

月饼和速冻食品是公司核心产品，广东省及周边

市场仍有较大发展空间

——广州酒家（603043）调研简报

研究所

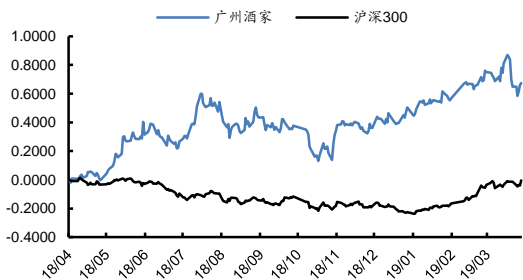
证券分析师：

021-68591576

余春生 S0350513090001

yucs@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
广州酒家	-5.0	11.3	67.1
沪深 300	3.3	28.6	-0.7

市场数据 2019-03-29

当前价格（元）	30.13
52 周价格区间（元）	17.59 - 34.58
总市值（百万）	12172.41
流通市值（百万）	3781.53
总股本（万股）	40399.62
流通股（万股）	12550.72
日均成交额（百万）	70.40
近一月换手（%）	78.70

相关报告

《广州酒家（603043）动态研究：深化品牌影响力，异地扩张现异彩》——2018-06-11

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

1、广州酒家为深耕餐饮与食品的广州老字号企业

广州酒家是华南地区深具岭南特色的“中华老字号”食品制造及餐饮服务集团。公司起源于陈星海先生 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”），20 世纪 90 年代初，公司组建企业集团，并逐步开始发展连锁经营模式。2009 年，公司改制为股份有限公司，并在 2017 年于上交所上市。

公司的控股股东和实际控制人是广州市国资委，持有公司 67.7% 的股权。公司的母公司层面经营主体是 16 家餐饮门店以及电商分公司（分担了一部分电商渠道销售）。公司旗下全资子公司利口福公司从事月饼、速冻、腊味、面包西点等食品制造业务，食品经营公司下设 3 个饼屋直营店，营销公司主要负责经销利口福公司生产的食品，电子商务子公司主要负责通过网络渠道销售利口福公司生产的食品。

2、公司历史经营稳健，季节性波动明显

公司经营稳健，近年来公司业绩稳步上升。从 2011 年到 2017 年，公司收入从 11.66 亿元增长到 21.89 亿元，累计复合增长率 11%，净利润从 1.48 亿增长到 3.40 亿元，累计复合增长率 15%。

公司业务大的分类可以分为食品制造业、餐饮业和其他业务三个部分。以 2017 年数据为准，食品制造业收入占比 74%，餐饮业占比 26%，其他业务占比 18%。食品制造业是公司的支柱产业，具体又可细分为月饼、速冻、腊味及其他业务等产业。2017 年，月饼销售收入占公司总收入比为 41%，是公司最为核心的主业，速冻食品占公司总收入比为 15%，腊味及其他业务占公司总收入比为 18%。近几年来，月饼业务保持 10% 左右的稳健增长，速冻食品有 20% 度的较高增长。由于月饼和腊味业务占公司业务比较大，而月饼主要是在中秋前两个月销售，腊味在春节等节日期间销售量较大，导致公司业绩季节性波动明显。2017 年 Q1/Q2/Q3/Q4 收入占比分别为 18%/14%/46%/23%，2017 年 Q1/Q2/Q3/Q4 净利润占比分别为 8%/4%/46%/41%。

公司餐饮业，主要是公司在广州地区开设的 16 家“广州酒家”餐厅。2017

年，公司餐饮业收入 5.59 亿元，占公司总营收 26%。其他业务，主要是投资性房产的租金。

### 3、 餐饮增长较为平稳，主要以品牌推广为主

2018 年，全国社会消费品零售总额中的餐饮收入预计将超过 4.27 万亿元，同比增长 7.75%。2012 年底，国家出台八项规定，导致 2013-2014 年我国餐饮行业增速放缓。2015 年以来，在消费升级、人们收入水平和生活质量的背景下，餐饮行业逐步复苏。2015 年餐饮行业收入为 32310 亿元，较 2014 年增长 15.97%；2016 年餐饮行业收入为 35799 亿元，较 2015 年增长 10.80%。

从近两年我国餐饮消费人群来看，随着互联网的崛起，以及“80 后”“90 后”消费能力和消费意愿的上升，“80 后”“90 后”餐饮消费迅速崛起，成为推动市场发展的主力。此外，中央八项规定实施以来，各地高端餐饮企业优胜劣汰，谋求转型，注重了以质取胜，餐饮业逐步回归到大众化消费。目前，我国大众化餐饮市场份额已超 80%，大众化餐饮消费逐步引领了“舌尖上的经济”。

目前公司拥有 20 家餐饮直营店、1 家参股经营店和 1 家加盟店。目前所有餐厅都位于广州，且其大部分位于市区中心及交通枢纽。根据大众点评数据，广州酒家餐饮人均定价在 120 元左右，属于大众消费，符合大众化餐饮消费趋势。整体上看餐饮业务发展相对缓慢，盈利能力不强，但是具有相对较强的品牌推广价值。线下广泛分布的餐饮门店可以在消费者群体中形成品牌认知，增加消费者对广州酒家品牌名下其他产品的认可度，增加食品业务的销量。

### 4、 月饼和速冻食品是公司核心业务

月饼是久负盛名的传统糕点之一，更是礼仪、情感与文化的结晶。我国月饼销售在 2013-2014 年遭受了严重打击，因为政府明令禁止官员赠送和接受高档月饼，并对公务员和国有企事业单位取消了月饼等福利，导致月饼销量在这两年里均有所下降。2015 年后，受家庭和公司对中低价格月饼的需求拉动，月饼市场逐渐回暖，获得了稳定的发展。2017 年，我国月饼行业市场规模约 146 亿元，同比增长 8%。

中国本土传统意义下的月饼，按产地、销量和特色来分主要有四大派别：广式月饼、京式月饼、苏式月饼和潮式月饼。从销售额来看，传统月饼又以广式月饼和苏式月饼占比较高。2017 年，广式月饼占比约 30%。

根据月饼网数据，广州酒家月饼平均价约 23 元/100 克，较香港美心、香港元朗荣华要便宜很多，总体定价在中低端，受宏观经济影响相对较小。由于月饼的区域性比较明显，行业集中度不高，2017 年，广州酒家月饼销售额为 8.98 亿元，其市占率约为 6.16%。

速冻食品全国品牌有三全、思念、湾仔码头、安井、海霸王等。公司的速

冻产品以粤式茶点为特色，如销量靠前的凤凰包、糯米鸡、酱凤爪和鼓汁排骨都市典型的粤式茶点，在广东和周边地区较受欢迎。2017年，速冻食品实现销售收入3.16亿元，同比增长22.26%。

**盈利预测和投资评级：维持“增持”评级** 我们预测公司2018/19/20年EPS分别为0.94/1.09/1.24元，对应2018/19/20年PE为31.93/27.69/24.40倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**月饼销售不达预期，速冻食品销售不达预期，餐饮和其他业务销售不达预期，产能扩张不达预期，食品安全，宏观经济下行。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	2189	2521	2898	3302
增长率(%)	13%	15%	15%	14%
归母净利润（百万元）	340	381	440	499
增长率(%)	28%	12%	15%	14%
摊薄每股收益（元）	0.84	0.94	1.09	1.24
ROE(%)	19.87%	18.35%	17.61%	16.79%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：广州酒家盈利预测表

证券代码:	603043.SH				股票价格:	30.13	投资评级:	增持		日期:	2019/3/31
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	20%	18%	18%	17%	EPS	0.84	0.94	1.09	1.24		
毛利率	53%	53%	53%	53%	BVPS	4.22	5.12	6.15	7.32		
期间费率	35%	1%	1%	0%	<b>估值</b>						
销售净利率	16%	15%	15%	15%	P/E	35.76	31.93	27.69	24.40		
<b>成长能力</b>					P/B	7.14	5.89	4.90	4.11		
收入增长率	13%	15%	15%	14%	P/S	5.56	4.83	4.20	3.69		
利润增长率	28%	12%	15%	14%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
总资产周转率	1.03	1.02	0.92	0.89	营业收入	2189	2521	2898	3302		
应收账款周转率	27.32	26.25	26.77	26.51	营业成本	1026	1182	1364	1564		
存货周转率	7.88	7.88	7.88	7.88	营业税金及附加	25	29	33	37		
<b>偿债能力</b>					销售费用	551	633	724	822		
资产负债率	19%	16%	20%	20%	管理费用	201	229	261	295		
流动比	4.17	4.93	3.80	4.16	财务费用	(15)	(13)	(17)	(22)		
速动比	3.86	4.53	3.53	3.89	其他费用/(-收入)	3	3	3	3		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	414	464	536	608		
现金及现金等价物	1434	1575	2046	2621	营业外净收支	2	1	1	1		
应收款项	80	96	108	125	利润总额	416	465	537	609		
存货净额	130	154	177	203	所得税费用	74	83	95	108		
其他流动资产	63	73	84	95	净利润	342	383	441	501		
<b>流动资产合计</b>	<b>1707</b>	<b>1898</b>	<b>2416</b>	<b>3044</b>	少数股东损益	1	2	2	2		
固定资产	253	228	555	499	归属于母公司净利润	340	381	440	499		
在建工程	26	201	26	26	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
无形资产及其他	25	24	23	23	经营活动现金流	421	337	670	601		
长期股权投资	6	6	6	6	净利润	342	383	441	501		
<b>资产总计</b>	<b>2124</b>	<b>2464</b>	<b>3133</b>	<b>3705</b>	少数股东权益	1	2	2	2		
短期借款	2	2	2	2	折旧摊销	32	26	23	56		
应付款项	122	138	344	439	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	67	28	71	73	营运资金变动	46	(25)	(297)	(150)		
其他流动负债	217	217	217	217	投资活动现金流	(147)	(150)	(152)	55		
<b>流动负债合计</b>	<b>409</b>	<b>385</b>	<b>635</b>	<b>731</b>	资本支出	(3)	(150)	(152)	55		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(5)	0	0	0		
其他长期负债	2	2	2	2	其他	(140)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	筹资活动现金流	(132)	(19)	(22)	(25)		
<b>负债合计</b>	<b>411</b>	<b>387</b>	<b>637</b>	<b>733</b>	债务融资	2	0	0	0		
股本	404	404	404	404	权益融资	615	0	0	0		
股东权益	1713	2077	2496	2972	其它	(749)	(19)	(22)	(25)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2124</b>	<b>2464</b>	<b>3133</b>	<b>3705</b>	现金净增加额	141	168	496	632		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

## 【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。