

营收短期承压，静待年内复苏

——元祖股份 23 年一季报点评

核心观点

事件：公司发布 23 年一季报，公司 23Q1 实现营收 4.48 亿元/yoy+2.75%，归母净利润 -880.95 万元（去年同期-1981.23 万元），扣非归母净利润-1905.11 万元（去年同期-3787.36 万元）。

- **蛋糕业务拖累整体营收增速，线上维持较高占比。**公司 23Q1 营收 yoy+2.75%。
1) 分产品看：公司 23Q1 蛋糕/中西糕点/水果/其他分别实现营收 2.65/1.43/0.1/0.13 亿元，yoy+2.77%/1.42%/6.21%/-8.16%。2) 分渠道看：公司 23Q1 线下/线上实现营收 1.51/2.80 亿元，yoy-10.83%/10.61%，23Q1 线上营收占比 65%/yoy+5.05pct。蛋糕业务拖累整体营收增速，但公司线上仍维持较高营收占比。
- **毛利率同比改善，销售费用率收缩。**1) 公司 23Q1 实现毛利率 58.37%/yoy+1.4pct，毛利率同比改善预计与公司对蛋糕插件等进行改良、采取多种方法对冲成本压力有关。2) 23Q1 公司实现销售费用率 50.98%/yoy-1.31pct，管理费用率 7.34%/yoy+0.51pct，研发费用率 1.1%/yoy+0.04pct。3) 23Q1 公司对联营企业和合营企业的投资收益-482.58 万元 vs22Q1-524.1 万元、预计与梦世界线下客流恢复有关，资产减值损失 -242.36 万元 vs22Q1-558.35 万元、主因计提存货减值较同期减少。
- **展望 23 年：**1) 收入端看，伴随消费场景、消费力逐渐修复，公司蛋糕业务有望恢复至正常的收入增速轨道；此外端午/中秋到来以及送礼消费场景的同比修复亦有望驱动公司营收增长。2) 利润端看，伴随油脂成本回落、梦世界客流恢复减亏、公司利润率有望得到修复。**中长期维度**，公司过去估值抑制的三个因素来自成长性、季节性与大股东减持，季节性伴随公司发力日常消费场景、蛋糕业务占比上升有望减弱（公司 Q3 的归母净利润全年占比已由 2016 年的 143%下降至 2022 年的 89%），后续伴随大股东减持因素减弱、公司的估值中枢有望提升。

盈利预测与投资建议

- 我们下调收入及毛利率预测，预测公司 23-25 年 EPS 为 1.41/1.64/1.88 元（调整前 23/24 年为 1.63/1.76 元），使用历史估值法（过去 3 年平均）给予 23 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 21.15 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，需求复苏不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,584	2,587	2,878	3,181	3,515
同比增长(%)	12.2%	0.1%	11.3%	10.5%	10.5%
营业利润(百万元)	431	346	439	510	586
同比增长(%)	14.2%	-19.7%	27.1%	16.0%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	340	266	338	393	452
同比增长(%)	13.3%	-21.6%	27.1%	16.1%	15.0%
每股收益(元)	1.42	1.11	1.41	1.64	1.88
毛利率(%)	62.1%	60.1%	61.1%	61.6%	61.9%
净利率(%)	13.2%	10.3%	11.8%	12.4%	12.9%
净资产收益率(%)	22.0%	16.6%	18.9%	18.2%	17.5%
市盈率	13.6	17.4	13.7	11.8	10.3
市净率	2.9	2.9	2.4	2.0	1.7

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。

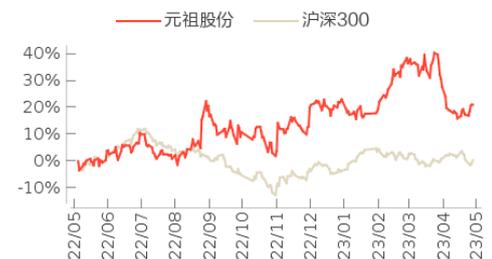
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月28日）	19.3 元
目标价格	21.15 元
52 周最高价/最低价	22.8/15.14 元
总股本/流通 A 股（万股）	24,000/24,000
A 股市值（百万元）	4,632
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.19	-11.32	2.93	26.67
相对表现	3.28	-12.06	6.58	23.92
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

联系人

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

相关报告

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	2022-08-27
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

投资建议

我们下调收入及毛利率预测，预测公司 23-25 年 EPS 为 1.41/1.64/1.88 元（调整前 23/24 年为 1.63/1.76 元），使用历史估值法（过去 3 年平均）给予 23 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 21.15 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，需求复苏不及预期

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	177	489	1,728	2,366	3,065	营业收入	2,584	2,587	2,878	3,181	3,515
应收票据及应收账款	58	52	58	64	71	营业成本	979	1,031	1,120	1,222	1,341
预付账款	3	4	4	5	5	营业税金及附加	26	25	29	33	36
存货	63	76	82	90	98	营业费用	1,004	1,018	1,122	1,234	1,356
其他	1,384	1,178	1,181	1,185	1,189	管理费用及研发费用	145	152	166	194	215
流动资产合计	1,686	1,798	3,054	3,709	4,428	财务费用	19	8	(7)	(20)	(27)
长期股权投资	480	455	455	455	455	资产减值损失	21	28	23	23	23
固定资产	326	317	300	284	267	公允价值变动收益	6	9	7	7	7
在建工程	14	19	20	21	21	投资净收益	7	(2)	(1)	(1)	(1)
无形资产	19	17	15	13	11	其他	27	15	9	9	9
其他	550	538	488	445	419	营业利润	431	346	439	510	586
非流动资产合计	1,389	1,345	1,278	1,217	1,174	营业外收入	9	10	8	8	8
资产总计	3,075	3,143	4,332	4,926	5,602	营业外支出	11	12	10	10	10
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	429	344	437	507	583
应付票据及应付账款	128	113	123	134	147	所得税	89	78	99	114	132
其他	1,129	1,190	2,029	2,220	2,430	净利润	340	266	338	393	452
流动负债合计	1,258	1,303	2,152	2,354	2,578	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	340	266	338	393	452
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.42	1.11	1.41	1.64	1.88
其他	220	218	219	219	219						
非流动负债合计	220	218	219	219	219	主要财务比率					
负债合计	1,477	1,521	2,371	2,573	2,797		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
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	12.2%	0.1%	11.3%	10.5%	10.5%
资本公积	515	515	515	515	515	营业利润	14.2%	-19.7%	27.1%	16.0%	14.9%
留存收益	840	866	1,205	1,598	2,050	归属于母公司净利润	13.3%	-21.6%	27.1%	16.1%	15.0%
其他	2	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,597	1,622	1,960	2,353	2,805	毛利率	62.1%	60.1%	61.1%	61.6%	61.9%
负债和股东权益总计	3,075	3,143	4,332	4,926	5,602	净利率	13.2%	10.3%	11.8%	12.4%	12.9%
						ROE	22.0%	16.6%	18.9%	18.2%	17.5%
						ROIC	22.0%	15.7%	18.0%	17.6%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	48.0%	48.4%	54.7%	52.2%	49.9%
净利润	340	266	338	393	452	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	69	67	63	63	47	流动比率	1.34	1.38	1.42	1.58	1.72
财务费用	19	8	(7)	(20)	(27)	速动比率	1.28	1.31	1.37	1.53	1.67
投资损失	(7)	2	1	1	1	营运能力					
营运资金变动	137	51	976	183	202	应收账款周转率	43.8	46.9	52.2	52.0	52.0
其它	95	161	2	(5)	(5)	存货周转率	12.8	12.1	11.6	11.6	11.7
经营活动现金流	652	556	1,374	615	670	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
资本支出	(14)	(13)	(3)	(3)	(3)	每股指标(元)					
长期投资	22	27	0	0	0	每股收益	1.42	1.11	1.41	1.64	1.88
其他	(345)	(21)	6	6	6	每股经营现金流	2.72	2.32	5.72	2.56	2.79
投资活动现金流	(338)	(7)	3	3	3	每股净资产	6.65	6.76	8.17	9.80	11.69
债权融资	141	3	(144)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	13.6	17.4	13.7	11.8	10.3
其他	(546)	(414)	7	20	27	市净率	2.9	2.9	2.4	2.0	1.7
筹资活动现金流	(405)	(410)	(137)	20	27	EV/EBITDA	6.1	7.5	6.4	5.7	5.2
汇率变动影响	(0)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.0	8.9	7.3	6.5	5.7
现金净增加额	(91)	141	1,239	638	699						

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。