广州酒家（603043）

上半年业绩稳增长，Q3 月饼销售潜力值得期待

增持（维持）

2018 年 08 月 30 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%
归母净利润（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

事件

公司发布 18 年中报，18H1 营收 7.91 亿元（+15.14%），归母净利 0.58 亿元（+42.09%），扣非净利 0.54 亿元（+33.78%）。18Q2 营收 3.47 亿元（+14.73%），归母净利 0.20 亿元（+39.04%），扣非净利 0.16 亿元（+19.03%）。

投资要点

- **市场拓展叠加低税率，经营业绩保持高增长。**18H1 营收 7.91 亿元（+15.14%）。归母净利 0.58 亿元（+42.09%），主要由于营收增长稳健，食品板块毛利率同增 3.24pct，叠加利口福降税率（由 25%降至 15%），扣除所得税影响的增速约 36%。扣非净利 0.54 亿元（+33.78%），非经常性损益主要包括政府补助 431 万，扣除所得税影响后增速约 28%。18Q2 营收 3.47 亿元（+14.73%），归母净利 0.20 亿元（+39.04%），扣非净利 0.16 亿元（+19.03%）。
- **速冻/年货驱动高增长，餐饮业务保持稳健。**
  - 食品制造营收 4.78 亿元（+22.6%），主要是速冻产品和年货产品的快速增长，核心产品月饼业绩主要体现在第三季度。
  - 餐饮业务营收 2.96 亿元（+6.4%），主要由于老店业绩稳定，次新店服务产品提升带动业绩增长，1 月新开门店白云机场店，截至 18H1 开业门店共 19 家（18 家直营+1 家参股）。
- **控费能力+高营销效率，驱动毛利率抬升。**
  - 整体毛利率达 47.74%（+1pct），食品板块带动盈利能力提升。
  - 销售费用率 28.8%(+0.41pct)，管理费用率 11.4%(+0.01pct)，主要是业务规模扩大、新开利口福门店，人员规模扩大，租赁费用增加，五险一金新规出台或影响工资；财务费用率-1.4%（-0.72pct），主要由于充分现金管理，利息收入 1264 万元（+108%）。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	27.08
一年最低/最高价	16.55/29.00
市净率(倍)	6.75
流通 A 股市值(百万元)	3398.74

基础数据

每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	25.37
总股本(百万股)	404.00
流通 A 股(百万股)	125.51

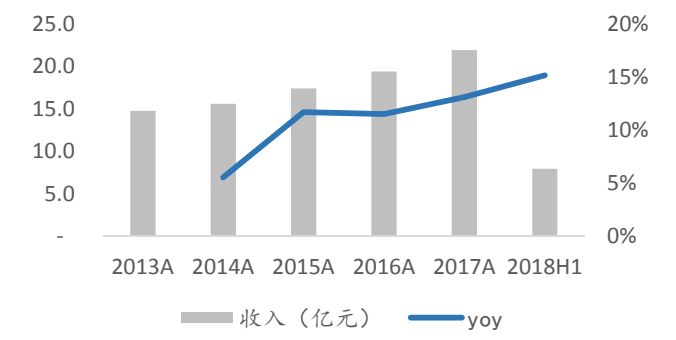
相关研究

1、《广州酒家（603043）：餐饮先行，食品放量，老字号焕发新活力》2018-07-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

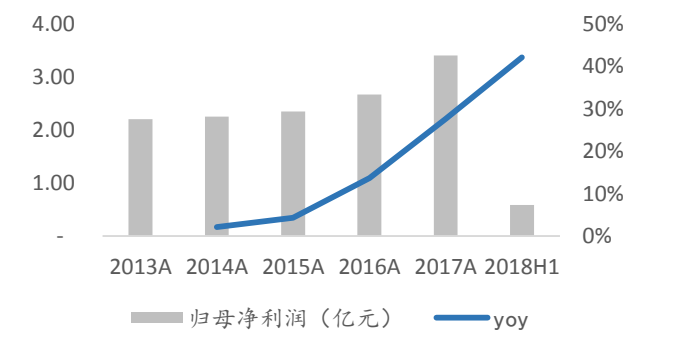
- **产能扩充助力月饼销售，预收账款显著增长。**
  - **技改项目：**17 年底新增速冻产线，结合产线技改提效，缓解速冻产品市场需求，带动食品业务增速提升；月饼车间已完成扩展综合技改并新增一条生产线，奠基月饼销售旺季。
  - **基地建设：**梅州基地 8 月以 2966 万取得 12.9 万平米的土地使用权，湘潭项目推进中。
  - **新设联营企业、子公司弥补短期产能缺口：**1）联营公司德利丰（17 年 9 月设立）积极筹备投产工作，补充公司馅料及饼酥类产品的产能需求。2）18 年 5 月子公司利口福出资设立粮丰园，持股 66.96%，补充和完善月饼系列产品结构，深度挖掘和扩展粤西及周边市场。
  - 18 年中秋月饼 6 月已预售，18H1 预收账款同增 35%，存货同增 26%（其中原材料同增 47%），Q3 月饼销售潜力值得期待。
- **饼屋渠道布局推进，区域精细化推进。**
  - **渠道建设：**截至 18H1，饼屋（珠三角地区）超过 190 家，较 17 年底增长 20 家；经销网络扩大，覆盖线上线下，电商仓库正在选址推进中。
  - **人才扩容+区域管理：**大力引进了销售人才，扩大销售队伍；17 年 9 月已在深圳成立利口福食品连锁公司，重点开拓深圳等周边主要城市，积极谋求省外扩张。
- **期权激励 Q3 有望落地。**3 月公司公布期权激励计划，涉及中层及未持股高管，激励总数占股本比例的 0.9977%，暂定行权价为 17.86 元，激励 Q3 有望落地，有效带动员工积极性。
- **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 109 亿元，对应 PE 为 26、20、16 倍。
- **风险提示：**月饼销售不及预期，宏观经济波动等风险。

图 1：公司营业收入及增速



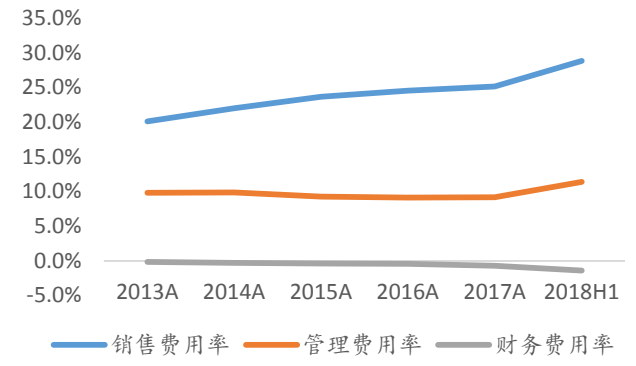
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：公司净利润及增速



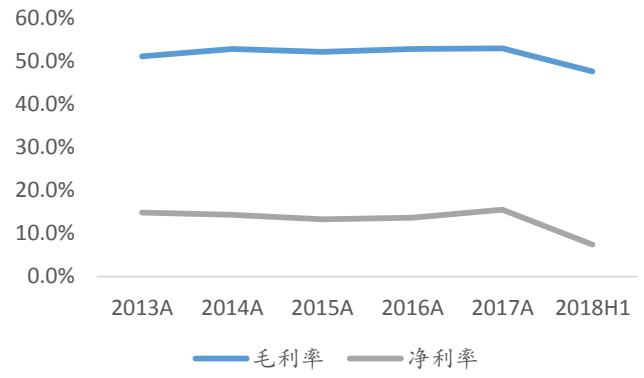
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：公司期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：公司毛利率、净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

广州酒家三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**1,707**	**1,920**	**2,241**	**2,735**
现金	1,434	1,572	1,826	2,208
应收账款	67	91	104	134
存货	130	162	195	247
其他流动资产	76	95	115	145
非流动资产	**417**	**577**	**736**	**826**
长期股权投资	6	14	23	31
固定资产	253	339	421	497
在建工程	26	61	89	111
无形资产	25	71	115	114
其他非流动资产	107	92	89	73
资产总计	**2,124**	**2,497**	**2,977**	**3,561**
流动负债	**409**	**497**	**610**	**743**
短期借款	2	1	1	1
应付账款	122	148	181	226
其他流动负债	285	348	427	516
非流动负债	**2**	**2**	**2**	**2**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
负债合计	**411**	**499**	**612**	**745**
少数股东权益	9	10	11	12
归属母公司股东权益	1,705	1,988	2,354	2,803
负债和股东权益	**2,124**	**2,497**	**2,977**	**3,561**

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	421	451	612	726
投资活动现金流	-147	-195	-210	-154
筹资活动现金流	426	-118	-147	-190
现金净增加额	699	138	254	382
折旧和摊销	59	48	64	77
资本开支	87	162	148	83
营运资本变动	24	14	46	22

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**2,189**	**2,645**	**3,277**	**4,042**
减:营业成本	1,026	1,214	1,467	1,816
营业税金及附加	25	30	37	45
营业费用	551	698	885	1,091
管理费用	201	222	271	319
财务费用	-15	-24	-29	-36
资产减值损失	1	2	2	2
加:投资净收益	4	5	5	5
其他收益	0	8	8	8
营业利润	**414**	**517**	**659**	**819**
加:营业外净收支	2	1	1	1
利润总额	**416**	**518**	**660**	**820**
减:所得税费用	74	92	116	143
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	**340**	**425**	**543**	**675**
EBIT	373	473	609	759
EBITDA	431	520	673	836

重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.84	1.05	1.34	1.67
每股净资产(元)	4.22	4.92	5.83	6.94
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：贝格数据，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