

传统粤菜老字号，餐饮+食品双轮驱动

投资要点

- **传统粤菜老字号，餐饮+食品双轮驱动业绩稳定增长。**广州酒家始创于1935年，现今已有80多年历史，素有“食在广州第一家”的美称。多年以来，公司充分利用餐饮业务所积累的品牌优势、技术优势和渠道优势，积极延伸产业链，形成以餐饮+食品制造业务双轮驱动、多业态并存的发展格局。目前公司旗下拥有“广州酒家”、“利口福”、“秋之风”等一系列高知名度品牌，快速占领不同细分市场，业绩实现稳定增长。15-17年公司收入复合增速达12%，归母净利润复合增速达15%。
- **精准定位大众餐饮，消费结构调整现发展新机遇。**1、自2012年中央限制“三公消费”以来，我国餐饮业在阵痛中完成了转型，餐饮消费供给逐步回归大众化。2017年全国餐饮实现收入39644亿元，同比增长10.7%，行业回暖整体趋势向好。2、广州酒家抓住发展机遇，不断强化自身大众精品餐饮的定位，逆势开店，在老店增速稳定的情况下拓展新店，扩大规模。公司17年餐饮业务实现收入5.59亿元，同比增长20.73%。同时公司计划未来每年新增1-2家门店，并积极向广州外市场拓展，保障餐饮业务收入维持10%以上的稳健增长。
- **广式月饼龙头优势明显，速冻食品成食品制造业务新增长点。**1、公司遵循“餐饮树品牌，食品创规模”的理念，大力发展食品制造业务，目前食品制造贡献公司超过七成收入。公司2017年食品制造业务实现收入16.09亿，同比增速11.35%。2、分品类看，月饼销售收入在食品业务中占比超50%，公司作为广式月饼龙头，产品具有较高的美誉度，近些年一直保持平稳增长；速冻食品是公司未来食品发力重点方向之一，主打广式特色点心与竞品形成差异化竞争，近两年实现20%以上的快速增长。速冻食品等产品占比提升有效优化产品结构，缓解公司收入季节性明显的问题。
- **募投项目助力产能突破，营销渠道加速下沉。**1、目前公司月饼、速冻食品、腊味等主要产品的产能利用均已接近饱和，公司现在正利用募集资金对广州工厂进行改造，达产后将逐步释放2.55万吨产能，有效缓解产能压力。2、公司还将在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地建设230家直营店，营销渠道开始拓展到珠三角主要城市，为公司从区域性品牌向全国性品牌发展打下良好的基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年收入复合增速为16.3%，归母净利润复合增速为17.6%，EPS分别为1.0元、1.18元、1.37元，对应PE分别为24X、20X、17X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动，募投项目进度或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2189.21	2520.22	2955.19	3441.27
增长率	13.08%	15.12%	17.26%	16.45%
归属母公司净利润(百万元)	340.37	402.58	475.79	552.90
增长率	27.62%	18.28%	18.19%	16.21%
每股收益EPS(元)	0.84	1.00	1.18	1.37
净资产收益率ROE	19.95%	21.63%	23.27%	24.56%
PE	28	24	20	17
PB	5.55	5.08	4.63	4.20

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.04
流通A股(亿股)	1.18
52周内股价区间(元)	17.27-27.36
总市值(亿元)	95.02
总资产(亿元)	20.85
每股净资产(元)	4.31

相关研究

目 录

1 公司概况：餐饮立品牌，食品创规模	1
2 餐饮业务：深挖市场潜力，品牌助力发展	3
2.1 国内餐饮行业整体向好，广东餐饮市场逐渐转型	3
2.2 公司餐饮业务规模稳定增长，毛利率进一步提高	4
2.3 老店升级稳步增长，新店开拓提速发展	5
3 食品制造业务：产品结构逐渐优化，产能瓶颈显现	6
3.1 速冻食品成新增长点，全渠道销售体系优势渐显	6
3.2 月饼价格回归平民化，市场竞争不断加剧	8
3.3 速冻食品业务成公司新增长点，业绩高速增长	9
3.4 产能瓶颈出现，公司发展渐渐受到制约	10
4 募投项目：扩充产能、拓展渠道、树立品牌	11
5 盈利预测与估值	13
6 风险提示	14

图 目 录

图 1：公司上市前股权结构.....	1
图 2：公司 2011 年以来营业收入及增速.....	2
图 3：公司 2011 年以来归母净利润及增速.....	2
图 4：2017 年公司主营业务收入构成.....	2
图 5：2017 年公司毛利润构成.....	2
图 6：2017 年公司主营业务收入地区分布.....	3
图 7：2011 年以来公司主营业务收入增长率（按地区）.....	3
图 8：2011 年以来城镇居民可支配收入及消费支出情况.....	3
图 9：2011 年以来城镇居民人均食品支出情况.....	3
图 10：2010 年以来全国餐饮收入及增速.....	4
图 11：2017 年正餐市场消费变化情况.....	4
图 12：2014 年以来全国主要省份餐饮收入及增速.....	4
图 13：2017 年广东省百强企业收入分布.....	4
图 14：2011 年以来公司餐饮业务收入及增速.....	5
图 15：2014 年以来公司门店数量变化情况.....	5
图 16：2014 年以来公司餐饮业务成本构成.....	5
图 17：2011 年以来餐饮业务毛利率.....	5
图 18：2011 年以来公司食品制造业务收入及增速.....	7
图 19：2011 年以来公司食品制造业务收入构成.....	7
图 20：2014 年以来公司上下半年收入.....	7
图 21：2014 年以来公司下半年收入占比.....	7
图 22：2014 年以来公司食品制造业务按销售渠道分类.....	8
图 23：2014 年以来电子商务渠道收入及增速.....	8
图 24：2012 年以来月饼行业销量及销售额.....	8
图 25：2016 年线上各品类月饼销量占比.....	8
图 26：2011 年以来公司月饼产品销售收入及增速.....	9
图 27：2014 年以来公司月饼礼盒价格.....	9
图 28：2011 年以来我国速冻食品行业主营业务收入.....	9
图 29：各地区人均速冻食品消费水平.....	9
图 30：2011 年以来公司速冻食品业务收入及增速.....	10
图 31：2011 年以来公司速冻食品业务毛利率.....	10

