

增持 (维持)

元祖股份 (603886)

22年蛋糕、线上双发力，23年恢复可期

2023年3月31日

市场数据

日期	2023-3-30
收盘价(元)	20.84
总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	240.00
净资产(百万元)	1,621.80
总资产(百万元)	3,143.25
每股净资产(元)	6.76

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn
S0190522070009

投资要点

- **事件:** 公司公告 2022 年年度报告, 2022 年公司实现收入 25.87 亿元, 同比+0.11%, 归母净利润 2.66 亿元, 同比-21.62%, 扣非归母净利润 2.32 亿元, 同比-21.72%, 基本 EPS 为 1.11 元。22Q4 公司实现收入 4.60 亿元, 同比-8.07%, 归母净利润-0.32 亿元, 由盈转亏, 扣非归母净利润-0.39 亿元, 亏损同比扩大。
- **蛋糕维持稳增, 线上占比持续提升。** 2022 年收入同比持平略增: 1) 分品类看, 22 年蛋糕/中西糕点/水果/其他收入同比+9.40%/-5.70%/-59.01%/+7.04%, 蛋糕量增 3.68%, 价增 5.52%, 量增判断主要系日常化消费场景拓展下小尺寸蛋糕、主题蛋糕动销较好, 价增判断主因部分产品年初小幅提价以及大尺寸蛋糕占比有所提升所致; 中西糕点同比下滑(量减 6.34%, 价增 0.69%), 判断主要系 22 年疫情影响时令产品提领所致; 水果同比-59% (量减 69.55%, 价增 34.62%) 主因两岸关系及疫情影响水果采买; 2) 分渠道看, 线上收入同比+19.27%, 占比同增 8.07pct, 公司线上线下一体化经营叠加 22 年疫情反复扰动, 推动线上销售实现快速增长; 线下收入同比-13.91%, 22 年末线下门店数达 741 家, 同比净增 33 家, 开店节奏维持稳健, 疫情影响到店消费及线上侧重发展下的分流导致收入同比下降。22Q4 收入同比-8.07%, 其中蛋糕/中西糕点/其他收入同比-3.34%/-23.97%/-12.23%, 判断主要系疫情封控及达峰下需求较弱所致, 线下渠道同比-40.42%可以侧面验证, 线下占比同增 16.25pct; 中西糕点同比下降幅度较大, 判断 22 年月饼收入确认相较 21 年有错期也造成一定影响。
- **成本压力影响全年毛利率, 产品结构调整 22Q4 毛利率同比提升。** 2022 年毛利率为 60.14%, 同比-1.98pct, 主要系原材料价格上涨带来影响, 直接材料单位成本同比+11.86%可以验证。分品类看, 蛋糕/中西糕点/水果/其他产品毛利率为 72.56%/50.91%/31.85%/8.99%, 同比-6.28pct/-0.60pct/-5.52pct/-5.87pct, 蛋糕毛利率同比下滑较多, 主要系品质升级、巧克力插件增加, 协同导致直接材料单位成本同比+39.20%。22Q4 毛利率为 58.57%, 同比+3.59pct, 判断主要系 Q4 毛利较高的蛋糕占比提升 4.80pct 所致, 此外 22 年中秋节令较去年提前导致部分月饼成本提前至 22Q3 确认亦产生影响, 22Q4 营业成本同比-15.40%可以验证。
- **毛利率承压影响全年净利率, Q4 销售费用投放增加致利润亏损。** 2022 年归母净利率为 10.30%, 同比-2.85pct, 扣非归母净利率 8.96%, 同比-2.50pct, 盈利能力承压主要系成本压力所致。2022 年总费率为 45.56%, 同比+0.38pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 39.35%/5.08%/0.81%/0.32%, 同比+0.52pct/+0.13pct/+0.14pct/-0.40pct, 销售费率提升主要系人工成本同比+9.58%, 新租赁准则下折旧摊销同比+12.21%, 财务费率下降主要系外币存款的汇兑亏损同比-250.14%所致; 此外资产处置收益同比-103.54%也造成一定影响。22Q4 归母净利润-0.32 亿元, 扣非归母净利润-0.39 亿元, 当期毛利率改善不抵费用投入的大幅提升, 造成亏损, 22Q4 总费率为 64.69%, 同比+10.23pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 54.37%/8.28%/1.14%/0.90%, 同比+9.57pct/+0.75pct/+0.26pct/-0.35pct, 销售费率大幅提升除了 Q4 收入下滑之外, 判断与用人费用和销售佣金的增加有关。
- **盈利预测及投资建议:** 根据 2022 年年报, 我们调整了盈利预测, 预计 2023-2025 年公司收入为 28.21/31.17/34.41 亿元, 同比+9.0%/+10.5%/+10.4%, 归母净利润为 3.21/3.96/4.79 亿元, 同比+20.6%/+23.4%/+21.0%, 对应 2023 年 3 月 30 日收盘价, PE 为 16/13/10x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧导致时令产品销售不及预期; 放开后同店经营恢复、门店扩张不及预期; 原材料价格大幅上涨。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2587	2821	3117	3441
同比增长	0.1%	9.0%	10.5%	10.4%
归母净利润(百万元)	266	321	396	479
同比增长	-21.6%	20.6%	23.4%	21.0%
毛利率	60.1%	60.5%	61.8%	62.9%
ROE	16.4%	16.5%	18.7%	20.7%
每股收益(元)	1.11	1.34	1.65	2.00
市盈率	18.8	15.6	12.6	10.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件:公司公告 2022 年年度报告,2022 年公司实现收入 25.87 亿元,同比+0.11%,归母净利润 2.66 亿元,同比-21.62%,扣非归母净利润 2.32 亿元,同比-21.72%,基本 EPS 为 1.11 元。22Q4 公司实现收入 4.60 亿元,同比-8.07%,归母净利润-0.32 亿元,由盈转亏,扣非归母净利润-0.39 亿元,亏损同比扩大。

