

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 广州酒家 (603043.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.03.13

#### 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

#### 相关研究

《20180313 广州酒家 (603043.SH): 餐饮全产业链布局, 新版图蓄势待发》2018.03.13

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

## 利口福公司两地扩产, 产能有望实现双倍增长

2018年3月20日

**事件:** 广州酒家 2018 年 03 月 20 日连发两则公告, 宣布两家全资孙公司利口福 (梅州) 食品有限公司和利口福 (湘潭) 食品有限公司建设食品生产基地事宜, 拟扩充公司月饼、速冻、腊味、馅料产品产能。据公司公告, **利口福 (梅州) 食品生产基地项目:** 1) 总投资金额预计为人民币 4.5 亿元 (含土地出让金), 项目资金主要来源于企业自筹资金约 2.5 亿元, 并引入上下游企业进驻投资约 2 亿元; 2) 项目完全建成后, 月饼类产品产能预计不低于 2,000 吨/年, 速冻类产品产能预计不低于 12,000 吨/年, 腊味类产品产能预计不低于 2,000 吨/年; 3) 项目建设期为 24 个月。**利口福 (湘潭) 食品生产基地建设项目:** 1) 项目总投资金额预计为人民币 4.5 亿元 (含土地出让金), 其中, 公司自筹投资金额约 3.58 亿元, 并引入产业链上下游企业投资约 0.92 亿元; 2) 项目完全建成后月饼类产品产能预计不低于 2,000 吨/年, 速冻类产品产能预计不低于 12,000 吨/年, 馅料产品产能预计不低于 6,000 吨/年; 3) 项目一期建设预计为 18 个月, 整个项目在 36 个月全部建成投产。利口福公司两处扩建项目均对于提高公司食品制造业务竞争力、拓展广东省外市场具有积极意义, 利于公司的长远发展。

#### 点评:

- **公司持续发力食品制造板块, 五年内产能有望实现双倍增长。**据我们测算, 公司当前食品制造产能约 3.0 万吨, 而到 2023 年的未来 5 年内, 其产能将至少达 8.9 万吨, 平均复合增速 20.0%——其中, 上市募投项目总投资 2.78 亿元, 对应新增产能合计 2.55 万吨; 此次两起对外投资项目则合计贡献至少 3.6 万吨。速冻是公司扩产最快的子品类, 待完全达产后产能对应 5 万吨, 主营广式速冻蒸点, 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, 当前产品供不应求。我们认为, 随着公司产能提升, 其有望成为速冻蒸点新龙头的有力竞争者。根据欧睿, 2017 年我国速冻蒸点销量增速约为 1%, 较 2016 年的-2.9%有所反弹, 整体销售规模约 55 万吨, 公司 5 万吨产能如充分利用, 将在行业中拥有一定话语权和定价权。
- **有别于其他盲目扩张企业, 公司扩产有备而来。**从产业链的角度来看, 公司是我国湘潭寸三莲的主要采购企业, 在湘潭已有链子采购基地。14-16 年, 其莲子采购量均超过 1000 吨, 增速由 9.6%上升至 12.2%, 主要用于公司的月饼、速冻等产品。因此, 公司本轮选择在湘潭设厂扩产, 投向之一是 6000 吨/年的馅料产品, 一方面是基于其对产地的熟悉, 另一方面是出于整合产业链、就近采购、平滑成本的考虑, 有望进一步提升其下游产品毛利率。异地扩张也是公司逐步实施产地销的路径之一。从公司运营的角度来看, 在 17-18 年这一轮密集投产之前, 公司账面现金流充裕, 甚至维持了较为保守的发展策略。13-17 年 9 月末公司剔除募资后的货币资金由 5.27 亿增长至 11.43 亿元, 而考察公司持续投资能力的净营运资本 (剔除超额现金) 持续为负, 仅在 2017 年 6 月才转正。我们因此判断公司此轮扩张是经过谨慎思考的,

且将有充足的现金作为保障。

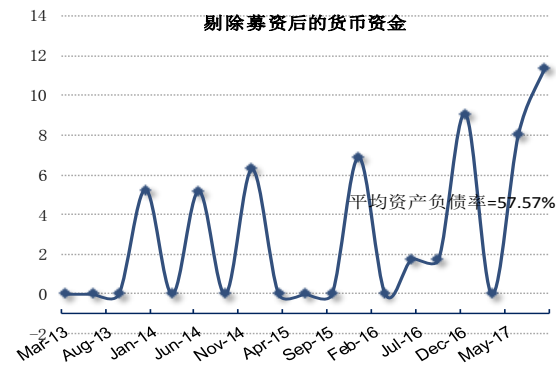
- **盈利预测与评级:** 新项目产能投放对 2017-2019 公司产量基本无影响, 我们维持预测。

我们预计广州酒家 17-19 年归母净利润 2.99/3.73/4.70 亿元, EPS 为 0.74 元/0.92 元/1.16 元; 对应 EBIT 为 3.93/4.91/6.21 亿元。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。维持“买入”评级。

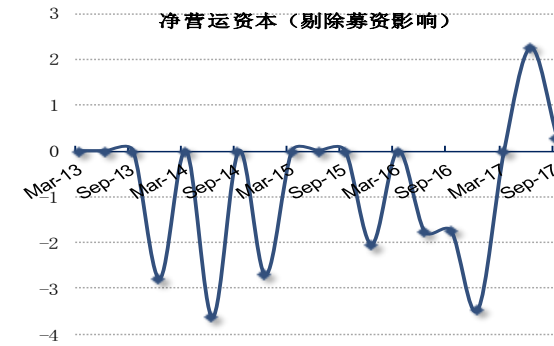
- **股价催化剂:** 公司发布扩产计划, 产能自 18 年逐渐迎来投放期; 公司年度报告于 2018 年 4 月公布。
- **风险因素:** 1) 跨省经营有待考验; 2) 人力成本密集, 自动化率有待提高; 3) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击; 4) 员工激励机制有待加强; 5) 食品安全风险; 6) 项目达产不及预期。

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	3,580.38	
同比(%)	11.65%	11.49%	19.16%	19.58%	29.78%	
归属母公司净利润	234.63	266.72	298.55	372.57	470.01	
同比(%)	4.27%	13.67%	11.93%	24.79%	26.15%	
毛利率(%)	52.31%	52.94%	51.94%	52.39%	52.21%	
ROE(%)	30.20%	29.66%	21.57%	18.91%	20.34%	
EPS (摊薄) (元)	0.58	0.66	0.74	0.92	1.16	
P/E	31	28	25	20	16	
P/B	8.64	7.82	4.05	3.49	2.95	
EV/EBITDA	18.02	15.67	17.22	13.82	10.86	

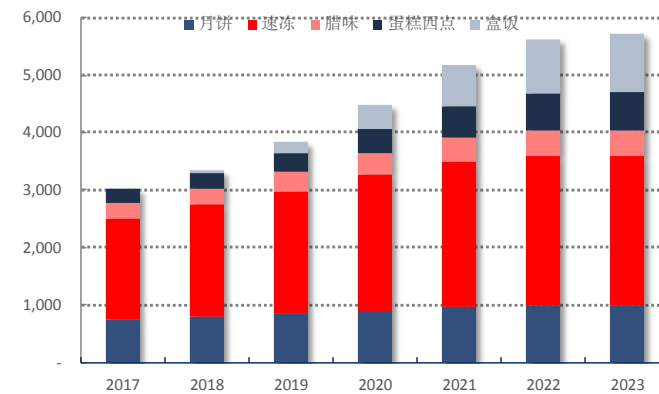
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2018 年 3 月 19 日收盘价

**图 1 剔除募资后的货币资金 (亿元)**


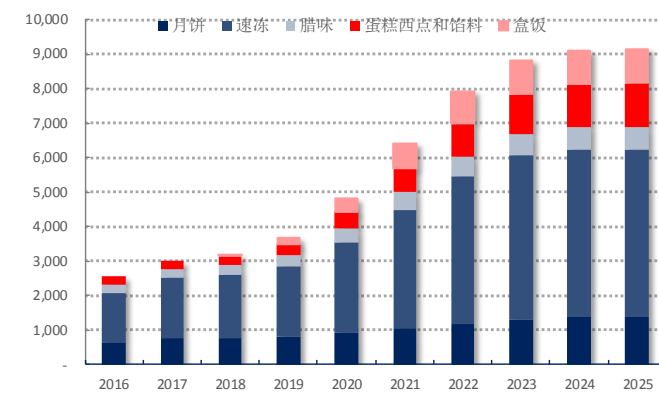
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 2 净营运资本 (剔除募资影响) (亿元)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 3 扩产前预测公司 2017-2023 年食品制造产能 (万 kg)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

