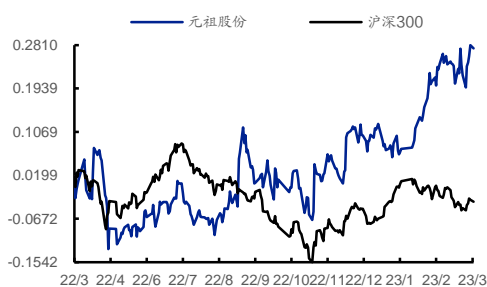


研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：肖依琳 S0350121120033
 xiaoyl@ghzq.com.cn

2022年蛋糕稳增长，2023年经营改善可期

——元祖股份（603886）2022年年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
元祖股份	0.9%	14.4%	29.5%
沪深300	-0.8%	3.2%	-3.9%

市场数据

市场数据	2023/03/27
当前价格(元)	22.27
52周价格区间(元)	15.30-22.80
总市值(百万)	5,344.80
流通市值(百万)	5,344.80
总股本(万股)	24,000.00
流通股本(万股)	24,000.00
日均成交额(百万)	68.61
近一月换手(%)	0.74

《——元祖股份（603886）三季报点评：区域疫情影响月饼销售，蛋糕保持稳增长（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-11-06

《——元祖股份（603886）事件点评：蛋糕延续稳增长，2021年顺利收官（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-03-29

事件：

元祖食品发布 2022 年度报告：公司全年实现收入 25.87 亿元，同比 +0.11%，归母净利 2.66 亿元，同比 -21.62%，扣非净利 2.32 亿元，同比 -21.72%，每股派现 1 元（含税）。

投资要点：

- **受到疫情以及中秋时点错期影响，2022Q4 业绩表现下滑。**公司 Q4 单季度实现收入 4.60 亿元，同比 -8.07%，归母净利 -0.32 亿元，去年同期 760 万元，扣非净利 -0.39 亿元，去年同期 -0.16 亿元。Q4 收入有所下滑主因 2021/2022 年中秋时点错位，2021 年部分中秋月饼收入确认在 2021Q4，而 2022 年基本确认在 2022Q3，且卡券收入确认节奏对公司季度收入影响较大。同时，疫情放开后感染人群增加导致人流量下滑，走亲访友的送礼需求下降，对业绩亦有影响。此外，2022 年公司合同负债（预收款）增长 7.49% 至 8.31 亿元，卡券销售增长稳健。全年经营性现金流净额同比下滑 14.74% 至 5.56 亿元，继续优于全年利润增速表现。
- **全年蛋糕收入增长稳健，线上渠道表现亮眼。**分产品来看，2022 年蛋糕、中西糕点以及其他产品收入分别同比 +9.4%/-5.7%/+7.0%，在疫情影响较大的情况下全年蛋糕仍然实现稳健增长，而中西糕点略有下滑，则主因四川主销市场在 2022Q3 中秋旺季受到限电、疫情封控等因素影响。其中，2022Q4 蛋糕、中西糕点及其他产品分别实现收入 2.86 亿元/1.04 亿元/0.21 亿元，分别同比 -3.3%/-24.0%/-12.2%，预计 2022Q4 中西糕点下滑较多与中秋错期有关。分渠道来看，2022Q4 线上收入 2.81 亿元，同比增长 18.16%，线下收入 1.31 亿元，同比下降 40.45%，线下下滑较多主要由于近几年公司积极推进线上线下一体化运营布局，将线下门店流量向线上私域电商平台引入，线上布局效果较好，线下报表端收入下滑较明显。
- **原材料成本上涨+疫情影响，全年盈利水平有所下滑。**公司全年毛利率为 60.14%，同比下降 1.98pct，我们预计主因油脂、包材等原材料全年整体成本仍有上涨，公司升级蛋糕品相，增加巧克力配件导致成本上涨较多，加之疫情封控期间对公司生产、运输均造成不小影响。其中 2022Q4 毛利率提升 19.88pct 至 58.57%，预计与下半年原材料成本压力趋缓，以及高毛利蛋糕占比持续提升有关。同时，

2022Q4 销售费用率、管理费用率分别提升 25.85pct/0.76pct 至 54.37%/8.28%，预计主要与季度费用投放节奏有关，2022Q4 确认较多销售人员薪酬及折旧费用，但由于疫情导致广告费用投放减少，以及执行新租赁准则后租赁费用减少，缩减部分开支，全年销售费用率保持较稳定，同比仅上升 0.52pct 至 39.35%。此外，梦世界商场受疫情影响，投资收益同比减少约 2500 万，全年净利率同比下降 2.85pct 至 10.30%，其中 2022Q4 净利率同比下降 8.74pct 至 -6.95%。

