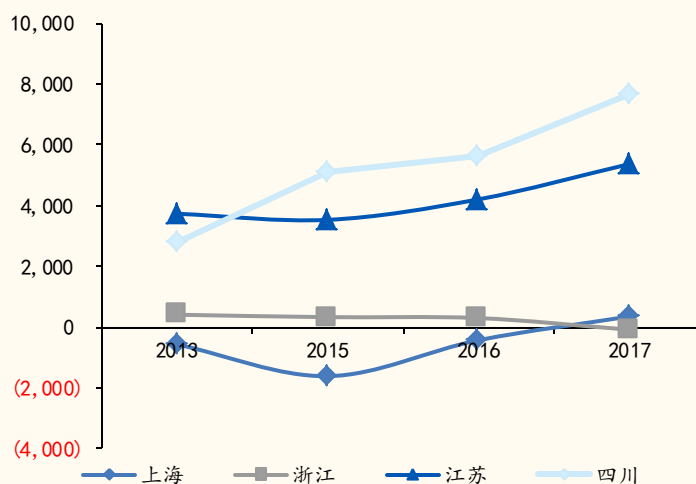
图表 21：成熟地区单店收入高（万元/年）



来源：招股说明书，国金证券研究所

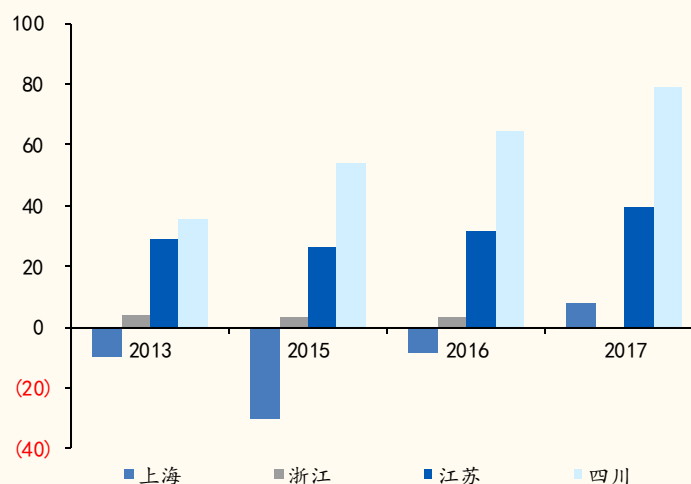
2014 年以后，公司主动调整门店分部，关闭低效门店，优化区域门店位置，成效显著，成熟区域江苏和四川 2016 年盈利开始改善向上，而上海门店亦在 2017 年扭亏为盈，整体终端门店盈利水平向好趋势明显。

