

证券研究报告

公司研究——年报点评

广州酒家 (603043.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.03.25

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

《20190325 广州酒家 (603043) 四季度单季表现弱, 拖累全年业绩》2019.03.25

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

产品力和品牌力提升显著, 费用先行为发展提供保障

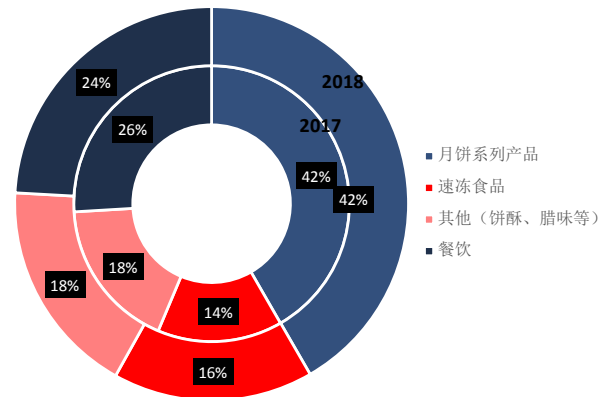
2019年4月26日

- 公司 2019 年 4 月 24 日发布 2018 年年报, 2018 全年营业收入 25.37 亿元, 同比增长 15.89%; 归母净利润 3.84 亿元, 同比增长 12.79%; 扣非后归母净利润 36.87 亿元, 同比增长 11.45%; 对应 EPS0.95 元; 加权平均 ROE21.16%。
- 同日发布的 2019 年一季报显示, 1Q2019 公司营业收入 5.33 亿元, 同比增长 19.79%; 归母净利润 4551 万元, 同比增长 17.93%, 扣非后归母净利润 4187 万元, 同比增长 10.77%; 对应 EPS0.11 元, 加权平均 ROE2.31%。
- 收入增长源于食品制造板块产能释放和单价提升的双重影响, 产品力和品牌力可见一斑。**2018 年全年, 公司食品制造业务实现收入 18.92 亿元, 同比增长 18.59%, 增速较 2017 年同比提升 7.3 个百分点; 餐饮业务实现收入 6.01 亿元, 同比增长 7.46%, 增速较 2017 年的 20.73% 明显放缓。食品制造业务下辖三大子板块中, 月饼板块收入 10.38 亿元, 同比增长 15.67%; 速冻板块收入 4.10 亿元, 同比增长 29.86%; 其他 (饼酥和腊味) 板块收入 4.43 亿元, 同比增长 15.97%。相关子板块的增长一方面来自于公司产能逐步释放带来的销量提升, 另一方面源自产品平均单价的提升: 1) 月饼子板块 2018 年销量 1.15 万吨, 同比增长 9.92%, 销售单价 90.2 元/kg, 同比增长 5.20%; 2) 速冻子板块 2018 年销量 2.02 万吨, 同比增长 20.5%, 销售单价 20.5 元/kg, 同比增长 10.40%。综合来看, 公司 2018 年销量增长情况略逊我们预期, 但同期主要产品平均出厂价提升幅度优于预期, 体现了公司持续的产品升级能力和品牌影响力。
- 潜力板块增速强劲, 助力收入增速重回快车道。**1Q2018-1Q2019, 公司单季收入同比增速分别为 15.47%、14.73%、21.89%、4.86%和 19.79%。其中, 4Q2018 受月饼业务收入错期影响, 增速下滑明显。按可比业务口径来看, 2H2018 公司收入 17.46 亿元, 同比增长 16.25%。1Q2019 公司单季收入同比增速更上一层楼, 且实现了 1.78% 的收入环比增长, 属历年来首次, 可见可比业务总规模的持续扩张。1Q 公司的主要收入构成为餐饮、速冻及其他 (饼酥和腊味), 其中, 速冻是公司近年大力培育的板块, 我们判断随着公司 2019 年 3 月审议通过募投项目变更计划, 该板块产能释放速度有望加快, 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, 且该板块公司可进行外包生产, 受产能限制较小。截止目前, 公司募投项目合计 2.1 万吨产能中, 已完成速冻及中央配餐产能 7,040 吨, 尚待新增产能 13,960 吨, 其中月饼、馅料、腊味产能分别不低于 2000 吨/年、6000 吨/年和 2000 吨/年, 剩余为速冻产能。鉴于全部项目拟于 2020 年 12 月达产, 产能扩张有望带来长期增长空间。餐饮板块方面, 公司 2018 年新开店 2 家, 关店 1 家; 2019 年, 公司已知开店数量已达 2 家, 其中“星樾城”已于 3 月开业, 深圳“广州酒家”品牌店前期筹备工作已经完成。此外, 公司购置了两处广州餐饮门店物业, 分别为花地大道和南沙店。我们判断, 餐饮门店数量的增加有望提振餐饮板块表现, 并进一步提振公司品牌影响力。

