

元祖股份 (603886.SH)

连锁烘焙食品领先企业，募投扩张门店拓展市场

报告日期

2016-12-08

● 元祖是连锁店模式烘焙食品领先企业

元祖是专业从事烘焙食品等研发、生产与销售的全国连锁企业，已具备较高的产品知名度和品牌美誉度，是国内烘焙食品领导企业之一。15 年公司营收规模 15.77 亿，净利润 1.14 亿，14-15 年营收增速受月饼市场需求不景气拖累而有所放缓。公司产品线丰富，以直营连锁店模式为主，占比达到 85% 以上。公司控股股东元祖国际持有 66% 股权，股权集中且稳定。

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.44
资产负债率 (%)	58.33
ROE (%)	26.09
ROA (%)	11.73

● 烘焙行业望保持 10% 增长，品牌企业更具竞争力

我国焙烤食品行业营收达 2426 亿元，近 15 年保持 10% 以上增长。随着人均可支配收入的增长，烘焙食品更受消费者青睐，增速有望维持在 10% 以上。我国烘焙食品人均消费量仍远低于日韩欧美等国，发展空间巨大。专卖店是我国烘焙食品主要销售模式，占比达到 61%，品牌专卖店在占据高端市场的同时渗透中低端市场，市场份额逐渐提升。烘焙行业整体毛利率在 20% 左右，品牌企业毛利率远高于行业水平，元祖等公司毛利率可达 60% 以上。连锁店企业优势区域重叠，主要在江浙沪、北京等发达地区，元祖在江浙沪地区与多个品牌存在竞争，在湖北、川渝等地具有独特优势。

发行资料

发行股数 (万股)	6000
发行前股本 (万股)	18000
主承销商	申万宏源证券承销保荐有限责任公司
主要股东	元祖国际有限公司

● 扩张门店发掘潜力市场，蛋糕增长带动毛利率提升

元祖主要采用门店销售的模式，现拥有的 609 家门店主要分布在长江中下游流域，在中西部、华北、华南等地区较为薄弱地区的烘焙食品市场尚未开拓或刚刚试水，未来公司将在这些潜力市场增设连锁门店，销售额和市场占有率有望较快提升。公司产品以月饼、蛋糕、中西式糕点为主，占营收比重超过 90%，蛋糕与糕点收入逐步增长，其中蛋糕产品毛利率超过 80%，蛋糕产品的增长带动整体毛利率由 13 年的 61% 提升至 15 年的近 66%。

分析师：王永锋 S0260515030002
 01059136605
 wangyongfeng@gf.com.cn

● 盈利预测及投资建议

若公司本次成功发行 6000 万股，发行后总股本达到 24000 万股，预计公司 16-18 年摊薄 EPS 为 0.58/0.61/0.71 元/股，增速分别为 21.1%、6.4%、15.8%，考虑到公司增速较低，对比可比公司给予 36 倍市盈率估值。

联系人：张志遂
 zhangzhisui@gf.com.cn

● 风险提示

募投建设门店建设进度与营业进度、门店未来的收入与利润兑现不及预期；门店扩张后单店业绩下滑风险；食品安全问题；经济大幅下滑等。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,478.32	1,577.20	1,599.20	1,711.56	1,999.82
增长率 (%)	1.68%	6.69%	1.39%	7.03%	16.84%
EBITDA (百万元)	220.77	243.58	237.25	257.24	313.12
净利润 (百万元)	81.55	114.44	138.54	147.46	170.84
增长率 (%)	-34.06%	40.33%	21.05%	6.44%	15.86%
EPS (元/股)	0.453	0.636	0.577	0.614	0.712

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、元祖是连锁店模式烘焙食品领先企业	4
1、元祖是从事烘焙食品研发、生产、销售的企业	4
2、公司产品以烘焙食品为主，产品线丰富	4
3、公司是连锁店模式企业，以直营连锁店为主	6
4、公司股权结构相对集中	6
二、烘焙行业望保持 10% 增长，品牌企业更具竞争力	8
1、烘焙食品市场销售额超两千亿，保持 10% 以上增速	8
2、专卖店是主要销售模式，品牌企业更具竞争力	9
3、大型连锁店企业集中在江浙沪、北京等发达地区	10
三、扩张门店发掘潜力市场，蛋糕增长带动毛利率提升	12
1、市场优势集中在长江中下游流域，扩张门店发掘华北华南潜力市场	12
2、产品以月饼蛋糕等为主，蛋糕产品增长带动毛利率提升	13
四、募投项目：扩大全国营销网络并扩充产能	17
1、营销网络建设项目：扩张直营终端销售网络，提升品牌影响力	17
3、信息化系统建设项目：加强数据管理，整合线上线下销售	18
盈利预测与投资建议	20
风险提示	22

图表索引

图 1: 元祖梦果子营业收入与净利润情况	4
图 2: 烘焙行业近年增速保持在 10%以上	4
图 3: 中国大陆收入占比 97%以上	6
图 4: 直营店销售主营业务收入占比超过 85%	6
图 5: 公司股权结构相对集中	7
图 6: 我国焙烤食品市场销售额达到 2426 亿元	8
图 7: 我国城镇居民人均可支配收入年复合增长率达 11.5%	8
图 8: 我国城镇居民人均食品支出保持稳定增长	8
图 9: 我国焙烤食品人均消费量远低于世界平均水平	9
图 10: 我国人均烘焙食品消费量年复合增长率达 6.75%	9
图 11: 专卖店是烘焙行业主要销售模式	9
图 12: 烘焙行业整体毛利率在 20%左右且保持稳定	10
图 13: 元祖毛利率高于可比品牌企业, 达到 60%以上	10
图 14: 全国 609 家门店分布一览图	12
图 15: 启蒙乐园游乐区亲子活动	13
图 16: DIY 亲自蛋糕制作	13
图 17: 月饼礼盒、蛋糕及中西式糕点占比超过 90%	13
图 18: 蛋糕产品市场占有率不断提升	13
图 19: 公司营收增速放缓	14
图 20: 月饼及糕点营收下滑	14
图 21: 蛋糕产品营收增长较快	14
图 22: 元祖毛利率维持高位	14
图 23: 蛋糕产品毛利率最高	15
图 24: 直营店毛利率高于加盟店	15
表 1: 公司产品以烘焙食品为主	5
表 2: 大型连锁店企业优势区域集中在江浙沪、北京等发达地区	10
表 3: 直营店对终端渠道控制能力强, 可提升品牌形象	16
表 4: 本次项目的募集资金投入	17
表 5: 直营店面项目概况	17
表 6: 营销网络项目投资安排	18
表 7: 项目投资概算	18
表 8: 物流仓储中心项目投资概算	19
表 9: 元祖营收、利润情况与增速	20
表 10: 可比公司估值	20
表 11: 元祖各业务预测分析模型	21

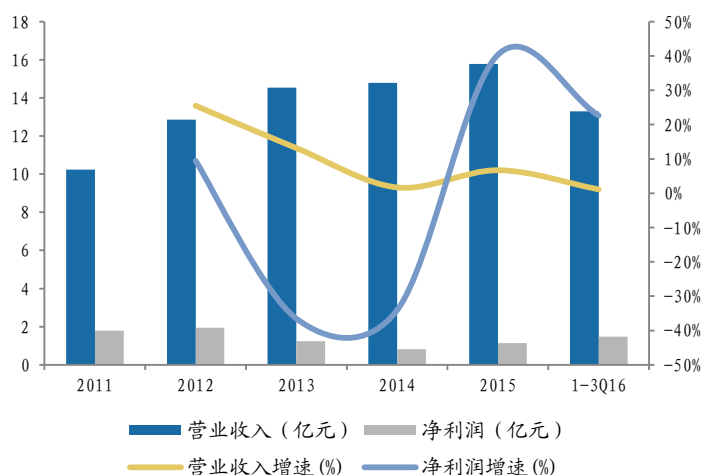
一、元祖是连锁店模式烘焙食品领先企业

1、元祖是从事烘焙食品研发、生产、销售的企业

公司专业从事烘焙食品等研发、生产与销售，逐渐形成较高知名度。公司主要从事烘焙食品的研发、生产与销售，是一家专业生产蛋糕、月饼、中西式糕点等烘焙产品的全国连锁经营企业，通过原料把控、精细管理、冷链物流、直营为主、产品追溯等一系列措施，保证产品的食品安全。经过在大陆二十余年的耕耘，公司逐渐形成了较高产品知名度和品牌美誉度，已经成为国内烘焙市场领导品牌之一。

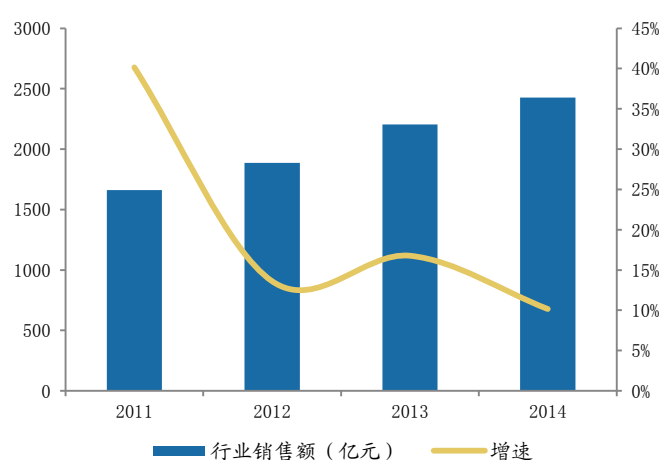
公司近年来受月饼市场需求不景气拖累，营收增速放缓，低于烘焙食品行业增速。截至2015年，公司的营业收入规模达到15.77亿元，净利润达到1.14亿元。相比于2012-2013年公司25.48%和13.13%的营收增速，2014-2015年公司增速放缓至1.7%和6.7%，低于烘焙行业10%以上的整体增速。主要原因为国家机关团体月饼采购量的减少导致整个月饼市场需求出现一定程度的萎缩，整体市场的不景气拖累公司主营产品月饼及糕点收入下滑，影响了公司14和15年的营业收入增速。烘焙食品市场随着居民可支配收入的不断增长而持续快速增长，增速保持在10%以上，消费者对烘焙食品的数量和品质的需求不断增长，市场容量不断扩大。

图 1：元祖梦果子营业收入与净利润情况



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 2：烘焙行业近年增速保持在 10%以上



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2、公司产品以烘焙食品为主，产品线丰富

公司产品以烘焙食品为主，产品线丰富。公司主要从事烘焙食品的研发、生产与销售。目前共有蛋糕、节庆民俗产品、中西式糕点礼盒和水果等四大产品系列，共计 100 多个品种，兼顾各个市场层次。其中，蛋糕产品、节庆民俗产品、中西式糕点礼盒产品是公司主要产品，分别占公司收入的32%、32%、27%，合计占比超过90%。

表1: 公司产品以烘焙食品为主

产品系列	产品	示例
蛋糕系列	鲜奶蛋糕	  
	冰淇淋蛋糕	  
	专款蛋糕	  
节庆民俗产品系列	八宝年糕	  
	粽子、月饼	 
中西式糕点礼盒系列	礼盒系列	 

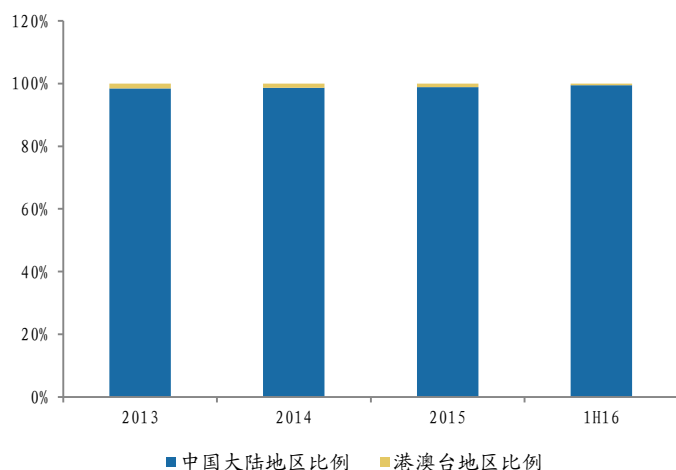
水果系列	水果系列			
------	------	---	--	---

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

3、公司是连锁店模式企业，以直营连锁店为主

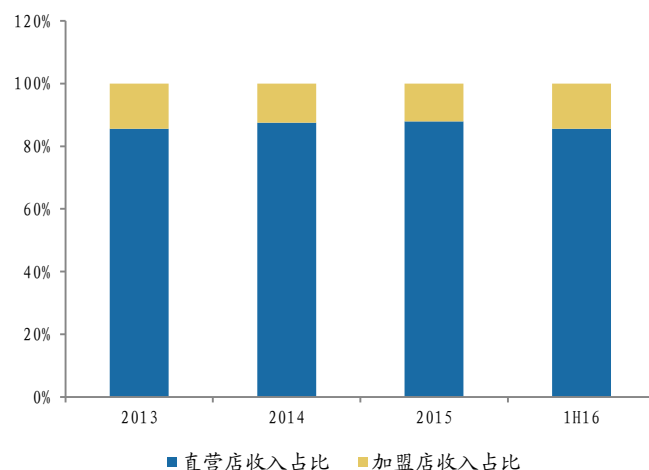
公司是连锁店模式企业，模式以直营连锁店模式为主，占比达到 85%以上。公司 97%以上的主营业务收入均来源于中国大陆地区，其他部分业务在台湾。各类产品通过自行开设直营连锁店直接销售给客户和采取加盟形式由加盟连锁店间接销售给客户，公司主营业务收入主要通过直营店销售的形式实现，直营店销售实现的主营业务收入占营业收入总额的比例保持在 85%以上。

图 3：中国大陆收入占比 97%以上



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 4：直营店销售主营业务收入占比超过 85%

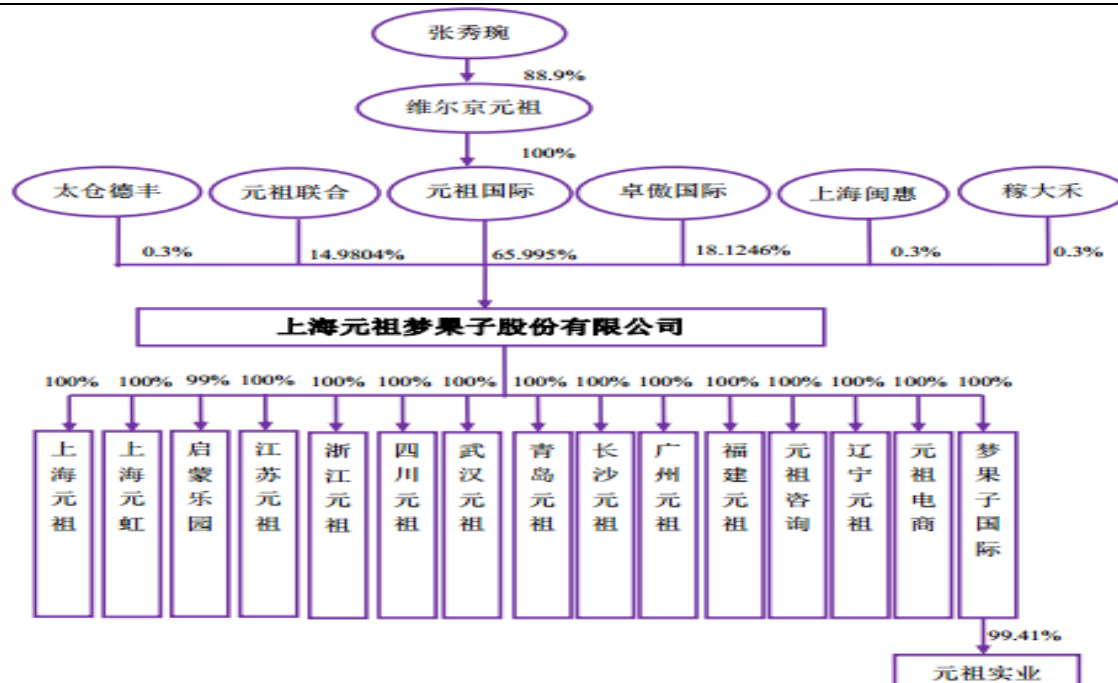


资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

4、公司股权结构相对集中

公司股权相对集中且稳定，有利与公司的持续经营。本公司成立以来，元祖国际一直是公司的控股股东，占公司总股本的65.995%，实际控制人为张绣琬，其间接持有公司控股股东元祖国际88.9%的股权，股权相对集中且稳定。

图5: 公司股权结构相对集中



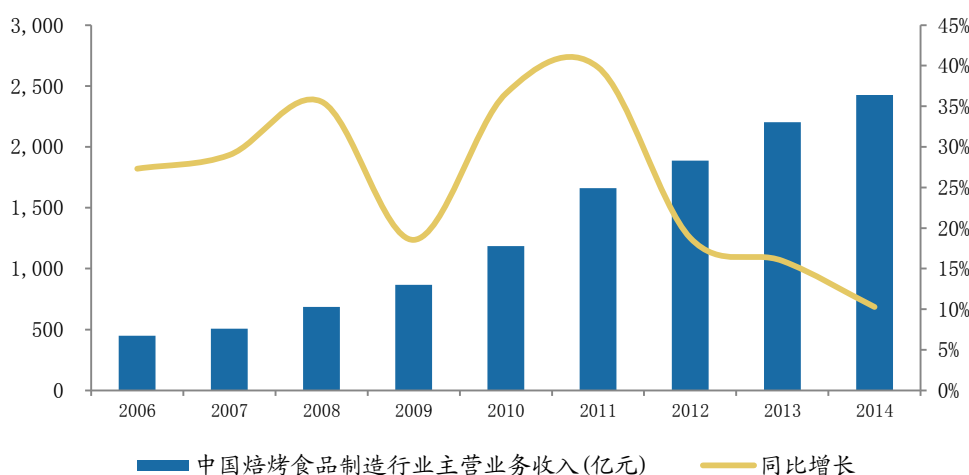
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

二、烘焙行业望保持 10% 增长，品牌企业更具竞争力

1、烘焙食品市场销售额超两千亿，保持 10% 以上增速

我国焙烤食品制造行业营业收入达到 2426 亿元，保持 10% 以上增长。现代烘焙行业在我国历史已久，但发展起步较晚，在国内发展仅有 20 余年。2003 年我国焙烤食品制造行业营业收入仅为 209 亿，为刚刚起步阶段，至 2009 年增长至 866 亿元。最近两年一直保持着 10% 以上增长，2014 年全行业销售额已达到 2426 亿元。

图6：我国焙烤食品市场销售额达到2426亿元

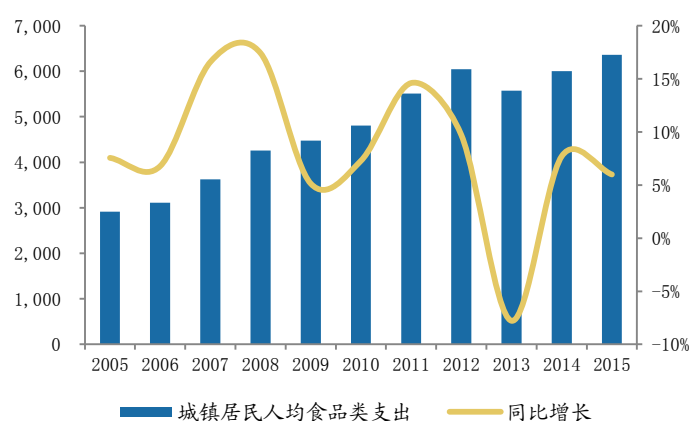
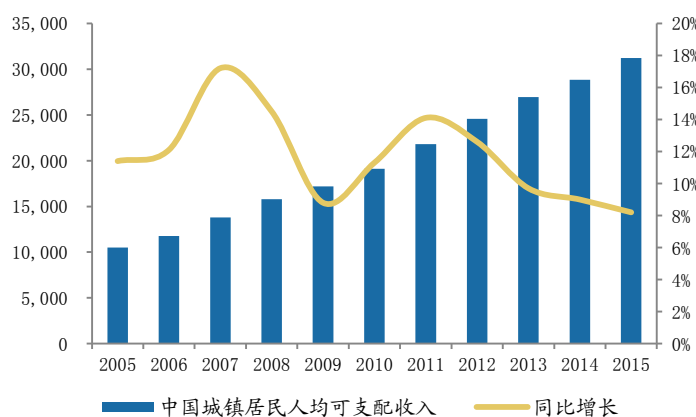


数据来源：wind，广发证券发展研究中心。

随着人均可支配收入增长，烘焙食品等新型方便产品更受青睐，增速有望继续维持在 10% 以上。根据国家统计局统计数据，2005 年至 2015 年间，我国城镇居民人均可支配收入从 10493 元增长到 31194 元，年复合增长率高达 11.5%。随着我国居民生活水平的提高，我国消费者的饮食结构、消费观念也在改变，未来健康型产品将更受消费者青睐，烘焙食品作为新型方便食品，正在越来越受到大家的喜爱，增速有望继续维持在 10% 以上。

图 7：我国城镇居民人均可支配收入年复合增长率达 11.5%

图 8：我国城镇居民人均食品支出保持稳定增长

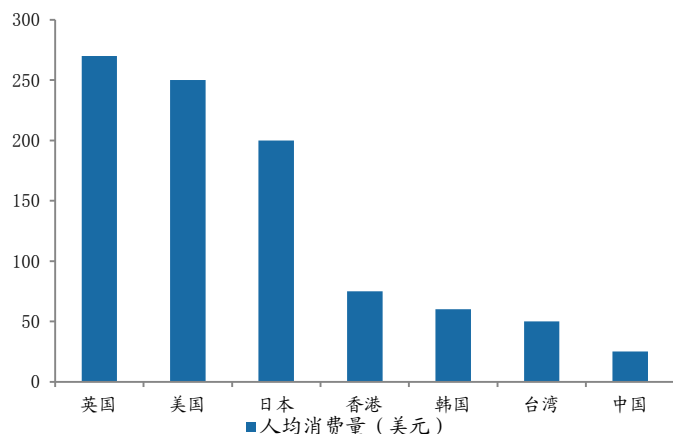


资料来源：wind，广发证券发展研究中心

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

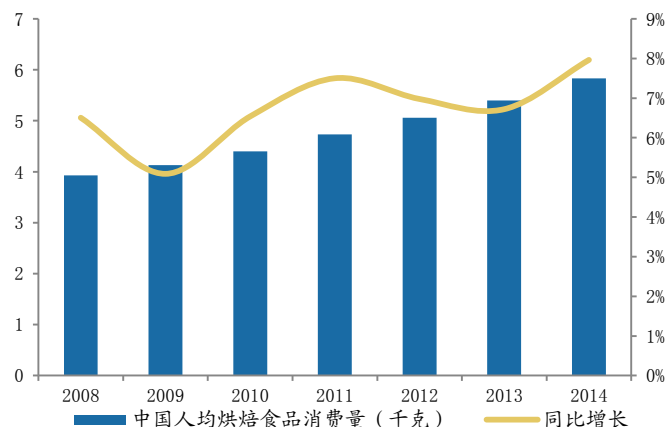
我国烘焙食品人均消费量远低于日韩欧美等国家，发展空间大。因为饮食结构的差异，中国烘焙食品的人均消费量远小于西方国家，不及英、美人均消费量的1/10，与中国饮食结构相同的亚洲国家日韩和港台相比，中国的人均消费量也存在至少一倍的差距，行业上升空间巨大。但随着人均收入的增长，我国烘焙食品人均消费量逐年上升，复合增速达到6.75%。

图 9：我国焙烤食品人均消费量远低于世界平均水平



资料来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

图 10：我国人均烘焙食品消费量年复合增长率达 6.75%

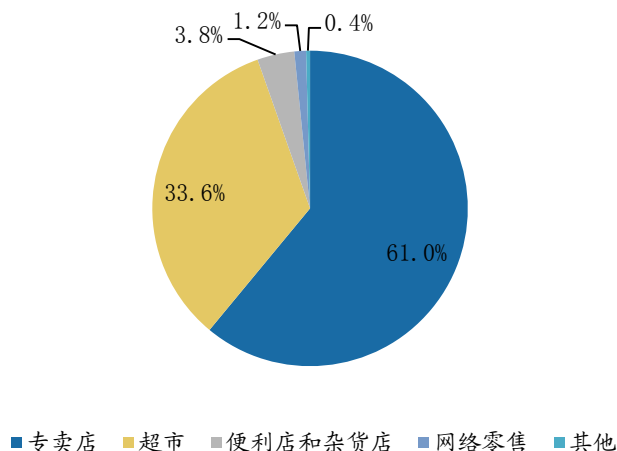


资料来源：Euromonitor，广发证券发展研究中心

2、专卖店是主要销售模式，品牌企业更具竞争力

专卖店模式是烘焙行业的主要销售模式，占比达到61%。烘焙行业的主要渠道包括专卖店、超市、便利店和杂货店、网络零售等，其中专卖店模式是最主要的销售模式，占比达到61%，其后的超市渠道占比达到33.6%，其他渠道包括便利店和杂货店、网络零售等合计占比不足6%。

图11：专卖店是烘焙行业主要销售模式



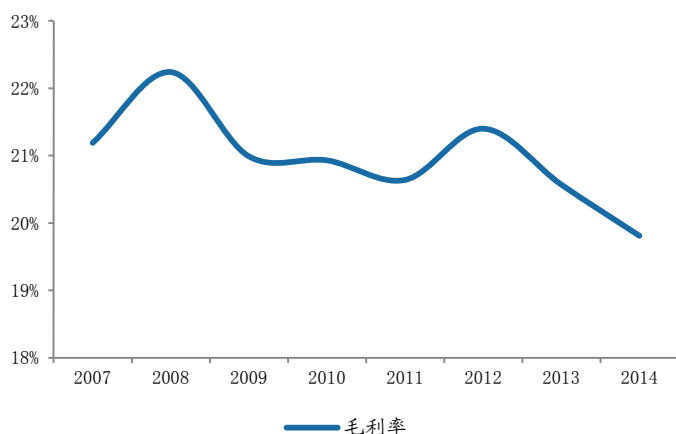
数据来源：wind，广发证券发展研究中心。

品牌专卖店企业更具竞争力，逐渐提升市场份额。专卖店模式的企业主要分为三类，包括小规模烘焙店、各区域的连锁小众品牌以及布局范围较大的品牌企业。

品牌企业处于长期的优良营销占据高端市场的主要份额，而中低端市场份额则由各区域本土的小众品牌所占据。行业内主要的龙头品牌企业包括好利来、85度C、克莉斯汀、面包新语、元祖等。这些品牌在占据高端市场的同时也不断渗透中端市场，逐渐提升市场份额。

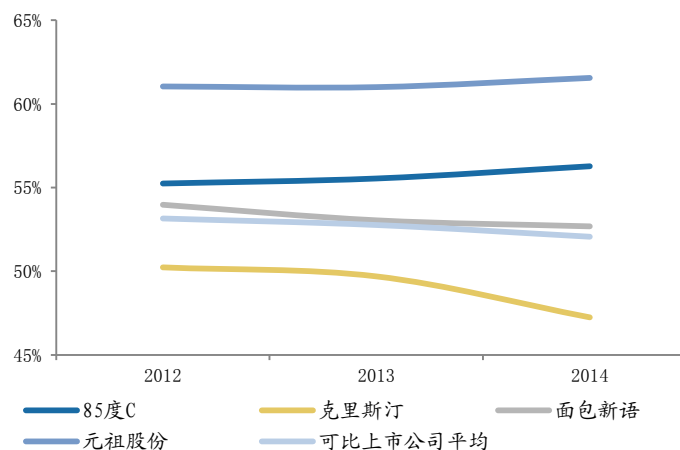
行业整体毛利率在20%左右且保持稳定，品牌企业毛利率远高于行业水平，元祖毛利率可达到60%以上。烘焙行业的平均毛利率维持在20%左右，由于随着城镇居民的收入增长，市场规模逐年上升，并且持续有小企业因不符合食品安全的规定而退出市场，行业中企业经营模式的逐步呈现规模化等特点，整体毛利率能够继续保持。行业中的品牌企业的毛利率要远高于行业整体水平，达到45%以上，而元祖等企业的毛利率在品牌企业中也处于领先地位，达到60%以上。

图 12：烘焙行业整体毛利率在 20%左右且保持稳定



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 13：元祖毛利率高于可比品牌企业，达到 60%以上



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

3、大型连锁店企业集中在江浙沪、北京等发达地区

连锁店经营企业优势区域重叠，主要在江浙沪、北京及省会城市。连锁店作为中高端消费场所，当地经济发展水平是制约门店容量的重要因素。门店扩张是连锁店抢占市场和增长的重要手段，烘焙食品同质性比较高，连锁店的选址和开设往往选择跟随者策略。上述两个因素的共同作用使得当前大型连锁店竞争程度存在明显的地区差异，当前大型连锁品牌的经营范围主要在江浙沪、北京等经济水平较为发达地区，这些地区竞争较为激烈，包括85度C、好利来、面包新语、克莉斯汀、麦趣尔、元祖等连锁企业均在这些区域开设门店。其中元祖在江浙沪地区与克莉斯汀、面包新语等品牌存在竞争，在湖北、川渝等地竞争较弱，具有独特优势。

表 2：大型连锁店企业优势区域集中在江浙沪、北京等发达地区

竞争对手	规模	优势区域	经营模式
85 度 C	国内门店超过 600 家，收入规模 20 亿左右	上海	直营/特许经营
克莉丝汀	门店超过 800 家、收入规模超过 10 亿	沪宁杭	直营

好利来	收入规模 20 亿以上, 全国 27 个省份设有门店	北京	直营
面包新语	国内门店超过 300 家, 收入规模接近 10 亿	上海	直营/特许经营
巴黎贝甜	全国 167 家门店	上海、北京	直营/特许经营
麦趣尔	2015 年面包糕点品(含月饼)收入 2.72 亿	新疆、浙江	直营
元祖梦果子	门店超过 600 家, 收入规模近 16 亿	长江流域(江浙沪、湖北、四川、重庆等)	直营/特许经营

数据来源: 公司公告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

三、扩张门店发掘潜力市场，蛋糕增长带动毛利率提升

1、市场优势集中在长江中下游流域，扩张门店发掘华北华南潜力市场

元祖主要采用门店销售的模式，现阶段拥有的609家门店主要分布在长江中下游流域。目前，门店销售是烘焙企业实现产品销售的主要方式，至2015年12月31日，公司拥有门店共计 609 家，遍布全国 113 个地级城市，其中公司主要优势地区上海53家、江苏135家、浙江98家、湖北43、四川94家、重庆41家。公司坚持“不断创新、引导市场、打造需求、创造流行”的经营理念，在长江流域地区耕耘多年并形成相对优势。公司通过直营和特许加盟的方式，对销售门店实行多方面的支持和严格管理，并建立了电子商务营销平台，为消费者提供“127”宅配服务（1 分钟订购，2 小时到达，7 公里免费宅配）。公司在中西部、华北、华南等薄弱地区的烘焙食品市场尚未开拓或刚刚试水，面临区域发展不平衡问题，未来公司将在中西部、华北、华南等地区增设连锁终端门店，发掘潜力市场，在这些区域销售额和市场占有率有望较快提升。

图14：全国609家门店分布一览表



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

注重品牌创新及营销，已建立较强品牌知名度和美誉度。公司一直将技术创新能力作为企业的核心竞争力培育，所创新产品“雪月饼”一推上大陆市场便引起消费高潮，并获颁工艺专利证书。借助自身科研平台，公司致力于发掘传统民俗文化的节庆文化，研发了春节的年糕、清明的青团、端午的龙粽、中秋的月饼等文化民俗烘焙产品。近年，公司连年获得“中国月饼十强企业”称号，“元祖”品牌也被评为“中国烘焙最具竞争力十大品牌”、“中国烘焙最具影响力十大品牌”。2014 年，公司商标获得“驰名商标”的认定。

图 15: 启蒙乐园游乐区亲子活动



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 16: DIY 亲自蛋糕制作



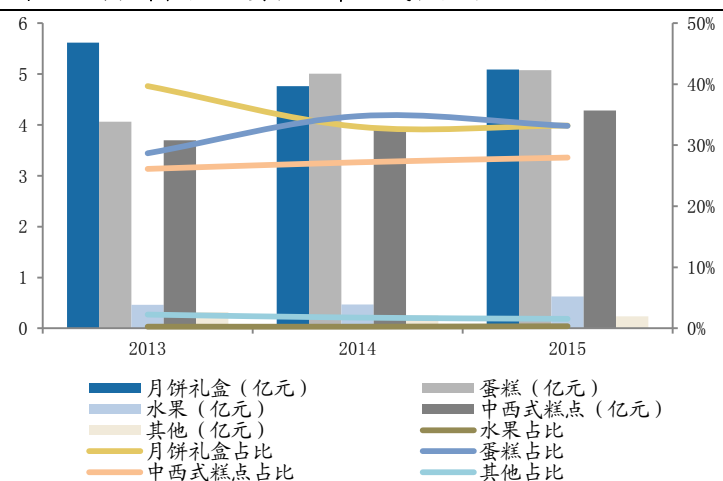
资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

依托台式烘焙研究所优势，开展健康营养知识教育。公司在坚持电视、广播、户外广告等传统媒体广告投放的营销活动外，还成立子公司启蒙乐园，开展亲子主题的体验式营销活动。启蒙乐园先后被评为青浦区科普教育基地、上海市科普教育基地和国家级科普基地，启蒙乐园每年接待十万名左右的参观者，对提高“元祖”品牌的知名度和美誉度起到重要作用。

2、产品以月饼蛋糕等为主，蛋糕产品增长带动毛利率提升

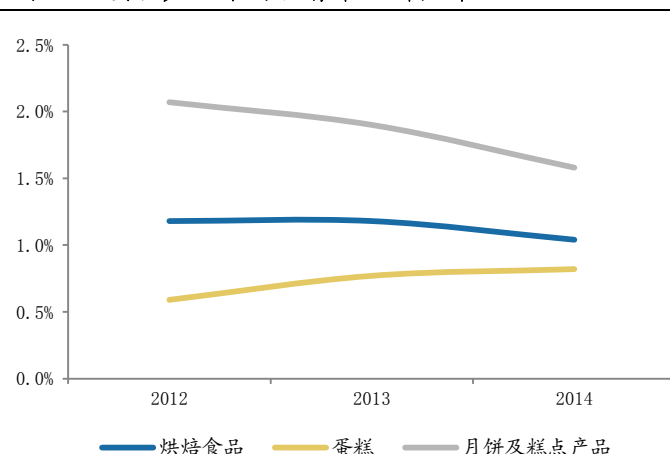
月饼礼盒、蛋糕及中西式糕点为公司的主要产品，销售收入占公司主营业务收入总额的90%以上。公司主营业务收入产品结构以月饼礼盒、蛋糕及中西式糕点为主，占公司主营收入总额的90%以上，与2013年相比，2015年月饼礼盒收入比重有所下降，蛋糕收入与中西式糕点比重逐渐上升，而蛋糕产品的市场占有率也不断提升。

图 17: 月饼礼盒、蛋糕及中西式糕点占比超过 90%



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

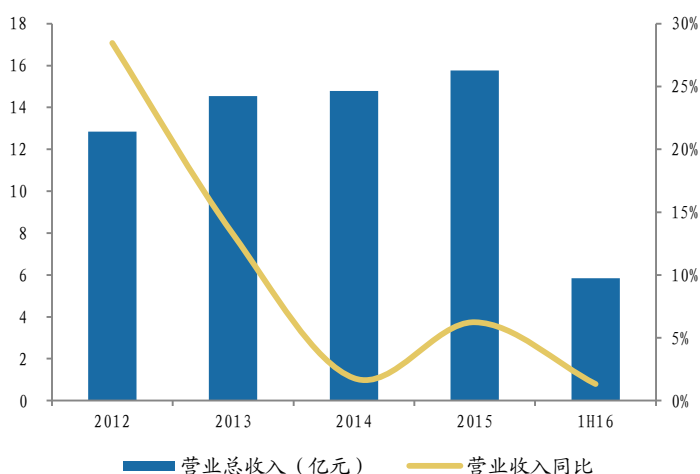
图 18: 蛋糕产品市场占有率不断提升



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

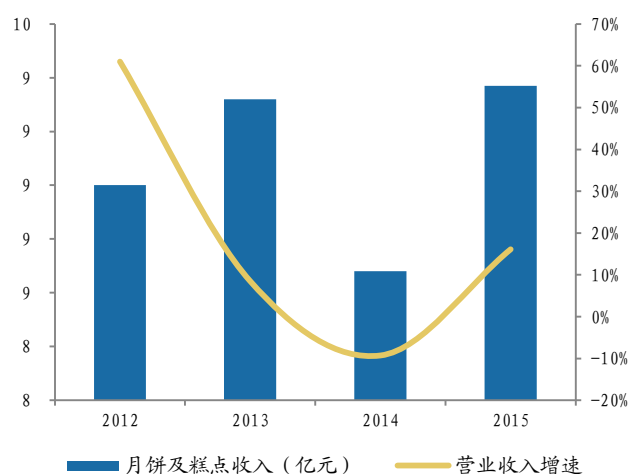
政府部门需求下滑影响月饼及糕点收入，公司营收增速放缓。2012-2015年期间，公司总营收从12.85亿元增长至15.77亿元，CAGR为7.14%，2014年总营收增长相比于2013年有所放缓，主要是公司主营产品月饼及糕点收入下滑造成。月饼礼盒为公司的传统产品，2013 年度及2014 年度受国家机关团体月饼采购量的减少，整个月饼市场需求出现一定程度的萎缩的影响，其中2014 年度月饼销售收入较2013 年度减少8,580.63 万元，减幅为15.27%。2015 年度随着有关部门规范完善国家机关单位职工节日福利发放政策以及零售市场需求量的增加，月饼市场有所回暖，公司2015 年度月饼礼盒销售收入较2014 年度增加3,249.03万元，增幅为6.82%。

图 19：公司营收增速放缓



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 20：月饼及糕点营收下滑

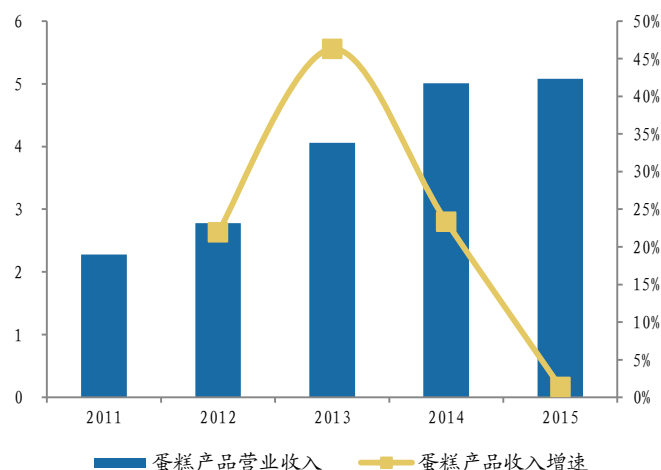


资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

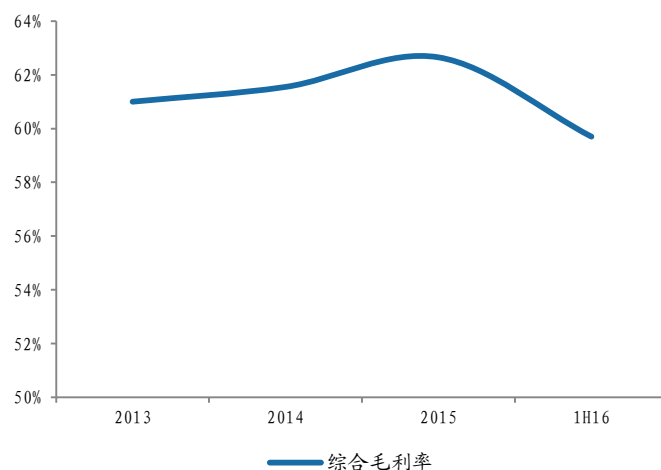
蛋糕产品带动综合毛利率持续上涨。公司不断开拓蛋糕产品市场，在烘焙食品、月饼及糕点产品在市场竞争程度增加、公司市场占有率有所下滑的前提下，蛋糕产品销售收入呈增长趋势，公司蛋糕产品收入由2012年的2.78亿增长到2015年的5.08亿，GAGR为30.66%，市场占有率从0.59%增长到0.82%。2012年至2015年之间公司毛利率维持高位，并且持续增加，由2013年的61%增长到2015年的65.65%。2016年前两个季度毛利率有所下滑，这是由于公司毛利率较高的月饼产品还没有销售造成的，预计年报里会有所回升。

图 21：蛋糕产品营收增长较快

图 22：元祖毛利率维持高位



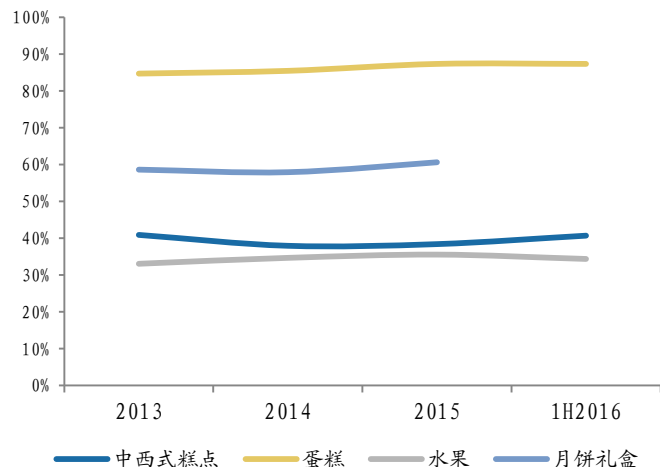
资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

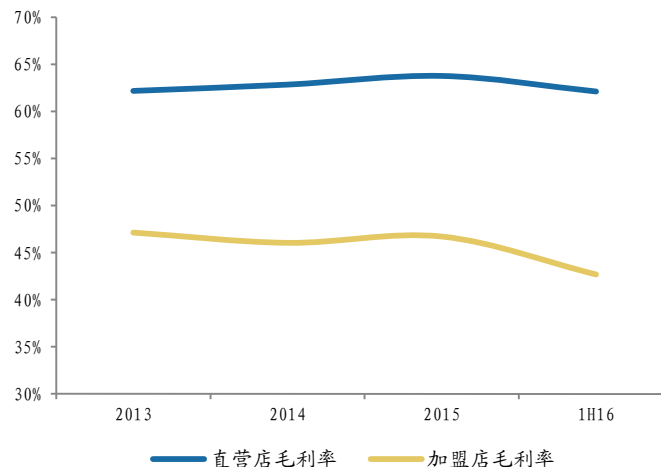
公司主要各类产品的毛利率保持小幅增长，带动整体毛利率提升。公司各类产品毛利率在2015年较2014年相比均有提升，其中月饼礼盒由57.9%上升至60.6%，蛋糕类产品平均售价有所提高且以及食用油、鸡蛋类等原材料采购价格有所下降，毛利率呈逐年增长的趋势，由85.4%增长至87.3%。

图 23: 蛋糕产品毛利率最高



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 24: 直营店毛利率高于加盟店



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司将不断加大直营店开发，提高毛利率与品牌形象。公司主营业务收入实现的毛利主要来源于通过直营店直接销售产品，2015年、2014年及2013年公司通过直营店销售实现的毛利占主营业务毛利总额的比重分别为90.89%、90.50%和88.67%。与加盟店相比，直营店具备对终端渠道控制能力强，店铺布局可提升品牌形象等优势。公司在未来将加大在全国的开发力度，并计划在未来通过购买或租赁的方式开设直营店，以此来强化公司的市场占有率及竞争实力，不断提升公司品牌形象。

表 3: 直营店对终端渠道控制能力强, 可提升品牌形象

模式	优势	劣势
直营	1、对终端渠道控制能力强 2、与消费者信息沟通顺畅, 充分了解消费者的偏好 3、完全执行品牌策略, 店铺布局可明显提升品牌形象	1、资金和人员配置要求高, 渠道拓展速度较慢 2、地区经济和文化的差异促使直营渠道进入新区域存在一定困难 3、收取价款并将货物交付给消费者时确认收入, 收入实现较慢
加盟	1、资金、人员投入少 2、凭借加盟商力量获得渠道的迅速扩张 3、回款迅速, 供货给加盟商即计入当期收入, 加盟商承担不适销的风险	1、对渠道控制有限 2、会出现加盟商与品牌商利益不一致的情形 3、与消费者信息沟通不通畅

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

四、募投项目：扩大全国营销网络并扩充产能

公司拟向社会公开发行普通股不超过6000万股，占发行后总股本的比例不低于25%。募集资金拟投资于下列项目：1）营销网络建设项目；2）增加设备项目；3）信息化系统建设项目；4）物流仓储中心项目；5）研发中心项目；6）补充流动资金

表 4：本次项目的募集资金投入

序号	项目名称	拟使用募集资金（亿元）	内容	建设期（月）
1	营销网络建设项目	2.808	开设直营店的，进一步挖掘一、二、三线城市的市场潜力，加大市场辐射的深度和广度，提高公司市场占有率。	36
2	增加设备项目	0.325	对公司上海中央烘焙工厂进行技术改造，增加部分设备，同时更新部分关键设备。	36
3	信息化系统建设项目	0.38	建成具有行业领先水平的信息化管理平台	36
4	物流仓储中心项目	0.2	投资建设 WMS（仓库管理系统）硬件，翻新冷冻库房 2 座和冷藏库房 2 座，购买 5 吨冷冻车 45 辆和 5 吨常温车 25 辆，同时购置相应的储位设施。	36
5	研发中心项目	0.18	增加设备的投入、扩大研发场地等措施，搭建和完善研发平台	
6	补充流动资金	1.8	补充流动资金	
	合计	5.693		

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

1、营销网络建设项目：扩张直营终端销售网络，提升品牌影响力

募投扩张营销网络，提升品牌形象与影响力。随着消费者购买力的不断提升，品牌形象逐渐成为消费者选购烘焙产品时的重要标准。公司倡导健康、安全的品牌形象，从市场上众多的烘焙食品中脱颖而出，并且引领了消费者对烘焙食品消费的更高层次需求。本次募集资金将增设 306 家直营门店，通过不断扩大的市场终端规模，公司向消费者展示安全、优质的烘焙食品，向社会展示规范的烘焙食品连锁企业的形象，增强公司影响力。通过开设直营店铺，扩大直营网络，改善消费者的消费体验，提升消费者对元祖品牌的认知度和忠诚度。

表 5：直营店面项目概况

项目	计划店铺数	购买店数	购买面积(平方米)	租用面积(平方米)
旗舰店	25	25	3000	0
标准店	281	0	0	22480
合计	306	25	3000	22480

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2、增加设备项目：加大产能，提高公司产品质量

募投增加产能。本项目将对公司上海中央烘焙工厂进行技术改造，增加部分设备，同时更新部分关键设备。本项目达产后将形成年产烘烤类食品 2,950.70 吨、蒸

煮类食品 1,005.90 吨、冰品类食品 600.40 吨的生产能力，因此工厂可增加约 1,337 吨中西式糕点/年的产能。

表 6：营销网络项目投资安排

年份	预算项目金额（万元）
第一年	2249
第二年	2530
第三年	1471
合计	6250

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

3、信息化系统建设项目：加强数据管理，整合线上线下销售

信息化系统建设项目的目标是建成具有行业领先水平的信息化管理平台，支撑公司未来5 年的发展战略和满足公司内部不断增加的管理需要，通过稳定、高效的信息平台实现公司外延式和内涵式增长。

表 7：项目投资概算

投资类别	科目	投资金额
信息化平台主系统	架构咨询	440
	订单处理中心系统设计与实施	270
	客户关系管理系统设计与实施	300
	企业服务总线设计与实施	230
	蛋糕订制系统设计与实施	200
周边系统整合	呼叫中心改善	200
	WMS 系统推广及整合	400
	移动 APP 开发电商平台及蛋糕订制	250
	食品履历系统推广与整合	140
	管理信息系统、报表中心整合	220
	BPM 系统整合	128
	POS 系统更换	807
	ERP 升级调整	370
基础支持架构设施	资料库维护外包费用	130
	资讯中心升级及支援设备	150
	主机房容灾	150
	套装版权软件购买	65
	HR 系统升级、维护费用	150
合计		4,600

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

4、物流仓储中心项目：扩大销售渠道，提高服务质量

公司产品大部分需冷链运输，其生产、运输、储藏、销售都必须保持在-18℃以下的环境之中，才能保证烘焙食品的新鲜美味。建设物流仓储中心能进一步强化公司食品保质保鲜的优势，在减少生产与销售过程中经济损耗的同时，提高公司的运营效率。本项目拟投资建设 WMS（仓库管理系统）硬件，翻新冷冻库房 2 座和冷藏库房 2

座，购买 5 吨冷冻车 45 辆和 5 吨常温车 25 辆，同时购置相应的储位设施。

表 8：物流仓储中心项目投资概算

项目	明细内容	金额（万元）	小计（万元）
WMS 硬件	仓储管理系统设计及实施服务	400	1200
	分拣输送系统设计及实施服务	400	
	配货系统设计及实施服务	400	
冷库翻新	翻新冷冻库房 2 座	500	500
	翻新冷藏库房 2 座		
移动搬运设备	5 吨冷冻车 45 辆	1200	1700
	5 吨常温车 25 辆	500	
储位设施	新建包材仓库货架	390	700
	电动叉车 4 部	240	
	手动液压车 20 部	10	
	塑料栈板 2,000 块	60	
合计			4100

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

根据公司2016年半年报与前三季度报表数据（半年度、前三季度营收分别增长1.3%、1.1%），预计公司2016年营收增长1.4%，而由于月饼礼盒与中西式糕点产品毛利率的提升，以及资产减值损失与所得税费用的减少，预计公司2016年净利润增长21.1%。公司募投项目将扩张营销网络，按照公司预计进度，募投项目从2017年起逐渐带来收入与利润，预计17-19年分别开设78、102、126家直营店，开店三个月后进入试营业，主要业绩贡献将在18-19年出现，若新设直营店能按时达到预期的营业水平，17-19年新设门店可分别带来5%、15%、14%的增长，分项目来看，月饼、蛋糕、糕点等将主要受益店面数量增长与存量店面5%左右的提升，预计16-18年增速分别为2%、7%、17%，水果产品由于近期增长较快而增速略高。若公司本次成功发行6000万股，发行后总股本达到24000万股，预计公司16-18年摊薄EPS为0.58/0.61/0.71元/股，增速分别为21.1%、6.4%、15.9%。对比可比公司桃李面包、面包新语、85度C（由于麦趣尔涉及转型等概念，估值较高，给予剔除），由于元祖增速较低，出于谨慎性原则，给予36倍市盈率估值。

表 9：元祖营收、利润情况与增速

营收增速 (%)				营业收入 (亿元)			
2013	2014	2015	2016E	2013	2014	2015	2016E
13.13	1.68	6.69	1.39	14.54	14.78	15.77	15.99
净利润增速 (%)				净利润 (亿元)			
2013	2014	2015	2016E	2013	2014	2015	2016E
-36.40	-34.06	40.34	21.06	1.24	0.82	1.14	1.39

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 10：可比公司估值

可比公司	PS (TTM)	营收增速 (%)			营业收入 (亿元)		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
桃李面包	6.42	15.07	17.08	24.55	17.58	20.58	25.63
面包新语	0.54	19.94	9.9	8.72	25.68	27.36	29.41
85 度 C	1.74	12.13	18.57	14.15	151.14	179.21	204.57
可比公司平均值	2.90						
可比公司	PE (TTM)	利润增速 (%)			净利润 (亿元)		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
桃李面包	47.04	18.33	7.21	27.11	2.55	2.73	3.47
面包新语	40.8	13.33	-10.34	-37.66	0.65	0.57	0.35
85 度 C	46.64	-41.27	-8.1	139.1	5.74	5.28	12.61
可比公司平均值	44.83						

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 11: 元祖各业务预测分析模型

报告期	2013 年报	2014 年报	2015 年报	2016E	2017E	2018E
月饼礼盒						
收入	56,195.92	47,615.29	50,864.32	51,881.61	55,513.32	64,950.58
营收增速	1.22%	-15.27%	6.82%	2%	7%	17%
成本	23,258.62	20,041.32	20,034.11	19,398.53	20,756.43	24,285.02
成本增速	18.93%	-13.83%	-0.04%	-3.17%	7.00%	17.00%
毛利	32,937.30	27,573.97	30,830.21	32,483.07	34,756.89	40,665.56
毛利率 (%)	58.61	57.91	60.61	62.61	62.61	62.61
蛋糕						
收入	40,606.33	50,087.27	50,775.48	51,790.99	55,416.36	64,837.14
营收增速	46.31%	23.35%	1.37%	2%	7%	17%
成本	6,222.67	7,295.74	6,441.90	6,572.28	7,032.34	8,227.83
成本增速	3.51%	17.24%	-11.70%	2.02%	7.00%	17.00%
毛利	34,383.66	42,791.53	44,333.58	45,218.71	48,384.02	56,609.31
毛利率 (%)	84.68	85.43	87.31	87.31	87.31	87.31
中西式糕点						
收入	36,981.68	39,196.30	42,837.27	43,694.02	46,752.60	54,700.54
营收增速	7.27%	5.99%	9.29%	2%	7%	17%
成本	21,861.63	24,329.74	26,392.04	25,919.65	27,734.03	32,448.81
成本增速	11.52%	11.29%	8.48%	-1.79%	7.00%	17.00%
毛利	15,120.05	14,866.56	16,445.23	17,774.36	19,018.57	22,251.72
毛利率 (%)	40.89	37.93	38.39	40.68	40.68	40.68
水果						
收入	4,603.07	4,683.38	6,243.32	6,680.35	7,481.99	9,128.03
营收增速	2.64%	1.74%	33.31%	7%	12%	22%
成本	3,081.70	3,060.28	4,024.44	4,385.03	4,911.24	5,991.71
成本增速	5.48%	-0.70%	31.51%	8.96%	12.00%	22.00%
毛利	1,521.37	1,623.10	2,218.88	2,295.32	2,570.76	3,136.32
毛利率 (%)	33.05	34.66	35.54	34.36	34.36	34.36
其他产品						
收入	3,182.67	2,521.82	2,373.17	2,373.17	2,491.83	2,865.60
营收增速	14.31%	-20.76%	-5.89%	0	5%	15%
成本	2,202.50	1,853.15	1,726.10	1,726.01	1,812.31	2,084.15
成本增速	16.72%	-15.86%	-6.86%	-0.01%	5.00%	15.00%
毛利	980.17	668.67	647.07	647.16	679.52	781.45
毛利率 (%)	30.80	26.52	27.27	27.27	27.27	27.27
其他						
收入	3,816.54	3,728.24	4,626.58	3,500.00	3,500.00	3,500.00
成本	73.94	268.53	285.83	250.00	250.00	250.00
毛利	3,742.60	3,459.71	4,340.75	3,250.00	3,250.00	3,250.00
毛利率 (%)	98.06	92.80	93.82	92.86	92.86	92.86

合计						
收入合计	145,386.21	147,832.30	157,720.14	159,920.13	171,156.10	199,981.90
收入增速	13.13%	1.68%	6.69%	1.39%	7.03%	16.84%
成本合计	56,701.06	56,848.76	58,904.42	58,251.50	62,496.34	73,287.53
平均毛利率	61.00%	61.55%	62.65%	63.57%	63.49%	63.35%
毛利合计	88,685.15	90,983.54	98,815.72	101,668.63	108,659.76	126,694.36
毛利增速	13.06%	2.59%	8.61%	2.89%	6.88%	16.60%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

募投建设门店建设进度与营业进度不及预期; 募投建设门店未来的收入与利润兑现不及预期; 二三线城市拓展不及预期; 门店扩张后单店业绩下滑风险; 食品安全问题; 经济大幅下滑等。

[illegible]

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。