



元祖股份(603886)

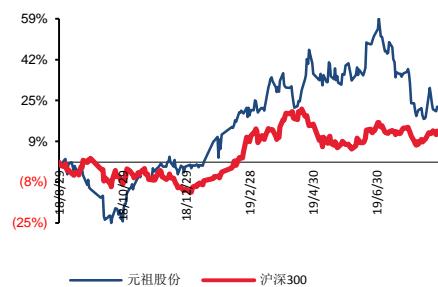
目标价：26

昨收盘：21.35

日常消费 食品、饮料与烟草

元祖股份中报点评：短期业绩承压，期待中秋发力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	240/60
总市值/流通(百万元)	5,124/1,281
12个月最高/最低(元)	27.62/13.40

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

点评事件：元祖股份发布2019年中报，上半年实现营收8.33亿元、归母净利润3554万元、归母扣非净利润2615万元，分别同比增长15.24%、36.13%、152%，归母净利率4.27%，同比提升1.33pct；单二季度营收4.92亿元、归母净利润4237元、归母扣非净利润4149亿元，分别同比增长10.03%、-20.96%、-5.27%，归母净利率8.61%，同比下滑2.85pct。

提价促进收入增长，期待中秋月饼发力

2019年上半年公司实现营收8.33亿元，同比增长15.24%（Q1:23.69%；Q2:10.03%）。**1) 品类分析：**上半年蛋糕、中西糕点、水果分别增长8.48%、14.06%、14.98%，增速较高与提价有关。今年4月1日开始，公司对旗下蛋糕及水果礼盒进行了一轮提价，提价幅度在10%-25%左右。全年来看，中秋为公司销售大头，月饼收入在全年收入中占比在35%以上。随着市场及销售渠道理顺强化，端午销售成功经验借鉴，预期中秋销售收入将延续上半年增长态势。**2) 开店同店：**截至2019H公司拥有门店642家（同比增长5.77%），单店收入130万元（同比增长9.85%）。2019年以来门店逐渐理顺，公司加大直营网络的拓展和对终端店面的投入和管理，优化产品结构，预期未来门店数量及单店收入将延续增长态势。**3) 睡眠卡影响：**上半年睡眠卡确认收入3201万元，剔除睡眠卡影响，公司收入增长11.72%（Q1:15.10%；Q2:9.64%），我们认为公司产品礼品属性较强，受经济环境影响较大，Q2增速出现放缓迹象。

提价带动毛利率提升，销售费用增加、营业外支出增加业绩承压

2019H公司毛利率64.28%（同比提升2.77pct），毛利率上行主要与睡眠卡确认、高毛利春节礼盒占比提升、4月份以来的提价等有关。上半年公司净利率4.27%，同比提升1.33pct，剔除睡眠卡影响，公司净利率1.44%，同比下降了1.50pct，其中销售费用率51.62%，同比提升0.9pct，管理费用率7.29%，同比下降0.36pct，公司控费能力突出。净利率下行主要受销售费用率上行和营业外支出增加所致。

公司运营模式下控费优良，有望分享三四线城市品牌升级红利

公司采取“中央工厂+门店”模式运营，模式控费优良。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模式，门店标配 2（店员）+2（裱花）+1（店长）人员，相较于现场制作的巴黎贝甜等模式，大大降低了门店的人工成本；节庆产品上，公司统一生产，门店作为冷库及物流中转站，客户可上门自提或门店物流配送，减少了物流和仓储的费用。公司加大直营网络的拓展和对终端店面的投入和管理，优化产品结构，有望在三四线城市品牌化升级之际，提升公司的品牌影响力和知名度。

盈利预测与评级：维持“增持”评级

公司加强直营加盟门店布局，产品结构不断优化，公司门店控费优良，但销售季节性波动依旧较大，考虑睡眠卡影响，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.28 元、1.45 元、1.68 元，按照 2019 年业绩给予 20 倍估值，目标价 26 元，给与公司“增持”评级。

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；公司业绩季节波动性风险；渠道铺设不及预期。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1958	2239	2457	2709
增长率 (%)	10%	14%	10%	10%
净利润(百万元)	242	307	347	403
增长率 (%)	19%	27%	13%	16%
摊薄每股收益(元)	1.01	1.28	1.45	1.68

资料来源：*Wind*, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 -15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf l@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。