

Q2 扣非净利回正，开店有望略加速

核心观点

- 半年报业绩下降，全年开店有望略加速。**公司预计 2025 年 1 - 6 月归母净利润 100 - 148 万元，同比下降 96 - 97%；扣非净利-2,980 至-4,400 万元，同比减少 236 - 301%。主要因南部市场投入租金和人工，收入尚处爬坡期，同时优化关闭部分效益不佳门店，**其中两点改善**：一是 1H25 扣非净利环比 1Q25 的-5,339 万元明显收窄，25Q2 扣非净利回正至 939 - 2,359 万元，预计因收入降幅缩窄、关店减少、营销发力等共同带动；二是门店端，截止 25 年 7 月门店已达 770 余家，全年开店有望略加速、预计超过去年。
- 历史 Q3 收入占比约 4 成、利润占比约 9 成，关键看今年中秋销售。**2022 - 2024 年公司第三季度营收为 10.8/10.84/9.42 亿元，占全年营收 41%左右，归母净利润贡献占比在 88.7% - 91.7%之间，全年利润高度依赖中秋节。考虑到消费市场仍有压力、行业竞争加剧，我们认为回暖仍需时间。
- 新产能逐步释放，加快产品创新和线上推广。**全资子公司元祖高新公司，自 24 年 10 月起已正式投产，以中西糕点为主，产能逐步释放。公司坚持产品创新升级，端午期间新推出龙井虾仁粽、羊肚菌火腿粽，蛋糕有新品瓜瓜乐冰淇淋蛋糕、福运锦鲤冰淇淋蛋糕等。今年以来，公司加大投入，通过短视频、社交媒体等高效传播渠道进行精准广告投放。现有会员规模已突破 1,300 万，正通过深化会员体系驱动业绩增长。

盈利预测与投资建议

- 考虑到节庆送礼消费市场承压，公司上半年净利润的减少，我们下调了蛋糕与中式糕点等核心品类的销售增速预期，同时修正新开门店放量节奏、销售费用率改善幅度等关键假设。据此调整公司盈利预测，预计公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 0.81/0.94/1.12 元（前次预测 2025/2026 年 EPS 为 1.41/1.52 元）。考虑公司多品牌、多渠道布局持续推进，盈利修复具备较强确定性，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 14.58 元，维持“买入”评级。

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,659	2,314	2,267	2,426	2,620
同比增长(%)	2.8%	-13.0%	-2.0%	7.0%	8.0%
营业利润(百万元)	357	343	274	314	369
同比增长(%)	3.2%	-3.9%	-20.1%	14.7%	17.3%
归属母公司净利润(百万元)	276	249	195	227	269
同比增长(%)	3.7%	-10.0%	-21.5%	16.0%	18.6%
每股收益(元)	1.15	1.04	0.81	0.94	1.12
毛利率(%)	62.1%	63.3%	62.8%	63.3%	63.8%
净利率(%)	10.4%	10.8%	8.6%	9.3%	10.3%
净资产收益率(%)	16.8%	15.0%	11.9%	13.9%	16.0%
市盈率	10.9	12.1	15.5	13.3	11.2
市净率	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年07月31日）	12.58 元
目标价格	14.58 元
52 周最高价/最低价	14.68/10.26 元
总股本/流通 A 股（万股）	24,000/24,000
A 股市值（百万元）	3,019
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.8	-3.75	0.91	-6.36
相对表现%	-0.03	-7.29	-7.18	-24.76
沪深 300%	-1.77	3.54	8.09	18.4



证券分析师	
谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520070001

投资建议

- 考虑到节庆送礼消费市场承压，公司上半年净利润的减少，我们下调了蛋糕与中西式糕点等核心品类的销售增速预期，同时修正新开门店放量节奏、销售费用率改善幅度等关键假设。据此调整公司盈利预测，预计公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 0.81/0.94/1.12 元（前次预测 2025/2026 年 EPS 为 1.41/1.52 元）。考虑公司多品牌、多渠道布局持续推进，盈利修复具备较强确定性，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 14.58 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/7/31	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
广州酒家	603043	15.81	0.87	0.98	1.10	1.21	18.21	16.13	14.43	13.09
桃李面包	603866	5.49	0.33	0.33	0.35	0.38	16.82	16.62	15.61	14.42
五芳斋	603237	17.28	0.72	0.85	0.94	1.03	23.96	20.23	18.43	16.78
安井食品	603345	73.80	4.46	4.82	5.33	5.86	16.57	15.32	13.84	12.60
立高食品	300973	44.90	1.58	1.98	2.37	2.76	28.37	22.65	18.93	16.29
	调整后平均							17.66	16.16	14.60

