

2017年10月30日

# 广州酒家 (603043.SH)

## 深度分析

### 中华老字号，食品制造和餐饮服务双轮驱动

#### 投资要点

- ◆ **中华老字号，广东省内知名度较高**：公司是国内大型的食品制造和餐饮服务集团，专注于广式粤菜和食品生产和销售，在行业内具有较高的品牌认可度。广州市国资委直接持有公司 78.67% 的股份，是公司的控股股东和实际控制人。公司拥有食品制造业务和餐饮业务，其中高毛利率月饼系列产品主要收入来源，产品在广东地区具有较高的知名度，广东省内销售收入占比基本在 89% 以上。
- ◆ **广式月饼占比领先，速冻食品、腊味食品发展迅速**：今年中秋叠加国庆假期，月饼后期零售市场发展较好，2017 年月饼行业将呈现平稳有序的发展态势。在月饼市场中，仍以广式、苏式、台式等类型月饼为主，传统月饼品牌仍旧是消费者首选。经过几年的调整，月饼行业逐渐回归理性，价格主要集中在百元/盒左右。其次，我国腊味行业目前基本处于供需平衡状态，广东、四川、湖南等省为主要腊味生产省份，其中广式腊味产销排名第一。在速冻市场中，生鲜电商快速崛起导致冷链物流需求再爆发，各行业巨头加速布局冷链相关配套设施建设。随着冷链物流的发展，速冻食品行业发展迅速，但与发达国家相比人均消费量仍处于较低的水平，存在较大的发展空间。随着互联网的蓬勃发展特别是社交和购物行为的不断穿插，网购越来越成为大多数人的选择，消费者将从生存型消费向健康型、享受型消费转变，更营养、更健康、更方便的食品将越来越受市场欢迎。
- ◆ **广东省餐饮转型升级逐渐见效，大众化餐饮发展态势良好**：广东省作为中国餐饮产业的第一大省，近几年来大力推进经济结构调整，经济转型升级逐步见效，家庭私人消费、假日消费、旅游消费和商务活动成为带动餐饮消费的主要力量，排名靠前的真功夫、九毛九等大众化餐饮发展态势良好，目前大众化餐饮已经成为广东省主要的餐饮业态。快餐、火锅、团餐等新餐饮、新业态发展较为迅猛，在转型过程中，以婚庆喜宴为代表的餐饮模式已经成为中高档餐饮经营转型突破口。
- ◆ **月饼销量多年位居全国三甲，募投项目有助突破产能瓶颈**：公司“利口福”月饼是广式月饼的传承代表，在广东地区具有较高的知名度，月饼等产品供不应求，速冻产品和腊味产品近几年来保持良好的增长。公司餐饮服务定位于大众消费，顾客消费均价基本在百元左右并有逐渐向下的趋势。在可比公司当中，公司餐饮毛利率处于中等水平，盈利能力较好。公司产能利用率较高，为解决产能瓶颈，公司将募集资金全部用于建设食品生产基地扩建项目、食品零售网络项目、电子商务平台扩建项目、餐饮门店建设项目以及技术研发中心建设项目，项目建成后，将全面扩大公司产能，完善线上线下相结合的立体化营销网络，提高公司的盈利能力。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 至 2019 年每股收益分别为 0.75、0.88 和 1.00 元，净资产收益率分别为 16.3%、16.0% 和 15.5%，维持增持-A 建议，6 个月目标价为 27 元，相当于 2018 年 30 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：食品安全风险；区域市场经营风险；单一产品重大依赖风险；经营业绩季节性波动的风险。

餐饮旅游 | 餐饮 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	27 元
股价(2017-10-27)	23.86 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	9,639.35
流通市值(百万元)	1,193.00
总股本(百万股)	404.00
流通股本(百万股)	50.00
12 个月价格区间	18.98/28.30 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.95	5.64	-10.07
绝对收益	2.98	10.67	

#### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20377198

#### 分析师

叶中正  
 SAC 执业证书编号：S0910516080001  
 yezhongzheng@huajinsec.cn  
 0755-83224377

#### 报告联系人

杨维维  
 yangweiwei@huajinsec.cn  
 0755-83231652

#### 相关报告

广州酒家：下半年销售进入快车道，全年业绩有望稳定增长 2017-08-30

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,736.5	1,936.1	2,168.1	2,593.4	3,060.6
同比增长(%)	11.7%	11.5%	12.0%	19.6%	18.0%
营业利润(百万元)	304.6	350.7	399.6	469.9	536.8
同比增长(%)	2.8%	15.1%	13.9%	17.6%	14.2%
净利润(百万元)	234.6	266.7	303.3	355.7	405.6
同比增长(%)	4.3%	13.7%	13.7%	17.3%	14.0%
每股收益(元)	0.58	0.66	0.75	0.88	1.00
PE	39.3	34.6	30.4	25.9	22.7
PB	10.8	9.8	5.0	4.2	3.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、中华老字号，广东省内知名度较高</b>	<b>5</b>
(一) 中华老字号，广州市国资委控股	5
(二) 业绩增长较快，高毛利率月饼产品是主要收入来源	6
(三) 公司销售规模不断扩大，销售费用率逐年上升	7
(四) 广东省内知名度较高，销售收入占比在 89%以上	8
<b>二、广式月饼占比领先，速冻食品、腊味食品发展迅速</b>	<b>8</b>
(一) 广东省食品制造进入新常态，工业增加值较为稳定	8
(二) 2017 年月饼行业发展平稳，广式月饼占比领先	9
(三) 广式腊味产销排名第一，速冻食品发展空间广阔	11
(四) 网购成为大多数人的选择，食品消费需求多方位	13
<b>三、广东省餐饮转型升级逐渐见效，大众化餐饮发展态势良好</b>	<b>14</b>
(一) 中国餐饮第一大省，广东省餐饮迈进新常态	14
(二) 广东餐饮业积极转型，大众化餐饮发展态势良好	15
<b>四、月饼销量多年位居全国三甲，募投项目有助突破产能瓶颈</b>	<b>17</b>
(一) 月饼产销销量多年位居全国三甲，销售渠道日益完善	17
(二) 速冻食品、腊味食品增长迅速，销售占比逐渐提升	19
(三) 定位大众化餐饮，毛利率在可比公司中处于中等水平	20
(四) 募投项目进展顺利，有助突破产能瓶颈	22
<b>五、盈利预测与估值</b>	<b>23</b>
(一) 主要假设	23
(二) 估值与投资建议	23
<b>六、风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：公司旗下品牌	5
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司营业收入和归母净利润变动情况	6
图 4：公司毛利率和净利率变动情况	6
图 5：各业务营业收入占比变动情况	6
图 6：食品制造业务产品收入占食品制造业务比变动情况	6
图 7：食品制造业务中结构变动情况	7
图 8：食品制造业务中各产品的毛利率变动情况	7
图 9：三大期间费用变动情况	7
图 10：三大期间费用率变动情况	7
图 11：营业收入地区分布情况	8
图 12：全国食品制造业主营业务收入（单位：亿元）	8
图 13：广东省食品制造业规模以上企业工业增加值（单位：亿元）	8
图 14：我国月饼市场销量及销售额变动情况	9
图 15：2017 年传统月饼市场各种类型月饼市场份额占比情况	10
图 16：2017 年新式月饼市场各种类型月饼市场份额占比情况	10
图 17：2017 年月饼市场价格结构情况	11
图 18：2017 年全国购买月饼前三名地区	11

图 19：2016 年腊味重点生产省份产量占比情况.....	12
图 20：2016 年主要腊味食品需求和供给情况 .....	12
图 21：我国速冻食品市场销售额及销售量.....	12
图 22：不同国家或地区年人均速冻食品消费量（单位：公斤）.....	12
图 23：我国消费者网购品类购买频率及平均花费 .....	13
图 24：消费者网购食品时考虑因素 .....	13
图 25：网购食品消费群体及消费品类情况.....	13
图 26：地方美食销售占比情况.....	14
图 27：限额以上餐饮企业营业额及餐费收入情况 .....	14
图 28：2015 年各地区限额以上餐饮企业营业额和餐费收入 .....	14
图 29：2015 年度北上广餐饮收入、占比及增长情况.....	15
图 30：广东省餐饮业月零售额变动情况 .....	15
图 31：前五十强不同类型餐饮企业收入占比变动情况 .....	17
图 32：公司月饼产品图示.....	17
图 33：月饼礼盒及产品销量和销售额 .....	18
图 34：月饼礼盒产品价格分布.....	18
图 35：公司主要竞争对手月饼礼盒销售价格分布情况 .....	19
图 36：公司速冻食品图示.....	19
图 37：公司腊味食品图示.....	19
图 38：公司腊味产品销售收入变动情况 .....	20
图 39：公司速冻产品销售收入变动情况 .....	20
图 40：公司文昌总店.....	20
图 41：公司滨江西店.....	20
图 42：公司餐饮业务消费总人次和消费均价变动情况.....	21
表 1：2017 年月饼品牌网络口碑指数 .....	9
表 2：2015 年度广东餐饮前 50 强排行榜 .....	15
表 3：公司六大维度指标得分情况 .....	18
表 4：2016 年公司餐饮直营店营业情况.....	21
表 5：可比公司餐饮业务对比情况 .....	22
表 6：募投项目详细情况.....	22
表 7：主营业务收入预测情况（单位：万元） .....	23
表 8：可比公司估值.....	24

## 一、中华老字号，广东省内知名度较高

### （一）中华老字号，广州市国资委控股

公司是国内大型的食品制造和餐饮服务集团，始建于1935年，专注于广式粤菜、食品工业的研发、生产和销售，是“中华老字号”、“中国驰名商标”、中国五钻酒家。“利口福”品牌是国内食品行业知名品牌，在行业内具有较高的品牌认可度，公司生产的广式月饼获得“中国月饼第一家”、“中国金牌月饼”等荣誉，“秋之风”商标被评为“广东省著名商标”。

