

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 广州酒家 (603043.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.03.20

**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

《20180320 广州酒家 (603043) 利口福公司两地扩产, 速冻食品获市场认可》2018.03.20

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

## 17 年盈利超预期, 产能释放有望带动收入、利润同步增长

2018 年 4 月 17 日

**事件:** 广州酒家 2018 年 04 月 16 日发布 2017 年年度报告, 全年实现营业收入 21.89 亿元, 同比增长 13.08%; 归母净利润 3.40 亿元, 同比增长 27.62%; 对应 EPS 为 0.8981 元。17 年四季度实现营业收入 4.99 亿元, 同比增长 22.46%; 归母净利润 1.42 亿元, 同比增长 57.07%。公司拟每 10 股派 3.5 元 (含税)。

**点评:**

- **营业收入略逊预期, 主要因月饼板块大众化所致, 但速冻板块及餐饮板块增速抢眼。** 17 年公司食品制造板块收入 15.95 亿元, 占营收比例 73.56%, 增速 11.42%。其中, 月饼系列产品销量 1.05 万吨, 增速 12.56%; 对应收入 8.98 亿元, 增速 12.04%, 占比 41.0%; 平均单价由 86.15 元/kg 微降至 85.75 元/kg, 是继 2015 年以来持续第二年单价回调, 符合月饼消费逐年“大众化”的趋势。鉴于单价下降幅度缩窄, 且行业需求结构更为健康, 公司作为龙头企业, 月饼单价有望企稳回升。速冻食品则呈现产销两旺态势——受益速冻车间改造, 公司产量 1.68 万吨, 增长 13.25%; 销量 1.68 万吨, 增速 21.35%, 产销率超 100%; 对应收入 3.16 亿元, 增速 22.26%, 占比 14.4%; 平均单价由 18.71 元/kg 升至 18.84 元/kg, 保持了近五年的增长势头。根据公司披露, 其速冻板块 IPO 募投项目扩产 7000 吨, 梅州和湘潭工厂至少扩产各 1.2 万吨, 产能投放时间分别为 18 年和 20 年, 因此建议密切关注该板块产能释放带来的收入加速增长。食品其他产品主要包括腊味、烘焙西点等, 全年收入 3.96 亿元, 增速 2.6%。17 年公司餐饮板块收入 5.59 亿元, 占比 25.79%, 增速 20.78%, 超出预期, 主要因公司紧抓餐饮市场回暖契机, 发展多元业态, 推动餐饮向小型化、专业化、便捷化、网络化方向转型。17 年公司新开业 2 家直营店, 直营店总数上升至 17 家, 还成功推出了“好有形”品牌融合餐厅, 主打休闲消费群体, 目前市场反应良好。
- **盈利情况超预期, 税收优惠影响净利润约 7.6%, 但也不可小觑公司自身盈利及营运能力提升。** 17 年公司净利润增速达 27.62%, 净利润率高达 15.61%, 2016 年为 13.73%, 超出预期。一方面是其全资子公司利口福于 18 年 3 月获认定为广东省第二批高新技术企业, 17 年即享受 15% 的优惠税率。但剔除子公司适用不同税率的影响 2,852.52 万元 (占净利润约 7.60%), 同比口径下归母净利润增速 16.92%, 仍高于我们的预期, 我们认为主要得益于公司的盈利水平提升。17 年公司毛利率 53.15%, 比上年同期高出 0.21 个百分点, 创近年历史新高; 同期期间费用率 33.61%, 较 2016 年仅提升 0.4 个百分点, 费用率控制得当, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 25.15%、9.16% 和 -0.70%, 同比持平、环比下降, 体现出公司规模扩张时仍保持了良好的成本管控能力; 营业利润率 18.92%, 升高 0.8 个百分点。餐饮板块由于 IPO 募资影响, 公司 ROE、ROA 和 ROIC 略有下降, 分别为 26.35%、19.80% 和 25.68%, 但仍维持行业内较高

水平。营运能力方面，公司存货周转天数由 2016 年的 16.41 天下降至 13.09 天，可见产品的生产和销售呈良性循环。

- **公司四季度单季业绩提速，18 年一季度有望巩固增速，但需持续关注销售费用率的增长。**值得注意的是，公司四季度单季业绩提速，单季营收达到 4.99 亿元，同比增速 22.46%（上年同期为 11.5%）；单季营业利润 1.52 亿元，同比增长 18.07%（上年同期为 15.13%），营业利润率 30.55%（上年同期为 30.22%）；单季归母净利润 1.42 亿元，同比增长 57.07%，剔除优惠税率影响的同比增速为 26.02%。由于四季度非月饼旺季，单季业绩提速更有可能源于速冻、餐饮等其他板块，我们判断同属月饼淡季的 18 年上半年有望巩固收入增速和利润率水平。另一方面，四季度公司经营性净现金流录得-2.38 亿元，上年同期仅为-1.30 亿元。尽管每年四季度公司因月饼预收及应付期不匹配的影响均录得该项负值，但 17 年极有可能是因速冻食品销售加速导致相关销售费用支出增加。不排除 18 年随着食品板块销售规模进一步扩大导致销售费用攀升，因此建议持续关注销售费用率指标，用于衡量公司的营销效率。
- **全国化布局稳步推进，电商子公司净利润增速明显。**截至目前，公司食品制造板块拥有覆盖珠三角地区超过 170 家饼屋门店，较 2017 年上半年的 158 家有所增长，公司还有负责国内经销、代销等销售渠道的销售公司，以及负责网络相关销售渠道的电子商务公司，同时，辅以线上线下的互动，全方位立体覆盖市场。17 年公司广东省内营业收入 19.14 亿元，同比增长 12.03%，占主营业务收入比重为 88.14%。公司同时加速开发新客户，重点推广核心产品，加强拓展零售终端在华东、华中等区域的覆盖，报告期内，境内广东省外和境外的营业收入分别为 2.31 亿元和 2597.08 万元，增速分别为 28.28%和 18.85%。公司的另一全国化布局的手段是线上电商，尽管尚未披露电商的具体数据，但从其电子商务子公司的盈利情况可见一斑。电子商务子公司约负责公司一半的电商销售，截止 2017 年 12 月 31 日，该公司净利润 1,401.94 万元，同比增长 44.54%。年报披露期前，公司还发布了关于梅州、湘潭两地扩产的事宜，我们认为基地建成后（见《20180320 广州酒家（603043）利口福公司两地扩产，速冻食品获市场认可》），除产能提升外，其旗下月饼及速冻食品将可辐射华北、西南及华东地区，广州酒家百年老字号品牌将走出广州本土，打造成全国知名品牌。
- **股权激励实施将确保公司做大做强的动力。**公司 3 月 27 日公布第一期股权激励草案，拟向激励对象授予的股票期权总量为 403.05 万份，占总股本的 0.9977%。计划授予的股票期权行权价格为每股 18.21 元，授予对象可于完成登记之日 2 年后分 3 年行权。行权条件为 18 年实现营收和扣非归母净利润分别不低于 16 及 17 年的算数平均值，同时，19 至 21 年公司各年度营收、扣非归母净利润的环比增长率均不低于（含）10%，且各年度营业收入实现值和净利润实现值分别不低于对应年份对标企业 75 分位值；19 至 21 年公司各年度实现的加权净资产收益率均不低于 16%，且均不得低于对应年份对标企业 75 分位值；19 至 21 年公司现金分红比例不低于 30%。如草案获批实施，我们判断将有效调动国企员工的积极性。
- **盈利预测与评级：**鉴于公司将在 18 年和 20 年分别迎来产能投放，且其利口福子公司将享受 15%的税收优惠，我们在原有盈利预测基础上新增如下假设：1）以公司已公布的募投项目和梅州、湘潭基地产能信息匡算，18-20 年末食品制造分别增加产能 378.49、932.53 和 2,164.96 万 kg；2）保持公司餐饮部分的营收预测不变；3）假设利口福 18-19 年所

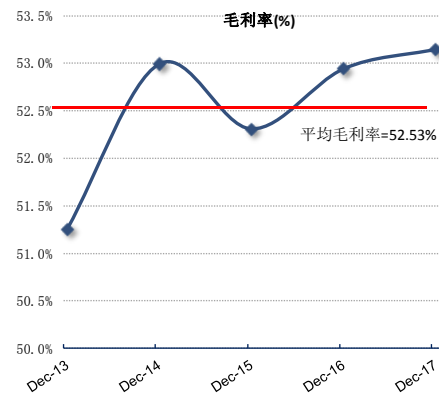
得税率为 15%，20 年恢复至 25%。

我们上调广州酒家的盈利预测，预计 2018-2020 年营业收入分别为 27.82/33.24/40.65 亿元；增速分别为 27.08%/19.49%/22.28%；归母净利润分别为 4.49/5.53/5.86 亿元；按公司目前股本计算 EPS 分别为 1.11 元/1.37 元/1.45 元；对应 EBIT 为 5.47/6.72/7.84 亿元。维持“买入”评级。

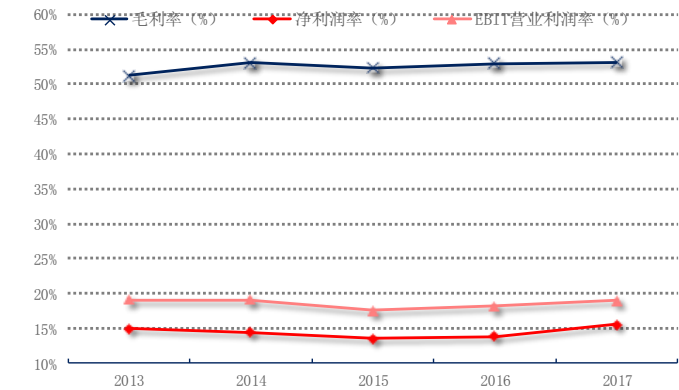
- **股价催化剂：**公司发布扩产计划，产能自 18 年逐渐迎来投放期；公司股权激励得以实施。
- **风险因素：**1) 跨省经营有待考验；2) 人力成本密集，自动化率有待提高；3) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；4) 员工激励机制有待加强；5) 食品安全风险；6) 项目达产不及预期。

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,782.13	3,324.39	4,065.00	
同比(%)	11.49%	13.08%	27.08%	19.49%	22.28%	
归属母公司净利润	266.72	340.37	449.49	552.68	585.67	
同比(%)	13.67%	27.62%	32.06%	22.96%	5.97%	
毛利率(%)	52.94%	53.15%	53.34%	54.05%	53.16%	
ROE(%)	29.66%	25.70%	24.18%	24.92%	22.13%	
EPS (摊薄) (元)	0.66	0.84	1.11	1.37	1.45	
P/E	28	22	17	14	13	
P/B	8.03	4.45	3.77	3.13	2.64	
EV/EBITDA	16.08	15.99	12.50	10.11	8.51	

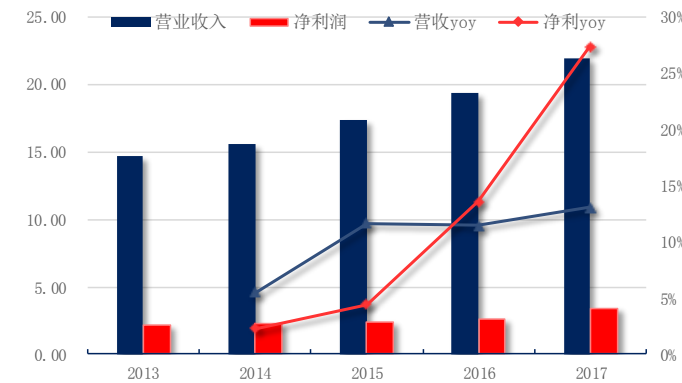
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 4 月 16 日收盘价

**图 1 公司 2013-2017 年毛利率 (%)**


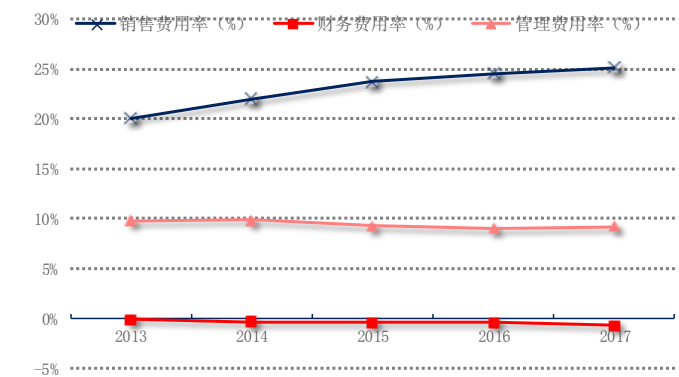
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 2 按年度毛利率、净利润率和营业利润率情况 (%)**


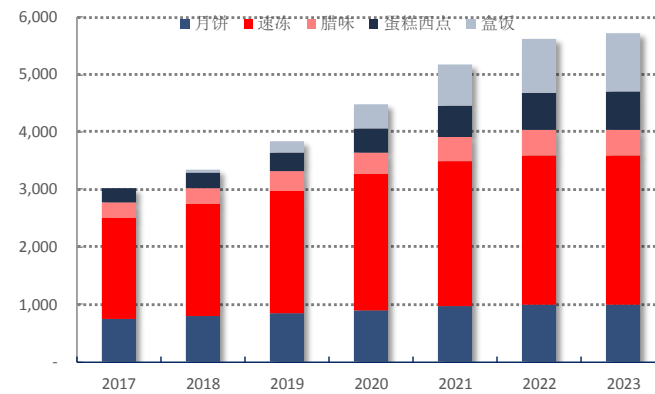
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 3 公司营业收入及净利润变化 (亿元; %)**


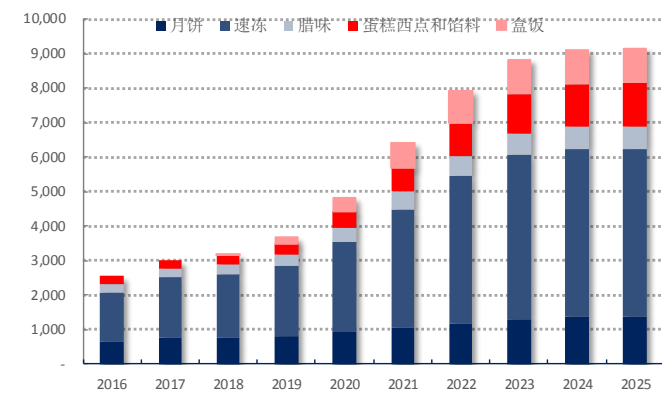
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 4 按年度三项费用率情况 (%)**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 5 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 6 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

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	934.72	1,707.41	1,858.18	2,140.79	2,334.97
货币资金	733.56	1,433.93	1,530.98	1,766.98	1,889.40
应收票据	0.40	1.80	2.29	2.73	3.34
应收账款	63.47	67.33	85.57	102.25	125.03
预付账款	1.64	1.52	1.93	2.27	2.83
存货	117.12	130.23	164.81	193.95	241.77
其他	18.53	72.60	72.60	72.60	72.60
<b>非流动资产</b>	393.52	416.73	632.32	812.51	1,139.82
长期投资	0.78	6.03	6.03	6.03	6.03
固定资产	263.83	252.88	269.42	486.10	675.66
无形资产	23.33	24.67	22.62	20.57	18.51
其他	105.57	133.14	334.25	299.81	439.61
<b>资产总计</b>	1,328.24	2,124.14	2,490.50	2,953.30	3,474.79
<b>流动负债</b>	374.67	409.01	465.47	514.76	589.61
短期借款	0.00	1.80	1.80	1.80	1.80
应付账款	111.64	122.38	154.88	182.27	227.20
其他	263.04	284.83	308.79	330.69	360.61
<b>非流动负债</b>	2.73	2.03	2.03	2.03	2.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.73	2.03	2.03	2.03	2.03
<b>负债合计</b>	377.41	411.04	467.50	516.79	591.64
少数股东权益	6.72	8.59	10.40	12.63	14.99
归属母公司股东权益	944.10	1,704.51	2,012.60	2,423.88	2,868.16
负债和股东权益	1,328.24	2,124.14	2,490.50	2,953.30	3,474.79

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,782.13	3,324.39	4,065.00
同比(%)	11.49%	13.08%	27.08%	19.49%	22.28%
归属母公司净利润	266.72	340.37	449.49	552.68	585.67
同比(%)	13.67%	27.62%	32.06%	22.96%	5.97%
毛利率(%)	52.94%	53.15%	53.34%	54.05%	53.16%
ROE(%)	29.66%	25.70%	24.18%	24.92%	22.13%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.84	1.11	1.37	1.45
P/E	28	22	17	14	13
P/B	8.03	4.45	3.77	3.13	2.64
EV/EBITDA	16.08	15.99	12.50	10.11	8.51

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,936.06	2,189.21	2,782.13	3,324.39	4,065.00
营业成本	911.03	1,025.65	1,298.05	1,527.56	1,904.15
营业税金及附加	30.09	24.75	31.45	37.58	45.96
营业费用	474.88	550.62	680.39	813.01	994.13
管理费用	176.86	200.57	250.39	299.20	365.85
财务费用	-8.62	-15.40	-20.86	-22.03	-24.89
资产减值损失	3.52	1.36	2.93	3.75	3.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.42	4.28	2.97	3.22	3.49
<b>营业利润</b>	350.72	414.11	542.74	668.55	779.49
营业外收入	7.71	2.49	6.30	6.30	6.30
营业外支出	3.71	0.99	2.00	2.24	1.74
<b>利润总额</b>	354.72	415.61	547.03	672.62	784.04
所得税	88.94	73.87	95.73	117.71	196.01
<b>净利润</b>	265.78	341.74	451.30	554.91	588.03
少数股东损益	-0.94	1.37	1.81	2.23	2.36
<b>归属母公司净利润</b>	266.72	340.37	449.49	552.68	585.67
EBITDA	413.09	474.20	606.31	749.84	890.34
EPS	0.75	0.84	1.11	1.37	1.45

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	376.43	420.76	510.52	631.73	693.54
净利润	265.78	341.74	451.30	554.91	588.03
折旧摊销	58.36	58.57	59.62	77.55	106.62
财务费用	0.00	0.02	-0.33	-0.32	-0.33
投资损失	-2.42	-4.28	-2.97	-3.22	-3.49
营运资金变动	51.31	23.85	-0.19	-1.06	-0.71
其它	3.39	0.87	3.10	3.87	3.41
投资活动现金流	-81.25	-147.40	-272.41	-254.65	-430.06
资本支出	-82.29	-86.42	-275.37	-257.87	-433.55
长期投资	4.49	202.23	2.97	3.22	3.49
其他	-3.45	-263.20	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-174.53	426.00	-141.42	-141.43	-141.42
吸收投资	2.47	615.22	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	1.80	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	177.00	194.72	141.42	141.43	141.42
现金净增加额	120.65	699.36	97.05	236.00	122.41

## 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。