- **盈利预测和投资评级。**公司收入、业绩季节性分布非常明显，二、三季度占全年收入的 24%、42%，2022 年 Q2、Q3 公司总部、中央工厂所设地上海以及主销市场四川分别先后受到疫情封控、限电等因素影响，对业绩造成一定压力，行业内较多烘焙品牌门店数量收缩，但公司仍然保持较稳健增长。近几年公司持续加大蛋糕业务以及其他常规性糕点布局力度，以平滑季度收入影响，预计未来随非节令产品占比的持续提升，业绩稳定性将继续增强。今年疫情放开后烘焙需求以及礼品消费逐步恢复，加上蛋糕行业集中度提升，有望助推公司业绩提速增长。考虑到今年疫后恢复程度存在不确定，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.46/1.64/1.85 元，对应 PE 分别为 15/14/12 倍。考虑到公司 2016 年上市以来，历经疫情和线上转型等考验，业绩稳健增长，现金流良好并保持高分红比例，2020-2022 年股利支付率分别高达 80.0%、70.6%和 90.1%，估值有修复空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 食品安全问题；2) 开店情况不达预期，单店效能增长不明显；3) 竞争加剧，卡券折扣加大导致费用率增加；4) 卡券提领礼盒季节性波动仍较为剧烈，导致市场预期短时间存在较大波动；5) 线上增速放缓。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2587	2854	3182	3564
增长率（%）	0	10	12	12
归母净利润（百万元）	266	351	393	444
增长率（%）	-22	32	12	13
摊薄每股收益（元）	1.11	1.46	1.64	1.85
ROE（%）	16	20	21	21
P/E	17.68	15.22	13.58	12.03
P/B	2.90	3.08	2.83	2.56
P/S	1.82	1.87	1.68	1.50
EV/EBITDA	7.45	7.55	6.23	5.10

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：元祖股份盈利预测表

证券代码:	603886		股价:	22.27	投资评级:	增持	日期:	2023/03/27	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标				
ROE	16%	20%	21%	21%	EPS	1.11	1.46	1.64	1.85
毛利率	60%	61%	61%	61%	BVPS	6.76	7.22	7.86	8.71
期间费率	45%	44%	44%	44%	估值				
销售净利率	10%	12%	12%	12%	P/E	17.68	15.22	13.58	12.03
成长能力					P/B	2.90	3.08	2.83	2.56
收入增长率	0%	10%	12%	12%	P/S	1.82	1.87	1.68	1.50
利润增长率	-22%	32%	12%	13%					
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.82	0.84	0.87	0.88	营业收入	2587	2854	3182	3564
应收账款周转率	49.66	45.71	46.75	46.85	营业成本	1031	1127	1247	1390
存货周转率	34.16	36.45	36.47	36.44	营业税金及附加	25	28	31	35
偿债能力					销售费用	1018	1113	1244	1394
资产负债率	48%	49%	48%	48%	管理费用	131	143	160	179
流动比	1.38	1.47	1.60	1.74	财务费用	8	0	0	0
速动比	1.32	1.41	1.54	1.68	其他费用/(-收入)	21	21	24	27
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	346	448	503	568
现金及现金等价物	1602	1881	2263	2741	营业外净收支	-2	0	0	0
应收款项	52	62	68	76	利润总额	344	448	503	568
存货净额	76	78	87	98	所得税费用	78	96	109	124
其他流动资产	69	77	80	85	净利润	266	351	394	444
流动资产合计	1798	2099	2498	3000	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	317	305	293	281	归属于母公司净利润	266	351	393	444
在建工程	19	23	27	31	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
无形资产及其他	555	472	365	232	经营活动现金流	556	676	753	831
长期股权投资	455	480	481	485	净利润	266	351	393	444
资产总计	3143	3379	3663	4029	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	253	231	254	258
应付款项	113	135	147	163	公允价值变动	-9	0	0	0
预收帐款	0	3	1	2	营运资金变动	4	103	114	137
其他流动负债	1190	1290	1409	1555	投资活动现金流	-7	-156	-131	-113
流动负债合计	1303	1427	1558	1720	资本支出	-76	-137	-136	-114
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	37	-24	1	-3
其他长期负债	218	218	218	218	其他	33	5	4	4
长期负债合计	218	218	218	218	筹资活动现金流	-410	-240	-240	-240
负债合计	1521	1645	1776	1938	债务融资	0	0	0	0
股本	240	240	240	240	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1622	1734	1887	2092	其它	-410	-240	-240	-240
负债和股东权益总计	3143	3379	3663	4029	现金净增加额	141	280	381	478

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

肖依琳：中南大学硕士，主要覆盖调味品、速冻食品、烘焙食品等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。