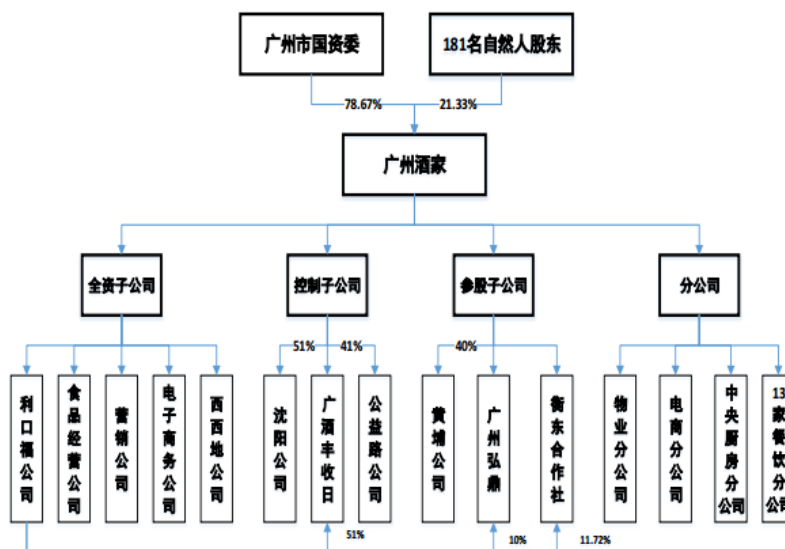
图1：公司旗下品牌



资料来源：公司官网，华金证券研究所

广州市国资委直接持有公司78.67%的股份，成为公司的控股股东和实际控制人，公司旗下有5家全资子公司，3家控股子公司，3家参股子公司以及多家分公司。

图2：公司股权结构



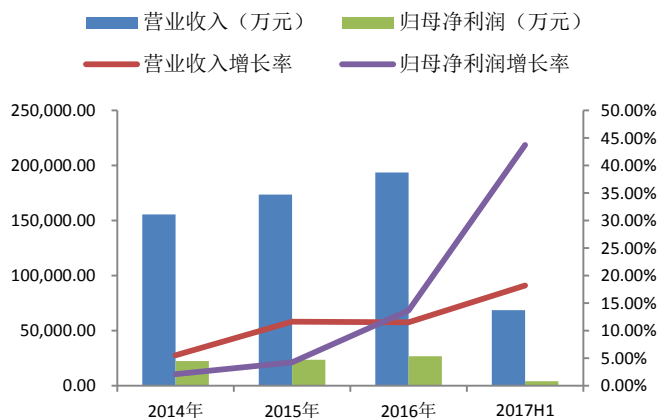
注1：沈阳公司目前已停止营业，现正办理注销手续。

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

## （二）业绩增长较快，高毛利率月饼产品是主要收入来源

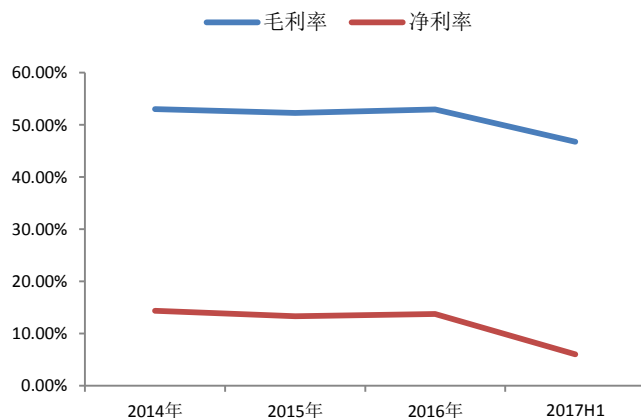
2017 年上半年由于公司食品制造业务保持良好的经营发展趋势以及餐饮业务去年下半年新开门店顺利度过培育期等，公司业绩增长较快，2017H1 实现营业收入 68,719.32 万元，同比增长 18.20%；归母净利润 4,106.92 万元，同比增长 43.76%。公司毛利率和净利率保持稳定，2016 年毛利率、净利率分别为 52.94%、13.73%，分别同比上升了 0.63%、0.39%。由于高毛利率月饼销售主要集中在三季度，因此 2017H1 毛利率和净利率相对于全年较低，分别为 46.77%、6.03%。

图 3：公司营业收入和归母净利润变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

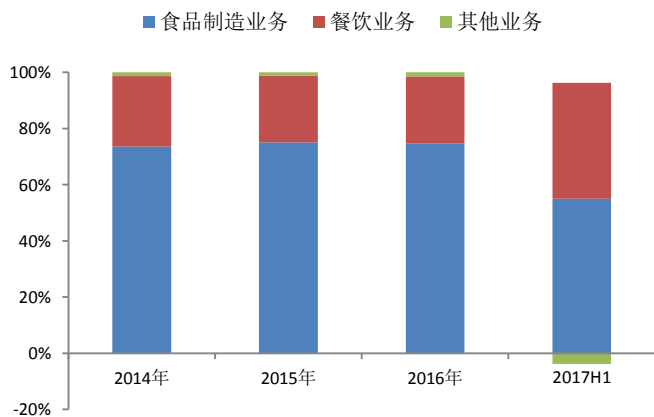
图 4：公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

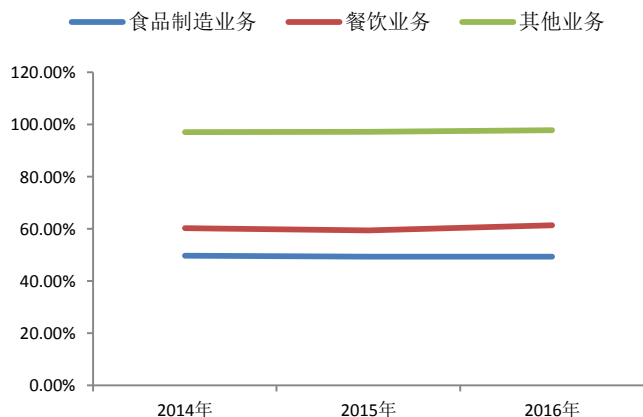
公司以食品制造业务为主，食品制造业务、餐饮业务销售额占营业收入比例基本维持在 75%、24%左右，业务结构比较稳定。从毛利率来看，公司食品制造业务、餐饮业务 2016 年毛利率分别为 49.40%、61.33%，毛利率变动较为稳定。

图 5：各业务营业收入占比变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：食品制造业务产品收入占食品制造业务比变动情况

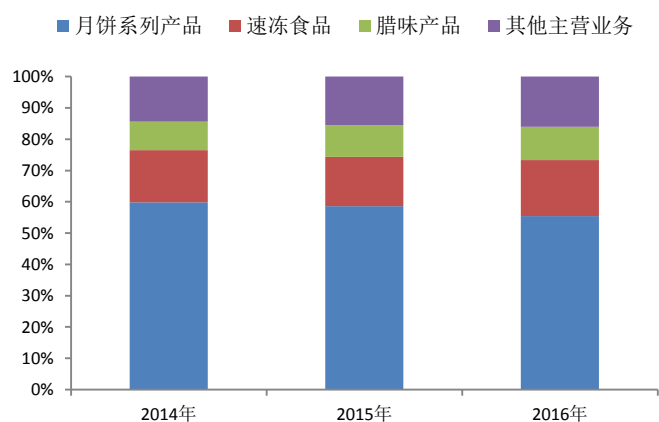


资料来源：Wind，华金证券研究所

在食品制造业务当中，公司拥有大型食品生产加工基地，主要生产“利口福”品牌的月饼、速冻食品、“秋之风”腊味食品以及西点、酥饼等食品。其中，月饼系列产品是食品制造业务的主要收入来源，2016 年月饼系列产品占食品制造业务收入比例为 55.44%，同比下降了 3.13%，呈现下降的趋势；而其他产品如速冻食品、腊味产品占比不断攀升，2016 年这两款产品占食品制造业务收入比例为 17.89%、10.59%，同比上升了 2.07%、0.53%。从各产品的毛利率来看，2016

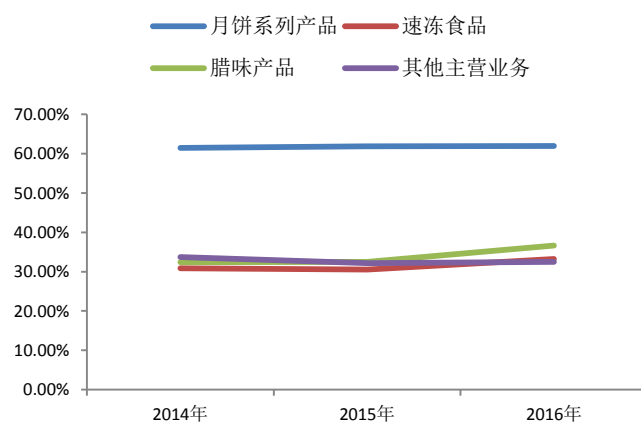
年月饼系列产品、速冻食品、腊味产品毛利率分别为 61.97%、33.22%、36.62%，其中速冻食品和腊味产品由于销售单价增幅较大，毛利率分别同比上升了 2.68%、4.15%。

图 7：食品制造业务中结构变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：食品制造业务中各产品的毛利率变动情况

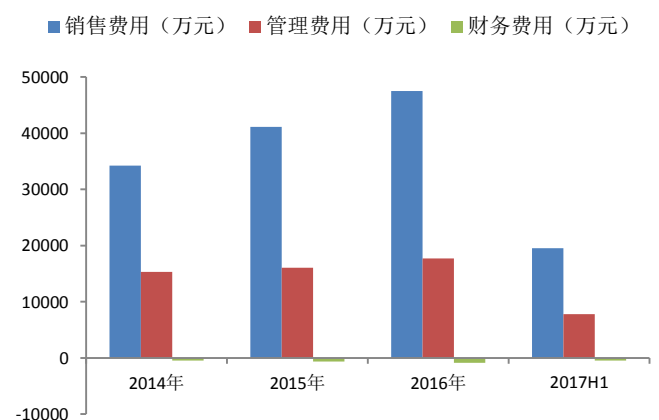


资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）公司销售规模不断扩大，销售费用率逐年上升

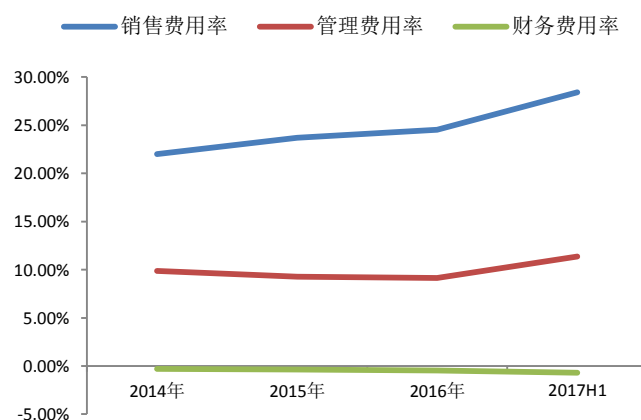
从三大期间费用来看，公司销售费用逐年增长，2016 年销售费用 41,488.17 万元，2014-2016 年复合增长率为 17.81%，销售费用率呈现逐年上升的趋势，2016 年销售费用率为 24.53%。2017 上半年，由于公司销售规模的不断扩大，员工人数不断增加，待遇也普遍提高，导致人工增幅较大，销售费用率达 28.41%，同比上升了 1.99%。管理费用变动较为平稳，2016 年管理费用为 17,685.55 万元，2014-2016 年复合增长率为 7.37%；管理费用率为 9.13%；2017 上半年由于公司研发费用和人工成本的增加，管理费用达 7822.40 万元，同比增长 14.30%，由于管理费用增速低于营收增速，管理费用率为 11.38%，同比下降了 0.39%。财务费用方面，公司充分利用闲置资金，增加了利息收入，因此，财务费用率为负，2016 年财务费用率为-0.45%，占比较低且呈现下降趋势。

图 9：三大期间费用变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：三大期间费用率变动情况



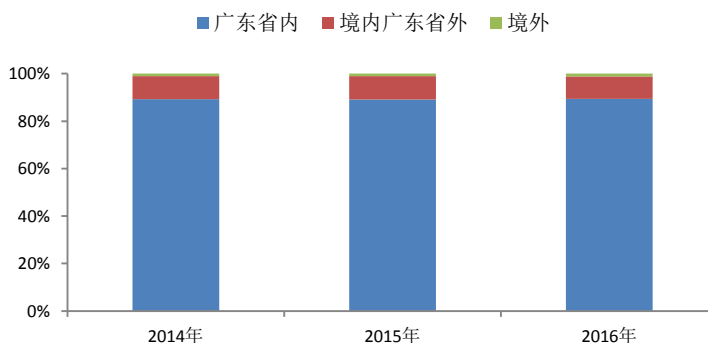
资料来源：Wind，华金证券研究所



## （四）广东省内知名度较高，销售收入占比在 89%以上

公司产品在广东地区具有较高的知名度，现有餐饮店也主要集中在广州市内，因此，公司主要收入来源于广东省内，广东省内销售收入占比基本在 89%以上。未来，公司将以广东省为中心的华南区域基础上，辐射周边地区，逐步分重点区域聚焦，开始在华东、华中等区域进行市场布局，实现广东省内、省外业务的协同发展。

图 11：营业收入地区分布情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、广式月饼占比领先，速冻食品、腊味食品发展迅速

### （一）广东省食品制造进入新常态，工业增加值较为稳定

我国食品制造业近几年来保持健康稳步发展态势，据 Wind 披露，2016 年食品制造业主营业务收入达 23,619.20 亿元，同比增长 8.84%，增速较上年有所上升。工业增加值方面，广东省食品制造业规模以上企业工业增加值较为稳定，2016 年广东省食品制造业规模以上企业工业增加值达 715.31 亿元，同比增长-1.67%，较上年有所下降，表明广东省食品制造业进入新常态。

图 12：全国食品制造业主营业务收入（单位：亿元）

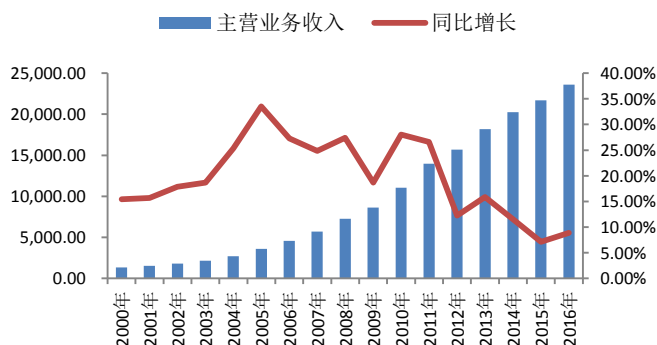
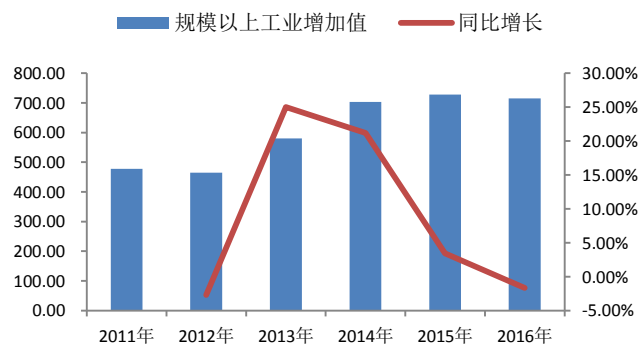


图 13：广东省食品制造业规模以上企业工业增加值（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2007-2010 年全年数据以该年 11

资料来源：Wind，华金证券研究所

月份数据计算得出

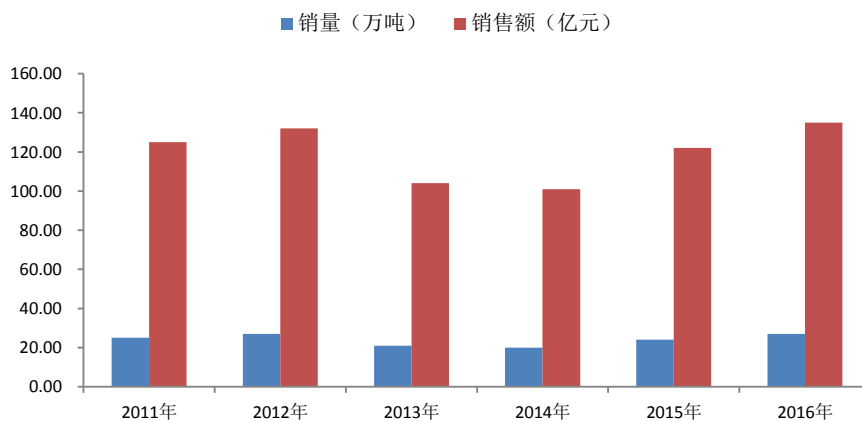


## (二) 2017 年月饼行业发展平稳，广式月饼占比领先

食品制造业主要包括烘焙食品制造、糖果、巧克力及蜜饯制造、方便食品制造、液体乳及乳制品制造、罐头制造、调味品、发酵制品制造及其他食品制造等。据中国烘焙食品糖制品工业协会披露，2016 年糕点面包行业实现主营业务收入 1205.86 亿元，同比增长 13.34%；实现利润总额 141.98 亿元，同比增长 21.53%；2017 年上半年实现主营业务收入 623.49 亿元，同比增长 14.23%，主营业务收入增速基本在 10%以上，发展快速。

而在整个糕点面包行业中，月饼扮演了重要角色。十八大以来，月饼行业经过几年的调整，部分落后产能逐渐被淘汰，行业基本回归到传统食品和文化的自然属性上，据中商情报网披露，2016 年月饼市场销量达 27 万吨，销售额达 135 亿元。今年中秋叠加国庆假期，月饼后期零售市场发展较好，据中国烘焙食品糖制品工业协会披露，2017 年月饼行业将呈现平稳有序的发展态势，预计全年整体销量和销售额同比增长约为 5-10%。

图 14：我国月饼市场销量及销售额变动情况



资料来源：中商情报网，华金证券研究所

月饼目前市面上主要有传统月饼和新式月饼两种类别，传统月饼包括广式月饼、京式月饼、苏式月饼、滇式月饼等，新式月饼包括冰皮月饼、迷你月饼、果蔬月饼、茶叶月饼、杂粮月饼等，新式月饼凭借口味多元化、健康理念等越来越受消费者青睐。《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》中以月饼品牌知名度、消费者互动度、质量认可度、企业美誉度、产品好评度及品牌健康度等六大指数为依据进行综合分析得出网络口碑指数，稻花村、华美等传统月饼品牌占据 2017 年月饼品牌网络口碑指数榜首，传统月饼品牌仍旧是消费者首选。

表 1：2017 年月饼品牌网络口碑指数

品牌	月饼类型	网络口碑指数
稻香村	京式月饼	3.38
华美	广式月饼	3.38
元祖	台式月饼	2.60
美心	港式月饼	2.47
星巴克	新式月饼	1.83
<b>广州酒家</b>	<b>广式月饼</b>	<b>1.80</b>
五芳斋	广式月饼	1.55
荣华	广式月饼	0.91

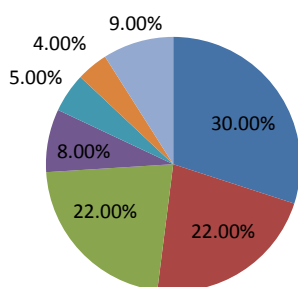
品牌	月饼类型	网络口碑指数
哈根达斯	台式月饼	0.83
梅花牌	滇式月饼	0.82
深港	潮式月饼	0.65
杏花楼	苏式月饼	0.65
安琪	港式月饼	0.57
冠生园	滇式月饼	0.49
百草味	新式月饼	0.47
百威	新式月饼	0.46
天伦	滇式月饼	0.45
全聚德	京式月饼	0.26
德芙	新式月饼	0.26
大班	港式月饼	0.16

资料来源：《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》，公开资料整理，华金证券研究所

据中国质量新闻网披露，2017 年传统月饼市场上，仍以广式、苏式、台式等类型月饼为主，以上类型月饼占比分别为 30%、22%、22%；在新式月饼中，迷你月饼占据约 20%的市场份额，排名第一。

图 15：2017 年传统月饼市场各种类型月饼市场份额占比情况

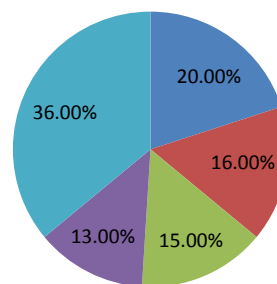
■ 广式月饼 ■ 苏式月饼 ■ 台式月饼 ■ 京式月饼  
 ■ 潮式月饼 ■ 滇式月饼 ■ 其他月饼