表 目 录

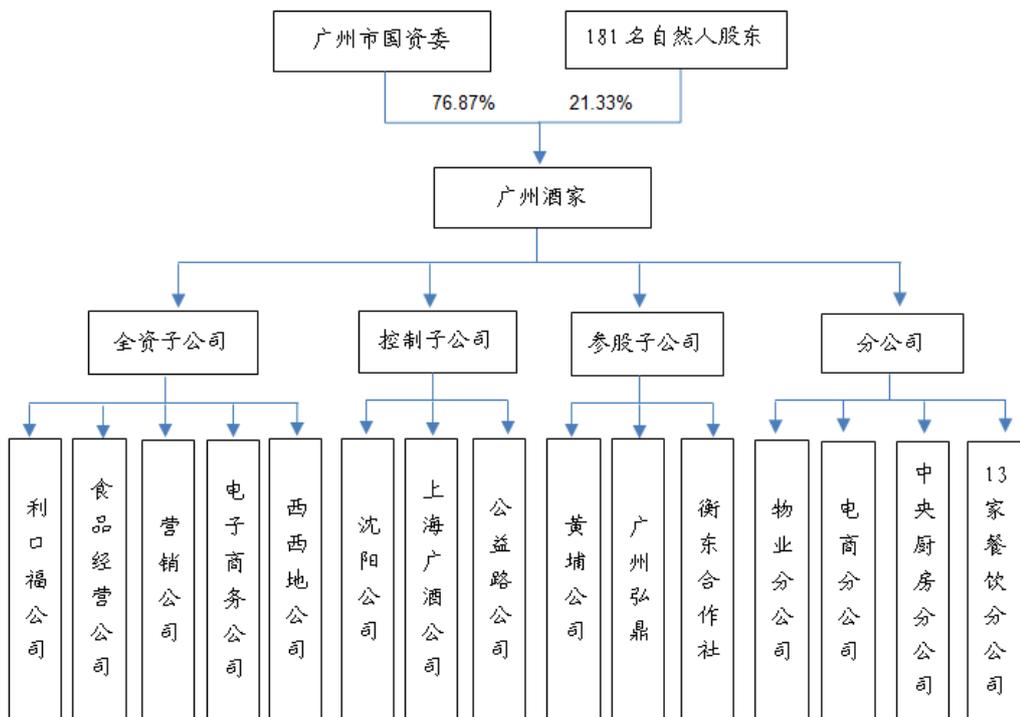
表 1：2016 年公司餐饮直营店经验情况.....	6
表 2：速冻食品行业主要竞争对手简介.....	10
表 3：公司主要产品的生产和销售情况.....	11
表 4：募集资金投资项目.....	11
表 5：项目投产后各年度达产情况.....	12
表 6：公司拟开设各类型门店定位列表.....	12
表 7：各类型食品零售门店开店规划.....	12
表 8：公司分项收入成本预测（百万元）.....	13
附表：财务预测与估值.....	15

1 公司概况：餐饮立品牌，食品创规模

广州酒家是一家有 80 多年历史的“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”的美誉。其前身为陈星海先生在 1935 年创办的“西南酒家”，1939 年重建后取意“食在广州”而改名为“广州大酒家”。上世纪 90 年代，广州酒家组建企业集团，开始逐步发展连锁经营模式并开拓食品制造业务，建成大型现代化食品生产基地—利口福食品有限公司，定下食品制造业务与餐饮业务双轮驱动的基调。多业态并存的发展格局帮助公司迅速发展为华南地区深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，经过多年的口碑累积，公司的品牌优势、技术优势和渠道优势渐显，业绩进入快速上升的通道。

公司股权结构：公司于 2017 年在上海证券交易所上市完成首次公开发行，在股票发行前，广州市国资委的持股比例达到 78.67%，是公司的控股股东、实际控制人，公司上市发行之后，其持股比例降至 67.7%。

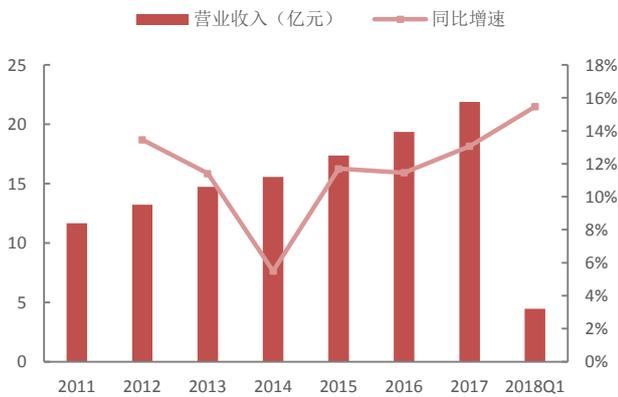
图 1：公司上市前股权结构



注：沈阳公司目前已经停业，目前正在办理注销手续

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主营业务结构：2017 年度公司实现营业收入 21.89 亿元，同比增长 13.07%；净利润为 3.42 亿元，同比增长 27.34%。2018 年第一季度，公司实现营收 4.45 亿元，同比增长 15.47%；净利润为 0.39 亿元，同比增长 43.7%。营收和利润增长的主要动力是公司食品制造业务的稳定发展，同时公司在 2014-2016 年新增的多家餐饮直营门店也从培育期步入成熟期，收入增长加快，带动公司整体的业绩水平。

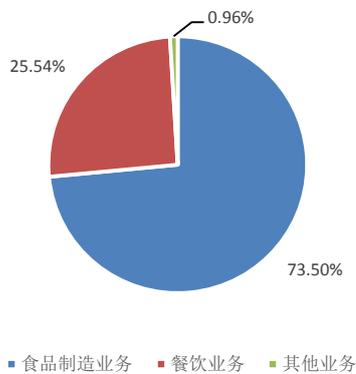
图 2：公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

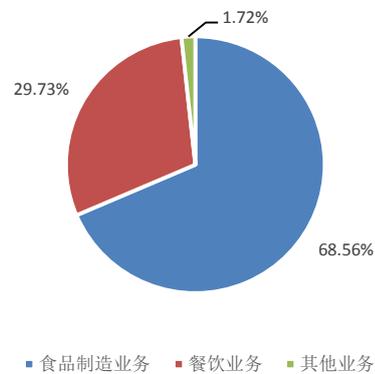
图 3：公司 2011 年以来归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司的主营业务收入主要来自食品制造业务和餐饮业务。公司遵循着“餐饮树品牌，食品创规模”的发展战略，近些年食品制造业务营收占比稳步提升，由 2011 年占比 68.92% 提升至 2017 年的 73.56%；公司的餐饮业务贡献超过 25% 的收入，占比由 2011 年占比 29.6% 下降至 2017 年的 25.79%。毛利方面，2017 年食品制造业务的毛利占比为 68.56%，餐饮业务占比为 29.73%，总体来看，餐饮业务的毛利率水平要略高于食品制造业务。

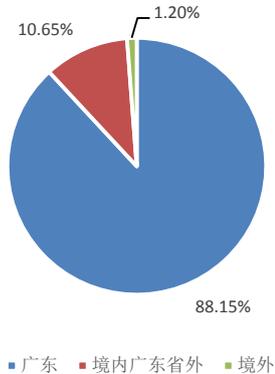
图 4：2017 年公司主营业务收入构成


数据来源：Wind，西南证券整理

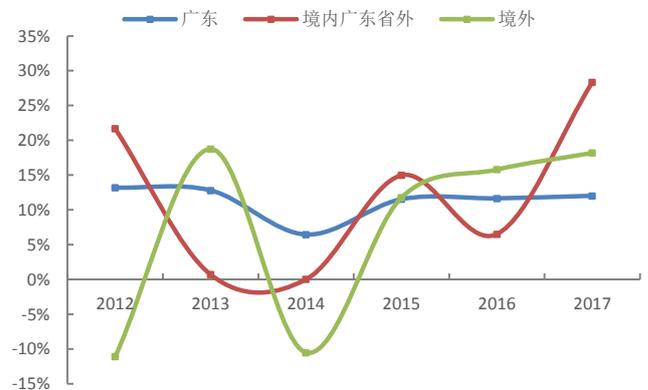
图 5：2017 年公司毛利润构成


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务有明显的区域性：公司多年深耕岭南地区市场，“广州酒家”品牌在广东市场有较高的认知度和影响力，受到消费者高度认可。2017 年公司广东省内收入占主营业务收入的 88.15%，境内广东省外的收入占比仅为 10.66%。增速上看，广东省内的收入一直稳步增长，维持在 11%-13% 的水平。广东省外收入占比虽然较低，但是由于公司近年来加强了全国区域的战略布局，省外收入的增速非常可观，在 2017 年达到了 28.33% 的水平，可以预期，未来几年在公司产能扩充和渠道拓展的双重推动下，省外业务的收入将继续保持高速增长。

图 6：2017 年公司主营业务收入地区分布


数据来源：Wind，西南证券整理

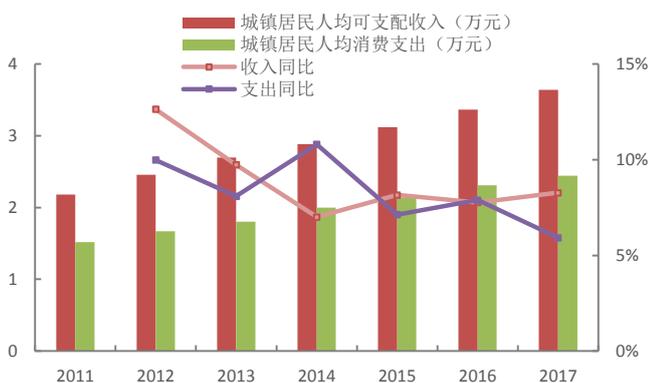
图 7：2011 年以来公司主营业务收入增长率（按地区）


数据来源：Wind，西南证券整理

2 餐饮业务：深挖市场潜力，品牌助力发展

2.1 国内餐饮行业整体向好，广东餐饮市场逐渐转型

城镇居民可支配收入和消费支出，人均食品消费止跌反弹。2017 年，我国城镇居民人均可支配收入为 36396 元，同比增长 8.27%，城镇居民人均消费支出为 24445 元，同比增长 5.92%，城镇居民收入和消费水平都在稳步提升。2014 年，受“限制三公消费”政策的影响，城镇居民人均食品支出出现负增长，不过市场很快就消化了政策利空，2015 年后居民人均食品消费又重归上升轨道，2017 年城镇居民人均食品支出为 7001 元，同比增长 3.53%。

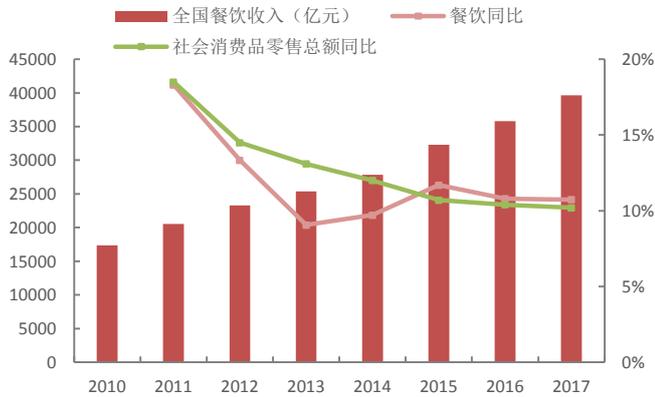
图 8：2011 年以来城镇居民人均可支配收入及消费支出情况


数据来源：Wind，西南证券整理

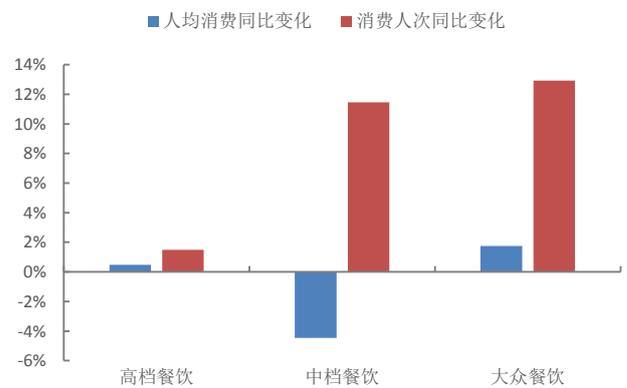
图 9：2011 年以来城镇居民人均食品支出情况


数据来源：Wind，西南证券整理

全国餐饮行业高速发展，餐饮回归大众化。2017 年全国餐饮实现收入 39644 亿元，同比增长 10.7%，高于社会消费品零售额增长 0.5 个百分点，保持住了两位数增长的发展势头。随着我国居民收入的不断提升，消费结构也在不断发生变化，餐饮回归大众化的趋势渐显。目前我国餐饮消费供给已经逐步从“快”到“慢”，从“中高端”向“中端大众化”转变。以广州酒家餐饮业务所处的正餐市场为例，2017 年中档餐饮和大众餐饮的消费人次同比增长分别为 11.45% 和 12.93%，而高端餐饮的仅为 1.49%，差异明显。

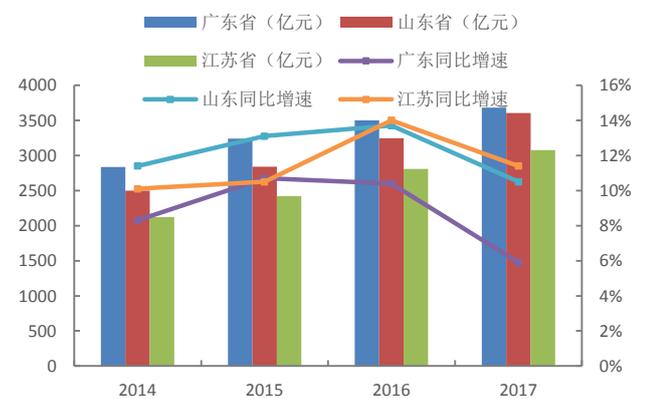
图 10: 2010 年以来全国餐饮收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

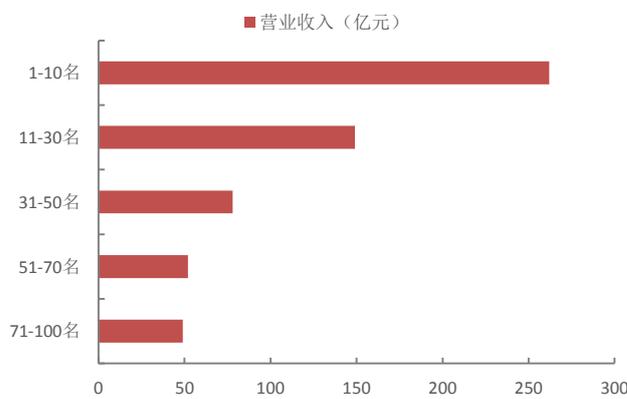
图 11: 2017 年正餐市场消费变化情况


数据来源: 中国饭店协会, 西南证券整理

广东省是餐饮大省, 餐饮行业马太效应渐显。广东省的饮食文化历史悠久, 声名远扬, 美食汇聚的岭南地区, 餐饮行业也在不断地茁壮成长。2017 年, 广东省餐饮收入达 3680.3 亿元, 规模保持全国第一份额。2017 年广东省餐饮行业增速为 5.9%, 低于全国 10.7% 的水平, 在增速放缓的背景下, 广东省餐饮业的马太效应渐显, 市场份额逐步向头部企业集中。根据广东省餐饮服务行业协会提供的数据, 2017 年广东省餐饮百强企业 (广州酒家排名第四) 的营业收入总额达到 590 亿元, 同比增长 16.8%, 占广东省总收入的 16%, 去年同期为 14.3%。此外在百强企业的收入也呈现出了三七定律, 前 30 名的企业营收达 411 亿元, 占比超 70%。在目前赢者通吃的市场格局下, 广州酒家作为提供传统粤菜的大型连锁餐饮服务公司, 凭借其品牌优势和规模优势, 有望获得更多的市场份额。

