

餐饮先行，食品放量，老字号焕发新活力 增持（首次）

2018年07月13日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,189	2,645	3,277	4,042
同比(%)	13.1%	20.8%	23.9%	23.3%
净利润(百万元)	340	425	543	675
同比(%)	27.6%	24.9%	27.8%	24.4%
每股收益(元/股)	0.84	1.05	1.34	1.67
P/E(倍)	32.32	25.89	20.26	16.29

投资要点

- **食在广州第一家，管理创新实现“连锁化+多元化”。**广州酒家发展八十余年，立足市场、持续创新，1989年开设餐饮分店开启连锁化道路，1995年成立利口福开展食品加工业务；高管深耕一线多年，管理经验丰富，“餐饮立品牌、食品创规模”战略清晰。
- **老店效益稳增长，IP助力异地扩张，深圳市场潜力可期。**至18年6月门店已达19家，成熟直营店效益高，16年坪效(1.14万/平米)/人均劳效(31.97万/人)均高于行业(1.08/23.10)，创始于1935年的文昌老店翻台率高达5.5次/天，凸显餐饮品牌力。餐饮门店扩张加速，18年计划新开4家门店，战略布局大体量、具备粤菜基础的深圳市场；未来保持1-2家/年的开店节奏，持续扩大品牌影响力。
- **强品牌力叠加产品多元化，食品制造量价双升。**1) 主打产品月饼品牌认可度位列第二，经测算17年广式月饼中市占率约21%，品牌美誉度+产品创新力抬升提价空间。2) 速冻食品高增长，以粤式点心为主，实现差异化竞争，16年开发爆款产品核桃包，推动速冻产品量价齐升；定位中高端，奶黄包平均价格较三全等品牌高出近一倍。3) 腊味、饼酥等培育期产品同步多元发展，平滑收入季节性波动、持续挖掘新增长点。
- **线上线下渠道协同，辐射能力不断提升。**1) 食品制造业务以经销模式为主(2016年占食品销售收入50.84%)，直销为辅。截至17年底，直营饼屋约120家，并计划18-20年内在珠三角扩张直营门店230家；加盟饼屋约50家，已推出加盟鼓励政策；加速布局华东、华南和北方地区经销商网络，助力异地分销。2) 线上销售突破地域限制，大数据赋能新营销，自建电商子公司、分公司强化线上销售能力，电商销售收入3年CAGR达82%，16年占食品销售额的比重提升至9.3%，线上渠道深度触及新一代消费主体，有望成为未来销售的重要支柱。
- **战略投资缓解燃眉之急，技改+建厂有望打破产能压制。**2016年各产品产能利用率均超过100%，产能压制显著。18年依托三号工厂技改+两家外协厂缓解短期产能不足；广东梅州和湖南湘潭两个基地预计在19-21年分别建成，释放产能分别约1.6万吨和2万吨，完全达产后整体产能提升约200%。
- **股权激励激发活力，小非解禁盘活流动性。**3月推出股权激励草案，期权授予价18.21元，有望充分调动员工积极性。公司小非于18年6月27日解禁，共计7551股，占总股本18.69%，涉及个人股东181名(其中退休员工超过65%)。
- **盈利预测：**预计2018-2020年公司归属净利润为4.25、5.43、6.75亿元，同比增速分别为25%、28%、24%，EPS为1.05、1.34、1.67元，当前市值110亿元，对应PE为26、20、16倍，对标餐饮公司平均估值30倍以及月饼、速冻等食品制造行业30倍以上估值，广州酒家估值仍有提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、产品拓张不及预期、食品安全等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.23
一年最低/最高价	16.55/27.89
市净率(倍)	6.88
流通A股市值(百万元)	3417.56

基础数据

每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	15.97
总股本(百万股)	404.00
流通A股(百万股)	125.51

相关研究

内容目录

1. 广州酒家：老字号焕发新魅力	6
1.1. 历史悠久，管理现代，活力四射	6
1.2. 品牌驰名，餐饮+食品齐头并进，业务体量逐步扩大	9
2. 餐饮业务：立足广州，异地扩张	11
2.1. 粤菜具备市场基础，深圳容量可期	11
2.1.1. 餐饮市场蓬勃发展，餐饮老字号地域性明显	11
2.1.2. 粤菜声名远扬，深圳空间可期	12
2.2. 广酒门店规模初具，老店效益提升	14
2.3. 品牌、口碑助力异地扩张	17
3. 食品业务：产品具备护城河，产能突破、渠道扩张打开天花板	19
3.1. 月饼：强品牌力+高市占率，提价具备空间	19
3.1.1. 广式为主流，头部效应强，年轻化趋势凸显	19
3.1.2. 利口福品牌引领市场，有望实现量价齐升	21
3.2. 速冻产品空间可期，差异化助力市场拓展	26
3.2.1. 市场处于成长期，速冻面点差异化竞争空间较大	26
3.2.2. 速冻食品增长稳健，差异化竞争打开市场	28
3.2.3. 培育品类多点开花，研发投入助力多元化战略	32
3.3. 线上线下渠道扩张助力市场开拓，需求空间抬升	33
3.3.1. 线下渠道：加速异地扩张，营收或创新高	33
3.3.2. 线上渠道：打造全渠道立体销售，驱动力显著	36
3.4. 产能瓶颈制约显著，投资建设稳步扩张	39
4. 财务分析	42
5. 盈利预测	45
6. 风险提示	46

图表目录

图 1: 广州酒家发展历史.....	6
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 广州酒家公司结构.....	7
图 4: 广州酒家业务构成.....	9
图 5: 2014-2017 年公司主营业务分部收入及增速	10
图 6: 2014-2017 年公司主营业务分部收入占比	10
图 7: 2014-2017 年各食品分部收入及增速	10
图 8: 2014-2017 年各食品分部收入占比	10
图 9: 2014-2017 年公司收入地域分布及增速	11
图 10: 2014-2017 年公司收入地域分布占比	11
图 11: 餐饮类零售总额.....	11
图 12: 城镇居民人均消费性食品支出稳健增长.....	11
图 13: 深圳人均餐饮类消费额高于上海北京.....	13
图 14: 广州酒家净开业餐饮直营店数量.....	14
图 15: 广州酒家门店分布.....	14
图 16: 广州酒家部分门店线上口碑.....	18
图 17: 年轻人对不同餐饮品类溢价 (单位: 元)	18
图 18: 广州酒家 T2 航站楼新店	18
图 19: 17 年新开酒店分布示意图.....	18
图 20: 月饼销售量及增速.....	19
图 21: 月饼销售额及增速.....	19
图 22: 月饼种类繁多.....	19
图 23: 2016 年月饼成交量分布.....	20
图 24: 月饼消费人群分布.....	20
图 25: 月饼销售量及增速.....	21
图 26: 月饼销售额及增速.....	21
图 27: 2017 月饼品牌认可度.....	21
图 28: 月饼种类、营销创新.....	23
图 29: 2014-2017 利口福月饼销量 (单位: 吨)	24
图 30: 月饼产能利用率和产销率.....	24
图 31: 利口福月饼单位收入 (单位: 元/kg)	24
图 32: 月饼市占率测算.....	25
图 33: 月饼销售额各月份占比.....	25
图 34: 广州酒家月饼销售收入及毛利率.....	26
图 35: 2010-14 速冻食品制造销售收入 CAGR 达 9.6%.....	26
图 36: 人均速冻食品消费量对比.....	27
图 37: 速冻面点占速冻米面销售额的 22%	27
图 38: 广州酒家速冻食品.....	28
图 39: 广州酒家天猫旗舰店销量前十.....	29
图 40: 湾仔码头天猫旗舰店销量前十.....	29
图 41: 三全食品天猫旗舰店销量前十.....	29
图 42: 思念食品天猫旗舰店销量前十.....	29

图 43: 天猫旗舰店销售速冻食品种类统计 (单位: 种)	29
图 44: 2014-2017 公司速冻食品销量及增速	31
图 45: 2014-2017 年公司速冻食品单价 (万元/吨)	31
图 46: 广州酒家速冻食品收入及毛利率	31
图 47: 腊味、西点、饼酥等培育型业务产品	32
图 48: 其他食品制造业务收入及增速	32
图 49: 2014-2017 公司研发投入及营收占比情况	33
图 50: 食品制造渠道以经销模式为主	33
图 51: 2016 年直营店单门店增长 7%	33
图 52: 加盟店主要集中在广州市内	34
图 53: 食品业务经销商数量稳步增长	34
图 54: 广州酒家线下渠道销售模式与收入模式 (2016)	34
图 55: 预计 18-20 年内直营门店扩张 230 家	35
图 56: 直营店扩张以社区店和综合店为主	35
图 57: 加盟店扩张情况	36
图 58: 广州酒家天猫店、官方商城	37
图 59: 电商渠道收入 (百万元) 及增速	37
图 60: 电商渠道占食品销售额的比例	37
图 61: 线上线下月饼包装对比	38
图 62: 天猫联合广酒等老字号启动“国品计划”	38
图 63: 广州酒家天猫商城收入及占电商渠道比例	38
图 64: 天猫“天字号”计划助力老字号出海	38
图 65: 广州酒店电商扩建项目	39
图 66: 广州三号车间技改后产能释放进度 (单位: 吨)	41
图 67: 广州酒家技改、生产基地扩建后产能及增速测算 (单位: 万吨)	41
图 68: 2013-2018Q1 公司毛利率及净利率	42
图 69: 2013-2018Q1 公司期间费用率	42
图 70: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流入 (单位: 百万元)	43
图 71: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流出 (单位: 百万元)	43
图 72: 存货周转率对比	44
图 73: 应付账款周转率	44
图 74: 预付账款周转率	44
图 75: 应收账款周转率	45
图 76: 预收账款周转率	45
表 1: 老字号发展规模对比	7
表 2: 部分高管董事简历、持股情况	7
表 3: 股权激励具体政策 (待审核)	8
表 4: 限售股解禁明细	8
表 5: 小非解禁情况	9
表 6: 2017 年中国正餐集团 10 强	11
表 7: 预计 2020 年深圳餐饮业规模可达 900 亿元	13
表 8: 深圳中高端粤菜品牌	13

表 9: 直营门店绩效.....	15
表 10: 餐饮业务成本结构 (万元)	15
表 11: 各直营餐饮门店经营指标.....	16
表 12: 2016 年各直营餐饮门店经营数据.....	16
表 13: 餐饮业务结算方式.....	17
表 14: 预付卡发行、消费及期末结余金额.....	17
表 15: 广州酒家月饼所获部分奖项.....	21
表 16: 知名月饼品牌对比.....	22
表 17: 2014-2016 年礼盒产品品种价格分布 (单位: 种)	22
表 18: 2014-2016 年公司月饼礼盒销售情况	22
表 19: 广州酒家月饼产品及营销创新.....	23
表 20: 2017 年广州酒家线下主要大盒装月饼销售单价.....	25
表 21: 16、17 年月饼系列成本构成.....	26
表 22: 速冻行业主要厂商竞品对比.....	30
表 23: 广州酒家天猫旗舰店速冻面点销售情况.....	30
表 24: 18-20 年公司直营店扩张规划	35
表 25: 公司为发展异地加盟商, 推出加盟优惠政策.....	36
表 26: 2016 年前五大电商渠道收入及占比.....	36
表 27: 14-17 年产能、产销情况 (单位: 吨)	39
表 28: 18 年参股协同子公司.....	40
表 29: 广州酒家技改及生产基地建设.....	40
表 30: 广州酒家与同行业盈利能力对比 (2017 年)	42
表 31: 生产方式对比.....	43
表 32: 收入分部预测.....	45
表 33: 可比公司估值 (单位: 亿元)	46

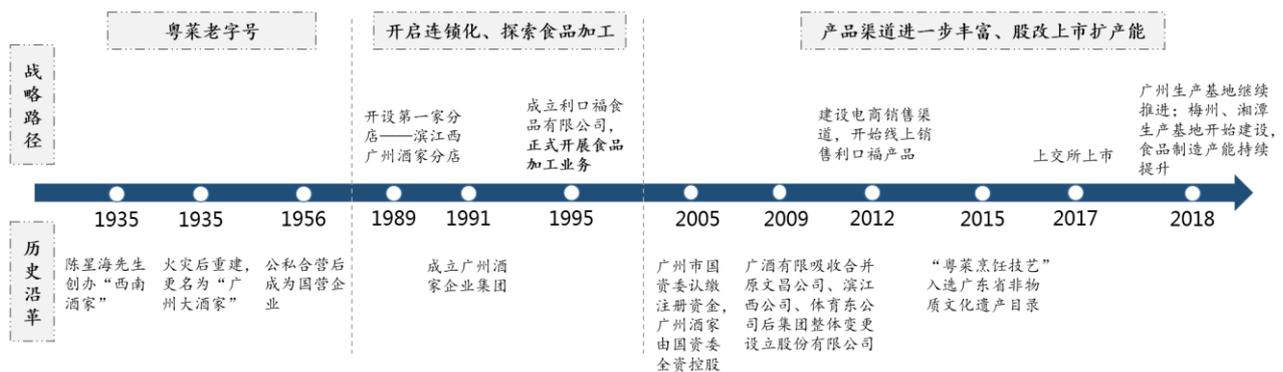
1. 广州酒家：老字号焕发新魅力

1.1. 历史悠久，管理现代，活力四射

八十余年历史粤菜老字号。广州酒家起源于陈星海先生 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”（后称“广州酒家”），以经营传统粤菜驰名，迄今已有 80 多年的历史。

老字号焕发新魅力，连锁化+多元化发展。二十多年来公司已发展出食品制造和餐饮双主线经营的模式：**(1) 连锁化道路探索：**1989 年开设第一家餐饮分店，开启连锁化经营新道路，1991 年组建企业集团。**(2) 食品、餐饮双轮驱动：**1995 年成立利口福食品有限公司，正式开展食品加工业务。**(3) 多元化、多渠道发展：**2005 年后逐步吸收整合、理顺股权结构，逐步丰富产品线、发展线上下多渠道销售，2017 年于上交所上市，计划提高产能、异地扩张。

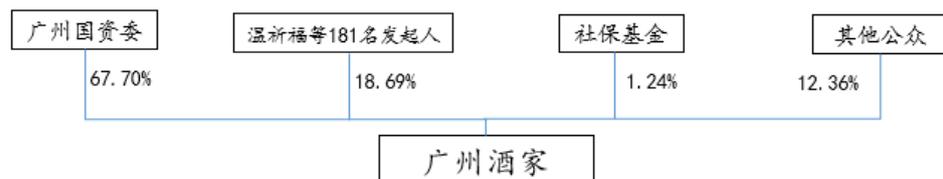
图 1：广州酒家发展历史



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

广东省国资委绝对控股，职工持股助力企业发展。2005 年广州市国资委全额认缴广州酒家注册资金，成为广酒有限绝对股东。广酒有限后与广酒工会下三家职工持股会分别设立文昌公司、滨江西公司、体育东公司三家控股子公司，并于 2009 年完成吸收合并，原由工会所持股份转换为个人所持广酒股份，181 名职工持股 21.33%。公开上市后，国资委持股比例降至 67.7%（2020 年 6 月 29 日解禁），原 181 名发起人持股降至 18.69%（18 年 6 月 27 日解禁）。

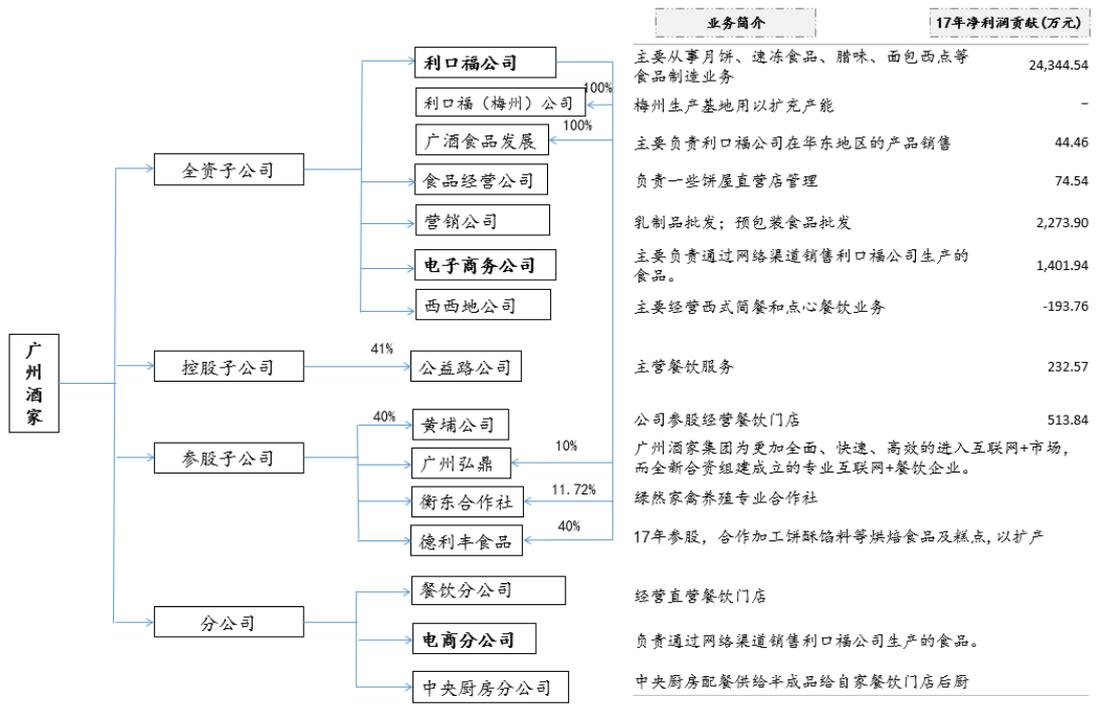
图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务结构清晰，利口福主营食品制造。餐饮直营门店主要由各分公司运营，并由中央厨房分公司供给半成品提升效率。月饼、速冻食品、腊味、面包西点等食品制造业务主要由全资子公司利口福经营，17年利口福贡献净利润2.43亿元，占整体净利润的71%。另外，公司于2012和2015年先后设立电子商务分公司、子公司，实现电商业务的自营。