资料来源：中国质量新闻网，华金证券研究所

图 16：2017 年新式月饼市场各种类型月饼市场份额占比情况

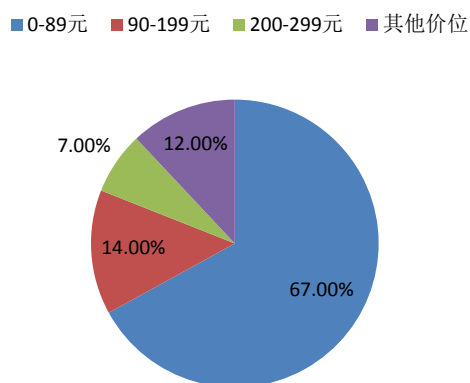
■ 迷你月饼 ■ 果蔬月饼 ■ 茶叶月饼 ■ 杂粮月饼 ■ 其他月饼



资料来源：中国质量新闻网，华金证券研究所

受中央“八项规定”、“六项禁令”影响，送礼月饼需求减少，消费者在购买月饼时不再过分追求包装，而以价格、口味、保质期、质量、包装等多种要素为考虑因素，月饼行业逐渐回归理性，据中国质量新闻网披露，2017 年月饼价格主要集中在百元/盒左右，其中 0-89 元占比排名第一，达 67%，其次是 90-199 元，占比 14%，第三是 200-299 元，占比达 7%，月饼产品价格分布区间有所扩大。

图 17：2017 年月饼市场价格结构情况



资料来源：中国质量新闻网，华金证券研究所

而从购买区域来看，经济较为发达的广东、北京、浙江等地位居前三，其中，广东省关注和购买人数排名第一。

图 18：2017 年全国购买月饼前三名地区

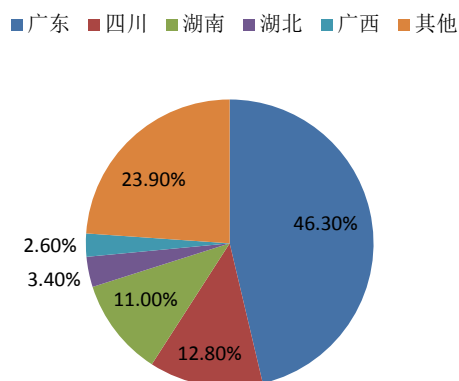


资料来源：中国质量新闻网，华金证券研究所

### （三）广式腊味产销排名第一，速冻食品发展空间广阔

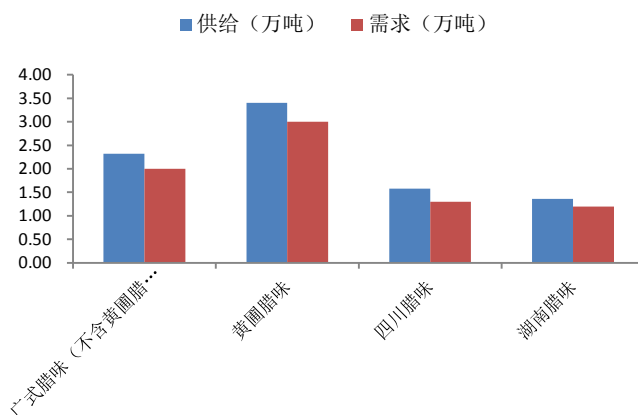
我国腊味行业目前基本处于供需平衡状态，目前，我国腊味生产主要集中在华南、西南和华中地区，其中，广东、四川、湖南等省为主要腊味生产省份，据千讯咨询统计，2016 年以上地区产量占比分别为 46.3%、11.0%、12.8%，其中广式腊味排名第一。

图 19：2016 年腊味重点生产省份产量占比情况



资料来源：千讯咨询，华金证券研究所

图 20：2016 年主要腊味食品需求和供给情况



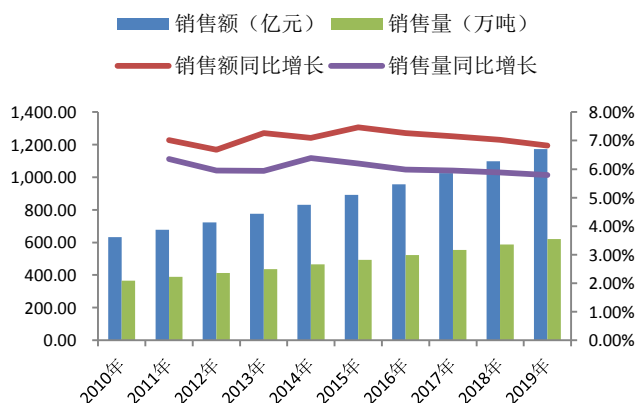
资料来源：千讯咨询，华金证券研究所

腊味食品行业集中度较低，存在大量小作坊小工厂，部分腊味存在质量安全问题，随着消费者对食品安全问题的不断重视以及监管不断加强，未来，优质腊味食品市场需求有望呈现快速增长趋势。

在速冻食品行业，随着人均收入水平的不断提高以及城镇化率的提升，国民食品结构发生改变。城市人口消费习惯与农村人口有所不同，城镇人口倾向于在超市、直营店、网上商城等购买果蔬生鲜等食品，而农村人口仍以农贸市场和产地直销为主。随着城市人口的增加，冷链终端需求将会大大提高。2012 年生鲜电商快速崛起导致冷链物流需求再爆发，各行业巨头如雨润、联想、苏宁、中集、奔驰、伊利也开始加速布局冷链相关配套设施建设。随着冷链物流的发展，速冻食品销售有望迎来快速增长。据 Marketline From EMIS 统计，2014 年我国速冻食品市场销售额 830.81 亿元，2019 年有望达到 1,173.23 亿元，年复合增长率为 7.1%，增速远高于美国、欧洲等发达国家。

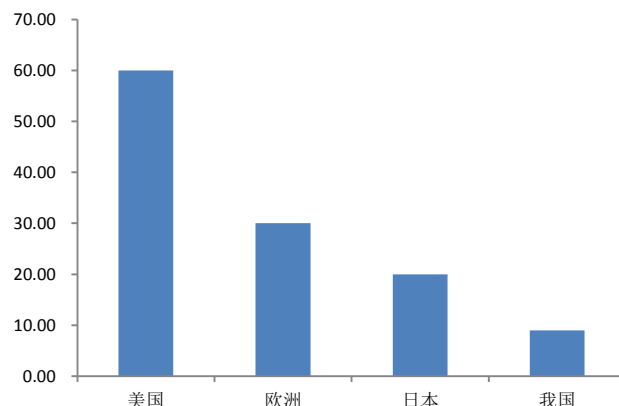
虽然我国速冻食品行业发展迅速，但与发达国家相比人均消费量仍处于较低的水平，据前瞻产业研究院披露，美国速冻食品人均年消费量 60 公斤以上，欧洲约 30 公斤，日本约 20 公斤，而我国人均速冻食品消费量仅为 9 公斤，存在较大的发展空间。

图 21：我国速冻食品市场销售额及销售



资料来源：Marketline From EMIS，华金证券研究所

图 22：不同国家或地区年人均速冻食品消费量 (单位：公斤)



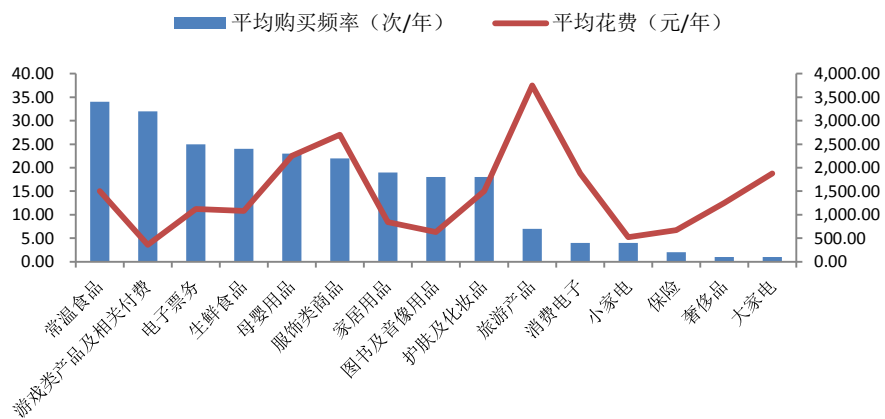
资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

### （四）网购成为大多数人的选择，食品消费需求多方位

据国家统计局披露，2016 年我国互联网上网人数 7.31 亿人，位居全球第一，互联网普及率达 53.20%。随着互联网的蓬勃发展，互联网电商平台也逐渐成为大众生活中不可或缺的重要部分。并且，目前我国已经成为社交网络用户数最多的国家之一，微信和 QQ 等平台在提供通信和娱乐的同时，也影响着消费者消费习惯，消费者在购物的同时，把朋友的线上或线下推荐作为重要的考虑因素之一，社交和购物行为穿插交织，网购越来越成为大多数人的选择。

消费者在网购中，据《2015 年中国数字消费者调查》披露，购买频率最高的消费品类是常温食品，平均年购买频率为 34 次，平均年花费 1,500 元。

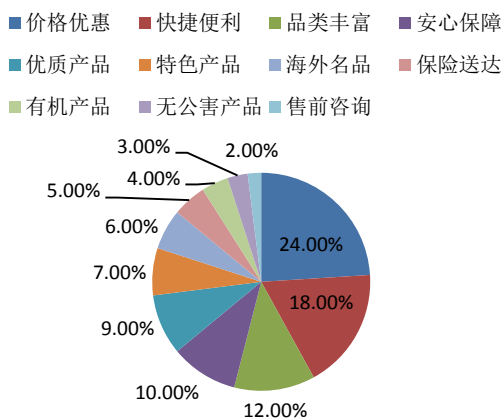
图 23：我国消费者网购品类购买频率及平均花费



资料来源：《2015 年中国数字消费者调查》，华金证券研究所

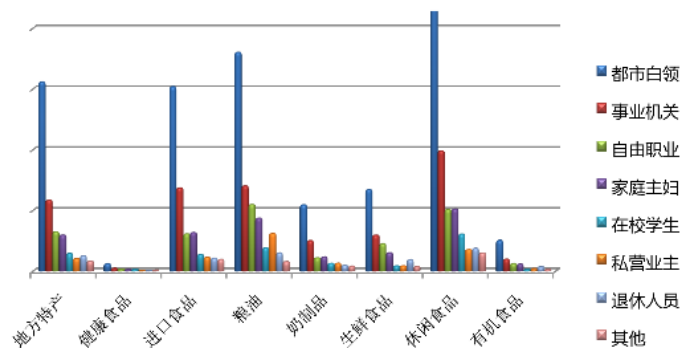
消费者在选择网购食品时，已经从以往单纯的目性购物消费转变为价格优惠、快捷便利、品类丰富、安心保障、优质产品等多方面需求。从消费群体来看，社交活跃的都市白领对电商消费的接纳度较高，是网购食品的主力，休闲食品、地方特色、进口食品等是主要的消费品类。

