

蛋糕业务稳健增长，线上渠道表现亮眼

——元祖股份 2022 年半年报点评

核心观点

- **事件：公司发布 2022 半年报，22H1 公司实现营收 10.47 亿元/yoy+4.41%，归母净利润 0.62 亿元/yoy+0.42%，扣非归母净利润 0.41 亿元/yoy-12.28%；单 Q2 看，公司实现营收 6.11 亿元/yoy+2.03%，归母净利润 0.82 亿元/yoy+35.45%，扣非归母净利润 0.78 亿元/yoy+38.28%。**
- **蛋糕业务稳健增长，线上渠道表现亮眼。**公司 22H1 实现营收 10.47 亿元/yoy+4.41%，剔除储值卡不会被使用的收入，公司实现营收 10.31 亿元/yoy+4.35%。1) 分产品看，蛋糕实现营收 4.89 亿元/yoy+16.32%，中西糕点实现营收 4.97 亿元/yoy-5.42%，水果实现营收 0.09 亿元/yoy-8.98%；2) 分渠道看，22H1 公司线上销售实现营收 5.18 亿元/yoy+31.16%，线下销售实现营收 5.03 亿元/yoy-13.58%，线上增长亮眼，线下营收增速有所下滑，预计与疫情封控、疫情反复影响线下客流有关；3) 开店情况，截至 22 年 6 月底，公司全国线下实体店共 733 家，较去年同期净增 34 家。
- **毛利率阶段性承压，费用率保持平稳。**1) 公司 22H1 实现毛利率 58.42%/yoy-1.09pct，毛利率下滑主因原材料成本上涨、Q2 因疫情生产受限导致单位生产成本上涨；2) 公司费用率保持平稳，22H1 销售费用率 43.51%/yoy-0.32pct，其中人工费用率/广宣费用率 yoy+1.22pct/-1.40pct，主因用人成本及销售佣金增加、疫情下缩减广告投放；22H1 管理费用率 5.20%/yoy+0.14pct，财务费用率 0.48%/yoy-0.40pct；3) 公司净利率保持平稳，22H1 公司归母净利润率 5.93%/yoy-0.24pct，扣非归母净利润率 3.88%/yoy-0.74pct。
- **下半年公司营收有望保持稳健增长：**1) 下半年中秋+国庆销售旺季来临，叠加疫情逐步好转，公司有望借助节日进一步推高产品销量；2) 公司加快发力线上渠道，通过高颜值、多场景及品牌联名等方式精细化培育公域流量，通过自有平台深度开发私域流量、加强消费黏性，共同实现裂变营销。同时，依托实体店实现“全国全网通提”，线上线下一体化运营，相互引流。此外，公司不断优化经营能力，升级产品质量评估体系、提升精益化管理能力等，竞争力有望得到持续加强。

盈利预测与投资建议

- 因疫情反复、消费疲软、原材料成本上涨，我们调整公司 2022-24 年 EPS1.51/1.63/1.76 元调整前为 1.61/1.78/1.97)，使用历史估值法，给予 22 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 21.14 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 原材料成本上涨，蛋糕业务增长不及预期，疫情反复影响下游需求

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,584	2,792	3,020	3,276
同比增长(%)	3.6%	12.2%	8.0%	8.2%	8.5%
营业利润(百万元)	377	431	461	498	539
同比增长(%)	14.0%	14.2%	7.0%	8.1%	8.1%
归属母公司净利润(百万元)	300	340	361	391	423
同比增长(%)	21.1%	13.3%	6.3%	8.2%	8.2%
每股收益(元)	1.25	1.42	1.51	1.63	1.76
毛利率(%)	61.7%	62.1%	61.0%	62.2%	63.0%
净利率(%)	13.0%	13.2%	12.9%	12.9%	12.9%
净资产收益率(%)	20.1%	22.0%	21.8%	21.9%	22.0%
市盈率	14.9	13.1	12.4	11.4	10.6
市净率	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2

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 (2022 年 08 月 26 日)	18.61 元
目标价格	21.14 元
52 周最高价/最低价	24.52/15.07 元
总股本/流通 A 股 (万股)	24,000/24,000
A 股市值 (百万元)	4,466
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 08 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	10.48	14.2	16.62	15.15
相对表现	8.47	17.72	16.35	35.79
沪深 300	2.01	-3.52	0.27	-20.64



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

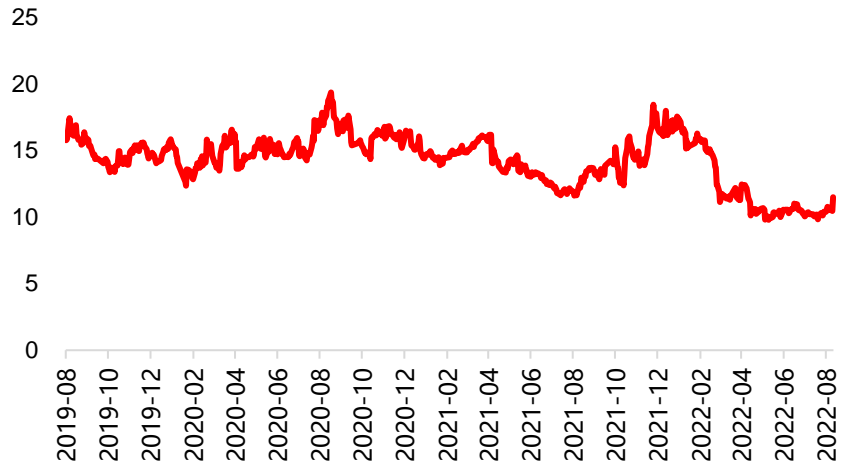
相关报告

- 蛋糕业务带动营收整体向好，产品、品牌、渠道持续完善：——元祖股份 2021 年半年报点评 2022-04-01
- 蛋糕业务持续放量带动营收及利润增长，略超预期：——元祖股份半年报解读 2021-08-26
- 经营稳健，看好公司成长空间：——元祖股份 20 年年报及 21 年一季报点评 2021-05-11

投资建议

因疫情反复、消费疲软、原材料成本上涨，我们调整公司 2022-24 年 EPS(1.51/1.63/1.76 元调整前为 1.61/1.78/1.97)，使用历史估值法，给予 22 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 21.14 元，维持“买入评级”。

图 1: 公司历史 PE 值



数据来源: Wind, 东方证券研究所

风险提示

原材料成本上涨，蛋糕业务增长不及预期，疫情反复影响下游需求

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	268	177	1,146	1,472	1,808	营业收入	2,303	2,584	2,792	3,020	3,276
应收票据及应收账款	60	58	63	68	74	营业成本	882	979	1,088	1,143	1,211
预付账款	12	3	3	4	4	营业税金及附加	21	26	28	30	33
存货	60	63	70	74	78	营业费用	898	1,004	1,091	1,213	1,345
其他	1,141	1,384	1,387	1,390	1,393	管理费用及研发费用	136	145	165	188	204
流动资产合计	1,541	1,686	2,669	3,007	3,356	财务费用	(0)	19	(2)	(13)	(16)
长期股权投资	500	480	480	480	480	资产减值损失	19	21	1	1	1
固定资产	335	326	322	315	305	公允价值变动收益	5	6	6	6	6
在建工程	11	14	10	8	7	投资净收益	16	7	7	7	7
无形资产	22	19	17	15	13	其他	8	27	27	27	27
其他	141	550	486	442	417	营业利润	377	431	461	498	539
非流动资产合计	1,010	1,389	1,314	1,259	1,222	营业外收入	4	9	9	9	9
资产总计	2,551	3,075	3,984	4,266	4,578	营业外支出	7	11	11	11	11
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	374	429	459	497	537
应付票据及应付账款	111	128	142	150	159	所得税	74	89	98	106	114
其他	929	1,129	1,914	2,053	2,208	净利润	300	340	361	391	423
流动负债合计	1,040	1,258	2,057	2,202	2,367	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	300	340	361	391	423
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.25	1.42	1.51	1.63	1.76
其他	13	220	210	210	210						
非流动负债合计	13	220	210	210	210	主要财务比率					
负债合计	1,053	1,477	2,267	2,413	2,577		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1	1	1	1	1	成长能力					
股本	240	240	240	240	240	营业收入	3.6%	12.2%	8.0%	8.2%	8.5%
资本公积	515	515	515	515	515	营业利润	14.0%	14.2%	7.0%	8.1%	8.1%
留存收益	740	840	961	1,098	1,246	归属于母公司净利润	21.1%	13.3%	6.3%	8.2%	8.2%
其他	3	2	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,498	1,597	1,717	1,853	2,001	毛利率	61.7%	62.1%	61.0%	62.2%	63.0%
负债和股东权益总计	2,551	3,075	3,984	4,266	4,578	净利率	13.0%	13.2%	12.9%	12.9%	12.9%
						ROE	20.1%	22.0%	21.8%	21.9%	22.0%
						ROIC	20.2%	22.0%	20.9%	21.4%	21.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	41.3%	48.0%	56.9%	56.6%	56.3%
净利润	300	340	361	391	423	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	66	69	65	66	47	流动比率	1.48	1.34	1.30	1.37	1.42
财务费用	(0)	19	(2)	(13)	(16)	速动比率	1.41	1.28	1.26	1.32	1.38
投资损失	(16)	(7)	(7)	(7)	(7)	营运能力					
营运资金变动	119	137	923	133	150	应收账款周转率	40.2	43.9	46.3	46.3	46.4
其它	13	95	4	(5)	(5)	存货周转率	11.6	12.8	13.1	12.8	12.8
经营活动现金流	483	652	1,344	564	591	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
资本支出	(14)	(14)	(10)	(10)	(10)	每股指标(元)					
长期投资	(266)	22	0	0	0	每股收益	1.25	1.42	1.51	1.63	1.76
其他	124	(345)	13	13	13	每股经营现金流	2.01	2.72	5.60	2.35	2.46
投资活动现金流	(156)	(338)	3	3	3	每股净资产	6.24	6.65	7.15	7.72	8.34
债权融资	0	141	(141)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	14.9	13.1	12.4	11.4	10.6
其他	(288)	(546)	(238)	(241)	(259)	市净率	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2
筹资活动现金流	(288)	(405)	(378)	(241)	(259)	EV/EBITDA	7.0	6.0	5.9	5.7	5.5
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.3	6.9	6.8	6.4	6.0
现金净增加额	39	(91)	969	326	336						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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