

元祖股份 (603886)

公司研究/点评报告

业绩明显提速，渠道产品双发力

—元祖股份 (603886) 19 年中报点评

点评报告/食品饮料

2019 年 08 月 29 日

一、事件概述

元祖股份发布 19 年中报。报告期内公司实现营收 8.33 亿元，同比+15.24%，实现归母净利润 0.36 亿元，同比+36.13%，折合 EPS0.15 元。

二、分析与判断

➤ 19H1 业绩明显提速，中西糕点贡献一半收入增量

19H1 公司实现营收 8.33 亿元，同比+15.24%，折合 Q2 实现营收 4.92 亿元，同比+10.03%，增速环比有所放缓，主因 18Q2 基数较大+19Q2 公司长期未提领睡眠卡结转收入环比-80.24%。剔除睡眠卡因素后，19H1 收入同比+11.8%，19Q2 同比+10%，总体符合预期；19H1 公司实现归母净利润 0.36 亿元，同比+36.13%，折合 Q2 实现归母净利润 0.42 亿元，同比-20.96%，下滑主因 18Q2 公司加强费用管控力度导致基数较大。总体来看，在公司强化市场与营销渠道建设以及长期未提领的元祖卡结转收入带动下，19H1 公司收入及利润增速同比提升明显。分产品看，19H1 中西糕点实现营收 4.65 亿，同比+14.06%，贡献超过一半（52.04%）的营收增量，其中 Q2 实现营收 3.32 亿元，同比+11.76%；蛋糕实现营收 2.83 亿元，同比+8.48%，其中 Q2 营收 1.29 亿元，同比+5.63%；水果实现营收 0.36 亿元，同比+14.98%，其中 Q2 营收 0.18 亿元，同比+14.23%。

➤ 三因素交织拉升毛利率；双因子共振促净利率提升

毛利率：19H1 公司毛利率达到 64.28%，同比+2.78ppt，这主要归功于睡眠卡结转增厚收入+Q1 春节礼盒产品放量+瓦楞纸等包材价格回落（剔除睡眠卡因素，19H1 公司毛利率为 62.85%，同比+1.35ppt）；**净利率：**归功于毛利率+期间费用效率双提升，在营业外支出显著增加的背景下，19H1 公司净利率达 4.27%，同比+1.34ppt。期间费用率方面，19H1 期间费用率同比-1.75ppt，销售/管理/研发/财务费用率分别-1.08%/-0.56%/-0.09%/-0.02%，其中销售费用率降低主因经营租赁费率/折旧摊销费率同比-1.21ppt/-0.50ppt；广告宣传费方面，19H1 公司广告宣传费同比+20.02%，表明报告期内公司强化了市场与营销渠道建设力度。

➤ 渠道产品双发力，看好公司业绩弹性

渠道方面：公司门店数量稳步增加，18 年净增长 40 家，19H1 净增长 11 家，在公司激进的市场及营销渠道建设策略的带动下，预计下半年将会提速扩张，同时公司开始发力电商渠道，未来将大有可为；**产品方面：**公司一方面加大产品研发力度，不断推陈出新满足消费者需求，另一方面则于 19 年 4 月份对定价偏低的蛋糕进行提价，尽管因为团购产品执行先前价格因素提价利好暂时还未在报表端体现，但是下半年蛋糕业务收入毛利率有望得到提振。

三、投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 22.40 亿元/24.90 亿元/27.66 亿元，同比+14.4%/11.2%/11.1%；实现归属上市公司净利润为 3.43 亿元/4.16 亿元/4.72 亿元，同比+42.1%/21.1%/13.5%，折合 EPS 为 1.43 元/1.73 元/1.97 元，对应 PE 为 15X/13X/11X。当前食品综合板块整体估值约为 33 倍，公司估值显著低于行业，考虑到公司在渠道产品方面齐发力，预计未来公司业绩增速有望实现稳健增长。综上，首次覆盖，给予“推荐”评级。

推荐

维持评级

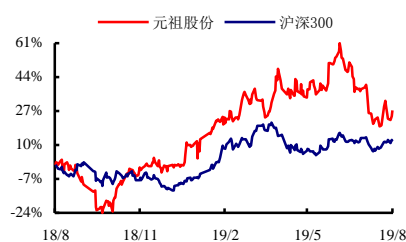
当前价格： 21.87 元

交易数据

2019-8-28

近 12 个月最高/最低(元)	27.62/13.4
总股本 (百万股)	240
流通股本 (百万股)	121
流通股比例 (%)	50.50
总市值 (亿元)	52
流通市值 (亿元)	27

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号： S0100118110006

电话： 021-60876710

邮箱： xuyang@mszq.com

相关研究

1.元祖股份 (603886) 点评报告：高毛利烘焙连锁，全国化市场扩张

四、风险提示

门店拓展不及预期、烘焙行业竞争激烈、季节性风险、食品安全风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,958	2,240	2,490	2,766
增长率 (%)	10.2%	14.4%	11.2%	11.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	242	343	416	472
增长率 (%)	18.7%	42.1%	21.1%	13.5%
每股收益 (元)	1.01	1.43	1.73	1.97
PE (现价)	21.7	15.3	12.6	11.1
PB	3.9	3.1	2.5	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,958	2,240	2,490	2,766
营业成本	689	739	795	870
营业税金及附加	19	26	28	30
销售费用	850	936	1,046	1,167
管理费用	110	112	125	138
研发费用	14	5	8	11
EBIT	277	422	490	550
财务费用	(0)	(2)	(9)	(16)
资产减值损失	18	0	0	0
投资收益	36	24	29	30
营业利润	301	452	533	600
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	294	444	528	594
所得税	53	100	112	122
净利润	242	343	416	472
归属于母公司净利润	242	343	416	472
EBITDA	349	465	535	595
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	146	575	1069	1650
应收账款及票据	30	55	53	56
预付款项	7	7	7	8
存货	50	49	54	59
其他流动资产	1121	1121	1121	1121
流动资产合计	1394	1840	2352	2939
长期股权投资	243	267	296	326
固定资产	307	328	339	357
无形资产	28	22	17	13
非流动资产合计	810	801	803	803
资产合计	2204	2641	3155	3743
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	78	89	92	101
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	839	933	1030	1146
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	13	13	13	13
非流动负债合计	13	13	13	13
负债合计	852	946	1043	1159
股本	240	240	240	240
少数股东权益	1	0	0	0
股东权益合计	1352	1696	2111	2584
负债和股东权益合计	2204	2641	3155	3743

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	10.2%	14.4%	11.2%	11.1%
EBIT 增长率	3.2%	52.4%	16.2%	12.2%
净利润增长率	18.7%	42.1%	21.1%	13.5%
盈利能力				
毛利率	64.8%	67.0%	68.1%	68.6%
净利润率	12.3%	15.3%	16.7%	17.1%
总资产收益率 ROA	11.0%	13.0%	13.2%	12.6%
净资产收益率 ROE	17.9%	20.3%	19.7%	18.3%
偿债能力				
流动比率	1.7	2.0	2.3	2.6
速动比率	1.6	1.9	2.2	2.5
现金比率	0.2	0.6	1.0	1.4
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	6.6	8.7	8.3	7.9
存货周转天数	22.7	24.1	23.3	23.4
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.4	1.7	2.0
每股净资产	5.6	7.1	8.8	10.8
每股经营现金流	1.5	1.9	2.1	2.5
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.7	15.3	12.6	11.1
PB	3.9	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	14.1	9.9	7.7	5.9
股息收益率	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	242	343	416	472
折旧和摊销	90	44	45	46
营运资金变动	66	77	79	110
经营活动现金流	365	448	516	604
资本开支	103	18	23	22
投资	59	0	0	0
投资活动现金流	(252)	(18)	(23)	(22)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(110)	0	0	0
现金净流量	3	430	493	582

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。