图 24：消费者网购食品时考虑因素



资料来源：《食品网购白皮书》，华金证券研究所

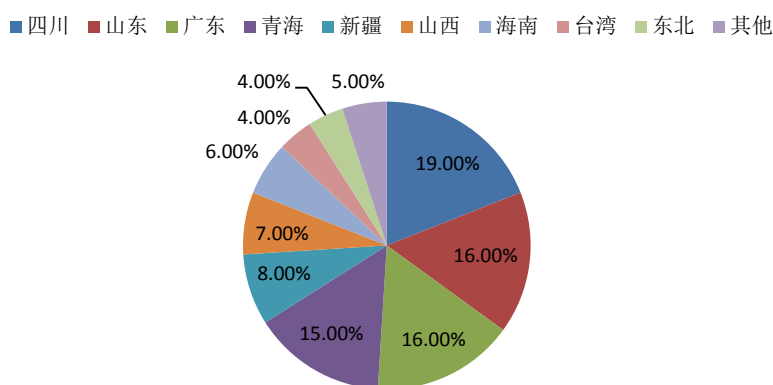
图 25：网购食品消费群体及消费品类情况



资料来源：《食品网购白皮书》，华金证券研究所

从购买美食产地来看，四川、山东、广东、青海等地的美食深受消费者喜爱，销售量约占整体销量的 60% 以上，其中，广东地区美食占比排名前三，销量占比约 16%。

图 26：地方美食销售占比情况



资料来源：《食品网购白皮书》，华金证券研究所

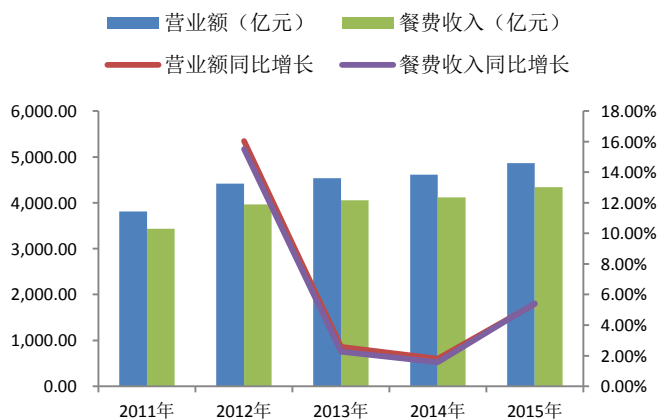
随着互联网特别是社交社交和购物行为的不断穿插，网购越来越成为大多数人的选择，消费者将从生存型消费向健康型、享受型消费转变，更营养、更健康、更方便的食品将越来越受市场欢迎。

### 三、广东省餐饮转型升级逐渐见效，大众化餐饮发展态势良好

#### （一）中国餐饮第一大省，广东省餐饮迈进新常态

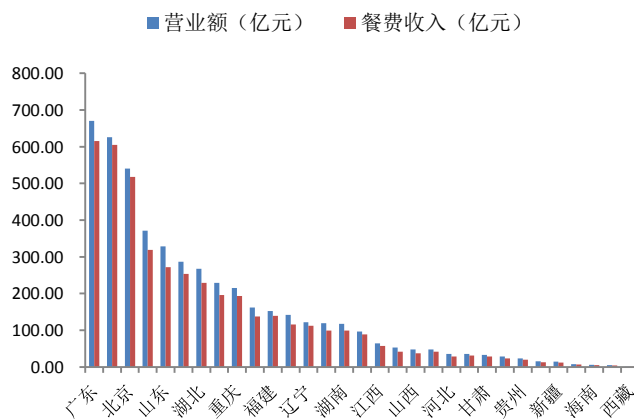
近几年来，随着“厉行勤俭节约、反对铺张浪费”等节约理念的不断深入，餐饮行业深化改革，据《中国统计年鉴 2016》披露，2015 年全国餐饮业实现餐饮收入 32,310 亿元，同比增长 11.7%，餐饮业总体运行平稳；限额以上餐饮企业收入达 4,343.50 亿元，同比增长 5.42%，餐饮品牌继续发挥着标杆作用。分省来看，广东省作为中国餐饮产业的第一大省，据《中国统计年鉴 2016》披露，2015 年我国广东省限额以上餐饮企业营业额和餐费收入分别为 670、615.7 亿元，分别约占全国营业额和餐费收入的 13.77%、14.18%，营业额和餐费收入皆远超其他各省市城市。

图 27：限额以上餐饮企业营业额及餐费收入情况



资料来源：《中国统计年鉴 2016》，华金证券研究所

图 28：2015 年各地区限额以上餐饮企业营业额和餐费收入

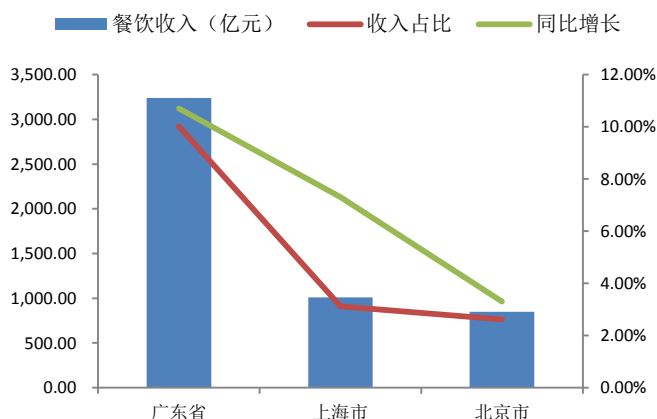


资料来源：《中国统计年鉴 2016》，华金证券研究所



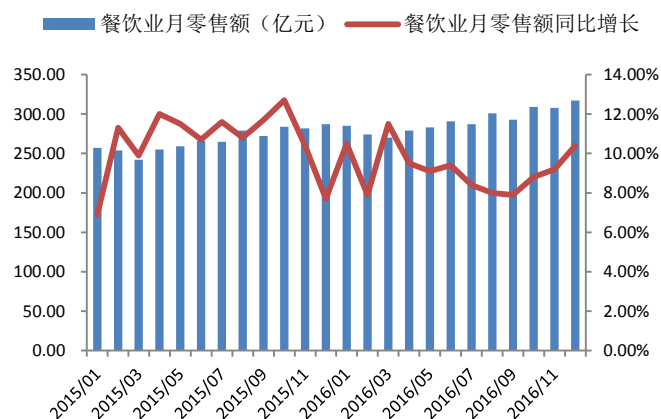
据《中国餐饮产业发展报告（2017）》披露，近几年来广东省大力推进经济结构调整，经济转型升级逐步见效，2016年广东省餐饮业实现零售额3,529.09亿元，同比增长9.2%，餐饮业总体呈现稳中略升、逆市向暖的走势。分月份来看，2016年仅1月份、3月份、12月份增速略高于2015年增速，其他月份皆低于2015年同期增速，餐饮业营收虽不断上升，但增速放缓趋势较为明显，表明广东省餐饮行业开始向新常态下可持续发展阶段迈进。

图 29：2015 年度北上广餐饮收入、占比及增长情况



资料来源：《中国餐饮产业发展报告（2017）》，华金证券研究所

图 30：广东省餐饮业月零售额变动情况



资料来源：《中国餐饮产业发展报告（2017）》，华金证券研究所

## （二）广东餐饮业积极转型，大众化餐饮发展态势良好

广东省特别是广州，素有“食在广州”的美食称号，在厉行节约、规范公务接待等政策的影响下，家庭私人消费、假日消费、旅游消费和商务活动成为带动餐饮消费的主要力量。广东省餐饮业积极转型，排名靠前的真功夫、九毛九等大众化餐饮发展态势良好，目前大众化餐饮已经成为广东省主要的餐饮业态。

表 2：2015 年度广东餐饮前 50 强排行榜

排名	品牌	企业名称
1	百胜	百胜餐饮（广东）有限公司
2	麦当劳	广东三元麦当劳食品有限公司
3	真功夫	真功夫餐饮管理有限公司
4	广州酒家	广州酒家集团股份有限公司
5	稻香	东莞万好食品有限公司
6	星巴克	广东星巴克咖啡有限公司
7	九毛九	广州市麦点九毛九餐饮连锁有限公司
8	鸿星	广州市鸿星海鲜饮食集团
9	蒙自源	东莞市蒙自源饮食有限公司
10	绿茵阁	广州市绿茵阁餐饮连锁有限公司
11	面点王	深圳面点王饮食连锁有限公司
12	大家乐	广州大家乐食品实业有限公司
13	万岁	一级棒餐饮管理有限公司
14	禾绿	深圳市禾绿餐饮管理有限公司
15	和兴隆	广州市和兴隆食品科技有限公司

