



Research and
Development Center

餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发

—— 广州酒家（603043.SH）首次覆盖

2018年3月13日

王见鹿 食品饮料行业分析师

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

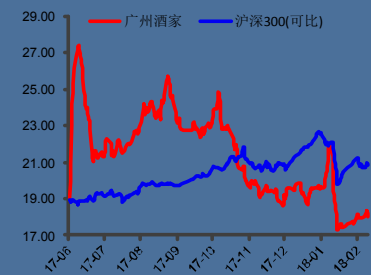
广州酒家 (603043.sh)



首次评级

王见鹿 行业分析师
执业编号: S1500517100001
联系电话: +86 21 61678591
邮箱: wangjianlu@cindasc.com

广州酒家相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.3.12)

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 18.42 |
| 52周内股价波动区间(元) | 28.30-16.80 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 6.66 |
| 总股本(亿股) | 4.04 |
| 流通A股比例(%) | 12.38 |
| 总市值(亿元) | 74.42 |

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

餐饮全产业链布局, 新版图蓄势待发

餐饮与食品制造业务相辅相成

2018年03月13日

本期内容提要:

- ◆ **老字号餐饮集团, 新兴业务增长空间广阔。** 1) 食品制造方面, 月饼(40%)是公司传统优势板块, 新兴板块速冻(14%)和腊味(8%)发展速度不容小觑; 餐饮业务方面, 公司直营15家门店经营稳健, 16年同店收入增速为正。2) 公司通过销售包装方便食品切入餐饮产业链的2B/2C领域, 主打广式速冻蒸点, 实质上是广州酒家餐饮场景的延伸, 和其他传统速冻品牌形成差异化竞争, 产品供不应求。3) 老字号餐饮品牌意味着公司的新业务有消费者基础; 品牌自带流量也帮助公司实现与电商平台的紧密合作, 占据增量渠道入口。
- ◆ **餐饮产业链变革, 带来新增长红利。** 1) 餐饮标准化和消费场景化正推动中国餐饮产业链的变革。2) 消费升级叠加政策利好, 带来餐饮及相关食品板块增长红利。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 中性预期下, 我们预计广州酒家17-19年的收入分别达23.07/27.59/32.98亿元, 增速19.16%/19.58%/19.55%; 对应归母净利润2.99/3.73/4.45亿元, 增速11.93%/24.79%/19.38%; EPS为0.74元/0.92元/1.10元; 对应EBIT为3.93/4.91/5.88亿元。由于可比公司涉及海外上市, 故统一用EV/EBIT倍数进行估值, 参考行业中位数19.3x, EV值应为95.4亿元, 总市值95.3亿元, 价格23.6元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 1) 募投项目18年下半年逐步投产, 且公司近期公告5,000万元设立利口福(梅州)公司, 产能扩张有望比当前盈利假设更乐观。2) 通过电商等新零售渠道获得市场增量。
- ◆ **风险因素:** 1) 产能受限; 2) 跨省经营有待考验; 3) 人力成本密集, 自动化率有待提高; 4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击; 5) 员工激励机制有待加强; 6) 食品安全风险; 7) 募投项目达产不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,736.54 | 1,936.06 | 2,306.94 | 2,758.73 | 3,298.01 |
| 同比(%) | 11.65% | 11.49% | 19.16% | 19.58% | 19.55% |
| 归属母公司净利润 | 234.63 | 266.72 | 298.55 | 372.57 | 444.78 |
| 同比(%) | 4.27% | 13.67% | 11.93% | 24.79% | 19.38% |
| 毛利率(%) | 52.31% | 52.94% | 51.94% | 52.39% | 52.62% |
| ROE(%) | 30.20% | 29.66% | 21.57% | 18.91% | 19.35% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.58 | 0.66 | 0.74 | 0.92 | 1.10 |
| P/E | 32 | 28 | 25 | 20 | 17 |
| P/B | 8.71 | 7.88 | 4.08 | 3.52 | 3.00 |
| EV/EBITDA | 18.16 | 15.79 | 17.36 | 13.93 | 11.51 |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测注: 股价为2018年03月12日收盘价

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 投资聚焦 | 1 |
| 公司简介 | 3 |
| 股权结构 | 3 |
| 主营业务 | 4 |
| 公司所处餐饮产业链现状 | 7 |
| 传统餐饮产业链——行业门槛低，竞争激烈，淘汰率高 | 7 |
| 两大趋势促使行业内优势企业主动延伸产业链——餐饮标准化和消费场景化 | 8 |
| 消费升级叠加政策利好，带来餐饮及相关食品板块增长红利 | 12 |
| 广州酒家核心竞争力 | 17 |
| 月饼板块品牌优势明显，为公司发展提供稳定现金流 | 17 |
| 渠道布局亮点足，持续带动公司销售 | 23 |
| 与竞争对手对比 | 29 |
| 盈利预测、估值与投资评级 | 30 |
| 风险因素 | 34 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1 2016 年广州酒家餐饮直营门店经营情况 (平米, 万/平米, %) | 6 |
| 表 2 餐饮企业向产业链上下游延伸情况概览 | 10 |
| 表 3 2017 年中秋节网购排名 | 18 |
| 表 4 茶点品类连锁品牌规模及总部所在地 | 21 |
| 表 5 广州酒家所获荣誉 | 22 |
| 表 6 公司各类食品销售渠道及情况 | 24 |
| 表 7 广州酒家与竞争对手盈利能力对比 (截至 2018 年 3 月 12 日收盘价, 亿, %) | 29 |
| 表 8 广州酒家新增产能及达产进度 (万 kg, %) | 30 |
| 表 9 广州酒家盈利预测 (百万元, %) | 31 |
| 表 10 广州酒家中性预测、悲观预测、乐观预测 (百万元, %) | 31 |
| 表 11 主要餐饮上市公司估值对比 (亿元, 倍, %) | 32 |
| 表 12 广州酒家各方法估值对比 (亿元, 元/股) | 33 |

图目录

| | |
|---------------------------|---|
| 图 1 公司历史沿革 | 3 |
| 图 2 公司股权结构 | 4 |
| 图 3 公司旗下品牌 | 5 |
| 图 4 食品制造业务收入增速加快 (万元, %) | 5 |
| 图 5 2016 年公司营收按业务及产品类型分布 | 5 |
| 图 6 食品制造业务中速冻板块增速明显 | 6 |
| 图 7 2011 年至今公司主营业务毛利率 (%) | 7 |
| 图 8 2011 年至今食品制造业务毛利率 (%) | 7 |
| 图 9 传统餐饮行业产业链 | 8 |

| | |
|---|----|
| 图 10 70 年代至今西斯科收入规模及市占率 (亿美元, %) | 9 |
| 图 11 80 年代至今西斯科与行业平均复合增速对比 (%) | 9 |
| 图 12 餐饮产业链正经历变革 | 10 |
| 图 13 上市餐饮企业净利润率对比 (%) | 11 |
| 图 14 上市餐饮企业 ROE 水平对比 (%) | 12 |
| 图 15 城镇居民消费结构占比变化趋势 (%) | 13 |
| 图 16 中国消费者餐饮花费 (万亿元, %) | 14 |
| 图 17 O2O 外卖增长迅速 (亿元, %) | 14 |
| 图 18 2016 年正餐营业额变动 (%) | 14 |
| 图 19 2016 年正餐重点板块占营业额比例 (%) | 14 |
| 图 20 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速 (亿元, %) | 15 |
| 图 21 正餐市场人均消费额及消费人次变化 (%) | 15 |
| 图 22 2012-2017 中国月饼市场销量及销量额预测 (万吨, 亿元) | 16 |
| 图 23 速冻米面制品产量增速回暖 (万吨, %) | 16 |
| 图 24 2015 年 4 月美国消费者在外用餐开支首次超过购买食材开支 (十亿美元) | 16 |
| 图 25 2015 中国人口结构按年龄分布 | 17 |
| 图 26 2012-2017 中国月饼市场销量及销量额预测 | 19 |
| 图 27 不同价位月饼近三年成交量比较 (2014-2016) | 19 |
| 图 28 速冻米面行业市场相对集中 | 20 |
| 图 29 2016 三全、安井和广酒产量、毛利率、单价对比 (万吨, %, 元/500g) | 20 |
| 图 30 美心集团历史沿革 | 22 |
| 图 31 2016 年速冻和腊味的销量增速、单价增速、毛利率增速对比 (%) | 23 |
| 图 32 2014-2016 公司分渠道销售收入及增速 (万元, %) | 24 |
| 图 33 2015-2016 广州酒家食品板块增速 | 24 |
| 图 34 月饼 2016 各渠道销量占比 (%) | 25 |
| 图 35 速冻 2016 各渠道销量占比 (%) | 25 |
| 图 36 腊味 2016 各渠道销量占比 (%) | 25 |
| 图 37 月饼电商销售收入提升带动直销收入增长 (百万元) | 25 |
| 图 38 广式速冻产品依托经销商及商超渠道 (百万元) | 26 |
| 图 39 腊味产品直销增速高 (百万元) | 26 |
| 图 40 广州酒家全渠道概览 | 26 |
| 图 41 公司天猫销售产品品类 | 27 |
| 图 42 餐饮店内食品代销占餐饮营业收入的 20% | 28 |
| 图 43 2014-2016 年公司餐饮门店消费人次 (万次) | 28 |
| 图 44 广州酒家过去 5 年 PE/PB Band | 34 |

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。广州酒家拥有从食材基地到食品制造（月饼、烘焙、速冻和腊味）到食品销售渠道（直营店、连锁店和电商）的一体化产业链，同时拥有 15 家直营餐饮门店，目前的企业架构完全源于 30 多年来的内生发展。公司看准的一方面是通过食品制造，乃至食材调度、零售、外卖服务等餐饮全产业链的全掌控来追求收益率提升，另一方面利用大规模经济性来追求成本优势。

我们认为广州酒家的业务布局符合餐饮产业链正经历的餐饮标准化和消费场景化的两大变革。公司有望借助其“老字号”品牌优势，强势切入潜力板块，市场空间广阔。

与市场不同之处。

1、公司不是简单的速冻食品制造企业，其餐饮和食品制造板块相辅相成。

传统速冻食品的行业结构已 10 余年未变，在总量未增的背景下，自我变革的力量明显不足。广州酒家则力求通过包装化，将广式餐饮带向全国。公司避开传统汤圆、水饺等速冻面点的“红海”，与传统速冻品牌如三全形成差异化，零售价格 9.35 元/500g，高于安井和三全的 4.35 元/500g 和 4.85 元/500g，弥补了市场上缺少较高端速冻品类的空白。

作为已经经营 83 年以上的老字号，广州酒家多年品牌积累和老字号带来的影响力已经深入人心，也意味着公司相较于其他食品制造企业更有消费者基础，这是品牌餐饮企业的核心护城河之一。毕竟，对于认可“广州酒家”的食客来说，其速冻、腊味和烘焙手信等产品也意味着同样可信赖的品质，大大减少了消费者的试错成本。借鉴香港最大饮食集团美心（Maxim）的发展案例，公司依托“广州酒家”品牌，尚有许多潜力板块可供挖掘。

2、公司电商化进程远快于传统食品制造企业。

2012 年，电商初创时期，全年销售收入为 302.71 万元，占同期公司主营业务收入的 0.23%。2016 年，公司电商销售收入达 13,303.93 万元，占同期公司主营业务收入的 6.97%，预计 2017 年这一比例将上升至 10% 以上，产品品类也由月饼拓展至其他包装食品，如腊肠、烘焙食品等。作为餐饮老字号，广州酒家与电商的结合可谓双赢。对于后者来说，由于老字号品牌自带客流量，且消费者口碑很好，吸引老字号加盟线上平台，一方面实现了线下客群向线上的引流，另一方面无形中品牌为平台品质做了背书。因此，广州酒家的线上推广往往是源于电商平台自发的，极大地降低了公司营销费用方面的开支。

3、公司作为国企，经营十分稳健，有望持续为股东贡献股东回报。

广州酒家已经在餐饮全产业链进行布局。我们将已上市的餐饮产业链上企业按照其主营业务构成分为“餐饮”、“餐饮相关食品加工”和“餐饮供应链”三大类，取各企业 2016 年全年的净利润率及 ROE 水平进行横向比较，可以看到，向餐饮产业链上下游延伸的企业，其净利润率和 ROE 也越高。广州酒家在可比公司中 ROIC、ROE 和扣非净利润率方面均表现亮眼，且公司的 ROIC 近三年一直保持在 30% 左右水平，说明公司历史上持续获得高投入产出比，管理能力十分稳健。另外，181 名自然人股东持有上市公司 18.69% 的股份，均为广州酒家高管及老员工，目前无减持计划，利益上与公司形成绑定，为更好的经营起到促进作用。

股价催化剂。

1、募投项目释放产能、门店扩张，拓宽渠道。

公司 IPO 募集资金共 6.14 亿元，主要用于：1) 食品制造业务的产能扩张、销售渠道的拓宽以及技术研发；2) 餐饮门店的扩张。公司年产 2.55 万吨利口福食品生产基地扩建项目计划于 18 年下半年逐步投放，扩产后合计产能约为 5.66 万吨，相较目前约 3.01 万吨的食品产能，增长 84.7%。另据广州酒家 3 月 10 日公告，公司全资子公司利口福公司拟以自有资金出资 5,000 万元投资设立“利口福（梅州）公司”，投资目的发展食品制造业务，公司产能扩张比盈利预期更乐观。

2、电商业务持续拓展，将通过新渠道获得市场增量。

广州酒家已与天猫、口碑等平台实现了多点合作。2017 年 11 月，天猫正式启动“国品计划”，助力传统品牌焕新，力求通过新手段为老字号注入新生机。作为计划的第一批企业，广州酒家和知味观、稻香村、新雅杏花楼以及大龙登陆天猫平台。公司也正在和阿里系企业合作开发其他可直接加热享用的标准化半成品，力争将产品渗透至更多新零售渠道。

盈利预测与投资评级：中性预期下，我们预计广州酒家 17-19 年的收入分别达 23.07/27.59/32.98 亿元，增速 19.16%/19.58%/19.55%；对应归母净利润 2.99/3.73/4.45 亿元，增速 11.93%/24.79%/19.38%；EPS 为 0.74 元/0.92 元/1.10 元；对应 EBIT 为 3.93/4.91/5.88 亿元。18 年行业可比公司的 EV/EBIT 倍数中位数为 19.3x，而公司该倍数为 15.0x；若参考行业中位数估值，公司 EV 应为 95.4 亿元，减去公司净负债并加回其现金资产后，总市值应 95.3 亿元，对应价格 23.6 元/股。

核心假设

- 1、公司主营业务收入分为食品制造业和餐饮两个板块，食品制造业包含月饼、腊味、速冻、蛋糕西点、盒饭，餐饮门店主要集中在广州、深圳。
- 2、食品制造业务的产能扩张以公司募投项目披露信息匡算，年产 2.55 万吨利口福扩建项目计划于 18 年下半年逐步投放。2018-2023 年末食品制造分别增加产能 338.8、828.17、1461.89、2160.27、2601.61、2701 万 kg。
- 3、基于对食品制造业单品单价及产销率的预估不同，我们做出三种预期：乐观预期、中性预期、悲观预期，乐观预期假设产品高端化带来产品毛利率提升约 2.5%，同时公司产销率更高；中性预期假设产品高端化带来产品毛利率提升约 1.5%；悲观预期无通胀带来的单价影响，无高端化带来毛利率增长，毛利率保持 2016 年现状。
- 4、餐饮业务 2017-2019 年业务营业收入增速 15%、18.66%、23.09%，维持餐饮毛利率水平不变；
- 5、中性预期 2017-2019 年的三项费用率保持不变，销售费用率维持 24.53%，管理费用率和财务费用率分别为 9.13% 和 0%；乐观预期销售费用在规模效应提升后逐年降低 1%，管理费用率和财务费用率维持不变；悲观预期销售费用率逐年提升 1%。
- 6、公司每年按投资完成进度进行固定资产转固，计提折旧比率为 5%。
- 7、公司所得税 25%。

风险因素

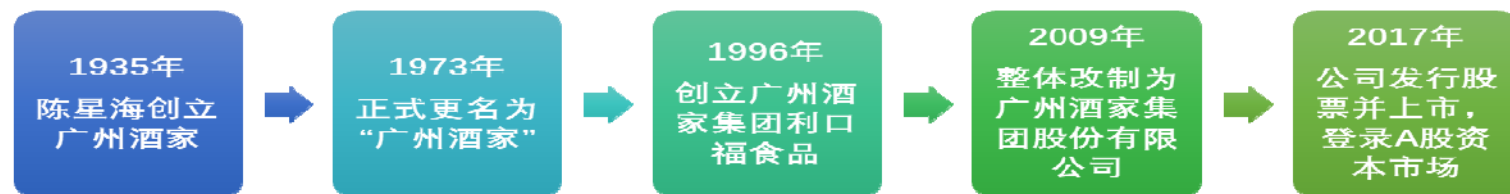
- 1) 产能受限；2) 外省几乎无销售终端，跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 政策对公司的打击；5) 激励机制较弱；6) 食品安全风险；7) 项目达产速度不及预期。

公司简介

广州酒家迄今已有 80 多年的历史，是广州国资委旗下的“中华老字号”企业，最初以经营传统粤菜驰名，素有“食在广州第一家”之美誉。

公司 1973 年改制为国营“广州酒家”，1996 年成立利口福食品，拥有从食材基地到食品制造（月饼、烘焙、速冻和腊味）到食品销售渠道（直营店、连锁店和电商）的一体化产业链，同时拥有 16 家餐饮门店。目前的企业架构完全源于 30 多年来的内生发展，公司看准的一方面是通过食品制造，乃至食材调度、零售、外卖服务等餐饮全产业链的全掌控来追求收益率提升，另一方面利用大规模经济性来追求成本优势。

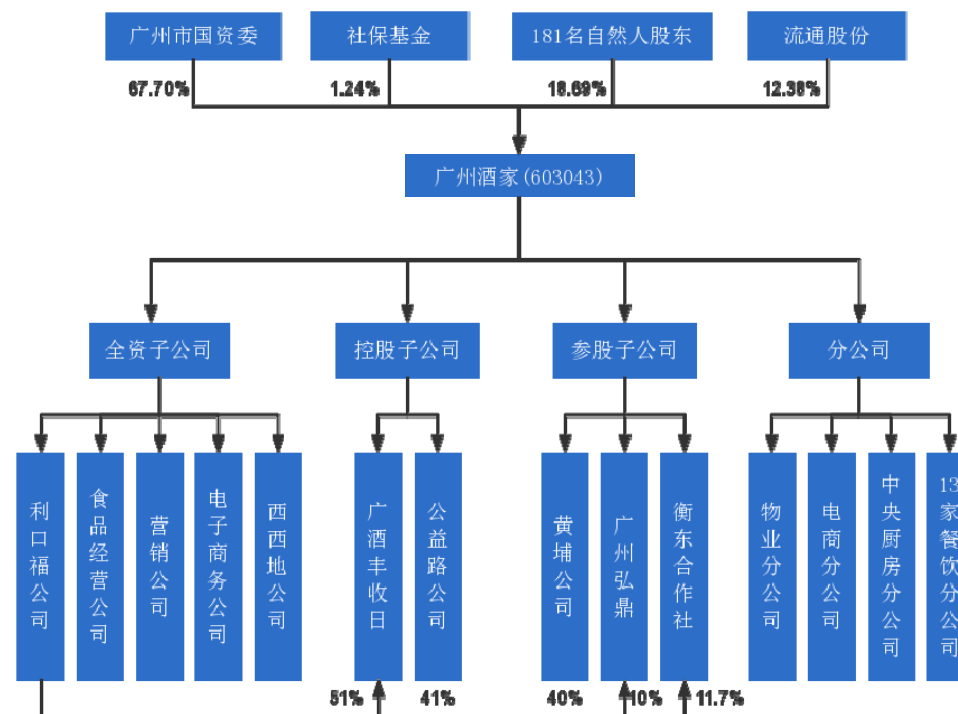
图 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司股权结构

公司是经广州市国资委批准，由广酒有限吸收合并原文昌公司、滨江西公司、体育东公司后整体变更设立的股份有限公司。公司 2017 年 6 月登陆 A 股后，广州市国资委持有公司股份比例为 67.7%，是公司的控股股东、实际控制人，剩余 18.69% 的股权为原文昌公司、滨江西公司、体育东公司的 181 名职工。

图 2 公司股权结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司鼓励员工持股，181名自然人股东均为广州酒家高管及老员工，利益上与公司形成绑定，为更好的经营起到促进作用。

公司主营业务

公司主营业务包括食品制造与餐饮服务，截止2016年末，分别占营收的74.65%和23.92%。

①食品制造方面：公司产品有很浓重的地域特色，主要生产“利口福”、“秋之风”等知名品牌的月饼系列食品（以月饼产品和馅料产品为主）、速冻广式包点、广式腊味、面包西点、广式手信、饼酥、盒饭及休闲食品。2017 期中报告期末，食品板块已拥有 114 家饼屋直营店，44 家饼屋加盟店。

②餐饮服务方面：公司主要提供以“广州酒家”为核心品牌的粤菜和广式点心服务，并逐步尝试多业态的餐饮服务。作为提供传统粤菜餐饮服务的老字号酒家，公司的“广州酒家”品牌在餐饮业消费群体中具有很高认知度。2017 期中报告期末，公

公司拥有 15 家餐饮直营店、1 家餐饮参股经营店。

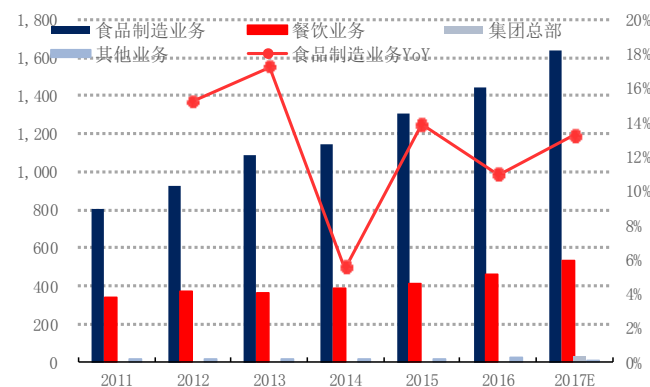
图 3 公司旗下品牌



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

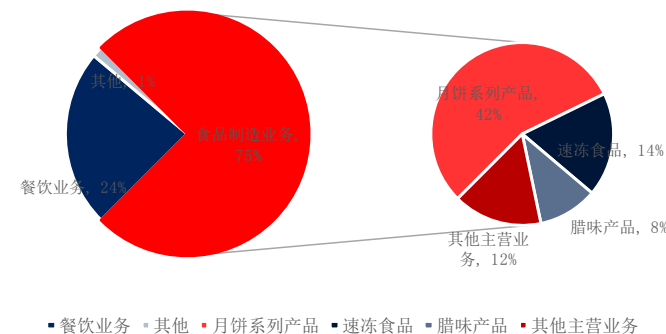
2017 上半年，公司实现营业收入 6.87 亿元，同比增长 18.20%；其中，公司食品制造业务收入 3.9 亿元，同比增长 13.4%；餐饮业务收入 2.78 亿元，同比增长 30.0%。鉴于于公司的主营产品月饼的销售旺季在下半年，其食品制造板块下半年收入将环比大幅提升。

图 4 食品制造业务收入增速加快（万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5 2016 年公司营收按业务及产品类型分布

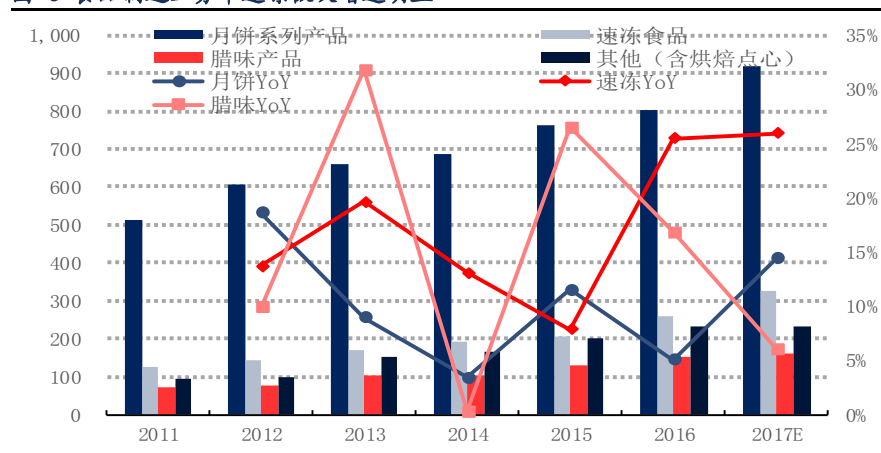


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

食品制造业务中，月饼系列产品占营业收入比例超 40%，是食品制造业务最大板块。但品牌月饼市场近年来行业整体受送礼需求急剧下降的影响，发展增速放缓，导致公司月饼系列产品收入增速亦持续走低，仅在 2015 年略有回暖。速冻和腊味是公

司食品制造业务的新兴板块,发展速度不容小觑。其中,速冻产品收入增速 2016 年达到 25.5%,我们预计 2017 年增速 26.0% 左右;腊味产品收入对应两年增速则分别为 16.8%和 6.0%。

图 6 食品制造业务中速冻板块增速明显



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

餐饮业务方面,公司目前直营 15 家广州酒家门店,发展十分稳健:截止 2016 年末,公司合计经营门店面积 56,186 平方米,年均坪效 0.97 万元/坪,可比门店的同店收入增速 0.03%,其中 2011 年以后开业的门店均保持较高同店增速。在传统餐饮行业,同店增长实属不易,可见公司的餐饮业务增长并非仅靠开新店,很大程度上也得益于门店的内生增长。

表 1 2016 年广州酒家餐饮直营门店经营情况 (平米, 万/平米, %)

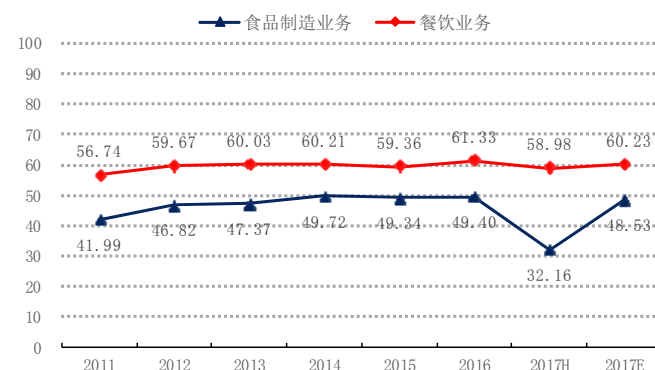
| 序号 | 门店名称 | 开业时间 | 营业面积 (平米) | 培育期(年) | 年坪效 (万/坪) | 同店收入增速 (%) |
|----|-------|------|-----------|--------|-----------|------------|
| 1 | 文昌店 | 2001 | 6816 | 1 | 1.52 | 1.4% |
| 2 | 滨江西店 | 2000 | 5470 | 1 | 1.22 | 1.8% |
| 3 | 体育东店 | 2002 | 5000 | 1 | 2.27 | -5.3% |
| 4 | 东山店 | 2006 | 2960 | 2 | 0.96 | -4.2% |
| 5 | 江畔红楼店 | 2010 | 3373 | 2 | 0.72 | -6.9% |
| 6 | 白云新城店 | 2011 | 4020 | 1 | 0.87 | 6.3% |
| 7 | 珠江国际店 | 2011 | 1926 | 1 | 0.90 | 3.5% |
| 8 | 逸景店 | 2013 | 5209 | 2 | 0.66 | 0.3% |
| 9 | 临江大道店 | 2013 | 2959 | 1 | 1.33 | 9.1% |

| | | | | | | |
|----|-------|------|--------|-----|------|-------|
| 10 | 南昆山店 | 2015 | 2488 | 1 | 0.53 | 0.3% |
| 11 | 环市东店 | 2015 | 2141.5 | 1 | 1.51 | - |
| 12 | 西西地简餐 | 2016 | 120 | - | 1.64 | - |
| 13 | 公益路店 | 2016 | 6825.8 | 0.5 | 0.29 | - |
| 14 | 昌岗中店 | 2016 | 4336.7 | - | 0.33 | - |
| 15 | 黄埔大道店 | 2017 | 2541 | - | - | - |
| | 合计 | | 56,186 | | 0.97 | 0.03% |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

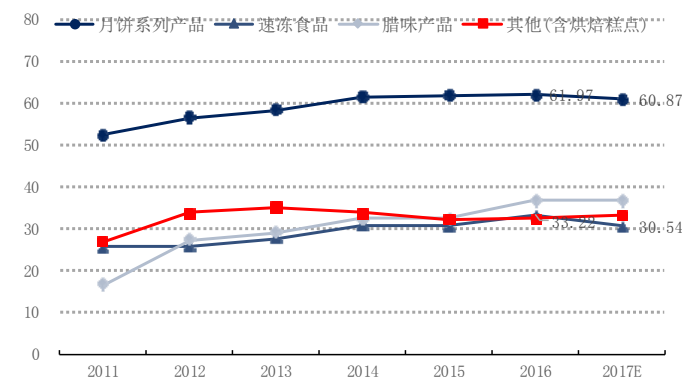
从盈利能力来看，公司食品制造业务毛利率维持 60% 左右，主要系月饼系列产品贡献；速冻及腊味产品的毛利率也稳步提升。2017 年中报食品制造业务毛利率下降原因为未到月饼销售高峰期，我们判断由于公司产品逐步高端化的影响，全年毛利率应与往年相仿。自 2012 年以来的 6 年间，公司餐饮业务毛利率长期维持在 60% 上下，可见其成本管控能力较好。

图 7 2011 年至今公司主营业务毛利率 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8 2011 年至今食品制造业务毛利率 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司所处餐饮产业链现状

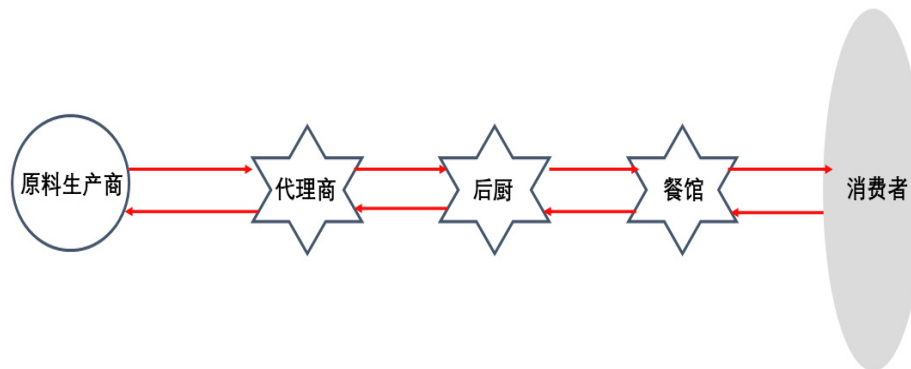
传统餐饮产业链——行业门槛低，竞争激烈，淘汰率高

中国的餐饮产业链尚处于初步发展阶段：代理商从原料生产商处进货，由后厨统一采购和加工，最终通过餐馆触及消费者。鉴于代理商往往控制了较多上游原料资源，餐馆议价能力弱；更关键的是，很多企业并没有深刻理解下游消费者的需求，导

致餐馆同质化现象严重，品牌粘性极小；最后，劳动密集型服务、租金高企也都致使行业淘汰率居高不下。

根据《中国餐饮报告（白皮书 2017）》的数据，餐饮行业处于结构性过剩的状态。餐饮业进入门槛低，从业人数众多，从 2013 年开始从业人数就超过了千万级，2016 年从业者达到 2300 万人，全国餐饮企业数量超过 320 万家。在北上广深四大一线城市，2016 年底约有 57.6 万家店面，但仅在 2016 年下半年就有 16 万家门店关闭。美团点评的数据也印证了餐饮行业“守业难”的局面：北上广深每月餐馆开店超过 3000 家，但每个月倒闭率超过 10%，餐馆易主经营频繁发生。

图 9 传统餐饮行业产业链



资料来源：信达证券研发中心

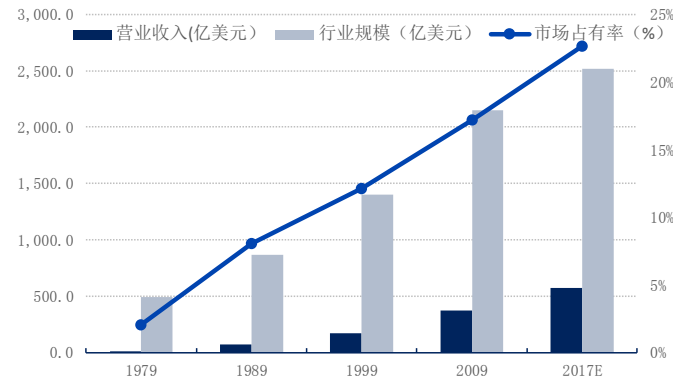
两大趋势促使行业内优势企业主动延伸产业链——餐饮标准化和消费场景化

1) 餐饮标准化推动餐饮供应链发展 (2B)

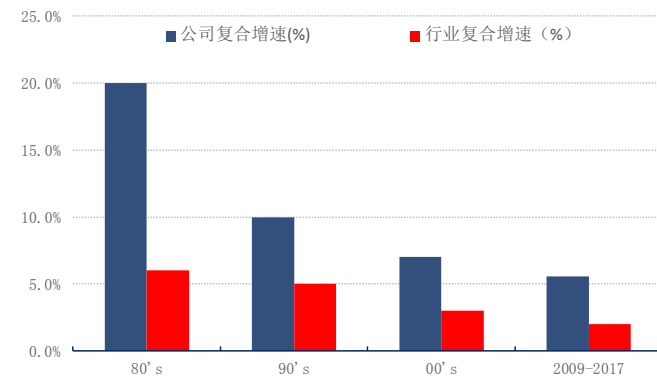
对效率和规模的追求，使得我国的餐饮行业也逐步向“标准化、可复制”的方向发展。很多餐饮从业者意识到，一方面，行业原始而分散的采购体系急需优化整合以适应目前餐饮企业的发展节奏；另一方面，向上游延伸意味着对菜品和核心技术的控制，企业可以通过输出半成品或复合调味料，实现销售规模的快速扩张。

以国家统计局公布的 2017 年全年餐饮行业零售总额匡算，全国餐饮收入 3.96 万亿元，其中年收入超 200 万元的规模以上单位收入合计约 9,751 亿元，假设这类企业中仅 50% 有采购升级需求，则餐饮供应链行业也有约 4,800 亿元的市场规模。

横向对比来看，位于成熟市场北美的知名餐饮供应链企业西斯科 (Sysco, NYSE: SYY) 2017 年全年录得营业收入 570.07 亿美元 (折合约 3,700 亿元)，公司预计其市场空间约为 2,500 亿美元；目前，西斯科市值 311 亿美元 (折合约 2,000 亿元)。

图 10 70 年代至今西斯科收入规模及市占率 (亿美元。%)


资料来源: Capital IQ, SEC, 信达证券研发中心

图 11 80 年代至今西斯科与行业平均复合增速对比 (%)


资料来源: Capital IQ, SEC, 信达证券研发中心

尽管自 2014 年开始,知名连锁企业如真功夫、西贝、海底捞、呷哺呷哺和小南国等均陆续开始涉水上游餐饮供应链环节,但规模尚小。根据功夫鲜食汇的叶尚华介绍,目前中国领先的餐饮供应链企业平均年营业额为 4 亿元人民币,行业发展尚处于蓝海阶段。

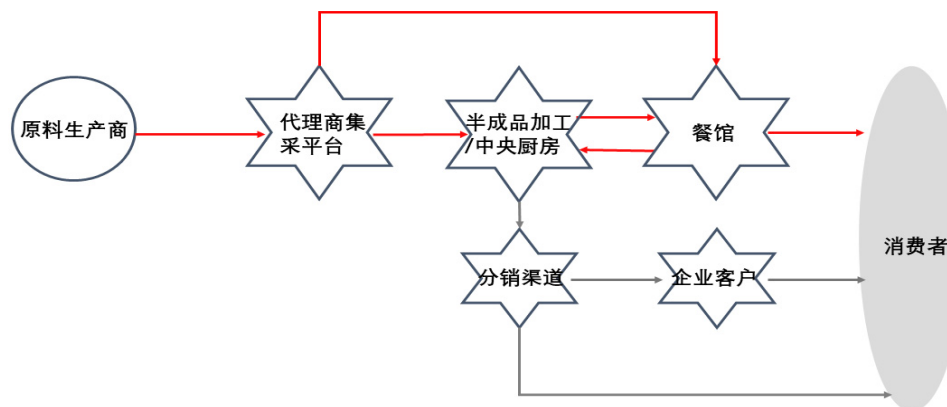
2) 场景化助力餐饮企业向包装方便食品领域延伸 (2C)

场景化是消费升级对于产品特质的必然要求。通过营造和构建合适的场景,可以赋予产品新的形象和生命力。

部分餐饮类企业目前便在引领这场变革——将餐饮产品线向包装方便食品延展,但首要目的不是去参与包装食品行业红海般的竞争,而是定义新的消费场景,使餐饮跳出餐馆这一传统的物理限制,一方面让消费者便捷快速的享受美食,另一方面降低企业自身的人力和租金成本压力。

以海底捞的供应链渠道企业颐海国际推出的自热火锅为例,其潜在消费场景包括:单人吃火锅、旅游景点消费以及部分家庭聚餐吃火锅等,相对于火锅外卖,自热火锅更方便,对企业来说成本也更低。自热火锅保留了传统火锅的口味并迎合了新的消费场景,跨越了餐饮行业的物理障碍;包装化则有望提升消费频次,为企业产业链的横向延展创造了新的路径。

广州酒家则力求通过包装化,将广式餐饮带向全国。公司定位于家庭早餐场景,开发多品类组合的广式速冻蒸点,避开传统汤圆、水饺等速冻面点的“红海”,和其他速冻品牌形成差异化竞争。

图 12 餐饮产业链正经历变革


资料来源：信达证券研发中心

表 2 餐饮企业向产业链上下游延伸情况概览

| 企业名称 | 相关餐饮品牌 | 2B/2C | 产业链延伸模式 | 发展概况 |
|--------|-------------------|-------|----------------|---|
| 功夫鲜食汇 | 真功夫 | 2B | 采购+菜品设计全案总包 | 在全国建有三个供应链基地，还有一个全国调料中心，同时，新的供应链基地也将于 2018 年一期竣工 |
| 颐海国际 | 海底捞 | 2B/2C | 调味品、包装方便食品 | 推出火锅底料及自热小火锅，满足不同消费场景需求。 |
| 蜀海供应链 | 海底捞 | 2B | 采购+菜品设计全案总包 | 为海底捞提供整体供应链托管运营服务；同时从供应商手中收购原材料，搭配出售给餐饮企业。 |
| 呷哺食品公司 | 呷哺呷哺 | 2B/2C | 调味品 | 为餐饮板块的呷哺餐厅和湊湊供应所有门店端的产品；同时推出 11 款针对消费者的火锅底料产品。 |
| 信良记 | 新辣道鱼头 | 2B | 爆款垂直品类供货商 | 以新辣道鱼头的终端门店为基础，依托爆款战略，推出速冻小龙虾、酸菜鱼、牛蛙、香辣蟹等一系列产品，最终建立一个爆品产品库。 |
| 众美联 | 小南国、向阳渔港、外婆家、味千拉面 | 2B | 餐饮酒店 B2B 云采购平台 | 提供“中餐标准化”的整体解决方案及服务，为中国餐饮连锁品牌提供标准化的食材研发、OME 生产、供应链服务。 |

| | | | | |
|-------------|------|-------|------------------------|--|
| 利口福 | 广州酒家 | 2B/2C | 包装方便食品 | 以广州酒家“中华老字号”为依托，向消费者推出速冻类广式点心半成品，并成为上海罗森便利店速冻食品供应商之一。 |
| 西斯科 (Sysco) | | 2B | 连接全产业链环节的一站式采购+服务+咨询企业 | 从原材料供应商开始到终端的消费者，为供应链的每一个环节提供增值服务支持，每年运送的食品箱有 13 亿个之多。 |

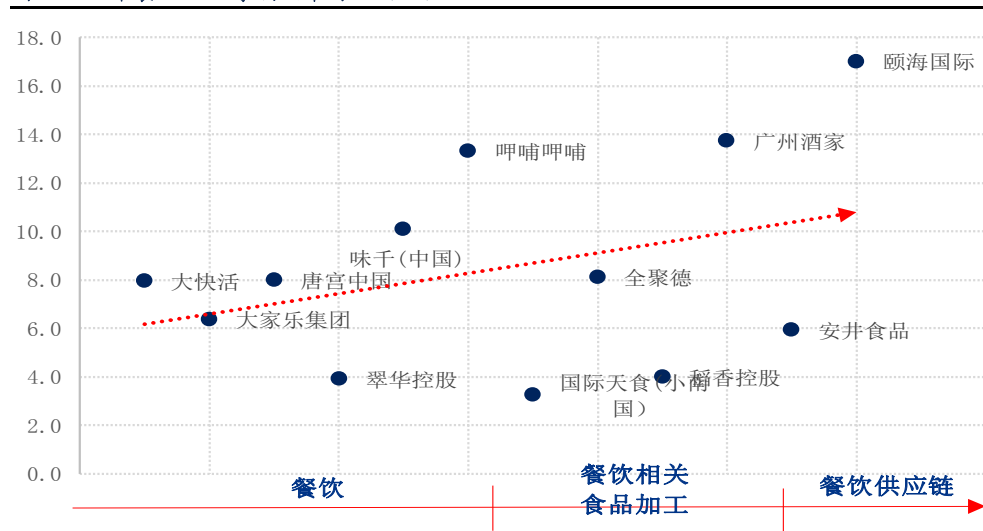
资料来源：信达证券研发中心整理

3) 向餐饮产业链上下游延伸的企业往往意味着更高的股东回报

我们将已上市的餐饮产业链上企业按照其主营业务构成分为“餐饮”、“餐饮相关食品加工”和“餐饮供应链”三大类，取各企业 2016 年全年的净利润率及 ROE 水平进行横向比较。

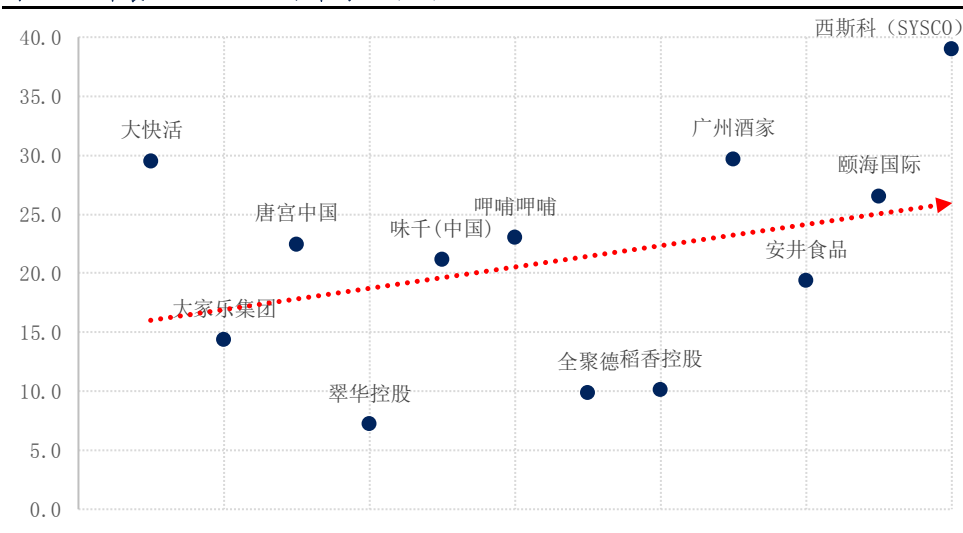
可以看到，除西斯科外，餐饮企业的主营业务越往象限右侧延伸，其净利润率和 ROE 便越高，如广州酒家、颐海国际和呷哺呷哺等。

图 13 上市餐饮企业净利润率对比 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心；数据为 2016 年年报/2017 财年财报

西斯科净利润率较低但 ROE 极高的主要原因可能是公司并无 2C 业务，作为其核心客户群的企业客户对价格十分敏感，公司无法靠赚取价差、而需靠提升资金使用效率为股东持续带来回报。我们认为，随着我国餐饮产业链的进一步发展，部分主营“餐饮供应链”的企业也将逐步体现低净利润率高 ROE 的特质。