图 3: 广州酒家公司结构



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

规模扩张远超其他老字号，彰显管理创新能力。与广州地区老字号陶陶居、莲香楼、太平馆等相比，广州酒家经营规模远远领先，率先布局区域扩张，提升品牌影响力，体现管理层在经营上的动力与能力。

表 1: 老字号发展规模对比

	餐饮门店	饼屋
广州酒家	19 家	170 余家
陶陶居	8 家	3 家
莲香楼	1 家	20 余家

数据来源：大众点评，东吴证券研究所

管理层深耕基层多年，利益绑定注入活力。现任管理层多为业务骨干，了解基层生产与市场发展，管理经验丰富；董事长徐伟兵作为二级点心师并曾任滨江西路店总经理，深耕一线多年。副总经理赵利平、董事长徐伟兵分别持股 0.15%、0.20%，利益绑定有望驱动业绩增长。

表 2: 部分高管董事简历、持股情况

姓名	年龄	职务	简介	持股数	持股占比
----	----	----	----	-----	------

徐伟兵	48	董事长、 党委书记	华南理工大学 EMBA, 二级点心师。曾任滨江西公司总经理, 广酒总经理助理。	798,282	0.20%
李立令	48	副总经理、 董秘	曾任华凌(广州)电器财务部经理, 经营管理部经理, 华凌集团有限公司会计核算经理, 广州药业财务部经理、审计部经理, 广酒总经理助理、财务总监。	-	-
赵利平	47	副总经理	华南理工 EMBA, 助理经济师。曾任广酒有限办公室副主任, 广酒办公室主任, 市场部经理, 总经理助理。	587,370	0.15%
潘建国	53	副总经理	博士, 食品专业高级工程师(教授级), 高级经济师。曾任广州百货企业集团有限公司副总经理、党委委员、广百地产投资有限公司董事长。	-	-
卢加	43	财务总监	中级会计师。曾任广东羊城会计师事务所有限公司项目经理, 广酒财务部经理, 广东华联建设投资管理股份有限公司财务总监, 广酒财务副总监。	-	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

员工持股激发企业活力, 期权激励再添动力。公司于 18 年 3 月推出股票期权激励草案(待审核), 涉及高管三人、中层及骨干 253 人, 行权价为 18.21 元, 业绩考核要求 2019-2021 年较上年营收、净利润增长均不低于 10%, 并且不低于对应年份对标企业 75 分位值, 激励计划有望进一步激发员工动力。

表 3: 股权激励具体政策(待审核)

行权价格	18.21 元	
激励对象	共 256 人(其中高管 3 人, 中层管理人员、核心骨干 253 人)	
授予股份数	403.05 万股	
业绩考核 指标	考核时间	2019-2021 年(与行权时间对应)
	净利润	公司实现的净利润与上年相比增长率不低于(含)10%且当年度净利润实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值(其中:公司 2018 年实现的净利润不低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计净利润的简单算术平均值)
	营业收入	较上年增长率不低于(含)10%且当年度营业收入不低于对应年份对标企业 75 分位值(其中:公司 2018 年实现的营业收入不得低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计营业收入的简单算术平均值)
	加权净资产收益率	加权净资产收益率不低于(含)16%且不低于对应年份对标企业 75 分位值
	分红	现金分红比例不低于(含)30%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

小非解禁完成, 流动性提升。18 年 6 月 27 日, 公司首次发行的 7551 万股限售股上市流通, 占总股本的 18.7%, 其中可即刻减持的有 6481 万股。此次解禁共涉及 181 名自然人股东, 均为原广州酒家员工, 其中离退休员工超过 117 人(占 65%), 55 岁以上 135 人(占 75%); 持有 100 万股以上的个人共 12 人, 可即刻减持限售股 4231 万股, 人均可即刻减持 353 万股, 持有 100 万股以下的共 169 名股东, 人均可即刻减持 13 万股。

表 4: 限售股解禁明细

解禁日期	股份数量(万股)	解禁对象
------	----------	------

	解禁前流通股	本次解禁数量	解禁后流通股	本次解禁数量占 总股本比	剩余限售股数 (万股)	
2018/6/27	5,000.00	7,550.72	12,550.72	18.69%	27,848.90	温祈福等 181 名发起人
2020/6/29	12,550.72	27,848.90	40,399.62	68.93%	0	广东省国资委

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5: 小非解禁情况

	涉及股东人数	持股 (万股)	人均持股 (万股)	占解禁股数比例	人均可即刻减持股数 (万股)
合计解禁	181	7,551	42		36
持股 100 万以上	12	4,838	403	64.07%	353
持股 100 万以下	169	2,713	16	35.93%	13
年龄 55 岁以上	135	6,285	47	83.24%	
年龄 55 岁以下	46	1,265	28	16.76%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 品牌驰名，餐饮+食品齐头并进，业务体量逐步扩大

粤菜酒家老字号，食品制造常青树。

拥有 19 家广州酒家直营店（3 家为国家特级酒家）、1 家餐饮参股经营店（国家特级酒家），主要位于广州市内，先后被评为“中华老字号”、“中国十佳酒家”、“中华餐饮名店”、“中国十大餐饮品牌企业”、“中国粤菜名店”、“中国驰名商标”。

公司拥有月饼、速冻食品、腊味、面包、西点、饼酥等 160 多种产品，超过 170 家饼屋门店覆盖珠三角地区，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”、“中国烘焙最具竞争力十大品牌”、“国饼十佳”、“广式月饼传承代表”等众多荣誉称号。

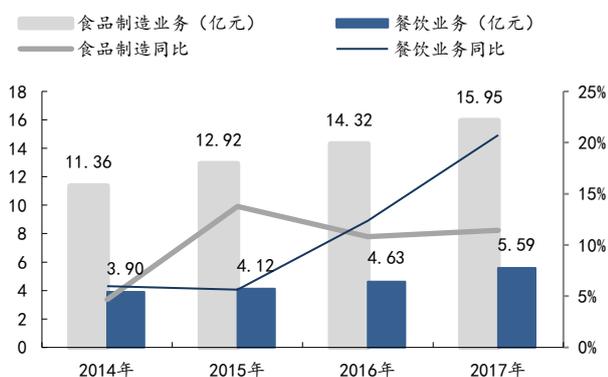
图 4: 广州酒家业务构成



资料来源：公司官网，京东，东吴证券研究所

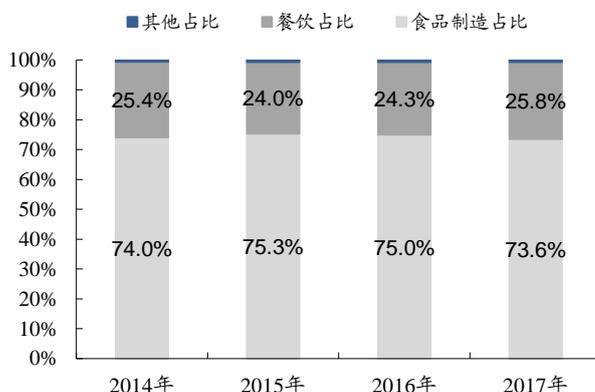
“餐饮立品牌、食品创规模”，主营业务稳步扩张。17年公司餐饮业务营收5.59亿元，同比增速达20.78%，主要受益于16年新开门店进入成熟期稳定贡献业绩；食品制造业务营收15.95亿元(+11.35%)，占主营业务收入73.56%，助力公司持续扩大规模。

图 5：2014-2017 年公司主营业务分部收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

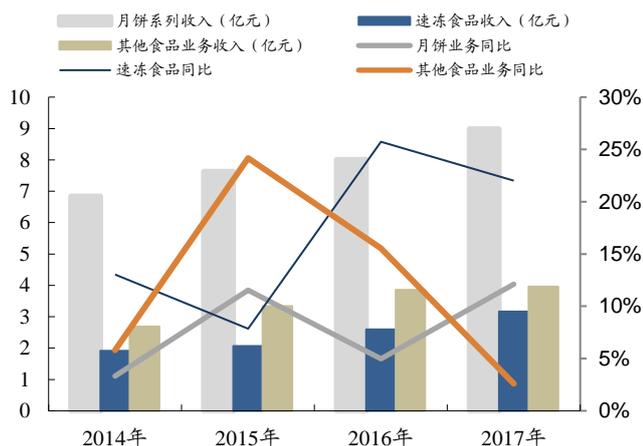
图 6：2014-2017 年公司主营业务分部收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

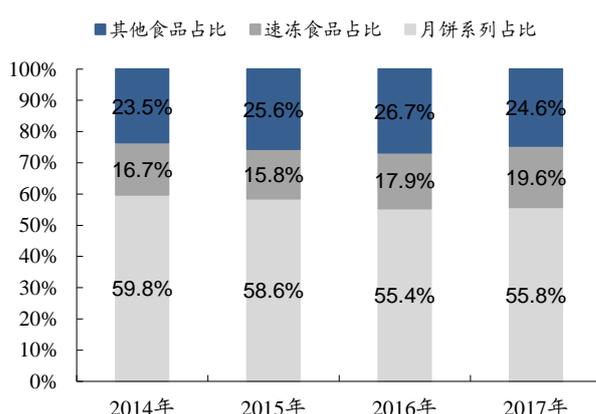
月饼传统优势延续，速冻食品增长迅猛。17年月饼系列营收8.98亿元(+12.04%)，传统优势产品增速稳健；为平滑月饼带来的季节性波动、培育长期增长点，公司采取产品矩阵多元化战略，月饼销售额在非餐饮收入中的占比下降至55.8%。1)公司重点拓展速冻食品，17年实现营收3.16亿元(+22.26%)，驱动食品业务高增长；2)腊味等其他产品实现营收3.96亿元(+2.60%)，持续进行产品创新。

图 7：2014-2017 年各食品分部收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2014-2017 年各食品分部收入占比

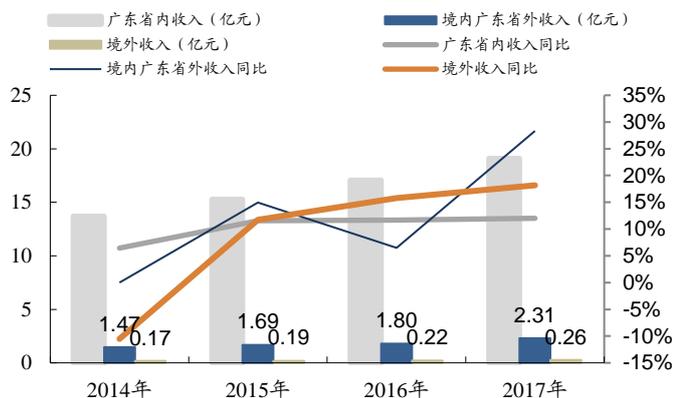


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广东市场持续深耕，省外市场加速覆盖。2017年公司广东省内营收19.11亿元(+12.03%)，省内市场稳健增长，优势保持。加速覆盖华东、华中区域零售渠道，新市场打开业绩增长空间，17年境内广东省外营收2.31亿元(+28.28%)，占比10.7%(+1.3pct)，

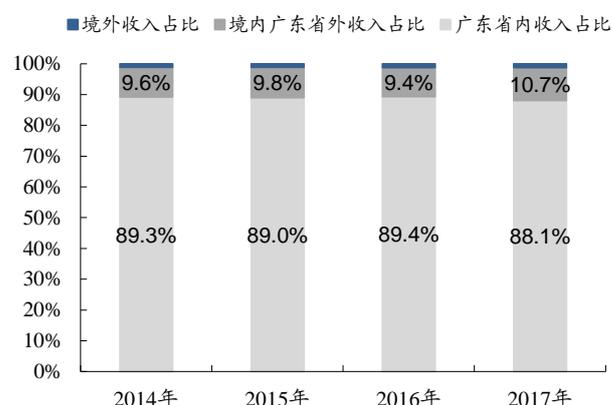
未来有望进一步提升。

图 9：2014-2017 年公司收入地域分布及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2014-2017 年公司收入地域分布占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

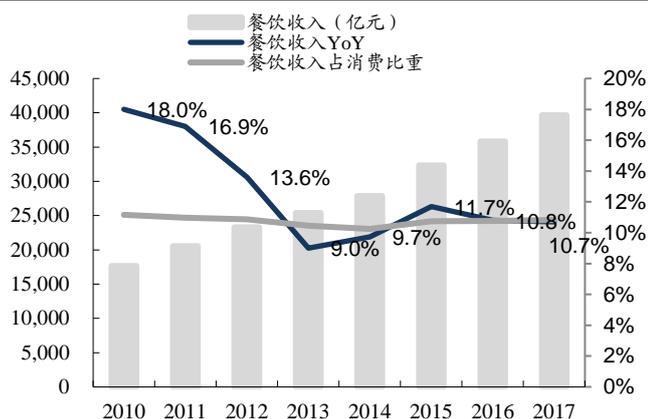
2. 餐饮业务：立足广州，异地扩张

2.1. 粤菜具备市场基础，深圳容量可期

2.1.1. 餐饮市场蓬勃发展，餐饮老字号地域性明显

民以食为天，餐饮业保持 10% 以上稳健增长。2015 年以来，餐饮类社会消费品零售额保持 10% 以上稳健增长，2017 年实现餐饮类零售总额 3.96 万亿元，占社会消费品零售总额的 10.8% (+0.05pct)；2017 年城镇居民人均消费性食品支出约 7000 元，同比增长 4%。

图 11：餐饮类零售总额



数据来源：中国餐饮行业发展报告 (2017)，东吴证券研究所

图 12：城镇居民人均消费性食品支出稳健增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

餐饮老字号地域性明显，随饮食风格融合而拓展。国内餐饮老字号众多，据《2017 年中国餐饮年度报告》，排名前十的中国正餐集团中有 5 家拥有多个百年老字号品牌；随着各种菜系走向全国，被各地消费者接受和喜爱，名震一方的老字号扩张基础具备。

表 6：2017 年中国正餐集团 10 强

排名	集团	品牌	菜系	定位	区域
1	杭州餐饮服务	知味观、杭州酒家、奎元馆、天香楼	杭帮菜	老字号糕点+大众化面点+中高端餐饮	杭州
2	上海杏花楼	杏花楼	粤菜 ¹	老字号大众餐饮+烘焙	上海市
3	山东凯瑞餐饮集团	老牌坊鲁菜名店、高第街56号港式餐厅、城南往事济南风味主题餐厅、皇城根北京风味主题餐厅、非尝锅气港味餐厅	鲁、粤、京菜	大众化餐饮	山东省、北京
4	外婆家餐饮集团	外婆家、指福门、炉鱼、第二乐章、锅小二、金牌外婆家、穿越、蒸年青、锅殿、动手吧等	江浙菜、创新菜	时尚健康的新式品质中餐	江浙地区及京津深
5	*广州酒家	广州酒家、天极品、西西地、好有形	粤菜	老字号正餐、糕点+年轻化轻餐饮及简餐	广东省
6	*小南国餐饮	上海小南国、南小馆、慧公馆、ORENO、Pokka Café、Wolfgang、Puck、DOUTOR、米芝莲	江浙菜、粤菜、西餐、休闲餐饮、饮品	中高端时尚餐饮	上海、香港
7	重庆陶然居饮食文化	陶然居风味莊、陶滋陶味	川菜	中高端特色餐饮、小吃	重庆
8	北京华天饮食	庆丰包子、同春园、惠丰酒家、同和居等20多家老字号品牌	中式正餐、快餐小吃、西餐	老字号大众、中高端全覆盖	北京
9	蓝海酒店	蓝海大饭店、现食主义	正餐	中高档正餐、婚宴、休闲餐饮	山东、内蒙、京沪
10	*全聚德	全聚德、仿膳饭庄、丰泽园饭店、四川饭店	烤鸭、鲁菜、川菜	老字号中高端餐饮	京津冀、长三角

数据来源：各集团官网，公司公告，《2017年中国餐饮年度报告》，东吴证券研究所

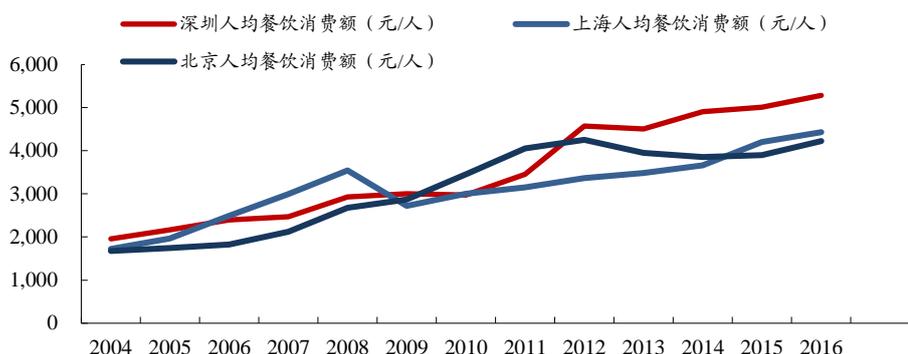
注：*为上市企业

2.1.2. 粤菜声名远扬，深圳空间可期

异地扩张首选深圳，餐饮市场潜力显著。深圳市作为广东除省会外的最大城市，常住人口省内第一，截至2016年已达1190万人（+4.7%）；深圳人均餐饮消费额领先，2016年高达5,285元（+5.6%）。鉴于近年深圳人才引进政策力度较大，且居民生活水平不断提升，中性假设未来三年人口CAGR 5%，人均餐饮类消费额CAGR达5%，预计至2020年餐饮市场规模可达约900亿元，三年CAGR10%。

¹ 杏花楼于1851年创办，由一个叫“胜仔”的广东人开办，素以地道粤菜、中西糕点、粽子腊味，尤以精制月饼著称
<http://www.xhlgf.com/about/introduce.html>

图 13: 深圳人均餐饮类消费额高于上海北京



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 7: 预计 2020 年深圳餐饮业规模可达 900 亿元

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
深圳人均餐饮消费额 (元/人)	4574.5	4507.1	4906.9	5006.7	5285.0	5483.1	5760.1	5996.1	6272.8
YoY	32.4%	-1.5%	8.9%	2.0%	5.6%	3.7%	5.1%	4.1%	4.6%
深圳常住人口 (万人)	1054.74	1062.89	1077.89	1137.87	1190.84	1251.691	1312.805	1378.395	1446.479
YoY	0.8%	0.8%	1.4%	5.6%	4.7%	5.1%	4.9%	5.0%	4.9%
深圳餐饮业(亿元)	482.49	479.06	528.91	569.7	629.36	686.3	756.2	826.5	907.3
YoY	33.4%	-0.7%	10.4%	7.7%	10.5%	9.0%	10.2%	9.3%	9.8%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

深圳饮食文化与广州相近, 粤菜接受度较高。据《中国粤菜产业发展报告》, 深圳市粤菜门店渗透率达约 12%。受益于深圳餐饮市场的快速发展, 深圳有望成为广东省内除广州外最大的粤菜市场。目前深圳市粤菜点评数前 20 的餐厅人均消费大多为 70-90 元, 150 元左右的中高端品牌粤菜仅十余家, 需求尚未饱和, 可开发空间较大。

表 8: 深圳中高端粤菜品牌

餐厅名	门店数	人均消费	特色
利宝阁	2	170 元/人	港式高级粤菜, 中西融合
新斗记	2	164 元/人	烧味、新式粤菜
凤凰楼	7	110 元/人	主打传统文化特色
渔米粥	4	141 元/人	顺德小食, 主要以粥为锅底的火锅
胜记	11	166 元/人	主打传统精品粤菜
点都德	8	92 元/人	各类粤式点心为主

数据来源: 大众点评网, 公司官网, 东吴证券研究所

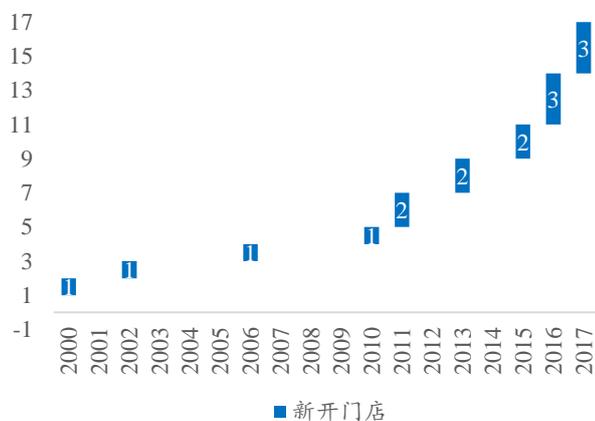
消费升级驱动, 健康餐饮新潮流带动粤菜走向全国。伴随着 80、90 后餐饮消费能

力逐步提升，餐饮偏好转向营养健康，追求食材原味、健康精致、低盐少油，口味清淡的粤菜成为当前消费新趋势。由于粤菜对食材要求高且品种限制，制作工序精细繁复，目前在全国范围内尚无大型粤菜品牌，在保证口味的前提下，实现标准化、工厂化、厨师自输出成为粤菜未来走向广东省外市场的关键。

2.2. 广酒门店规模初具，老店效益提升

正宗粤菜 IP，连锁经营经验助力较大规模扩张。公司作为粤菜老字号，拥有创始于 1935 年的文昌老店，具有品牌优势；其餐饮直营店的建设于 2011 年开始加速，除 2012 和 2014 年外，每年净开门店数在 2-3 家。截至 17 年底，公司拥有餐饮门店共 18 家，其中直营门店 17 家，参股门店 1 家，具备较大的连锁规模，在广州形成了较为密集的覆盖，直营扩张的经营经验成熟。

图 14: 广州酒家净开业餐饮直营店数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图 15: 广州酒家门店分布



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

注：不含区位较远的花都店（17 年开业）和南昆山店（15 年开业）

直营门店扩张驱动业务规模提升。受益于 15 年开始的连锁化扩张，16 年底开业的 15 家直营门店餐饮收入合计达 4.63 亿（+12.32%），高于正餐行业营业额增速 9.23%。

- **门店扩张驱动消费人次加速提升。**16 年消费总人数达到 465.43 万人，增速显著提升（+15.95%）主要由于新店开业驱动。扣除西西地简餐以及关闭门店的摊薄影响后，单店消费人次同比下降 1.45%，主要由于当年新开门店尚处于培育期。新开门店对客流的稀释有限，进一步扩张具备基础。
- **受简餐摊薄、门店扩张以及营改增影响，16 年客单价略有下降。**16 年客单价平均为 99 元/人，保持大众餐饮的定位，坐享行业繁荣红利。客单价同比下降 3.13%，主要由于西西地简餐店的摊薄、新店扩张以及营改增（16 年 5 月实施）的影响，波动有望趋于平稳。

受益于集中采购及能源成本下降，毛利率稳步提高，领先行业。15-16 年毛利率餐饮业务毛利率均高于行业水平，17 年毛利率达 61.86%（+0.53pct），呈稳步提升态势。

- 中央厨房+集中采购，降低风险、提升盈利能力。14年公司成立中央厨房，集中采购原材料，经中央厨房生产、包装、分拣后统一配送半成品：1)在采购端发挥规模效应降低采购成本，有效应对原材料和人工成本等要素价格提升的冲击；2)有效实现质量管控，助力稳定扩张。统一采购叠加营改增影响，原材料成本率持续降低至17年的34.96%。
- 受益于天然气等主要能源单价走低，17年能源成本率降至3.18%，较14年下降1.10pct。

表9：直营门店绩效

	2017	2016	2015	2014
餐饮收入（万元）	55,931.02	46,307.76	41,228.85	38,997.03
yoy	20.78%	12.32%	5.72%	
行业营业额增速		9.23%	13.01%	
餐饮成本（万元）	21,333.70	17,905.16	16,756.28	15,515.87
yoy	19.15%	6.86%	7.99%	
餐饮毛利率	61.86%	61.33%	59.36%	60.21%
行业毛利率		58.41%	54.12%	
当期消费人数（万人次）		465.43	401.41	381.74
yoy		15.95%	5.15%	
单店消费人数（万人次）		35.48	36	34.7
yoy		-1.45%	3.74%	
客单价（元/人）		99.49	102.71	102.16
yoy		-3.13%	0.54%	
客均餐饮成本（元/人）		38.47	41.74	40.65
yoy		-7.83%	2.68%	

数据来源：公司公告，《2017/2016 中国餐饮业年度报告》，东吴证券研究所整理

注：17年单店消费人次计算中剔除了西西地简餐、15年关闭的五羊店、沈阳丽阳店

表10：餐饮业务成本结构（万元）

年度	原材料		能源	
	金额	成本率	金额	成本率
2017年	19,553.00	34.96%	1,780.70	3.18%
2016年	16,333.40	35.27%	1,571.76	3.39%
2015年	15,129.01	36.70%	1,627.27	3.95%
2014年	13,845.03	35.50%	1,670.84	4.28%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营效率领先，坪效、劳效驱动费用压缩，同店利润良性增长。16年公司成熟直营

门店（15年开业）单位面积营收1.14万元/平米（行业1.08万元/平米），人均劳效31.97万元/人（行业23.10万元/人），每餐位营收6.56万元（行业4.61万元），高于正餐行业平均水平，文昌老店翻桌率高达5.52次/天。11家门店净利润总额同比增长34.3%，平均净利率10.2%，高于正餐行业平均水平（5.76%）。

表 11: 各直营餐饮门店经营指标

开业时间	营业面积	单位营业面积 营业收入(万元/m ²)	人均劳 效(万元/人)	每餐位营 收(万元)	桌流转率 (次/天)	pct	座流转率 (次/天)	pct	人均消 费(元)	yoy
文昌店 (创始于 1935年)	2001年 6816	1.52	32.07	7.30	5.52	0.03	2.54	-0.05	78.79	3.2%
滨江西店	2000年 5470	1.22	28.09	7.27	3.6	-0.03	2.24	-0.08	88.88	-0.8%
体育东店	2002年 5000	2.27	42.94	10.46	2.84	0.03	2.22	-0.06	129.07	0.6%
东山店	2006年 2960	0.96	27.88	4.75	2.94	-0.26	1.65	-0.19	78.91	2.1%
江畔红楼店	2010年 3373	0.72	23.25	5.21	3.75	-0.07	1.97	-0.06	72.45	7.3%
白云新城店	2011年 4020	0.87	31.56	7.61	2.51	0.33	1.54	0.17	135.37	-4.1%
珠江国际大 厦店	2011年 4926	0.90	27.56	9.35	2.45	0.09	1.95	0.05	131.32	5.0%
逸景店	2013年 5209	0.66	42.41	4.54	1.38	-0.08	0.78	-0.05	159.43	7.5%
临江大道店	2013年 2959	1.33	40.96	15.23	3.66	0.27	2.9	0.23	143.91	2.4%
南昆山店	2015年 2488	0.53	18.50	5.76	1.06	0.13	1.56	0.08	101.15	-0.6%
环市东店	2015年 2141.5	1.51	36.43	12.84	4.56	0.95	3.4	0.96	103.49	12.4%
小计		1.14	31.97	6.56						
西西地简餐	2016年 120	1.64	11.56	3.50	4.37	-	2.04	-	47.06	-
公益路店	2016年 6825.8	0.29	14.67	2.71	0.89	-	0.65	-	114.16	-
昌岗中店	2016年 4336.7	0.33	16.98	3.20	1.44	-	1.02	-	85.88	-
正餐行业平 均水平		1.08	23.10	4.61						

数据来源：《2017中国餐饮业年度报告》，公司公告，东吴证券研究所

表 12: 2016年各直营餐饮门店经营数据

	开业时间	营业收入 (万元)	yoy	净利润 (万元)	yoy	净利率
文昌店	2001年(创始 于1935年)	10326.27	1.4%	1435.65	17.7%	13.9%
滨江西店	2000年	6657.34	1.8%	334.24	16.4%	5.0%
体育东店	2002年	11336.67	-5.3%	2164.4	1.2%	19.1%
东山店	2006年	2843.68	-4.2%	66.39	-	2.3%
江畔红楼店	2010年	2441.74	-6.9%	182.16	94.3%	7.5%
白云新城店	2011年	3503.45	6.3%	298.41	195.8%	8.5%

珠江国际大厦店	2011年	4436.64	3.5%	9.58	-	0.2%
逸景店	2013年	3435.41	0.3%	183.57	152.7%	5.3%
临江大道店	2013年	3932.45	9.1%	473.6	72.1%	12.0%
南昆山店	2015年	1313.43	0.3%	40.29	-	3.1%
环市东店	2015年	3242.37	4358.1%	240.64	-	7.4%
小计		53469.45	6.33%	5428.93	34.3%	10.2%
西西地简餐	2016年	196.46	-	-51.32	-	-26.1%
公益路店	2016年	1966.11	-	5.5	-	0.3%
昌岗中店	2016年	1443.11	-	-57.12	-	-4.0%
正餐行业平均水平						5.76%

数据来源：《2017 中国餐饮业年度报告》，公司公告，东吴证券研究所

预付款项比例提升，彰显高消费者粘性。公司预收餐饮订金和预付卡比例持续提升，16 年合计占比 31.71%，两年内提高 11.47pct，体现出公司强大品牌影响力下消费者粘性和客户忠诚度不断提升。

表 13: 餐饮业务结算方式

年度	现金	银行卡	预收	支票	预付卡	其他	合计
2016 年	22.26%	45.62%	28.42%	0.30%	3.29%	0.11%	100.00%
2015 年	25.27%	41.93%	28.05%	0.62%	4.03%	0.09%	100.00%
2014 年	29.93%	49.03%	13.32%	0.81%	6.92%	-	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 14: 预付卡发行、消费及期末结余金额

年度	发行金额	消费金额	期末结余金额
2016	4,199.23	4,264.09	2,204.12
2015	3,419.79	3,679.04	2,268.99
2014	4,969.56	5,616.31	2,528.25

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 品牌、口碑助力异地扩张

广酒价位适中、口碑良好，助力异地扩展。广州酒家有 4 家国家特级酒家，江畔红楼店上榜“2017 全国必吃餐厅”，临江大道店上榜“大众点评 2018 黑珍珠餐厅”。且人均消费在 70 元-160 元之间，与年轻人高品牌溢价区间重叠度高，异地扩张可期。

图 16: 广州酒家部分门店线上口碑



数据来源: 大众点评, 携程, 东吴证券研究所

图 17: 年轻人对不同餐饮品类溢价 (单位: 元)

品类	80后高品牌溢价区间	90后高品牌溢价区间
中餐	(100-150]	(100-150]
火锅	(50-100]	(20-50]
烘焙糕点	50以上	50以上
休闲茶饮	(10-15]	(0-15]
小吃	50以上	50以上

数据来源: CBNDData, 口碑, 东吴证券研究所

稳步扩张餐饮连锁化规模, 助力食品销售渠道拓展。公司计划 18 年新开四家餐饮门店, 广州三家 (T2 航站楼, 天字码头, 珠江新城), 深圳一家 (后期还会继续相应选址)。19-20 年将继续扩大连锁规模, 计划每年新开 1-2 家餐饮店。扩张方式以直营为主保证品质, 参股、加盟为辅, 广东省内主要采用租赁物业为主、购买物业为辅的方式开设直营店; 广东省外, 以直营店为主, 考虑以参股或加盟方式进行经营扩张。

此外, 餐饮门店的异地扩张也将持续扩大品牌影响力, 餐饮门店同时作为食品销售的重要直营渠道, 有望助力食品制造业务的快速发展。

图 18: 广州酒家 T2 航站楼新店



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图 19: 17 年新开酒店分布示意图



数据来源: 东吴证券研究所整理

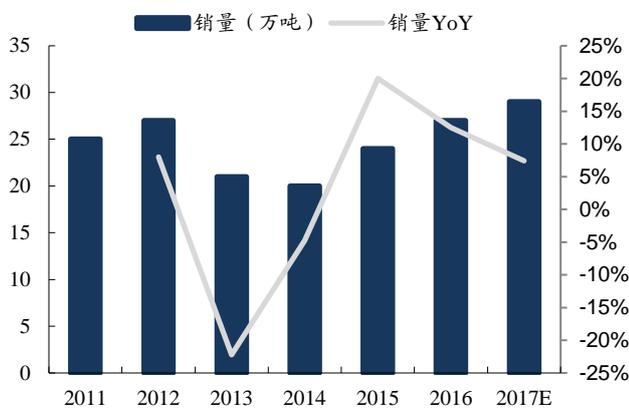
3. 食品业务：产品具备护城河，产能突破、渠道扩张打开天花板

3.1. 月饼：强品牌力+高市占率，提价具备空间

3.1.1. 广式为主流，头部效应强，年轻化趋势凸显

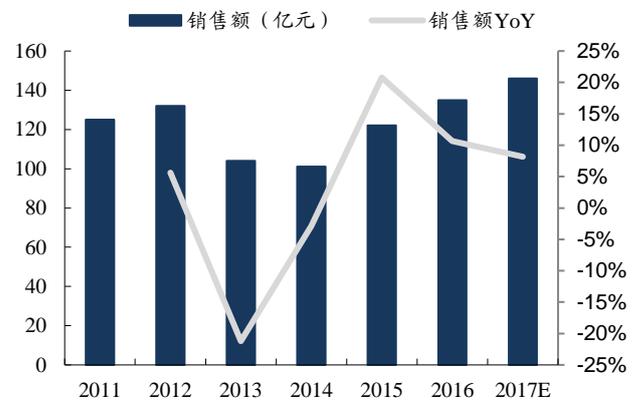
月饼市场规模维持 5-10% 平稳增长。作为中秋节的传统节日食品，月饼在中国食品行业占据重要地位。2012 年后受“三公消费”整治政策影响，原有的高端礼盒和单位团购业务收缩，月饼销售额下滑明显；2015 年以来，定位于大众消费的老字号月饼快速发展，带动月饼销售额恢复增长；据中商产业研究院测算，2017 年月饼销售量约 29 万吨（+7.4%），销售额达 146 亿元（+8.1%）。

图 20：月饼销售量及增速



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图 21：月饼销售额及增速



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

广式月饼仍为主流。传统月饼分为广式、苏式、滇式等多个品种，其中广式月饼市场市占率最高，达 30%，对应市场规模约 44 亿。

图 22：月饼种类繁多

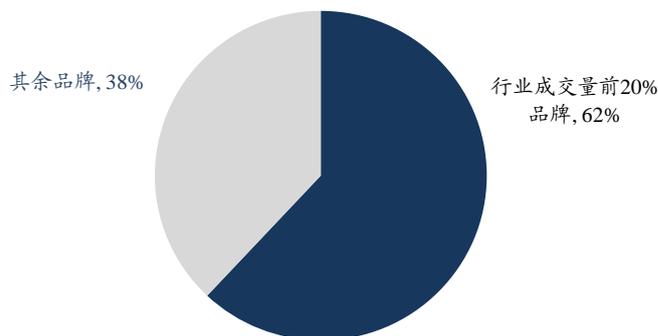


数据来源：《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》，东吴证券研究所

头部效应明显，品牌知名度主导消费者选购。月饼具备社交礼品属性，是走亲访友时重要的礼品，品牌知名度和认可度成为选购的一大要点，因而月饼市场集中度相对较

高。据大麦电商网统计，2016 年成交量前 20% 的品牌占据月饼市场 62% 的交易量。

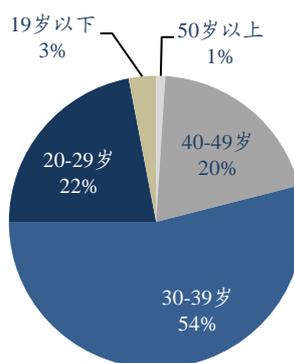
图 23: 2016 年月饼成交量分布



数据来源：大麦电商，东吴证券研究所

80、90 后是主要消费人群，价格大众化、产品个性化、渠道电商化是主流趋势。据《2017 年月饼口碑大数据报告》，月饼消费者中约 8 成是 80、90 后，更强调性价比和个性化，更依赖互联网媒体评价和电商渠道，驱动月饼行业年轻化发展。

图 24: 月饼消费人群分布



数据来源：《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》东吴证券研究所

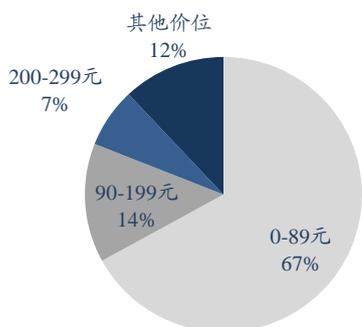
1) 价格大众化：年轻人礼品认同下降，叠加“八项规定”影响，月饼消费回归理性，天价礼盒热度下降，百元盒装月饼成为主流，2016 年 67% 的月饼定价低于 89 元。

2) 产品个性化：产品创新频频，新式月饼异军突起。近年来，新式月饼在口味和形状上进行了较多创新，小龙虾月饼、冰激凌月饼等各类网红月饼层出不穷，据大麦电商网，小众月饼增幅超 300%。众多新式月饼中，迷你、果蔬和茶叶月饼最受欢迎，分别占新式月饼市场份额的 20/16/15%。

3) 渠道电商化：作为互联网一代，80、90 后有明显的网购倾向，月饼厂家也纷纷发展电商渠道。据央广网报道²，北京稻香村 2017 年出货量增加三成，增量主要来自于电商渠道。

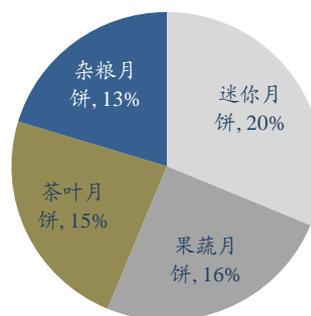
² http://finance.cnr.cn/txcj/20171004/t20171004_523975045.shtml

图 25: 月饼销售量及增速



数据来源:《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》, 东吴证券研究所

图 26: 月饼销售额及增速



数据来源:《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》, 东吴证券研究所

3.1.2. 利口福品牌引领市场, 有望实现量价齐升

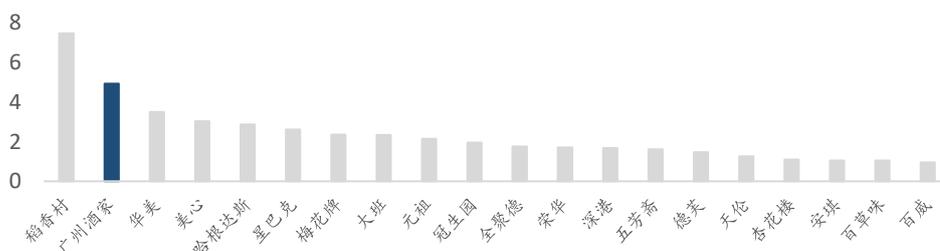
利口福月饼老字号品牌效应显著。广州酒家月饼主要有传统五仁、蛋黄莲蓉及新式冰皮、水果馅等口味, 曾先后荣获“中国月饼第一家”、“广式月饼传承代表”、“2017 中国月饼十强企业”等众多荣誉称号。根据 CSISC 统计, 广州酒家位列月饼认可度第二, 超越华美、美心等品牌。

表 15: 广州酒家月饼所获部分奖项

获奖时间	获奖名称	授予单位
2011	2010-2011 年度中国月饼十强企业	中国食品工业协会面包糕饼专业委员会
2013	中国月饼第一家、中国金牌月饼	中国饭店协会
2013	最受大众喜爱的月饼	中国烹饪协会
2014	双黄白莲蓉月饼获评“烘焙行业标杆产品”	中国食品工业协会面包糕饼专业委员会
2015	蛋黄纯白莲蓉月饼被评为烘焙行业“中华名饼”	中国食品工业协会面包糕饼专业委员会、国家食品质量监督检验中心
2016	2015 中国烘焙行业最具影响力十大品牌	中国食品工业协会
2017	中国月饼十强企业	中国焙烤食品糖制品协会

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图 27: 2017 月饼品牌认可度



数据来源:《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》, 东吴证券研究所

区域龙头，深耕广州，面向全国。目前各大月饼品牌具有较为显著的区域性，公司立足广式月饼发源地，深耕广州市场，区域龙头地位稳固，具备向全国扩张的基础。

表 16: 知名月饼品牌对比

	品牌	创始地	创立时间	大礼盒价格区间	口碑/特色
中高端	广州酒家	广州	1935	98-498	中国名牌、十大月饼品牌、中国金牌月饼；传统月饼制作精湛，研发榴莲芝士流沙月饼等新品并广受好评
	美心	香港	1956	180-600	1998年起连续18年成为全港月饼销量领先品牌；传统双黄莲蓉月饼、新品低糖月饼、冰皮月饼、卡通月饼
	元朗荣华	香港	1950	100-375	六十年代首创白莲蓉月饼，细腻柔滑，入口甘甜即溶；代表有荣华巨型七星伴月月饼、双黄莲蓉月饼、纯正伍仁月饼等
	稻香村	北京	1895	96-386	稻香村月饼多为清淡咸口，葱汁月饼被国家权威部门评为中国名饼
	元祖	台湾	1980	168-550	1993年进驻上海，曾获评中国月饼十强企业、被推荐为上海名牌；分为元祖雪月饼、苏式月饼、广式月饼、台式月饼等
中低端	安琪	深圳	1994	100-240	广东名牌、十大月饼品牌；以“精、细、纯、正”著称，月饼产品包括莲蓉月饼、水果月饼、水晶月饼、冰皮月饼等系列
	华美	东莞	1991	50-220	中国名牌、十大月饼品牌、国饼十佳；分中式月饼、港式月饼、桃山月饼、欧式月饼等四个系列
	莲香楼	广州	1889	70-200	月饼和馅料两大品牌有“鼻祖”和“莲蓉第一家”的美誉；经营莲蓉、月饼、龙凤礼饼、鸡仔饼、嫁女饼等产品

数据来源：十大品牌网，东吴证券研究所整理

定位中高端，平价产品深挖大众消费。在定位上，广州酒家与美心、元朗荣华等均定位中高端。“三公消费”整治后，公司及时调整战略，高价礼盒及系列产品种类由14年的23个调减至16年的17个品种，月饼礼盒销量和销售额占比分别下降至16%和27%（16年）；80%的月饼礼盒装零售价格在200元以下，重点深挖大众消费。

表 17: 2014-2016 年礼盒产品品种价格分布（单位：种）

价格区间	2014 年	2015 年	2016 年
150 元以下	1	-	1
150 至 200 元	7	5	5
200 至 250 元	7	8	6
250 元以上	8	7	5
合计	23	20	17

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 18: 2014-2016 年公司月饼礼盒销售情况

年度	礼盒销量 (KG)	月饼系列产品销量 (KG)	销量占比	礼盒销售额 (万元)	月饼系列产品销售额 (万元)	销售额占比
2014 年	1,528,149	7,446,780	21%	21,139	68,448	31%
2015 年	1,425,632	8,196,202	17%	20,285	76,307	27%
2016 年	1,516,597	9,301,173	16%	21,521	80,130	27%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

品质与创新助力公司竞争力持续提升。

- **自有原料供给保证品质，符合健康生活新生态。**月饼主要原料莲子和蛋黄精选自湘鄂两地养殖基地，其中蛋黄大部分由参股子公司衡东家禽养殖合作社提供，其生态循环养殖方式保证了原材料高品质，顺应健康饮食大趋势。
- **产品创新持续，迎合市场个性化需求。**紧跟市场需求不断调整、创新月饼品种，早在 05 年便获评“创新特色馅料、月饼”，曾推出吞拿鱼馅月饼、烧鸡馅月饼、冰皮月饼、咖啡月饼、玫瑰花月饼等新式月饼。
- **营销创新、互联网化发展，对接年轻客群。**17 年 1) 与“愤怒的小鸟”经典 IP 合作包装物，推出“就是这么匠的月饼”、“就是这么逗的月饼”等系列；2) 推出语音定制月饼，可以在收到月饼时听到亲朋语言祝福；3) 在中秋期间推出抽奖活动，提高用户购买热情。

图 28: 月饼种类、营销创新



数据来源：阿里巴巴，东吴证券研究所整理

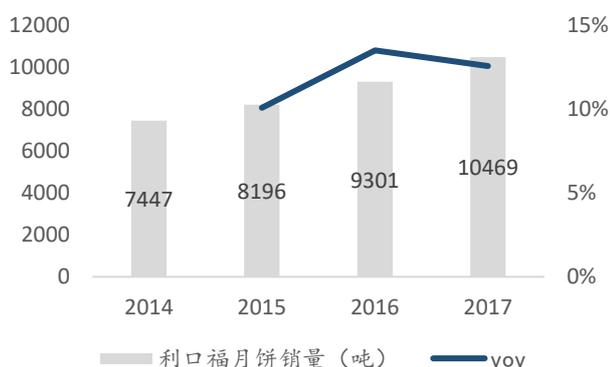
表 19: 广州酒家月饼产品及营销创新

创新方式	时间	具体表现
产品创新	2005 年	桔子水果馅料和广州精品月饼分别获评“创新特色馅料、月饼”
	2012 年	推出吞拿鱼月饼、鲍燕翅月饼
	2017 年	推出诱惑奶黄、红酒蔓越莓、浪漫玫瑰口味月饼礼盒； 升级流沙月饼，选用猫山王榴莲，意大利进口芝士和冬蓉，推出榴莲芝士流沙月饼
营销创新	2017 年	与“愤怒的小鸟”经典 IP 进行包装合作，推出“就是这么匠的月饼”、“就是这么逗的月饼”系列 研发推出三黄纯白莲蓉月饼，包装中融入国画大师陈永锵作品《南粤雄风》 在中秋期间推出抽奖活动，购买满一定金额即可参与抽奖

数据来源：公司官网，大洋网，东吴证券研究所整理

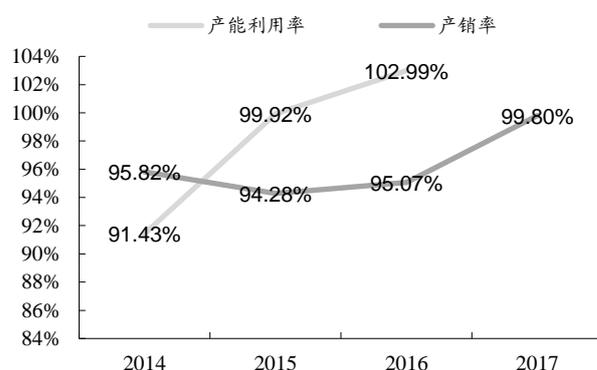
月饼供不应求，增速受阶段性产能压制，品牌力提升叠加渠道扩张打开销量空间。15-16年月饼销量增速分别为10.1%、13.5%，17年月饼销量达1.05万吨，受产能压制影响，同比增速降低至12.6%，产销率达到99.8%。在产能扩张稳步落地的同时，公司有望在品牌影响力和渠道扩张下，打开增长新空间。

图 29：2014-2017 利口福月饼销量（单位：吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

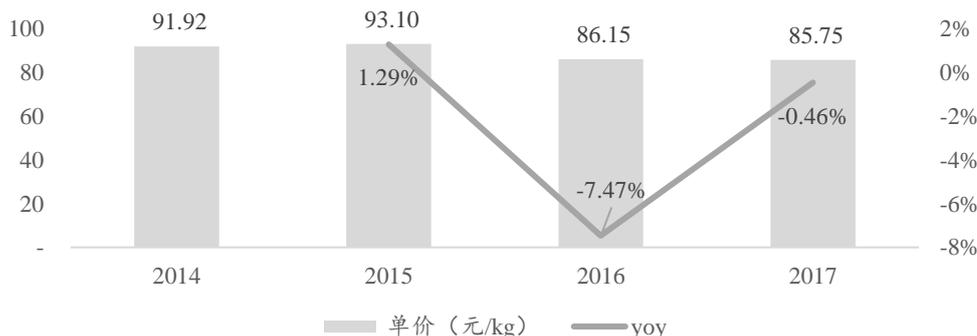
图 30：月饼产能利用率和产销率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

结构性影响导致平均价格下降，提价空间具备。受价格较低的馅料和糖浆销售占比提升影响，16年月饼平均单价同比下降7.47%，17年继续微降0.46%。就月饼产品来看，未来仍具有提价空间。

图 31：利口福月饼单位收入（单位：元/kg）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高市占率叠加低价格敏感性，奠定提价基础；产品创新提供结构性增量。

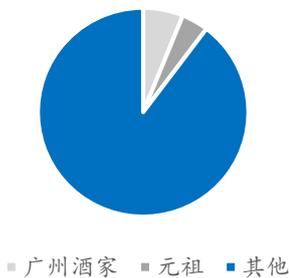
1) 市占率提升定价能力，有望助力产品提价。公司多年产销量位居全国三甲，以17年销售额8.98亿计算，在广式月饼中市占率约21%左右，在月饼市场市占率约6%左右，领先于元祖月饼的4%左右（按销售额6.18亿元计算），公司有望凭借行业领导地位

和老字号、高品质的品牌形象，增强定价能力，为提价奠定基础。

2) 月饼淡旺季明显，消费频次低，价格敏感性低。月饼销售时间集中，据大麦电商网调查，月饼厂商通常在7月进行销售预热，在中秋节前的1-2个月达到月饼成交高峰期，8-9月销售额占全年销售的88%以上，在节后半个月内销售量迅速下降。较低的消费频次和节日消费性质导致消费者具有较低的价格敏感性，隔年提价对销量的影响较小。

3) 产品创新贡献价格增量。大众消费主导月饼销售的背景下，消费升级为产品创新、价格上涨提供了空间，按目前产品价格计算，创新产品单价可上涨20%以上，新品冰皮、流沙、奶黄系列比传统月饼单价基本翻番。

图 32: 月饼市占率测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33: 月饼销售额各月份占比



数据来源：大麦电商，东吴证券研究所

表 20: 2017 年广州酒家线下主要大盒装月饼销售单价

系列	礼盒产品	线下价 (元) /净含量 (克)	单位价格 (元 /100g)	新式提价比例 (以双黄纯白莲蓉为基准)
传统月饼	蛋黄果仁红豆沙月饼	105/750g	14.0	
	蛋黄纯红莲蓉月饼	140/750g	18.7	
	双黄纯红莲蓉月饼	155/750g	20.7	
	蛋黄纯白莲蓉月饼	150/750g	20.0	
	双黄纯白莲蓉月饼	165/750g	22.0	
	五仁月饼	168/750g	22.4	
推陈出新	就是这么匠礼盒 (红酒蔓越莓巧克力月饼)	128/520g	24.6	12%
	就是这么逗系列礼盒(蛋黄黑芝麻红豆沙月饼)	118/420g	28.1	28%
	燕窝尚品月饼	498/1275g	39.1	78%
冰皮月饼	冰炫七星冰皮月饼	198/540g	36.7	67%
	冰果部落冰皮月饼	98/240g	40.8	86%
	冰纷心语冰皮月饼	168/360g	46.7	112%
	炫果冰纷冰皮月饼	138/240g	57.5	161%
流沙、奶黄	原味奶黄	128/280g	45.7	108%
	榴莲芝士流沙月饼	188/400g	47.0	114%
	芝士流沙奶黄月饼	188/400g	47.0	114%

数据来源：广州酒家官方商城、东吴证券研究所整理

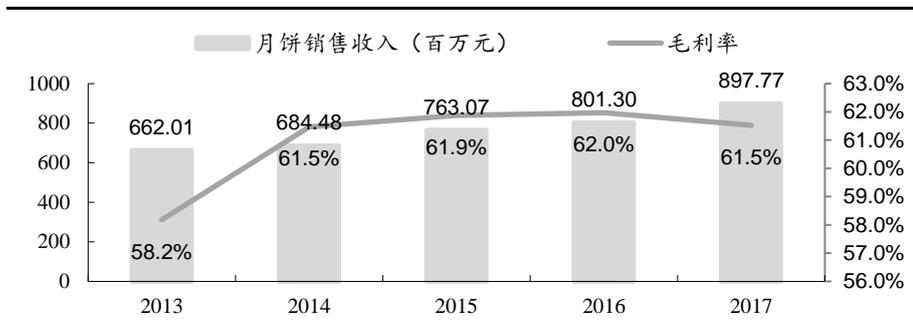
规模效应、产品创新带动毛利率提升。受益于规模效应，月饼毛利率持续攀升，16年达到 61.97%；17 年毛利率略有下降 (-0.44pct)，主要由于材料成本率受原材料价格影响提升 0.48pct，人工成本率受产能不足影响同比提升 0.12pct。在产能扩展及产品提价的助力下，毛利率仍有提升空间。

表 21: 16、17 年月饼系列成本构成

成本项目	2017		2016		yoy
	成本(万元)	成本率(%)	成本(万元)	成本率(%)	
直接材料	28,252	31.47%	24,835	30.99%	13.76%
直接人工	3,611	4.02%	3,129	3.90%	15.43%
制造费用	2,680	2.99%	2,512	3.13%	6.71%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 34: 广州酒家月饼销售收入及毛利率



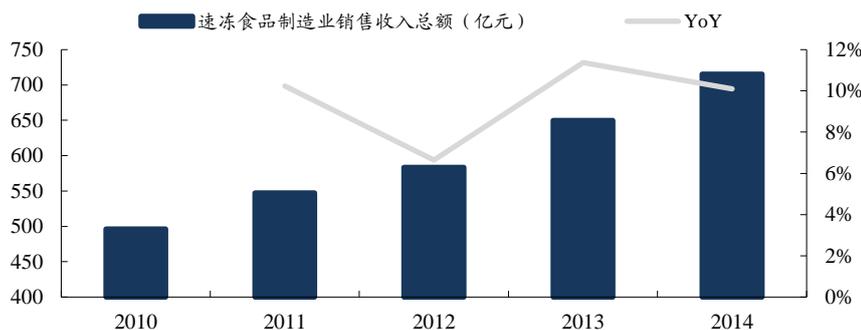
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 速冻产品空间可期，差异化助力市场拓展

3.2.1. 市场处于成长期，速冻面点差异化竞争空间较大

受益于城镇化水平提高，速冻食品市场持续增长。速冻食品主要包括速冻米面食品、速冻肉制品、速冻鱼糜制品等种类。随着城镇化水平提升，生活节奏加快，速冻食品逐步被中国市场接受，截至 2014 年底速冻食品市场规模已扩张至 715 亿元，2010-14 CAGR 达 9.6%。

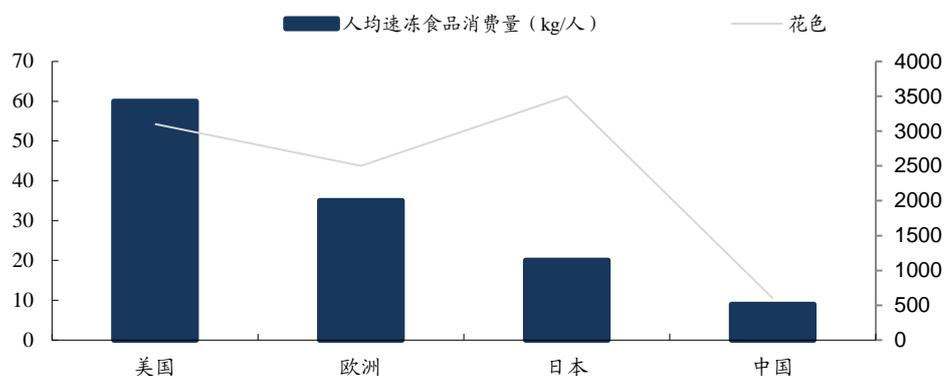
图 35: 2010-14 速冻食品制造销售收入 CAGR 达 9.6%



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

与发达国家相比，国内人均速冻食品消费量和花色仍具备发展空间。据中国产业信息网，美国人均速食消费量高达 60kg，而中国仅 9kg，仅占美国的 15%，且花色品种相对较少（仅 600 种花色），不到欧美等发达国家的 20%，具有提升空间。

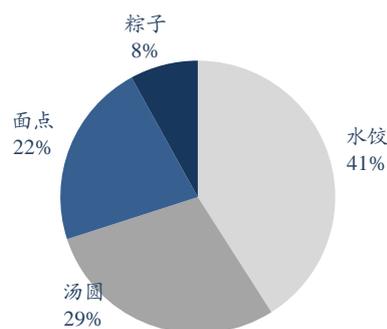
图 36：人均速冻食品消费量对比



数据来源：产业信息网，东吴证券研究所

速冻面点市场发展空间广阔。速冻米面制品是速冻食品的重要品种之一，据测算粮农组织测算，2015 年速冻米面市场规模约 432 亿元，占速冻食品 60%左右³，包括水饺（41%）、汤圆（29%）、面点（22%）、粽子（8%）等品类，速冻面点对应市场规模约 95 亿元。随消费升级，消费者购买速冻食品除饱腹感外，还考虑食品的口味、营养等，速冻面点作为酒店餐饮的延伸，能够同时满足多种需要，成为后起之秀。

图 37：速冻面点占速冻米面销售额的 22%



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

速冻面点差异化程度大，集中度较低。据冷冻食品营销网，传统速冻点心水饺/汤圆/粽子产品差异化程度较低，行业格局趋于成熟，CR3 分别达 81.8/77.9/68.4%。而速冻面点个性化空间相对较大，在品种上可分为馒头类、包子类、小笼包子、虾饺、饼类等，在口味上也可分为广式、西式、苏式等；近年来，更有小猪包、核桃包等网红速冻面点

³ 2015 年中国速冻水饺总销售额约 28.2 亿美元，按美元兑人民币 6.3 计算，折合人民币约 177.4 亿元

广受欢迎。速冻面点集中度逐步提升的空间较大。

3.2.2. 速冻食品增长稳健，差异化竞争打开市场

背靠优质粤餐品牌，广式速冻食品差异化定位打开市场。公司速冻食品主要包括核桃包、流沙包、水晶饼等广式面点以及糯米鸡等广式方便菜，依托广州酒家在粤菜行业的品牌及地位，复制输出优质菜品，在市场及用户接受度上具有先天优势。

图 38: 广州酒家速冻食品



数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所整理

主打广式速冻面点，差异化定位打开市场。广州酒家主打核桃包、奶黄包、虾饺、烧卖等广式点心，经测算目前在速冻米面市场中市占率约 3.3%。老牌速冻厂商湾仔码头、三元食品、思念食品等主打的水饺、汤圆及非广式面点等竞争激烈，广酒优势产品与上市成熟速冻品类差异较大，有助于快速抢占细分市场，市占率有望进一步提高。

- 三全食品旗下拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌，主打产品包括速冻水饺、汤圆、粽子、普通面点，份额领先行业。
- 湾仔码头的拳头产品为水饺，在华南地区具有较高的品牌影响力，在北京市场份额也达到 20%以上。
- 思念食品产品结构与三全相近，手抓饼等创新产品受欢迎。

图 39: 广州酒家天猫旗舰店销量前十



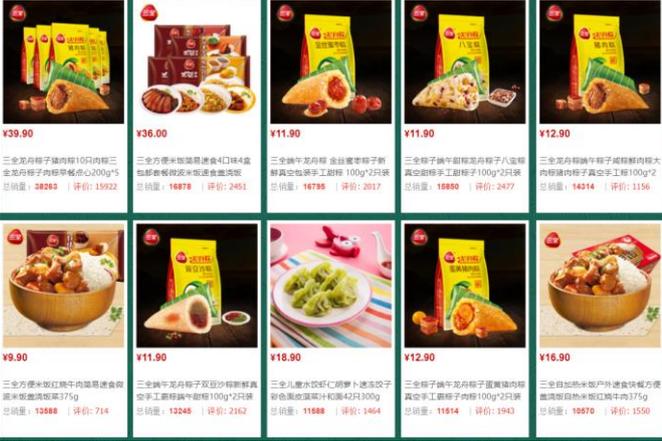
数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所
注: 18年5月截图

图 40: 湾仔码头天猫旗舰店销量前十



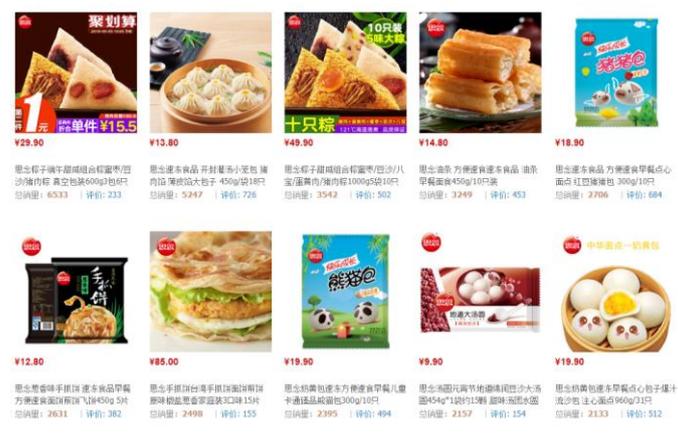
数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所
注: 18年5月截图

图 41: 三全食品天猫旗舰店销量前十



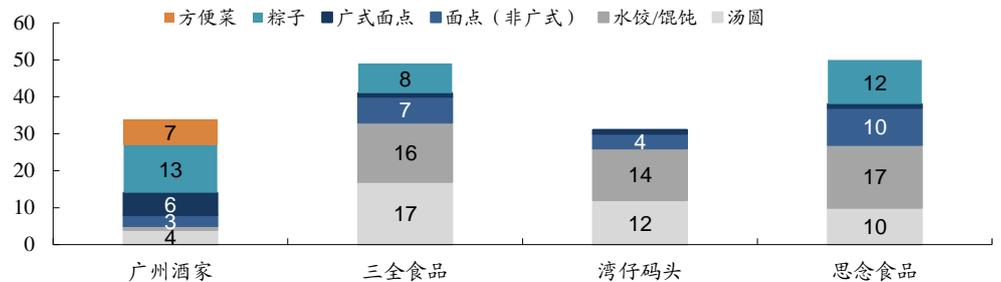
数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所
注: 18年5月截图

图 42: 思念食品天猫旗舰店销量前十



数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所
注: 18年5月截图

图 43: 天猫旗舰店销售速冻食品种类统计 (单位: 种)



数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所整理
注: 18年5月整理

优选品质对标速冻龙头，定位中高端市场。公司主打的广式点心强调口味和品质，在汤圆、虾饺等竞品上定价高于三元食品，与湾仔码头和思念食品相仿，定位中高端市场。在奶黄包等公司优势主打产品上，三全食品、湾仔码头、思念食品分别比广州酒家低 62.6%、32.8%、48.7%，品牌溢价较高。

表 22: 速冻行业主要厂商竞品对比

产品	企业	价格/规格	单价(元/千克)	单价比广州酒家高/低
奶黄包	广州酒家	19.8 元/337.5g	58.7	/
	三全食品	7.9 元/360g	21.9	-62.6%
	湾仔码头	13.8 元/350g	39.4	-32.8%
	思念食品	28.9 元/960g	30.1	-48.7%
叉烧包	广州酒家	19.8 元/450g	44.0	/
	湾仔码头	15.8 元/350g	45.1	2.6%
	思念食品	13.9 元/360g	38.6	-12.2%
馒头	广州酒家	13.9 元/800g	17.4	/
	思念食品	15.9 元/960g	16.6	-4.7%
三鲜云吞	广州酒家	10.9 元/240g	45.4	/
	三全食品	14.9 元/500g	29.8	-34.4%
	湾仔码头	29.8 元/600g	49.7	9.4%
	思念食品	19.9 元/400g	49.8	9.6%
芝麻汤圆	广州酒家	10.9 元/200g	54.5	/
	三全食品	8.4 元/400g	21.0	-61.5%
	湾仔码头	9.9 元/200g	49.5	-9.2%
	思念食品	19.9 元/320g	62.2	14.1%
虾皇饺	广州酒家	15.8 元/160g	98.8	/
	三全食品	34.9 元/600g	58.2	-41.1%
	湾仔码头	33.7 元/300g	112.3	93.1%
	思念食品	39.8 元/400g	99.5	-11.4%

数据来源：天猫旗舰店，京东旗舰店，东吴证券研究所整理

核桃包销售增长强劲，驱动速冻业务量价双升。16 年公司新品核桃包问世，别具一格的口感和风味以及健康补脑的产品概念使其于上市之初即成为爆款，高销量叠加高单价助推 16 年冷冻食品销量和单价分别上涨 19.36%、5.11%，17 年核心产品增长势头强劲，速冻食品销量达 1.68 万吨（+21.35%），平均价格微涨 0.76%。速冻产品打开市场，三年营收 CAGR 达 18.28%。

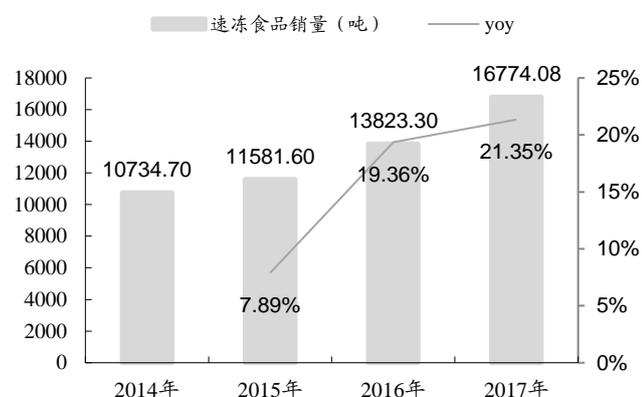
表 23: 广州酒家天猫旗舰店速冻面点销售情况

品类	价格/规格	单价(元/kg)	月销量(件)
凤凰流沙包	18.8 元/450g	41.8	1694

核桃包	18.8 元/337.5g	55.7	1305
手制叉烧包	19.8 元/450g	44.0	1254
香菇干蒸烧麦	15.8 元/210g	75.2	1013
一个核桃包	22.8 元/320g	71.3	867
黑芝麻核桃包	18.0 元/337.5g	53.3	546
奶黄包	19.8 元/337.5g	58.7	494
海鲜蔬菜包	16.8 元/450g	37.3	374