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	318	541	539	668	819
应收票据及应收账款	69	93	91	97	105
预付账款	2	4	4	4	5
存货	37	35	34	36	39
其他	1,386	1,092	1,092	1,094	1,096
流动资产合计	1,812	1,765	1,760	1,900	2,064
长期股权投资	438	409	409	409	409
固定资产	319	296	293	291	289
在建工程	9	23	47	57	58
无形资产	14	12	10	9	7
其他	559	552	480	428	387
非流动资产合计	1,340	1,293	1,239	1,194	1,150
资产总计	3,152	3,057	2,998	3,094	3,214
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	109	88	88	92	98
其他	1,176	1,120	1,105	1,156	1,220
流动负债合计	1,286	1,208	1,192	1,249	1,318
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	206	193	193	193	193
非流动负债合计	206	193	193	193	193
负债合计	1,491	1,400	1,385	1,442	1,511
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	240	240	240	240	240
资本公积	515	506	506	506	506
留存收益	903	912	867	906	957
其他	2	(1)	0	0	0
股东权益合计	1,661	1,657	1,613	1,652	1,703
负债和股东权益总计	3,152	3,057	2,998	3,094	3,214

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	276	249	195	227	269
折旧摊销	76	65	69	70	59
财务费用	13	10	4	3	2
投资损失	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	21	(123)	(13)	46	56
其它	150	183	10	(11)	(11)
经营活动现金流	530	374	257	325	366
资本支出	(43)	(4)	(35)	(25)	(15)
长期投资	18	30	0	0	0
其他	(85)	211	20	20	20
投资活动现金流	(109)	238	(15)	(5)	5
债权融资	(6)	16	0	0	0
股权融资	0	(9)	0	0	0
其他	(415)	(401)	(244)	(191)	(220)
筹资活动现金流	(421)	(394)	(244)	(191)	(220)
汇率变动影响	0	1	-0	-0	-0
现金净增加额	(0)	219	(2)	129	151

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,659	2,314	2,267	2,426	2,620
营业成本	1,009	848	844	890	948
销售费用	1,097	974	1,010	1,074	1,146
管理费用	145	104	106	112	120
研发费用	21	18	17	18	20
财务费用	13	10	4	3	2
资产减值损失	18	14	10	10	10
公允价值变动收益	13	12	12	12	12
投资净收益	6	8	8	8	8
其他	(19)	(23)	(22)	(24)	(27)
营业利润	357	343	274	314	369
营业外收入	9	4	4	4	4
营业外支出	12	26	26	26	26
利润总额	354	321	252	292	347
所得税	77	72	57	66	78
净利润	276	249	195	227	269
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	276	249	195	227	269
每股收益（元）	1.15	1.04	0.81	0.94	1.12

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.8%	-13.0%	-2.0%	7.0%	8.0%
营业利润	3.2%	-3.9%	-20.1%	14.7%	17.3%
归属于母公司净利润	3.7%	-10.0%	-21.5%	16.0%	18.6%
获利能力					
毛利率	62.1%	63.3%	62.8%	63.3%	63.8%
净利率	10.4%	10.8%	8.6%	9.3%	10.3%
ROE	16.8%	15.0%	11.9%	13.9%	16.0%
ROIC	16.2%	15.1%	12.0%	13.8%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	45.8%	46.2%	46.6%	47.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.41	1.46	1.48	1.52	1.57
速动比率	1.37	1.43	1.44	1.49	1.53
营运能力					
应收账款周转率	43.8	28.5	24.7	25.8	25.9
存货周转率	14.5	19.2	20.2	20.8	20.9
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	1.15	1.04	0.81	0.94	1.12
每股经营现金流	2.21	1.56	1.07	1.36	1.52
每股净资产	6.92	6.90	6.72	6.88	7.09
估值比率					
市盈率	10.9	12.1	15.5	13.3	11.2
市净率	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	3.6	3.9	4.7	4.2	3.8
EV/EBIT	4.4	4.6	5.9	5.1	4.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。