蛋糕维持稳增,线上占比持续提升。2022 年收入同比持平略增,拆分来看:1)分品类看,22 年蛋糕/中西糕点/水果/其他收入同比+9.40%/-5.70%/-59.01%/+7.04%,蛋糕量增 3.68%,价增 5.52%,量增判断主要系日常化消费场景拓展下小尺寸蛋糕、主题蛋糕动销较好,价增判断主因部分产品年初小幅提价以及大尺寸蛋糕占比有所提升所致;中西糕点同比下滑(量减 6.34%,价增 0.69%),判断主要系 2022 年疫情影响节令产品提领所致;水果同比-59%(量减 69.55%,价增 34.62%)主因两岸关系及疫情影响水果采买;2)分渠道看,线上渠道收入同比+19.27%,占比同增 8.07pct 至 49.62%,公司线上线下一体化经营叠加 22 年疫情反复扰动,推动线上销售实现快速增长;22 年线下收入同比-13.91%,2022 年末公司线下门店数量达 741 家,相比年初净增 33 家,开店节奏维持稳健,疫情影响到店消费及线上侧重发展下的分流导致收入同比下降。22Q4 收入同比-8.07%,其中蛋糕/中西糕点/其他收入同比-3.34%/-23.97%/-12.23%,判断主要系疫情封控及达峰下需求较弱所致,线下渠道同比-40.42%可以侧面验证,线下渠道占比同增 16.25pct 至 68.17%;中西糕点同比-24%左右,下降幅度较大,判断 22 年中秋早于 21 年导致月饼收入确认相较去年有错期也造成了一定影响。

成本压力影响全年毛利率,产品结构调整 22Q4 毛利率同比提升。2022 年毛利率为 60.14%,同比-1.98pct,主要系原材料价格上涨带来影响,直接材料单位成本同比+11.86%可以验证。分品类看,蛋糕/中西糕点/水果/其他产品毛利率为 72.56%/50.91%/31.85%/8.99%,同比-6.28pct/-0.60pct/-5.52pct/-5.87pct,蛋糕毛利率同比下滑较多,主要系品质升级、巧克力插件增加,协同导致直接材料单位成本同比+39.20%。22Q4 毛利率为 58.57%,同比+3.59pct,判断主要系 Q4 毛利较高的蛋糕占比提升 4.80pct 所致,此外 22 年中秋节令较去年提前导致部分月饼成本提前至 22Q3 确认亦产生影响,22Q4 营业成本同比-15.40%可以验证。

毛利率承压影响全年净利率, Q4 销售费用投放增加致利润亏损。2022 年归母净利率为 10.30%,同比-2.85pct,扣非归母净利率 8.96%,同比-2.50pct,盈利能力承压主要系成本压力所致。2022 年总费率为 45.56%,同比+0.38pct,其中销售/管理/研发/财务费用率为 39.35%/5.08%/0.81%/0.32%,同比+0.52pct/+0.13pct/+0.14pct/-0.40pct,销售费率提升主要系人工成本同比+9.58%,新租赁准则下折旧摊销同比+12.21%,财务费率下降主要系外币存款的汇兑亏损同比-250.14%所致;此外资产处置收益同比-103.54%也造成一定影响。22Q4 归母净利润-0.32 亿元,扣非归母净利润-0.39 亿元,当期毛利率改善不抵费用投入的大幅提升,造成亏损,22Q4 总费率为 64.69%,同比+10.23pct,其中销售/管理/研发/财务费用率为

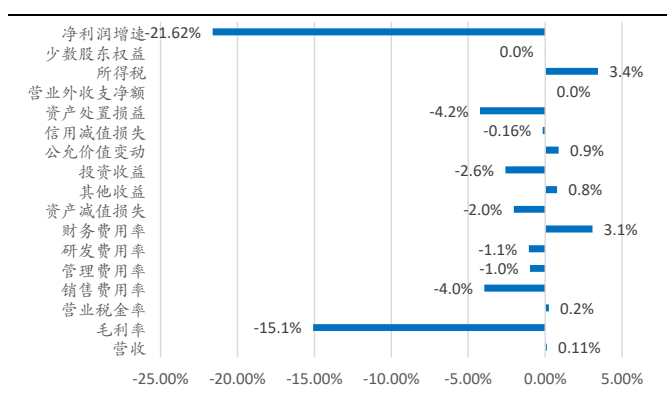
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

54.37%/8.28%/1.14%/0.90%，同比+9.57pct/+0.75pct/+0.26pct/-0.35pct，销售费率大幅提升除了 Q4 收入下滑之外，判断与用人费用和销售佣金增加有关。

盈利预测及投资建议：根据 2022 年年报，我们调整了盈利预测，预计 2023-2025 年公司收入为 28.21/31.17/34.41 亿元，同比+9.0%/+10.5%/+10.4%，归母净利润为 3.21/3.96/4.79 亿元，同比+20.6%/+23.4%/+21.0%，对应 2023 年 3 月 30 日收盘价，PE 为 16/13/10x，维持“增持”评级。

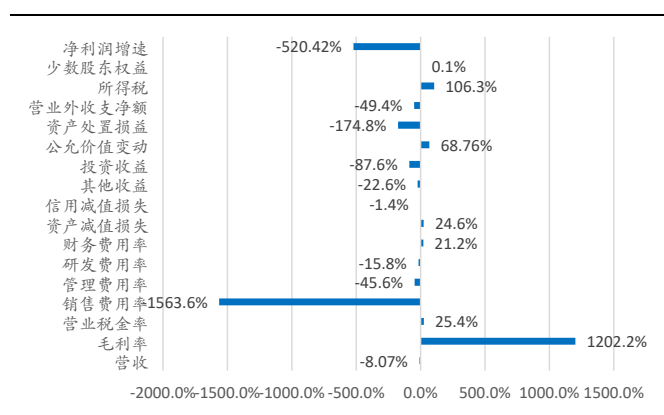
风险提示：行业竞争加剧导致节令产品销售不及预期；放开后同店经营恢复、门店扩张不及预期；原材料价格大幅上涨。

图 1、2022A 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022Q4 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1798	2226	2407	2653
货币资金	489	839	1011	1235
交易性金融资产	1113	1154	1156	1161
应收票据及应收账款	52	62	67	74
预付款项	4	6	5	6
存货	76	79	84	89
其他	65	87	84	88
非流动资产	1345	1215	1226	1191
长期股权投资	455	427	442	449
固定资产	317	280	244	207
在建工程	19	19	19	19
无形资产	17	17	17	17
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	111	111	111	111
其他	426	361	393	387
资产总计	3143	3441	3633	3844
流动负债	1303	1279	1301	1313
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	113	132.51	142.17	152.14
其他	1190	1146	1159	1161
非流动负债	218	218	218	218
长期借款	0	0	0	0
其他	218	218	218	218
负债合计	1521	1496	1519	1531
股本	240	240	240	240
资本公积	515	515	515	515
未分配利润	718	1039	1208	1408
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	1622	1945	2114	2313
负债及权益合计	3143	3441	3633	3844

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	266	321	396	479
折旧和摊销	86	37	37	37
资产减值准备	28	1	1	1
资产处置损失	2	0	0	0
公允价值变动损失	-9	-7	-8	-8
财务费用	12	5	2	0
投资损失	2	2	2	2
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	4	-22	4	-8
经营活动产生现金流量	556	298	444	505
投资活动产生现金流量	-7	57	-43	-1
融资活动产生现金流量	-410	-5	-228	-280
现金净变动	141	350	172	224
现金的期初余额	177	489	839	1011
现金的期末余额	318	839	1011	1235

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2587	2821	3117	3441
营业成本	1031	1114	1192	1275
税金及附加	25	27	30	34
销售费用	1018	1094	1200	1315
管理费用	131	141	156	172
研发费用	21	21	24	26
财务费用	8	5	2	0
其他收益	15	11	12	12
投资收益	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	9	7	8	8
信用减值损失	-0	-0	0	-0
资产减值损失	-28	-24	-25	-25
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	346	410	506	613
营业外收入	10	9	9	9
营业外支出	12	11	11	11
利润总额	344	408	505	611
所得税	78	87	108	132
净利润	266	321	396	479
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	266	321	396	479
EPS(元)	1.11	1.34	1.65	2.00

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	0.1%	9.0%	10.5%	10.4%
营业利润增长率	-19.7%	18.7%	23.4%	21.1%
归母净利润增长率	-21.6%	20.6%	23.4%	21.0%
盈利能力				
毛利率	60.1%	60.5%	61.8%	62.9%
归母净利率	10.3%	11.4%	12.7%	13.9%
ROE	16.4%	16.5%	18.7%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	48.4%	43.5%	41.8%	39.8%
流动比率	1.38	1.74	1.85	2.02
速动比率	1.32	1.68	1.79	1.95
营运能力				
资产周转率	83.2%	85.7%	88.1%	92.1%
应收帐款周转率	4694.8%	4953.5%	4850.7%	4906.7%
存货周转率	1206.0%	1175.2%	1190.6%	1195.5%
每股资料(元)				
每股收益	1.11	1.34	1.65	2.00
每股经营现金	2.32	1.24	1.85	2.10
每股净资产	6.76	8.10	8.81	9.64
估值比率(倍)				
PE	19	16	13	10
PB	3.1	2.6	2.4	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn