

# 广州酒家 (603043.SH)

## 月饼具备长期提价能力，餐饮食品一体化优势逐步显现

与市场不同的核心观点：月饼带有节日礼品属性，长期提价能力显著。餐饮与食品的深度协同，给了广酒长期竞争优势，节省了大量营销费用以及降低了试错成本。公司历史上业绩持续增长，稳定性高，可给予较高估值。

公司主业为食品制造业和餐饮业，月饼是主要利润来源。18年公司营收25.37亿元(+15.9%)，净利3.81亿元(+12.0%)。18年月饼/速冻/腊味及其他食品/餐饮/其他业务收入占比分别为40.9%/16.2%/18.1%/23.7%/1.1%。月饼是主要利润来源，我们匡算18年月饼业务贡献净利2.84亿元，占比约为74.2%。

“广州酒家的月饼”与“喜诗糖果”都有节日礼品属性，具备长周期提价能力。提价驱动力来自高端品类产品结构占比增加以及同品类售价提高。1972-83年，喜诗糖果的销量从1695万磅增长至2465万磅，年化增速3.5%；而同期其平均售价从1.85元/磅增长到了5.42元/磅，年均涨幅达10.3%。净利润从208万美元增长到1370万美元，年均涨幅18.7%。广州酒家月饼目前单价约24.9元/100g。过去7年平均每年超成本提价3.8%，毛利率从52.3%提升至63.2%，带动公司净利率每年以0.4%左右的速度逐步提升。

收购陶陶居进一步巩固“广府文化”产品竞争力，月饼品牌矩阵日趋完善。19年7月31日公司完成收购陶陶居。陶陶居2018年营收/净利为0.97/0.07亿元。陶陶居月饼价格区间与广州酒家相若。未来有望利用广州酒家产能做大“陶陶居”子品牌。

餐饮与食品业务互为犄角，一体化商业模式长期优势显著。食品业务得以快速发展离不开餐饮品牌的知名度。优势一：餐饮线下店能够帮助食品业务建立品牌知名度，节省广告营销费用。消费者很多是因为广州酒家粤菜做的好而选择其月饼产品的。18年公司广告费用占比约1.59%，显著低于行业主要上市公司的平均值4.38%。优势二：餐饮业务可降低推出新品的“试错成本”。餐饮店可以帮助遴选“爆款”食品SKU。借助此项优势公司成功推出爆款：核桃包、流沙包。

产能持续投放，产量逐年扩容。2018年公司月饼/馅料/速冻产能分别约为0.79/0.33/1.90万吨，我们预计2022年将会分别扩容至1.33/0.78/3.78万吨，增长69%/137%/99%，年化增速为14%/24%/19%。产能瓶颈问题有望得到解决，长期业绩有望稳步释放。

盈利预测、估值与投资建议：上调为“买入”评级。我们预测19/20/21年公司归母净利润分别为4.3/5.6/6.5亿元，2019-2021年CAGR为22.8%，EPS分别为1.07/1.38/1.61元，对应当前股价PE分别为31/24/20倍。考虑到公司月饼产品未来强大的涨价能力及稳定性，我们认为公司合理市值为173亿元，19年目标价42.73元，对应PE为40倍。

风险提示：渠道建设不及预期、市场扩张不确定性、原料涨价的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,189	2,537	2,954	3,717	4,357
增长率 yoy (%)	13.1	15.9	16.4	25.8	17.2
归母净利润(百万元)	340	384	432	556	651
增长率 yoy (%)	27.6	12.8	12.4	28.9	17.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.84	0.95	1.07	1.38	1.61
净资产收益率(%)	19.9	19.2	19.1	21.5	21.5
P/E(倍)	39.2	34.7	30.9	24.0	20.4
P/B(倍)	7.8	6.8	6.0	5.1	4.3

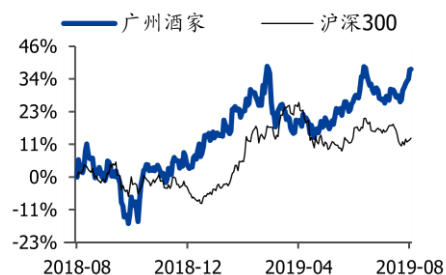
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(调高)

### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
最新收盘价	32.99
总市值(百万元)	13,327.83
总股本(百万股)	404.00
其中自由流通股(%)	31.07
30日日均成交量(百万股)	0.89

### 股价走势



### 作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

研究助理 张泽

邮箱：zhangze@gszq.com

### 相关研究

- 《广州酒家(603043.SH)：拟收购陶陶居食品公司，进一步夯实广式月饼业务实力》2019-07-04
- 《广州酒家(603043.SH)：一季度业绩符合预期，看好公司异地扩张前景》2019-04-24
- 《广州酒家(603043.SH)：业绩增长低于预期，长期看好公司省外扩张》2019-03-20



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,707	1,817	1,986	2,220	2,583
现金	1,434	1,242	1,368	1,512	1,870
应收账款	67	68	92	109	109
其他应收款	11	0	0	0	0
预付账款	2	5	3	8	4
存货	130	164	184	253	260
其他流动资产	63	337	339	338	340
<b>非流动资产</b>	417	686	800	1,057	1,121
长期投资	6	7	8	9	9
固定资产投资	253	383	425	572	561
无形资产	25	95	162	227	291
其他非流动资产	133	201	206	249	260
<b>资产总计</b>	2,124	2,503	2,786	3,276	3,703
<b>流动负债</b>	409	477	489	565	481
短期借款	2	0	0	0	0
应付账款	122	145	156	185	180
其他流动负债	285	331	333	381	301
<b>非流动负债</b>	2	32	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	32	32	32	32
<b>负债合计</b>	411	508	521	597	513
少数股东权益	9	45	45	65	99
股本	404	404	404	404	404
资本公积	565	567	567	567	567
留存收益	736	978	1,281	1,684	2,164
归属母公司股东收益	1,705	1,949	2,219	2,614	3,092
<b>负债和股东权益</b>	2,124	2,503	2,786	3,276	3,703

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	421	476	428	614	643
净利润	342	383	432	576	685
折旧摊销	59	54	60	88	88
财务费用	-15	-23	-21	-23	-27
投资损失	-4	-13	-13	-13	-13
营运资金变动	24	53	-30	-14	-90
其他经营现金流	16	21	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-147	-150	-161	-332	-139
资本支出	87	299	113	256	63
长期投资	-63	-242	-1	-1	-1
其他投资现金流	-124	-93	-48	-77	-77
<b>筹资活动现金流</b>	426	-141	-141	-139	-147
短期借款	2	-2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	565	2	0	0	0
其他筹资现金流	-191	-142	-141	-139	-147
<b>现金净增加额</b>	699	-192	126	144	358

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2,189	2,537	2,954	3,717	4,357
营业成本	1,026	1,150	1,359	1,707	2,006
营业税金及附加	25	26	31	38	45
营业费用	551	658	749	936	1,089
管理费用	201	231	330	379	435
财务费用	-15	-23	-21	-23	-27
资产减值损失	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	13	13	13	13
<b>营业利润</b>	414	460	520	692	821
营业外收入	2	8	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	416	464	520	692	821
所得税	74	81	88	116	136
<b>净利润</b>	342	383	432	576	685
少数股东收益	1	-1	1	20	34
<b>归属母公司净利润</b>	340	384	432	556	651
EBITDA	451	498	559	757	883
EPS (元/股)	0.84	0.95	1.07	1.38	1.61

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	13.1	15.9	16.4	25.8	17.2
营业利润 (%)	18.1	11.0	13.2	33.0	18.7
归属母公司净利润 (%)	27.6	12.8	12.4	28.9	17.1
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	53.1	54.7	54.0	54.1	54.0
净利率 (%)	15.5	15.1	14.6	15.0	14.9
ROE (%)	19.9	19.2	19.1	21.5	21.5
ROIC	18.9	18.5	18.4	21.1	21.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	19.4	20.3	18.7	18.2	13.8
净负债比率 (%)	-83.6	-62.3	-60.4	-56.4	-58.6
流动比率	4.2	3.8	4.1	3.9	5.4
速动比率	3.9	3.5	3.7	3.5	4.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.27	1.10	1.12	1.23	1.25
应收账款周转率	33.5	37.6	37.0	37.0	40.0
应付账款周转率	8.8	8.6	9.0	10.0	11.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.84	0.95	1.07	1.38	1.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.84	0.41	1.06	1.52	1.59
每股净资产 (最新摊薄)	4.22	4.83	5.49	6.47	7.65
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	39.2	34.7	30.9	24.0	20.4
P/B	7.8	6.8	6.0	5.1	4.3
EV/EBITDA	26.4	24.4	21.5	15.7	13.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、食品制造为主，月饼贡献主要利润.....	5
二、月饼具备长期提价能力，利润率有望逐步上扬.....	8
2.1、月饼类似于“喜诗糖果”，长期具备提价能力.....	8
2.2、公司产品定位中高端，行业逐步向中高端倾斜.....	11
2.3、并购陶陶居，品牌矩阵丰富.....	14
三、餐饮与食品业务深度协同，一体化商业模式优势显著.....	16
3.1、饭店业务树立品牌与地域扩张，食品业务后端变现.....	16
3.2、低成本试错模式下有望诞生爆品 SKU.....	18
四、产能持续投放，产量逐年扩容.....	20
五、盈利预测与投资建议.....	22
六、风险提示.....	25

## 图表目录

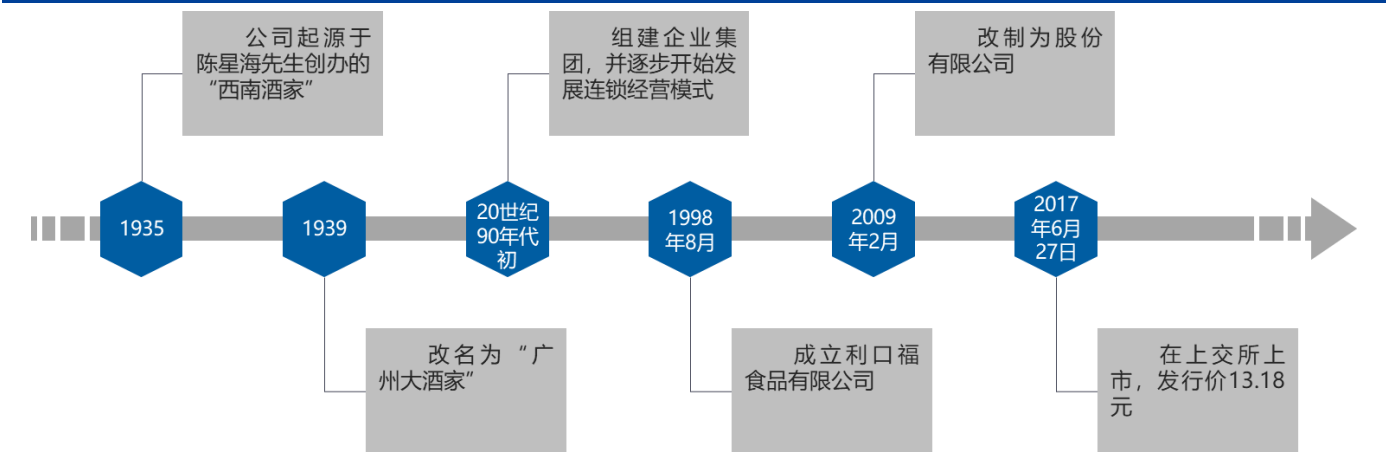
图表 1: 广州酒家历史沿革.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 公司股权激励计划名单.....	6
图表 4: 公司历年营收及同比增速 (亿元、%).....	6
图表 5: 公司历年归母净利及同比增速 (亿元、%).....	6
图表 6: 公司收入占比 (2018 年).....	7
图表 7: 公司净利占比匡算 (2018 年).....	7
图表 8: 广州酒家各业务净利润拆分 (亿元).....	7
图表 9: 广州酒家各业务净利率拆分.....	7
图表 10: 公司营收按季度划分 (亿元).....	8
图表 11: 公司归母净利按季度划分 (亿元).....	8
图表 12: 喜诗糖果历年销售额 (万美元) 及增速.....	8
图表 13: 喜诗糖果历年净利润 (万美元) 及增速.....	8
图表 14: 喜诗糖果历年销量 (万磅) 及增速.....	9
图表 15: 喜诗糖果历年单价 (元/磅).....	9
图表 16: 广酒月饼产品营收 (亿元).....	10
图表 17: 公司月饼产品市占率估计.....	10
图表 18: 月饼系列产品历年单位产品售价涨幅大于单位产品营业成本涨幅 (仅 2017 年例外).....	10
图表 19: 公司月饼系列产品毛利率水平不断提高.....	10
图表 20: 月饼产业市场规模 (亿元).....	11
图表 21: 2018 年月饼种类及市场份额.....	11
图表 22: 中国月饼十大品牌.....	11
图表 23: 2018 年主要月饼品牌产品终端均价对比 (月饼网数据).....	12
图表 24: 2018 年月饼行业部分公司市场份额估计 (按销售额).....	12
图表 25: 主要月饼品牌天猫旗舰产品对比.....	13
图表 26: 月饼礼盒中低端月饼的市场占比在降低.....	13
图表 27: 陶陶居酒家(第十甫店).....	14
图表 28: 陶陶居营收及净利润 (亿元).....	15
图表 29: 陶陶居收入构成估计 (2018 年).....	15
图表 30: 陶陶居月饼产品款式及价格.....	15
图表 31: 公司商业模式.....	16

图表 32: 公司饼屋分布.....	16
图表 33: 公司餐厅分布.....	16
图表 34: 公司月饼收入地域构成估计.....	17
图表 35: 2018 年广州酒家与部分食品企业广告费用占比对比.....	17
图表 36: 2018 年广州酒家与部分食品企业销售地域分布对比.....	18
图表 37: 2018 年广州酒家与部分食品企业运输费用率对比匡算.....	18
图表 38: 2018 年广州酒家与部分食品企业营业利润率对比匡算.....	18
图表 39: 2018 年广州酒家与部分食品企业净利率对比.....	18
图表 40: 主要速冻厂商销售渠道对比.....	19
图表 41: 广州酒家与安井食品速冻产品对比.....	19
图表 42: 速冻食品主要销售模式.....	20
图表 43: 公司月饼（不含馅料）产能及利用率.....	20
图表 44: 公司馅料产能及利用率.....	21
图表 45: 公司速冻产能及利用率.....	21
图表 46: 公司目前主要工厂分布.....	21
图表 47: 公司产能预测（万吨）.....	22
图表 48: 公司营业收入估计（亿元）.....	23
图表 49: 公司毛利率假设预测.....	23
图表 50: 公司毛利预测（单位：亿元）.....	24
图表 51: 同行业公司对比.....	24

## 一、食品制造为主，月饼贡献主要利润

广州酒家主营餐饮服务及食品工业，旗下有“广州酒家”餐厅及以“广州酒家”、“利口福”品牌销售的系列食品。公司是华南地区深具岭南特色的“中华老字号”食品制造及餐饮服务集团。素有“食在广州第一家”之美誉，并以“粤菜烹饪技艺”入选广州市第四批市级非物质文化遗产名录。

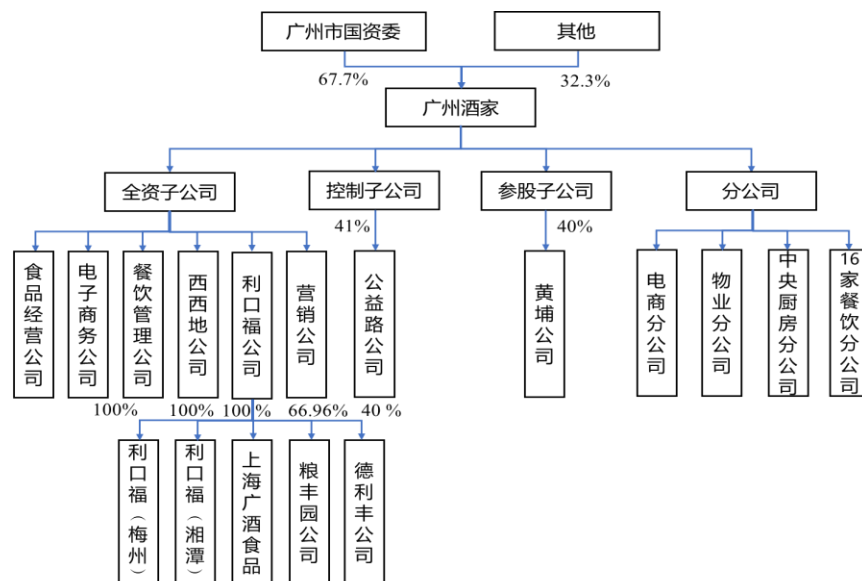
图表 1: 广州酒家历史沿革



资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

公司起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”，1939 年重建后取意“食在广州”而改名为“广州大酒家”（后称“广州酒家”）。20 世纪 90 年代初，公司组建企业集团，并逐步开始发展连锁经营模式。2009 年，公司改制为股份有限公司，2017 年 6 月于上交所挂牌上市。

图表 2: 公司股权结构



资料来源：公司季报、国盛证券研究所

公司的控股股东和实际控制人是广州市国资委，持有公司 **67.7%** 的股权。公司的母公司层面经营主体是 16 家餐饮门店以及电商分公司（分担了一部分电商渠道销售）。公司旗下全资子公司利口福公司从事月饼、速冻、腊味、面包西点等食品制造业务，食品经营公司下设 3 个饼屋直营店，营销公司主要负责经销利口福公司生产的食品，电子商务子公司主要负责通过网络渠道销售利口福公司生产的食品，西西地简餐公司经营西西地简餐餐饮门店。公益路、黄埔公司为经营两家餐饮门店的经营主体。

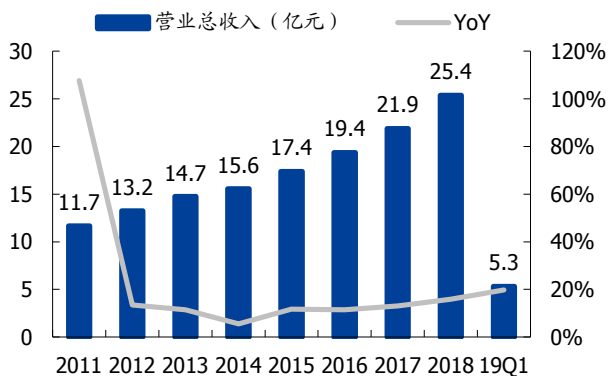
图表 3: 公司股权激励计划名单

姓名	职位	期权数量(万份)	平均每人(万份)	占授予总数	占当前总股本	目前市值(万元)
李立令	副总经理、董事会秘书	9.00	9.00	2.24%	0.02%	296
潘建国	副总经理	5.00	5.00	1.24%	0.01%	165
卢加	财务总监	5.00	5.00	1.24%	0.01%	165
中层管理人员、核心骨干(共 252 人)		382.95	1.52	95.28%	0.95%	12607
合计		401.95	1.58	100.00%	0.99%	13232

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

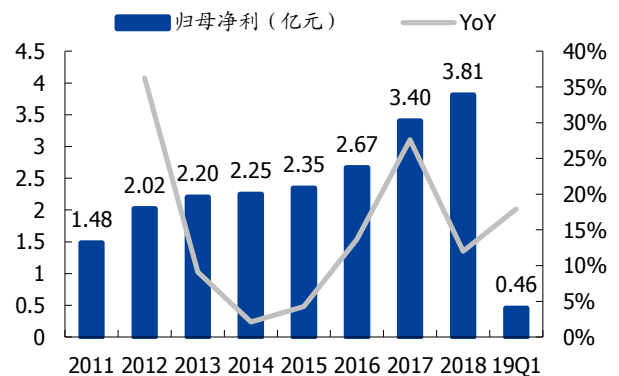
股权激励计划锁定管理层利益，保障业绩平稳增长。公司已于 2018 年 3 月公布股票期权激励计划，授予董秘、副总经理在内的 252 名中高层管理人员及骨干 402 万股股票期权，行权价为 17.86 元/股，目前已经完成授予。第一期股权激励计划占总股本比例为 1%。未来公司股权激励计划所涉及的股票总数累计不超过公司股本的 10%。

