

## 收入发力好于预期，扣非后续存潜力 增持（维持）

2019年04月24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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,537	2,989	3,533	4,178
同比（%）	15.9%	17.8%	18.2%	18.3%
归母净利润（百万元）	384	442	511	596
同比（%）	12.8%	15.1%	15.6%	16.6%
每股收益（元/股）	0.95	1.09	1.26	1.47
P/E（倍）	31.15	27.06	23.41	20.08

### 事件

公司发布2018年年报，18年实现营收25.37亿元（+15.89%），归母净利3.84亿元（+12.79%），扣非净利3.69亿元（+11.45%）。每10股派发现金股利4.0元（含税）。19年Q1实现营收5.33亿元（+19.79%），归母净利0.46亿元（+17.94%），扣非净利0.42亿元（+10.77%）。

### 投资要点

■ **全年收入端稳增，Q4增速波动主要受中秋错位影响。18年全年实现营收25.37亿元（+15.89%），归母净利3.84亿元（+12.79%），非经常性损益1526万（17年961万），主要包括政府补贴985万（17年791万）、理财产品投资收益1093万，扣非净利3.69亿元（+11.45%）。18年Q4单季实现营收5.23亿元（+4.86%），增速环比Q1-3的15.47%、14.73%、21.89%有所放缓，主要于中秋错位对月饼销售的影响有关，剔除中秋影响，下半年营收增长16.23%；Q4归母净利0.86亿元（-39.23%），扣非净利0.81亿元（-39.7%），排除18年Q4追溯调整全年所得税优惠影响，单季税前净利润同降30%，单季利润端波动受Q4期间费用率扩张影响。**

■ **食品业务稳步增长，实现量价齐升。**食品制造业务整体营收18.92亿（+18.59%），毛利率51.82%（+2.06pct），增长态势良好；利口福子公司净利润2.68亿元（+10.23%）。

➢ **月饼销售量价齐升，盈利能力提升。**月饼业务营收10.38亿元（+15.67%），销售情况符合预期，产量1.16万吨（+10.27%），销量1.15万吨（+9.92%），产销率99.49%，较17年99.80%基本持平，库存量136吨，同比下降13.79%；单价平均90.23元/kg，同比增长5.22%，估计与礼盒装占比提升有关；月饼业务毛利率63.22%（+1.70pct），主要由于直接材料与直接人工费用率分别下降1.79pct和0.08pct，估计与原材料采购成本控制、自动化水平提升以及高价值产品销售良好等因素有关。

➢ **速冻产品大力培育，收入与盈利能力双升。**培育型产品速冻营收4.10亿（+29.86%），同样实现量价齐升，18年产量2.06万吨（+22.89%），销量2.02万吨（+20.48%），平均价格为20.31元/kg，同比增长7.78%，预计与18年速冻产品提价有关。速冻库存（1998吨，+22.82%）增长较快主要由于业务体量增大带来的周转需求，受非季节性产品体量扩大影响，公司整体的存货周转天数从17年的43天略微提升至18年的46天，仍保持健康态势。速冻产品毛利率36.92%（+4.04pct），主要由于直接材料费用率下降3.05pct，估计与采购管理、产品结构变化等因素有关，此外人工费用率和制造费用率分别下降0.47和0.52pct。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.60
一年最低/最高价	17.89/34.58
市净率(倍)	5.98
流通A股市值(百万元)	3715

### 基础数据

每股净资产(元)	4.95
资产负债率(%)	16.69
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)：募投项目变更，符合发展战略，顺应市场趋势》2019-03-12
- 2、《广州酒家 (603043)：Q3业绩超预期，龙头逆势迎扩张》2018-10-30
- 3、《广州酒家 (603043)：期权激励获批，企业发展添活力》2018-10-23

- **包括腊味、饼酥在内的其他食品稳健发展。**收入增速较高营收 4.60 亿元 (+16.34%)，受益于春节提前，估计年货饼酥类业务在 18 年 12 月取得较好表现；毛利率 38.07% (+2.31pct)，主要与直接材料费用率下降有关。
- **餐饮业务稳步扩张，区域扩张有望加速。**餐饮业务实现销售营收 6.01 亿元 (+7.46%)，毛利率 (62.71%) 提升 0.85pct 主要由于原材料费用率的下降。餐饮门店着力区域、业态两大方向：1) 深耕“广州酒家”品牌，填补广州空白区域，开拓深圳等新区业务，18 年共开业餐饮门店 2 间，深圳店前期筹备工作已经完成，计划将在 2019 年开业，购置了两处广州餐饮门店物业，为餐饮业务未来经营发展打下基础。2) 发展多元化经营策略，针对年轻消费需求，开展多品牌、多业态横向经营扩张。
- **省外市场规模高增长，经销收入增长强劲，线上渠道拓展亮眼。**1) 18 年广东省内营收 21.22 亿 (+11.02%)，巩固省内优势。公司大力实践区域扩张战略：深耕珠三角地区，加大粤东和粤西市场开拓，同时发展线上营销和省外经销商，优化省外经销产品结构，提高华东、华中等区域的销售覆盖，境内省外营收实现高增长，销售规模达到 3.57 亿 (+54.21%)，毛利率回归直较正常水平 (51.35%)，同比提升 12.32pct，较省内低 3.63pct 估计与产品结构有关。2) 从销售模式看，直接销售收入 11.8 亿 (+11.05%)，毛利率 59.86% (+1.73pct)，扣除基本为直销的餐饮业务后直销收入约 5.8 亿 (+15%)。经销模式收入 13.3 亿 (+20.25%)，与经销商开发有关，营销子公司净利润 3415 万元 (+50%)。3) 线上销售渠道增长亮眼 (包括电商分公司和电商子公司)，实现营收 3.1 亿 (+48.09%)，毛利率 59.44%，同比下降 0.55pct，估计与线上速冻销售的增加有关，电商子公司净利润 2823 万 (+101%)。
- **利润端受费用端影响，毛利率稳步提升。**全年毛利率同比提升 1.51pct 至 54.66%，表现良好，费用端影响下全年净利率下降 0.5pct。销售费用率 25.93% (+0.78pct)，业务正处地域扩张期，尤以省内深圳、佛山为重点，销售费用良性扩张有助业务开拓。管理费用率 9.09% (+0.78pct)，Q4 单季增加 1000-2000 万元，主要与年金政策变化、住房公积金缴存比例提升以及股权激励费用 248 万等因素有关。研发费用同比增加近 3000 万，研发费用率 1.91% (+1.05pct)，公司于 2017 年末获得高新技术企业资质认定，并享受 15% 优惠税率，在政策范围内尚属合理，未来研发费用率有望维持稳定。
- **生产基地持续建设，稳步推进产能提升。**截至 18 年年底，公司固定资产期末余额同比增加 51.52%，主要由于在建工程转入固定资产、外购固定资产增加；在建工程余额增长 285.18%，主要是利口福车间改造工程及餐饮项目工程增加；部分转固的项目包括利口福车间技改、利口福速冻二期改造等，技术研发中心、利口福东北部仓库、腊味车间改造等项目持续建设中。生产基地建设稳步推进，获得土地使用权导致期末无形资产余额增长 285.65%；18 年梅州生产基地投入资金 2969 万元 (土地使用权投入 2966 万元)，湘潭生产基地投入资金 3369 万元 (土地使用权投入 2391 万元)，湘潭基地有望在 19 年中秋节前投产。
- **19Q1 营收继续保持向好态势，扣非业绩略低于市场预期。**19 年 Q1 实现营收 5.33 亿元 (+19.79%)，估计其中速冻收入增速超过 25%、电商收入增速超过 30%，年货产品略受春节提前的影响，整体表现符合预期。单季归母净利 0.46 亿元 (+17.94%)，扣非净利 0.42 亿元 (+10.77%)，非经常性损益主要包括政府补助 130 万 (18Q1 为 14 万)，以及其他符合非经常性损益定义的损益项目 341 万，估计与理财产品投资收益有关。19Q1 毛利率 (47.14%) 略降 0.54pct，销售费用率 25.37% (-1.18pct)，研

发费用率 1.38% (+0.68pct)，财务费用率 -0.69% (+0.49pct)，管理费用率 9.86% (+0.45pct)，根据股权激励草案，估计其中包括股权激励费用约 153 万，还原后管理费用率 9.58%、扣非净利增速为 14.8%，符合预期。

■ **盈利预测：**考虑到湘潭基地有望在 19 年投产，并有望在中秋前贡献产能，叠加异地市场扩张，预计 19 年收入增速有望加速，预计 19-21 年收入增速为 17.8%、18.2%、18.3%。考虑到生肉类原材料的持续涨价预期，预计毛利率将略有下降，19-21 年毛利率预计约 54.3%、54.1%、54.2%。预计 19-21 年归母净利 4.42、5.11、5.96 亿元，增速为 15.1%、15.6%、16.6%，EPS 为 1.09、1.26、1.47 元，对应 PE 为 27、23、20 倍。

■ **风险提示：**经济波动影响超预期、基地建设低于预期等风险。

表 1：广州酒家核心数据

单位：百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	1003.03	498.99	444.58	346.68	1222.62	523.25	532.56
yoy	5.9%	22.5%	15.5%	14.7%	21.9%	4.9%	19.8%
归母净利润	157.64	141.66	38.59	19.77	239.46	86.09	45.51
yoy	6.5%	57.1%	43.7%	39.0%	51.9%	-39.2%	17.9%
扣非净利润	156.54	133.87	37.80	16.19	233.95	80.72	41.87
yoy			41.3%	19.0%	49.4%	-39.7%	10.8%
毛利率	58.9%	50.4%	47.7%	47.8%	59.6%	53.6%	47.1%
期间费用率	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
其中：销售费用率	27.8%	15.4%	26.5%	31.7%	26.5%	20.3%	25.4%
管理费用率（含研发费用）	8.0%	8.4%	10.1%	13.0%	8.5%	16.2%	11.2%
财务费用率	-0.4%	-1.3%	-1.2%	-1.7%	-0.4%	-1.2%	-0.7%
归母净利率	15.7%	28.4%	8.7%	5.7%	19.6%	16.5%	8.5%
ROE	10.62%	8.67%	2.24%	1.17%	13.75%	4.52%	2.31%
pct	0.11	-0.01	-0.01	-0.00	0.03	-0.04	0.00
资产负债率	37.46%	19.35%	15.97%	25.37%	34.63%	20.31%	16.69%
pct	0.37	-0.09	-0.06	0.01	-0.03	0.01	0.01
存货	133.08	130.23	104.83	177.12	140.08	164.19	122.89
较上年同比增减	133.08	13.11	104.83	36.68	7.00	33.96	18.06
存货周转天数	43.39	43.41	45.47	66.89	40.20	46.06	45.89
较上年同比增减	2.66	-0.29	45.47	3.51	-3.19	2.66	0.42
应收账款	172.83	67.33	87.20	56.75	180.35	67.78	106.79
较上年同比增减	172.83	3.86	87.20	-2.81	7.52	0.44	19.59
应收账款周转天数	18.87	10.75	15.64	14.11	16.60	9.59	14.75
较上年同比增减	8.86	-0.41	15.64	-2.00	-2.27	-1.17	-0.89
应付账款及应付票据	264.22	122.38	106.46	122.93	294.36	145.49	112.60
较上年同比增减	264.22	10.74	106.46	19.46	30.13	23.11	6.14
预收账款	210.00	67.40	60.00	288.28	215.17	95.23	77.94
较上年同比增减	210.00	5.38	60.00	75.35	5.17	27.83	17.94
经营性现金流净额	659.19	420.76	(29.98)	173.44	772.75	476.02	(41.27)
较上年同比增减	0.30	0.12	-0.18	0.76	0.17	0.13	0.38
筹资性现金流净额	424.45	426.00		(142.66)	(141.37)	(141.38)	
较上年同比增减	-3.43	-3.44		-1.33	-1.33	-1.33	

资本开支	22.32	36.24	42.48	11.94	139.44	104.64	53.85
较上年同比增减	0.23	0.39	2.71	-0.29	5.25	1.89	0.27

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 2：广州酒家年报收入拆分

单位：百万元	2016	2017	2018
营业收入	1,936.06	2,189.21	2,537.13
yoy	11.5%	13.1%	15.9%
其中：线上渠道	133.04	209.36	310.04
yoy	16.5%	57.4%	48.1%
毛利率	0.0%	60.0%	59.4%
<b>月饼系列产品</b>	<b>801.30</b>	<b>897.77</b>	<b>1,038.42</b>
yoy	5.0%	12.0%	15.7%
产量(吨)	9,783.90	10,490.11	11,567.34
yoy	12.5%	7.2%	10.3%
产能利用率	103.0%	110.0%	105.0%
销量(吨)	9,301.20	10,469.11	11,508.11
yoy	13.5%	12.6%	9.9%
产销率	95.1%	99.8%	99.5%
单价(元/kg)	86.15	85.75	90.23
yoy	-7.5%	-0.5%	5.2%
毛利率	62.0%	61.5%	63.2%
直接材料	248.35	282.52	308.23
费用率	31.0%	31.5%	29.7%
直接人工	31.29	36.11	40.95
费用率	3.9%	4.0%	3.9%
制造费用	25.12	26.80	32.71
费用率	3.1%	3.0%	3.1%
<b>速冻食品</b>	<b>258.52</b>	<b>316.08</b>	<b>410.44</b>
yoy	25.5%	22.3%	29.9%
产量(吨)	14,935.10	16,766.63	20,603.79
yoy	26.5%	12.3%	22.9%
产能利用率	106.7%	108.0%	105.0%
销量(吨)	13,823.30	16,774.08	20,209.49
yoy	19.4%	21.3%	20.5%
产销率	92.6%	100.0%	98.1%
单价(元/kg)	18.70	18.84	20.31
yoy	5.1%	0.8%	7.8%
毛利率	33.2%	32.9%	36.9%
直接材料	124.33	152.80	185.90

	费用率	48.1%	48.3%	45.3%
	直接人工	29.27	36.61	45.59
	费用率	11.3%	11.6%	11.1%
	制造费用	19.04	22.75	27.42
	费用率	7.4%	7.2%	6.7%
<b>其他产品</b>		<b>385.51</b>	<b>395.55</b>	<b>460.19</b>
	yoy	15.5%	2.6%	16.3%
	毛利率	34.1%	35.8%	38.1%
<b>餐饮</b>		<b>463.08</b>	<b>559.31</b>	<b>601.01</b>
	yoy	12.3%	20.8%	7.5%
	毛利率	61.3%	61.9%	62.7%
	原材料	163.33	195.53	205.03
	费用率	35.3%	35.0%	34.1%
	能源	15.72	17.81	19.08
	费用率	3.4%	3.2%	3.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广州酒家三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,817</b>	<b>2,422</b>	<b>2,580</b>	<b>3,466</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,537</b>	<b>2,989</b>	<b>3,533</b>	<b>4,178</b>
现金	1,242	1,736	1,767	2,509	减:营业成本	1,150	1,366	1,621	1,914
应收账款	68	90	120	126	营业税金及附加	26	30	35	41
存货	164	182	214	253	营业费用	658	782	929	1,109
其他流动资产	343	415	479	578	管理费用	231	274	320	376
<b>非流动资产</b>	<b>686</b>	<b>832</b>	<b>954</b>	<b>1,042</b>	财务费用	-23	-27	-32	-38
长期股权投资	7	12	17	22	资产减值损失	3	1	1	2
固定资产	383	473	555	629	加:投资净收益	13	15	15	15
在建工程	100	120	136	149	其他收益	8	10	10	10
无形资产	95	140	182	180	<b>营业利润</b>	<b>512</b>	<b>532</b>	<b>616</b>	<b>719</b>
其他非流动资产	101	88	64	63	加:营业外净收支	5	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>2,503</b>	<b>3,255</b>	<b>3,534</b>	<b>4,508</b>	<b>利润总额</b>	<b>464</b>	<b>538</b>	<b>622</b>	<b>725</b>
<b>流动负债</b>	<b>477</b>	<b>797</b>	<b>563</b>	<b>943</b>	减:所得税费用	81	96	112	130
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
应付账款	145	170	205	238	<b>归属母公司净利润</b>	<b>384</b>	<b>442</b>	<b>511</b>	<b>596</b>
其他流动负债	331	627	358	705	EBIT	427	493	569	661
<b>非流动负债</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	EBITDA	481	564	655	734
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	32	22	25	24	<b>重要财务与估值指</b>				
<b>负债合计</b>	<b>508</b>	<b>819</b>	<b>588</b>	<b>967</b>	<b>标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	45	44	44	43	每股收益(元)	0.95	1.09	1.26	1.47
归属母公司股东权益	1,949	2,391	2,902	3,498	每股净资产(元)	4.83	5.92	7.18	8.66
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,503</b>	<b>3,255</b>	<b>3,534</b>	<b>4,508</b>	发行在外股份(百万	404	404	404	404
					股)				
					ROIC(%)	17.8%	16.8%	16.0%	15.4%
					ROE(%)	19.2%	18.1%	17.3%	16.8%
					毛利率(%)	54.7%	54.3%	54.1%	54.2%
					销售净利率(%)	15.1%	14.8%	14.5%	14.3%
					资产负债率(%)	20.3%	25.2%	16.6%	21.4%
					收入增长率(%)	15.9%	17.8%	18.2%	18.3%
					净利润增长率(%)	12.8%	15.1%	15.6%	16.6%
					P/E	31.15	27.06	23.41	20.08
					P/B	6.13	5.00	4.12	3.42
					EV/EBITDA	22.44	18.26	15.67	12.97

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>