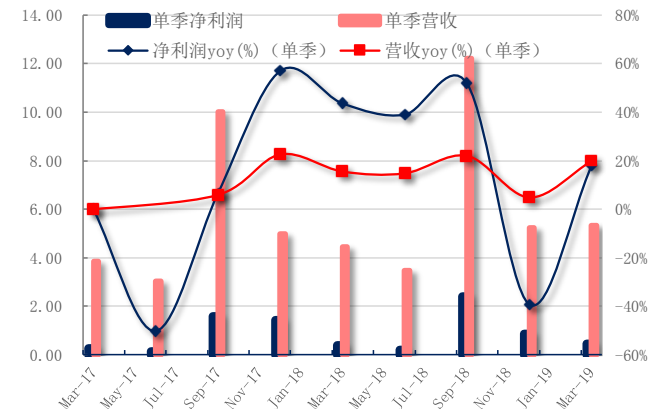
- **跨区域发展初见成效，全渠道销售体系加速建设中。**在上市前的 2016 年，公司在广东省外的知名度不高，省外收入仅 1.8 亿元规模。2018 年全年，广东省外的营业收入达到 3.57 亿元，同比增长 54.44%，较 2017 年同期的 28.33% 显著加速；收入占比由 2017 年的 11% 上升至 14%，跨区域发展初见成效。报告期内，公司加大互联网营销的投入，有效整合线上、线下资源，重点开发省外经销商，优化省外经销产品结构，提高华东、华中等区域的销售覆盖，推动省外销售业务快速增长。2018 年公司录得经销收入 13.29 亿元，同比增长 20.25%，增速快于直销；同时，线上销售收入增长 48.09% 至 3.10 亿元，保持高速增长。根据公司经营计划，2019 年公司将进一步以“广州酒家”、“利口福”为核心的品牌通过异地设立生产基地、跨区域铺设品牌直营门店、大力覆盖粤港澳大湾区重点城市。加大省外推广等方式全方位拓展跨区域终端市场，扩大品牌影响力和市占率，为产能密集释放期打下基础。
- **毛利率提升显著。**公司 2018 年整体毛利率为 54.66%，同比提高 1.51 个百分点，分季度来看，1Q2018-1Q2019 毛利率分别为 47.68%/47.81%/59.58%/53.61%/47.14%，同比变动为+1.28/+0.56/+0.72/+3.16/-0.54 个百分点，1Q2019 受原材料成本上涨影响毛利率稍有下降，但整体尚处高位。分产品来看，2018 年全年月饼/速冻/其他/餐饮板块毛利率分别为 63.22%/36.92%/38.07%/62.71%，同比变动+1.70/+4.04/+2.31/+0.85 个百分点，均实现不同程度的增长。毛利率提升主要系 1) 月饼、速冻及其他产品提价及 2) 产能提升带来规模效应所致。分地区来看，广东省内/广东省外/境外的毛利率分别为 54.98%/51.35%/32.77%，同比变动+0.28/+12.32/+2.59 个百分点，省外毛利率大幅增加说明成本大大缩减，也侧面反映异地扩张已初见成效。
- **期间费用先行影响盈利水平。**2018 全年和 1Q2019，公司净利润率分别为 15.13% 和 8.55%，同比变动-0.43/-0.13 个百分点，我们判断下滑主要是公司期间费用率提升导致。2018 全年和 1Q2019，销售费用率分别为 25.93%/25.37%，同比变动+0.78/-1.18 个百分点；管理费用率分别为 9.09%/9.86%，同比变动+0.79/-0.52 个百分点；2018 全年研发费用 4847 万元，同比增长 158%，费用率 1.91%，同比提升 1.05 个百分点，1Q2019 研发费用率为 1.38%，同比提升 0.68 个百分点。研发费用的增加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。整体期间费用率分别为 36.03%/35.93%，同比+2.42/+0.44 个百分点。
- **盈利预测与评级：**我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 31.44/37.39/46.74 亿元，增速分别为 23.91%/18.95%/24.99%；归母净利润分别为 4.49/5.15/6.41 亿元，增速分别为 16.83%/14.93%/24.27%；按公司目前股本计算摊薄 EPS 分别为 1.11 元/1.28 元/1.59 元；对应 4 月 25 日收盘价 PE 分别为 26x, 23x 和 18x。
- **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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,189.21	2,537.13	3,143.78	3,739.49	4,673.82
增长率 YoY %	13.08%	15.89%	23.91%	18.95%	24.99%
归属母公司净利润(百万元)	340.37	383.91	448.53	515.49	640.59
增长率 YoY%	27.62%	12.79%	16.83%	14.93%	24.27%
毛利率%	53.15%	54.66%	54.20%	54.64%	54.60%
净资产收益率 ROE%	25.70%	21.01%	21.43%	20.67%	20.85%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.95	1.11	1.28	1.59
市盈率 P/E(倍)	34	31	26	23	18
市净率 P/B(倍)	6.88	6.02	5.24	4.26	3.46

