

消费升级与娱乐研究中心

元祖股份 (603886.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 20.82 元

利润超预期, 经营效率持续改善**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)	4,996.80
年内股价最高最低(元)	24.21/15.11
沪深 300 指数	3521.23
上证指数	2873.59

**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	20.30	17.85	16.39
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

业绩简评

- 元祖股份公布上半年业绩快报, 18H1 收入 7.1 亿元, 同比+8.56%, 收入符合预期。归母净利 2,105 万元, 同比+513%, 扣非净利 533 万元, 同扭亏为盈, 利润增速超预期。

经营分析

- 受粽子团购提振, Q2 单季收入 +12.7%: 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。Q2 单季收入 4.4 亿元, 同比+12.7%, 其中粽子受团购以及 Q1 广告投放的提振, 收入增速超 20%。7 月 28 日公司启动月饼团购动员会, 目前反馈良好。由于公司超 90% 利润发生在 Q3, 元祖提起启动中秋月饼动员经销商大会, 收入端预计 Q3 继续维持增速。
- 毛利率同比基本持平, 费用管控合理: 由于部分产品包装改变, 虽然公司升级了部分原材料, 但 18H1 毛利率同比基本持平, 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, 毛利率水平较高且消费者对于带有礼品性质的产品提价不够敏感, 这使得元祖的毛利率高于同行业其他企业。快报称, 费用与收入增长比例同比持平, Q1 元祖增大了央视广告的投入, 销售费用率同比上升, Q2 受益于费用精准投放以及部分亏损门店的管控, 预计费用率同比略下滑。
- 非经常损益依然占比较大, 扣非后扭亏为盈, 公司经营效率改善: 18H1 公司共录得利润 2,105 万元, 扣非利润为 533 万元。非经中理财产品收益同比增加 820 万元, 营业外支出受处置资产影响, 同比减少 275 万元。去年同期扣非净利亏损, 今年扭亏为盈, 元祖整体经营效率提升明显。

投资建议

- 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%, 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 18/19 年 PE 20X/18X, 估值较低, 维持“买入”评级。

风险提示

- 大股东计划减持, 或对股价产生影响。礼品市场竞争加剧, 费用率上升

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

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

资产负债表（人民币百万元）

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

比率分析

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

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	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-18	买入	18.66	29.00~29.00

来源：国金证券研究所

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