

证券研究报告

公司研究——跟踪报告

广州酒家 (603043.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.03.12

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

《20181102 广州酒家 (603043) 月饼销售良好, 盈利超预期; 股权激励有望进一步激发潜能》2018.11.02

《20190312 广州酒家 (603043) 变更部分募投项目, 加速解决产能瓶颈问题》2019.03.12

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

四季度单季表现弱, 拖累全年业绩

2019年3月25日

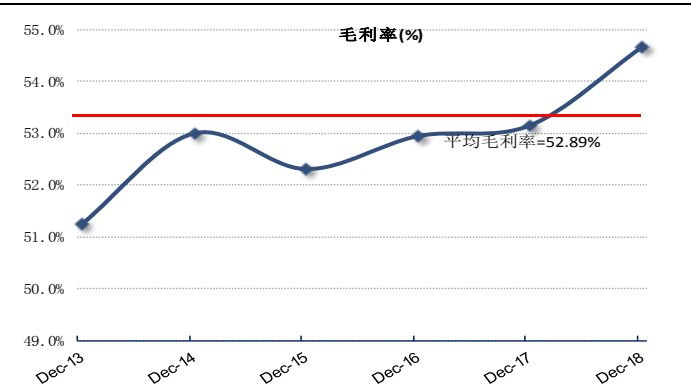
- 公司 2019 年 3 月 21 日发布 2018 年业绩快报, 2018 全年实现营业收入 25.37 亿元, 同比增长 15.89%, 增加 3.48 亿元; 归母净利润 3.82 亿元, 同比增长 12.19%。对应 EPS 为 0.9452 元。4Q2018 单季营业收入 5.22 亿元, 同比增长 4.61%; 归母净利润 0.84 亿元, 同比下降 40.85%。
- 四季度营业收入增速放缓, 主要因 2017 年同期基数较高。**18Q1-Q4 公司单季收入增速分别为 15.47%、14.73%、21.89% 和 4.61%, 呈前高后低态势。由于贡献收入 40% 左右的月饼集中在中秋节前销售, 节日时间不同导致各年度收入确认时点差异, 从而影响三、四季度的收入规模和增速。17Q3 和 Q4, 公司单季度收入增速分别为 5.89% 和 22.46%, 正好呈前低后高趋势。综合来看, 2H18 公司营业收入合计为 17.46 亿元, 同比增长 16.23%, 17 年同期该增速为 10.88%, 增速有所加快, 但仍略低于我们预期。
- 速冻板块增速潜力仍很大, 但其他板块仍需齐头并进。**根据公司此前披露的募集资金使用计划, 2018 年速冻及中央配餐产品业务已扩大产能 7,040 吨, 较 2017 年底增长约 40%, 该板块增速潜力很大, 值得持续关注。但速冻板块仅占公司收入整体规模的 15%, 除速冻以外的月饼、餐饮及其他 (烘焙和腊味) 板块则分别占到 40%、25% 和 20%, 这也意味着其他几大板块的表现将显著影响其整体收入增速。我们预计公司 2018 年餐饮板块同比增速较低, 1H18 仅为 6.5%, 2H18 预计也维持在 6%-7% 的增速水平, 因此拖累公司整体收入增速。速冻是公司近年大力培育的板块, 我们预测 2019 年仍将持续快速释放产能, 缓解目前供不应求状态; 同时公司还在积极培育烘焙饼酥板块, 有望复制速冻的成功路径, 目前该板块收入占比约为 12%。综上所述, 1H2019 由于月饼板块收入很少, 速冻、饼酥等新兴板块的增速将有较好体现, 公司年度快报已披露 41.3% 的年末预收款项增速, 有望在 1H2019 得以确认。中、长期来看, 随着公司产品结构的逐步调整, 快速增长的品类占比逐步提高, 其全年收入增长也将变得更有吸引力。
- 期间费用率提升拖累全年利润, 研发费用为新厂先行布局。**根据公司未经审计财务快报, 2018 年整体毛利率为 54.66%, 同比提高 1.51 个百分点, 单四季度毛利率为 53.61%, 同比提高 3.16 个百分点。我们认为毛利率提升系 1) 月饼及速冻产品提价及 2) 产能提升带来规模效应所致。2018 年销售费用率为 26.07%, 同比增长 0.92 个百分点, 小幅增长我们判断主要是为食品制造板块开拓异地市场以及布局线下渠道做出的牺牲, 我们预计未来销售费用率不会下降。管理费用率为 9.09%, 和 2017 年基本持平。研发费用 4847 万元, 同比 17 年多增 2969 万元, 同比增长 158%, 费用率 1.91%, 同比提升 1.05 个百分点, 主要系公司为推进募投项目中的利口福技术研发中心建设, 提前为新厂研发先行布局所致, 中长期来看有利于月饼及速冻等新品培育。财务费用率为 -0.90%, 同比下降 0.20 个百分点。18 年整体期间费用率为 36.18%,

比 2017 年同期升高了 2.57 个百分点。值得注意的是，若 2018 年研发费用率同比持平，则对应全年的净利润增速为 20%。2018 年全年，公司实现归母净利润率下降 0.55 个百分点，为 15.06%；净资产收益率（ROE）下降 5.29 个百分点，至 21.06%。

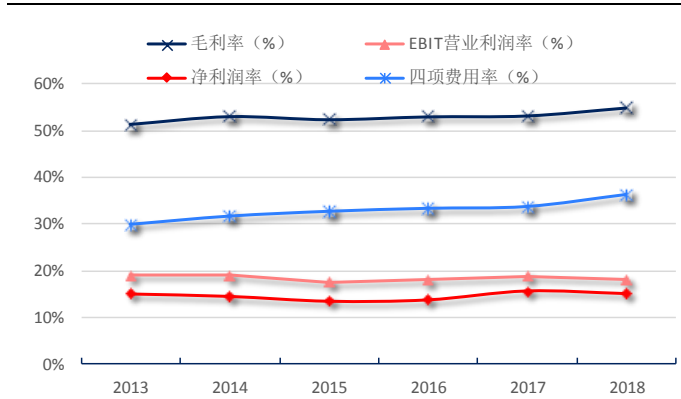
- 鉴于公司除速冻板块的其他板块收入增速较平缓，且其费用率可能随着跨区域发展而常态化的有所增加，我们修改此前盈利预测假设：1) 2018-2021 年，食品业务板块收入增速分别下调至 18.0%、19.0%、16.5%和 23.8%，增速平稳；2) 2018-2021 年，餐饮业务收入增速下调为 10.2%、11.1%、10.2%和 11.0%；3) 销售费用率上调 1.5 个百分点至 26.0%，研发费用率常态化后约为 1.0%，管理费用率和财务费用率保持 18 年末水平；4) 产能投放和利润率水平保持原预测；5) 假设利口福 18-19 年所得税率为 15%，20 年恢复至 25%。
- 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 25.37/29.70/34.47 亿元，增速分别为 15.89%/17.05%/16.08%；归母净利润分别为 3.82/4.66/5.15 亿元，增速分别为 12.19%/21.93%/10.67%；按公司目前股本计算摊薄 EPS 分别为 0.95 元/1.15 元/1.28 元；对应 3 月 25 日收盘价 PE 分别为 31x，26x 和 23x。
- 由于公司收入增速低于我们预期，且期间费用率有上行压力，我们预计公司未来 3 年的年均净利润 CAGR 仅为 17.3%，下调至“增持”评级。
- **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，特别是非洲猪瘟相关风险；6) 项目达产不及预期；7) 宏观经济下行降低消费预期。

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,537.13	2,969.60	3,447.08	
同比(%)	11.49%	13.08%	15.89%	17.05%	16.08%	
归属母公司净利润	266.72	340.37	381.87	465.60	515.28	
同比(%)	13.67%	27.62%	12.19%	21.93%	10.67%	
毛利率(%)	52.94%	53.15%	54.66%	54.27%	54.36%	
ROE(%)	29.66%	25.70%	20.93%	22.10%	20.98%	
EPS (摊薄) (元)	0.66	0.84	0.95	1.15	1.28	
P/E	45	35	31	26	23	
P/B	12.70	7.04	6.17	5.29	4.54	
EV/EBITDA	25.44	25.30	22.87	18.46	14.84	

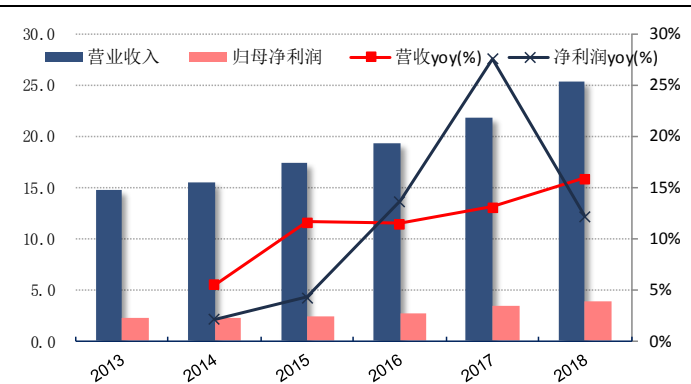
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 3 月 25 日收盘价

图 1 公司 2013-2018 年毛利率 (%)


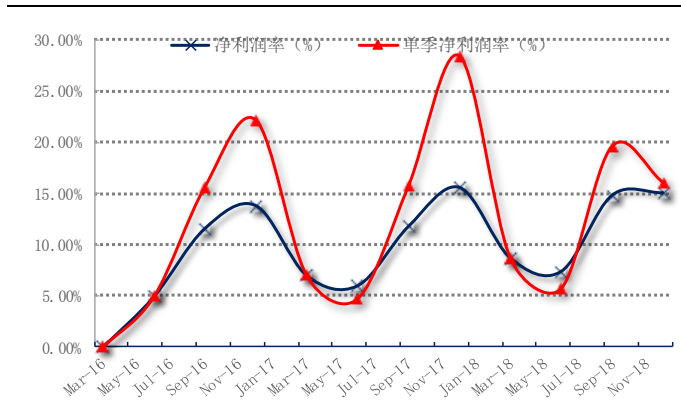
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2 毛利率、净利率、营业利润率和四项费用率情况 (%)


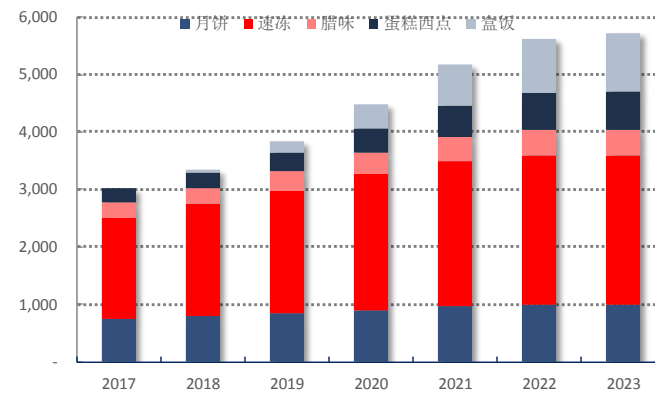
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3 公司营业收入及净利润变化 (亿元; %)


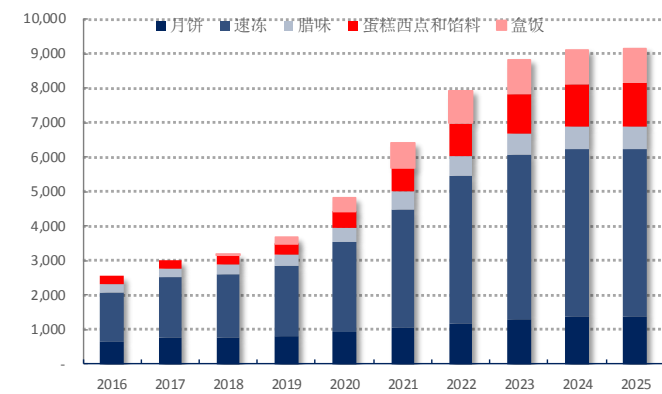
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4 净利率和单季净利率情况 (%)


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	1,677.24	1,830.99	1,874.49
货币资金	733.56	1,433.93	1,376.74	1,490.15	1,490.94
应收票据	0.40	1.80	2.09	2.44	2.83
应收账款	63.47	67.33	78.03	91.34	106.02
预付账款	1.64	1.52	1.71	2.02	2.34
存货	117.12	130.23	146.07	172.44	199.75
其他	18.53	72.60	72.60	72.60	72.60
非流动资产	393.52	416.73	715.77	927.80	1,302.40
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	334.31	302.47	443.43
资产总计	1,328.24	2,124.14	2,393.01	2,758.79	3,176.89
流动负债	374.67	409.01	437.96	480.21	525.16
短期借款	0.00	1.80	1.80	1.80	1.80
应付账款	111.64	122.38	137.27	162.05	187.71
其他	263.04	284.83	298.89	316.36	335.65
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	439.99	482.24	527.19
少数股东权益	6.72	8.59	8.04	7.38	6.64
归属母公司股东权益	944.10	1,704.51	1,944.98	2,269.18	2,643.06
负债和股东权益	1,328.24	2,124.14	2,393.01	2,758.79	3,176.89

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,537.13	2,969.60	3,447.08
同比(%)	11.49%	13.08%	15.89%	17.05%	16.08%
归属母公司净利润	266.72	340.37	381.87	465.60	515.28
同比(%)	13.67%	27.62%	12.19%	21.93%	10.67%
毛利率(%)	52.94%	53.15%	54.66%	54.27%	54.36%
ROE(%)	29.66%	25.70%	20.93%	22.10%	20.98%
EPS(摊薄)(元)	0.66	0.84	0.95	1.15	1.28
P/E	45	35	31	26	23
P/B	12.70	7.04	6.17	5.29	4.54
EV/EBITDA	25.44	25.30	22.87	18.46	14.84

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,537.13	2,969.60	3,447.08
营业成本	911.03	1,025.65	1,150.44	1,358.11	1,573.23
营业税金及附加	30.09	24.75	26.24	30.72	35.66
营业费用	474.88	550.62	661.46	774.21	866.99
管理费用	176.86	200.57	279.13	272.80	316.66
财务费用	-8.62	-15.40	-22.77	-19.87	-21.02
资产减值损失	3.52	1.36	3.32	3.60	3.61
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	16.58	7.76	9.54
营业利润	350.72	414.11	455.89	557.80	681.50
营业外收入	7.71	2.49	7.53	6.30	6.30
营业外支出	3.71	0.99	2.60	2.24	1.74
利润总额	354.72	415.61	460.82	561.86	686.05
所得税	88.94	73.87	79.50	96.93	171.51
净利润	265.78	341.74	381.32	464.93	514.54
少数股东损益	-0.94	1.37	-0.55	-0.67	-0.74
归属母公司净利润	266.72	340.37	381.87	465.60	515.28
EBITDA	413.09	474.20	524.49	649.91	808.29
EPS	0.75	0.84	0.95	1.15	1.28

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	376.43	420.76	430.44	547.29	629.14
净利润	265.78	341.74	381.32	464.93	514.54
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	-16.58	-7.76	-9.54
营运资金变动	51.31	23.85	-1.40	-1.68	-1.37
其它	3.39	0.87	3.43	3.76	3.27
投资活动现金流	-81.25	-147.40	-346.57	-292.80	-487.28
资本支出	-82.29	-86.42	-363.15	-300.57	-496.82
长期投资	4.49	202.23	16.58	7.76	9.54
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	-57.19	113.41	0.79

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。