图表 4: 公司历年营收及同比增速(亿元, %)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

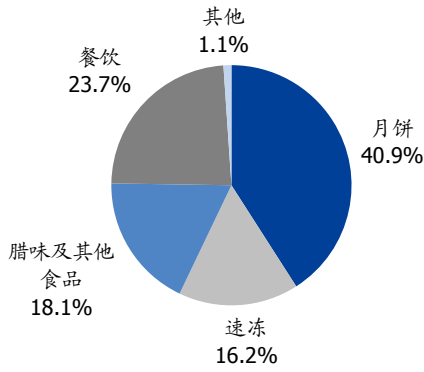
图表 5: 公司历年归母净利及同比增速(亿元, %)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

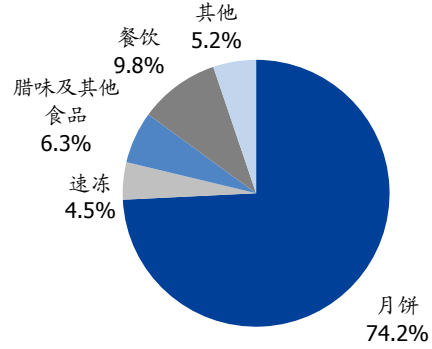
业绩稳步增长，收入规模逐步扩大。2017/18/19Q1，公司分别实现营收 21.89/25.37/5.33 亿元，同比+13.1%/+15.9%/+19.8%；实现归母净利 3.40/3.81/0.46 亿元，同比+27.6%/+12.0%/+17.9%。历史上公司归母净利从未负增长。2017 年利润增速快于收入增速，主要系利口福公司取得高新技术企业认证，所得税由 25%降为 15%。2018 年由于公司加大了研发投入，及当年计提了部分股权激励费用，因此当年利润增速慢于收入增速。

图表 6: 公司收入占比 (2018 年)



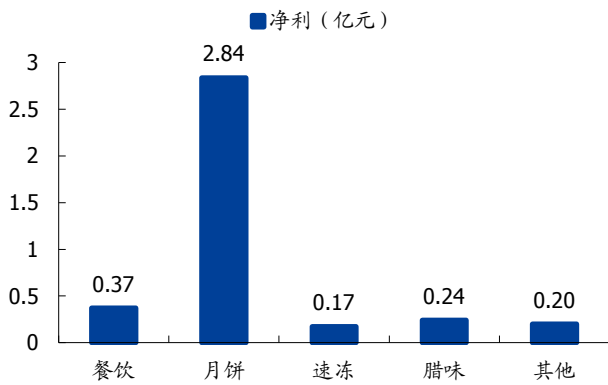
资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

图表 7: 公司净利占比匡算 (2018 年)



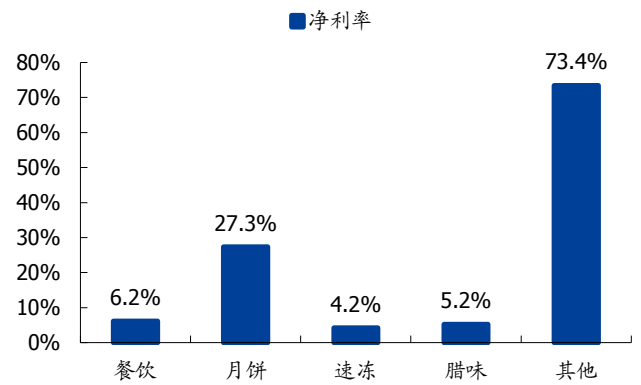
资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

图表 8: 广州酒家各业务净利润拆分 (亿元)



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

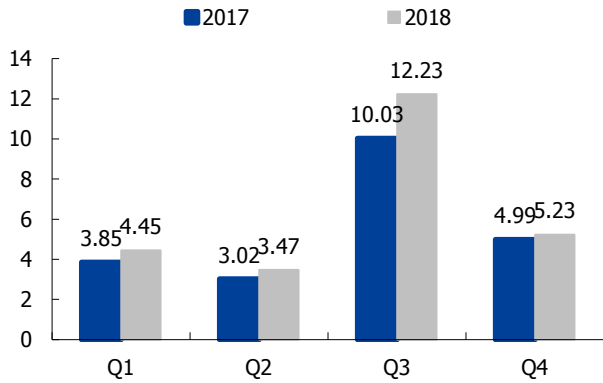
图表 9: 广州酒家各业务净利率拆分



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

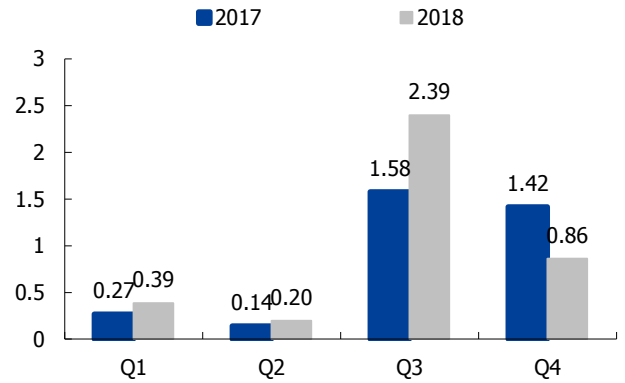
**主营业务为食品制造业和餐饮业，月饼是主要利润来源。**公司的主营业务分为食品制造业和餐饮业，其中食品制造包括月饼、速冻和腊味及其他食品业务，2018年占收入的比重分别为40.9%、16.2%和18.1%；餐饮业务占23.7%。另外还有1.1%的其他业务为投资性房产的租金。月饼业务是公司的主要利润来源，我们将食品业务的总费用按各产品的收入占比分配，计算得到2018年月饼业务净利2.84亿元，占比为74.2%。速冻/腊味及其他食品/餐饮/其他业务的净利占比分别为4.5%/6.3%/9.8%/5.2%。月饼利润率最高，达27.3%；餐饮/速冻/腊味净利率分别为6.2%/4.2%/5.2%。

图表 10: 公司营收按季度划分 (亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 11: 公司归母净利按季度划分 (亿元)



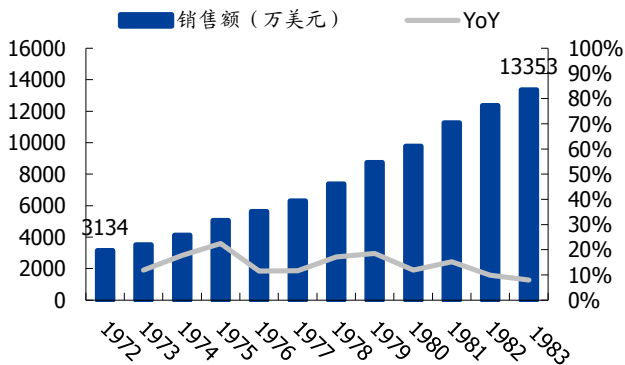
资料来源: Wind、国盛证券研究所

由于公司主要利润来源于月饼，而月饼的销售季节在第三季度，因此公司的收入和利润高峰期在第三季度。2018Q1/Q2/Q3/Q4, 公司营收占比分别为 17.5%/13.7%/48.2%/20.6%，归母净利占比分别为 10.1%/5.1%/62.4%/22.4%。

## 二、月饼具备长期提价能力，利润率有望逐步上扬

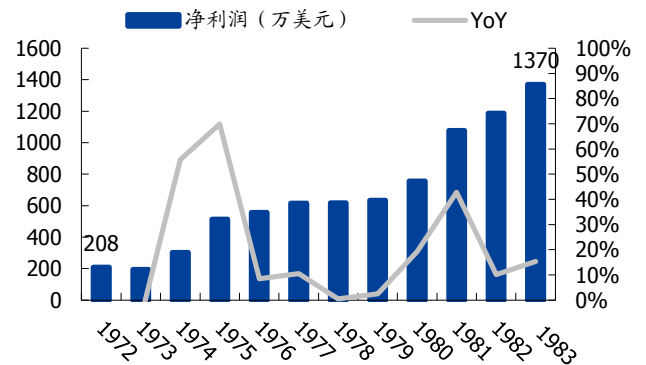
### 2.1、月饼类似于“喜诗糖果”，具备长期提价能力

图表 12: 喜诗糖果历年销售额 (万美元) 及增速



资料来源: 《巴菲特致股东的信》、国盛证券研究所

图表 13: 喜诗糖果历年净利润 (万美元) 及增速

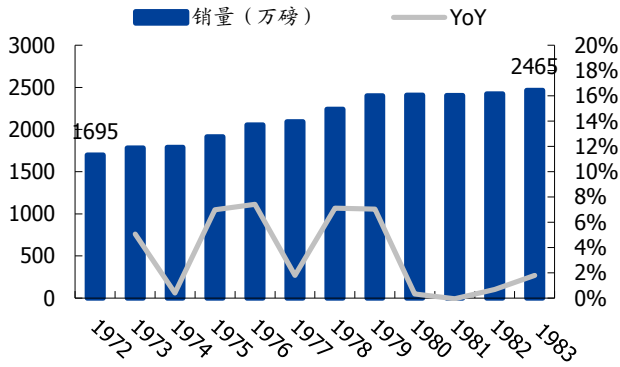


资料来源: 《巴菲特致股东的信》、国盛证券研究所

巴菲特先生于 1972 年收购喜诗糖果，收购后十年中，喜诗糖果的销售额从 1972 年的 3134 万美元增长到 1983 年的 13353 万美元，增长了 3.26 倍；而净利润则从 208 万美元增长到 1370 万美元，同比增长了 5.58 倍。净利的增速明显快于销售额的增加，10 年间营收复合增速为 14.1%，净利复合增速为 18.7%。