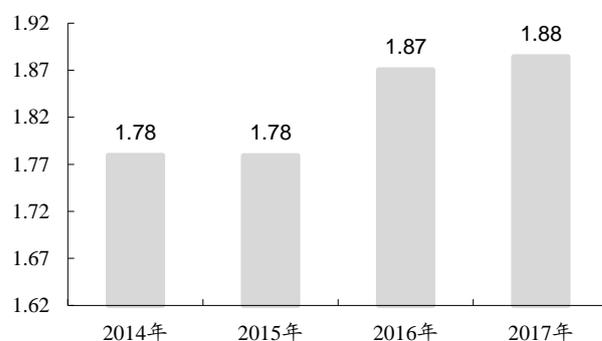
数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所整理

图 44: 2014-2017 公司速冻食品销量及增速



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

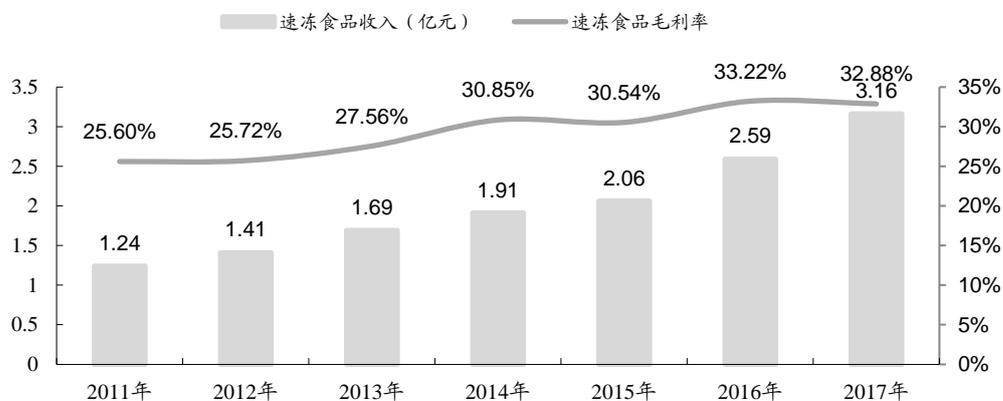
图 45: 2014-2017 年公司速冻食品单价 (万元/吨)



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

规模效应驱动毛利率稳中有升。速冻食品有低温保存、全程冷链配送等特殊要求，使生产、储存、配送等环节固定成本投入更高，目前规模效应下成本率显著改善，五年内毛利率提升 5.32pct。17 年受原料涨价、产能拖累等原因，毛利略有下降，盈利能力仍有提升空间。

图 46: 广州酒家速冻食品收入及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.3. 培育品类多点开花，研发投入助力多元化战略

培育型产品多点开花，多元化经营基础稳固。公司积极培育腊味、面包、西点、饼酥等新产品，通过丰富产品线，把握多元化、个性化的市场需求，挖掘新增长点。其中，腊味品牌“秋之风”被评为“广州市著名商标”及“广东省著名商标”，金罐手工曲奇荣获2017年中国烘焙美食文化节金奖，知名度和美誉度较高。

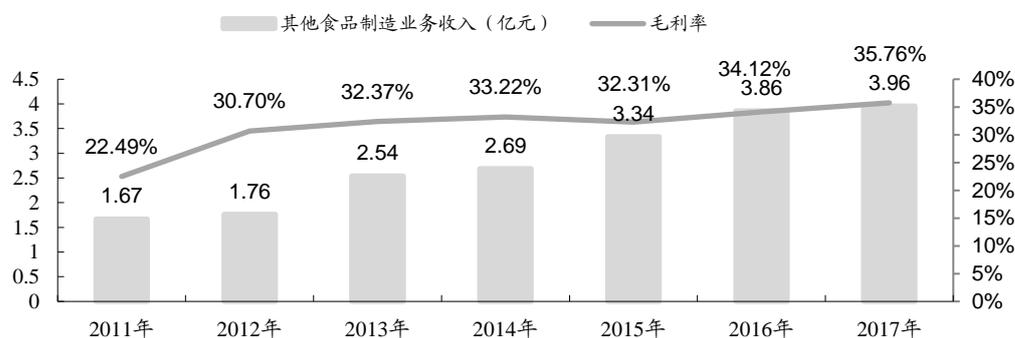
图 47：腊味、西点、饼酥等培育型业务产品



资料来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

营收增长毛利提升，培育型业务前景广阔。2017年培育型业务营收达3.96亿元，五年CAGR 17.5%，其中饼酥产品增速突出；盈利能力不断提高，毛利率五年增长5.06pct。公司探索学校供餐、老年人配餐等定制市场，未来增长前景广阔。

图 48：其他食品制造业务收入及增速

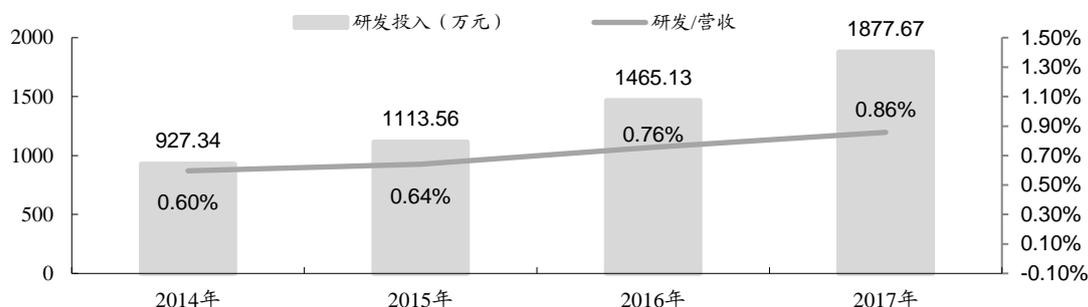


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发投入持续增长，高新技术税率优惠助推利润增厚。公司持续加大研发投入，17年研发投入达1877.67万元(+28.16%)，占营收比重持续提升至17年的0.86%；加强产学研合作，建立“广式特色食品研发中心”、“健康营养食品研发中心”、“广州市广式传

统食品加工与安全控制重点实验室”等合作基地；17年子公司利口福被认定为广东省2017年第二批高新技术企业，17年至19年所得税率由25%降至15%，17年对应税收优惠0.29亿元，显著增厚利润。

图 49：2014-2017 公司研发投入及营收占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

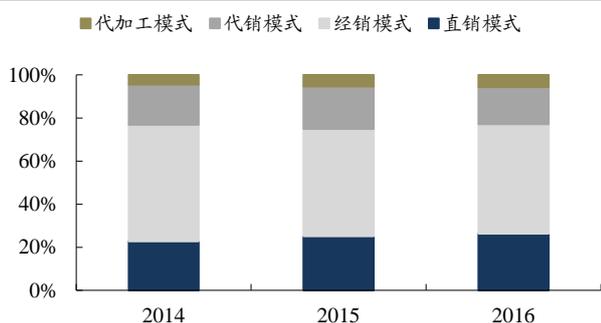
3.3. 线上线下渠道扩张助力市场开拓，需求空间抬升

3.3.1. 线下渠道：加速异地扩张，营收或创新高

直营深耕本土市场，经销辐射全国区域。公司食品制造业务以经销模式为主，直销为辅。

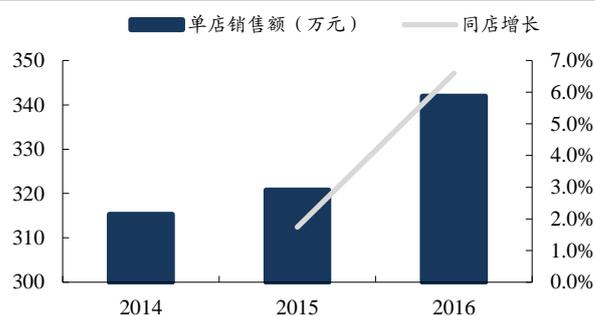
1) **直销模式**: 公司下属公司设立饼屋直营店，通过“利口福”品牌进行产品销售。截至2017年底，公司拥有约120家直营门店，基本位于广州市区。受益于直营门店数的增长和品牌力提升，2016年直销模式收入整体同比增长16%，占食品总收入的26.27%，单门店销售额同比增长7%（不考虑关店和新开门店开张时点），达到330万元。根据招股说明书披露的租金物业估算，直营门店平均面积在65平方米左右，对应坪效约为5万元/平方米，实现高效益。

图 50：食品制造渠道以经销模式为主



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 51：2016 年直营店单门店增长 7%



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注：不考虑关店和新开店时点

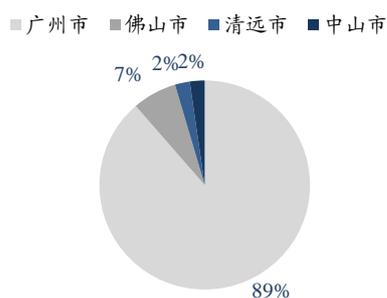
2) **经销模式**: 经销模式为食品销售的主要渠道，在食品销售收入中占比达50.84%。该模式以经销商销售为主，门店加盟为辅。

(1) 在经销商模式下，公司将产品批发给各地经销商，在货物交付时完成收入确

认，为鼓励经销商提升预付款额，公司给予 1-3%的预付款奖励。至 16 年底，公司拥有分布在北京、上海、重庆、昆明、长沙、成都、厦门、义乌等地区的 470 家经销商(前 5 大经销商占经销商销售额的 27.08%)，经销网络稳步扩张。2016 年经销商渠道收入占比达 47.5%，单经销商平均实现收入 146 万元。

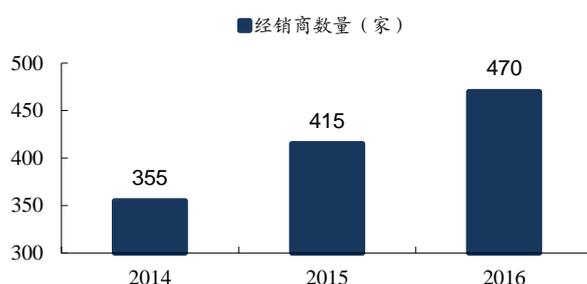
(2) 在加盟模式下，公司收取一次性加盟费 5 万元，并按每月进货额 1%收取特许经营费。截至 2017 年底，公司已拥有约 50 家饼屋加盟店(其中超 39 家位于广州市内)单加盟店平均实现收入约 62 万元。

图 52: 加盟店主要集中在广州市内



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所
注：截至 2017 年 6 月

图 53: 食品业务经销商数量稳步增长

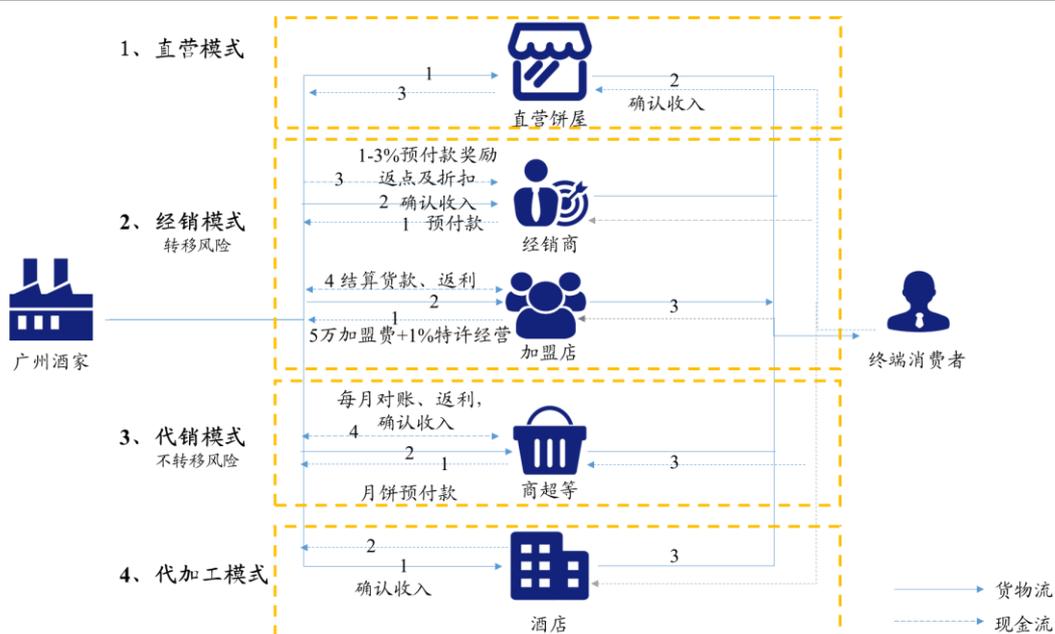


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3) **代销模式**：与沃尔玛等大型商超合作面向普通消费者销售利口福食品。在代销模式下，公司将产品运送至商超指定点销售，在完成销售后 1 个月左右进行对账，结算货款并确认收入。2016 年代销模式实现营业收入 2.46 亿元，占食品总收入的 17.15%。

4) **代加工模式**：为大型酒店及集团公司生产定制月饼等产品。代工模式占比较低，2016 年实现营业收入 0.82 亿元，仅占食品总收入的 5.73%。

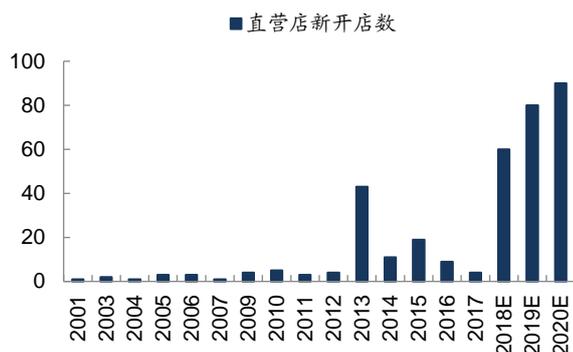
图 54: 广州酒家线下渠道销售模式与收入模式 (2016)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理

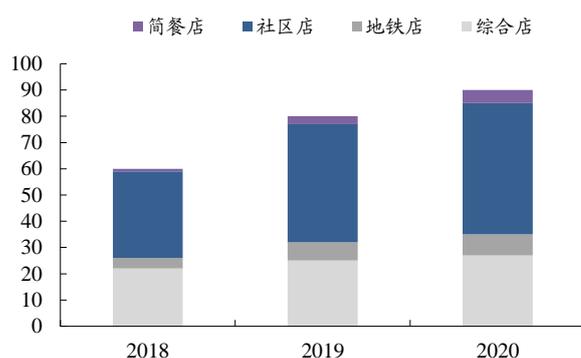
直营店扩张提速，拓展新兴区域。公司计划在 18-20 年内在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地扩张直营门店 230 家（18/19/20 年分别新增 60/80/90 家），其中以消费人群广泛的社区店（128 家）和综合店（74 家）为主。预计随着直营门店的增长，食品零售业务有望实现较快增长。

图 55: 预计 18-20 年内直营门店扩张 230 家



数据来源：公司招股书，公司东吴证券研究所

图 56: 直营店扩张以社区店和综合店为主



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表 24: 18-20 年公司直营店扩张规划

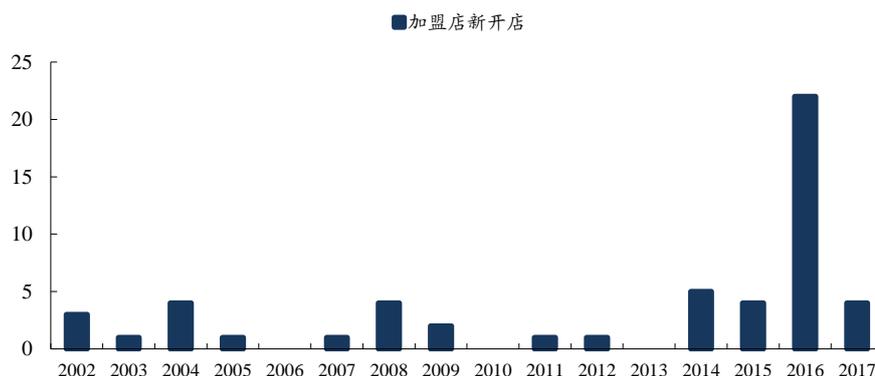
业态	目标消费群	产品组合	选址区域	面积 (m ²)	计划开店
综合店	社区居民、上班族，各年龄段消费者	烘焙、腊味、冷冻食品及大厨等	大型社区临街，一二线马路临街、大型商业区等	30-50	74
地铁店	白领、上班族	烘焙、腊味、冷冻食品、菜式及其他	地区站内外商业物业	8-15	19
社区店	社区居民	冷冻、腊味及大厨快餐及其他	大型社区、菜市场、超市周边	20-40	128
简餐店	上班族	烘焙、腊味、大厨、盒饭及其他	商务写字楼、工业园区、专业市场、旅游景点等人流较多区域	100-400	9

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

经销商助力异地分销。公司已在华东、华南和北方地区建立较为完善的经销网络，公司未来有望借助覆盖全国的经销网络以相对轻资产模式，较快实现异地扩张。

加盟店全方位赋能，扩大品牌的区域辐射能力。2016 年 2 月起，公司推出加盟鼓励政策，免收广州中心城区外加盟店的品牌使用费，并免收所有原有加盟店续约的加盟费以提升在周边地区的品牌影响力。此外，公司还提供员工培训、技术支持等以提升招商能力。政策推出后，仅 2016 年就新增加盟店 22 家，超过 15 年的 5 倍。预计随加盟鼓励政策的持续，加盟店将保持较高速增长，扩大品牌的区域辐射能力。

图 57: 加盟店扩张情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

注: 2017 年截至 6 月

表 25: 公司为发展异地加盟商, 推出加盟优惠政策

	2016 年 2 月前	2016 年 2 月后
加盟费	5 万元	免收中心城区外加盟商的加盟费; 免收原有加盟店续签合同的品牌使用费
POS 机及系统费用	1 万元/套	6,500 元/套
POS 机系统维护费	-	100 元/月

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所整理

3.3.2. 线上渠道: 打造全渠道立体销售, 驱动力显著

线上销售突破地域限制, 多种营销方式全方位发力。互联网消费兴起后, 公司成立电商分公司, 从传统营销向网络营销转型。广州酒家电商渠道包括官方商城、天猫店直营模式, 京东、顺丰优选的代销模式及其他线上经销商模式。

表 26: 2016 年前五大电商渠道收入及占比

	电商平台名称	销售额 (万元)	占电商渠道比	销售模式
1	浙江天猫网络有限公司	4,578.78	34.42%	电商直营零售
2	北京优味一品商贸有限公司	1,639.63	12.32%	电商经销商
3	深圳市顺丰电子商务有限公司	1,540.13	11.58%	平台代销
	北京顺丰电子商务有限公司	72.15	0.54%	电商直营零售
	小计	1,612.28	12.12%	
4	冠捷信息技术(苏州)有限公司	704.38	5.29%	平台代销
5	北京京东世纪贸易有限公司	682.19	5.13%	电商直营零售
	合计	9,217.26	69.28%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

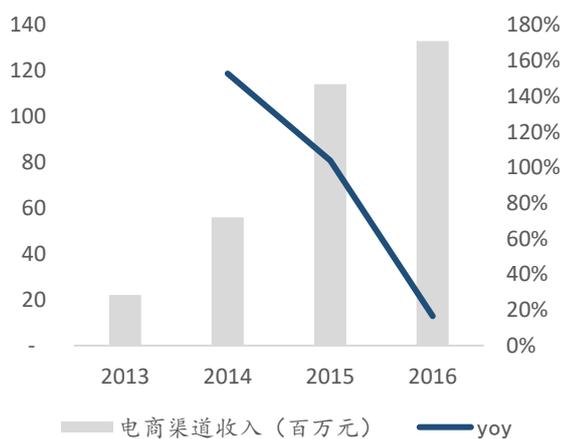
图 58: 广州酒家天猫店、官方商城



数据来源: 天猫、官方商城, 东吴证券研究所

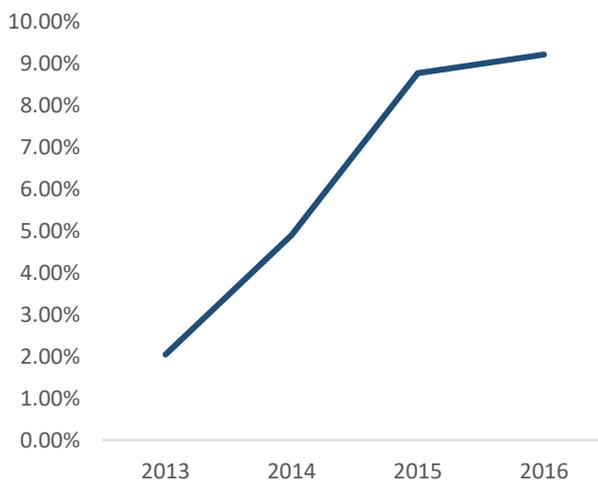
电商占比不断提升, 未来有望成为重要支柱。电商渠道于 12 年初创, 销售收入仅 302.71 万元, 仅占食品销售收入的 0.28%; 2016 年电商收入达 1.33 亿元, 占食品销售收入的比重提升至 9.3%, 增速亮眼。电商渠道对公司传统渠道形成重要补充, 有望持续推动业绩增长。

图 59: 电商渠道收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 60: 电商渠道占食品销售额的比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

大数据营销赋能老字号, 助力品牌力提升。基于线上数据, 使用“国品计划”、“爱回家大盆菜”等营销活动, 通过大数据分析、精准营销, 赋能老字号, 在全国范围内扩大品牌影响力, 实现全国扩张、线上先行。

图 61: 线上线下月饼包装对比



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

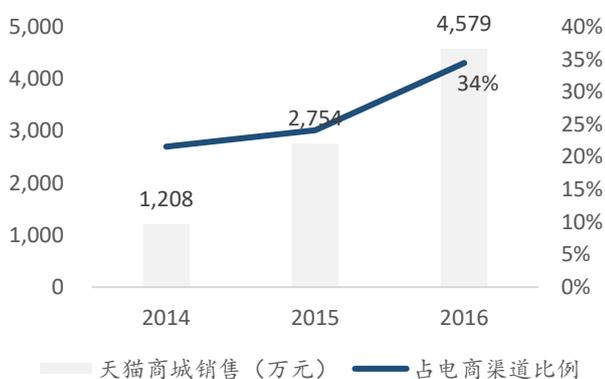
图 62: 天猫联合广酒等老字号启动 “国品计划”



数据来源: 天猫, 东吴证券研究所

天猫直销渠道建设显成效, 有望通过天猫探索全球市场。天猫商城渠道增速显著, 16 年销售额同比增长 66%, 占电商渠道收入的 34%。公司参加天猫“天字号”计划 (该计划旨在帮助超过 1000 家老字号和国货大牌进入全球市场), 有望背靠天猫大数据平台探索全球电商市场、焕发新生机。

图 63: 广州酒家天猫商城收入及占电商渠道比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 64: 天猫“天字号”计划助力老字号出海



数据来源: 雨果网, 东吴证券研究所

投资电商项目, 线上渠道规模化可期。公司利用募集资金扩建电商平台, 计划投资额达 9462 万元: 计划建立覆盖全国主要片区的电商物流仓储基地提升发货效率, 建立客户服务中心提升服务质量, 设立数据分析部门整合分析大数据, 升级信息系统实现线上下数据信息共享。

图 65: 广州酒店电商扩建项目



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所整理

3.4. 产能瓶颈制约显著，投资建设稳步扩张

传统月饼生产供不应求，速冻、腊味高增长，产能瓶颈突出。月饼系列具有应节食品特性，刚需集中，叠加利口福知名老字号的品牌效应，目前供不应求。速冻、西点、腊味等食品未来也将逐步成为重要发展板块，生产线瓶颈日益突出。食品制造整体产销规模不断扩大，2016 年各产品产能利用率均已超过 100%，产能压制因素显著。

表 27: 14-17 年产能、产销情况 (单位: 吨)

产品类别	项目	2014	2015	2016	2017
月饼产品	产能	8,500	8,700	9,500	
	产量	7,772	8,693	9,784	10,490
	销量	7,447	8,196	9,301	10,469
	产能利用率 (%)	91.43%	99.92%	102.99%	
	产销率 (%)	95.82%	94.28%	95.07%	99.80%
速冻食品	产能	12,672	13,500	14,000	
	产量	11,091	11,806	14,935	16,767
	销量	10,735	11,582	13,823	16,774
	产能利用率 (%)	87.53%	87.45%	106.68%	
	产销率 (%)	96.78%	98.10%	92.56%	100.04%
腊味食品	产能	2,112	2,300	2,550	
	产量	1,894	2,753	2,802	
	销量	2,005	2,498	2,616	
	产能利用率 (%)	89.69%	119.68%	109.87%	
	产销率 (%)	105.86%	90.76%	93.36%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

战略投资解决短期产能不足，缓解燃眉之急。1) 德利丰：18 年中旬成立德利丰（利

口福持股 40%)，合作加工饼酥馅料等烘焙食品及糕点，扩充产能。2) 利口福粮丰园：计划于 18 年 6 月底前签订正式《出资协议》，出资 7700 万元组建利口福粮丰园公司（利口福持股 66.96%，粮丰园持股 33.04%），弥补食品制造业务短期产能缺口，粮丰园主营烘焙食品，产品包括饼酥、曲奇等，与广州酒家烘焙类产品重叠度较高，快速补充产能的同时能够深度挖掘和扩展茂名、湛江、广西等周边市场。

表 28: 18 年参股协同子公司

项目	计划投资总额	预计投产时间	概况	预计建成达产后效益
德利丰食品有限公司	-	2018 年	利口福持股 40%，用以协助利口福生产烘焙类产品，扩充产能	-
利口福粮丰园	7700 万	-	利口福持股 66.96%，用以及时弥补产能缺口，扩展茂名、湛江、广西等周边市场	承诺 3 年累计净利润不低于 3500 万元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

食品生产基地建设实践长期战略，产能扩张满足市场需求。

1) 广州三号车间：上市募投项目广州利口福三号车间技术改进工程达产后年产能可新增 2.55 万吨（17 年月饼/速冻产能合计约 3 万吨），达产年销售收入 7.6 亿元。17 年已完成三号车间一条生产线改造，18Q1 集团整体在建工程 0.3 亿，环比增长 15%，项目持续推进。

2) 梅州生产基地：3 月投资设立了利口福（梅州）公司，进一步扩大产能。计划投资 4.5 亿元，占地 200 亩，预计 19 年底至 20 年初投产，达产后产能有望超 1.6 万吨/年。

3) 湘潭生产基地：3 月设立湖南基地，并计划于 2020 年底在湘潭设立华中区域管理总部。该生产基地计划总投资约 4.5 亿元，占地 285.5 亩，预计在 2020-2021 年分两期完工，达产后产能计划超 2 万吨/年。

4) 未来也将积极在华南和华中选址扩产，复制现有区域发展模式，逐步覆盖全国。

随着三号车间逐步技改，2018 年预计能新释放产能约 0.6 万吨，不考虑新增外协厂的贡献，产能增速可达 20%；考虑外协厂 18 年贡献产能，则对应产能增速可达近 25%。

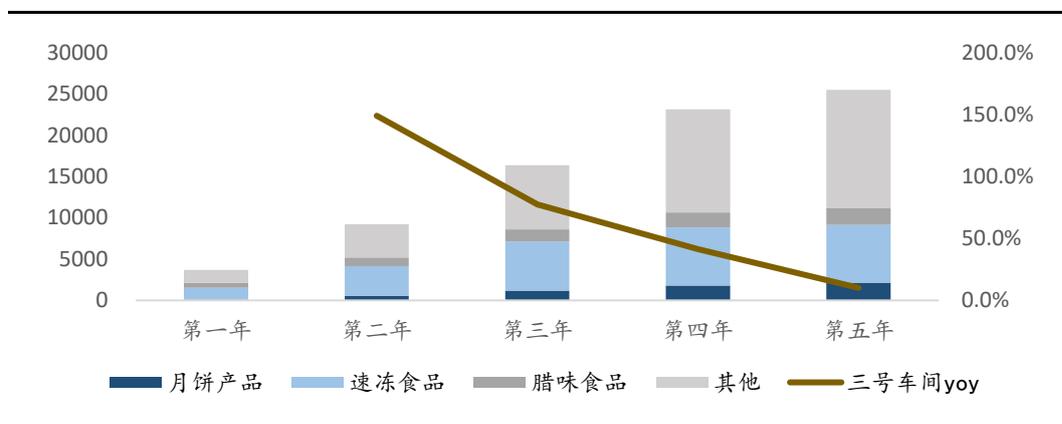
表 29: 广州酒家技改及生产基地建设

项目	计划投资总额	预计投产时间	概况	预计建成达产后产能/效益	选址	土地情况
广州车间技改	2.78 亿元	-	利口福三号车间改造，主要生产月饼、速冻腊味	达产产能 2.55 万吨/年，达产年销售收入 7.6 亿元	广州市利口福厂区内；市政配套完善	-

梅州生产基地	4.5 亿元 (自筹资金约 2.5 亿元, 上下游企业投资约 2 亿元)	19 年底至 20 年初	主要生产速冻、月饼、腊味等	达产产能: 月饼>0.2 万吨/年, 速冻>1.2 万吨/年, 腊味>0.2 万吨/年	梅州高新技术产业园区中心地带, 交通便利, 是梅州面向珠三角、沟通闽、赣、浙的交通枢纽	约 200 亩, 使用年限 50 年
湘潭生产基地	4.5 亿元 (自筹资金约 3.58 亿元, 上下游企业投资约 0.92 亿元)	20 年 (一期) 21 年 (二期)	主要生产月饼、速冻、馅料等	达产产能: 月饼>0.2 万吨/年, 速冻>1.2 万吨/年, 馅料>0.6 万吨/年	位于湖南湘潭, 中部地区的经济腹地, 长江流域经济带和京广铁路经济带的交汇中心; 农产品产量全省前茅	约 285.5 亩, 使用年限 50 年

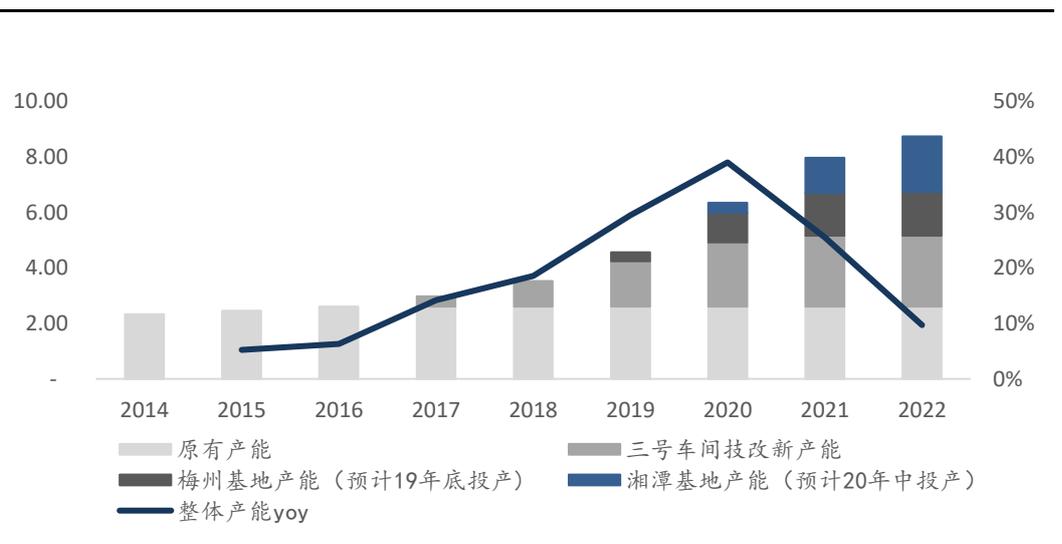
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图 66: 广州三号车间技改后产能释放进度 (单位: 吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 67: 广州酒家技改、生产基地扩建后产能及增速测算 (单位: 万吨)



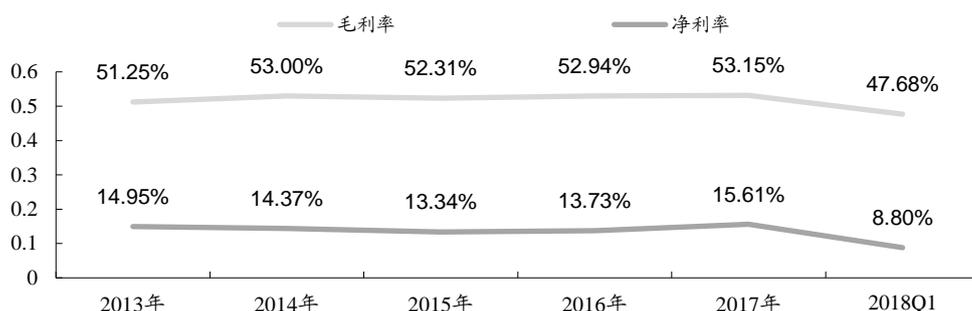
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

注: 产能释放节奏为测算值; 不考虑外协产能

4. 财务分析

规模效应与业务协同驱动盈利能力持续提升。受益于食品和餐饮两大业务的毛利改善和经营提效,公司利润率持续提升,17年毛利率达到53.15%(+0.21pct),净利率15.61%(+1.88pct);受月饼等业务淡季影响,Q1利润率处于年内低位,但受益于规模效应和管理提升,毛利率/净利率分别同比提升1.28/1.68pct。渠道扩张和产能增长驱动下业务规模的扩大有望驱动盈利能力进一步提升。