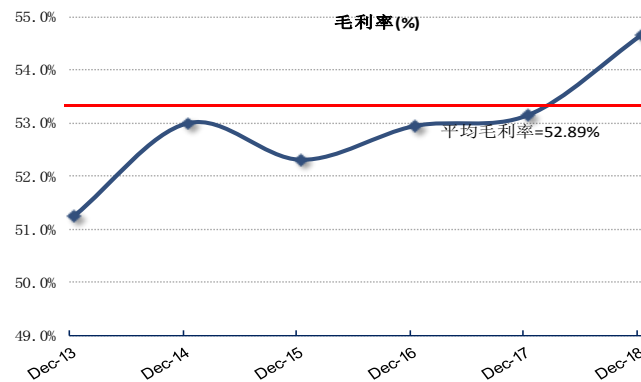
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 4 月 25 日收盘价

图 1 公司 2017vs2018 年主营收入构成情况 (%)


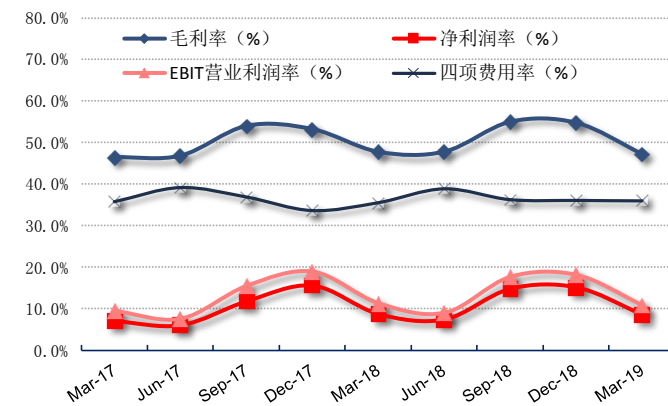
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2 公司营业收入及净利润变化 (亿元; %)


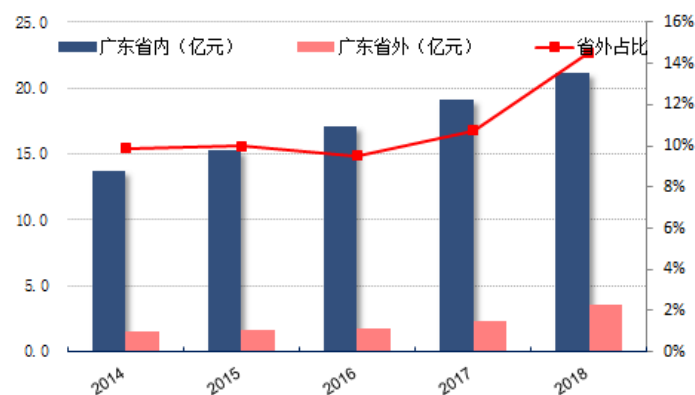
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3 公司 2013-2018 年毛利率 (%)


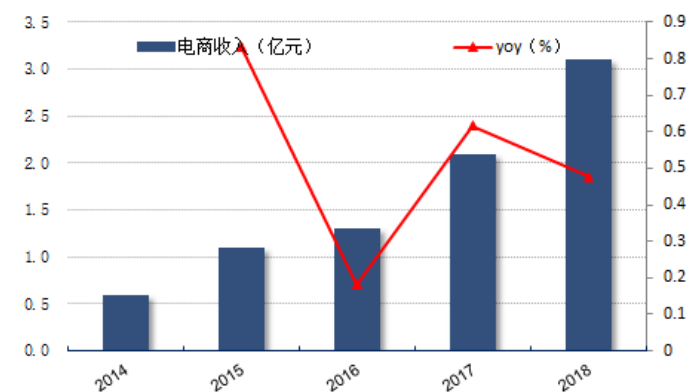
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4 毛利率、净利率、营业利润率和四项费用率情况 (%)


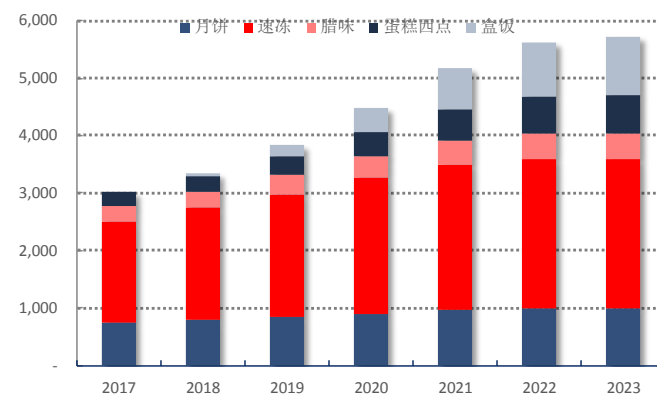
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5 2014-2018 年按地区分收入构成 (%)


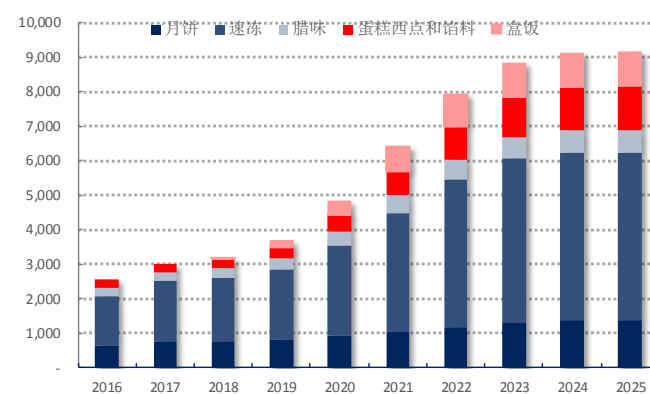
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6 电商收入及近年增速 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7 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 8 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

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,707.41	1,816.79	1,729.71	2,086.57	2,452.66
货币资金	1,433.93	1,242.30	1,094.71	1,397.54	1,675.46
应收票据	1.80	0.00	1.62	1.92	2.40
应收账款	67.33	67.78	83.98	99.90	124.85
预付账款	1.52	5.43	6.80	8.01	10.02
存货	130.23	164.19	205.50	242.09	302.81
其他	72.60	337.10	337.10	337.10	337.10
非流动资产	416.73	685.84	1,117.48	1,333.34	1,700.69
长期股权投资	6.03	6.88	6.88	6.88	6.88
固定资产(合计)	252.88	383.17	512.66	955.10	1,195.55
无形资产	24.67	95.15	116.51	145.23	183.11
其他	133.14	200.64	481.44	226.13	315.15
资产总计	2,124.14	2,502.64	2,847.19	3,419.91	4,153.35
流动负债	409.01	476.77	535.03	592.99	686.76
短期借款	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	122.38	145.49	176.79	208.27	260.50
其他	284.83	331.27	358.24	384.72	426.26
非流动负债	2.03	31.60	31.60	31.60	31.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.03	31.60	31.60	31.60	31.60
负债合计	411.04	508.36	566.63	624.59	718.36
少数股东权益	8.59	44.78	44.14	43.40	42.49
归属母公司股东权益	1,704.51	1,949.50	2,236.43	2,751.92	3,392.50
负债和股东权益	2,124.14	2,502.64	2,847.19	3,419.91	4,153.35

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,189.21	2,537.13	3,143.78	3,739.49	4,673.82
同比(%)	13.08%	15.89%	23.91%	18.95%	24.99%
归属母公司净利润	340.37	383.91	448.53	515.49	640.59
同比(%)	27.62%	12.79%	16.83%	14.93%	24.27%
毛利率(%)	53.15%	54.66%	54.20%	54.64%	54.60%
ROE%	25.70%	21.01%	21.43%	20.67%	20.85%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.95	1.11	1.28	1.59
P/E	34	31	26	23	18
P/B	6.88	6.02	5.24	4.26	3.46
EV/EBITDA	24.74	22.64	19.75	15.43	12.31

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,189.21	2,537.13	3,143.78	3,739.49	4,673.82
营业成本	1,025.65	1,150.44	1,439.93	1,696.33	2,121.79
营业税金及附加	24.75	26.24	32.52	38.68	48.34
销售费用	550.62	657.91	815.23	969.70	1,211.99
管理费用	200.57	230.58	285.71	339.85	424.76
研发费用	0.00	48.47	60.06	37.39	46.74
财务费用	-15.40	-22.77	-18.62	-15.96	-20.10
减值损失合计	1.36	3.26	3.46	3.65	5.24
投资净收益	4.28	12.60	6.44	7.77	8.94
其他	8.16	3.98	5.88	4.86	5.37
营业利润	414.11	459.58	537.80	682.48	849.38
营业外收支	1.50	4.85	3.45	3.87	3.52
利润总额	415.61	464.43	541.25	686.34	852.90
所得税	73.87	81.07	93.37	171.59	213.22
净利润	341.74	383.36	447.89	514.76	639.67
少数股东损益	1.37	-0.55	-0.64	-0.74	-0.91
归属母公司净利润	340.37	383.91	448.53	515.49	640.59
EBITDA	474.20	518.13	593.68	759.85	952.50
EPS(当年)(元)	0.84	0.95	1.11	1.28	1.59

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	420.76	476.02	491.73	583.96	735.15
净利润	341.74	383.36	447.89	514.76	639.67
折旧摊销	58.57	53.70	52.42	73.51	99.60
财务费用	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-4.28	-12.60	-6.44	-7.77	-8.94
营运资金变动	23.85	53.47	-5.71	0.29	0.36
其它	0.87	-1.91	3.56	3.18	4.45
投资活动现金流	-147.40	-526.47	-477.73	-281.12	-457.23
资本支出	-86.42	-298.22	-484.16	-288.90	-466.16
长期投资	202.23	1,063.75	6.44	7.77	8.94
其他	-263.20	-1,292.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	426.00	-141.38	-161.60	0.00	0.00
吸收投资	615.22	1.29	0.00	0.00	0.00
借款	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	194.72	142.66	161.60	0.00	0.00
现金流净增加额	699.36	-191.83	-147.59	302.84	277.92

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。