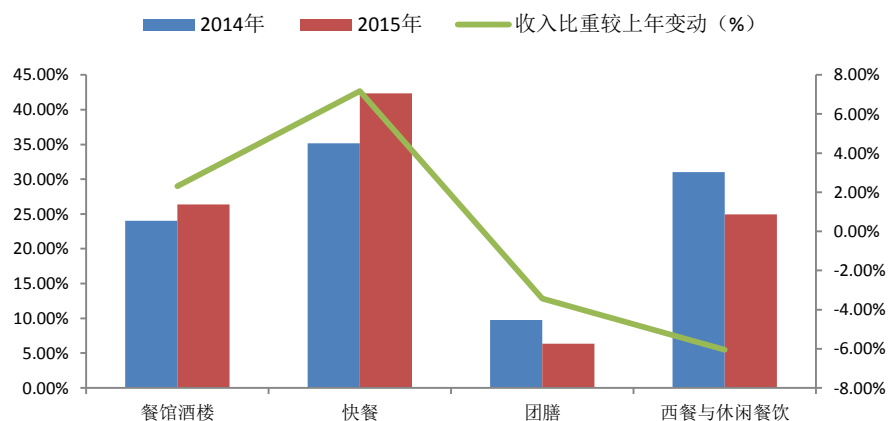


排名	品牌	企业名称
16	山东老家	广州食尚国味集团
17	味千拉面	味千(中国)控股有限公司
18	上善餐饮	广州市上善餐饮企业管理有限公司
19	丹桂轩	丹桂轩饮食(深圳)有限公司
20	木屋烧烤	深圳市正君餐饮管理顾问有限公司
21	元气寿司	元气寿司餐饮服务管理(深圳)有限公司
22	侨美集团	广州侨美发展集团有限公司
23	耀华集团	广州市耀华饮食集团有限公司
24	金谷园	深圳市金谷园实业发展有限公
25	拉丁	广州拉丁餐厅有限公司
26	嘉旺	深圳市嘉旺餐饮连锁有限公司
27	千味涮	深圳万味源餐饮管理有限公司
28	猫屎咖啡	广州猫屎咖啡连锁有限公司
29	海银海记	广州海记餐饮企业管理有限公司
30	金勺子	广州金勺子餐饮管理企业有限公司
31	好来客	佛山市好来客餐饮管理有限公司
32	蓝波旺	中山市蓝波旺餐饮管理服务服务有限公司
33	非烤勿扰	东莞市非烤勿扰餐饮管理有限公司
34	海港	中山市海港饮食娱乐管理有限公司
35	洞庭土菜馆	广东凯港酒店股份有限公司
36	御唐府	湛江市赤坎御唐府酒店管理有限公司
37	胜记	深圳胜记饮食集团
38	丰源轩	中山市丰源轩餐饮管理有限公司
39	堂会	广州堂会餐饮娱乐有限公司
40	如轩砂锅粥	佛山市五仁餐饮管理有限公司
41	弹丸滋地	广州高瞻餐饮管理有限公司
42	72街	广州七十二街餐饮连锁发展有限公司
43	祈福生活	祈福生活服务公司
44	新海利	珠海市新海利实业发展有限公司
45	旺阁渔村	佛山南海市旺阁渔村饮食服务有限公司
46	胡桃里	深圳胡桃里饮食文化有限公司
47	禄鼎记	广州禄鼎记管理有限公司
48	滋粥楼	广州市滋粥楼餐饮管理有限公司
49	客语	广东客语餐饮管理有限公司
50	上海老栈	深圳永中餐餐饮投资管理有限公司

资料来源:《中国餐饮产业发展报告(2017)》,华金证券研究所

据《中国餐饮产业发展报告(2017)》披露,2015年广东省餐饮企业前五十强当中,快餐形式的餐饮企业收入占比位居第一名,占比达42.35%,同比上升7.17%;其次是餐馆酒楼,2015年收入占比26.35%,同比上升2.31%。快餐、火锅、团餐等新餐饮、新业态发展较为迅猛,在转型过程中,以婚庆喜宴为代表的餐饮模式已经成为中高档餐饮经营转型突破口。

图 31：前五十强不同类型餐饮企业收入占比变动情况



资料来源：《中国餐饮产业发展报告（2017）》，华金证券研究所

## 四、月饼销量多年位居全国三甲，募投项目有助突破产能瓶颈

### （一）月饼产销量多年位居全国三甲，销售渠道日益完善

公司“利口福”月饼是广式月饼的传承代表，在广东地区具有较高的知名度，曾荣获“中国名牌产品”、“中国月饼第一家”、“全国餐饮烘焙业十佳月饼”、“广式月饼传承代表”、“2016年中国焙烤食品产业领军企业”等众多荣誉称号。公司目前拥有114家饼屋直营店、44家饼屋加盟店，预计未来三年来，每年增加饼屋直营店30家以上。

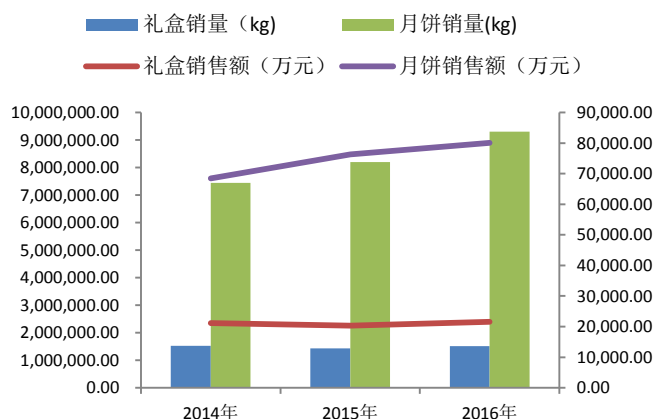
图 32：公司月饼产品图示



资料来源：公司网上旗舰店，华金证券研究所

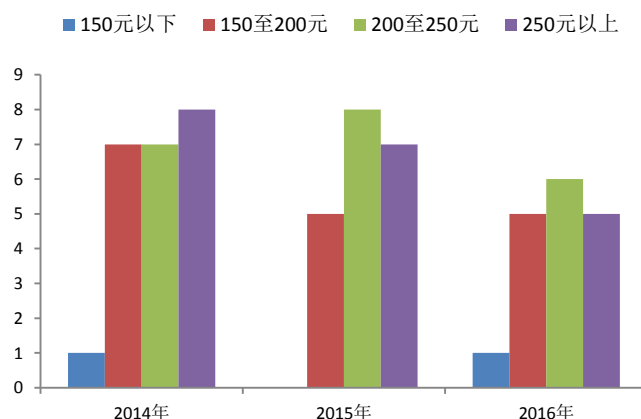
公司月饼主要是普通铁盒包装，月饼礼盒销售量占月饼系列产品比例约16-21%，销售额占比约26-31%，比重不大。从产品单价来看，月饼礼盒销售主要集中在“150-200元”、“200-250元”，这两个价位产品销售占比超过90%。从整个月饼销售情况来看，2016年由于售价较高的月饼礼盒销售量占比有所下降，公司销售均价为86.15元/kg，较2015年售价下降了6.95元/kg。

图 33：月饼礼盒及产品销量和销售额



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 34：月饼礼盒产品价格分布



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》选取市场活跃度较高的前 20 个月饼品牌，公司网络口碑指数得分 1.80，位居第六，其中品牌知名度、质量认可度、产品好评度、企业美誉度排名靠前，消费者互动度明显不足，得分仅为 0.22，较最高分 7.49 相差较大。

表 3：公司六大维度指标得分情况

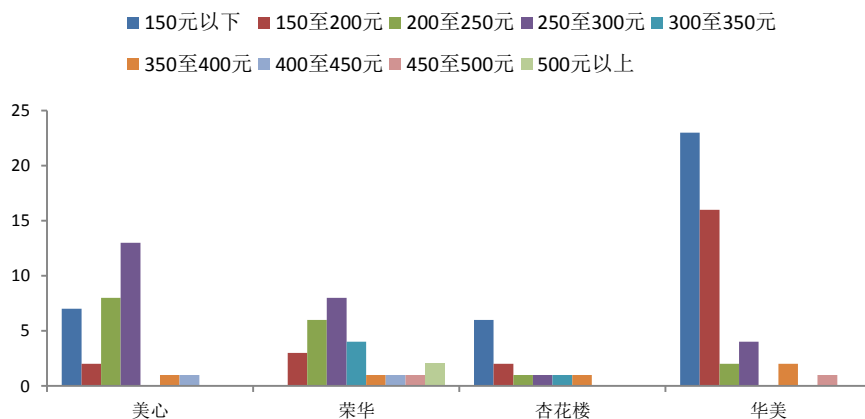
公司	最高分	公司排名 (共 20 家)	
品牌知名度	2.18	9.46	8
消费者互动度	0.22	7.49	11
质量认可度	4.92	7.51	2
企业美誉度	2.7	5.29	4
产品好评度	3.06	3.06	3
品牌健康度	-0.88	-0.16	12

资料来源：《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》，华金证券研究所

为了完善销售渠道，加强与消费者的互动，公司全资子公司利口福在北京、上海、重庆、昆明、长沙、厦门、义乌等地积极发展经销商，经销网络日益完善。并且，在互联网购物的大趋势下，公司在天猫、京东等平台开设旗舰店并建立自己的网上商城加强与消费者的互动。为了冲击月饼销量，公司于 9 月份开始进行相应的促销活动，在天猫旗舰店、京东旗舰店等网店都有相应的满减活动，如满 128 元包邮、满 198 减 10 元等。公司还与饿了么平台合作，消费者在外卖平台下单，外卖小哥将月饼送货上门。随着公司募投项目建设，公司月饼产能逐渐扩充，营销渠道进一步完善，月饼收入有望保持持续增长。

广东地区广式月饼、港式月饼占据了大部分的市场份额，区域内公司主要竞争对手有美心集团、香港荣华、杏花楼以及东莞华美等公司。美心集团创立于 1956 年，在香港、越南、柬埔寨拥有超过 980 家分店，业务涵盖中菜、亚洲菜、西菜、快餐、西饼、应节食品等。美心月饼从 1998 年起连续 18 年成为全港销量领先月饼品牌。荣华集团创立于 1950 年，主要拥有酒楼茶市、中式礼饼以及月饼、腊肠业务，产品品类较多，超过 1000 款。杏花楼创建于 1851 年，主要经营餐饮及月饼业务。拥有三家酒家、一家食品厂、一家物流配送中心、两家食品营销公司、120 多家食品连锁专卖店。东莞华美创建于 1991 年，主要从事烘焙类、糖果类食品的生产与销售。拥有东莞、湖北 2 个厂区，月饼日产能达 220 万个，饼干日产能达 120 吨以上。

图 35：公司主要竞争对手月饼礼盒销售价格分布情况



资料来源：各公司官网，华金证券研究所

美心、荣华月饼礼盒价格基本集中在“200 至 250 元”和“250 至 300 元”价格区间，月饼礼盒售价相对较高，而杏花楼和华美售价基本集中在“150 元以下”和“150 至 200 元”价格区间，售价相对较低，尤其是华美，“150 元以下”品种占比将近一半。公司月饼礼盒销售主要集中在“150-200 元”、“200-250 元”价格区间，价格比杏花楼和华美高，但比美心和荣华的要低，月饼礼盒均价居中间位置。其次，公司月饼礼盒销售量占月饼系列产品比例约 16-21%，整体占比不高。公司月饼产销量多年位居全国三甲，据中国食品工业协会披露，2012-2015 年公司月饼产销量位居全国同行业之首，在可比公司中，销量情况较好。

## （二）速冻食品、腊味食品增长迅速，销售占比逐渐提升

公司速冻产品和腊味产品近几年来保持良好的增长，速冻食品如手制叉烧包、寿桃包、流沙包、汤圆和糯米鸡等产品。腊味产品主要有秋之风腊肠、广式腊味以及腊肉等产品。

图 36：公司速冻食品图示



资料来源：公司网上旗舰店，华金证券研究所

图 37：公司腊味食品图示



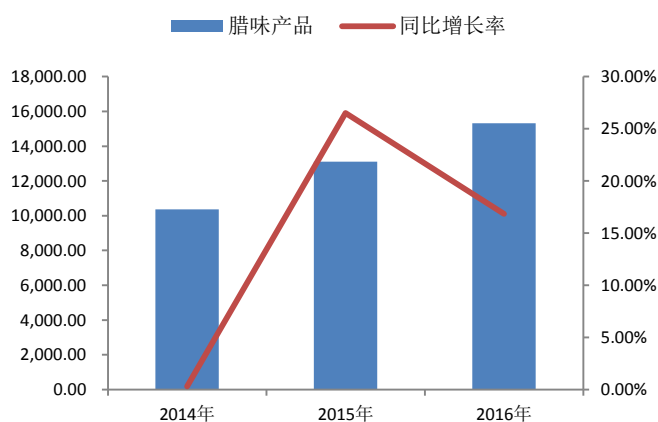
资料来源：公司网上旗舰店，华金证券研究所

2016 年公司对腊味产品和速冻产品进行不同程度的提价，销售均价均有所上升，其次，受 2016 年春节提前和速冻行业的快速发展等因素的影响，公司以上两种产品销量有所提高，销售情况较好，2016 年以上两种产品实现营业收入分别为 15,307.84、25,851.84 万元、同比增长分



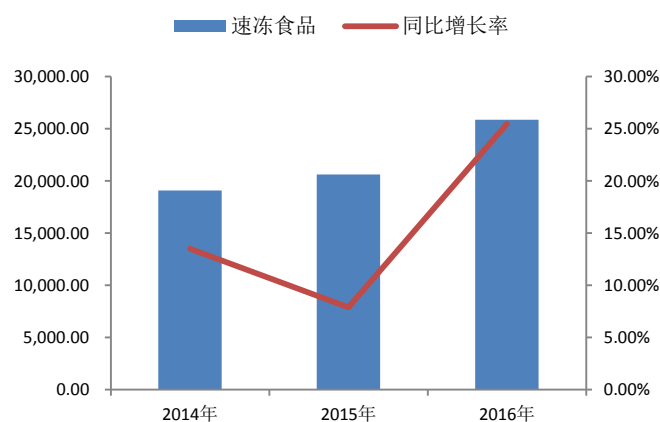
别为 16.83%、25.46%，其中，公司计划将对速冻产品生产线进行技改或新增生产线，加快产能拓展，速冻产品有望保持高速增长，未来速冻产品销售收入占比将会进一步提升。

图 38：公司腊味产品销售收入变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 39：公司速冻产品销售收入变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）定位大众化餐饮，毛利率在可比公司中处于中等水平

公司餐饮业务收入主要来源于广州地区，主要有畅销菜品、形象菜品和创意菜品三种类型，提供主要以粤式特色餐饮、大众精品餐饮、商务餐饮和轻餐饮等多种餐饮服务。目前，公司拥有 17 家餐饮店，其中直营店 15 家，参股经营店 1 家，加盟店 1 家，餐饮店分别处于广州市荔湾区、越秀区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区、增城区和花都区等繁华商圈。

图 40：公司文昌总店



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 41：公司滨江西店



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司餐饮直营店一般建设完成后需要一至两年的培育期，2016 年公司新增四家餐饮直营店，分别是西西地简餐、公益路店、昌岗中店、黄埔大道店，其中除黄埔大道店外，其他三家直营店均在 2016 年贡献收入。公司计划在未来三年，每年新开一至两家餐饮店，在广东省内主要开设直营店，在广东省外以直营店为主，参股或加盟等方式为辅进行扩张，餐饮收入有望继续提高。

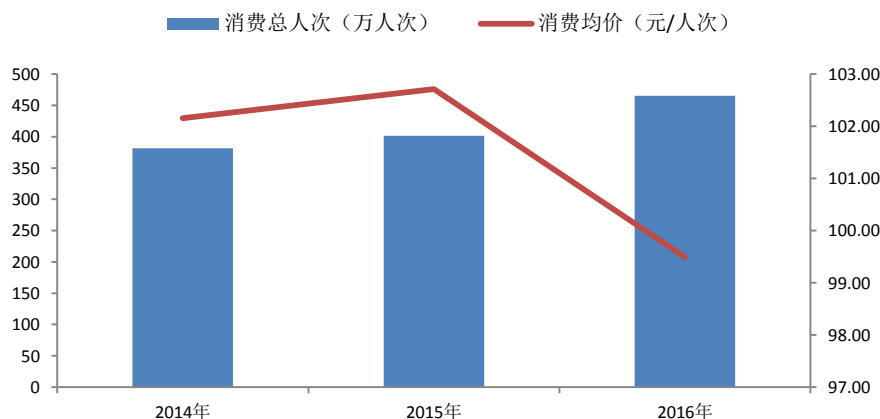
表 4：2016 年公司餐饮直营店营业情况

	营业面积（平方米）	人均消费（元）	消费总人次（万人次）
文昌店	6816	78.79	131.06
滨江西店	5470	88.88	74.9
体育东店	5000	129.07	87.83
东山店	2960	78.91	36.04
江畔红楼店	3373	72.45	33.7
白云新城店	4020	135.37	25.88
珠江国际大厦店	4926	131.32	33.78
逸景店	5209	159.43	21.55
临江大道店	2959	143.91	27.33
南昆山店（2015 年）	2488	101.15	12.98
环市东店（2015 年）	2141.5	103.49	31.33
西西地简餐（2016 年）	120	47.06	4.17
公益路店（2016 年，控股 41%）	6825.8	114.16	17.22
昌岗中店（2016 年）	4336.7	85.88	16.8

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司餐饮服务定位于大众消费，除去西西地简餐外，各大餐饮自营店人均消费均价基本在百元左右。“广州酒家”品牌在餐饮业具有较高的品牌知名度和品牌忠诚度，2016 年公司消费总人数为 465.43 万人次，同比增长 15.95%。

图 42：公司餐饮业务消费总人次和消费均价变动情况



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司餐饮业务定位大众化餐饮，主要面向广东市场，提供的是广式菜系，如广州文昌鸡、麻皮乳猪、玉环瑶柱脯、油焗羔蟹、椰香咖喱蟹等，人均消费大约在 47-160 元之间。可比公司西安饮食主要面向西安市场，主要提供西安地区特色菜，人均消费大概在 72-115 元之间；全聚德集“全鸭席”和 400 多道特色菜品于一体，人均消费较高，大约在 89-202 元之间（不包括婚宴），对比三家公司，公司餐饮业务毛利率相对较高，2016 年西安饮食、全聚德以及公司毛利率分别为 29.11%、68.34%以及 61.33%，公司盈利能力较好。

表 5：可比公司餐饮业务对比情况

	西安饮食	全聚德	公司
主要产品	羊肉泡馍、葫芦头泡馍、葫芦鸡、饺子宴、369 烤鸭等	北京烤鸭、芥末鸭掌、盐水鸭肝、火燎鸭心、鸭架汤等	广州文昌鸡、麻皮乳猪、玉环瑶柱脯、油焗羔蟹、椰香咖喱蟹等
人均消费（元）	72-115	89-202	47-160
2016 年餐饮收入（万元）	35,259.59	134,568.18	46,307.76
2016 年毛利率	29.11%	68.34%	61.33%

资料来源：Wind，各公司官网，大众点评，华金证券研究所

#### （四）募投项目进展顺利，有助突破产能瓶颈

公司本次募集资金 61,473 万元，将全部用于建设食品生产基地（广州）扩建项目、食品零售网络项目、电子商务平台扩建项目、餐饮门店建设项目以及技术研发中心建设项目，项目建成后，将全面扩大公司产能，完善线上线下相结合的立体化营销网络，有助于满足业务的快速发展的需要，提高公司的盈利能力。

表 6：募投项目详细情况

项目名称	总投资额（万元）	建设期	达产后年销售收入（亿元）
食品生产基地（广州）扩建项目	21,303	3 年	7.61
食品零售网络项目	12,283	3 年	4.74
电子商务平台扩建项目	9,462	2 年	2.58
餐饮门店建设项目	14,038	6 个月	广州：1.27；深圳：0.96
技术研发中心建设项目	4,387	2 年	
合计	61,473		

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华金证券研究所

食品生产基地（广州）扩建项目：项目产品为广式特色食品，主要包括传统节日食品、盒饭、广式点心、广式腊味、广式包点等。总投资为 27,819 万元，达产后可形成 2.55 万吨/年的产能，达产年销售收入 76,112.27 万元。

食品零售网络项目：拟在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地建设 230 家直营店。项目通过开展连锁经营模式，进一步巩固广州市场，拓展周边的深圳、东莞、中山和珠海等新兴市场，同时通过推出简餐店，满足上班族、城市白领及社区居民对快捷、简便餐饮服务的需求。项目建设期为 3 年，各年开店数分别为 60 家、80 家和 90 家。每个门店建设期总计为 1 个月，深圳办事处装修则预计 2 个月时间完成。截至 2016 年 12 月 31 日，该项目投资 315.78 万元。

电子商务平台扩建项目：主要为办公场地及仓库的装修改造，第一年完成广州运营中心、呼叫中心及仓库以及深圳、武汉和上海仓库的建设；第二年完成北京和成都仓库的建设。截至 2016 年 12 月 31 日，该项目投资 56.24 万元。

餐饮门店建设项目：拟在广州、深圳均建设 2 家餐饮店。各门店具体地址主要选择人流量较大、临近餐饮需求消费群的区域，各餐饮门店建设期均为 6 个月。截至 2016 年 12 月 31 日，该项目投资 198.94 万元。



## 五、盈利预测与估值

公司具有稳定的商业模式和可预期的盈利能力，根据该背景，我们做出了以下假设，并对公司的盈利和估值进行预计，在此基础上给出相应的投资建议。

### （一）主要假设

公司营业收入来源食品制造和餐饮服务。

在食品制造中，月饼销售收入占比较高，公司所生产的是广式月饼，市场占比较高，深受广大消费者喜爱，月饼生产线产能趋于饱和状态，随着公司产能扩建和网络销售等项目的不断推进，公司未来月饼销售有望保持稳定增长。其次，随着人均收入水平的上升，消费习惯的转变，速冻食品和腊味食品行业保持良好的增长，公司近几年来这两块业务也保持较好的增长态势，随着募投项目的投产，公司速冻食品和腊味食品销售收入占比有望提升。

在餐饮服务业，公司在广东地区具有较高的知名度，并且随着大众化餐饮已经成为广东省主要餐饮业态，公司顺应趋势，定位于大众消费，消费均价在百元左右，未来，公司主要着重于广东市场，预计每年新开一至两家餐饮店，餐饮收入将会进一步提高。公司食品制造和餐饮服务具有相互协同作用，双主业驱动，未来营业收入有保障。

因此，我们预计公司2017至2019年可实现营收分别为216,808.22、259,342.67、306,057.32万元，毛利率分别为53.07%、52.67%、52.39%。

表7：主营业务收入预测情况（单位：万元）

项目	指标	2016A	2017E	2018E	2019E
食品制造业务	营业收入	144,533.23	155,944.41	185,799.84	222,204.44
	YOY	10.94%	7.90%	19.14%	19.59%
	毛利率	49.40%	48.91%	48.31%	48.08%
餐饮业务	营业收入	46,307.76	57,060.61	68,978.98	78,376.27
	YOY	12.32%	23.22%	20.89%	13.62%
	毛利率	61.33%	61.50%	61.50%	61.50%
其他业务	营业收入	2,765.06	3,803.20	4,563.84	5,476.61
	YOY	29.03%	37.54%	20.00%	20.00%
	毛利率	97.81%	97.00%	97.00%	97.00%
合计	营业收入	193,606.05	216,808.22	259,342.67	306,057.32
	YOY	11.49%	11.98%	19.62%	18.01%
	毛利率	52.94%	53.07%	52.67%	52.39%

资料来源：Wind，华金证券研究所

### （二）估值与投资建议

我们选取同行业业务相近公司作为可比公司进行比较，具体见下：

表 8：可比公司估值

代码	证券简称	最新价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
002695.SZ	煌上煌	20.19	100.94	114.45	76.07	58.81	0.18	0.27	0.34
002216.SZ	三全食品	8.96	73.04	185.05	76.84	47.38	0.05	0.12	0.19
002186.SZ	全聚德	19.91	61.42	44.00	40.02	36.19	0.45	0.50	0.55
603886.SH	元祖股份	23.42	56.21	44.98	37.35	32.45	0.69	0.63	0.72
000721.SZ	西安饮食	6.96	34.73	281.22	170.17	154.67	0.02	0.04	0.05
	均值	15.89	65.27	133.94	80.09	65.90	0.28	0.31	0.37
603043.SH	23.86	96.39	36.14	30.93	26.11	0.75	0.77	0.91	0.89

资料来源：Wind，华金证券研究所

注：数据日期为2017年10月27日

考虑到公司在广东地区具有较高的知名度以及门店等扩张情况，参考同行业以及可比公司估值水平，我们认为公司2018年合理估值为30X，对应目标价27元，维持增持-A建议。

## 六、风险提示

- 食品安全风险；
- 区域市场经营风险；
- 单一产品重大依赖风险；
- 原材料价格上涨的风险。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,736.5	1,936.1	2,168.1	2,593.4	3,060.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	828.1	911.0	1,017.5	1,227.4	1,457.0	营业收入增长率	11.7%	11.5%	12.0%	19.6%	18.0%
营业税费	38.7	30.1	26.0	35.0	41.3	营业利润增长率	2.8%	15.1%	13.9%	17.6%	14.2%
销售费用	411.3	474.9	534.4	629.9	749.5	净利润增长率	4.3%	13.7%	13.7%	17.3%	14.0%
管理费用	160.8	176.9	197.3	236.5	279.1	EBITDA 增长率	2.7%	14.4%	15.2%	25.8%	15.2%
财务费用	-6.5	-8.6	-6.8	-5.4	-3.5	EBIT 增长率	2.3%	14.7%	14.8%	18.3%	14.8%
资产减值损失	1.5	3.5	2.5	2.5	2.8	NOPLAT 增长率	0.9%	15.8%	14.9%	18.3%	14.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.0%	-17.3%	182.5%	51.2%	-9.6%
投资和汇兑收益	2.2	2.4	2.5	2.5	2.5	净资产增长率	22.2%	11.2%	96.7%	19.1%	18.3%
<b>营业利润</b>	304.6	350.7	399.6	469.9	536.8	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	7.4	4.0	7.0	7.0	7.0	毛利率	52.3%	52.9%	53.1%	52.7%	52.4%
<b>利润总额</b>	312.0	354.7	406.6	476.9	543.8	营业利润率	17.5%	18.1%	18.4%	18.1%	17.5%
减:所得税	80.4	88.9	101.7	119.2	136.0	净利润率	13.5%	13.8%	14.0%	13.7%	13.3%
<b>净利润</b>	234.6	266.7	303.3	355.7	405.6	EBITDA/营业收入	18.7%	19.2%	19.7%	20.7%	20.2%
						EBIT/营业收入	17.2%	17.7%	18.1%	17.9%	17.4%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	26.2%	28.4%	16.9%	17.3%	16.4%
货币资金	612.9	733.6	1,429.7	1,628.8	2,111.7	负债权益比	35.5%	39.7%	20.3%	20.9%	19.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.61	2.49	4.49	4.18	4.82
应收帐款	66.4	76.2	92.4	112.2	134.3	速动比率	2.27	2.18	4.11	3.79	4.41
应收票据	-	0.4	0.1	0.5	0.2	利息保障倍数	-46.03	-39.69	-57.89	-86.79	-150.40
预付帐款	1.5	1.6	1.9	2.4	2.7	<b>营运能力</b>					
存货	104.0	117.1	142.9	181.0	207.6	固定资产周转天数	50	47	46	61	70
其他流动资产	0.0	5.8	14.0	6.0	6.5	流动营业资本周转天数	-28	-28	-25	-20	-19
可供出售金融资产	1.0	4.0	4.0	4.0	4.0	流动资产周转天数	147	160	217	251	258
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	13	13	14	14	15
长期股权投资	2.8	0.8	0.8	0.8	0.8	存货周转天数	19	21	22	22	23
投资性房地产	15.4	14.8	14.8	14.8	14.8	总资产周转天数	221	231	297	343	344
固定资产	244.0	263.8	295.6	579.0	614.3	投资资本周转天数	28	25	39	61	59
在建工程	11.0	12.3	156.3	83.6	-	<b>费用率</b>					
无形资产	24.0	23.3	26.8	29.9	28.1	销售费用率	23.7%	24.5%	24.7%	24.3%	24.5%
其他非流动资产	75.6	74.4	71.6	50.6	26.8	管理费用率	9.3%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
<b>资产总额</b>	1,158.6	1,328.2	2,250.8	2,693.6	3,151.6	财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	32.6%	33.2%	33.4%	33.2%	33.5%
应付帐款	160.2	216.5	218.8	285.0	322.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	27.5%	28.3%	16.3%	16.0%	15.5%
其他流动负债	140.1	158.2	155.5	176.9	188.6	ROA	20.0%	20.0%	13.5%	13.3%	12.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	177.1%	171.0%	237.6%	99.4%	75.5%
其他非流动负债	3.5	2.7	6.1	3.5	4.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	303.8	377.4	380.4	465.4	515.6	DPS(元)	0.44	0.48	-	-	-
少数股东权益	0.4	6.7	8.4	10.4	12.6	分红比率	75.4%	73.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	354.0	354.0	404.0	404.0	404.0	股息收益率	1.9%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	500.5	590.1	1,458.1	1,813.8	2,219.4						
<b>股东权益</b>	854.9	950.8	1,870.5	2,228.2	2,636.0						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	231.6	265.8	303.3	355.7	405.6	EPS(元)	0.58	0.66	0.75	0.88	1.00
加:折旧和摊销	47.0	58.4	34.8	73.2	86.1	BVPS(元)	2.12	2.34	4.61	5.49	6.49
资产减值准备	1.5	3.5	-	-	-	PE(X)	39.3	34.6	30.4	25.9	22.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.8	9.8	5.0	4.2	3.5
财务费用	-	-	-6.8	-5.4	-3.5	P/FCF	44.0	31.5	119.9	52.4	20.2
投资损失	-2.2	-2.4	-2.5	-2.5	-2.5	P/S	5.3	4.8	4.3	3.6	3.0
少数股东损益	-3.0	-0.9	1.7	2.0	2.2	EV/EBITDA	22.7	19.6	18.0	14.0	11.4
营运资金的变动	-5.6	60.1	-44.3	55.2	24.9	CAGR(%)	15.6%	15.3%	10.9%	15.6%	15.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	271.6	376.4	286.2	478.3	512.8	PEG	2.5	2.3	2.8	1.7	1.5
投资活动产生现金流量	-80.4	-81.2	-211.5	-284.5	-33.5	ROIC/WACC	16.9	16.3	22.6	9.5	7.2
融资活动产生现金流量	-76.2	-174.5	621.5	5.4	3.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇、叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn