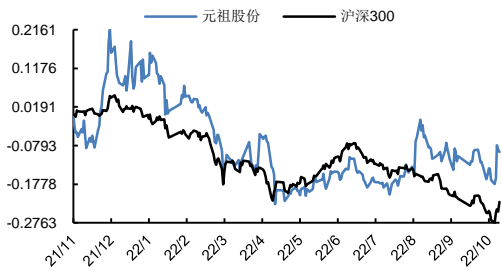


研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 联系人：肖依琳 S0350121120033  
 xiaoyl@ghzq.com.cn

## 区域疫情影响月饼销售，蛋糕保持稳增长 ——元祖股份（603886）三季度报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
元祖股份	1.1%	11.4%	-14.7%
沪深300	-1.0%	-8.2%	-22.6%

### 市场数据

市场数据	2022/11/04
当前价格(元)	17.87
52周价格区间(元)	15.30-26.06
总市值(百万)	4,288.80
流通市值(百万)	4,288.80
总股本(万股)	24,000.00
流通股本(万股)	24,000.00
日均成交额(百万)	85.48
近一月换手(%)	0.87

### 事件：

公司公布2022年三季度报，全年实现营业收入21.28亿元，同比增长2.07%，归母净利润2.98亿元，同比下降10.21%，扣非净利2.71亿元，同比下降13.35%，EPS为1.24元/股。

### 投资要点：

- 疫情影响中秋月饼区域销售，蛋糕保持稳健增长。**公司Q3单季度收入为10.81亿元，同比-0.09%，归母净利2.36亿元，同比-12.64%。公司Q3蛋糕收入2.66亿元，同比增长13.0%，今年公司在蛋糕上持续加大新品开发投入力度，新推星座系列蛋糕，进一步提升蛋糕视觉美观度，并增加装裱蛋糕的巧克力装饰物，更适合消费者拍照纪念。Q3收入略有下滑主因中秋月饼旺季受到川渝疫情与限电影响，Q3中西糕点收入7.79亿元，同比下滑2.8%。今年由于中秋提前，确认部分月饼成本，且增加蛋糕巧克力装饰物也提高了原材料成本，影响利润表现。
- 受成本上涨+疫情防控影响，净利率下滑。**公司Q3单季度毛利率为62.46%，同比下降8.55pct，主因原材料成本上涨，加上四川疫情与限电期间影响月饼销售，但月饼会在销售高峰期前按计划生产，确认生产成本，从而导致毛利率下滑明显。销售费用率因为疫情封控影响，费用投放减少，销售费用率同比下降5.68pct至28.93%。综上，公司Q3净利率下降3.15pct至21.81%。此外，Q3销售收现与经营性现金流净额13.07亿元/5.70亿元，同比-4.73%/-10.46%，合同负债环比增加0.52亿元至9.01亿元，预付卡销售保持稳定增长。
- 盈利预测与估值。**考虑到疫情仍有影响，我们调整本次盈利预测，预计公司2022-2024年EPS分别为1.26/1.77/2.00元，对应PE分别为14/10/9倍。由于季节性因素，公司季度间业绩波动明显，且可比公司少，市场关注度有限。但考虑到公司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，2019-2021年股利支付率分别高达116.2%、80.0%和70.7%，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2584	2794	3143	3536
增长率 (%)	12	8	13	13
归母净利润 (百万元)	340	303	425	480
增长率 (%)	13	-11	40	13
摊薄每股收益 (元)	1.42	1.26	1.77	2.00
ROE (%)	21	18	23	23
P/E	16.58	14.14	10.09	8.94
P/B	3.54	2.58	2.32	2.06
P/S	2.19	1.54	1.36	1.21
EV/EBITDA	8.88	9.36	6.87	5.89

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:		17.87	投资评级:	增持		日期:	2022/11/04
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	21.28%	18.27%	23.04%	23.02%	EPS	1.42	1.26	1.77	2.00	
毛利率	62.12%	58.70%	61.70%	61.80%	BVPS	6.65	6.92	7.69	8.69	
期间费率	44.51%	44.51%	44.20%	44.23%	<b>估值</b>					
销售净利率	13.15%	10.86%	13.52%	13.57%	P/E	16.58	14.14	10.09	8.94	
<b>成长能力</b>					P/B	3.54	2.58	2.32	2.06	
收入增长率	12.20%	8.10%	12.50%	12.50%	P/S	2.19	1.54	1.36	1.21	
利润增长率	13.27%	-10.74%	40.11%	12.91%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	
总资产周转率	0.84	0.84	0.88	0.89	营业收入	2584.32	2793.65	3142.85	3535.71	
应收账款周转率	44.55	41.69	42.02	42.31	营业成本	979.01	1153.78	1203.71	1350.64	
存货周转率	40.98	35.80	39.23	39.33	营业税金及附加	25.96	26.54	30.19	34.10	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1003.58	1102.94	1231.41	1386.81	
资产负债率	48.05%	50.01%	48.53%	47.73%	管理费用	127.87	140.44	157.85	177.19	
流动比	1.34	1.23	1.22	1.24	财务费用	18.80	0.00	0.00	0.00	
速动比	1.29	1.17	1.16	1.18	其他费用/(-收入)	17.25	19.32	21.73	24.31	
					<b>营业利润</b>	<b>430.82</b>	<b>381.86</b>	<b>534.72</b>	<b>604.24</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业外净收支	-1.78	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物	1478.03	1531.04	1600.42	1805.14	<b>利润总额</b>	<b>429.04</b>	<b>381.86</b>	<b>534.72</b>	<b>604.24</b>	
应收款项	58.06	67.15	74.96	83.74	所得税费用	89.20	78.50	109.68	124.31	
存货净额	63.06	78.04	80.12	89.90	<b>净利润</b>	<b>339.84</b>	<b>303.36</b>	<b>425.03</b>	<b>479.92</b>	
其他流动资产	86.53	99.17	102.95	108.49	少数股东损益	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	
<b>流动资产合计</b>	<b>1685.68</b>	<b>1775.41</b>	<b>1858.45</b>	<b>2087.27</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>339.86</b>	<b>303.36</b>	<b>425.04</b>	<b>479.93</b>	
固定资产	325.69	320.62	311.28	301.94						
在建工程	14.23	10.97	7.64	5.39	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	
无形资产及其他	569.16	657.94	774.65	900.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>652.23</b>	<b>551.56</b>	<b>600.07</b>	<b>733.74</b>	
长期股权投资	479.78	557.11	633.64	694.34	净利润	339.86	303.36	425.04	479.93	
<b>资产总计</b>	<b>3074.54</b>	<b>3322.05</b>	<b>3585.66</b>	<b>3989.84</b>	少数股东权益	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	231.47	120.69	133.45	140.00	
应付款项	128.20	145.12	153.41	172.17	公允价值变动	-5.87	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	0.00	140.40	81.90	105.30	营运资金变动	69.16	147.43	64.91	140.16	
其他流动负债	1129.41	1156.24	1285.02	1407.12	<b>投资活动现金流</b>	<b>-337.75</b>	<b>-258.55</b>	<b>-290.69</b>	<b>-289.02</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>1257.61</b>	<b>1441.76</b>	<b>1520.34</b>	<b>1684.60</b>	资本支出	-86.99	-208.62	-235.95	-252.21	
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-285.00	-62.33	-68.18	-51.25	
其他长期负债	219.63	219.63	219.63	219.63	其他	34.24	12.40	13.44	14.44	
<b>长期负债合计</b>	<b>219.63</b>	<b>219.63</b>	<b>219.63</b>	<b>219.63</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-404.83</b>	<b>-240.00</b>	<b>-240.00</b>	<b>-240.00</b>	
<b>负债合计</b>	<b>1477.25</b>	<b>1661.40</b>	<b>1739.97</b>	<b>1904.23</b>	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益	1597.29	1660.65	1845.68	2085.61	其它	-404.83	-240.00	-240.00	-240.00	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3074.54</b>	<b>3322.05</b>	<b>3585.66</b>	<b>3989.84</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-90.82</b>	<b>53.01</b>	<b>69.38</b>	<b>204.72</b>	

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、预制菜等板块。

## 【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述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。