图 14 上市餐饮企业 ROE 水平对比 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心；数据为 2016 年年报/2017 财年财报

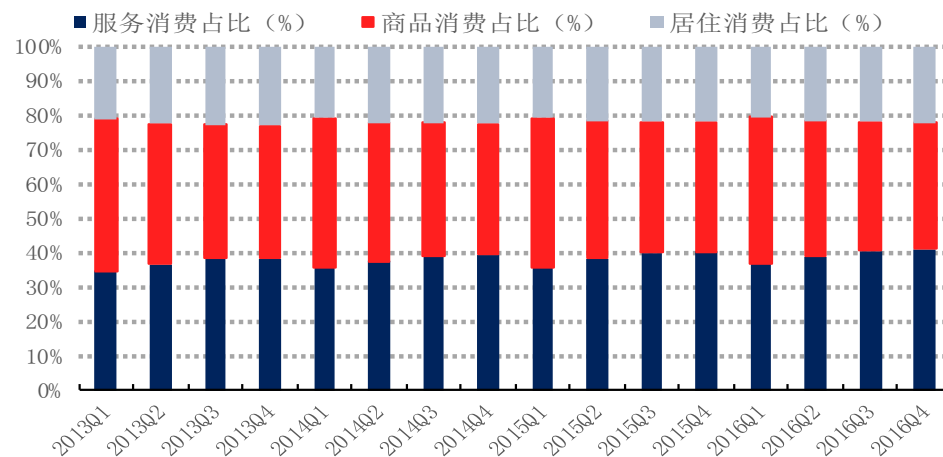
不论是净利润率还是 ROE 水平，广州酒家均较属行业前列，我们因此认为公司作为餐饮产业链上盈利能力水平及其突出的公司，有望持续为股东带来稳定的投资回报。

消费升级叠加政策利好，带来餐饮及相关食品板块增长红利

1) 我国居民消费由商品消费向服务消费转变，在外用餐持续大众化

根据国家统计局数据，2013-2016 年城镇居民用于医疗、教育、娱乐、旅游、交通灯服务性消费的支出占比由 34.7% 上升到 41%，用于居住的支出占比基本保持不变，而用于商品消费（食品和服装）的支出占比则由 44.0% 下降到 36.8%。

外出就餐需求的逐渐增加进一步推动了消费结构升级。中国统计年鉴数据显示，2000 年以来，我国城镇居民人均年度在外用餐支出持续增长，至 2012 年达 1315.09 元，比 2000 年的 287.80 元增长了 356.95%，复合增长率达 13.50%。同时，在外用餐支出占总消费性支出的比例从 2000 年的 5.76% 波动上升到 2012 年的 7.89%。外出用餐需求的上升趋势将使得餐饮在城镇居民整体消费结构中的地位更加重要，并促进我国餐饮行业的进一步增长。

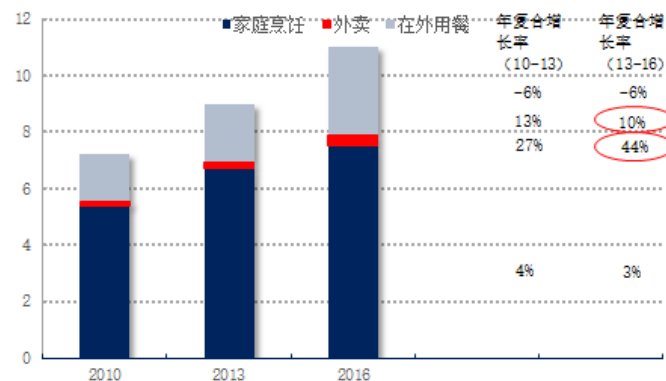
图 15 城镇居民消费结构占比变化趋势 (%)


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

另一方面，我国居民平均收入增长，意味着餐饮从炫耀性消费向大众型消费转变，该趋势自 2015 年以来尤为明显。《2017 中国餐饮业年度报告》数据显示，2016 年正餐行业平均每平米营收为 1.08 万元，每餐位营收为 4.61 万元，人均劳效 23.1 万元。在消费变化上，高档餐饮的人均消费较上年变化下降 0.6%，消费人次较上年变化增长 2.15%。中档餐饮人均消费同比增长 7.06%，消费人次同比下跌 0.58%，大众餐饮人均消费同比增长 5.24%，消费人次同比上涨 7.35%。

2) 餐饮 O2O 快速发展

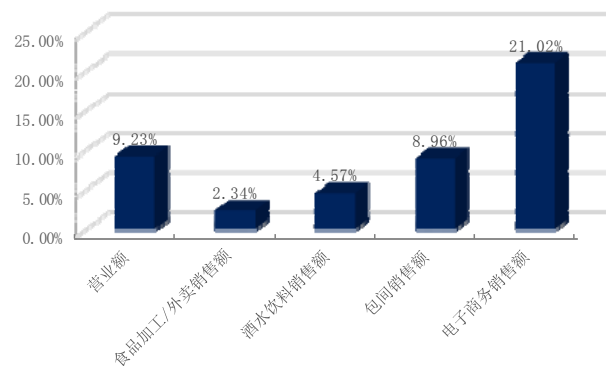
统计局数据显示，从 2013 到 2016 年，我国外卖市场和外出用餐市场的年均复合增速分别约为 44%和 10%。

图 16 中国消费者餐饮花费 (万亿元, %)


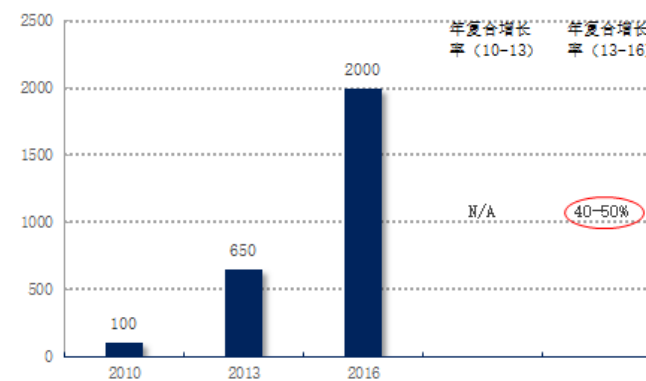
资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

我国传统餐饮产业与互联网这一现代化工具的结合已如火如荼地展开。艾媒咨询报告显示, 2016 年中国在线订餐市场规模达到 1662.4 亿元, 同比增长 33.0%; 2016 年用户规模达到 2.56 亿人, 同比增长 22.5%。

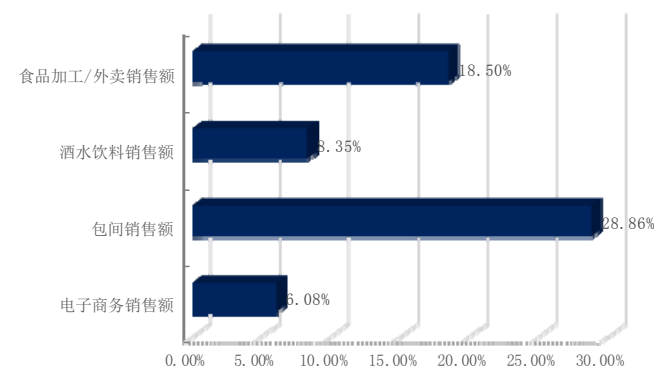
《2017 中国餐饮年度报告》也显示, 2016 年仅正餐市场的电子商务销售额增速即达到 21.02%, 而三大传统板块, 即食品加工/外卖、酒水饮料和包间销售增速分别仅为 2.34%、4.57%和 8.96%, 电子商务对正餐市场营收增速贡献达约 5 个百分点。

图 18 2016 年正餐营业额变动 (%)


资料来源: 《2017 中国餐饮业报告》, 信达证券研发中心

图 17 O2O 外卖增长迅速 (亿元, %)


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 19 2016 年正餐重点板块占营业额比例 (%)


资料来源: 《2017 中国餐饮业报告》, 信达证券研发中心

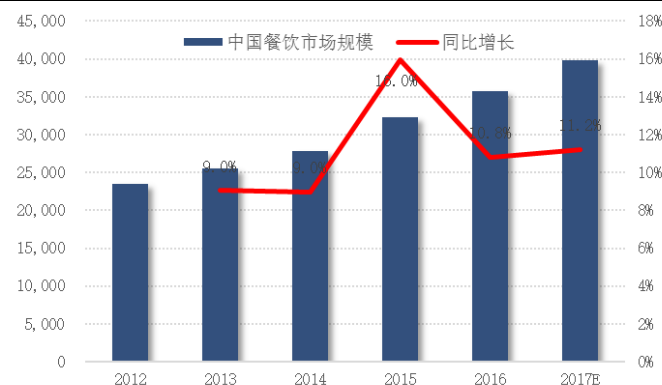
3) “营改增”政策帮助规模化餐饮企业降低税赋成本

2016年3月起，我国开始实施“营改增”政策，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业纳税人由缴纳营业税改为缴纳增值税，增值税率为6%。此前，餐饮企业按照5%的税率全额缴纳营业税。由于营业税是价内税，因此，处于餐饮产业链下游的各大餐饮企业会随着流转环节的增多承受较大的税负，对希望扩大市场份额的餐饮企业造成了不利影响。与之相反，增值税的计税依据是增值额，可以做到流通环节的逐环节增税、逐环节扣税，因此可以避免重复征税，利好规模化餐饮企业。

眉州东坡实施“营改增”企业时对外披露，“营改增”将帮助公司至少提高3%个利润点。广州酒家招股说明书称，2016年实施“营改增”后，公司餐饮成本较上一年度下降7.83%。

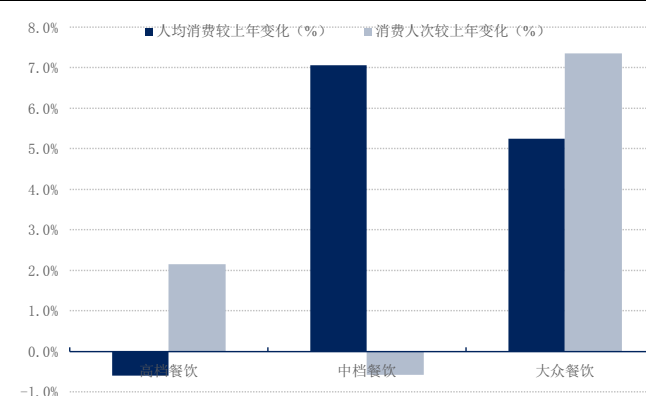
总的来看，餐饮及相关食品板块受结构性红利带动而持续复苏。截止2017年末，餐饮消费、速冻米面制品及节庆月饼消费数据均呈底部反转态势，且增速不断加快。

图 20 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速 (亿元, %)

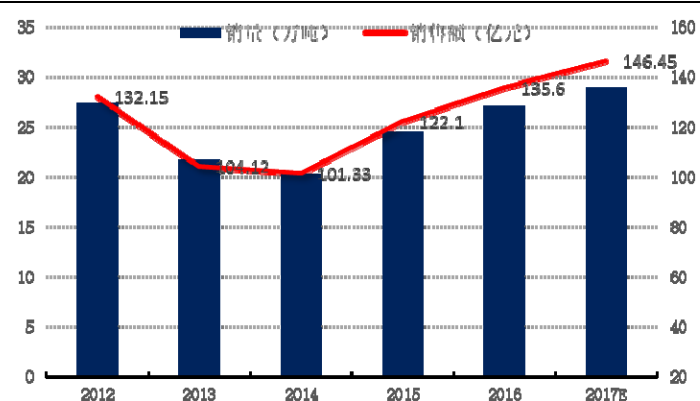


资料来源：第一财经商业数据中心，信达证券研发中心

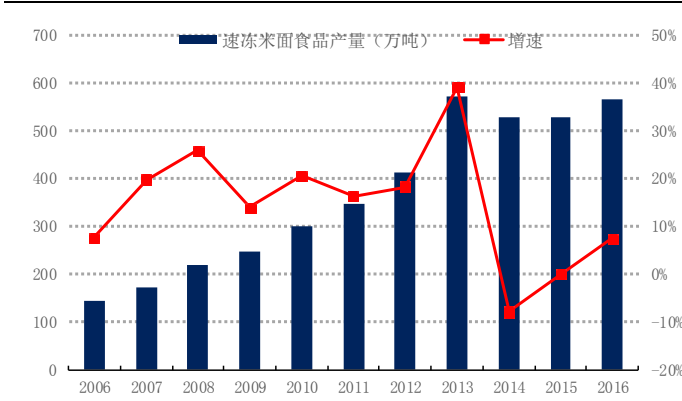
图 21 正餐市场人均消费额及消费人次变化 (%)



资料来源：《中国餐饮年度报告》，信达证券研发中心

图 22 2012-2017 中国月饼市场销量及销量额预测 (万吨, 亿元)


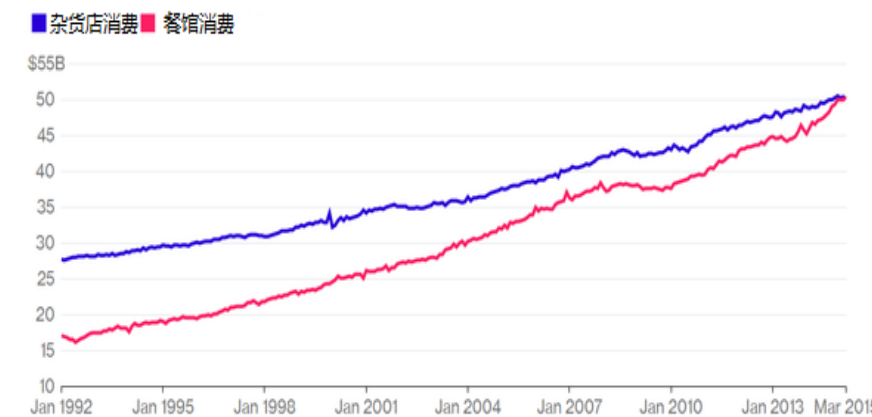
资料来源: 中商产业研究院, 信达证券研发中心

图 23 速冻米面制品产量增速回暖 (万吨, %)


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

4) 海外发达国家的经验表明, 餐饮行业尚有很大发展空间

2015 年 4 月, 彭博社报道称, 美国商务部统计的消费者在外用餐开支首次超过购买食材开支, 可见在外用餐已成为美国消费者最主流的用餐方式, 而在不到 25 年前的 1992 年, 在外用餐仅开支占购买食材的 60%。

图 24 2015 年 4 月美国消费者在外用餐开支首次超过购买食材开支 (十亿美元)


资料来源: Bloomberg, 美国商务部, 信达证券研发中心

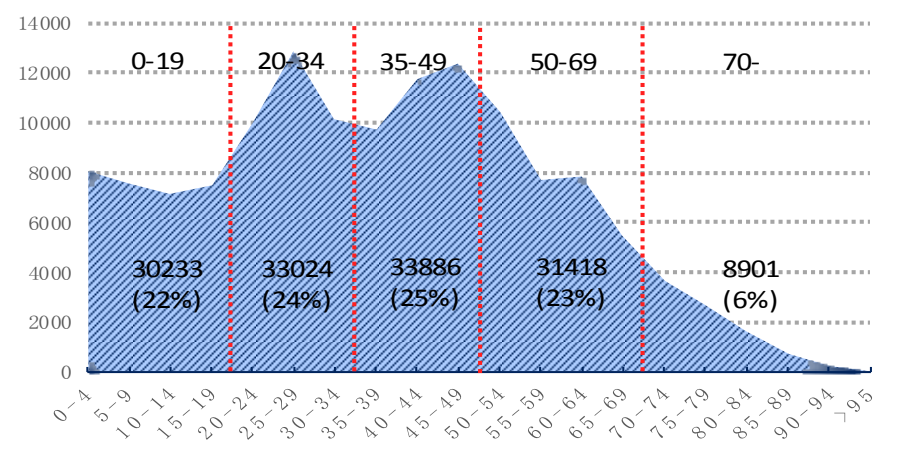
但另一方面, 美国的租金、贷款和医疗保险制度也在抑制餐饮行业的整体发展。美国人口普查局数据显示, 2017 年 20-30 岁

学生每月平均贷款与 2015 年的 351 美元相比基本保持不变，医疗保险花费不断提高，但是收入增长缓慢。美国联邦经济分析局（BEA）数据显示，个人收入从 2010 年起仅仅增长 4%，家庭面临固定花销比工资增速更快的现状，致使家庭预算不断压缩。这就意味着像百胜（Yum Brands）、SONIC 和温蒂（Wendy's）这样的快餐连锁不得不持续促销以刺激消费，限制了餐饮公司的盈利。

参考美国历程，我们认为外出就餐占总消费性支出比例增加是大势所趋。同时，影响发达国家餐饮行业发展的主要负面因素如个人收入缩水、房贷和医保负担重等情形，在我国并不成立：

我国目前住房开支占比稳定，购买商品占比开支降低明显，因此给包括餐饮在内的服务性消费板块留有宝贵空间；同时，我国 80、90 后为代表的千禧一代逐渐成为主流消费群体，是相较其他年龄层更追求“体验消费”和“个性消费”的一代，外出就餐的人均客单价亦有望提高。

图 25 2015 中国人口结构按年龄分布



资料来源：万得，信达证券研发中心

广州酒家核心竞争力

月饼板块品牌优势明显，为公司发展提供稳定现金流

1) 月饼品牌优势明显，且公司顺应潮流、持续创新

广州酒家利口福月饼是“广式”月饼的传承代表，曾荣获“中国名牌产品”、“广式月饼传承代表”、“中国月饼第一家”、“全国餐饮烘焙业十佳月饼”、“2016 年中国焙烤食品产业领军企业”等众多荣誉称号。同时，公司不断研发新品，推出了冰皮月饼、咖啡月饼、玫瑰花月饼、芝士流沙月饼等新产品。公司凭借品牌优势以及质量优势，得到了越来越多消费者的认可，

积累了良好的口碑，为月饼销售收入的增长奠定了良好的基础。

因月饼市场凸现品牌效应，消费者选购月饼时品牌社会认同感的很强，制作月饼的企业已经从过去以量为主再到以质取胜，最终变为以“牌”为先，因此广州酒家多年经营的品牌成为了利口福月饼持续稳定增长的保障。同时，公司也在积极响应消费渠道的变革。2017年携手阿里巴巴太极禅苑定制“参禅得福”月饼，并以此获得了天猫超市的广告位。公司还推出限量版“大师手制月饼”，满足中高端市场的需求。凭借多个创新举措，2017年天猫数据统计的中秋节网购排名中，公司的双黄纯白莲蓉月饼大单品排名第四，仅次于稻香村、美心和五芳斋，其行业低位可见一斑。

表 3 2017 年中秋节网购排名

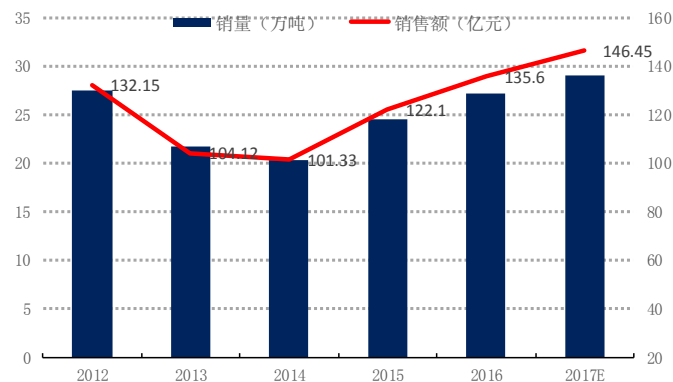
| 排序 | 名称 |
|----|----------------|
| 1 | 稻香村蛋黄莲蓉五仁广式月饼 |
| 2 | 香港美心流心奶黄月饼 |
| 3 | 五芳斋双蛋黄莲蓉豆沙广式月饼 |
| 4 | 广州酒家双黄纯白莲蓉月饼 |
| 5 | 元朗融化月饼礼盒 |
| 6 | 三只松鼠中秋月饼礼盒 |
| 7 | 郭师傅叉烧皇广式五仁月饼 |
| 8 | 金九五仁大月饼 |
| 9 | 云南云腿月饼 |
| 10 | 荃盛蛋黄莲蓉冰皮月饼 |

资料来源：天猫数据，信达证券研发中心

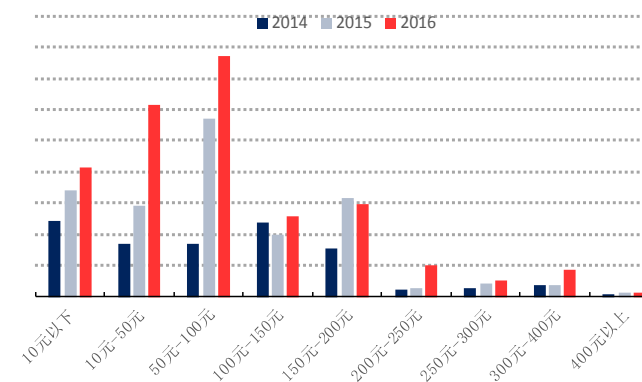
2) 月饼消费是节庆传统、被赋予文化意义，行业格局难被颠覆

月饼作为我国传统食品，已经有了上千年的历史。由于中秋佳节这一传统节日的存在，月饼已经被赋予了远超出食品的涵义，成为团圆、思念的象征，受到国人的喜爱。

我国月饼行业在过去五年中经历了大起大落，据中国焙烤食品糖制品工业协会发布的报告指出，2012年月饼的销售额相比前一年增长20%左右，到了2013年销售额相比前一年下降了10%左右，而2014年，又在前一年的基础上下降了15%左右。2013年是个时间节点，由于月饼销售刚好碰上政府加强监管，下滑十分明显。随着节约、节俭风尚逐步成为一种消费习惯，中秋月饼市场的消费结构悄然发生变化。团购比例有所缩减，家庭自购比例增加，大众消费成热点，品牌消费、个性化消费、平价消费、网购消费将成为月饼市场的重要变化趋向。同时，2012年以来，月饼在线上的成交量在逐年攀升，仅以淘宝为例，2012年平台成交量100多万，而2016年规模已超过千万。

图 26 2012-2017 中国月饼市场销量及销量额预测


资料来源：中国焙烤食品糖制品工业协会，信达证券研发中心

图 27 不同价位月饼近三年成交量比较 (2014-2016)


资料来源：淘宝线上数据，信达证券研发中心

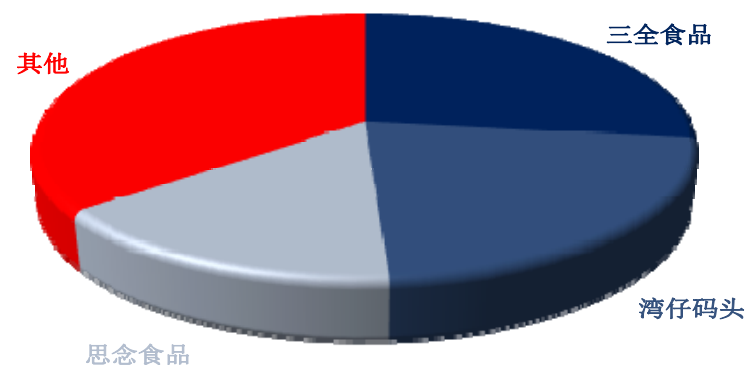
我们认为，作为有传统文化象征的节庆食品，月饼行业虽然整体增速缓慢，但已形的龙头企业为主导的市场格局较难被颠覆，且消费者对其价格十分不敏感。2017年“十一”黄金周期间商务首次披露节庆食品首次被列入统计口径，虽无具体数据，但月饼销售旺盛，有望较2016年水平进一步增长。这一趋势将确保广州酒家按年保持稳定现金流，为公司多元化发展奠定资金基础。

利用餐饮优势强势切入潜力板块，市场空间广阔

1) 传统速冻食品竞争白热化，速冻广式面点市场有消费基础

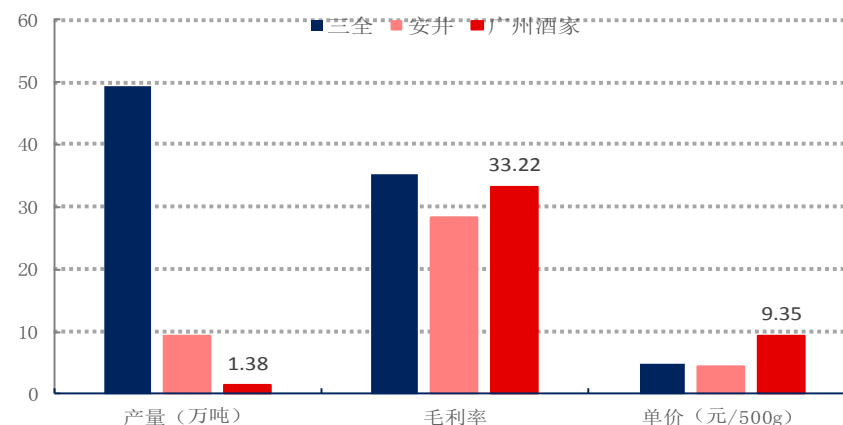
据国家统计局数据显示，2016年，速冻食品486家规模以上企业累计完成566.05万吨的产量和981.4亿元的产值，同比增长6.96%和15.2%。在自2014年始连续两年下滑后，行业6.96%的产量增长，已艰难地扭转了下滑的趋势，而利润总额61.08亿元与15.7%的增长，显示出行业明显回暖。

但传统速冻食品的行业结构已10余年未变，在总量未增的背景下，自我变革的力量明显不足。速冻食品市场“三国鼎立”的格局多年未变。从2016年速冻食品全品类市场占有率来看，三全、湾仔、思念三家企业占市场总销售额的64.4%。龙头三全食品收购龙凤食品后，市场占有率近30%，湾仔码头、思念食品紧随其后。传统米面食品多年未现10亿元以上的大单品，整体上在现有的市场空间中稳步发展，但利润率下跌。

图 28 速冻米面行业市场相对集中


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在速冻领域，广州酒家主打广式速冻，产品主要是广式蒸点，实质上是广州酒家餐饮场景的延伸。公司的广式速冻与传统速冻品牌如三全形成差异化，零售价格 9.35 元/500g，高于安井和三全的 4.35 元/500g 和 4.85 元/500g，弥补了市场上缺少较高端速冻品类的空白。广州酒家毛利率 33.22%，介于安井 28.31%和三全 35.14%之间，主要原因是高端化产品原材料价格更高，且公司当前产量规模很小，产品持续供不应求。在募投项目达产后，规模效应有望带动速冻毛利率进一步提升。

图 29 2016 三全、安井和广酒产量、毛利率、单价对比（万吨，%，元/500g）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从发展前景来看，蒸点类主食产品较易与餐饮产业链上的企业客户（2B）需求对接，作为简易早餐，在大众消费者间（2C）亦有需求。广州酒家目前速冻板块的发展十分契合这一路径：在 2B 方面，成为上海罗森便利店速冻食品供应商之一。在 2C 方面，公司创新推出以“核桃包”、“凤凰流沙包”、“广式年糕”为代表的广式蒸点，其差异化特质获得了市场青睐，产品经常供不应求。

根据《2017 中国粤菜产业发展报告》，截止 2016 年末，全国茶点/点心的专门店约有 1500 家，广东地区占据半数以上。近些年，茶点从酒楼细分出来，由配角成为主角，并得到消费者的广泛认同，涌现出诸多家喻户晓的品牌，形成连锁发展的品牌也越来越多。目前，连锁规模领先的品牌总部主要集中在广州，周记茗点居、点都德、表妹靓点餐厅、武林厨神点心茶楼等品牌是其中佼佼者。

表 4 茶点品类连锁品牌规模及总部所在地

| 品牌 | 连锁规模 | 总部所在城市 |
|----------|------|--------|
| 周记茗点居 | 40 | 广州 |
| 点都德 | 30 | 广州 |
| 表妹靓点餐厅 | 19 | 广州 |
| 武林厨神点心茶楼 | 13 | 广州 |

资料来源：2017 中国粤菜产业发展报告，信达证券研发中心

我们预计，随着广式茶点/点心专门店的全国化覆盖，广式蒸点的消费客群基础亦将持续增长，这也将带动公司速冻广式蒸点的销量增长。

2) 老字号餐饮品牌广受消费者认同，多元化运作优势突出

广州酒家公司始创于 1935 年，拥有悠久的历史 and 成熟的菜品体系、管理体系和人才库，致力于发掘传统粤菜文化和创新菜品服务，持续通过输出体验式消费获得忠实客群。多年品牌积累和老字号带来的影响力已经深入人心，成为了保证企业营收不断稳健增长的无形资产。广州酒家的招牌语是“食在广州第一家”，浓郁地方特色也使其在消费者心目中获得品牌溢价。

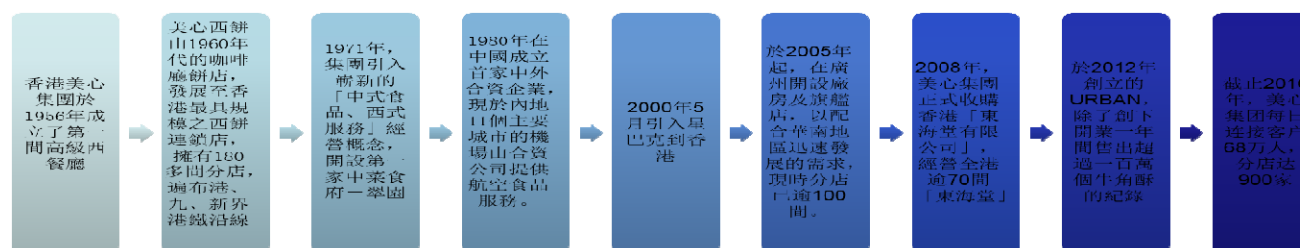
表 5 广州酒家所获荣誉

| 获奖名称 | 授予单位 | 获奖时间 |
|-------------------------------------|----------------|---------|
| 2014 年度十佳互联网先锋餐饮品牌 | 淘点点淘宝餐饮服务 | 2015-3 |
| 2014 年最具历史感餐厅 | 周末画报 | 2015-3 |
| 中国饭店协会 20 周年“共同成长奖”，“爱心企业奖”，“行业创新奖” | 中国饭店协会 | 2015-8 |
| “冬瓜盅”获得 2015 年度中华地标美食榜 TOP50 | 广州日报、美食导报 | 2015-12 |
| 食在广东品牌餐饮企业 | 广东省餐饮服务行业协会 | 2015-12 |
| 省级非物质文化遗产“粤菜烹饪技艺” | 广东省人民政府、广东省文化厅 | 2015-11 |
| La Liste 全球餐厅 1000 佳 (2015) | La Liste 全球餐厅 | 2016-3 |
| 2016 年度餐饮企业百强榜特色餐饮集团十五强 | 中国饭店协会 | 2017-4 |
| 2016 年度广东餐饮百强榜第四位 | 广东省餐饮服务行业协会 | 2017-7 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

消费者的持续认同意味着公司相较于其他食品制造企业更有消费者基础，这是品牌餐饮企业的核心护城河之一。毕竟，对于认可“广州酒家”的食客来说，其速冻、腊味和烘焙手信等产品也意味着同样可信赖的品质，大大减少了消费者的试错成本。

我们因此判断，公司多元化发展已天然的获得了一部分忠实客户、拿到了培植爆款产品的“入场券”。借鉴香港最大饮食集团美心 (Maxim) 的发展案例，公司依托“广州酒家”品牌，尚有许多潜力板块可供挖掘。和美心集团的发展路径类似，2017 年底公司开出第一家高端烘焙门店“多乐颂”，实现了从传统利口福饼屋到日式甜点店的转型升级。

图 30 美心集团历史沿革


资料来源：信达证券研发中心

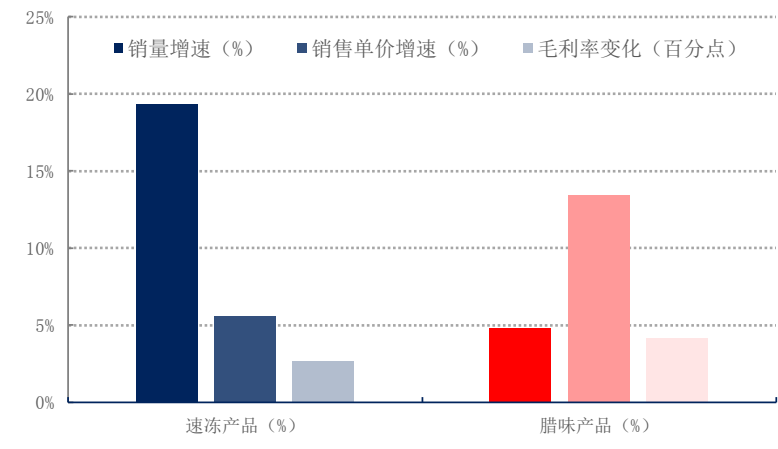
根据持有美心集团 50% 股份的牛奶公司 (Dairy Farm) 财报披露, 截止 2016 年末, 美心录得营业收入 20.19 亿美元 (合约 127 亿人民币), 收入同比增长 7%。

3) 迎合消费升级需求, 产品持续高端化, 享受量价齐升

随着人均可支配收入的不断提高, 消费者对于食品的要求进一步提高, 中国消费者持续对他们认为健康的食品和饮料感兴趣, 酸奶和瓶装水就实现了特别强劲的增长。另一方面, 消费者认为不健康的品类则出现销售下滑。因此, 以健康或生活方式改善为卖点的高端产品有望逐渐获得青睐。

广州酒家已在速冻和腊味两个板块进行品质升级。通过比较销量、单价和毛利率变化, 我们判断公司的高端化策略初见成效。2016 年, 公司腊味产品平均销售单价较 2015 年上升 11.57%, 主要因高端腊味占比提升所致, 但对应毛利率也增长了 4.2 个百分点; 同年, 由于核桃包上市, 公司速冻产品中的新核桃包销售占比较高, 使得速冻产品单价上升 5.12%, 同期毛利率增长 2.7 个百分点。更重要的是, 公司产品在高端化的同时, 其对应销量增速仍较高, 可谓迎来量价齐升。

图 31 2016 年速冻和腊味的销量增速、单价增速、毛利率增速对比 (%)

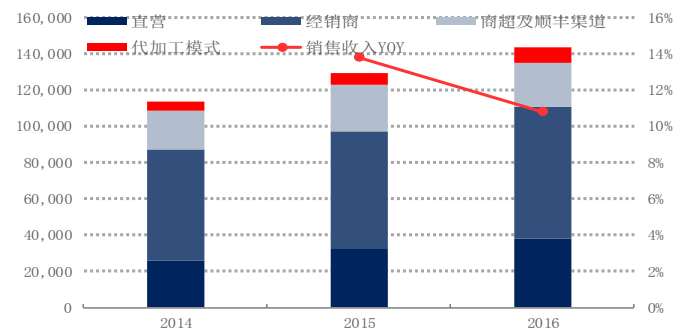


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

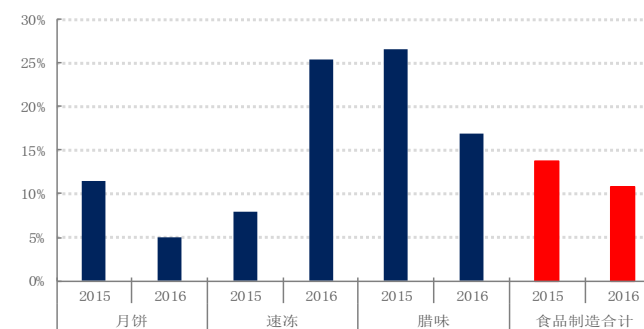
渠道布局亮点足, 持续带动公司销售

1) 全渠道布局, 呼应消费场景, 潜力品种高速渗透

公司的食品制造板块近 3 年间整体销售收入分别为 11.36 亿、12.92 亿和 14.32 亿, 增速分别为 13.77% 和 10.80%。

图 32 2014-2016 公司分渠道销售收入及增速 (万元, %)


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

图 33 2015-2016 广州酒家食品板块增速


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

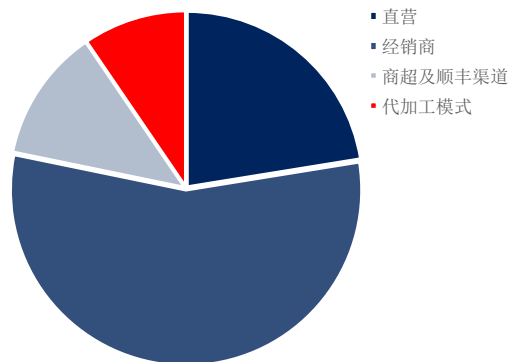
我们分析, 增速略降的主要原因是传统业务月饼的市场已逐渐饱和——拆分来看, 2016 年月饼业务的销售收入增速仅 5.01%, 显著低于速冻和腊味两大潜力品种。

由于月饼、速冻和腊味分别有不同的消费场景, 其主流销售渠道也不尽相同, 广州酒家通过多年的市场销售经验, 已经进行了充分布局。从 2014-2016 年的过往经验来看, 公司不仅实现了潜力品种的高速渗透, 还确保了传统月饼业务的渠道切换。

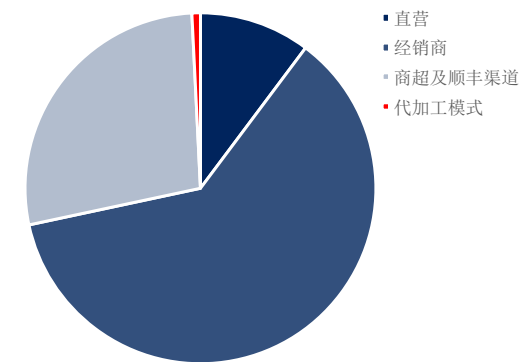
表 6 公司各类食品销售渠道及情况

| 产品品类 | 主要消费场景 | 频次/属性 | 主要销售渠道 |
|----------|-------------------------------|-------------|-------------------|
| 月饼 | 节庆消费 | 一年一度, 低频/大额 | 月饼券 (直营店、经销商); 电商 |
| 广式速冻 | 在家用餐 (早、午餐、夜宵); 广式餐厅、便利店 (2B) | 较高频/小额 | 商超、便利店、电商、代加工 |
| 腊味 | 节庆消费、在家用餐 | 较低频/小额 | 商超、餐饮门店 |
| 烘焙点心 | 休闲零食、手信 | 高频/小额 | 直营饼屋、餐饮门店、便利店 |
| 轻餐饮 (盒饭) | 简餐; 便利店 (2B) | 高频/小额 | 便利店 |

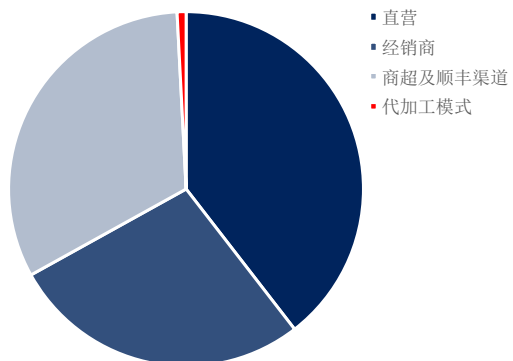
资料来源: 信达证券研发中心

图 34 月饼 2016 各渠道销量占比 (%)


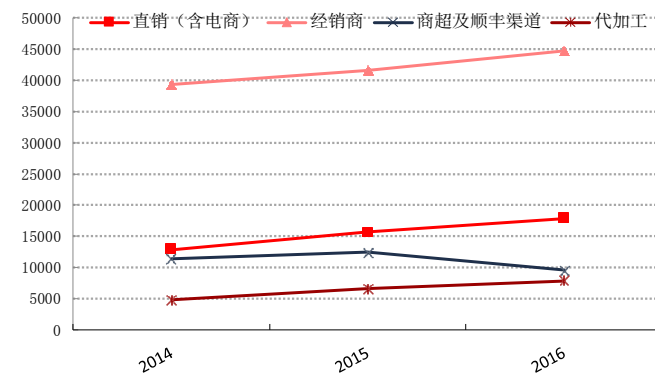
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 35 速冻 2016 各渠道销量占比 (%)


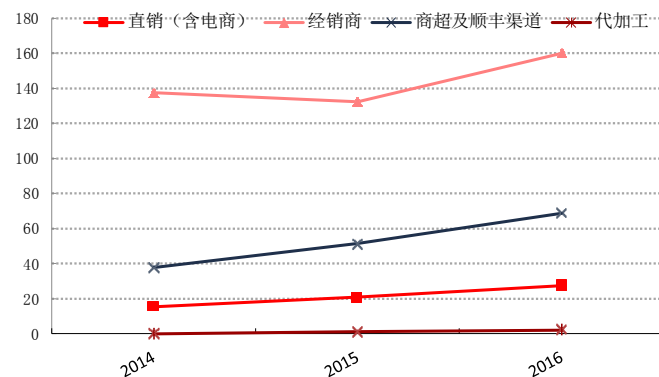
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 36 腊味 2016 各渠道销量占比 (%)


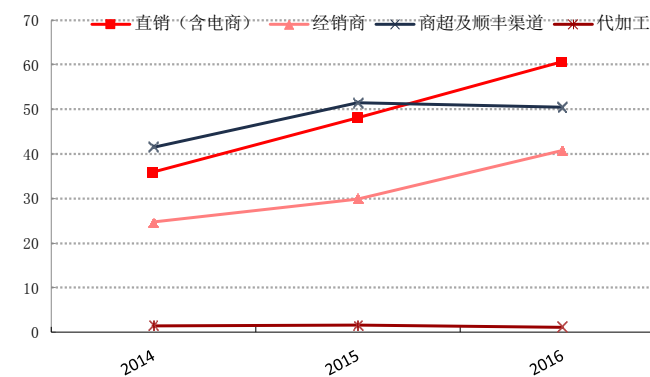
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37 月饼电商销售收入提升带动直销收入增长 (百万元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

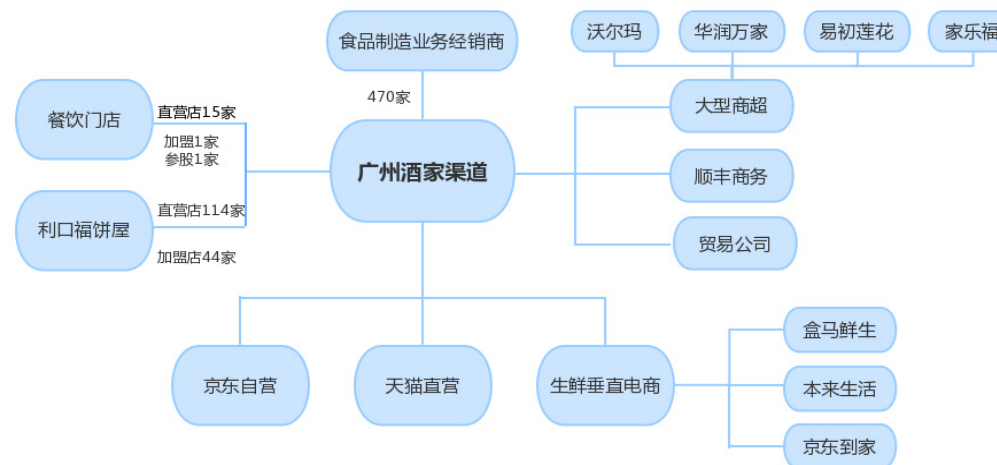
图 38 广式速冻产品依托经销商及商超渠道 (百万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39 腊味产品直销增速高 (百万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

与竞争对手相比, 公司的全渠道体系几乎完成了对所有主流渠道的覆盖。公司已经逐渐建立起包括实体门店渠道、经销商渠道、大 KA 以及电商渠道的全渠道销售体系, 为客户提供便捷的消费体验, 极大提高了消费者的复购率。

图 40 广州酒家全渠道概览


资料来源: 信达证券研发中心整理

2) 电商销售占比提升, 积极与阿里系合作

作为有着悠久传统且地方性食品风格浓厚的公司, 广州酒家电商业务有着长足的发展。2012 年, 电商初创时期, 全年销售收入为 302.71 万元, 占同期公司主营业务收入的 0.23%。2016 年, 公司电商销售收入达 13,303.93 万元, 占同期公司主营业务收入的 6.97%, 我们预计 2017 年这一比例将上升至 10%以上, 产品品类也由月饼拓展至其他包装食品, 如腊肠、烘焙食品等。这一举措不但优化了广州酒家的产品销售渠道, 也为公司的业务继续省外扩张做足了铺垫。

图 41 公司天猫销售产品品类



资料来源: 天猫, 信达证券研发中心

作为餐饮老字号, 广州酒家与电商的结合可谓双赢。对于后者来说, 由于老字号品牌自带客流量, 且消费者口碑很好, 吸引老字号加盟线上平台, 一方面实现了线下客群向线上的引流, 另一方面无形中品牌为平台品质做了背书。因此, 广州酒家的线上推广往往是源于电商平台自发的, 极大地降低了公司营销费用方面的开支。

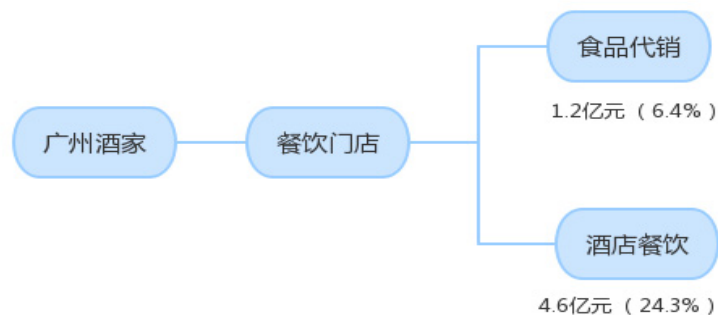
口碑 CEO 即表示: “消费者不仅有在餐厅吃到美食的需求, 他们在家、办公室也有同样需求。现在外卖没有很好满足这个需求, 外卖缺少好商家, 品质很难保障…而对于餐饮商家, 特别是大餐饮品牌而言, 他们也想卖出更多的菜品, 服务更多的消费者, 而不是仅服务门店。”

依托在电商平台销售包装食品的发展路径, 广州酒家已于天猫、口碑等平台实现了多点合作。2017 年 11 月, 天猫正式启动“国品计划”, 助力传统品牌焕新, 力求通过新手段为老字号注入新生机。作为计划的第一批企业, 广州酒家和知味观、稻香村、新雅杏花楼以及大龙燚登陆天猫平台。现在在天猫等电商平台就可以买到广州酒家的腊肠和年菜, 公司也正在和阿里系企业合作开发其他可直接加热享用的标准化半成品, 力争将产品渗透至更多新零售渠道。

3) 广州酒家餐饮门店兼售食品类产品，餐饮大众化带来流量红利

根据公司招股说明书披露，近三年，广州酒家餐饮门店所产生的食品销售（月饼、腊味等）占餐饮门店收入的约 20%，占总销售收入的约 9%，增速分别为 5.4%和 8.9%，呈逐年上升态势。

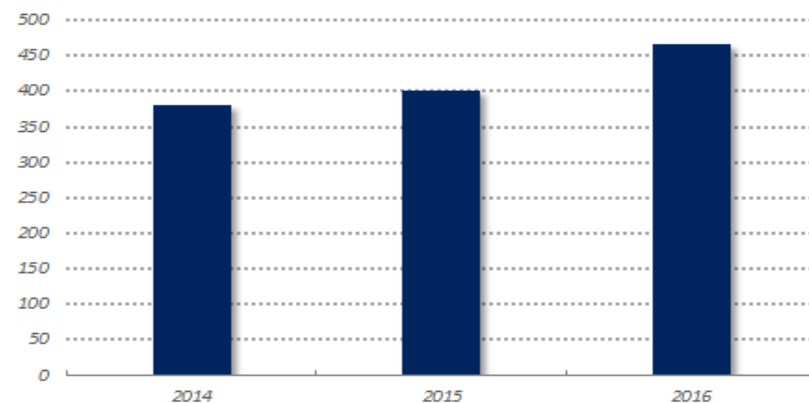
图 42 餐饮店内食品代销占餐饮营业收入的 20%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司餐饮流量的不断提升，也为公司食品类业务提供了良好的口碑，店内丰富的食品代销也有利于餐饮消费者的直观体验。可以预测，伴随着餐饮业务的不断增长，食品业务将继续共享餐饮增速带来的红利。

图 43 2014-2016 年公司餐饮门店消费人次（万次）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上所述，得益于广州酒家的全渠道布局和产品及品牌优势，我们认为公司的食品销售将由渠道推动（Push）转为渠道拉引（Pull）——公司的产品在获得消费者青睐的基础上，通过现有渠道进一步提升渗透率，从而在销售费用可控的前提下得到市场规模的扩张。

与竞争对手对比

截至目前，国内餐饮业上市公司的数量屈指可数，已在 A 股上市的餐饮企业只有四家，分别是西安饮食、全聚德、湘鄂情以及广州酒家。另外，味千拉面、呷哺呷哺选择在香港上市，乡村基则在美股上市，丰收日、金百万等则折道新三板。

和同行业公司相比，广州酒家在 ROIC、ROE 和扣非净利润率方面均表现亮眼，且公司的 ROIC 近三年一直保持在 30% 左右水平，说明公司历史上持续获得高投入产出比，管理能力十分稳健。

表 7 广州酒家与竞争对手盈利能力对比（截至 2018 年 3 月 12 日收盘价，亿，%）

| 证券代码 | 证券简称 | 截止日期 | 当前市值 (亿) | ROIC (%) (2014) | ROIC (2015) | ROIC (2016) | 净资产收益 率 ROE (%) | 扣非净利率 (%) |
|------------------|-------------|-------------------|--------------|--------------------|----------------|----------------|--------------------|--------------|
| 0052.HK | 大快活 | 2017/03/31 | 41.37 | 24.67 | 31.03 | 29.29 | 29.50 | 7.95 |
| 0341.HK | 大家乐集团 | 2017/03/31 | 115.94 | 15.86 | 14.37 | 14.34 | 14.34 | 6.38 |
| 0520.HK | 呷哺呷哺 | 2016/12/31 | 167.31 | 15.59 | 19.12 | 23.02 | 23.02 | 13.3 |
| 3666.HK | 国际天食 | 2016/12/31 | 7.19 | 0.06 | -9.09 | 3.09 | 4.40 | 3.24 |
| 1181.HK | 唐宫中国 | 2016/12/31 | 17.97 | 13.35 | 10.65 | 20.08 | 22.46 | 8 |
| 1314.HK | 翠华控股 | 2017/03/31 | 16.51 | 12.34 | 5.60 | 7.31 | 7.17 | 3.9 |
| 0538.HK | 味千(中国) | 2016/12/31 | 41.92 | 7.97 | 6.08 | 18.54 | 21.17 | 10.1 |
| 002186.SZ | 全聚德 | 2016/12/31 | 49.08 | 11.12 | 9.77 | 9.89 | 9.89 | 8.12 |
| 0573.HK | 稻香控股 | 2016/12/31 | 14.33 | 10.49 | 8.47 | 8.89 | 10.07 | 4 |
| 603043.SH | 广州酒家 | 2016/12/31 | 73.12 | 34.44 | 30.20 | 29.66 | 29.66 | 13.73 |
| 1579.HK | 颐海国际 | 2016/12/31 | 114.53 | 101.91 | 66.54 | 23.42 | 26.52 | 17.01 |
| SYN.N | 西斯科 | 2017/7/1 | 313.36 | 11.57 | 6.66 | 8.11 | 38.99 | 2.06 |

资料来源：万得，Capital IQ，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

基于前文的分析，我们对广州酒家未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入分为食品制造业和餐饮两个板块，食品制造业包含月饼、腊味、速冻、蛋糕西点、盒饭，餐饮门店主要集中在广州、深圳。
- 2、食品制造业务的产能扩张以公司募投项目披露信息匡算，年产 2.55 万吨利口福扩建项目计划于 18 年下半年逐步投放。2018-2023 年末食品制造分别增加产能 338.8、828.17、1461.89、2160.27、2601.61、2701 万 kg。

表 8 广州酒家新增产能及达产进度 (万 kg, %)

| 产能 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 月饼 | 752.00 | 786.00 | 843.46 | 902.81 | 967.50 | 1,002.00 | 1,002.00 |
| 速冻 | 1,760.00 | 1,956.35 | 2,135.42 | 2,356.28 | 2,527.21 | 2,580.00 | 2,580.00 |
| 腊味 | 255.00 | 286.49 | 337.99 | 381.04 | 421.72 | 447.19 | 455.00 |
| 蛋糕西点 | 243.00 | 266.22 | 326.96 | 420.62 | 547.95 | 647.07 | 675.00 |
| 盒饭 | - | 53.75 | 194.35 | 411.15 | 705.90 | 935.35 | 1,000.00 |
| 新增产能合计 | - | 338.80 | 828.17 | 1,461.89 | 2,160.27 | 2,601.61 | 2,702.00 |
| 达产进度 | 0.0% | 12.5% | 30.7% | 54.1% | 80.0% | 96.3% | 100.0% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

- 3、基于对食品制造业单品单价及产销率的预估不同，我们做出三种预期：乐观预期、中性预期、悲观预期，乐观预期假设产品高端化带来产品毛利率提升约 2.5%，同时公司产销率更高；中性预期假设产品高端化带来产品毛利率提升约 1.5%；悲观预期无通胀带来的单价影响，无高端化带来毛利率增长，毛利率保持 2016 年现状。
- 4、餐饮业务 2017-2019 年业务营业收入增速 15%、18.66%、23.09%，维持餐饮毛利率水平不变；
- 5、中性预期 2017-2019 年的三项费用率保持不变，销售费用率维持 24.53%，管理费用率和财务费用率分别为 9.13%和 0%；乐观预期销售费用在规模效应提升后逐年降低 1%，管理费用率和财务费用率维持不变；悲观预期销售费用率逐年提升 1%。
- 6、公司每年按投资完成进度进行固定资产转固，计提折旧比率为 5%。
- 7、公司所得税 25%。

中性预期下，广州酒家盈利预测情况见下表：

表 9 广州酒家盈利预测（百万元，%）

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,736.54 | 1,936.06 | 2,306.94 | 2,758.73 | 3,298.01 |
| 营业成本 | 828.14 | 911.03 | 1,108.62 | 1,313.48 | 1,562.60 |
| 营业税金及附加 | 38.69 | 30.09 | 35.86 | 42.88 | 51.26 |
| 营业费用 | 411.35 | 474.88 | 565.85 | 676.67 | 808.94 |
| 管理费用 | 160.84 | 176.86 | 210.73 | 252.01 | 301.27 |
| 财务费用 | -6.48 | -8.62 | -8.12 | -19.29 | -16.65 |
| 资产减值损失 | 1.55 | 3.52 | 3.64 | 3.95 | 5.31 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2.19 | 2.42 | 2.25 | 2.29 | 2.32 |
| 营业利润 | 304.64 | 350.72 | 392.60 | 491.32 | 587.60 |
| 营业外收入 | 8.68 | 7.71 | 6.01 | 6.01 | 6.01 |
| 营业外支出 | 1.31 | 3.71 | 1.94 | 2.32 | 2.66 |
| 利润总额 | 312.02 | 354.72 | 396.66 | 495.01 | 590.95 |
| 所得税 | 80.43 | 88.94 | 99.17 | 123.75 | 147.74 |
| 净利润 | 231.59 | 265.78 | 297.50 | 371.26 | 443.21 |
| 少数股东损益 | -3.05 | -0.94 | -1.05 | -1.31 | -1.56 |
| 归属母公司净利润 | 234.63 | 266.72 | 298.55 | 372.57 | 444.78 |
| EBITDA | 359.03 | 413.09 | 428.75 | 534.33 | 646.52 |
| EPS | 0.66 | 0.75 | 0.74 | 0.92 | 1.10 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

表 10 广州酒家中性预测、悲观预测、乐观预测（百万元，%）

| | | 2015 | 2016 | 2017 E | 2018 E | 2019 E |
|------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 中性预测 | 营业总收入（百万元） | 1,736.54 | 1,936.06 | 2,306.94 | 2,758.73 | 3,298.01 |
| | yoy（%） | 11.65% | 11.49% | 19.16% | 19.58% | 19.55% |
| | 毛利率（%） | 52.31% | 52.94% | 51.94% | 52.39% | 52.62% |
| | 归属母公司净利润 | 234.63 | 266.72 | 298.55 | 372.57 | 444.78 |
| | yoy（%） | | 13.67% | 11.93% | 24.79% | 19.38% |

| | | | | | | |
|------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | EPS | 0.66 | 0.75 | 0.74 | 0.92 | 1.10 |
| 悲观预期 | 营业总收入 (百万元) | 1,736.54 | 1,936.06 | 2,198.43 | 2,415.17 | 2,883.92 |
| | yoy (%) | 11.65% | 11.49% | 13.55% | 9.86% | 19.41% |
| | 毛利率 (%) | 52.31% | 52.94% | 52.01% | 52.69% | 51.60% |
| | 归属母公司净利润 | 234.63 | 266.72 | 286.30 | 334.35 | 368.68 |
| | yoy (%) | | 13.67% | 7.34% | 16.78% | 10.27% |
| 乐观预测 | EPS | 0.66 | 0.75 | 0.71 | 0.83 | 0.91 |
| | 营业总收入 (百万元) | 1,736.54 | 1,936.06 | 2,389.14 | 2,905.84 | 3,577.32 |
| | yoy (%) | 11.65% | 11.49% | 23.40% | 21.63% | 23.11% |
| | 毛利率 (%) | 52.31% | 52.94% | 51.80% | 52.75% | 52.96% |
| | 归属母公司净利润 | 234.63 | 266.72 | 306.18 | 399.23 | 490.37 |
| | yoy (%) | | 13.67% | 14.79% | 30.39% | 22.83% |
| | EPS | 0.66 | 0.75 | 0.76 | 0.99 | 1.21 |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

综上所述, 中性预期下, 我们预计广州酒家 17-19 年的收入分别达 23.07/27.59/32.98 亿元, 增速 19.16%/19.58%/19.55%; 对应归母净利润 2.99/3.73/4.45 亿元, 增速 11.93%/24.79%/ 19.38%; EPS 为 0.74 元/0.92 元/1.10 元; 对应 EBIT 为 3.93/4.91/5.88 亿元。由于可比公司涉及海外上市, 故统一用 EV/EBIT 倍数进行估值, 若参考行业中位数 19.3x, 公司企业价值 (EV) 应为 95.4 亿元, 对应总市值为 95.3 亿元, 对应 23.6 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。悲观预期下, 归母净利润增速分别为 7.34%/16.78%/10.27%, 每股收益为 0.71 元/0.83 元/0.91 元; 乐观预期下, 归母净利润增速分别为 14.79%/30.39%/22.83%, 每股收益为 0.76 元/0.99 元/1.21 元。

估值

现有业务相对估值

表 11 主要餐饮上市公司估值对比 (亿元, 倍, %)

| 排 名 | 证券简称 | 最新收 盘价 (元) | 总市值 | 企业价值 (EV) | LTM 净利润 | 2018 净利润 | LTM EBIT | 2018 EBIT | 市盈率 PE(18) | EV/EBIT (18) | 市净率 PB | 市销率 PS(TTM) | CAGR3 | PEG | 涨跌幅 (%) | | |
|--------|-----------|------------------|-------|--------------|------------|-------------|-------------|--------------|---------------|-----------------|-----------|----------------|-------|-----|---------|------|-------|
| | | | | | | | | | | | | | | | 近一月 | 近一年 | |
| 5 | 603043.SH | 广州酒家 | 18.42 | 74.42 | 74.42 | 2.66 | 3.75 | 3.51 | 4.95 | 19.84 | 15.03 | 4.76 | 3.55 | 19% | 1.03 | 2.85 | -5.97 |
| 沪深(14) | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| | 最高值 | 最高值 | 60.52 | 315.87 | 404.34 | 10.29 | 15.65 | 20.09 | 22.06 | 147.66 | 29.46 | 13.26 | 8.67 | 44% | 7.32 | 50.71 | 308.60 |
|----|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|------|------|------|-------|--------|
| | 平均值 | 平均值 | 14.47 | 80.11 | 88.63 | 65.77 | 2.27 | 4.17 | 3.08 | 5.35 | 24.15 | 20.54 | 4.67 | 2.45 | 19% | 2.30 | 12.26 |
| | 中位值 | 中位值 | 8.85 | 40.60 | 42.04 | 1.55 | 4.06 | 0.01 | 5.13 | 23.90 | 19.27 | 3.50 | 1.44 | 16% | 1.32 | 7.15 | 8.77 |
| 1 | SY.N | 西斯科 | 60.52 | 315.87 | 404.34 | 10.29 | 15.65 | 20.09 | 22.06 | 20.18 | 18.33 | 13.26 | 0.55 | 21% | 0.95 | 3.75 | 18.97 |
| 2 | 0520.HK | 呷哺呷哺 | 17.00 | 182.33 | 182.33 | 2.85 | 5.83 | 0.01 | 7.48 | 31.27 | 24.39 | 9.50 | 5.11 | 34% | 0.91 | 29.57 | 235.39 |
| 3 | 1579.HK | 颐海国际 | 12.66 | 132.54 | 132.54 | 1.36 | 3.24 | - | 4.50 | 40.91 | 29.46 | 9.36 | 8.67 | 44% | 0.92 | 50.71 | 308.60 |
| 4 | 0341.HK | 大家乐集团 | 19.88 | 116.41 | 116.41 | 5.04 | 4.87 | - | 5.76 | 23.90 | 20.21 | 3.34 | 1.43 | 3% | 7.32 | -0.50 | -20.28 |
| 6 | 002186.SZ | 全聚德 | 16.33 | 50.37 | 50.37 | 1.38 | 1.70 | - | 1.92 | 29.57 | 26.24 | 3.48 | 2.71 | 10% | 2.95 | 8.00 | -28.15 |
| 7 | 0052.HK | 大快活 | 32.00 | 40.92 | 40.95 | 2.03 | 2.53 | 2.69 | 2.78 | 16.19 | 14.73 | 5.72 | 1.50 | 10% | 1.69 | 3.73 | 19.96 |
| 8 | 0538.HK | 味千(中国) | 3.69 | 40.28 | 43.12 | 2.37 | 2.39 | 4.17 | 3.06 | 16.85 | 14.09 | 1.08 | 1.45 | 5% | 3.09 | 4.24 | 23.71 |
| 9 | 000721.SZ | 西安饮食 | 5.03 | 25.10 | 27.59 | -0.02 | 0.17 | -0.18 | -0.40 | 147.66 | -68.99 | 3.73 | 5.14 | | | 12.78 | -41.98 |
| 10 | 1181.HK | 唐宫(中国) | 3.53 | 18.77 | 19.18 | 0.60 | - | - | - | | | 3.51 | 1.24 | | | 15.36 | 81.59 |
| 11 | 1314.HK | 翠华控股 | 1.18 | 16.65 | 17.35 | 0.63 | 1.16 | 0.91 | 1.03 | 14.36 | 16.84 | 1.44 | 0.91 | 26% | 0.55 | 6.31 | -4.06 |
| 12 | 0573.HK | 稻香控股 | 1.42 | 14.44 | 17.57 | 1.71 | - | - | - | | | 0.82 | 0.35 | | | 3.65 | -28.41 |
| 13 | 3666.HK | 国际天食 | 0.35 | 7.63 | 11.85 | -0.97 | - | - | - | | | 0.77 | 0.34 | | | 9.52 | -1.43 |

资料来源：万得，Capital IQ，信达证券研发中心 注：股价为2018年03月12日收盘价 注：除广州酒家为信达证券预测外，其余来自Capital IQ和万得一致预期。

由于涉及在港股和美股市场上市企业，税费略有差异，故统一采用企业价值/息税前利润（EV/EBIT）倍数进行估值。18年行业可比公司的EV/EBIT倍数中位数为19.3x，而公司该倍数为15.0x；若参考行业中位数估值，公司EV应为95.4亿元，减去公司净负债并加回其现金资产后，其对应总市值应为95.3亿元，对应价格23.6元/股。

表 12 广州酒家各方法估值对比（亿元，元/股）

| EV/EBIT | EV/EBIT (18) | PE | | PEG | | |
|-----------|--------------|-----------|------------|------------|-----------|---------|
| | | 总市值 | 市盈率 PE(18) | 市盈率 PE(19) | PEG(18) | PEG(19) |
| EV | | 总市值 | | | 总市值 | |
| 平均数 | 101.65 | 平均数 | - | - | 平均数 | - |
| 中位数 | 95.38 | 中位数 | - | - | 中位数 | - |
| + 总现金及等价物 | 15.67 | + 总现金及等价物 | - | - | + 总现金及等价物 | - |
| -净负债 | 15.70 | -净负债 | - | - | -净负债 | - |
| - 总优先股 | - | - 总优先股 | - | - | - 总优先股 | - |
| - 少数股东权益 | 0.08 | - 少数股东权益 | - | - | - 少数股东权益 | - |
| = 对应股权价值 | | = 对应股权价值 | | | = 对应股权价值 | |

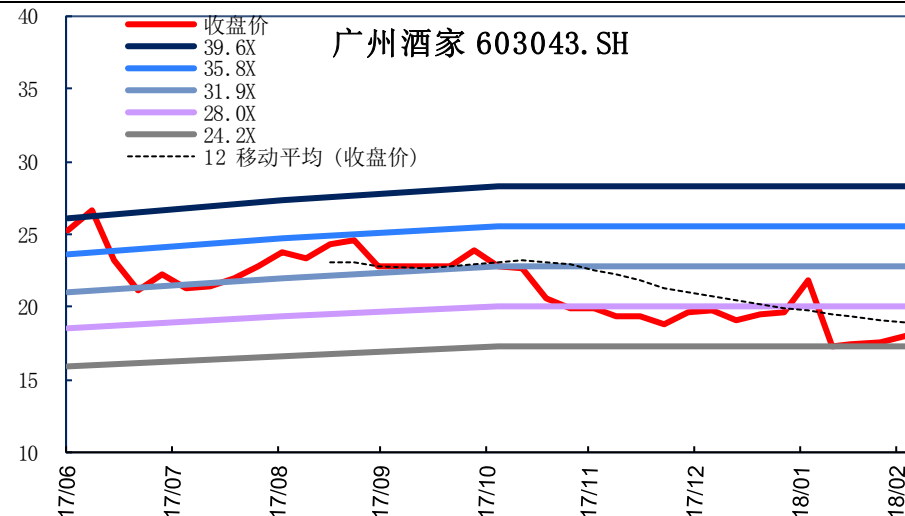
| 总市值 | | 平均数 | | 中位数 | | 合理股价 | |
|------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| 平均数 | 101.55 | 平均数 | 90.47 | 108.83 | 平均数 | 165.75 | 199.37 |
| 中位数 | 95.27 | 中位数 | 89.53 | 107.69 | 中位数 | 95.23 | 114.55 |
| 平均数 | 25.14 | 平均数 | 22.39 | 26.94 | 平均数 | 41.03 | 49.35 |
| 中位数 | 23.58 | 中位数 | 22.16 | 26.66 | 中位数 | 23.57 | 28.35 |

资料来源：万得，Capital IQ，信达证券研发中心

结论及投资评级

中性预期下,我们预计广州酒家 17-19 年的收入分别达 23.07/27.59/32.98 亿元,增速 19.16%/19.58%/19.55%; 对应归母净利润 2.99/3.73/4.45 亿元,增速 11.93%/24.79%/ 19.38%; EPS 为 0.74 元/0.92 元/1.10 元; 对应 EBIT 为 3.93/4.91/5.88 亿元。由于可比公司涉及海外上市,故统一用 EV/EBIT 倍数进行估值,若参考行业中位数 19.3x,公司企业价值 (EV) 应为 95.4 亿元,对应总市值为 95.3 亿元,对应价格 23.6 元/股。首次覆盖,给予“买入”评级。

图 44 广州酒家过去 5 年 PE/PB Band



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

- 1) 产能受限，外省几乎无销售终端，跨省经营有待考验；
- 2) 人力成本密集，自动化率有待提高；
- 3) 政策对公司的打击；
- 4) 激励机制较弱；
- 5) 食品安全风险；
- 6) 项目达产速度不及预期。

| 会计年度 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 784.88 | 934.72 | 1,659.31 | 1,610.22 | 2,053.67 |
| 货币资金 | 612.91 | 733.56 | 1,420.17 | 1,329.46 | 1,722.65 |
| 应收票据 | 0.00 | 0.40 | 0.48 | 0.57 | 0.68 |
| 应收账款 | 56.67 | 63.47 | 75.63 | 90.44 | 108.12 |
| 预付账款 | 1.54 | 1.64 | 2.00 | 2.36 | 2.81 |
| 存货 | 104.04 | 117.12 | 142.52 | 168.86 | 200.88 |
| 其他 | 9.71 | 18.53 | 18.53 | 18.53 | 18.53 |
| 非流动资产 | 373.76 | 393.52 | 593.63 | 984.34 | 964.93 |
| 长期投资 | 2.80 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 |
| 固定资产 | 243.95 | 263.83 | 280.97 | 505.05 | 851.13 |
| 无形资产 | 24.00 | 23.33 | 21.40 | 19.47 | 17.54 |
| 其他 | 103.00 | 105.57 | 290.48 | 459.05 | 95.48 |
| 资产总计 | 1,158.64 | 1,328.24 | 2,252.94 | 2,594.56 | 3,018.60 |
| 流动负债 | 300.25 | 374.67 | 420.27 | 471.43 | 533.05 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 83.00 | 111.64 | 135.85 | 160.95 | 191.48 |
| 其他 | 217.25 | 263.04 | 284.42 | 310.47 | 341.57 |
| 非流动负债 | 3.53 | 2.73 | 2.73 | 2.73 | 2.73 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 3.53 | 2.73 | 2.73 | 2.73 | 2.73 |
| 负债合计 | 303.78 | 377.41 | 423.01 | 474.16 | 535.79 |
| 少数股东权益 | 0.37 | 6.72 | 5.67 | 4.37 | 2.80 |
| 归属母公司股东权益 | 854.49 | 944.10 | 1,824.26 | 2,116.03 | 2,480.01 |
| 负债和股东权益 | 1,158.64 | 1,328.24 | 2,252.94 | 2,594.56 | 3,018.60 |

| 主要财务指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,736.54 | 1,936.06 | 2,306.94 | 2,758.73 | 3,298.01 |
| 同比(%) | 11.65% | 11.49% | 19.16% | 19.58% | 19.55% |
| 归属母公司净利润 | 234.63 | 266.72 | 298.55 | 372.57 | 444.78 |
| 同比(%) | 4.27% | 13.67% | 11.93% | 24.79% | 19.38% |
| 毛利率(%) | 52.31% | 52.94% | 51.94% | 52.39% | 52.62% |
| ROE(%) | 30.20% | 29.66% | 21.57% | 18.91% | 19.35% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.58 | 0.66 | 0.74 | 0.92 | 1.10 |
| P/E | 32 | 28 | 25 | 20 | 17 |
| P/B | 8.71 | 7.88 | 4.08 | 3.52 | 3.00 |
| EV/EBITDA | 18.16 | 15.79 | 17.36 | 13.93 | 11.51 |

| 会计年度 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,736.54 | 1,936.06 | 2,306.94 | 2,758.73 | 3,298.01 |
| 营业成本 | 828.14 | 911.03 | 1,108.62 | 1,313.48 | 1,562.60 |
| 营业税金及附加 | 38.69 | 30.09 | 35.86 | 42.88 | 51.26 |
| 营业费用 | 411.35 | 474.88 | 565.85 | 676.67 | 808.94 |
| 管理费用 | 160.84 | 176.86 | 210.73 | 252.01 | 301.27 |
| 财务费用 | -6.48 | -8.62 | -8.12 | -19.29 | -16.65 |
| 资产减值损失 | 1.55 | 3.52 | 3.64 | 3.95 | 5.31 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2.19 | 2.42 | 2.25 | 2.29 | 2.32 |
| 营业利润 | 304.64 | 350.72 | 392.60 | 491.32 | 587.60 |
| 营业外收入 | 8.68 | 7.71 | 6.01 | 6.01 | 6.01 |
| 营业外支出 | 1.31 | 3.71 | 1.94 | 2.32 | 2.66 |
| 利润总额 | 312.02 | 354.72 | 396.66 | 495.01 | 590.95 |
| 所得税 | 80.43 | 88.94 | 99.17 | 123.75 | 147.74 |
| 净利润 | 231.59 | 265.78 | 297.50 | 371.26 | 443.21 |
| 少数股东损益 | -3.05 | -0.94 | -1.05 | -1.31 | -1.56 |
| 归属母公司净利润 | 234.63 | 266.72 | 298.55 | 372.57 | 444.78 |
| EBITDA | 359.03 | 413.09 | 428.75 | 534.33 | 646.52 |
| EPS | 0.66 | 0.75 | 0.74 | 0.92 | 1.10 |

| 会计年度 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 经营活动现金流 | 271.64 | 376.43 | 334.73 | 417.66 | 507.47 |
| 净利润 | 231.59 | 265.78 | 297.50 | 371.26 | 443.21 |
| 折旧摊销 | 47.01 | 58.36 | 31.75 | 38.99 | 55.24 |
| 财务费用 | 0.00 | 0.00 | 0.33 | 0.33 | 0.33 |
| 投资损失 | -2.19 | -2.42 | -2.25 | -2.29 | -2.32 |
| 营运资金变动 | -11.91 | 51.31 | 3.96 | 5.60 | 6.05 |
| 其它 | 7.14 | 3.39 | 3.44 | 3.77 | 4.95 |
| 投资活动现金流 | -80.41 | -81.25 | -229.40 | -427.23 | -33.15 |
| 资本支出 | -81.54 | -82.29 | -231.65 | -429.52 | -35.46 |
| 长期投资 | 2.13 | 4.49 | 2.25 | 2.29 | 2.32 |
| 其他 | -1.00 | -3.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -76.22 | -174.53 | 581.61 | -80.80 | -80.80 |
| 吸收投资 | 3.43 | 2.47 | 652.41 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付利息或股息 | 79.65 | 177.00 | 70.80 | 80.80 | 80.80 |
| 现金净增加额 | 115.02 | 120.65 | 686.60 | -90.71 | 393.19 |

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-63570071 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678569 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。