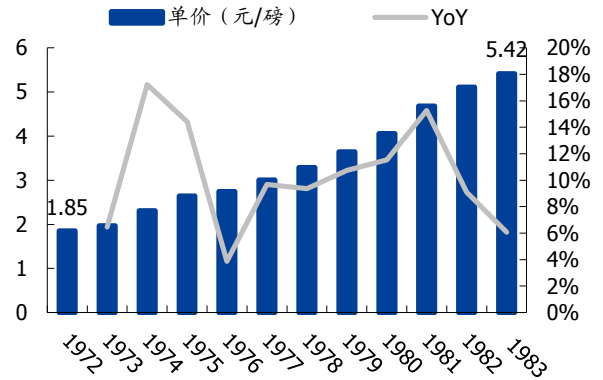


图表 14: 喜诗糖果历年销量(万磅)及增速



资料来源:《巴菲特致股东的信》、国盛证券研究所

图表 15: 喜诗糖果历年单价(元/磅)



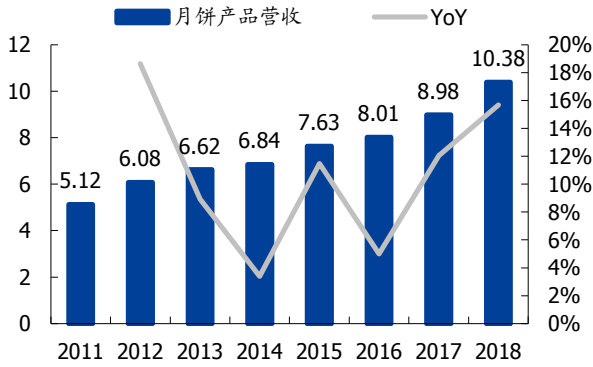
资料来源:《巴菲特致股东的信》、国盛证券研究所

喜诗糖果在 1972 年到 1983 年间收入和利润的增长主要来自于产品提价。1972 年喜诗糖果的销量为 1695 万磅,到 1983 年为 2465 万磅,仅增长了 0.45 倍,CAGR 为 3.5%;而同期喜诗糖果产品的单价则从 1.85 元/磅增长到了 5.42 元/磅,增长了 1.93 倍,CAGR 为 10.3%。产品提价同时也带动了公司盈利能力的不断提高,1972 年喜诗糖果的净利率为 6.6%,到 1983 年则达到了 10.3%。

喜诗糖果的提价能力源于其产品的节日礼品属性。消费者在购买喜诗糖果的产品的时候,并不是为产品本身付费,而是为产品中所蕴含的特殊情感价值付费。在美国加州及附近地区,喜诗糖果盒装巧克力的主要消费场景可分为两个,一个是消费者在圣诞节或朋友生日时作为礼品赠与亲朋好友,另一个是男性消费者在情人节购买赠与心仪的女性。因此,喜诗糖果的产品实质上代表着赠与人的一种美好心意,消费者对其提价的敏感性很低。

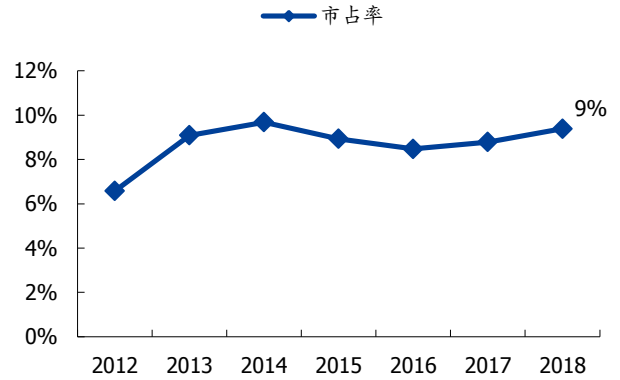
从营销学的角度来看,产品营销可以分为功能营销和价值营销;而消费者愿意为价值营销的商品支付高额的溢价,对其提价的敏感性很低。在功能营销下,消费者为产品的使用价值付费,而这种使用价值并不稀缺,因此消费者不会愿意为商品支付溢价。如消费者买饮料是为了解渴,买洗衣液是用来清洁的,功能营销的商品多采取成本加成的方式进行定价。在价值营销下,消费者为商品中所传达的价值付费,这种价值往往是稀缺或者珍贵的,因此消费者愿意为这种价值支付很高的溢价。如男士购买钻石表达爱意(钻石对普通人的使用价值几乎为零,且厂商早已掌握人造钻石的工艺),买高档手表体现身份,价值营销下的商品售价往往远高于其生产成本,消费者对其提价的敏感性很低。在上面的案例中,喜诗糖果售卖给消费者的就是产品中蕴含的对朋友的美好情谊和对恋人的爱意。礼品价值处于消费者可以承受的范围之内,消费者对价格上涨并不敏感。

图表 16: 广酒月饼产品营收 (亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

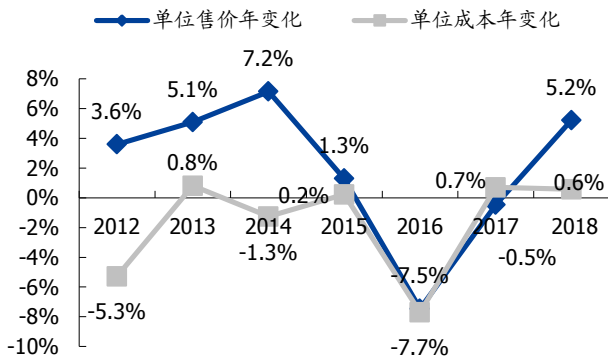
图表 17: 公司月饼产品市占率估计



资料来源: Wind、国盛证券研究所

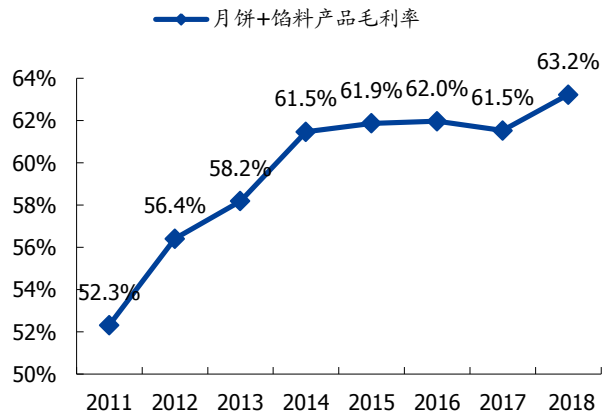
公司月饼业务收入逐年增长, 市占率逐步提升。2016/17/18年, 公司月饼业务分别实现收入 8.01/8.98/10.38 亿元, 同比 5.0%/12.0%/15.7%; 市占率则逐步提升至目前的 9%。

图表 18: 月饼系列产品历年单位产品售价涨幅大于单位产品营业成本涨幅 (仅 2017 年例外)



资料来源: 公司招股书、历年年报、国盛证券研究所

图表 19: 公司月饼系列产品毛利率水平不断提高



资料来源: Wind、国盛证券研究所

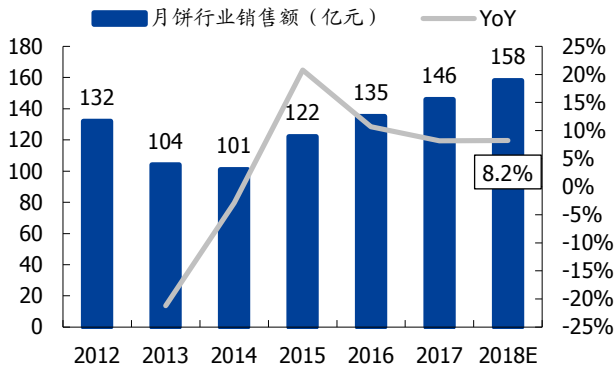
从历史数据看, 公司月饼产品的定价中“成本加成”和“溢价销售”同时存在。2012年-2018年, 公司的月饼产品售价除 2016 年外都是上涨的, 而 2016 年的下跌我们认为主要是因为生产成本的降低, 当年的月饼系列产品的毛利率仍是提升的 (由 61.9%提升了 0.1pct 至 62%)。历年月饼系列产品的单位产品售价涨幅都大于成本的涨幅 (除 2017 年外, 我们估计可能与馅料销售占比提升有关), 表明公司月饼产品的定价策略除了按成本加成外, 还存在一定的“溢价销售”。(备注: 月饼系列产品指月饼和馅料产品, 月饼产品仅指月饼; 2018 年销售额约占月饼系列产品的 5.8%, 因此月饼系列产品可以在很大程度上代表月饼产品的情况。)

与喜诗糖果类似, 广州酒家售卖给消费者的并不是月饼本身, 而是赠与人对亲朋好友的美好祝福。消费者对其价格的敏感性很低, 公司的产品未来有望长期提价, 公司的净利率也有望随着产品的提价逐步提升。消费者购买月饼多用于赠予, 很少自己消费, 其蕴含的是对亲朋好友的美好祝福。在一定程度上讲, 月饼的价格越贵, 所包含的心意越重。长期来看, 消费者对公司产品的价格敏感性很低, 公司产品有望长期提价, 公司的净利率水平也有望随着产品的提价逐步升高。我们预计其月饼产品未来有望保持平均每年 4%

左右的提价幅度，带动公司净利率每年以 0.4% 左右的速度逐步提升（19 年净利率预计为 14.6%）。

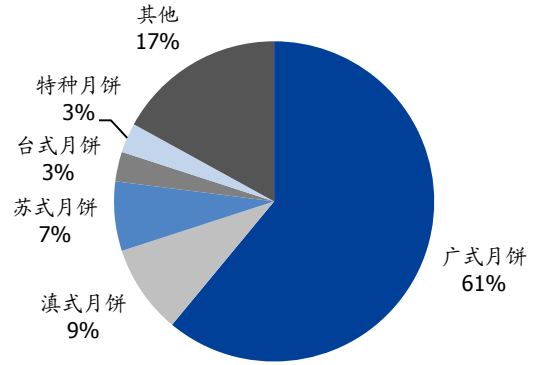
## 2.2、公司产品定位中高端，行业逐步向中高端倾斜

图表 20：月饼产业市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院、国盛证券研究所

图表 21：2018 年月饼种类及市场份额



资料来源：国统咨询、国盛证券研究所

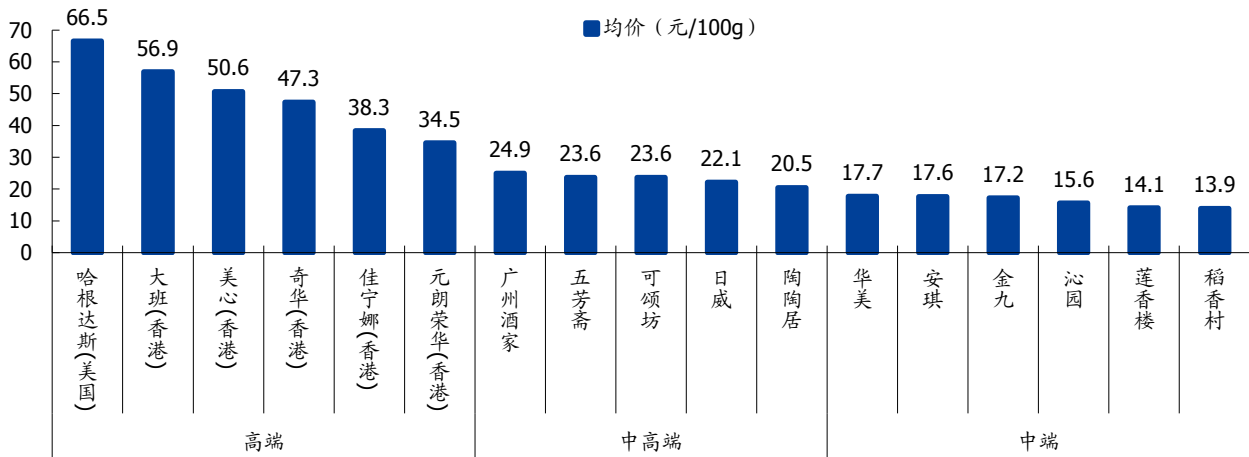
“八项规定”影响逐渐消除，月饼行业规模逐步复苏。2013 年受“八项规定”限制三公消费的影响，月饼行业受较大打击，当年市场销售额重挫 21%。后随着影响的过去，月饼行业逐步复苏。到 2018 年我国月饼行业市场规模约 158 亿元，同比增长 8.2%。月饼市场构成中，可分为广式、滇式、苏式、台式、特种和其他月饼，其中广式月饼最受欢迎，2018 年市场占比 61%。

图表 22：中国月饼十大品牌

序号	品牌	所属企业简介
1	美心月饼	创立于 1956 年香港，集中菜/亚洲菜/西菜/快餐/西饼及机构食堂为一体的大型多元化餐饮集团
2	元朗荣华	源于元朗荣华酒家，香港著名饮食集团，香港广式月饼的代表，以白莲蓉月饼著称
3	华美	始于 1991 年，蛋糕面包糕点十大品牌，国内烘焙食品行业领先者，广式月饼行业知名企业
4	广州酒家	广式月饼龙头，大型现代化企业，月饼行业标准制定单位，中华老字号
5	稻香村	始于 1895 年，中华老字号，北京市著名商标，北京早期的南味食品企业，大型传统食品企业
6	杏花楼	原名探花楼，创于 1851 年，中华老字号，上海老商标，素以地道粤菜/粽子腊味/精制月饼著称
7	元祖	始于 1980 年台湾，专业设计制作糕点月饼食品的企业，享有“精致礼品各家代言者”的称号
8	稻香村	始于 1773 年，中华老字号，江苏省著名商标，中国名点，苏式月饼传承代表企业，百年糕点企业
9	米旗	以生产月饼/蛋糕/面包/中西式糕点及粽子为主的全国性连锁食品企业，大型烘焙食品企业
10	嘉华	始于 1988 年，滇式月饼的代表，以花味鲜花饼著称，云南经典点心代表，西南地区大型烘焙企业

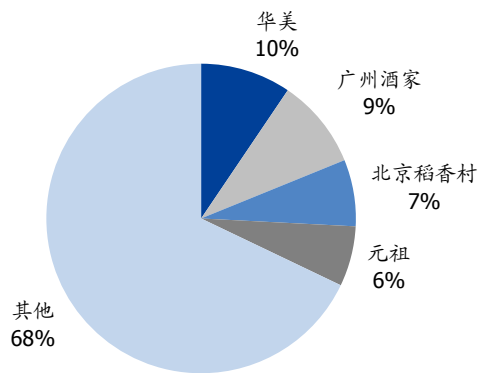
资料来源：CNPP 品牌研究院、国盛证券研究所

图表 23: 2018 年主要月饼品牌产品终端均价对比 (月饼网数据)



资料来源: 月饼网、国盛证券研究所

图表 24: 2018 年月饼行业部分公司市场份额估计 (按销售额)



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所整理

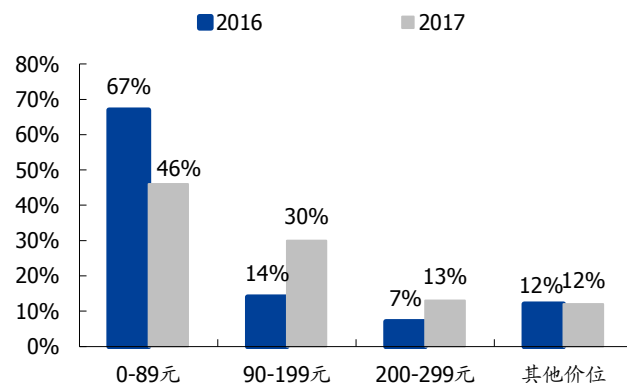
图表 25: 主要月饼品牌天猫旗舰产品对比

样式				
品牌及款式	美心 流心奶黄 360g	元祖 雪月饼 840g	元朗荣华 双黄白莲蓉 740g	陶陶居 双黄白莲蓉 680g
价格	318 元	298 元	178 元	158 元
平均价格	87.22 元/100g	35.48 元/100g	24.05 元/100g	23.24 元/100g
				
品牌及款式	广州酒家 双黄白莲蓉 650g	金九 五仁火腿 1000g	五芳斋 蛋黄莲蓉豆沙 640g	稻香村 双黄莲蓉 860g
价格	148 元	198 元	39.9 元	29.9 元
平均价格	22.77 元/100g	19.8 元/100g	6.23 元/100g	3.48 元/100g

资料来源: 天猫、国盛证券研究所整理

公司产品定位中高端, 在国内月饼品牌属于第一梯队。国内月饼品牌可分为港系和大陆系: 港系多为高端月饼, 均价在 34.5 元/100g 以上; 大陆月饼涵盖中高端到低端 (低端月饼一般为散装杂牌), 公司产品定位中高端, 均价为 24.9 元/100g, 处于大陆系品牌的上游。在 CNPP 品牌数据研究机构的月饼品牌排名中, 公司属于第一梯队。根据我们的测算, 2018 年公司的月饼市占率在 9% 左右。

图表 26: 月饼礼盒中低端月饼的市场占比在降低



资料来源: 《2018 中国月饼口碑大数据研究报告》、国盛证券研究所

劣质月饼退出市场, 中端及高端月饼占比逐步提升, 替代效应明显。随着居民收入的增

长和对品质消费重视程度的提高，劣质月饼正逐步退出市场。根据国统咨询的《2018 中国月饼口碑大数据研究报告》的数据显示，月饼的产品结构 2017 年进一步向中高端倾斜。90元以下的月饼占比由2016年的67%降低至2017年的46%，而90-199元、200-299元的月饼占比则由14%、7%分别提升至30%、13%。

### 2.3、并购陶陶居，品牌矩阵丰富

图表 27: 陶陶居酒家(第十甫店)

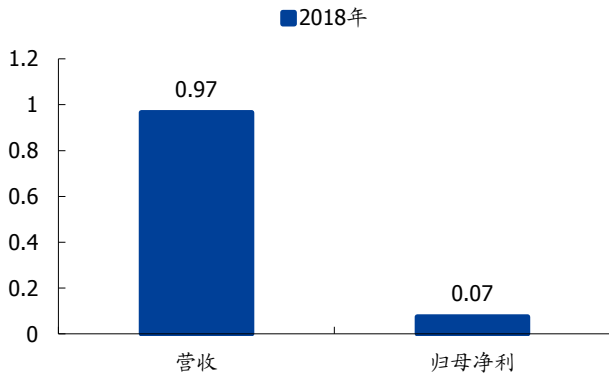


资料来源：网上公开资料、国盛证券研究所

7月5日广州酒家发布公告，拟收购广州工业发展集团持有的100%的广州陶陶居食品公司的股权。陶陶居历史悠久，前身为1880年广州西关第十甫路的老茶楼。1956年经历“公私合营”改造，1966年成为国有企业，目前为广州市国资委100%控股的广州工业发展集团的下属企业。2012年，广州工业发展集团成立广州陶陶居食品公司（100%持股）。

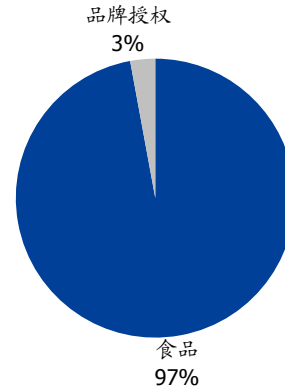
2015年7月广州陶陶居食品公司将“陶陶居”商标中的餐馆服务项目许可进行招标，广州食尚国味饮食集团（下称“食尚国味”）中标。陶陶居食品将以营业额抽点方式收取“陶陶居”的品牌使用费，保底金额为279.11万元，且要求食尚国味5年内开设的“陶陶居茶楼”不少于5家；目前食尚国味陶陶居门店已有14家。目前餐厅许可使用费率为0.5%，2020年8月20日起将上调至1%，许可期限自2015年8月19日起至2024年3月20日止。

图表 28: 陶陶居营收及净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 29: 陶陶居收入构成估计 (2018年)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

陶陶居主营食品业务，以餐饮品牌授权为辅。陶陶居的月饼产品与广州酒家定位类似，收购后将提升公司在中高端广府月饼的竞争力。2018年陶陶居食品公司营收9650万元，我们估计其中食品/品牌授权业务收入占比为97%/3%，其中食品业务以月饼为主；净利润744万元。

图表 30: 陶陶居月饼产品款式及价格

名称	重量 (g)	价格 (元)	工厂	均价 (元/100g)
双黄白莲蓉	720g	148.8	广州酒家集团利口福食品有限公司	20.67
蛋黄白莲蓉	720g	132.8	广州酒家集团利口福食品有限公司	18.44
双星映月	680g	158	广州酒家集团利口福食品有限公司	23.24
玲珑秋月	560g	70.4	广州市广达香食品有限公司	12.57
蛋黄红莲蓉	720g	124.8	广州市广达香食品有限公司	17.33
金腿伍仁	720g	150.4	广州市广达香食品有限公司	20.89
陶馨月	600g	78.4	广州市广达香食品有限公司	13.07
四喜月饼	720g	98	广州市广达香食品有限公司	13.61
金秋月华	600g	103	广州市广达香食品有限公司	17.17
九如献瑞	1080g	304	广州市广达香食品有限公司	28.15
大伍仁团圆	1500g	230.4	广州市海利来食品有限公司	15.36
陶陶居上月	900g	182.4	广州市海利来食品有限公司	20.27
七星伴月	880g	218	广州永业食品有限公司	24.77
流心奶黄	270g	128	广州永业食品有限公司	47.41
双黄红莲蓉	720g	159	广州永业食品有限公司	22.08

资料来源: 天猫陶陶居旗舰店、国盛证券研究所

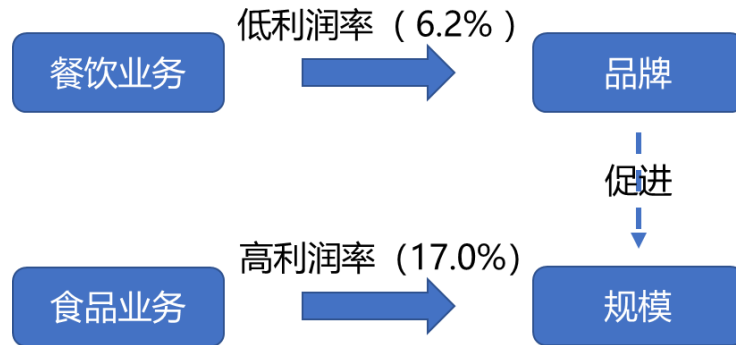
陶陶居月饼定位中高端，全部为代工生产。陶陶居月饼全部为广式月饼，在市场上定位中高端，零售均价在20元/100g左右。其代工生产商包括利口福、广达香、海利来、永业等。其中利口福主要代工双黄白莲蓉，海利来代工大五仁月饼，永业代工流心奶黄，广达香代工其他各式品类的月饼。

此次收购符合公司战略发展规划，利于公司继续聚焦“食品+餐饮”主业。陶陶居主业与公司相似，同为粤式糕点及餐饮。我们认为，收购陶陶居有助于公司围绕“广府文化”打造食品产业链，丰富公司的品牌矩阵，并进一步巩固月饼业务竞争力。同时我们预计未来广州酒家将承接陶陶居的月饼生产代工，帮助消化未来部分新增产能。此外陶陶居的并表也可直接增厚公司业绩。

### 三、 餐饮与食品业务深度协同，一体化商业模式优势显著

#### 3.1、 饭店业务树立品牌与地域扩张，食品业务后端变现

图表 31: 公司商业模式



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

饭店本身具备品牌作用，地域扩张可期。公司整体的发展战略是“餐饮立品牌，食品创规模”。虽然公司餐饮业务盈利能力不强，但是在品牌推广上的价值远超过账面上的利润。线下广泛分布的餐饮门店可以在消费者群体中形成品牌认知，虽然不能直接贡献利润，但是可以提升消费者对其品牌下其他产品的认可度，增加食品业务的销量。目前公司在深圳的第一家广州酒家餐厅即将开业，第二家餐厅正在选址中。公司的计划是未来每年新开 1-2 家门店，未来公司在深圳及珠三角地区的餐饮门店有望稳步增长。

图表 32: 公司饼屋分布

城市	饼屋门店数
广州	182
佛山	14
清远	2
深圳	2

资料来源: 大众点评、国盛证券研究所

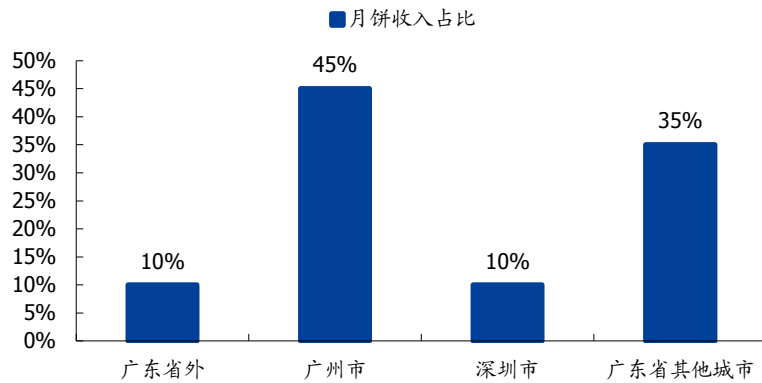
图表 33: 公司餐厅分布

城市	餐厅门店数
广州	19
深圳	1

资料来源: 大众点评、国盛证券研究所



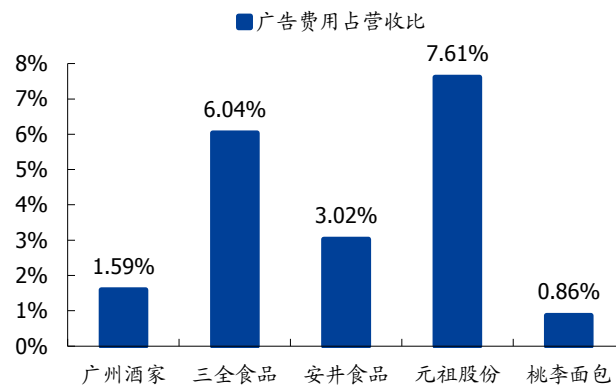
图表 34: 公司月饼收入地域构成估计



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

公司在广东省内拥有超过 200 家的饼屋, 其中超过 90% 位于广州市, 此外在佛山、清远、深圳也有少量门店。目前公司旗下餐厅共有 20 家, 其中 19 家位于广州, 1 家位于深圳 (即将开业)。目前公司的月饼销售主要集中在广州, 占比约为 45%; 深圳市市场仍在快速增长中, 占比约为 10%; 广东省其他城市合计约 35%; 省外占比约 10%。

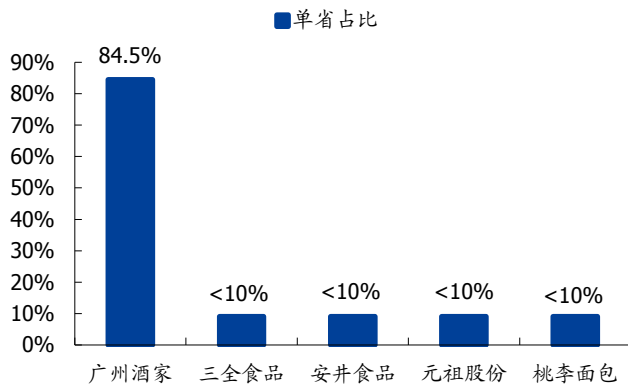
图表 35: 2018 年广州酒家与部分食品企业广告费用占比对比



资料来源: Wind、国盛证券研究所

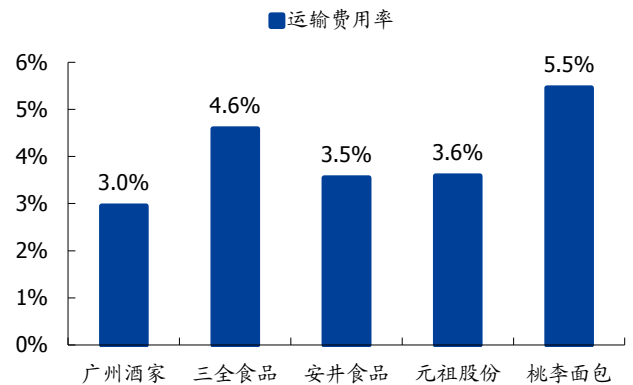
**受益饭店和线下门店的品牌效应, 公司的广告支出显著低于同行。**广州酒家和别的食品饮料企业并不一样。得益于公司的餐饮业务, 公司以较低成本树立食品品牌。通过饭店建立 C 端的品牌效应, 节省广告支出。公司在广州广泛分布的线下门店, 其实也在不断向消费者潜移默化地灌输公司的品牌, 将公司的品牌植入消费者的心智。此外由于店铺密度更高、销售网络更集中, 公司投入单位广告的效益要高于其他企业。更高的广告效率及广泛分布的线下门店, 使得公司的广告开支远远低于其他食品企业。2018 年公司的广告开支占比为 1.59%, 远低于三全, 也低于安井的 3.02%、元祖的 7.61%。

图表 36: 2018 年广州酒家与部分食品企业销售地域分布对比



资料来源: 各公司年报、国盛证券研究所

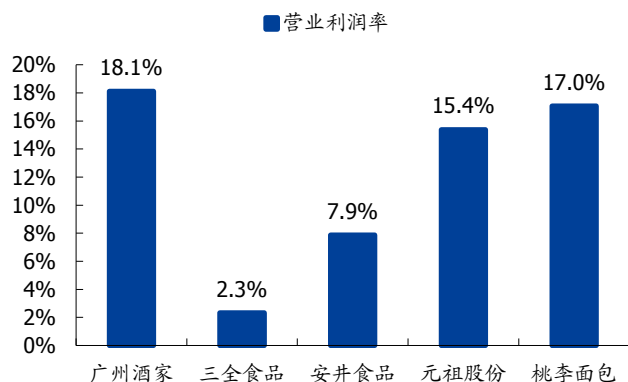
图表 37: 2018 年广州酒家与部分食品企业运输费用率对比匡算



资料来源: 各公司年报、招股书、国盛证券研究所 (注: 广州酒家运输费用占比的营收中已经扣除餐饮的收入)

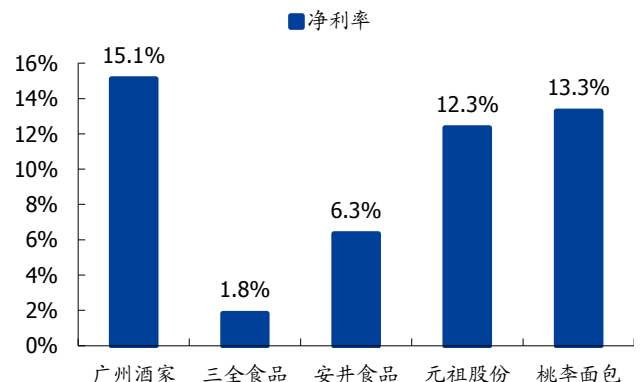
地处广州立足广东，区域规模经济效益明显。广州酒店目前主要居于广东，属于区域性企业，省内销售额占 84.5%，广州市的销售额接近总营收的一半。与其他全国性的速冻及烘焙企业相比，广州酒家拥有明显的区域规模经济效益：更低的运营成本，由于公司的业务范围集中在珠三角地区，销售半径短，不用进行长距离的运输，因此运输费用率明显低于其他全国性的企业。我们计算 2018 年公司运输费用占总营收比为 3.0%，显著低于其他企业。

图表 38: 2018 年广州酒家与部分食品企业营业利润率对比匡算



资料来源: 各公司年报、招股书、国盛证券研究所

图表 39: 2018 年广州酒家与部分食品企业净利率对比



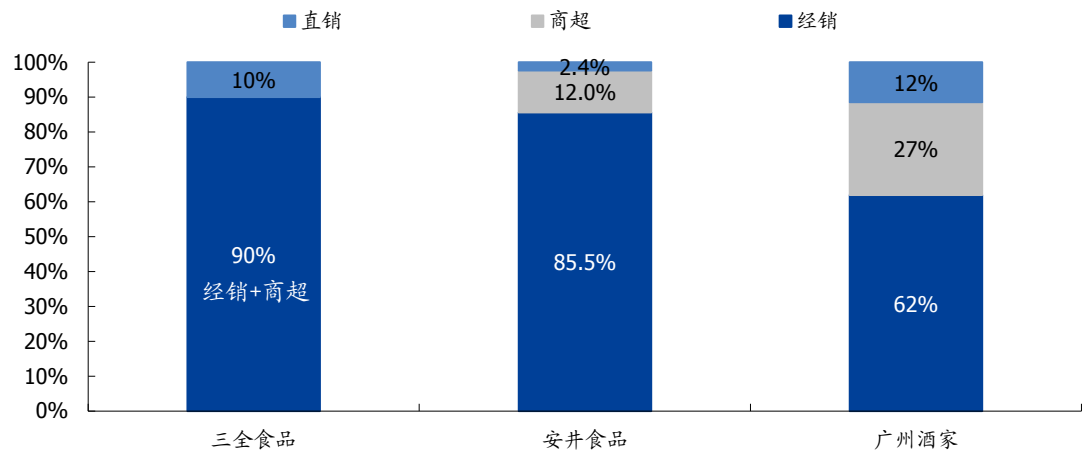
资料来源: Wind、国盛证券研究所

在门店的品牌效应及区域规模经济共同作用下，公司的营业利润率明显高于同行。门店品牌效应为公司节省了广告费用的投放，区域规模经济为公司节省了运输费用的支出，公司未来的利润率水平将持续高于行业。

地域扩张想象空间大。目前公司餐饮及饼屋门店主要分布在广州。预计公司未来每年将以 1-2 家餐厅的扩张速度扩张，餐厅将逐步覆盖珠三角的其他地区。随着线下门店的扩张，公司品牌形象也将逐步拓张到珠三角的其他区域。食品业务销售将长远深度受益。

### 3.2、低成本试错模式下有望诞生爆品 SKU

图表 40: 主要速冻厂商销售渠道对比



资料来源: 各公司年报、国盛证券研究所

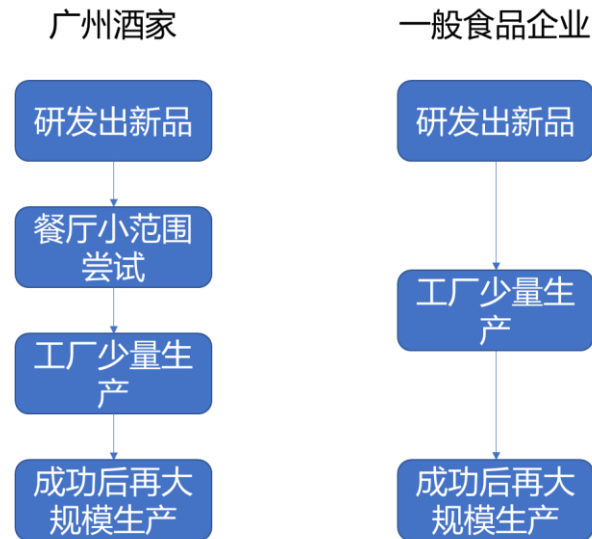
速冻食品的销售渠道主要有经销渠道、商超渠道和直销三种。经销渠道即公司将货物发给经销商，再由经销商凭借自己的经销网络，将货物发往终端门店进行销售。商超渠道下，公司将货物直接发给商超，再由商超销售给消费者。直销一般是通过电商渠道销售或直接为第三方餐饮店供货。经销和商超是速冻企业的最主要渠道，三全食品的经销+商超渠道占比达90%，安井食品的经销、商超渠道占比分别为85.5%、12.0%，仅少量商品为通过电商或直接销售给餐饮店的直销模式下销售。

图表 41: 广州酒家与安井食品速冻产品对比

	广州酒家		三全		安井	
	产品	单价(元/100g)	产品	单价(元/100g)	产品	单价(元/100g)
共有	香菇灌汤包 300g	3.30	香菇素菜包子 360g	3.28	香菇素菜包 360g	3.83
	核桃包 337.5g	5.57			核桃包 360g	8.00
	奶黄包 337.5g	5.87	奶黄包 360g	2.19	奶黄包 360g	2.72
	豆沙包 337.5g	4.39			豆沙包 360g	2.72
	花生汤圆 200g	3.00	醇香黑芝麻汤圆 320g	4.00	宁波小汤圆 250g	2.64
特有	荷香糯米鸡 540g	3.67	状元玉米蔬菜猪肉水饺 702g	2.69	荠菜猪肉水饺 500g	2.52
	紫金酱凤爪 250g	15.20	速冻千丝手抓饼 320g	3.09	手抓饼 450g	8.58
	豉汁排骨 250g	15.20	茴香味小油条 160g	5.56	油条 450g	3.09
	虾饺 160g	9.88			南瓜饼 320g	3.06

资料来源: 天猫网、国盛证券研究所

图表 42: 速冻食品主要销售模式

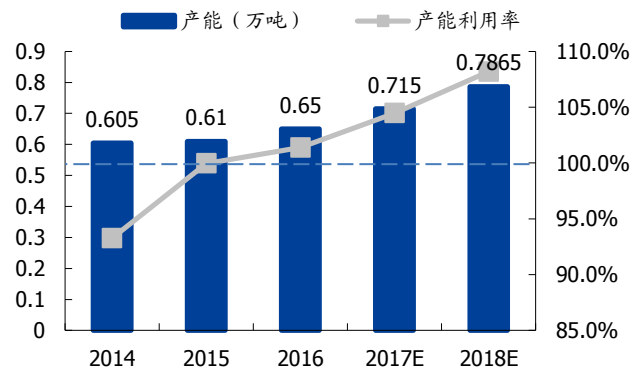


资料来源: 国盛证券研究所

公司具备低成本试错能力，具备爆品 SKU 挖掘能力。与主要速冻企业不同，公司的销售渠道除了经销、商超和电商外，还有 20 家餐厅门店及 200 多家线下饼屋门店，我们匡算其销售额占速冻总销售额比约为 8%（根据历史数据）。餐厅门店具备具备低成本试错能力，公司研发的新品可先在餐厅小范围实验，在餐厅被消费者认同后，再进行生产投放市场。在饼屋小规模投放成功后，再进行大面积推广，可大大降低新产品的试错成本。在此商业模式助力下，公司未来有望持续研发诞生爆品 SKU。

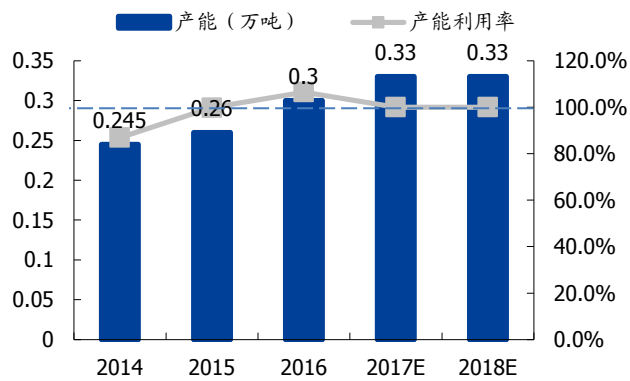
#### 四、产能持续投放，产量逐年扩容

图表 43: 公司月饼（不含馅料）产能及利用率



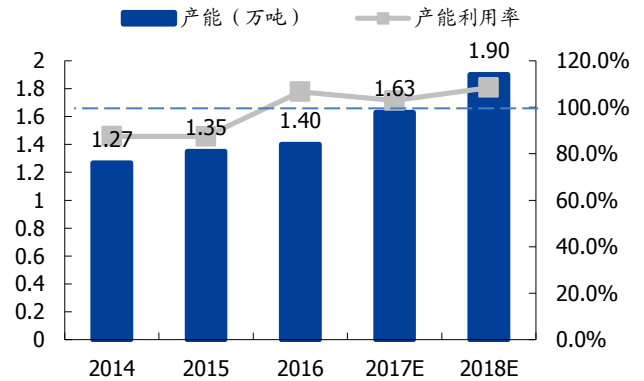
资料来源: 公司招股书、年报、国盛证券研究所估计

图表 44: 公司馅料产能及利用率



资料来源: 公司招股书、年报、国盛证券研究所估计

图表 45: 公司速冻产能及利用率



资料来源: 公司招股书、年报、国盛证券研究所估计

产能利用率接近饱和，产能问题成为制约公司业绩增长的主要矛盾。根据我们的测算，公司月饼/馅料/速冻产品的产能利用率在 2018 年分别已经达到 108.2%/100%/108.4%。主要产品线产能利用率都已经接近饱和，产能问题已经成为制约速冻业务增长的主要因素。

图表 46: 公司目前主要工厂分布



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

公司正积极建设新工厂，梅州、湘潭新工厂投产后整体产能将大幅提升。目前公司已有产能的工厂为广州生产基地，粮丰园公司和德利丰公司，其中粮丰园和德利丰主要生产月饼，广州生产基地产能包括月饼、馅料、速冻和其他。目前公司正在新建梅州和湘潭两个新工厂，梅州工厂生产月饼、速冻及腊味，预计在 2020 年上半年投产；湘潭工厂生产月饼、速冻和馅料，预计在 2019 年下半年投产。梅州、湘潭工厂达产后，分别可增加公司产能 1.60、2.22 万吨。

图表 47: 公司产能预测 (万吨)

		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2022 年较 2018 年增长	期间 CAGR	预计投 产时间
原产能 (含 德利丰及粮 丰园)	月饼	0.72	0.79	0.87	0.87	0.87	0.87			收购后 产能略 有增加
	馅料	0.33	0.33	0.36	0.36	0.36	0.36			
	速冻	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40			
广州工厂扩 建	月饼	-	-	-	-	-	-			已经投 产
	馅料	-	-	-	-	-	-			
	速冻	0.23	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70			
湘潭	月饼	-	-	-	0.12	0.22	0.32			2019 年下半 年
	馅料	-	-	-	0.18	0.30	0.42			
	速冻	-	-	-	0.36	0.60	0.84			
梅州	月饼	-	-	-	0.06	0.10	0.14			2020 年上半 年
	馅料	-	-	-	-	-	-			
	速冻	-	-	-	0.36	0.60	0.84			
合计	月饼	0.72	0.79	0.87	1.04	1.18	1.33	69%	14%	
	YoY		10.0%	10.0%	20.5%	13.4%	12.2%			
	馅料	0.33	0.33	0.36	0.54	0.66	0.78	137%	24%	
	YoY		0.0%	10.0%	49.6%	22.1%	18.1%			
	速冻	1.63	1.90	2.10	2.82	3.30	3.78	99%	19%	
	YoY		16.6%	10.5%	34.3%	17.0%	14.5%			

资料来源: 公司招股说明书、年报、国盛证券研究所预测

预计到 2022 年, 月饼/馅料/速冻产能分别将增加 **69%/137%/99%**。根据我们的匡算, 2018 年公司月饼/馅料/速冻业务产能分别为 0.79/0.33/1.90 万吨; 预计到 2022 年将分别增加至 1.33/0.78/3.78 万吨, 较 2018 年分别增长 69%/137%/99%, 期间 CAGR 分别为 14%/24%/19%。

## 五、盈利预测与投资建议

图表 48: 公司营业收入估计 (亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	21.89	25.37	29.54	37.17	43.57	50.22
YoY	13.1%	15.9%	16.4%	25.8%	17.2%	15.3%
其中:						
月饼	8.98	10.38	11.53	15.43	18.12	21.06
YoY	12.0%	15.7%	11.0%	33.8%	17.4%	16.3%
速冻	3.16	4.10	5.18	6.55	7.82	9.14
YoY	22.3%	29.9%	26.2%	26.6%	19.4%	16.8%
腊味及其他	3.96	4.60	5.62	7.18	8.82	10.71
YoY	2.6%	16.3%	22.2%	27.7%	23.0%	21.4%
餐饮	5.59	6.01	6.93	7.72	8.51	9.00
YoY	20.8%	7.5%	15.4%	11.3%	10.2%	5.8%
其他	0.21	0.27	0.28	0.29	0.30	0.30
YoY	-25.9%	32.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源: 国盛证券研究所

**收入预测:** 我们预测 2019/2020/2021/2022 年公司营收分别为 29.54/37.17/43.57 /50.22 亿元, 分别同比增 16.4%/25.8%/17.2%/15.3%。其中月饼、速冻和腊味业务从 2020 年起陆续有产能释放, 因此 2020 年起增速将回升。餐饮保持每年新开 1-2 家店的速度。

图表 49: 公司毛利率假设预测

毛利率	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
月饼	61.5%	63.2%	64.0%	64.3%	64.9%	65.6%
速冻	32.9%	36.9%	37.4%	37.8%	38.2%	38.6%
腊味及其他	35.8%	38.1%	35.9%	35.8%	35.4%	35.2%
餐饮	61.9%	62.7%	62.7%	62.7%	62.7%	62.7%
其他	97%	98%	98%	98%	98%	98%
综合毛利率	53.1%	54.7%	54.0%	54.1%	54.0%	53.9%

资料来源: 国盛证券研究所

**毛利率假设:** 月饼业务随提价毛利率逐步上升。速冻产品在 2018 年有提价, 因此毛利率有所提升; 后续产品将保持小幅提价。腊味及其他业务中低毛利率的腊味产品占比提升, 因此整体毛利率将逐步降低。餐饮和其他业务的毛利率保持平稳。

图表 50: 公司毛利预测 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
毛利	11.64	13.87	15.96	20.10	23.51	27.06
YoY	13.5%	19.2%	15.1%	26.0%	17.0%	15.1%
其中:						
月饼	5.52	6.56	7.38	9.93	11.77	13.82
YoY	11.2%	18.9%	12.4%	34.5%	18.5%	17.4%
速冻	1.04	1.52	1.93	2.48	2.99	3.53
YoY	21.0%	45.8%	27.7%	28.0%	20.7%	18.1%
腊味及其他	1.41	1.75	2.02	2.57	3.12	3.77
YoY	7.5%	23.9%	15.3%	27.2%	21.6%	20.6%
餐饮	3.46	3.77	4.35	4.84	5.34	5.65
YoY	21.8%	8.9%	15.4%	11.3%	10.2%	5.8%
其他	0.20	0.27	0.27	0.28	0.29	0.30
YoY	-26.4%	33.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源: 国盛证券研究所

**毛利预测:** 我们预测 2019/2020/2021/2022 年公司毛利分别为 15.96/20.10/23.51/27.06 亿元, 分别同比增 15.1%/26.0%/17.0%/15.1%。毛利的变化主要与营收与毛利率相关, 其中毛利率的变化影响相对较小, 主要是受营收变化的影响。

图表 51: 同行业公司对比

股票代码	股票名称	EPS					PE					总市值 (亿元)
		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
603043	广州酒家	0.90	0.95	1.07	1.38	1.61	23.3	28.5	30.9	24.0	20.4	133
002216	三全食品	0.09	0.13	0.19	0.26	0.34	91.4	56.0	53.9	39.9	30.2	83
603345	安井食品	0.98	1.25	1.39	1.73	2.16	25.9	29.4	35.0	28.3	22.5	112
603886	元祖股份	0.85	1.01	1.30	1.54	1.79	23.8	17.3	15.8	13.4	11.5	49
603866	桃李面包	1.14	1.36	1.15	1.39	1.69	35.7	33.2	41.1	34.0	27.9	311

资料来源: Wind、国盛证券研究所 (数据来源: 广州酒家来自国盛证券研究所预测, 其余来自 Wind 一致预期)

**估值讨论:** 与公司业务相似的食品企业 PE 估值区间介于 15 至 50 倍之间, 目前公司估值 31 倍, 处于行业中游位置。公司历史上扣非后归母净利润从未出现过下滑, 表现出了较强的盈利稳定性。在公司销售量不增长的情况下, 仅靠提价也可实现长期的业绩增长, 我们认为其稳态估值在 30 倍以上。在目前还有增长, 远期仍有产能投放的背景下, 我们认为其估值应高于 30 倍。

**盈利预测、估值与投资建议:** 上调为“买入”评级。我们预测 19/20/21 年公司归母净利润分别为 4.3/5.6/6.5 亿元, 2019-2021 年 CAGR 为 22.8%, EPS 分别为 1.07/1.38/1.61 元, 对应当前股价 PE 分别为 31/24/20 倍。考虑到公司月饼产品未来强大的涨价能力及较长的高增长区间 (PEG 容易低估高增长区间长的公司估值), 我们认为公司合理市值为 173 亿元, 19 年目标价 42.73 元, 对应 PE 为 40 倍。



## 六、风险提示

**渠道建设不及预期的风险。**到 2021 年公司产能预计将较目前翻一番，快速增长的产能需要对应的渠道消化。未来若公司的渠道建设速度较慢或不及预期，可能出现产能闲置的情况，若出现这种情况则会增加公司的成本和费用负担。

**市场扩张不确定性的风险。**目前公司的产品市场主要集中在广东省内，公司的产品以粤式餐饮和食品为特色，符合本地人群的饮食习惯，因此在广东地区有较强的竞争力。未来公司若进行省外市场的扩张，将面临其他地方品牌及全国性品牌的竞争，市场扩张存在一定困难和不确定性。

**原料涨价的风险。**公司生产经营的原材料包括面粉、糖料、猪肉、莲子等。原料的价格随供需关系的变化历年会有所波动。未来若原料成本上涨，则可能导致公司产品的毛利率水平下降。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com