图 12: 2014 年以来全国主要省份餐饮收入及增速


数据来源: 中国饭店协会, 西南证券整理

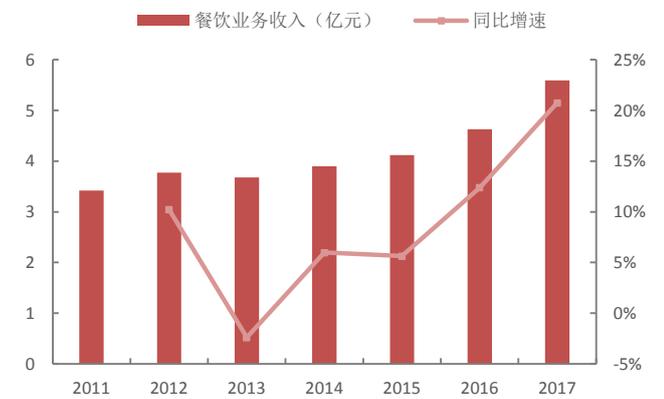
图 13: 2017 年广东省百强企业收入分布


数据来源: 广东省餐饮服务行业协会, 西南证券整理

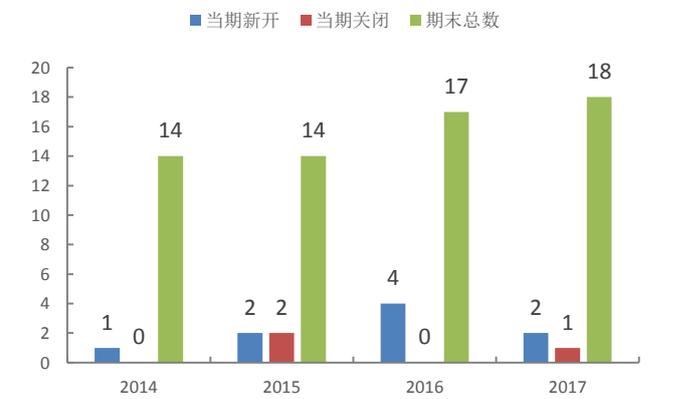
2.2 公司餐饮业务规模稳定增长, 毛利率进一步提高

传统粤菜老字号, 餐饮业务稳定发展。广州酒家的品牌在餐饮业消费群体中有很高的认知度, 其“粤菜烹饪技艺”曾入选广州市第四批市级非物质文化遗产名录, 同时, “广州酒家”的品牌曾获得“中华老字号”、“全国十佳酒家”、“中国粤菜名店”、“‘食在广州’品牌代表店”等多项荣誉称号。截止 2017 年底, 公司拥有 17 家餐饮直营店, 1 家餐饮参股经营店, 2017 年新增黄埔大道店及好有形两家直营餐厅。2017 年公司餐饮业务收入达到 5.59

亿元，同比增长 20.73%，增幅明显，这主要是因为公司 2016 年新设的 2 家直营餐厅已经顺利度过培育期，带动餐饮业务高速增长。自 2015 年以来，公司一直都保持着一年 2 家以上的开店速度，这为餐饮业务稳定发展提供强劲动力源。

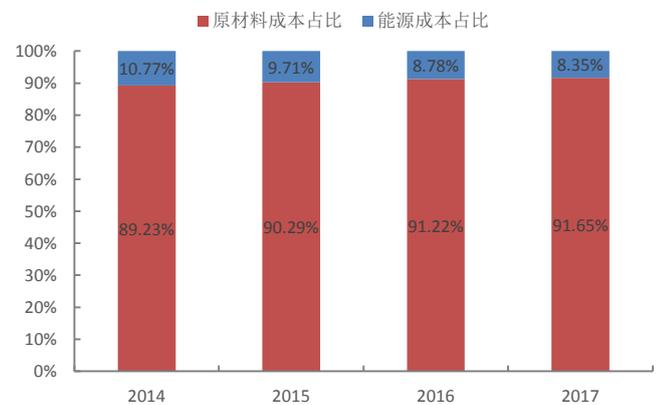
图 14：2011 年以来公司餐饮业务收入及增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

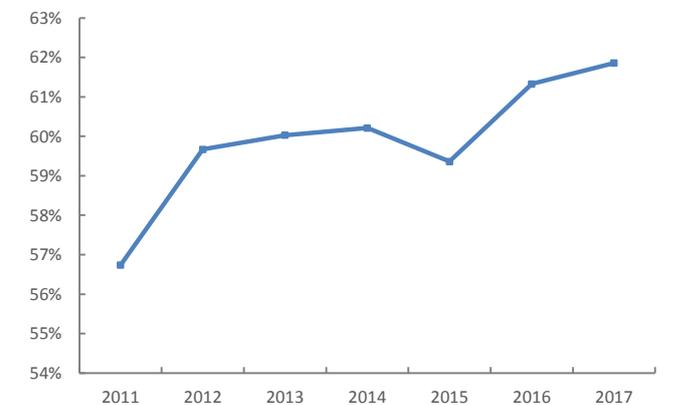
图 15：2014 年以来公司门店数量变化情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

统一采购加强成本控制，毛利率不断提升。公司餐饮业务的主要成本由原材料和天然气、电力等能源构成。2017 年原材料成本占餐饮成本的 91.65%，公司餐饮业务面临着原材料价格波动的风险。为此公司采用了统一采购的方式来加强成本，根据需求适时调整采购计划，此外，2016 年营改增政策有效地降低原材料成本，公司的毛利率也有较大的提升，2017 年达到 61.86%，较 2016 年提升了约 0.5%，毛利率水平整体趋势向好。

图 16：2014 年以来公司餐饮业务成本构成


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 17：2011 年以来餐饮业务毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 老店升级稳步增长，新店开拓提速发展

继续深挖“广州酒家”传统餐饮业务的市场潜力。除去已经注销的沈阳分店，目前公司开设的餐厅全都分布在广州市区。2016 年，文昌店、滨江西店和体育东店三家店贡献了超过餐饮业务 40% 的收入。整体上看，餐饮直营店单店达到成熟状态后增速趋于稳定，公司老店的营收规模稳中有升，新店良性发展，增长较快，新增门店是公司提高餐饮业务收入的重要途径。根据过往广州地区的经验，现有规格门店达到收支平衡的时间大约在 1-2 年。

表 1：2016 年公司餐饮直营店经验情况

店铺名称	开业时间	餐饮收入（万元）	同比增速	自开业达到收支平衡时间	顾客人均消费（元）
文昌店	2001年	7345.96	-1.65%	1年	78.79
滨江西店	2000年	4907.29	-7.90%	1年	88.88
体育东店	2002年	8548.98	-4.57%	1年	129.07
东山店	2006年	2039.3	-11.47%	2年	78.91
江畔红楼店	2010年	2222.21	0.54%	2年	72.45
白云新城店	2011年	2795.06	4.39%	1年	135.37
珠江国际大厦店	2011年	3803.75	7.36%	1年	131.32
逸景店	2013年	2885.35	-2.83%	2年	159.43
临江大道店	2013年	3537.65	8.11%	1年	143.91
南昆山店	2015年	1311.98	0.33%	1年	101.15
环市东店	2015年	3030.31	-	1年	103.49
西西地简餐	2016年	196.46	-	-	47.06
公益路店	2016年	1856.21	-	0.5年	114.16
昌岗中店	2016年	1415.42	-	-	85.88
黄埔大道店	2017年	-	-	-	-
好有形	2017年	-	-	-	-
白云机场店	2018年	-	-	-	-

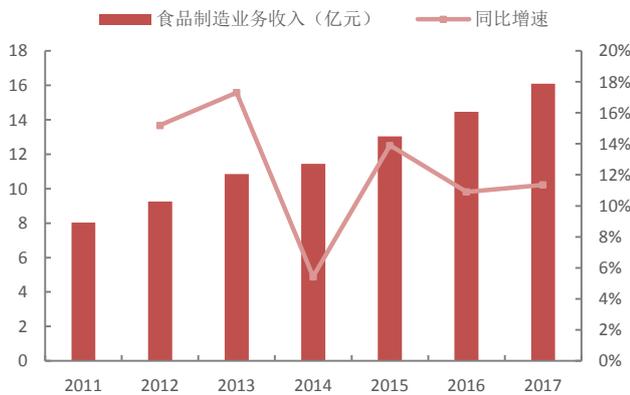
数据来源：招股说明书，西南证券整理

尝试多业态横向经营，从量变到质变。近年来公司强化了“广州酒家”大众餐饮消费的定位，利用规范管理、菜式创新、特色餐饮服务等手段，提升公司餐饮业务的市场竞争力。2016年直营餐厅人均消费额分布在80-160元之间，在广东属于中端水平。同时，为了满足不同消费者的需求，2016年公司开始尝试开设西式简餐类型的餐厅，为未来多业态的发展奠定了基础，力求从量变中寻求质变。在新店不断扩张的同时，公司还对老店进行了升级操作，如将文昌店打造成历史文化名店，将体育东店升级为商业中心旗舰店等特色建店方式，力求为消费者打造更好的消费体验，树立良好的品牌形象，对单店覆盖范围内的顾客需求进行更深度的挖掘。

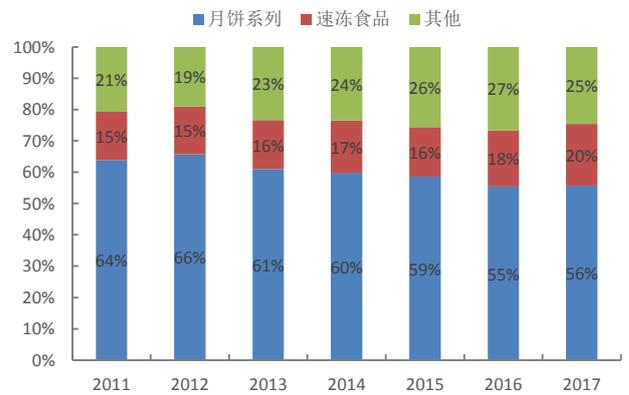
3 食品制造业务：产品结构逐渐优化，产能瓶颈显现

3.1 速冻食品成新增长点，全渠道销售体系优势渐显

食品制造业务是公司的支柱产业。公司的食品制造业务一直保持着高速增长的趋势，2017年公司食品制造业务实现收入16.09亿，同比增速11.35%，占总收入的比重为73.5%。按产品品类划分，食品制造业务可以划分为月饼系列、速冻食品和其他食品。其中月饼系列是主要的收入来源，2017年占食品制造业务收入的55.78%，近年来随着速冻食品和腊味产品的发力，月饼收入的比例在逐渐降低。

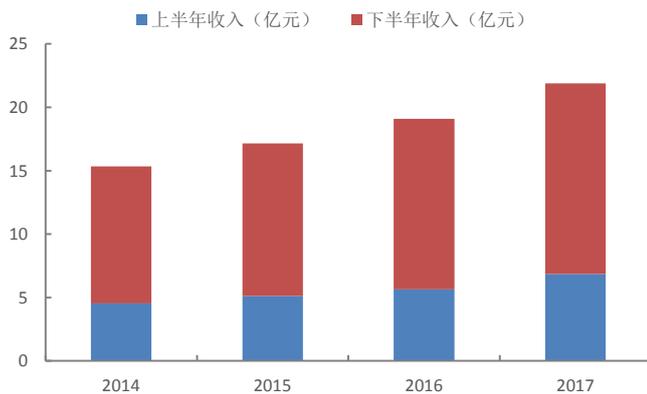
图 18: 2011 年以来公司食品制造业务收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

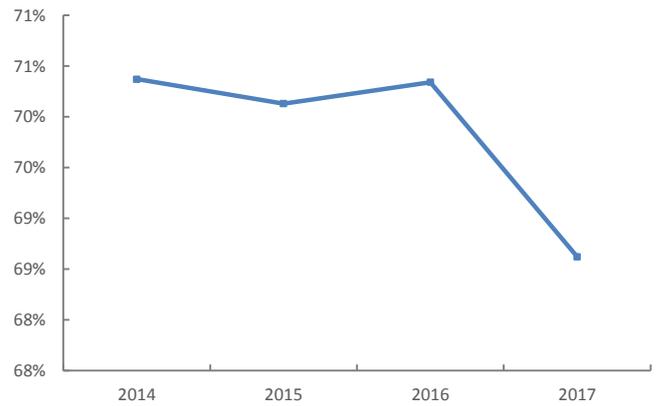
图 19: 2011 年以来公司食品制造业务收入构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

产品结构导致收入出现季节性。公司月饼系列产品季节性明显，主要集中于中秋节前两个月，腊味产品的销售主要集中在春节前后。2017 年公司上、下半年收入分别为 6.87 亿、15.02 亿，占比分别为 31.38%、68.62%。为了面对较大的季节性风险，公司不断地优化自身的产品结构，近年来加大了对季节不敏感的速冻食品。

图 20: 2014 年以来公司上下半年收入


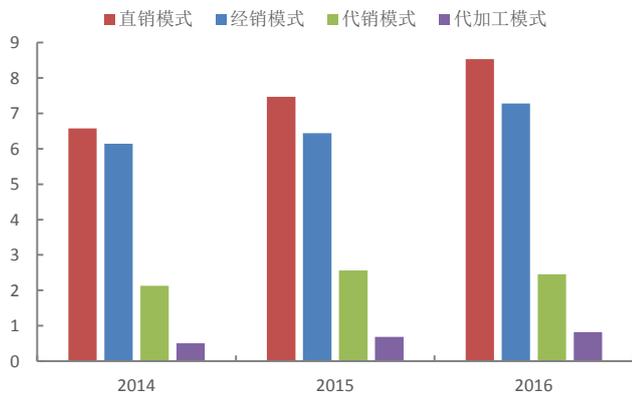
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: 2014 年以来公司下半年收入占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

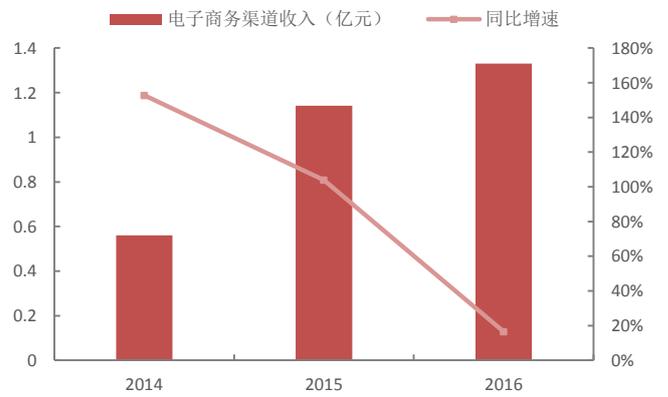
多渠道营销稳定发展，电子商务渠道效果显著。公司的食品制造业务采用直销、经销、代销和代加工四种模式，2016 年，直销和经销模式实现收入 8.53 亿和 7.28 亿，占主营业务收入的比重分别达到了 44.69%、38.14%。目前，公司在珠三角地区已经有超过 170 家饼屋门店。公司经销商数量每年也在稳步增加，2014-2016 年分别为 355 家、415 家和 470 家，经销商团队在不断扩大。此外，从 2014 年开始公司还加大电子商务渠道的发展力度，电商渠道得到了快速发展，2014-2016 年分别实现收入 0.56 亿、1.14 亿、1.33 亿，同比增速为 152.81%、103.94%、16.53%。