**图 4 扩产后未来五年公司产能有望翻倍 (万 kg)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

**表 1 广州酒家投资项目汇总**

业务板块	项目名称	总投资额 (万元)	使用募集资金 投入(万元)	建设期	产能
	利口福食品生产基地(广州)扩建项目	27819	21303	2年	2.55万吨/年, 达产年销 76,112.27 万元
	广州酒家集团利口福食品有限公司食品零售网络项目	12283	12283	3年	达产年销 4.74 亿元
	广州酒家集团股份有限公司电子商务平台扩建项目	9462	9462	2年	达产年销 2.58 亿元
食品制造	广州酒家集团利口福食品有限公司技术研发中心建设项目	4387	4387	2年	
	广州酒家集团利口福(湘潭)食品生产基地建设项目	45000	35800	一期 18 个月 总建设期 3 年	月饼类 2,000 吨/年, 速冻类 12,000 吨/ 年, 馅料 6,000 吨/年
	广州酒家集团利口福(梅州)食品有限公司	45000	25000	2年	月饼类 2,000 吨/年, 速冻类 12,000 吨/ 年, 腊味 2,000 吨/年
餐饮	广州酒家集团股份有限公司餐饮门店建设项目	14038	14038	6个月	达产年销 2.23 亿元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	784.88	934.72	1,659.31	1,610.22	2,113.17
货币资金	612.91	733.56	1,420.17	1,329.46	1,753.48
应收票据	0.00	0.40	0.48	0.57	0.74
应收账款	56.67	63.47	75.63	90.44	117.37
预付账款	1.54	1.64	2.00	2.36	3.08
存货	104.04	117.12	142.52	168.86	219.97
其他	9.71	18.53	18.53	18.53	18.53
<b>非流动资产</b>	373.76	393.52	593.63	984.34	965.04
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	95.59
<b>资产总计</b>	1,158.64	1,328.24	2,252.94	2,594.56	3,078.21
<b>流动负债</b>	300.25	374.67	420.27	471.43	567.53
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	209.67
其他	217.25	263.04	284.42	310.47	357.86
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	303.78	377.41	423.01	474.16	570.26
少数股东权益	0.37	6.72	5.67	4.37	2.71
归属母公司股东权益	854.49	944.10	1,824.26	2,116.03	2,505.24
负债和股东权益	1,158.64	1,328.24	2,252.94	2,594.56	3,078.21

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	3,580.38
同比(%)	11.65%	11.49%	19.16%	19.58%	29.78%
归属母公司净利润	234.63	266.72	298.55	372.57	470.01
同比(%)	4.27%	13.67%	11.93%	24.79%	26.15%
毛利率(%)	52.31%	52.94%	51.94%	52.39%	52.21%
ROE(%)	30.20%	29.66%	21.57%	18.91%	20.34%
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.66	0.74	0.92	1.16
P/E	31	28	25	20	16
P/B	8.64	7.82	4.05	3.49	2.95
EV/EBITDA	18.02	15.67	17.22	13.82	10.86

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,736.54	1,936.06	2,306.94	2,758.73	3,580.38
营业成本	828.14	911.03	1,108.62	1,313.48	1,711.05
营业税金及附加	38.69	30.09	35.86	42.88	55.65
营业费用	411.35	474.88	565.85	676.67	878.20
管理费用	160.84	176.86	210.73	252.01	327.06
财务费用	-6.48	-8.62	-8.12	-19.29	-16.15
资产减值损失	1.55	3.52	3.64	3.95	5.76
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
<b>营业利润</b>	304.64	350.72	392.60	491.32	621.12
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
<b>利润总额</b>	312.02	354.72	396.66	495.01	624.47
所得税	80.43	88.94	99.17	123.75	156.12
<b>净利润</b>	231.59	265.78	297.50	371.26	468.35
少数股东损益	-3.05	-0.94	-1.05	-1.31	-1.65
<b>归属母公司净利润</b>	234.63	266.72	298.55	372.57	470.01
EBITDA	359.03	413.09	428.75	534.33	680.04
EPS	0.66	0.75	0.74	0.92	1.16

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	271.64	376.43	334.73	417.66	538.30
净利润	231.59	265.78	297.50	371.26	468.35
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	11.41
其它	7.14	3.39	3.44	3.77	5.29
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	424.02

## 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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。