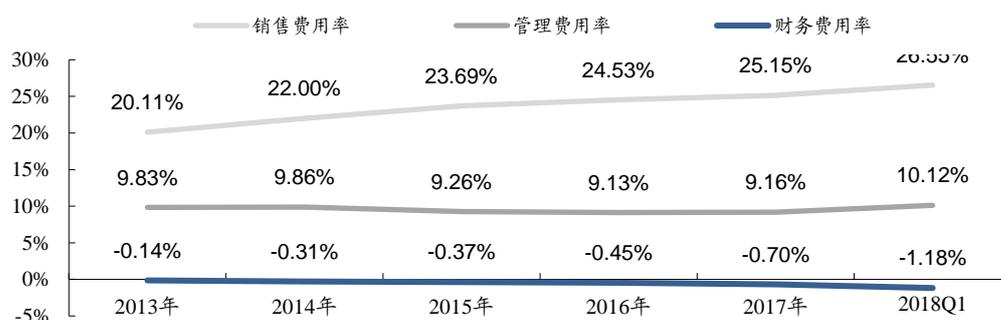
图 68: 2013-2018Q1 公司毛利率及净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

扩张提速增加营销费用, 管理提效具备空间。17年销售费用率25.15%(+0.62pct), 主要由于品牌扩张和渠道布局下营销投入增加; 业务扩张导致管理费用率提升0.03pct, 具备管理整合空间; 公司资金充裕, 利息收入持续增加, 17年财务费用率为-0.7%。

图 69: 2013-2018Q1 公司期间费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利能力领先行业。较餐饮行业的西安饮食、全聚德, 主营月饼的元祖股份和主营速冻食品的三元股份、安井食品相比, 公司 ROIC 和 ROE 均显著领先, 主要受益于领先同行的盈利能力以及经营能力; 随着新项目投产以及财务杠杆的使用, 广州酒家的盈利能力有望进一步提升。

表 30: 广州酒家与同行业盈利能力对比 (2017 年)

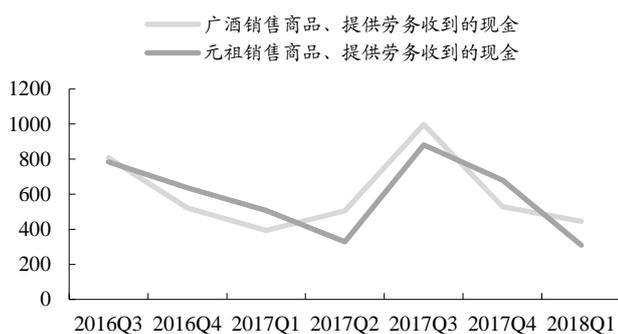
证券简称	ROIC (%) (2015)	ROIC (%) (2016)	ROIC (%) (2017)	净资产收益 率 ROE (%)	扣非净利率 (%)	销售净利率 (%)	资产周转率 (次)	权益乘数
元祖股份	28.00	16.58	17.79	17.79	10.30	11.45	0.95	1.64
三全股份	1.69	1.90	3.56	3.69	-0.20	1.37	1.23	2.18
安井食品	11.92	14.28	12.04	15.01	5.14	5.81	1.22	2.12
西安饮食	-3.68	1.46	-1.34	-1.69	-2.63	-2.60	0.46	1.59
全聚德	9.77	9.89	9.20	9.20	6.39	8.10	0.92	1.37
广州酒家	30.20	29.66	25.68	25.70	15.12	15.61	1.27	1.30

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

常态化产品平滑月饼季节性波动, 多元化战略降低单一产品依赖风险。月饼销售一般从中秋节前1个半月左右开始, 一般8月份开始预售, 收到预收款, 元祖(17年月饼收入占35%)、广州酒家(17年月饼收入占41%)第三季度现金流均明显高于其他时间段。近年来公司逐步加大对速冻、腊味、饼酥等常态化产品的发展力度, 叠加餐饮业务的现金流量, 多元化战略降低了单一产品依赖度及季节性波动风险。

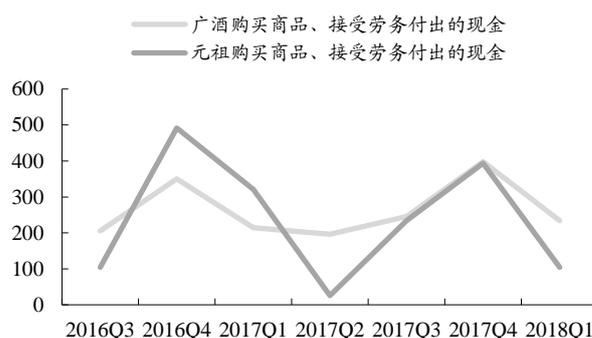
高自主生产+战略采购, 减轻资金压力。从现金流出情况看, 广州酒家相对于元祖股份更为平滑, 资金压力相对较小, 主要由于元祖股份月饼、粽子等季节性产品产能瓶颈突出, OEM 供应商采购金额占主营业务成本超过 30%, 而广州酒家外包业务成本占食品制造业务成本比例不超过 5%, 主要为自主生产, 通过战略化采购原材料、外包装等平滑现金流, 减轻资金压力。

图 70: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流入 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 71: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流出 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 31: 生产方式对比

元祖股份	OEM 金额	主营业务成本 (万元)	占比
2016 年 1-6 月	6,381.70	23,419.54	27.25%
2015 年	18,236.95	58,618.59	31.11%

2014 年	19,234.88	56,580.23	34.00%
2013 年	21,725.26	56,627.12	38.37%

广州酒家			
	OEM 金额	食品制造业务成本 (万元)	占比
2016 年	3,111.09	72,137.29	4.31%
2015 年	2,625.27	65,240.89	4.02%
2014 年	1,843.14	56,907.22	3.24%

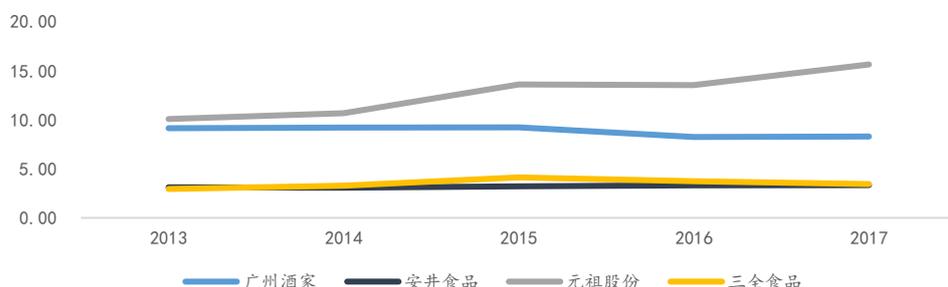
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受益于月饼的集中销售和产品的高产销比，2017 年广州酒家存货周转率 (8.29) 保持较高的水平，随着速冻产品占比提升、产品常态化，存货周转率呈略降趋势，但仍优于安井、三全，而元祖销售的蛋糕具有很高的保鲜要求，驱动存货周转率提升。

广州酒家以自产为主，上游原材料供应商分散，其应付账款周转率较高 (2017 年 8.77)，随着规模的扩大，应付账款周转率正持续下降，向代工模式占比高的元祖靠近；但同时受益于上游的分散，公司预付账款较少，周转率显著较高。

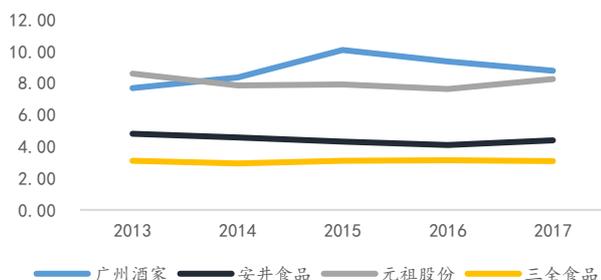
相对于直营零售和月饼预付卡销售较多的元祖，2017 年广州酒家应收账款周转率 (33.47) 较低、预收账款周转率 (33.83) 则略高，仍有提升空间。但受益于对渠道较强的控制力，其应收账款周转率高于安井、三全。

图 72: 存货周转率对比



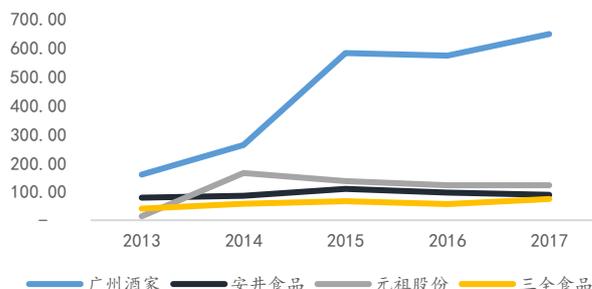
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 73: 应付账款周转率



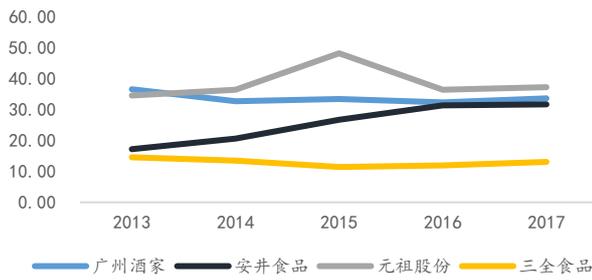
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 74: 预付账款周转率



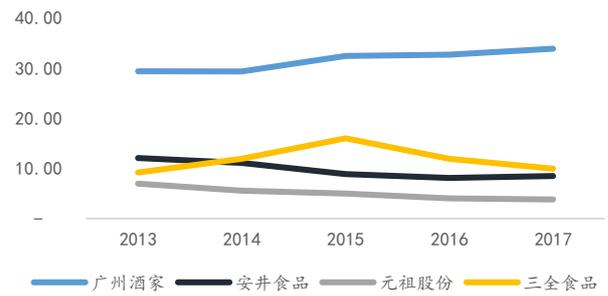
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 75: 应收账款周转率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 76: 预收账款周转率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测

基于技改和扩建的计划, 我们对产能扩充以及相应产量进行预估, 预计 18 年月饼产量有望达到 1.15 万吨, 同比增速约 9.27%, 在产销率维持 99.8%、单价提升 6%的基础上, 收入有望达到 10.40 亿元 (+16%); 预计 18 年速冻产品产量有望同比增长 19%, 达到 2.00 万吨, 在产销率维持 100%的水平以及提价 6%的基础上, 收入有望达到 3.99 亿元 (+26%)。根据产能扩张计划, 其他产品收入预计快速增长 (+34%)。

基于餐饮门店扩展计划, 假设在新开门店的稀释下, 单门店收入降低 4%左右, 预计 18 年餐饮收入可达 6.57 亿元 (+17%)。

在食品制造和餐饮业务的双轮驱动下, 预计 18 年营业总收入有望达到 26.45 亿, 同比增长 21%。

表 32: 收入分部预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
月饼 (百万元)	897.77	1,039.83	1,237.72	1,421.37
yoy	12.04%	15.82%	19.03%	14.84%
产量(吨)	10,490.11	11,462.29	12,871.36	14,496.46
yoy	7.22%	9.27%	12.29%	12.63%
销量(吨)	10,469.11	11,439.36	12,845.61	13,916.61
yoy	12.56%	9.27%	12.29%	8.34%
产销率	99.80%	99.80%	99.80%	96.00%
单价 (元/kg)	85.75	90.90	96.35	102.13
yoy	-0.46%	6.00%	6.00%	6.00%
速冻 (百万元)	316.08	399.00	480.98	616.43
yoy	22.27%	26.23%	20.55%	28.16%
产量(吨)	16,766.63	19,975.89	23,615.30	30,621.20
yoy	12.26%	19.14%	18.22%	29.67%
销量(吨)	16,774.08	19,975.89	23,379.15	29,090.14
yoy	21.35%	19.09%	17.04%	24.43%
产销率	100.04%	100.00%	99.00%	95.00%
单价 (元/kg)	18.84	19.97	20.57	21.19

	yoy	0.76%	6.00%	3.00%	3.00%
其他食品 (百万元)		381.43	510.15	724.91	969.19
	yoy	2.56%	33.75%	42.10%	33.70%
餐饮 (百万元)		559.31	656.66	787.99	981.70
	yoy	20.78%	17.40%	20.00%	24.58%
门店数		18	22	24	26
单门店收入 (百万元)		31.07	29.85	32.83	37.76
	yoy	14.07%	-3.94%	10.00%	15.00%
其他收入 (百万元)		34.62	39.31	45.67	53.28
总收入 (百万元)		2,189	2,645	3,277	4,042
	yoy	13.64%	20.82%	23.91%	23.33%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

预计 2018-2020 年公司归属净利润为 4.25、5.43、6.75 亿元，同比增速分别为 25%、28%、24%，EPS 为 1.05、1.34、1.67 元，当前市值 110 亿元，对应 PE 为 26、20、16 倍，对标餐饮公司平均估值 30 倍以及月饼、速冻等食品制造公司超过 30 倍估值，广州酒家估值仍具有提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 33: 可比公司估值 (单位: 亿元)

	17 年营收	yoy	17 年扣非 归属净利	yoy	17 年归属 净利	yoy	18 年归属 净利 (E)	yoy	18PE
广州酒家	21.89	13.08%	3.31	27.62%	3.40	25.42%	4.25	24.85%	26
全聚德	18.61	0.72%	1.19	-2.57%	1.36	-5.68%	1.52	12.12%	28
呷哺呷哺	36.84	33.15%	5.00	11.59%	4.20	10.03%	5.59	32.96%	31
餐饮平均									30
三全食品	52.56	9.93%	0.43	82.45%	0.72	156.83%	1.21	68.01%	45
安井食品	34.84	16.27%	1.79	14.11%	2.02	10.70%	2.63	30.14%	31
速冻平均									38
元祖股份	17.77	11.66%	1.83	62.88%	2.04	60.85%	2.42	18.75%	21
桃李面包	40.80	23.42%	5.06	17.85%	5.13	20.22%	6.57	28.07%	42
酥点月饼平均									31

数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

6. 风险提示

可能存在月饼行业竞争加剧的风险，月饼行业品牌较多，在异地扩张的过程中可能遇到本土品牌竞争，销量不达预期等风险。

可能存在速冻产品推广速度不及预期等风险，速冻行业对物流运输和保存要求较高，可能存在渠道扩张、产品分发不及预期的风险。

可能存在食品安全等风险，公司主营的月饼、速冻等产品，以及餐饮门店均可能遇到由于卫生等问题引发的风险。

广州酒家三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,707	1,920	2,241	2,735	营业收入	2,189	2,645	3,277	4,042
现金	1,434	1,572	1,826	2,208	减:营业成本	1,026	1,214	1,467	1,816
应收账款	67	91	104	134	营业税金及附加	25	30	37	45
存货	130	162	195	247	营业费用	551	698	885	1,091
其他流动资产	76	95	115	145	管理费用	201	222	271	319
非流动资产	417	577	736	826	财务费用	-15	-24	-29	-36
长期股权投资	6	14	23	31	资产减值损失	1	2	2	2
固定资产	253	339	421	497	加:投资净收益	4	5	5	5
在建工程	26	61	89	111	其他收益	0	8	8	8
无形资产	25	71	115	114	营业利润	414	517	659	819
其他非流动资产	107	92	89	73	加:营业外净收支	2	1	1	1
资产总计	2,124	2,497	2,977	3,561	利润总额	416	518	660	820
流动负债	409	497	610	743	减:所得税费用	74	92	116	143
短期借款	2	1	1	1	少数股东损益	1	1	1	1
应付账款	122	148	181	226	归属母公司净利润	340	425	543	675
其他流动负债	285	348	427	516	EBIT	373	473	609	759
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	431	520	673	836
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	2	2	2	2	重要财务与估值指				
负债合计	411	499	612	745	标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	9	10	11	12	每股收益(元)	0.84	1.05	1.34	1.67
归属母公司股东权益	1,705	1,988	2,354	2,803	每股净资产(元)	4.22	4.92	5.83	6.94
负债和股东权益	2,124	2,497	2,977	3,561	发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
					ROIC(%)	17.9%	19.5%	21.3%	22.3%
					ROE(%)	19.9%	21.3%	23.0%	24.0%
					毛利率(%)	53.1%	54.1%	55.2%	55.1%
					销售净利率(%)	15.5%	16.1%	16.6%	16.7%
					资产负债率(%)	19.4%	20.0%	20.6%	20.9%
					收入增长率(%)	13.1%	20.8%	23.9%	23.3%
					净利润增长率(%)	27.6%	24.9%	27.8%	24.4%
					P/E	32.32	25.89	20.26	16.29
					P/B	6.45	5.53	4.67	3.92
					EV/EBITDA	22.21	18.14	13.66	10.53

数据来源: 贝格, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

