

证券研究报告

公司研究——季报点评

广州酒家 (603043.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.08.30

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

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@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

《20180417 广州酒家 (603043) 17 年盈利超预期, 产能释放有望带动收入、利润同步增长》2018.04.17

《20180830 广州酒家 (603043) 食品板块突破产能瓶颈, 提速增效; 还待股权激励落地进一步激发潜能》2018.08.30

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

月饼销售良好, 盈利超预期; 股权激励有望进一步激发潜能

2018 年 11 月 02 日

事件: 广州酒家 2018 年 10 月 30 日发布 2018 三季报, 前三季度公司实现营业收入 20.14 亿元, 同比增长 19.15%; 归母净利润 2.98 亿元, 同比增长 49.88%; 对应 EPS 为 0.74 元; 扣非归母净利润 2.88 亿元, 同比增长 46.23%。3Q 单季实现营业收入 12.23 亿元, 同比增长 21.89%; 归母净利润 2.39 亿元, 同比增长 51.90%; 对应 EPS 为 0.59 元; 扣非归母净利润 2.34 亿元, 同比增长 49.44%。

点评:

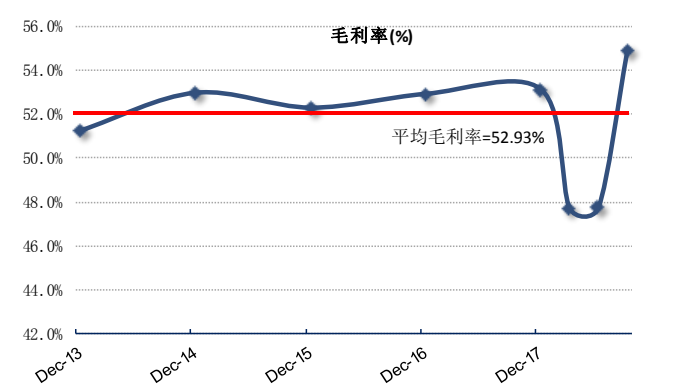
- **月饼销售超预期, 收入快速增长。**1-9 月, 公司实现营业收入 20.14 亿元, 同比增长 19.15%; Q3 单季营业收入 12.23 亿元, 同比增长 21.89%。食品板块的积极布局使得公司突破产能瓶颈, 18Q1-Q3 公司单季收入增速分别为 15.47%、14.73%和 21.89%, 主要源于产能释放带动速冻产品和年货产品的快速增长, 三季度增速提升显著源于月饼销售业绩继续攀升。三季度收入超预期, 主要原因为: 1) 月饼技改一条生产线, 满足产能需求, 销量提升; 2) 今年月饼较去年价格略升, 对收入有一定贡献。公司除双黄白莲蓉外的另一核心产品七星伴月提前断货, 体现公司品牌力; 除此之外, 公司以自己强大的历史经验, 充分预判月饼行情, 充分满足经销商需求的同时, 并未有冗余产量, 销售情况良好。
- **净利润增速大幅高于收入增速, 主要源于盈利能力显著提升。**公司前三季度销售毛利率达到 54.93%, 同比上升 0.98 个百分点; 单季度毛利率 59.58%, 同比上升 0.72 个百分点。毛利率提升主要源于月饼提价高于原材料上涨。报告期内费用率控制得当, 共下降 0.7 个百分点。其中, 占比最大的销售费用率下降了 0.64 个百分点, 到 27.39%; 占比其次的管理费用率为 8.53%, 上升了 0.25 个百分点; 财务费用率为-0.82%, 小幅下降; 研发费用率为 1.12%, 小幅上升, 提高 0.02 个百分点。Q1-Q3 公司净利润增速达到 46.23%, 净利润率为 14.81%, 比上年同期增长 3.01 个百分点, 超出预期。单季净利润高达 19.59%, 增长了 3.87 个百分点。净利润增速远高于收入增速, 主要源于盈利能力显著提升。全面摊薄净资产收益率 16.00%, 同比上升 3.29 个百分点。扣除非经常性损益的净利润 2.88 亿元, 同比增长 46.23%。
- **一期股权激励已过会, 有望激发国企效率提升。**一期股权激励于 10 月 23 日获得广州国资委批文, 尚需提交股东大会审议批准。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%。本次激励对象共计 256 人, 包括高级管理人员共 3 人, 中层管理人员、核心骨干共 253 人, 授予的股票期权行权价格为 18.21 元, 行权条件为 2019 年至 2021 年各年收入和扣非归母净利润环比增长率均不低于(含)10%, 2019 年至 2021 年公司现金分红比例均不低于 30%, 2019 年至 2021 年公司的加权净资产收益率不低于(含)16%。尽管作为广州市国企按规定仅能获得总股本占比最高 1%

的股权激励，但鉴于公司原来的员工持股激励对象与目前的核心经营骨干有较大差别，因此新一轮股权激励的顺利实施仍有望提升员工活力，助推公司实现经营效率提升及业绩释放，也预示着未来激励机制越来越灵活。

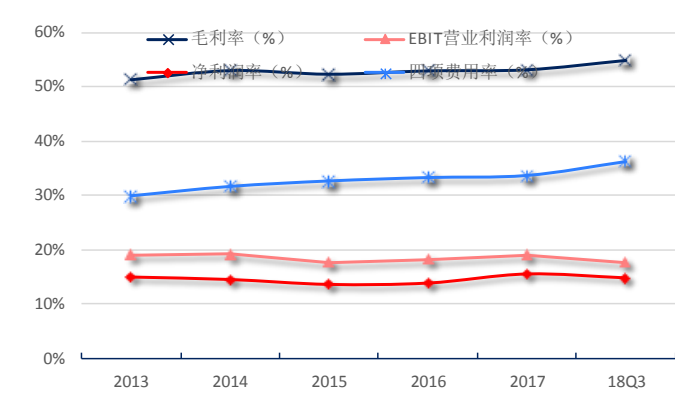
- **盈利预测与评级：** 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 27.78/32.58/39.89 亿元，增速分别为 26.90%/17.28%/22.42%；归母净利润分别为 4.45/5.50/5.82 亿元，增速分别为 30.63%/23.60%/5.98%；按公司目前股本计算 EPS 分别为 1.10 元/1.36 元/1.44 元。维持“买入”评级。
- **股价催化剂：** 公司发布扩产计划，产能自 18 年逐渐迎来投放期；公司股权激励得以实施。
- **风险因素：** 1) 跨省经营有待考验；2) 人力成本密集，自动化率有待提高；3) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,778.16	3,258.25	3,988.70	
同比(%)	11.49%	13.08%	26.90%	17.28%	22.42%	
归属母公司净利润	266.72	340.37	444.62	549.54	582.38	
同比(%)	13.67%	27.62%	30.63%	23.60%	5.98%	
毛利率(%)	52.94%	53.15%	52.66%	53.87%	52.95%	
ROE(%)	29.66%	25.70%	23.95%	24.85%	22.09%	
EPS (摊薄) (元)	0.66	0.84	1.10	1.36	1.44	
P/E	37	29	22	18	17	
P/B	10.31	5.71	4.85	4.03	3.41	
EV/EBITDA	20.65	20.54	16.10	12.87	10.80	

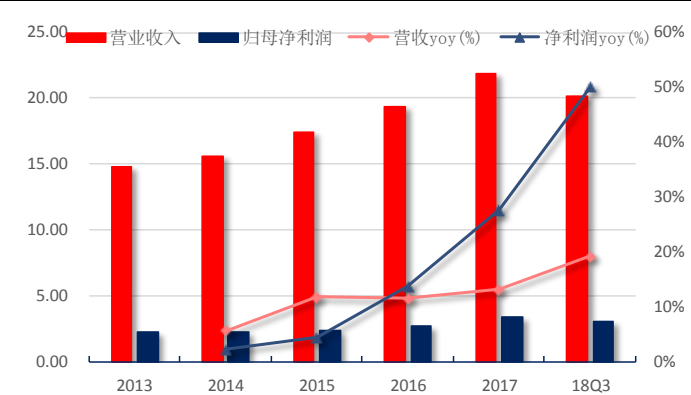
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 11 月 01 日收盘价

图 1 公司 2013-2018Q3 年毛利率 (%)


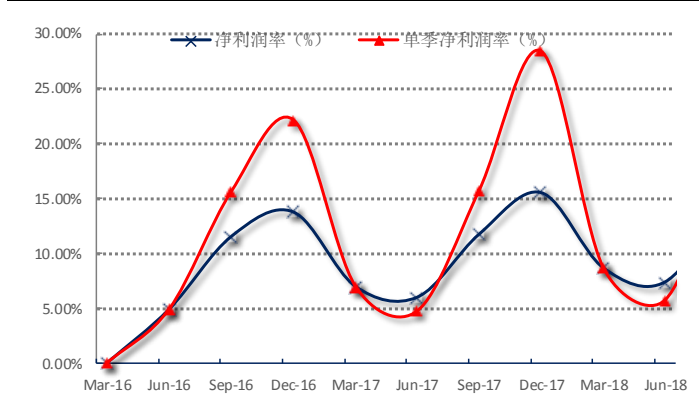
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2 毛利率、净利率、营业利润率和四项费用率情况 (%)


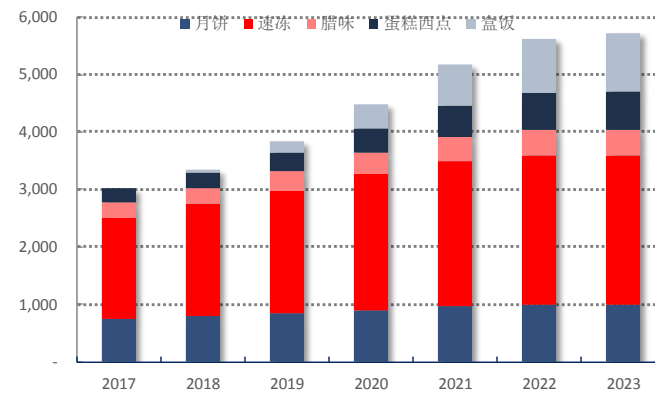
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3 公司营业收入及净利润变化 (亿元; %)


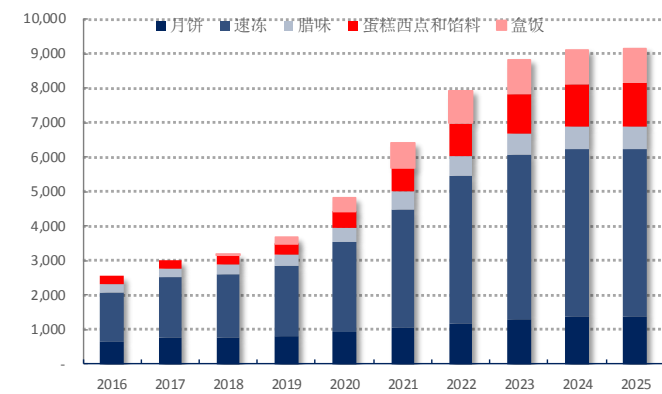
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4 净利润率和单季净利润率情况 (%)


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
流动资产	934.72	1,707.41	1,771.80	2,011.90	2,154.69
货币资金	733.56	1,433.93	1,442.51	1,643.33	1,715.07
应收票据	0.40	1.80	2.28	2.68	3.28
应收账款	63.47	67.33	85.45	100.21	122.68
预付账款	1.64	1.52	1.95	2.23	2.79
存货	117.12	130.23	167.00	190.84	238.28
其他	18.53	72.60	72.60	72.60	72.60
非流动资产	393.52	416.73	715.71	927.77	1,302.39
长期投资	0.78	6.03	6.03	6.03	6.03
固定资产	263.83	252.88	352.81	598.74	834.42
无形资产	23.33	24.67	22.62	20.57	18.51
其他	105.57	133.14	334.25	302.43	443.42
资产总计	1,328.24	2,124.14	2,487.51	2,939.67	3,457.08
流动负债	374.67	409.01	467.36	509.16	583.25
短期借款	0.00	1.80	1.80	1.80	1.80
应付账款	111.64	122.38	156.94	179.34	223.92
其他	263.04	284.83	308.63	328.02	357.53
非流动负债	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
负债合计	377.41	411.04	469.39	511.20	585.28
少数股东权益	6.72	8.59	10.38	12.60	14.95
归属母公司股东权益	944.10	1,704.51	2,007.73	2,415.87	2,856.85
负债和股东权益	1,328.24	2,124.14	2,487.51	2,939.67	3,457.08

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,778.16	3,258.25	3,988.70
同比(%)	11.49%	13.08%	26.90%	17.28%	22.42%
归属母公司净利润	266.72	340.37	444.62	549.54	582.38
同比(%)	13.67%	27.62%	30.63%	23.60%	5.98%
毛利率(%)	52.94%	53.15%	52.66%	53.87%	52.95%
ROE(%)	29.66%	25.70%	23.95%	24.85%	22.09%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.84	1.10	1.36	1.44
P/E	37	29	22	18	17
P/B	10.31	5.71	4.85	4.03	3.41
EV/EBITDA	20.65	20.54	16.10	12.87	10.80

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,778.16	3,258.25	3,988.70
营业成本	911.03	1,025.65	1,315.27	1,503.07	1,876.66
营业税金及附加	30.09	24.75	31.41	36.84	45.09
营业费用	474.88	550.62	679.42	796.83	975.47
管理费用	176.86	200.57	236.14	276.95	339.04
财务费用	-8.62	-15.40	-20.86	-20.62	-22.88
资产减值损失	3.52	1.36	2.93	3.67	3.73
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
营业利润	350.72	414.11	536.82	664.73	775.08
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
利润总额	354.72	415.61	541.11	668.79	779.64
所得税	88.94	73.87	94.69	117.04	194.91
净利润	265.78	341.74	446.42	551.75	584.73
少数股东损益	-0.94	1.37	1.79	2.22	2.35
归属母公司净利润	266.72	340.37	444.62	549.54	582.38
EBITDA	413.09	474.20	604.78	756.84	901.88
EPS	0.75	0.84	1.10	1.36	1.44

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	376.43	420.76	509.83	639.23	706.13
净利润	265.78	341.74	446.42	551.75	584.73
折旧摊销	58.36	58.57	64.00	88.37	122.57
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	-0.38	-1.15	-0.70
其它	3.39	0.87	3.09	3.81	3.36
投资活动现金流	-81.25	-147.40	-360.18	-297.34	-493.33
资本支出	-82.29	-86.42	-363.15	-300.57	-496.82
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	8.58	200.82	71.74

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。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。