图表 22：元祖区域子公司总体盈利向上（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

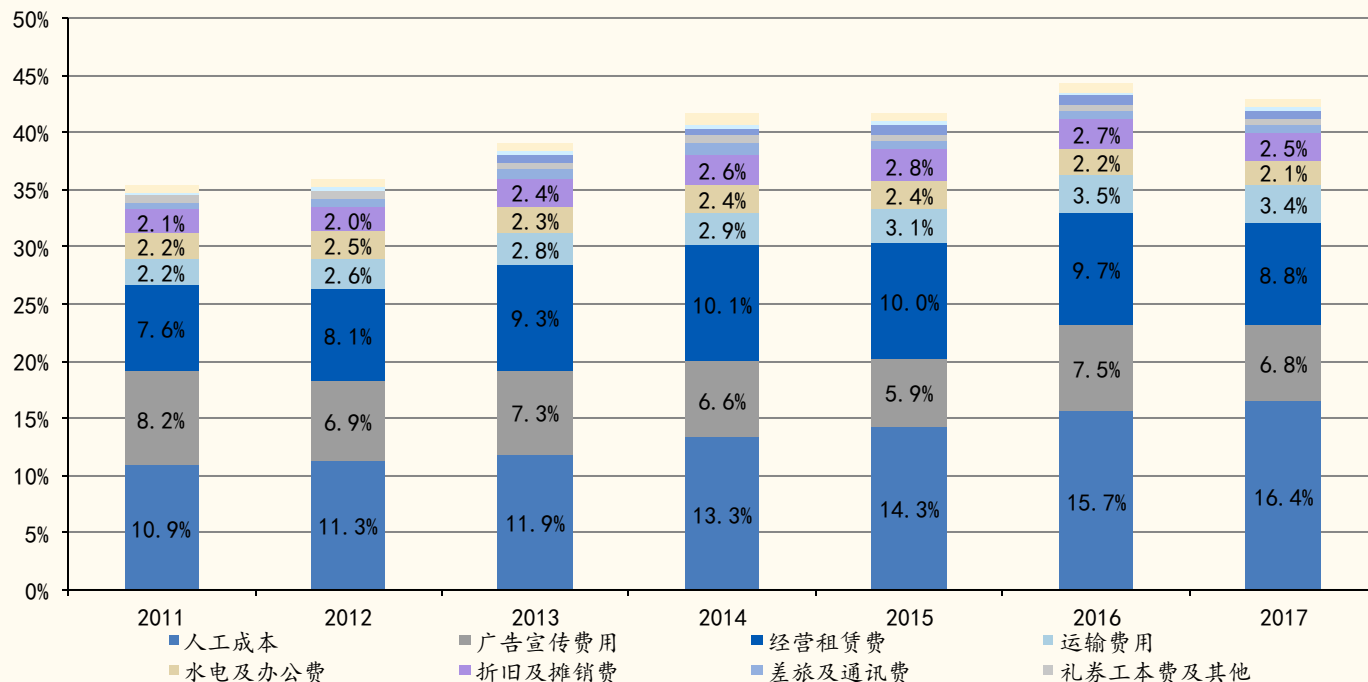
图表 23：主要区域单店盈利改善（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所，2016 年店数为 16H1 数据，2017 为 18 年年初公司官网数据。

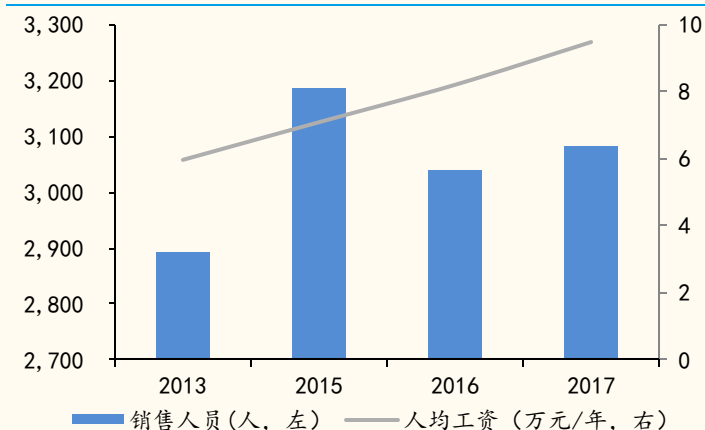
2017 年门店收益的改善除了公司产品结构以及价格的调整，还有部分得益于广告宣传费用的精准投放，积极调整广告媒介投放策略，不断加大互联网、广播电台、微博、微信等媒介的投放，并适当减少收费较高的电视广告投放，广告费用率同比下滑 0.7ppt。而随着低效门店的关闭以及社区门店选址的重新规划，租赁费用 2017 年占收入比例下滑 0.9ppt，这两项费用投放效率的提升将有利于门店盈利的持续改善，但由于公司期望调动员工积极性，人工成本呈逐年上升的趋势。

图表 24：公司销售费用分解



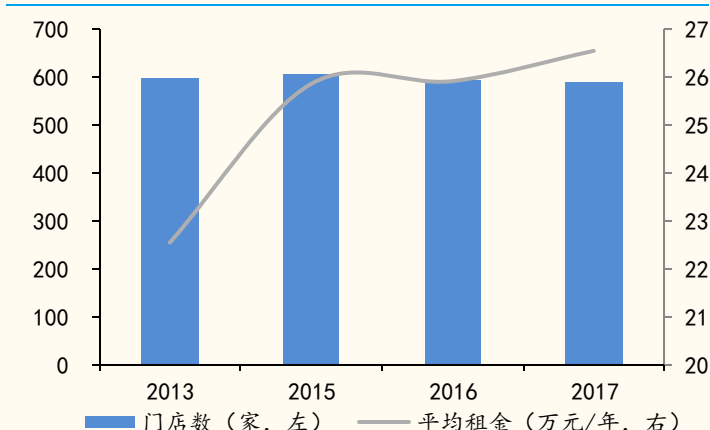
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 25：公司销售人员及人均工资



来源：招股说明书，国金证券研究所（2014 年数据缺失）

图表 26：公司门店及平均租金

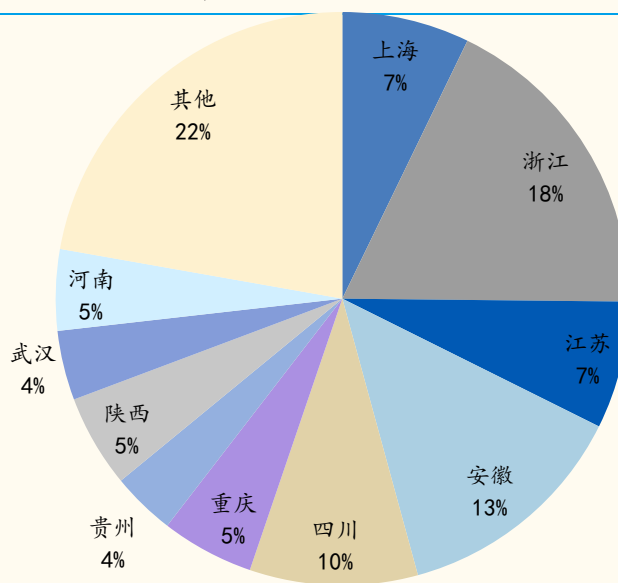


来源：招股说明书，国金证券研究所（2014 年数据缺失）

### 2.3 募投项目新开门店，提高配套产能

元祖于 2016 年年底上市，共募集近 6.1 亿元，主要用于营销网络建设，及配套设施的升级。营销网络建设主要是新增线下终端门店。公司计划在未来三年开设 306 家直营店，其中旗舰店 25 家，标准店 281 家。旗舰店作为所在区域内最大的店铺，主要具备了品牌展示中心的功能及产品配送、宅配功能。

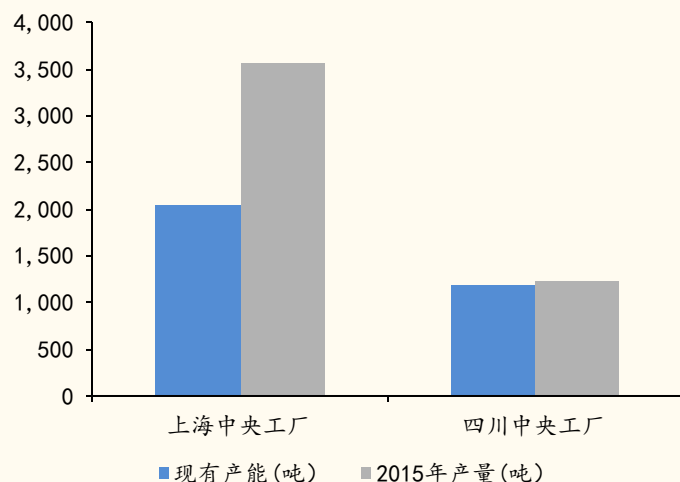
图表 27：新开门店计划集中区域



来源：招股说明书，国金证券研究所

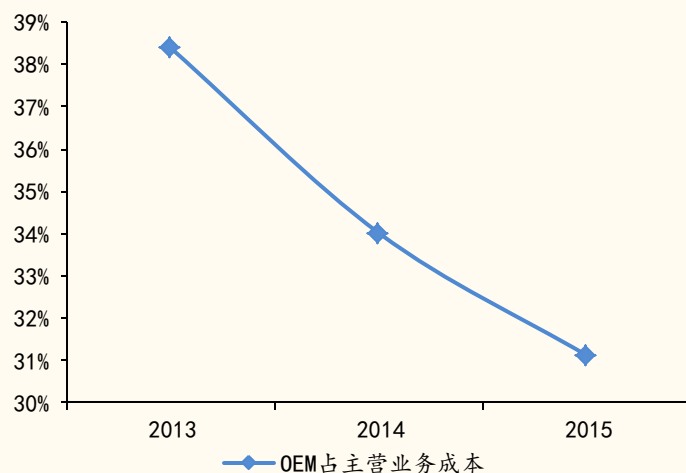
根据上述规划，未来元祖上海的中央烘焙工厂现有产能将无法满足不同区域网络拓展的需求。公司上海中央烘焙工厂 2002 年投产，目前产能约为 3,220 吨中西式糕点/年。公司将对上海中央烘焙工厂进行技术改造，增加部分设备，同时更新部分关键设备。本项目达产后将形成年产烘烤类食品 2,950 吨、蒸煮类食品 1,005 吨、冰品类食品 600 吨的生产能力，总新增约 1,337 吨中西式糕点/年的产能。

图表 28：上海、四川中央工厂产能及产量



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 29：OEM 占主营业务成本



来源：招股说明书，国金证券研究所

### 三、盈利预测

#### 3.1 收入预测

我们预计 2018-2020 年收入分别为 19.7 亿元/21.5 亿元/23.1 亿元，同比 +11.0%/9.1%/7.2%，其中月饼收入增速为 13.9%/12.1%/10.2%，蛋糕收入增速为 7.5%/6.0%/4.5%。

图表 30：收入预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>销售量</b>						
月饼礼盒 (盒)	4,089,572	3,975,064	4,349,179	4,718,859	5,086,930	5,443,015
- YoY		-2.8%	9.4%	8.5%	7.8%	7.0%
蛋糕 (个)	3,222,921	3,116,565	3,367,971	3,620,569	3,837,803	4,010,504
- YoY		-3.3%	8.1%	7.5%	6.0%	4.5%
中西糕点 (袋)	28,011,758	28,067,782	30,659,183	33,878,397	36,588,669	38,783,989
- YoY		0.2%	9.2%	10.5%	8.0%	6.0%
水果 (盒)	583,710	523,004	570,388	616,019	652,980	679,099
- YoY		-10.4%	9.1%	8.0%	6.0%	4.0%
<b>单价</b>						
月饼礼盒 (盒)	124.4	133.5	142.1	149.2	155.2	159.9
- YoY		7.3%	6.5%	5.0%	4.0%	3.0%
蛋糕 (个)	157.5	163.1	163.1	163.1	163.1	163.1
- YoY		3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
中西糕点 (袋)	15.3	15.3	15.5	15.8	15.9	16.0
- YoY		-0.2%	1.7%	1.5%	1.0%	0.5%
水果 (盒)	107	120	120	121	122	124
- YoY		12.2%	-0.1%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>收入 (百万元)</b>	<b>1,577</b>	<b>1,592</b>	<b>1,777</b>	<b>1,973</b>	<b>2,152</b>	<b>2,308</b>
月饼礼盒	509	531	618	704	790	870
- YoY		4.3%	16.5%	13.9%	12.1%	10.2%
蛋糕	508	508	549	591	626	654
- YoY		0.1%	8.0%	7.5%	6.0%	4.5%
中西糕点	428	429	476	534	583	621

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
- YoY		0.0%	11.1%	12.2%	9.1%	6.5%
水果(盒)	62	63	68	75	80	84
- YoY		0.5%	9.0%	9.1%	7.1%	5.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 毛利率及费用预测

预计 2018-2020 年毛利率分别为 66.9%/67.4%/67.8%，销售费用率分别为 42.9%/43.1%/43.3%。公司 2018-2020 年净利润分别为 2.46 亿元/2.80 亿元/3.05 亿元，同比+20.8%/13.7%/8.9%，对应 EPS 分别为 1.025 元/1.167 元/1.270 元。

图表 31：毛利率预测

单位成本(元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
月饼礼盒(盒)	49.0	48.7	45.7	45.7	46.0	46.0
- YoY		-0.6%	-6.1%	0.0%	0.5%	0.2%
蛋糕(个)	20.0	18.8	17.9	17.9	18.0	18.1
- YoY		-6.1%	-4.4%	0.0%	0.5%	0.2%
中西糕点(袋)	9.4	9.4	9.0	9.0	9.0	9.0
- YoY		0.2%	-4.3%	0%	0%	0%
水果(盒)	68.9	76.4	75.1	75.1	75.1	75.1
- YoY		10.8%	-1.6%	0%	0%	0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：销售费用预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
店数	609	594	591	611	641	681
- +/-	-10	-15	-3	20	30	40
单店收入(万元)	259	268	301	323	336	339
- YoY	8.4%	3.5%	12.2%	7.4%	4.0%	0.9%
销售费用(百万元)	658	707	762	847	927	999
人工成本	226	249	292	332	369	399
- 销售人员	3,188	3,038	3,082	3,186	3,343	3,541
- 单位人员工资	7.1	8.2	9.5	10.4	11.1	11.3
- YoY		15.7%	15.6%	10%	6%	2%
- 每店员工	5.2	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
广告宣传费用	94	120	121	138	155	171
经营租赁费	158	154	157	166	177	190
- 单店租金	25.9	25.9	26.6	27.1	27.6	27.9
- YoY	6.8%	0.2%	2.4%	2.2%	1.8%	1.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3 可比公司估值

目前代表性食品公司 2018/19 PE 均值为 36X/28X，我们给予元祖股份 2019 年估值 25X，目标价 29 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 33：可比公司估值**

	收入（百万元）			净利（百万元）			EPS		P/E	
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2018	2019
桃李面包	5,127	6,302	7,677	655	830	1,045	1.39	1.76	43.17	34.05
涪陵榨菜	1,984	2,477	2,989	584	725	903	0.74	0.92	37.65	30.32
洽洽食品	4,279	4,934	5,464	375	438	511	0.74	0.86	23.54	20.17
好想你	5,278	6,419	7,626	192	285	361	0.37	0.55	37.64	25.37
三全食品	5,816	6,428	7,110	131	192	249	0.16	0.24	52.70	35.94
双塔食品	2,086	2,513	3,054	214	279	373	0.17	0.22	27.14	20.81
来伊份	4,279	5,100		180	208		0.53	0.61	33.50	28.99
平均									36.48	27.95

来源：Wind, 国金证券研究所

### 风险提示

**旺季销售不达预期：**公司主要利润集中在 Q3，即中秋节期间，若今年月饼市场竞争加剧，月饼销售不达预期的话，则会影响业绩。

**门店租金及人工成本上升：**公司销售费用中，门店租金及人工成本占比较高，若盈利较高的江苏、四川地区若门店成本集体上升，则会影响盈利水平。

**市场竞争加剧，销售费用上行：**公司 18Q1 由于在央视投放广告，销售费用同比上升，若旺季市场竞争加剧，则销售费用上行，影响利润率。

**投资理财产品收益下滑：**公司 2017 年结构性理财产品收益 2,731 万元，18Q1 结构性理财产品收益 824 万元，若投资理财产品收益下滑，则会影响公司利润。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,577</b>	<b>1,592</b>	<b>1,777</b>	<b>1,973</b>	<b>2,152</b>	<b>2,308</b>
增长率		0.9%	11.7%	11.0%	9.1%	7.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-589</b>	<b>-577</b>	<b>-598</b>	<b>-652</b>	<b>-702</b>	<b>-744</b>
<b>%销售收入</b>	<b>37.3%</b>	<b>36.3%</b>	<b>33.7%</b>	<b>33.1%</b>	<b>32.6%</b>	<b>32.2%</b>
<b>毛利</b>	<b>988</b>	<b>1,014</b>	<b>1,179</b>	<b>1,321</b>	<b>1,450</b>	<b>1,564</b>
<b>%销售收入</b>	<b>62.7%</b>	<b>63.7%</b>	<b>66.3%</b>	<b>66.9%</b>	<b>67.4%</b>	<b>67.8%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>	<b>-28</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-658</b>	<b>-707</b>	<b>-762</b>	<b>-847</b>	<b>-927</b>	<b>-999</b>
<b>%销售收入</b>	<b>41.7%</b>	<b>44.4%</b>	<b>42.9%</b>	<b>42.9%</b>	<b>43.1%</b>	<b>43.3%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-129</b>	<b>-118</b>	<b>-128</b>	<b>-142</b>	<b>-157</b>	<b>-171</b>
<b>%销售收入</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.4%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>181</b>	<b>170</b>	<b>268</b>	<b>308</b>	<b>341</b>	<b>366</b>
<b>%销售收入</b>	<b>11.4%</b>	<b>10.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.9%</b>
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.3%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-24</b>	<b>-14</b>	<b>-32</b>	<b>-13</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>
<b>%税前利润</b>	<b>2.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.8%</b>
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>164</b>	<b>269</b>	<b>328</b>	<b>373</b>	<b>407</b>
<b>营业利润率</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>15.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.3%</b>	<b>17.6%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>168</b>	<b>171</b>	<b>264</b>	<b>328</b>	<b>373</b>	<b>407</b>
<b>利润率</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>14.9%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.3%</b>	<b>17.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>-53</b>	<b>-46</b>	<b>-61</b>	<b>-82</b>	<b>-93</b>	<b>-102</b>
<b>所得税率</b>	<b>31.7%</b>	<b>26.8%</b>	<b>23.1%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>203</b>	<b>246</b>	<b>280</b>	<b>305</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>204</b>	<b>246</b>	<b>280</b>	<b>305</b>
<b>净利率</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.2%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>203</b>	<b>246</b>	<b>280</b>	<b>305</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>75</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>81</b>
<b>非经营收益</b>	<b>6</b>	<b>-10</b>	<b>-21</b>	<b>-30</b>	<b>-35</b>	<b>-40</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>82</b>	<b>86</b>	<b>36</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>19</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>257</b>	<b>255</b>	<b>293</b>	<b>311</b>	<b>339</b>	<b>365</b>
<b>资本开支</b>	<b>-126</b>	<b>-71</b>	<b>-126</b>	<b>-118</b>	<b>-121</b>	<b>-124</b>
<b>投资</b>	<b>-67</b>	<b>-112</b>	<b>-763</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-188</b>	<b>-173</b>	<b>-861</b>	<b>-88</b>	<b>-86</b>	<b>-84</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-53</b>	<b>508</b>	<b>-55</b>	<b>-120</b>	<b>-120</b>	<b>-120</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-58</b>	<b>508</b>	<b>-55</b>	<b>-120</b>	<b>-120</b>	<b>-120</b>
<b>现金净流量</b>	<b>11</b>	<b>589</b>	<b>-623</b>	<b>103</b>	<b>133</b>	<b>161</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>114</b>	<b>734</b>	<b>143</b>	<b>246</b>	<b>378</b>	<b>539</b>
<b>应收账款</b>	<b>58</b>	<b>81</b>	<b>70</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>120</b>
<b>存货</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>45</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>318</b>	<b>407</b>	<b>1,179</b>	<b>1,207</b>	<b>1,257</b>	<b>1,387</b>
<b>流动资产</b>	<b>536</b>	<b>1,263</b>	<b>1,430</b>	<b>1,575</b>	<b>1,779</b>	<b>2,092</b>
<b>%总资产</b>	<b>50.9%</b>	<b>70.8%</b>	<b>72.6%</b>	<b>72.2%</b>	<b>72.9%</b>	<b>74.8%</b>
<b>长期投资</b>	<b>97</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>94</b>	<b>88</b>	<b>82</b>
<b>固定资产</b>	<b>255</b>	<b>303</b>	<b>318</b>	<b>398</b>	<b>465</b>	<b>519</b>
<b>%总资产</b>	<b>24.2%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.1%</b>	<b>18.3%</b>	<b>19.1%</b>	<b>18.6%</b>
<b>无形资产</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	<b>117</b>	<b>108</b>	<b>102</b>	<b>98</b>
<b>非流动资产</b>	<b>517</b>	<b>520</b>	<b>541</b>	<b>606</b>	<b>661</b>	<b>705</b>
<b>%总资产</b>	<b>49.1%</b>	<b>29.2%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>25.2%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,054</b>	<b>1,783</b>	<b>1,970</b>	<b>2,181</b>	<b>2,440</b>	<b>2,797</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>525</b>	<b>613</b>	<b>656</b>	<b>731</b>	<b>820</b>	<b>903</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>66</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>102</b>	<b>190</b>
<b>流动负债</b>	<b>591</b>	<b>684</b>	<b>738</b>	<b>823</b>	<b>922</b>	<b>1,093</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
<b>负债</b>	<b>615</b>	<b>714</b>	<b>751</b>	<b>836</b>	<b>935</b>	<b>1,106</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>439</b>	<b>1,068</b>	<b>1,219</b>	<b>1,345</b>	<b>1,505</b>	<b>1,690</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,054</b>	<b>1,783</b>	<b>1,970</b>	<b>2,181</b>	<b>2,440</b>	<b>2,797</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	<b>0.636</b>	<b>0.521</b>	<b>0.848</b>	<b>1.025</b>	<b>1.167</b>	<b>1.270</b>
<b>每股净资产</b>	<b>2.437</b>	<b>4.452</b>	<b>5.079</b>	<b>5.605</b>	<b>6.271</b>	<b>7.042</b>
<b>每股经营现金净流</b>	<b>1.428</b>	<b>1.190</b>	<b>1.353</b>	<b>1.294</b>	<b>1.411</b>	<b>1.519</b>
<b>每股股利</b>	<b>4.374</b>	<b>4.374</b>	<b>6.171</b>	<b>0.500</b>	<b>0.500</b>	<b>0.500</b>
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	<b>26.09%</b>	<b>11.69%</b>	<b>16.69%</b>	<b>18.30%</b>	<b>18.60%</b>	<b>18.04%</b>
<b>总资产收益率</b>	<b>10.86%</b>	<b>7.01%</b>	<b>10.33%</b>	<b>11.28%</b>	<b>11.47%</b>	<b>10.90%</b>
<b>投入资本收益率</b>	<b>28.09%</b>	<b>11.64%</b>	<b>16.91%</b>	<b>17.18%</b>	<b>16.96%</b>	<b>16.26%</b>
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	<b>6.69%</b>	<b>0.92%</b>	<b>11.66%</b>	<b>11.01%</b>	<b>9.08%</b>	<b>7.25%</b>
<b>EBIT增长率</b>	<b>10.20%</b>	<b>-5.89%</b>	<b>57.75%</b>	<b>14.96%</b>	<b>10.49%</b>	<b>7.62%</b>
<b>净利润增长率</b>	<b>40.33%</b>	<b>9.18%</b>	<b>62.88%</b>	<b>20.92%</b>	<b>13.77%</b>	<b>8.89%</b>
<b>总资产增长率</b>	<b>17.36%</b>	<b>69.22%</b>	<b>10.50%</b>	<b>10.71%</b>	<b>11.88%</b>	<b>14.60%</b>
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	<b>7.6</b>	<b>10.0</b>	<b>9.8</b>	<b>10.0</b>	<b>11.0</b>	<b>12.0</b>
<b>存货周转天数</b>	<b>26.8</b>	<b>27.0</b>	<b>23.4</b>	<b>24.0</b>	<b>25.0</b>	<b>26.0</b>
<b>应付账款周转天数</b>	<b>46.2</b>	<b>47.9</b>	<b>44.3</b>	<b>45.0</b>	<b>46.0</b>	<b>47.0</b>
<b>固定资产周转天数</b>	<b>57.0</b>	<b>67.6</b>	<b>58.5</b>	<b>63.0</b>	<b>64.9</b>	<b>65.1</b>
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	<b>-26.06%</b>	<b>-68.71%</b>	<b>-11.71%</b>	<b>-18.27%</b>	<b>-25.13%</b>	<b>-31.89%</b>
<b>EBIT利息保障倍数</b>	<b>3,824.3</b>	<b>896.9</b>	<b>-262.7</b>	<b>-105.7</b>	<b>-72.7</b>	<b>-53.3</b>
<b>资产负债率</b>	<b>58.33%</b>	<b>40.05%</b>	<b>38.10%</b>	<b>38.31%</b>	<b>38.31%</b>	<b>39.56%</b>

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH