

## 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 年报点评

### 核心观点

- **事件：**1) 公司发布 2021 年报，2021 年公司实现营收 25.84 亿元/+12.20%，归母净利润 3.40 亿元/+13.27%，扣非归母净利润 2.96 亿元/+11.32%。2) 单 Q4 看，公司实现营收 5.00 亿元/+13.79%，归母净利润 0.08 亿元/+8.10%，扣非归母净利润-0.16 亿元（去年同期-0.01 亿元）。
- **蛋糕业务实现快速增长带动公司营收整体向好。**公司 2021 实现营收 25.84 亿元/+12.20%。1) 分产品看：蛋糕实现营收 9.52 亿元/+28.08%，中西糕点实现营收 14.64 亿元/+5.43%，水果实现营收 0.22 亿元/-48.87%；其中，蛋糕业务销售量 55.63 万个/+33.45%，销售量增速高于营收增速因小尺寸蛋糕更受欢迎。2) 分渠道看：2021 公司线上销售实现营收 10.37 亿元/+61.55%，线下销售实现营收 14.59 亿元/-7.66%，线上营收占比 40.13%/+15.29pct，电商平台培育效果显著，线上业务实现较快增长。
- **原材料价格上涨使公司毛利率承压，费用率保持平稳。**1) 公司 2021 实现毛利率 62.12%/-3.48pct，其中蛋糕毛利率 78.84%/-1.76pct，中西式糕点毛利率 51.51%/-0.57pct，水果毛利率 37.37%/+0.01pct；其中，蛋糕毛利率下滑主要系烘焙油脂等原材料成本上涨所致。2) 费用率看，公司销售费用率 38.83%/-0.15pct，管理费用率 4.95%/-0.21pct，财务费用率 0.73%/+0.73pct，研发费用率 0.67%/-0.07pct，费用率保持平稳。3) 2021 公司归母净利润率 13.15%/+0.12pct，扣非归母净利润率 11.46%/-0.09pct。
- **产品、品牌、渠道持续完善，蛋糕业务持续放量。**2021 年，产品端公司精简 SKU，聚焦于受市场欢迎的产品，并推出不同节令的主打产品，配合不同消费场景，强化品牌与全年节令的联系；渠道端公司加快发力电商渠道，并通过跨界联名等方式线上线下结合，相互引流，打造多样化的生活场景；品牌端公司对门店进行焕新升级，进一步打造年轻化品牌。展望 22 年，一方面，公司有望在产品、品牌、渠道不断完善，另一方面蛋糕业务也有望保持较快增长，为公司营收及利润作出贡献。

### 盈利预测与投资建议

- 因公司收入增速略高于预期，原材料成本上涨略高于预期，我们略微上调收入、略微下调毛利率假设，给予公司 22-24 年 EPS 预测为 1.61/1.78/1.97 元（调整前 22-23 年为 1.55/1.67 元），使用历史估值法给予 22 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 27.37 元，维持“买入评级”。

### 风险提示

- 采购成本上涨，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	2,886	3,145	3,409
同比增长(%)	3.6%	12.2%	11.7%	9.0%	8.4%
营业利润(百万元)	377	431	493	543	602
同比增长(%)	14.0%	14.2%	14.5%	10.1%	10.8%
归属母公司净利润(百万元)	300	340	387	426	473
同比增长(%)	21.1%	13.3%	13.8%	10.2%	10.9%
每股收益(元)	1.25	1.42	1.61	1.78	1.97
毛利率(%)	61.7%	62.1%	62.0%	62.3%	62.9%
净利率(%)	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.9%
净资产收益率(%)	20.1%	22.0%	21.6%	19.4%	17.9%
市盈率	14.9	13.1	11.6	10.5	9.5
市净率	3.0	2.8	2.3	1.9	1.6

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03月31日）	18.62 元
目标价格	27.37 元
52 周最高价/最低价	26.06/15.22 元
总股本/流通 A 股（万股）	24,000/24,000
A 股市值（百万元）	4,469
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 04 月 01 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.87	-12.98	-20.93	11.76
相对表现	1.64	-9.83	-14.94	34.25
沪深 300	0.23	-3.15	-5.99	-22.49



### 证券分析师

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

### 联系人

彭博 pengbo3@orientsec.com.cn  
张玉洁 zhangyujie@orientsec.com.cn  
朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn

### 相关报告

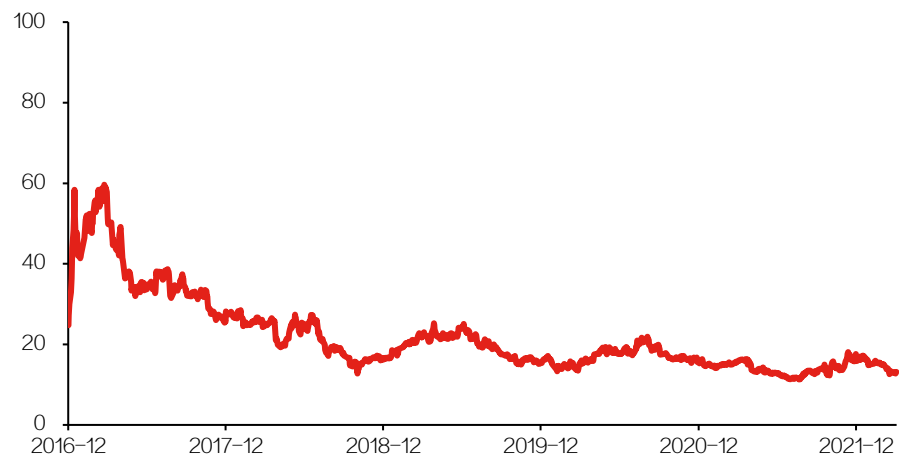
蛋糕业务持续放量带动营收及利润增长，略超预期：——元祖股份半年报解读 2021-08-26  
经营稳健，看好公司成长空间：——元祖股份 20 年年报及 21 年一季报点评 2021-05-11  
二季度业绩环比改善显著，关注低估值布局性价比：——元祖股份中报点评 2020-08-25

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

因公司收入增速略高于预期，原材料成本上涨略高于预期，我们略微上调收入、略微下调毛利率假设，给予公司 22-24 年 EPS 预测为 1.61/1.78/1.97 元（调整前 22-23 年为 1.55/1.67 元），使用历史估值法给予 22 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 27.37 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

采购成本上涨，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	1,466	2,103	2,770	营业收入	2,303	2,584	2,886	3,145	3,409
应收票据及应收账款	60	58	65	71	77	营业成本	882	979	1,097	1,186	1,265
预付账款	12	3	3	4	4	营业税金及附加	21	26	29	32	34
存货	60	63	71	76	81	营业费用	898	1,004	1,145	1,265	1,384
其他	1,141	1,384	1,388	1,392	1,395	管理费用及研发费用	136	145	165	176	188
<b>流动资产合计</b>	<b>1,541</b>	<b>1,686</b>	<b>2,993</b>	<b>3,645</b>	<b>4,327</b>	财务费用	(0)	19	(4)	(18)	(24)
长期股权投资	500	480	480	480	480	资产减值损失	19	21	2	1	1
固定资产	335	326	321	313	304	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	<b>营业利润</b>	<b>377</b>	<b>431</b>	<b>493</b>	<b>543</b>	<b>602</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,010</b>	<b>1,389</b>	<b>1,314</b>	<b>1,258</b>	<b>1,220</b>	营业外收入	4	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>2,551</b>	<b>3,075</b>	<b>4,307</b>	<b>4,903</b>	<b>5,547</b>	营业外支出	7	11	11	11	11
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>374</b>	<b>429</b>	<b>491</b>	<b>541</b>	<b>600</b>
应付票据及应付账款	111	128	144	155	166	所得税	74	89	105	115	127
其他	929	1,129	1,971	2,129	2,290	<b>净利润</b>	<b>300</b>	<b>340</b>	<b>387</b>	<b>426</b>	<b>473</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,040</b>	<b>1,258</b>	<b>2,115</b>	<b>2,284</b>	<b>2,455</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>300</b>	<b>340</b>	<b>387</b>	<b>426</b>	<b>473</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.25	1.42	1.61	1.78	1.97
其他	13	220	210	210	210	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>13</b>	<b>220</b>	<b>210</b>	<b>210</b>	<b>210</b>		<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,053</b>	<b>1,477</b>	<b>2,325</b>	<b>2,494</b>	<b>2,665</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	1	1	1	1	营业收入	3.6%	12.2%	11.7%	9.0%	8.4%
股本	240	240	240	240	240	营业利润	14.0%	14.2%	14.5%	10.1%	10.8%
资本公积	515	515	515	515	515	归属于母公司净利润	21.1%	13.3%	13.8%	10.2%	10.9%
留存收益	740	840	1,227	1,653	2,126	<b>获利能力</b>					
其他	3	2	0	0	0	毛利率	61.7%	62.1%	62.0%	62.3%	62.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,498</b>	<b>1,597</b>	<b>1,982</b>	<b>2,408</b>	<b>2,881</b>	净利率	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,551</b>	<b>3,075</b>	<b>4,307</b>	<b>4,903</b>	<b>5,547</b>	ROE	20.1%	22.0%	21.6%	19.4%	17.9%
<b>现金流量表</b>						ROIC	20.2%	22.0%	20.7%	18.8%	17.2%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>偿债能力</b>					
净利润	300	340	387	426	473	资产负债率	41.3%	48.0%	54.0%	50.9%	48.1%
折旧摊销	66	69	66	66	48	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(0)	19	(4)	(18)	(24)	流动比率	1.48	1.34	1.42	1.60	1.76
投资损失	(16)	(7)	(7)	(7)	(7)	速动比率	1.41	1.28	1.37	1.55	1.72
营运资金变动	119	137	977	153	155	<b>营运能力</b>					
其它	13	95	4	(4)	(5)	应收账款周转率	40.2	43.9	47.0	46.5	46.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>483</b>	<b>652</b>	<b>1,423</b>	<b>615</b>	<b>639</b>	存货周转率	11.6	12.8	13.2	13.0	12.9
资本支出	(14)	(14)	(10)	(10)	(10)	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
长期投资	(266)	22	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	124	(345)	13	13	13	每股收益	1.25	1.42	1.61	1.78	1.97
<b>投资活动现金流</b>	<b>(156)</b>	<b>(338)</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	每股经营现金流	2.01	2.72	5.93	2.56	2.66
债权融资	0	141	(141)	0	0	每股净资产	6.24	6.65	8.26	10.03	12.00
股权融资	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(288)	(546)	4	18	24	市盈率	14.9	13.1	11.6	10.5	9.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(288)</b>	<b>(405)</b>	<b>(137)</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	市净率	3.0	2.8	2.3	1.9	1.6
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	7.0	6.0	5.6	5.3	5.0
<b>现金净增加额</b>	<b>39</b>	<b>(91)</b>	<b>1,289</b>	<b>636</b>	<b>667</b>	EV/EBIT	8.3	6.9	6.4	5.9	5.4

资料来源：东方证券研究所

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声明。

## 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](http://www.dfzq.com.cn)