图 22: 2014 年以来公司食品制造业务按销售渠道分类



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 23: 2014 年以来电子商务渠道收入及增速



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2 月饼价格回归平民化, 市场竞争不断加剧

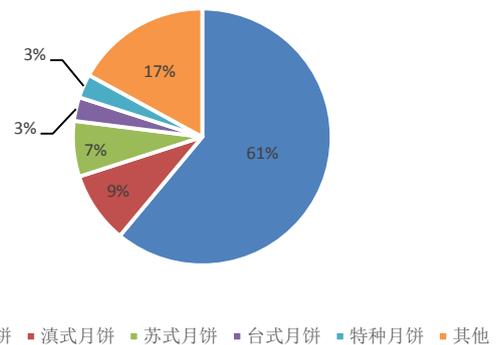
月饼行业回暖, 家庭消费需求提升。近年来, 中央积极倡导反腐倡廉, 限制“三公消费”, 厉行勤俭节约。受规范“三公消费”政策影响, 节令性消费、礼节性消费需求受到一定抑制, 2013-2014 年月饼行业遭受了严重打击, 经过几年的适应和调整, 月饼产品已经基本回归传统食品自然属性, 家庭自购比例不断提升, 行业步入稳步发展的态势。2017 年, 月饼销量为 29 万吨, 实现收入 146 亿元, 收入同比增长 8.15%。在总量增长的同时, 市场上不同的月饼品牌也层出不穷, 各月饼厂家纷纷推出了冰皮月饼、巧克力月饼、冰淇淋月饼等新口味月饼。根据《2017 年中国月饼行业市场前景研究报告》的数据, 2016 年线上月饼销量仍以广式月饼、苏式月饼等传统月饼为主, 但小众种类月饼的销量增长迅速, 随着年轻一代对新品种、新事物的不断尝试和探索, 月饼行业在产品创意和营销渠道方面的竞争将会日趋激烈。

图 24: 2012 年以来月饼行业销量及销售额



数据来源: 《2017 年中国月饼行业市场研究报告》, 西南证券整理

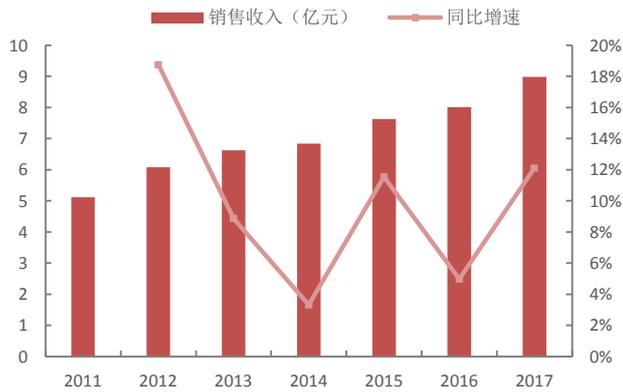
图 25: 2016 年线上各品类月饼销量占比



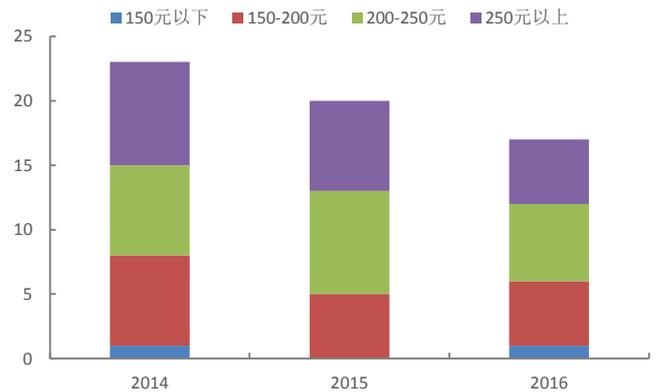
数据来源: 《2017 年中国月饼行业市场研究报告》, 西南证券整理

公司月饼系列产品增长稳定, 产品竞争优势明显。广州酒家利口福月饼是“广式”月饼的传承代表, 曾获“中国名牌产品”、“中国月饼第一家”、“全国餐饮烘焙业十佳月饼”等众多荣誉称号, 产销量多年位居全国三甲。近年来, 公司不断研发新品, 推出冰皮月饼、咖啡月饼、玫瑰花月饼、芝士流沙月饼等新产品来满足不同消费者的需求。凭借着品牌优势、技

术研发优势和质量优势，公司月饼产品得到越来越多消费者的认可。2017年，公司月饼系列实现收入 8.98 亿元，同比增长 12.1%，毛利率为 61.52%，基本维持稳定。此外，受到政策影响月饼市场的团购业务萎缩，家庭自购比例增加，为了迎合这一趋势，积极开拓家庭消费客户，公司月饼定价也渐渐回归大众化，以月饼礼盒产品为例，公司月饼礼盒价格主要集中在 150-250 元间，与美心、香港荣华等品牌产品相比性价比突出。

图 26：2011 年以来公司月饼产品销售收入及增速


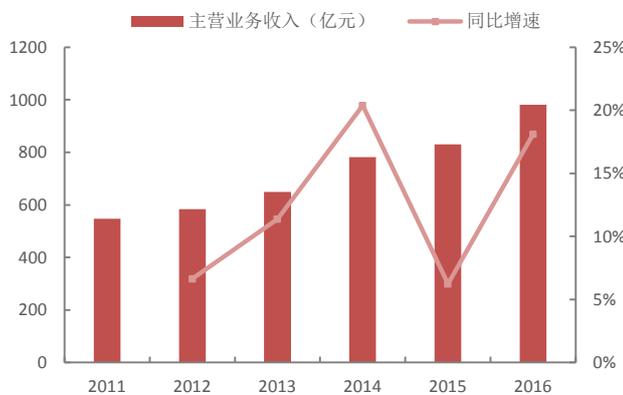
数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：2014 年以来公司月饼礼盒价格


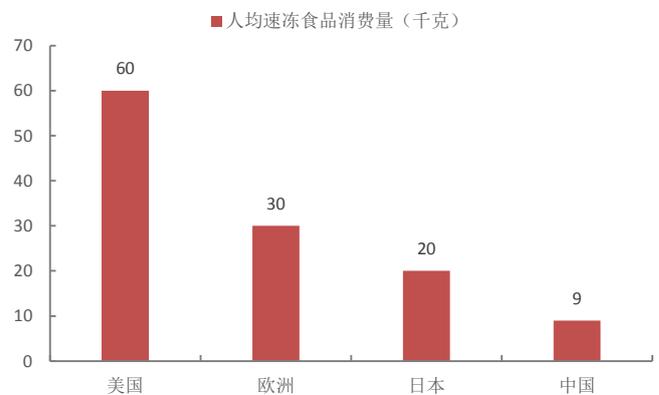
数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3 速冻食品业务成公司新增长点，业绩高速增长

国内速冻食品行业发展迅速，未来发展潜力巨大。随着中国经济的不断发展，居民的消费水平不断提升，加之城镇化进程的推进，人们生活节奏日益加快，方便、卫生、高营养的速冻食品正在被越来越多的消费者所接受。2016 年，我国速冻食品行业实现主营业务收入 981.38 亿元，同比增长 18.09%。我国速冻食品市场相较于发达国家仍不够成熟，以美国、欧洲、日本为例，它们的速冻食品人均年消费量分别是 60 千克、30 千克、20 千克，而我国目前人均消费量只有 9 千克左右。未来我们对速冻食品的需求将逐渐向发达国家靠拢，速冻食品行业还有很大的增长空间。

图 28：2011 年以来我国速冻食品行业主营业务收入


数据来源：《食品工业年鉴》，西南证券整理

图 29：各地区人均速冻食品消费水平


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

速冻食品业务实行差异化竞争，快速占领细分市场。目前公司在速冻食品业务主要竞争对手首推的产品是速冻水饺和速冻汤圆，而公司速冻食品业务主打的则是独具特点的广式点心，如手制叉烧包、寿桃包、流沙包、糯米鸡等产品。通过差异化竞争，公司充分利用了品牌优势和技术优势，迅速抢占细分领域的市场份额。

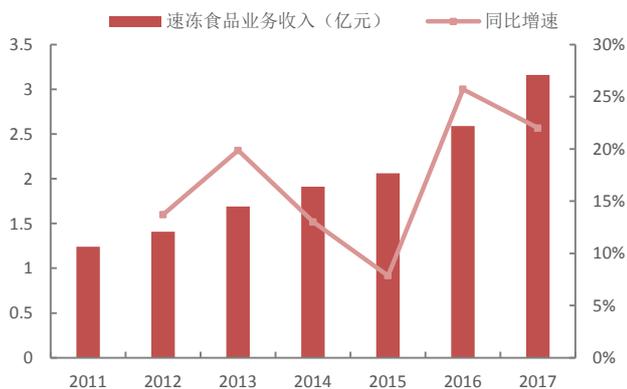
表 2：速冻食品行业主要竞争对手简介

公司名称	主要产品介绍
广州酒家	手制叉烧包、流沙包、核桃包、糯米鸡、寿桃包等广式点心
湾仔码头	速冻水饺系列、汤圆系列、云吞系列和包点系列
三全食品	以汤圆、水饺、粽子、面点、米饭、火锅料为主的速冻及常温食品
思念食品	速冻汤圆、速冻水饺、速冻面点、速冻休闲食品、速冻西点、速冻调理制品

数据来源：招股说明书，西南证券整理

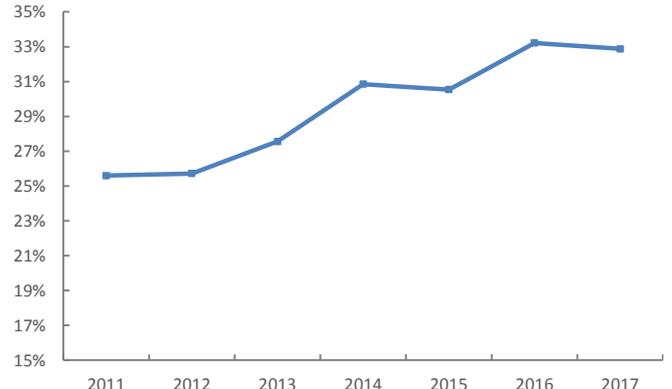
速冻食品量价齐升，产品毛利率稳步增长。2017 年，公司速冻食品业务实现收入 3.16 亿元，同比增长 22%。速冻食品业务毛利率为 32.88%，毛利率水平同比保持稳定。2016 年，速冻食品业务的毛利率有接近三个点的大幅提升，这受益于公司产品结构优化使得公司速冻产品单价较上年上升 5.12%。此外，公司速冻食品业务的规模效应逐渐显现，单位产品制造费用持续下降。

图 30：2011 年以来公司速冻食品业务收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 31：2011 年以来公司速冻食品业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

3.4 产能瓶颈出现，公司发展渐渐受到制约

随着业务的快速发展，公司产能已经饱和。目前公司月饼、速冻食品等生产线的产能基本实现了充分利用，产品销售情况良好。为及时把握市场时机，公司急需扩大产能。除了募投项目的广州工程扩建计划外，公司积极开展选址扩产的活动，2018 年，先后与广东梅州产业园及湖南湘潭天易经开区签约，未来公司将再新增两个大型食品生产基地，产能问题将第一步解决。

表 3：公司主要产品的生产和销售情况

产品类别	项目	2016 年	2015 年	2014 年
月饼产品	产能（万Kg）	650.00	610.00	605.00
	产量（万Kg）	658.99	609.76	564.25
	销量（万Kg）	653.70	601.62	557.65
	产能利用率	101.38%	99.96%	93.26%
	产销率	99.20%	98.66%	98.83%
速冻食品	产能（万Kg）	1400.00	1350.00	1267.20
	产量（万Kg）	1493.51	1180.58	1109.14
	销量（万Kg）	1382.33	1158.16	1073.47
	产能利用率	106.68%	87.45%	87.53%
	产销率	92.56%	98.10%	96.78%
腊味食品	产能（万Kg）	255.00	230.00	211.20
	产量（万Kg）	280.18	275.26	189.42
	销量（万Kg）	261.58	249.83	200.53
	产能利用率	109.87%	119.68%	89.69%
	产销率	93.36%	90.76%	105.86%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 募投项目：扩充产能、拓展渠道、树立品牌

公司本次募集资金总额为 6.15 亿元，所募资金将投资 5 个项目。所有项目均围绕于食品制造和餐饮主营业务，主要目的是为了扩充公司产能，有效缓解产能瓶颈对公司发展的制约；继续拓展营销渠道，完善和优化公司食品零售网络，加强公司食品业务的市场竞争力；新建直营餐厅，发展大众精品餐饮，扩大品牌影响力。

表 4：募集资金投资项目

序号	项目名称	总投资额（万元）	使用募集资金投入额（万元）	预计完成时间
1	广州酒家集团利口福食品有限公司利口福食品生产基地（广州）扩建项目	21303	21303	2019年8月
2	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	2019年12月
3	广州酒家集团股份有限公司电子商务平台扩建项目	9462	9462	2018年12月
4	广州酒家集团股份有限公司餐饮门店扩建项目	14038	14038	2018年12月
5	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	2019年7月

数据来源：公司年报，西南证券整理

➤ 扩充产能：广州酒家集团利口福食品有限公司利口福食品生产基地（广州）扩建项目

该项目为年产 2.55 万吨利口福食品生产基地扩建项目。利口福公司拟在现有三号厂房内增加中央配餐车间、烘焙车间、速冻车间、腊味车间等，并新建冷链配送中心，项目主要产品包括传统节日食品、盒饭、广式腊味、广式点心、广式包点等。项目投产后将有效解决产能问题，各年度达产情况如下：

表 5：项目投产后各年度达产情况

产品	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
月饼产品	-	57.46	116.81	181.50	216.00
速冻食品	152.69	358.14	594.42	700.00	700.00
腊味食品	62.97	103.01	149.06	184.37	200.00
其他	154.24	402.64	774.85	1246.89	1432.00
合计	369.89	921.26	1635.13	2312.76	2548.00

数据来源：招股说明书，西南证券整理

➤ 拓展渠道：广州酒家集团利口福食品有限公司食品零售网络项目

该项目拟在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地建设 230 家直营店。项目实施后将完善和优化公司食品零售门店网络，通过连锁经营模式，进一步深耕广州市场并加快异地市场的开拓，扩大业务规模的需求，满足更多种类的需求，为公司从区域性品牌向全国性品牌发展打下良好的基础。本项目门店主要分为综合店、社区店、地铁点和简餐店四大类。

表 6：公司拟开设各类型门店定位列表

类型	目标消费群	产品组合	选址区域	面积 (m ²)
综合店	社区居民，上班族群，各年龄段消费群体	烘焙食品、腊味、冷冻食品及大厨快餐及其他	大型社区临街，一、二线马路临街、大型商业区等	30-50
地铁店	白领，上班族	烘焙食品、腊味、冷冻食品、菜式及其他	地铁站内外商业物业	8-15
社区店	社区居民，如家庭主妇等	冷冻食品、腊味及大厨快餐及其他	大型社区、菜市场、超市周边	20-40
简餐店	上班族	烘焙食品、腊味、大厨快餐、盒饭及其他	商务写字楼、工业园区，专业市场、旅游景点等	100-400

数据来源：招股说明书，西南证券整理

本项目拟在 3 年内建设完成，各年开店数分别为 60 家、80 家和 90 家。

表 7：各类型食品零售门店开店规划

类型	第一年	第二年	第三年	合计
综合店	22	25	27	74
地铁店	4	7	8	19
社区店	33	45	50	128
简餐店	1	3	5	9
合计	60	80	90	230

数据来源：招股说明书，西南证券整理

➤ 树立品牌：广州酒家集团股份有限公司餐饮门店扩建项目

本项目拟在广州、深圳建设 4 家餐饮店。其中，广州 2 家，深圳 2 家。项目完成后将优化区域市场布局，巩固和扩大广州市场份额。目前，公司大部分门店已经进入成熟期，单体门店增长潜力有限，内涵式增长已经无法支持业务高速发展的需求。因此通过开设新店扩大门店覆盖范围，已经成为维持公司餐饮业务稳定增长的必然选择。此外，项目还将进一步确立公司大众精品餐饮定位，通过连锁经营、区域扩展将公司餐饮服务和品牌推广到更为广阔的新区域市场，扩大品牌影响力。

5 盈利预测与估值

关键假设:

- 1) 假设公司每年新开 1-2 家餐饮门店, 餐饮整体收入水平保持 10% 以上增长;
- 2) 假设公司食品制造业务随产能释放实现稳定增长, 速冻食品增长快于整体水平。

表 8: 公司分项收入成本预测 (百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
收入	2,189.21	2,520.22	2,955.19	3,441.27
yoy	13.08%	15.12%	17.26%	16.45%
成本	1,025.65	1,181.02	1,396.91	1,646.10
毛利率	53.15%	53.14%	52.73%	52.17%
食品制造业务				
收入	1609.40	1855.48	2205.76	2618.04
yoy	11.4%	15.3%	18.9%	18.7%
成本	811.71	935.96	1,122.23	1,345.57
毛利率	49.56%	49.56%	49.12%	48.60%
食品制造: 月饼系列				
收入	897.77	1,005.50	1,146.27	1,295.29
yoy	12.0%	12.00%	14.00%	13.00%
成本	345.44	382.09	435.58	492.21
毛利率	61.52%	62.00%	62.00%	62.00%
食品制造: 速冻食品				
收入	316.08	395.10	513.63	667.72
yoy	22.3%	25.00%	30.00%	30.00%
成本	212.16	262.74	340.02	440.69
毛利率	32.88%	33.50%	33.80%	34.00%
食品制造: 其他主营业务				
收入	395.55	454.88	545.86	655.03
yoy	2.6%	15.0%	20.0%	20.0%
成本	254.11	291.12	346.62	412.67
毛利率	35.76%	36.00%	36.50%	37.00%
餐饮业务				
收入	559.31	643.21	726.82	799.51
yoy	20.8%	15.00%	13.00%	10.00%
成本	213.34	244.42	274.01	299.81
毛利率	61.86%	62.00%	62.30%	62.50%
其他业务				
收入	20.5	21.53	22.60	23.73

	2017A	2018E	2019E	2020E
yoy	-25.9%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	0.61	0.64	0.67	0.71
毛利率	97.02%	97.02%	97.02%	97.02%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2018-2020 年收入复合增速为 16.3%，归母净利润复合增速为 17.6%，EPS 分别为 1.0 元、1.18 元、1.37 元，对应 PE 分别为 24X、20X、17X。首次覆盖，给予“增持”评级。

6 风险提示

原材料价格或大幅波动，募投项目进度或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2189.21	2520.22	2955.19	3441.27	净利润	341.74	404.20	477.71	555.13
营业成本	1025.65	1181.02	1396.91	1646.10	折旧与摊销	58.57	36.95	41.09	44.64
营业税金及附加	24.75	36.66	40.29	46.63	财务费用	-15.40	-17.64	-17.73	-20.65
销售费用	550.62	612.41	709.24	815.58	资产减值损失	1.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	200.57	226.82	257.10	292.51	经营营运资本变动	-6.73	4.76	30.62	32.13
财务费用	-15.40	-17.64	-17.73	-20.65	其他	41.22	-4.50	-4.50	-4.50
资产减值损失	1.36	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	420.76	423.77	527.19	606.75
投资收益	4.28	4.50	4.50	4.50	资本支出	-41.28	-105.62	-62.82	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-106.11	4.50	4.50	4.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-147.40	-101.12	-58.32	-45.50
营业利润	414.11	485.45	573.87	665.61	短期借款	1.80	-1.80	0.00	0.00
其他非经营损益	1.50	3.31	3.08	3.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	415.61	488.76	576.95	668.83	股权融资	614.73	0.00	0.00	0.00
所得税	73.87	84.56	99.23	113.70	支付股利	-194.70	-248.46	-293.88	-347.32
净利润	341.74	404.20	477.71	555.13	其他	4.16	17.64	17.73	20.65
少数股东损益	1.37	1.62	1.92	2.23	筹资活动现金流净额	426.00	-232.62	-276.15	-326.67
归属母公司股东净利润	340.37	402.58	475.79	552.90	现金流量净额	699.36	90.03	192.72	234.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1433.93	1523.96	1716.68	1951.25	成长能力				
应收和预付款项	81.65	102.21	118.51	136.97	销售收入增长率	13.08%	15.12%	17.26%	16.45%
存货	130.23	149.95	177.36	209.00	营业利润增长率	18.07%	17.23%	18.22%	15.99%
其他流动资产	61.60	70.92	83.16	96.84	净利润增长率	28.58%	18.28%	18.19%	16.21%
长期股权投资	6.03	6.03	6.03	6.03	EBITDA 增长率	14.19%	10.38%	18.32%	15.47%
投资性房地产	14.21	14.21	14.21	14.21	获利能力				
固定资产和在建工程	278.79	353.35	380.97	392.22	毛利率	53.15%	53.14%	52.73%	52.17%
无形资产和开发支出	24.67	23.56	22.44	21.33	三费率	33.61%	32.60%	32.10%	31.60%
其他非流动资产	93.03	88.25	83.47	78.70	净利率	15.61%	16.04%	16.17%	16.13%
资产总计	2124.14	2332.43	2602.84	2906.56	ROE	19.95%	21.63%	23.27%	24.56%
短期借款	1.80	0.00	0.00	0.00	ROA	16.09%	17.33%	18.35%	19.10%
应付和预收款项	271.29	305.05	363.01	425.90	ROIC	80.59%	79.72%	82.84%	90.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.89%	20.03%	20.21%	20.04%
其他负债	137.95	158.54	187.15	220.18	营运能力				
负债合计	411.04	463.59	550.17	646.08	总资产周转率	1.27	1.13	1.20	1.25
股本	404.00	404.00	404.00	404.00	固定资产周转率	8.47	9.10	9.30	10.00
资本公积	564.73	564.73	564.73	564.73	应收账款周转率	31.56	34.80	35.10	34.98
留存收益	735.78	889.90	1071.81	1277.39	存货周转率	8.29	8.43	8.54	8.52
归属母公司股东权益	1704.51	1858.62	2040.54	2246.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.82%	—	—	—
少数股东权益	8.59	10.21	12.13	14.36	资本结构				
股东权益合计	1713.10	1868.84	2052.67	2260.48	资产负债率	19.35%	19.88%	21.14%	22.23%
负债和股东权益合计	2124.14	2332.43	2602.84	2906.56	带息债务/总负债	0.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.17	4.00	3.82	3.72
					速动比率	3.86	3.68	3.50	3.39
					股利支付率	57.20%	61.72%	61.77%	62.82%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.00	1.18	1.37
					每股净资产	4.24	4.63	5.08	5.60
					每股经营现金	1.04	1.05	1.30	1.50
					每股股利	0.48	0.62	0.73	0.86
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	457.28	504.75	597.23	689.60					
PE	27.92	23.60	19.97	17.19					
PB	5.55	5.08	4.63	4.20					
PS	4.34	3.77	3.22	2.76					
EV/EBITDA	17.46	15.63	12.89	10.82					
股息率	2.05%	2.61%	3.09%	3.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn