

投资评级：增持(首次评级)

当前价格(元): 32.33

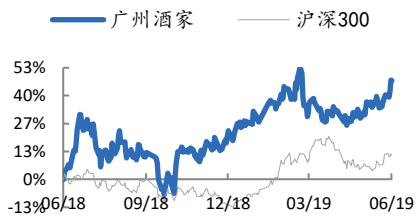
目标价(元): 39.55

证券分析师
王焜焜

资格编号: S0120518110001

电话: 021-68761616

邮箱: wangtt@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	11.3	10.4	8.2
相对涨幅 (%)	7.1	12.0	5.6

资料来源: 德邦研究

相关研究

舌尖上的中华老字号，品牌与渠道齐头并进

广州酒家(603043)

投资要点:

- **公司品牌历史悠久，享有“食在广州第一家”的美誉。**公司作为深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，主营业务为食品制造及餐饮服务。食品制造以广式月饼和速冻早点为主，餐饮服务定位精品粤菜和广式早茶点心。公司品牌力和产品力都具备实力，定位大众消费有穿越行业周期的能力。餐饮老字号深得人心，连锁化经营加速；广式月饼稳住行业龙头，品牌议价权使其获得持续增长优于行业；常态速冻食品和烘焙食品，充分利用品牌优势，全面开花。

餐饮树立品牌，食品制造创业绩。公司对于餐饮业务主要是考虑树立品牌，短期内并不会快速异地扩张，公司注重选址，18年新开餐饮门店均在广州市区核心城区，门店在1-2年内就能达到收支平衡，预计19年公司餐饮业务保持稳定增长。食品制造业务占比逐年提高，18年营业收入占比总营收的76%。月饼系列是公司主要的收入和利润来源，占据市场龙头地位；速冻系列产品是公司重点拓展的常态产品，主打广式点心，与其他速冻食品展开差异化竞争，增长速度较快。

渠道为王，省内发展经销商，省外自营电商助力。公司的销售渠道主要依靠经销商和直销，公司目前经销商在500家左右，大多为广东省内经销商，公司走出广州，深入探索深圳和粤西地区，省内经销商渠道有较强优势。公司省外拓展主要依靠电商，2017年之后自营电商业务大力发展，与阿里和京东已经展开深度合作，共同推广公司网络销售平台，将公司的食品制造业务推向全国，目前自营电商渠道营业收入占比达到16%，18年同比增长48%。

募投项目扩产能，未来发展可期。公司目前食品制造产能利用率和产销率已经接近100%，因此公司的业务发展主要受制于产能。公司IPO募集项目之一就是广州生产基地改造，另一方面公司在梅州和湘潭两地分别投建生产基地，辐射粤西和华中地区，预期2020年底开始投产，突破产能瓶颈，为公司的全国扩张打下坚实基础。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。基于对公司生产基地投产的假设，我们预计2019-2021年公司营业收入分别为31.68亿元(+24.9%)、39.47亿元(+24.6%)、48.42亿元(+22.7%)，归母净利润分别为4.55亿(+18.6%)、5.51亿(+20.9%)、6.46亿(+17.3%)，对应EPS分别为1.13元、1.36元、1.60元，目前股价对应2019-2021年PE为28.7x/23.7x/20.2x，PB为5.4x/4.4x/3.6x。公司品牌力较强，经销商和直销电商渠道发展迅速，参考可比公司，我们认为公司合理估值水平为对应2019年PE35x，对应目标价39.55元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：异地扩张不及预期，餐饮食品行业竞争加剧，宏观经济下行。

股票数据

总股本(百万)	404.00
流通A股(百万)	404.00
52周内股价区间(元)	33.67-20.35
总市值(百万)	13,061.20
总资产(百万)	2,452.31
每股净资产(元)	4.95

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2189	2537	3168	3947	4842
(+/-) YoY (%)	13.1	15.9	24.9	24.6	22.7
净利润(百万元)	340	384	455	551	646
(+/-) YoY (%)	27.6	12.8	18.6	20.9	17.3
全面摊薄 EPS	0.84	0.95	1.13	1.36	1.60
毛利率 (%)	53.1	54.7	53.9	53.3	52.7
净资产收益率	20.0	19.7	18.9	18.6	17.9

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：80 多年粤菜老字号	6
1.1 公司股权结构	6
1.2 收入业绩稳中有升，两大主营相辅相成	7
1.2.1 餐饮树立品牌，选址有道业绩稳健.....	8
1.2.2 月饼贡献主要利润，结构调整毛利提升	10
1.2.3 速冻产品差异竞争，供不应求高速增长	12
1.2.4 传统腊味休闲饼酥，依托品牌优势全面开花	13
2. 行业概况：精品粤菜经久不衰，食品制造前景可期	14
2.1 大众精品粤菜，老字号走出广州	14
2.2 月饼行业格局稳定，公司广式月饼龙头	17
2.3 速冻食品行业扩充品类，广式点心别具匠心	18
2.3.1 速冻行业可比公司	21
3. 渠道为王：省内拓展经销渠道，省外发展电商冷链	21
4. 员工持股计划，股权激励全员一心	23
5. 募投项目扩产能，突破瓶颈成长可期	24
5.1 联营公司补充产能	26
6. 盈利预测和估值分析	26

图表目录

图 1 广州酒家大事记.....	6
图 2 股权结构截止 2019Q1.....	6
图 3 广州酒家公司结构（截止 2018 年年报）.....	7
图 3 公司营业收入和同比增长 2014-2018.....	7
图 4 公司归母净利润和同比增长 2014-2018.....	7
图 5 2018 年食品制造和餐饮营业收入占比（%）.....	8
图 6 2018 年食品制造和餐饮毛利贡献占比（%）.....	8
图 6 公司主营分产品营业收入拆分.....	8
图 6 公司主营分产品毛利贡献拆分.....	8
图 5 广州酒家旗下餐饮品牌.....	9
图 6 餐饮业务营业收入 2014-2018(百万).....	9
图 6 餐饮业务毛利率 2014-2018（%）.....	9
图 10 餐饮业务原材料占比情况.....	9
图 13 广州酒店月饼.....	10
图 13 月饼产品营业收入和同比增长 2014-2018.....	11
图 13 月饼产品毛利率 2014-2018.....	11
图 16 月饼产品年销量和产销率 2014-2018.....	12
图 16 月饼产品年产量和同比增长 2014-2018.....	12
图 16 公司上半年和下半年营业收入对比.....	12
图 17 广州酒家速冻产品新包装.....	13
图 20 速冻产品营业收入和同比增速 2014-2018.....	13
图 21 速冻产品毛利率 2014-2018.....	13
图 22 速冻产品年产量和同比增长 2014-2018.....	13
图 23 速冻产品年销量和产销率 2014-2018.....	13
图 20 其他腊味酥饼系列主要产品.....	14
图 20 其他食品营业收入和同比增速 2014-2018.....	14
图 20 其他食品毛利率 2014-2018.....	14
图 27 社会消费品零售总额和餐饮消费额以及同比增长.....	15
图 30 重点城市高端粤菜占比.....	15
图 28 北上广深人均餐饮消费金额.....	16

图 29 广州和深圳人均 GDP (元)	16
图 31 我国月饼行业销售额 (亿元) 2012-2017	17
图 32 2017 年月饼市场占有率分产品情况	17
图 32 2017 年月饼品牌质量认可度指数	17
图 34 2017 广州酒家和元祖股份市场占比	18
图 34 广州酒家和元祖股份月饼产品毛利率 (%) 对比	18
图 34 元祖和广州酒家月饼收入 (百万) 和同比增速 (%)	18
图 37 2011-2017 年全球速冻食品市场规模 (亿美元)	19
图 37 2017 年全球主要国家速冻食品人均消费量 (kg/人)	19
图 44 日本速冻食品人均消费量 kg/人	19
图 39 2011-2017 年我国速冻食品供给走势图	20
图 41 2011-2017 年我国速冻面米食品行业供给	20
图 41 2011-2017 我国速冻面米食品行业市场需求 (万吨)	20
图 43 中国速冻食品年需求量细分	21
图 44 可比公司速冻面点营业收入 (百万)	21
图 44 可比公司速冻面点毛利率 (%)	21
图 46 公司食品制造业务销售渠道	22
图 47 食品制造业务收入按销售渠道分布比例 (%)	22
图 48 电商营业收入 (百万) 和占比 (%)	23
图 48 电商销售收入 (百万) 和同比增长 (%)	23
图 50 公司省内和省外营业收入占比 (%)	23
图 52 可比公司应收账款周转率 (次/年)	27
图 52 可比公司存货周转率 (次/年)	27
图 54 可比公司资产负债率 (%)	27
图 54 可比公司净资产收益率 (%)	27
图 56 可比公司毛利率 (%)	28
图 56 可比公司净利率 (%)	28
表 1 公司 2016 年餐饮门店经营情况	10
表 2 公司月饼系列价位	11
表 3 公司月饼礼盒价位	11
表 4 食品制造营业成本拆分	11
表 5 广东省餐饮企业品牌排名	15
表 6 深圳当地精品粤菜品牌	16

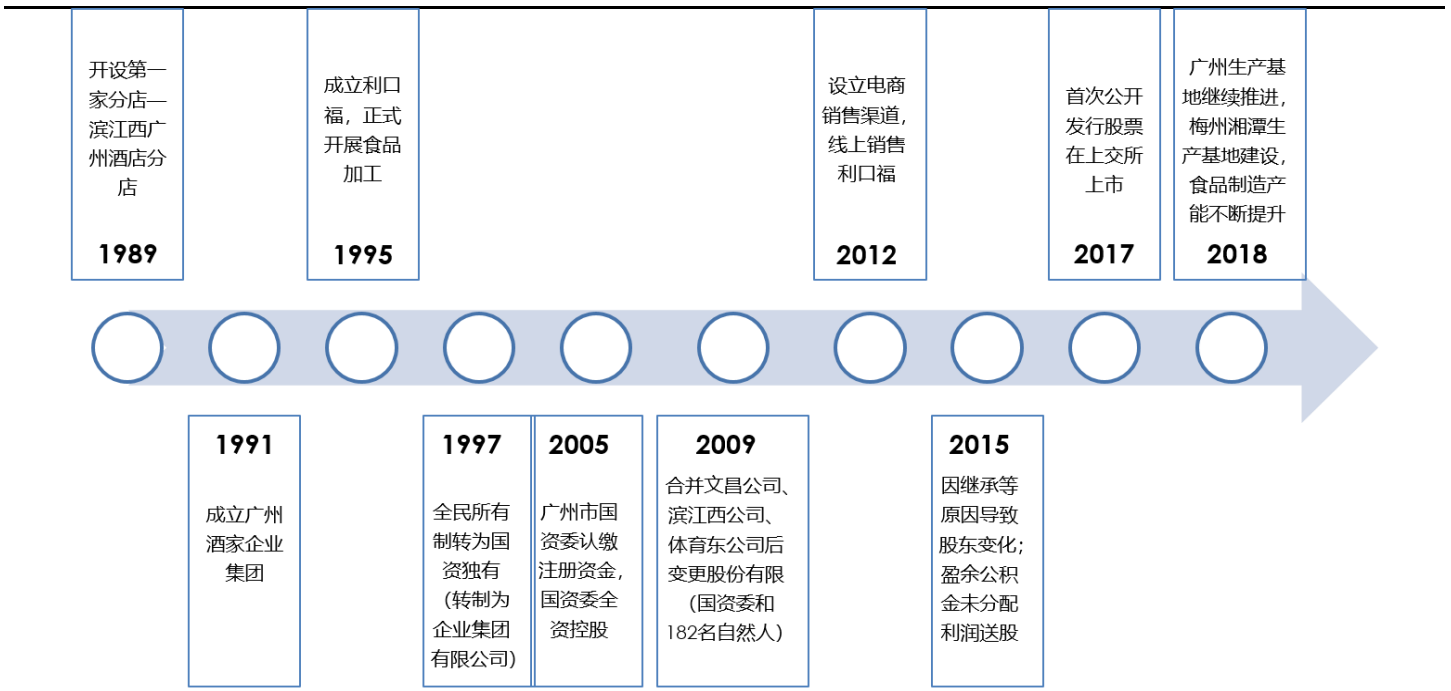
表 7 广式月饼品牌对比	17
表 8 日本速冻米面制品分类	19
表 9 公司股权激励方案	23
表 10 员工持股计划授予人	24
表 11 公司食品制造产能、产量、销量以及产能利用率和产销率	24
表 12 IPO 募投项目列表（调整前）	25
表 13 梅州和湘潭生产基地投资项目概况	25
表 14 IPO 募集项目变更明细	25
表 15 分业务营业收入预测	26
表 16 可比公司估值	28

1. 公司概况：80 多年粤菜老字号

公司始建于 1935 年的西南酒家，由陈星海老先生创办，以经营传统粤菜驰名，素有“食在广州第一家”的美誉。1989 年公司开始餐饮连锁化经营，95 年设立利口福食品有限公司，09 年改制为现在的股份制公司，在经历了 2014-2017 三年漫长的 IPO 上市过程后，17 年 6 月公司登陆 A 股市场。经历三十年的连锁化经营，目前公司已经发展成为深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，主营业务为食品制造及餐饮服务，食品制造以广式月饼和速冻早点为主，餐饮服务定位精品粤菜和广式早茶点心。

公司经营多年以来不断获得国家颁布的赛事奖牌和各种殊荣，88 年被国家商务部评为国家二级企业，在 93 年被认定为首批中华老字号，被国家商务部评为“中国十大餐饮品牌企业”，2012 年被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，2015 年“粤菜烹饪技艺”成功入选广东省非物质文化遗产目录。

图 1 广州酒家大事记



资料来源：公司官网，德邦研究

1.1 公司股权结构

公司目前的实际控制人为广州市国资委，持股比例为 67.70%，公司目前高管/原高管通过原先的改制和上市后的股权激励计划共计持股占总股本的 2.46%。

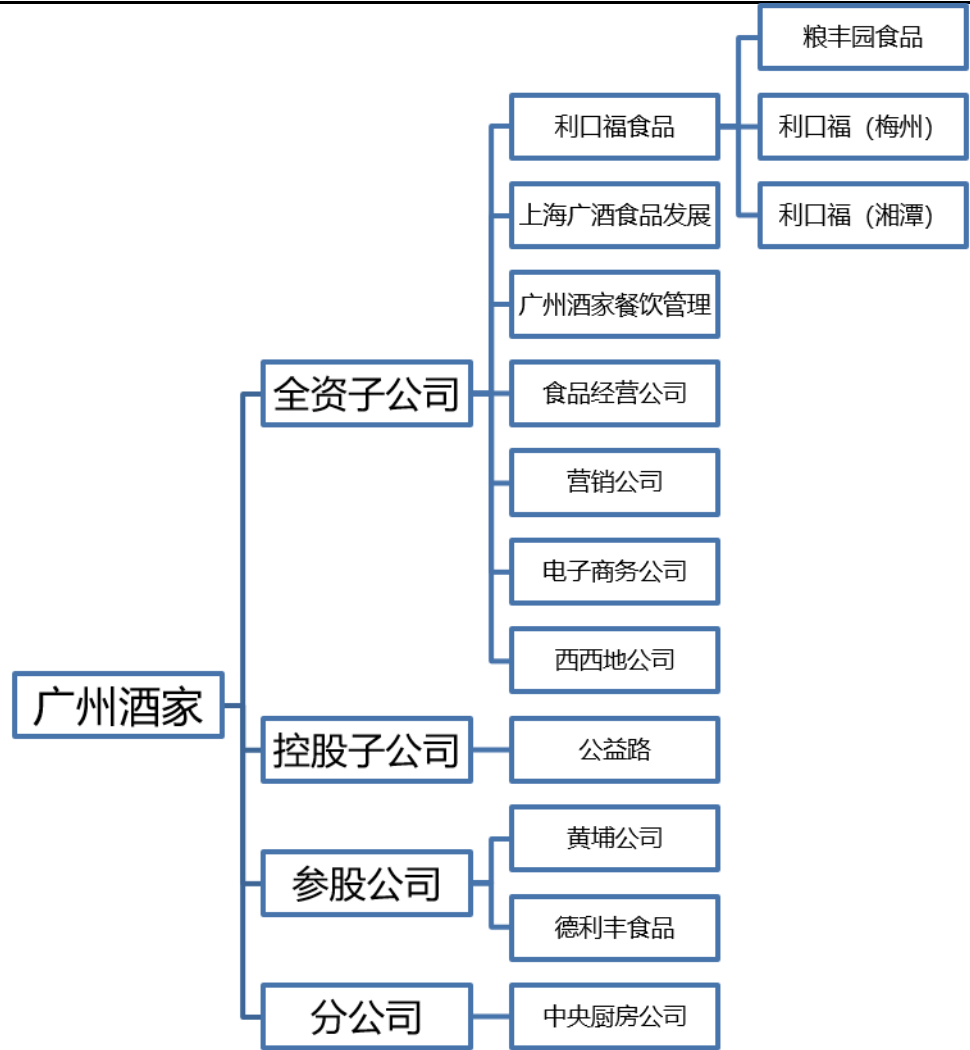
图 2 股权结构截止 2019Q1



资料来源：公司公告，德邦研究

公司全资子公司包括利口福食品、餐饮管理公司、上海广酒食品发展公司、广州酒家食品经营公司、利口福营销公司、电子商务公司和西西地简餐。控股子公司包括公益路公司（餐饮门店），持股 41%；参股公司黄埔餐饮门店、德利丰食品等。

图 3 广州酒家公司结构（截止 2018 年年报）

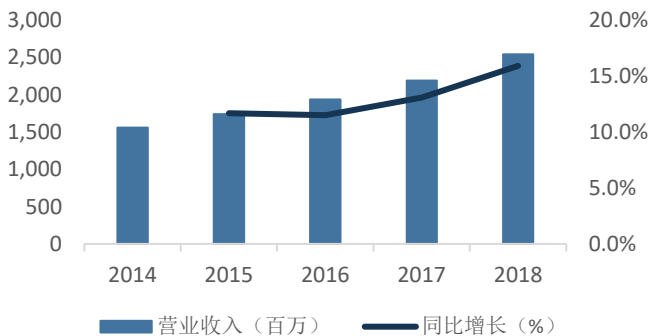


资料来源：公司公告，德邦研究

1.2 收入业绩稳中有升，两大主营相辅相成

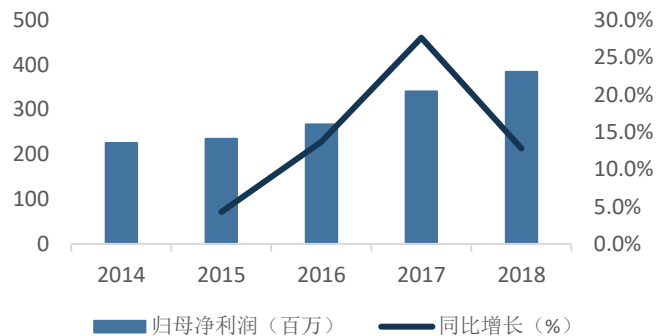
2017 年上市两年以来，公司一直秉持稳健经营的长远价值，2018 年公司全年营业收入 25 亿/+15.89%，净利润 3.84 亿元/+12.79%，其中两大主营业务，餐饮和食品

图 4 公司营业收入和同比增长 2014-2018



资料来源：wind，德邦研究

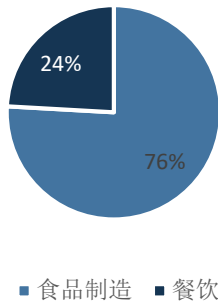
图 5 公司归母净利润和同比增长 2014-2018



资料来源：wind，德邦研究

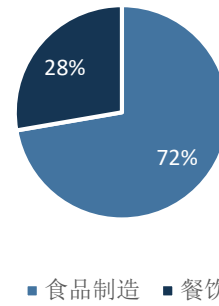
制造，2018 年营业收入占比分别为 24%和 76%，毛利贡献占比为 28%和 72%。

图 6 2018 年食品制造和餐饮营业收入占比 (%)



资料来源：公司公司，德邦研究

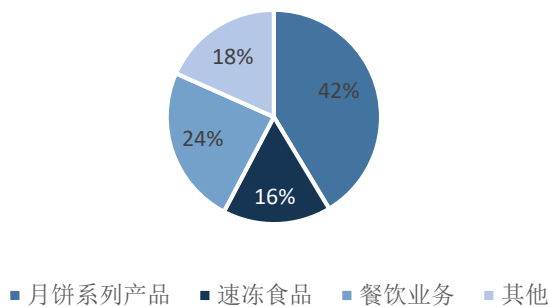
图 7 2018 年食品制造和餐饮毛利贡献占比 (%)



资料来源：公司公告，德邦研究

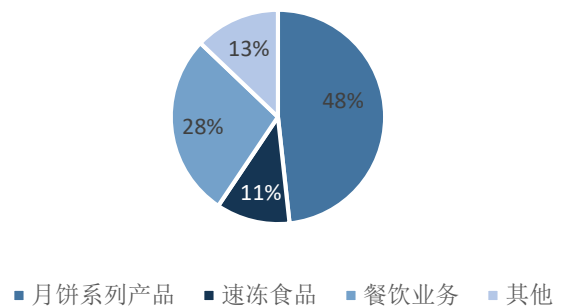
公司的食品制造又分为三大类别，月饼、速冻和其他。其中月饼是公司的主打产品，是公司主要的收入和利润来源；速冻系列产品是公司重点拓展的常态产品，增长速度较快；腊味、饼酥、面包、西点等其他系列产品是公司目前正在培育型的业务。公司的月饼业务稳健发展，占据龙头地位获取高于行业的收益，在新的常态产品上培育出拳头产品，保持市场的竞争力，获得较高增长。

图 8 公司主营分产品营业收入拆分



资料来源：wind，德邦研究

图 9 公司主营分产品毛利贡献拆分



资料来源：wind，德邦研究

1.2.1 餐饮树立品牌，选址有道业绩稳健

公司餐饮业务目前以广东省内的直营店形式为主，广州酒家餐饮定位大众精品粤菜，人均消费 70~160 元，在广州市区拥有 18 家餐饮直营店（3 家为国家特级酒家）、1 家参股经营店，拥有餐饮品牌“广州酒家”“天极品”西西地（商务简餐）、好有形（融合菜）、造酥（茶铺）、多乐颂（烘焙），并且被评选为“全国十佳酒家”。公司 2017 年上市募投项目之一是每年在广东省内开 2-3 家餐饮门店，预计 18-19 年在广州和深圳新开 4 家餐饮门店，18 年广州新开 2 家餐饮门店，分别是天字码头店和广州白云机场店，深圳 1 家店已经准备开业，另外一家店仍在选址。公司对于餐饮业务主要是考虑树立品牌，短期内并不会快速异地扩张。

公司餐饮业务稳健发展，2018 年餐饮业务收入 6.01 亿元，同比增长 7.5%，公司 16-17 年新开业餐饮门店较多，17 年增长较快，18 年年中和年底新开店两家，目前仍在爬坡期，收入增长略微放缓，但新店选址在老城区或机场，客流量和翻台率均有保证，预计 19 年公司餐饮业务也能保证稳定增长，目前公司的餐饮业务扩张速度符合为食品制造树立品牌的经营思路

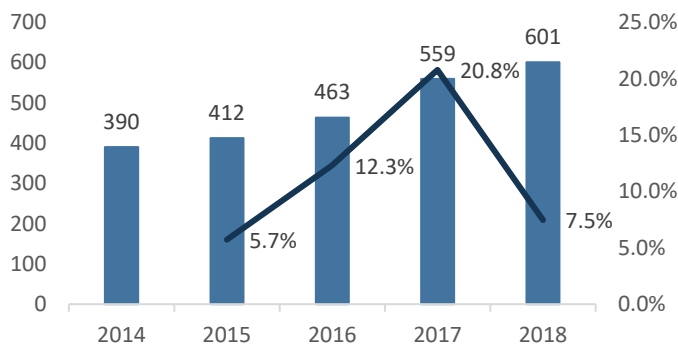
图 10 广州酒家旗下餐饮品牌



资料来源：大众点评，德邦研究

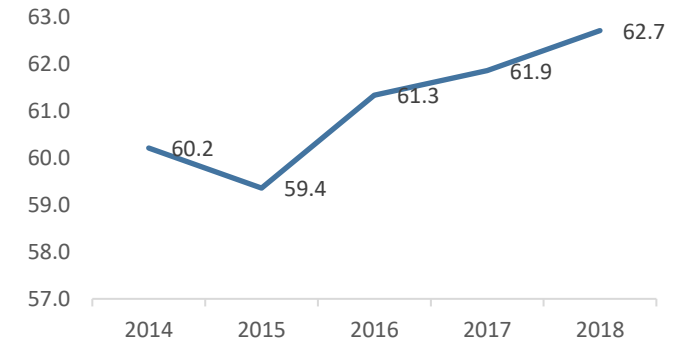
餐饮业务毛利率不断提高，主要得益于中央厨房分公司的设立。2014 年公司开始在直营店及参股经营店、加盟店试行统一加工和统一配送，2014 年 7 月，公司成立了中央厨房分公司，统一采购的规模效应使得原材料成本下降的同时有效的实现了质量管控，餐饮业务毛利率不断提升。16 年受益于营改增，相关原材料成本可以作为增值税项进行抵扣，利好餐饮的毛利润。18 年公司新开业门店走中高端路线，价格提升，毛利率也随之提升。

图 11 餐饮业务营业收入 2014-2018(百万)



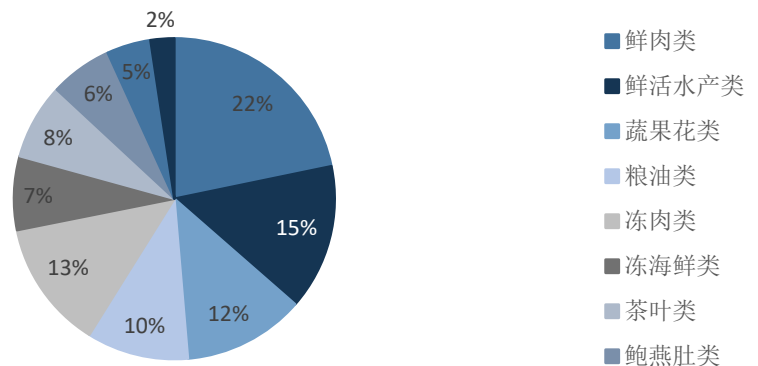
资料来源：wind，德邦研究

图 12 餐饮业务毛利率 2014-2018 (%)



资料来源：wind，德邦研究

图 13 餐饮业务原材料占比情况



资料来源：公司招股说明书，德邦研究

公司餐饮业务主要原材料占比较为稳定，鲜肉类、活水产类、蔬果花等，原材料占比均衡，公司可以根据原材料价格的波动情况调整用料，主要原材料占餐饮业务成本略有波动，整体的原材料成本相对可控，不容易受到单品类的波动影响。

公司餐饮门店均在广州市区核心城区，广州市的早茶文化深入人心，广州酒家作为老字号点心茶楼，深受当地居民喜爱，新开业门店在 1-2 年内就能达到收支平衡，公司对于餐饮门店的选址较为慎重，务必保证新开店短期内达到盈利。

表 1 公司 2016 年餐饮门店经营情况

	店面面积 (平方米)	收支平衡时间 (年)	2016 年营业收入 (万元)	2016 年净利润 (万元)	顾客人均消费 (元)	桌流 转率 (次/天)	座流 转率 (次/天)
文昌店	2,841.58	1	10,326.27	1,435.65	78.79	5.52	2.54
滨江西店	5,470.15	1	6,657.34	334.24	88.88	3.6	2.24
体育东店	4,020	1	11,336.67	2,164.40	129.07	2.84	2.22
东山店	2,960	2	2,843.68	66.39	78.91	2.94	1.65
江畔红楼店	3373	2	2,441.74	182.16	72.45	3.75	1.97
白云新城店	4,020	1	3,503.45	298.41	135.37	2.51	1.54
珠江国际大厦店	4,926.07	1	4,436.64	9.58	131.32	2.45	1.95
逸景店	5,209	2	3,435.41	183.57	159.43	1.38	0.78
临江大道店	2,958.75	1	3,932.45	473.6	143.91	3.66	2.9
南昆山店	2,488	1	1,313.43	40.29	101.15	1.06	1.56
环市东店	2,141.50	1	3,242.37	240.64	103.49	4.56	3.4
总计			53469.45	5428.93	111.16		
西西地简餐	120		196.46	-51.32	47.06	4.37	2.04
公益路店	6,825.80	0.5	1,966.11	5.5	114.16	0.89	0.65

资料来源：公司招股说明书，德邦研究

1.2.2 月饼贡献主要利润，结构调整毛利提升

广州酒家历史悠久，是传统粤式月饼的龙头，其月饼产品有双黄白莲蓉月饼、五仁月饼、冰皮月饼以及近几年比较流行的流沙奶黄和奶酥系列。2017 年广州酒家的月饼在整个月饼市场的占比约在 6%，2018 年双十一广州酒家月饼在天猫销售额为 1900 万，位列全国月饼第一，是广式月饼的绝对代表，月饼行业龙头。公司的月饼业务贡献了 42% 的营业收入和 48% 的营业利润。2018 年月饼产品的营收增速超过 15%。

图 14 广州酒店月饼



双黄白莲蓉月饼

五仁月饼

冰皮月饼

新品流沙奶黄和奶酥系列

资料来源：公司招股说明书，公司官网，德邦研究

公司的月饼礼盒主要以大众消费为主，2013-2014 三公消费被限制之后，市场对于月饼的需求从赠送高档礼盒逐步转化为家庭和公司对于中低档月饼的市场消费，公司的经营策略也作出相应调整，月饼礼盒产品品种由 2014 年的 23 个品种调减至 2016 年的 17 个品种，其中“150-200 元”和“200-250 元”的价格区间的品种较多，这两个价位的产品销售占比超过 90%。公司礼盒装月饼零售价格在 138 元/盒-438 元/盒区间，主要是普通铁盒包装，月饼礼盒销售量占月饼系列产品比例为 16-21%之间，销售额占比在 26-31%之间，比重不高。

表 2 公司月饼系列价位

经典系列	流沙系列	冰皮系列	奶酥系列
蛋黄纯白莲蓉月饼 X4	芝士流沙奶黄月饼 X8	炫果冰纷冰皮月饼 X4	原味奶黄月饼 X8
155 元	208 元	148 元	128 元

资料来源：公司团购清单，德邦研究

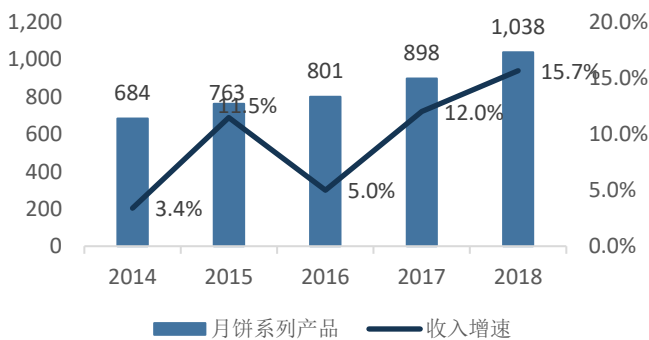
表 3 公司月饼礼盒价位

价格区间	150 元以下	150 至 200 元	200 至 250 元	250 元以上	合计
2014 年	1	7	7	8	23
2015 年	-	5	8	7	20
2016 年	1	5	6	5	17

资料来源：招股说明书，德邦研究

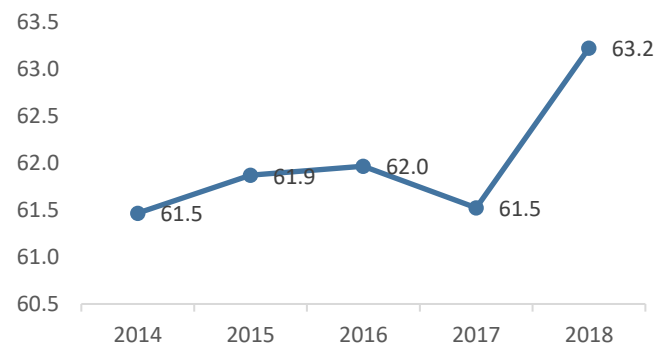
烘焙行业协会预计未来几年行业的增速在 5%-10%。公司受益于市场龙头地位，规模效应之下经营成本有优势，品牌享有议价权，因此在消费转型后，17-18 年月饼的营业收入增长 12%和 15.7%。16-17 年月饼毛利率略微下滑，主要是因为受价格较低的馅料和糖浆销售占比提升影响，16 年月饼平均单价同比下降 7.47%，17 年继续微降 0.46%，结构性影响导致平均价格下降，但是公司月饼价格多年未提价，具有提价空间，2018 年公司月饼产品提价约 5%，规模生产的成本优势使得毛利率提升至 63.2%。

图 15 月饼产品营业收入和同比增长 2014-2018



资料来源：wind，德邦研究

图 16 月饼产品毛利率 2014-2018



资料来源：wind，德邦研究

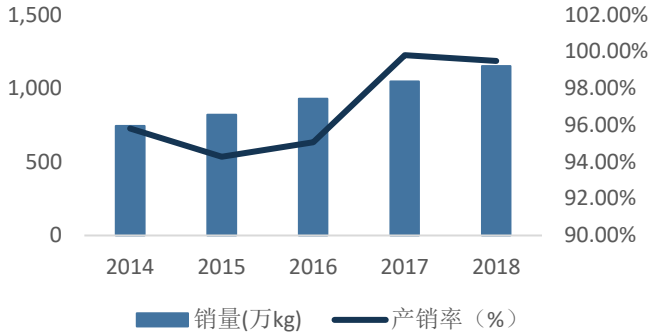
表 4 食品制造营业成本拆分

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额 (万元)	比重	金额 (万元)	比重	金额 (万元)	比重
直接材料	56,598	78.46%	50,900	78.02%	43,705	76.80%
直接人工工资及福利	8,870	12.30%	8,119	12.45%	6,685	11.75%
燃料及动力	2,294	3.18%	2,170	3.33%	2,062	3.62%

制造费用	4,375	6.06%	4,052	6.21%	4,455	7.83%
合计	72,137	100.00%	65,241	100.00%	56,907	100.00%

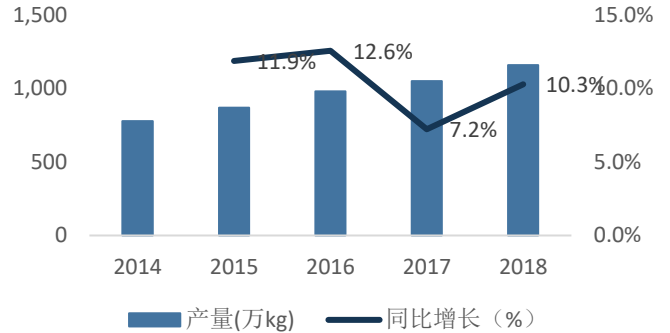
资料来源：招股说明书，德邦研究

图 17 月饼产品年销量和产销率 2014-2018



资料来源：公司公告，德邦研究

图 18 月饼产品年产量和同比增长 2014-2018



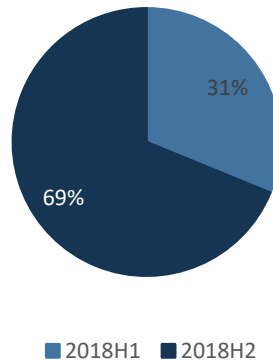
资料来源：公司公告，德邦研究

公司食品制造业成本以直接材料为主，各项目占成本比重相对稳定。2014 年-2016 年，直接材料在食品制造业务中成本的比重分别为 76.80%、78.02%和 78.46%，直接材料占比总体上相对稳定。

中秋月饼作为我国传统的节日食品，其消费具有明显的季节性，行业产品销售旺季一般在第三季度。2014-2016 年，公司下半年主营业务收入占全年主营业务收入总额的比例分别为 70.37%、70.13%、70.34%。而这一数字并没有增加的趋势，2018 年下半年的营业收入占比为 69%，公司为了平滑季节性，一直借助自己的品牌优势，打造具有广式特色的速冻产品和休闲西点酥饼系列。

较低的消费频次和节日消费具有一定的送礼属性，消费者对于区间内的价格敏感度并不是很高，隔年提价对销量的影响较小，公司月饼提价幅度大约在 5 元~10 元每盒，3%~6%而对于一些价格比较敏感的年纪较大的消费者所喜爱的经典低端月饼产品公司仍是薄利多销的策略，保证品牌的美誉度和老字号的温度。

图 19 公司上半年和下半年营业收入对比



资料来源：wind，德邦研究

1.2.3 速冻产品差异竞争，供不应求高速增长

公司速冻产品包括流沙包、奶黄包、核桃包、叉烧包、生煎包、豆沙包、糯米鸡、馒头、花卷等，单件价格在 7.9~24.8 元之间，属于公司重点发展的常态化产品。2017-2018 年公司速冻产品的营收增速保持在 30%左右。目前速冻产品面临产能不

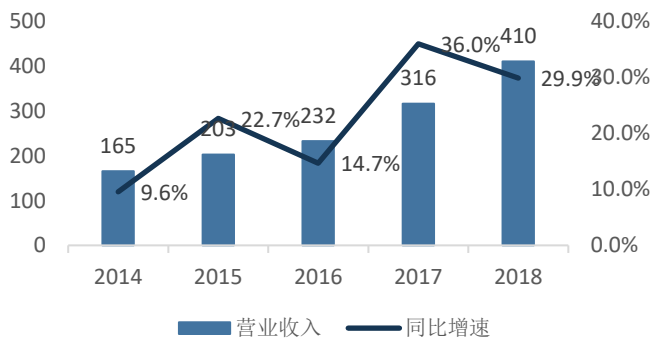
足，产销率和产能利用率均已经超过 100%，具备提价空间，2018 年三季度公司上调速冻产品的价格。公司速冻产品在省外主要依托电商销售，一是直营渠道，二是产品直接面对 C 端客户，因此毛利率较高，18 年在产品提价和电商销售增速较快的双重利好之下，速冻产品的毛利率一跃提升 4 个百分点到 36.9%。速冻产品目前属于供不应求的状态，2018 年速冻食品就曾出现过缺货的情况，公司 IPO 募投项目其一就是改建广州生产基地和筹建梅州、湘潭生产基地。

图 20 广州酒家速冻产品新包装



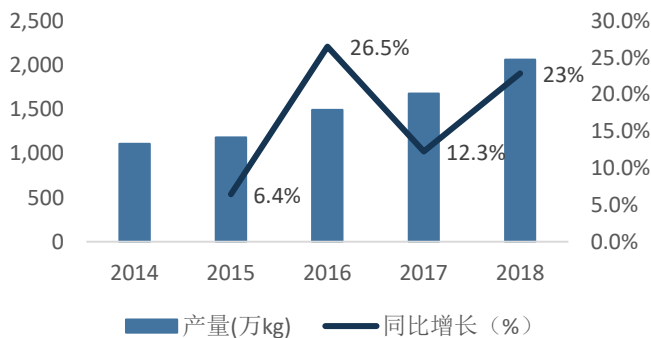
资料来源：广州酒家官方商城，德邦研究

图 21 速冻产品营业收入和同比增速 2014-2018



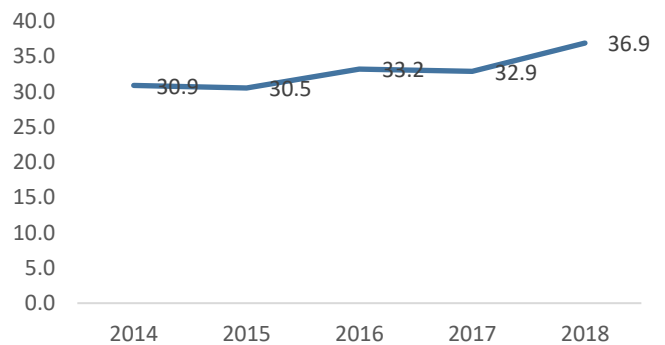
资料来源：wind，德邦研究

图 23 速冻产品年产量和同比增长 2014-2018



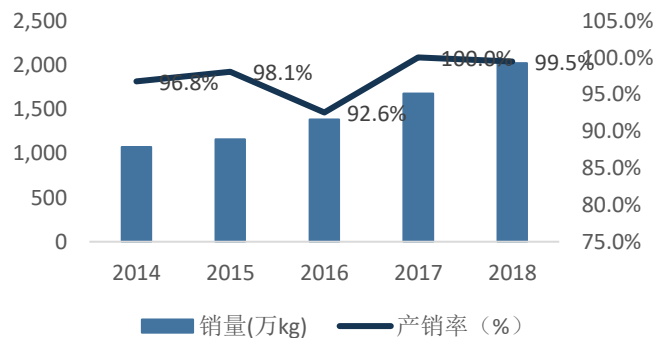
资料来源：公司公告，德邦研究

图 22 速冻产品毛利率 2014-2018



资料来源：wind，德邦研究

图 24 速冻产品年销量和产销率 2014-2018



资料来源：公司公告，德邦研究

1.2.4 传统腊味休闲饼酥，依托品牌优势全面开花

公司常态化的产品储备还包括腊味、酥饼、西点烘焙等休闲食品。广式腊味是深受广东地区喜爱的传统节日食品，也是相互馈赠的年货佳品。公司的腊味品牌“秋之风”取意于广州谚语“秋风起，食腊味”，用于公司生产的腊味等产品，被评为“广州市著名商标”及“广东省著名商标”。公司的腊味产品在产品结构上面近年来有所调整，因为有节日属性，腊味产品小幅提价，另外高端腊味产品占比逐渐提升，因此腊味产品的销量和毛利率都有所增长。

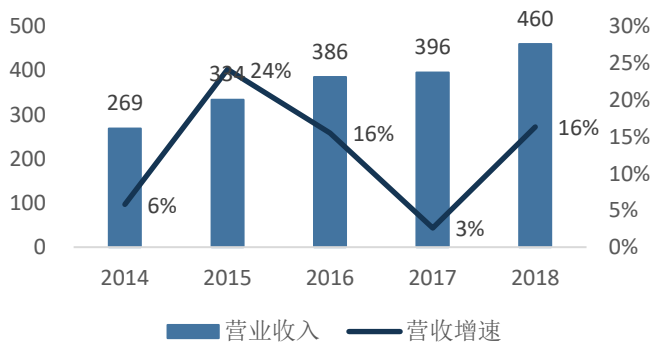
图 25 其他腊味酥饼系列主要产品



资料来源：广州酒家官方商城，德邦研究

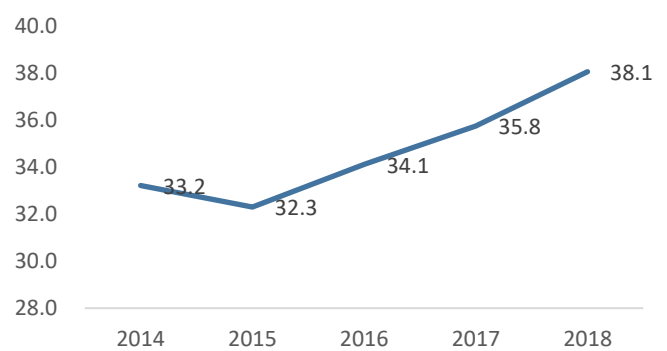
公司的西点、饼酥、面包等都属于培育型业务，是公司进一步多元化经营的储备业务。西点、饼酥等产品与月饼在生产能部门共用，在一定程度上增加了产能的利用率，公司注重研发和培育新业务，也充分利用公司老字号品牌的优势。另外食品企业通过跨品类的延伸来实现发展，是比较典型的成长路径。

图 26 其他食品营业收入和同比增速 2014-2018



资料来源：wind，德邦研究

图 27 其他食品毛利率 2014-2018



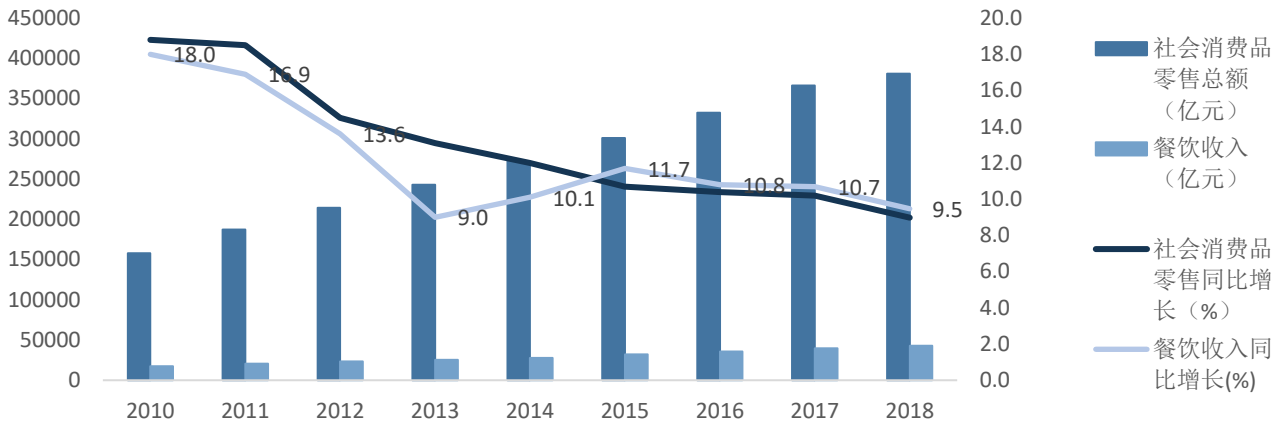
资料来源：wind，德邦研究

2. 行业概况：精品粤菜经久不衰，食品制造前景可期

2.1 大众精品粤菜，老字号走出广州

我国社会消费品零售总额在经历了一段时期的高速增长后逐渐趋于成熟和平稳。2013 年三公消费被限制之后，餐饮从高档酒席逐步转向大众消费，15 年行业复苏，并且在近几年略超整体零售行业的增速。2018 年跟随宏观经济下行，我国餐饮业增速在 9.5%，大众餐饮引领行业增长，超过整体零售行业的增长，在宏观经济下行的周期中，餐饮因为有稳定的现金流，更加具备防御能力。

图 28 社会消费品零售总额和餐饮消费额以及同比增长



资料来源: wind, 德邦研究

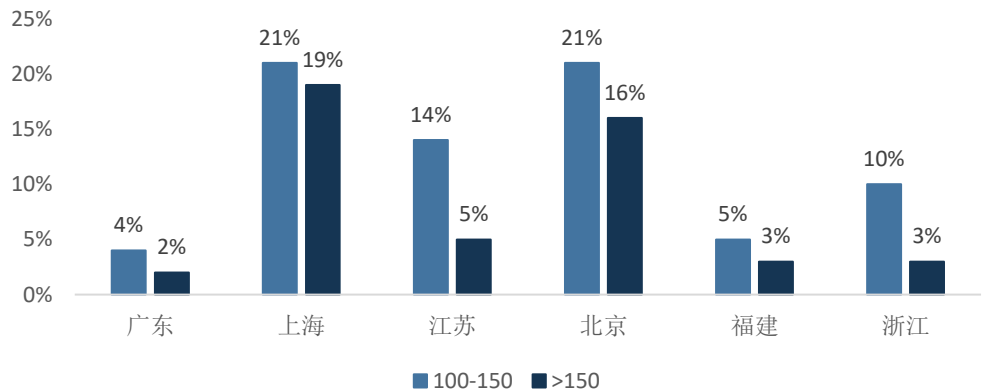
广州酒家主打的是精品粤菜，粤菜不管是三大流域菜系、四大菜系、还是八大菜系的划分，均占有重要的一席之地。截止 2017 年 10 月底，以粤菜酒楼为核心的各类粤菜系门店总体量达到 9 万多家。广东门店数量保有量达到 4.5 万多家，渗透率达 12.4%。根据美团点评参与的一份《中国餐饮报告 2018》，粤菜作为广州的主流菜系，在线商户数一年减少近 5000 家，但订单量却并未大幅减少，反而增长了 81.7%，说明粤菜需求不减，而市场目前处于行业洗牌，小的餐饮店逐渐会被大的餐饮连锁替代。广州酒家在广东省企业餐饮百强品牌中总体排名第四，粤菜排名第一。

表 5 广东省餐饮企业品牌排名

排名	企业品牌	总部
4	广州酒家	广州
9	渔民新村	广州
11	稻香	省外
17	八合里海记	深圳
22	食尚国味集团	广州
26	春满园	深圳
31	丹桂轩	深圳
34	炳胜	广州
37	点都德	广州

资料来源: 中国粤菜产业发展报告 (2017), 德邦研究

图 29 重点城市高端粤菜占比



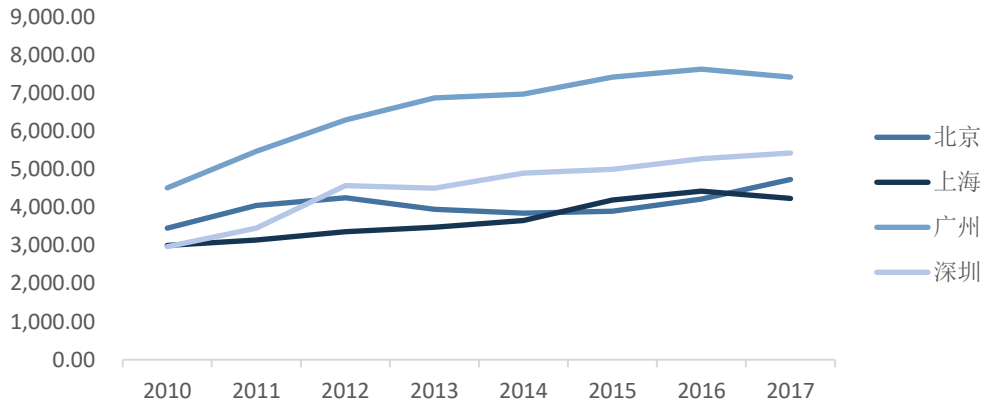
资料来源: 中国粤菜产业发展报告 (2017), 德邦研究

根据粤菜广东作为粤菜发源地，有诸多消费价格适中的粤菜系门店充斥市场，体现出大众化消费繁荣的景象。广州酒家的人均消费在 60-130 元，平民化的餐饮好吃而

不贵，竞争力凸显。

我们对比了四个超一线城市的餐饮消费，广州和深圳的人均餐饮消费额明显高于另外两个特大城市北京和上海，而广州又超过深圳的，食在广州，老广州人爱美食的特点使得餐饮食品在当地得以蓬勃发展，而且由于饮食文化相近，广州酒家的粤菜正在逐步走向广东省其他区域，首当其冲的便是向着人均 GDP 较高的深圳发展。

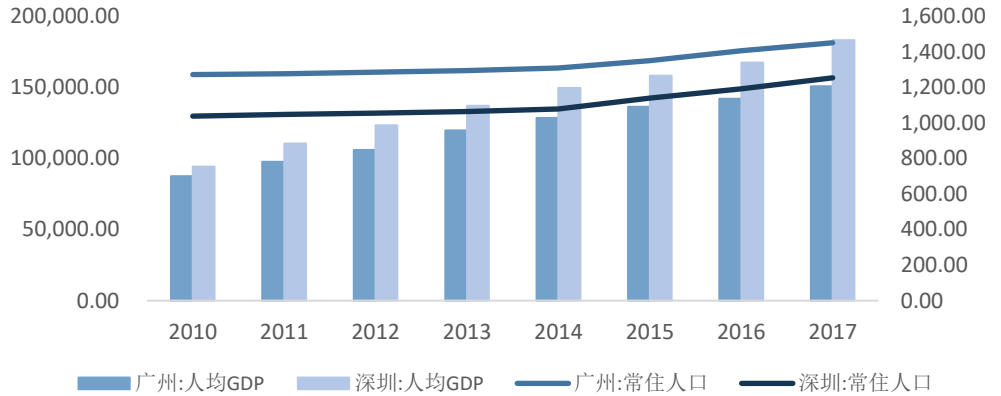
图 30 北上广深人均餐饮消费金额



资料来源: wind, 德邦研究

深圳人均 GDP 高于广州人均 GDP, 人均餐饮消费却不及广州地区, 常住人口略低于广州市, 属于超大城市。深圳当地粤菜渗透率 12.3, 仅低于广州 1pct, 说明粤菜接受程度高。品牌来说, 传统精品粤菜定位在中高端的酒家在深圳数量有限, 仅有 20 多家, 深圳粤菜市场开发空间较大。

图 31 广州和深圳人均 GDP (元)



资料来源: wind, 德邦研究

表 6 深圳当地精品粤菜品牌

餐厅名	门店数	人均消费	餐饮特色
胜记	11	80~300	主打传统精品粤菜
炳胜(尚未开业)	3		主打传统精品粤菜,老 字号
陶陶居	1	100~130	主打传统精品粤菜,老 字号
凤凰楼	5	110	主打传统文化特色
利宝阁	2	160	港式高级粤菜, 中西 融合
新斗记	1	120~160	烧味、新式粤菜
点都德	9	76~94	各类粤式点心为主

资料来源: 大众点评, 德邦研究

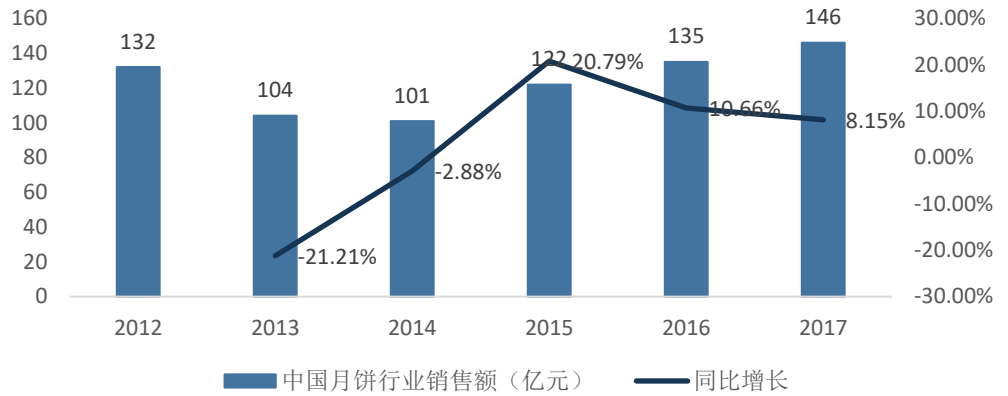
未来粤菜的发展方向我们觉得, 首先, 开店规模与投资更加务实, 不再追求超大

面积、超豪华装修的巨额投资，而转向以轻量化、时尚化的投资装修风格，品牌在消费者中的亲和力越来越高，连锁复制能力越来越强，单店盈利能力与回报周期亦更加稳健。其次，选材用料与烹饪更加亲民，不再攀比燕翅鲍等高价食材，其实粤菜加工高价食材的收益率并不高。现在更加凸显粤菜“鲜”字诀，充分运用粤菜工艺的精湛特性，将常见食材烹饪至更加炉火纯青的境界，反而赢得了更好的消费认同，并有效提升了门店的收益水平。第三，广东省大力发展粤菜，希望提升岭南饮食文化海内外影响力，近日，广东省人社厅出台《广东省“粤菜师傅”工程实施方案》，拟提升粤菜烹饪技能人才培养能力和质量。公司餐饮扩张步伐稳健，异地拓张品牌先行，预计未来每年开业 1-2 家，经营可控。

2.2 月饼行业格局稳定，公司广式月饼龙头

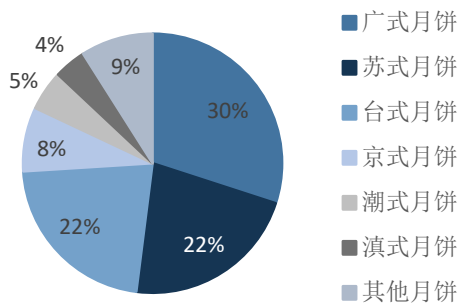
2013-2014 年，因“三公消费”被限制，月饼销售出现了严重下滑，2015 年后消费结构调整，市场对月饼的需求从赠送高档礼盒逐步转化为家庭和公司对于中低档月饼的日常消费。根据中国焙烤食品糖制品工业协会对于月饼行业运行趋势的预估，近几年，月饼行业增速将会稳定的维持在 5%-10%。

图 32 我国月饼行业销售额（亿元）2012-2017



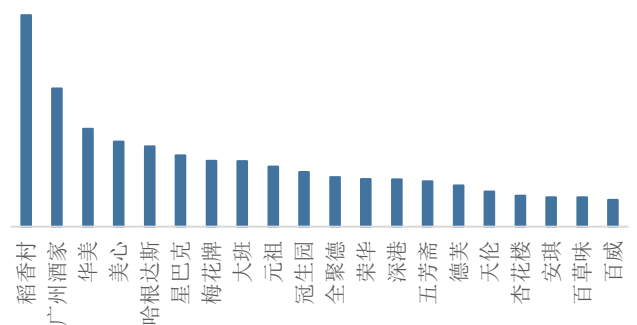
资料来源：中国烘焙协会，德邦研究

图 33 2017 年月饼市场占有率分产品情况



资料来源：中商产业研究院，德邦研究

图 34 2017 年月饼品牌质量认可度指数



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究

目前月饼市场广式月饼占比 30%，排名第一。月饼品牌方面，具有较长的历史沿革的稻香村和广州酒家，分别创立于 1895 年和 1935 年，更悠久的历史沉淀，获得市场较高的认可度。同时老字号品牌通常拥有酥饼、餐饮等其他业务，也能实现品牌强化与影响力放大的作用。可以看到在中高端月饼之中，广州酒家的礼盒区间分布合理，既有符合大众需求的平价礼盒，也有相对高档体面送礼佳品，因此覆盖的场景和人群相对全面。而中低端月饼的送礼属性偏弱，品牌溢价能力较弱。

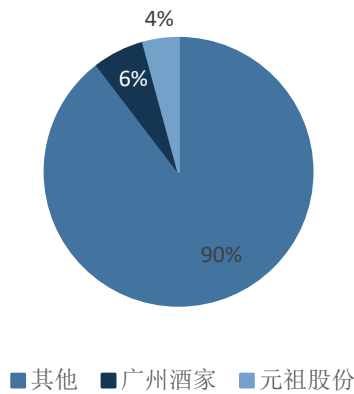
表 7 广式月饼品牌对比

品牌	创始地	创立时间	大礼盒价格区间	口碑/特色
----	-----	------	---------	-------

中高端				
广州酒家	广州	1935	98-498	中国名牌、十大月饼品牌、中国金牌月饼；传统月饼制作精湛，研发榴莲芝士流沙月饼等新品并广受好评
美心	香港	1956	180-600	1998年起连续18年成为全港月饼销量领先品牌；传统双黄莲蓉月饼、新品低糖月饼、冰皮月饼、卡通月饼
元朗荣华	香港	1950	100-375	六十年代首创白莲蓉月饼，细腻柔滑，入口甘甜即溶；代表有荣华巨型七星伴月月饼、双黄莲蓉月饼、纯正伍仁月饼等
稻香村	北京	1895	96-386	稻香村月饼多为清淡咸口，葱汁月饼被国家权威部门评为中国名饼
元祖	台湾	1980	168-550	1993年进驻上海，曾获评中国月饼十强企业、被推荐为上海名牌；分为元祖雪月饼、苏式月饼、广式月饼、台式月饼等
中低端				
安琪	深圳	1994	100-240	广东名牌、十大月饼品牌；以“精、细、纯、正”著称，月饼产品包括莲蓉月饼、水果月饼、水晶月饼、冰皮月饼等系列
华美	东莞	1991	50-220	中国名牌、十大月饼品牌、国饼十佳；分中式月饼、港式月饼、桃山月饼、欧式月饼等四个系列
莲香楼	广州	1889	70-200	月饼和馅料两大品牌有“鼻祖”和“莲蓉第一家”的美誉；经营莲蓉、月饼、龙凤礼饼、鸡仔饼、嫁女饼等产品

资料来源：公开信息整理，德邦研究

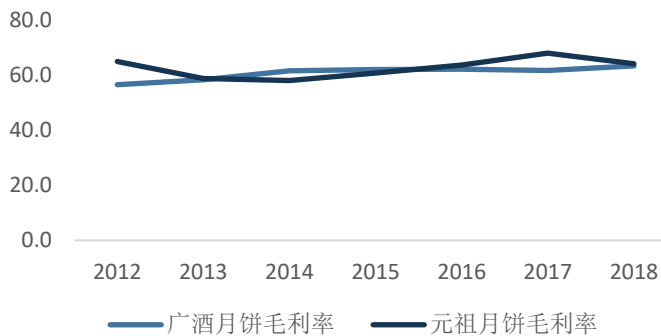
图 35 2017 广州酒家和元祖股份市场占比



资料来源：公司公告，公开信息整理，德邦研究

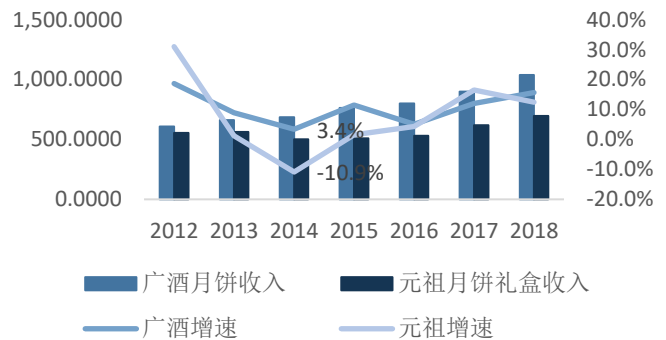
目前上市公司中的月饼企业有两家，另外一家是源自于台湾的元祖月饼，2016年登陆资本市场，目前月饼销售的市场占比4%，仅次于广州酒家。元祖的月饼销售主要以高档月饼礼盒为主，虽然毛利率相对较高，但是13年-15年月饼礼盒销售受到打击严重，元祖一度出现负增长。而广州酒家月饼为大众消费，受到行业波动较小，一直保持稳健增长，且因为品牌认知度高，在行业复苏的周期中毛利率能不断提升，显示了品牌的溢价能力。

图 36 广州酒家和元祖股份月饼产品毛利率 (%) 对比



资料来源：wind，德邦研究

图 37 元祖和广州酒家月饼收入 (百万) 和同比增速 (%)

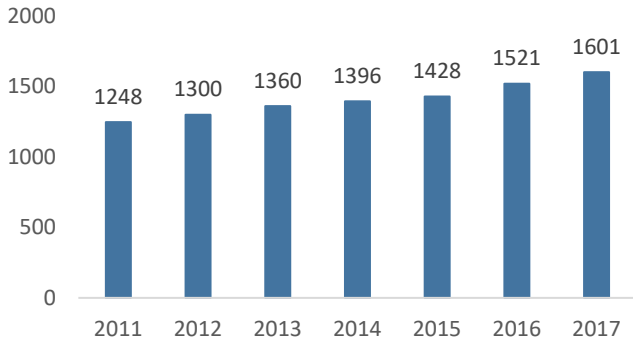


资料来源：wind，德邦研究

2.3 速冻食品行业扩充品类，广式点心别具匠心

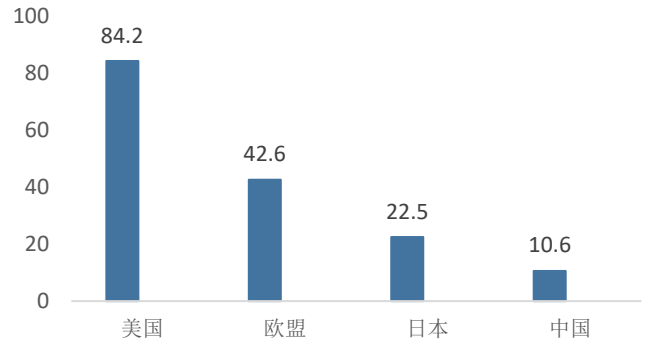
速冻食品行业最早发展于美国二战时期，目前美国是世界上速冻食品产量最大、人均消费量最高的国家，年产量达 2,000 万吨，品种 3,000 多种，人均年消费量 80 千克以上，速冻食品占据整个食品行业的 60%-70%。欧洲速冻食品的消费仅次于美国，年消费量超过 1,000 万吨，人均年消费量 40 千克左右。日本是世界上速冻食品的第三大消费市场，也是亚洲第一大消费市场，2017 年产量达 160.1 万吨，消费量 285.53 万吨，品种 3,000 多种，仅烹饪调制食品就有 2,400 多种，2017 年人均年消费量为 22.5 千克。从国际经验上看，经济越发达，生活节奏越快，社会分工越细，对营养方便的速冻食品的需求就越旺盛。我国速冻食品的人均消费量仅有 10.6kg，是日本人均消费量的一半，未来市场空间仍大。

图 38 2011-2017 年全球速冻食品市场规模 (亿美元)



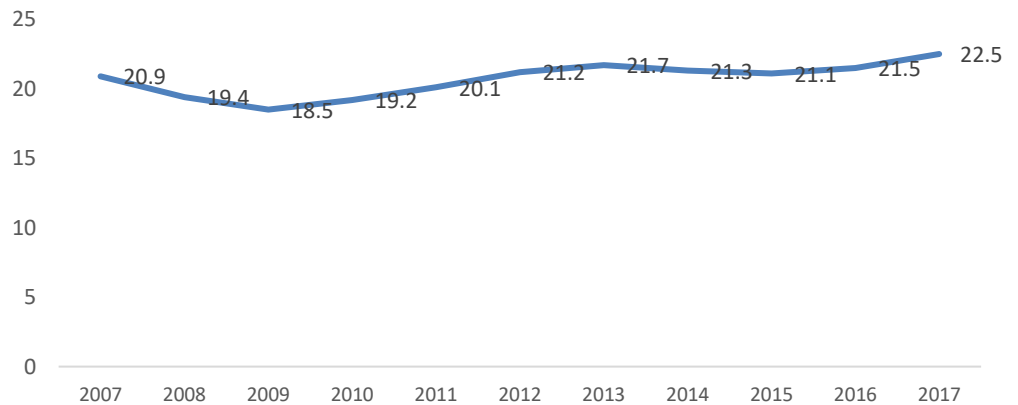
资料来源：智研咨询，德邦研究

图 39 2017 年全球主要国家速冻食品人均消费量 (kg/人)



资料来源：智研咨询，德邦研究

图 40 日本速冻食品人均消费量 kg/人



资料来源：日本速冻食品协会，德邦研究

日本的速冻食品行业发展较早，技术领先，1969-1999 年日本速冻调理食品产量从 5 万吨增至 124 万吨，产值从 97 亿日元增至 5989 亿日元，而日本人均速冻食品消费量从 1968 年的 0.8kg 增长至 2016 年的 21.5kg。1955-1975 年是日本速冻食品的高速发展期，此后 20 年进入成熟期，1997-2016 年日本速冻食品行业整合快速洗牌，工厂数量减少 51%，头部企业崛起，目前日本速冻食品 CR3 达 56%。

表 8 日本速冻米面制品分类

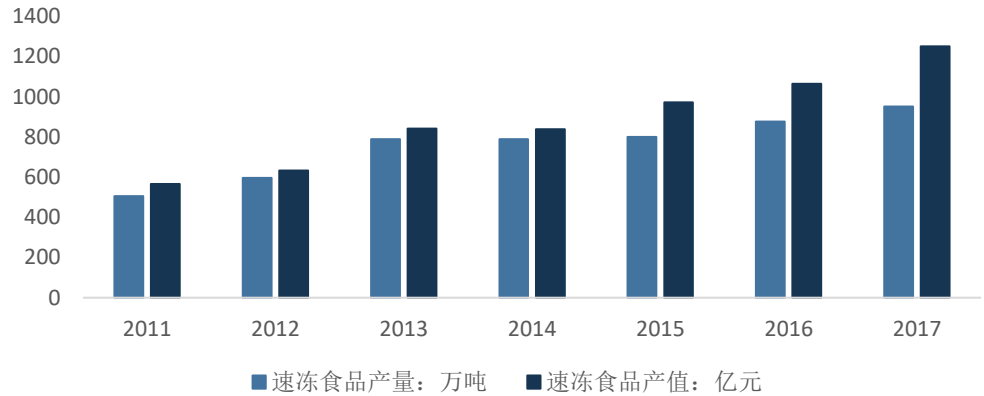
米饭	面条	糕饼类	其他	
炒饭	乌冬面	西点	中国馒头	章鱼烧
饭团	意大利面	日本糖果	汉堡牛肉	御好烧
抓饭类型	拉面类		肉饺	中国菜
			面包/面团	大豆产品
			蛋制品	炖·汤汁
			比萨饼	春卷饺子

资料来源：日本速冻食品协会，德邦研究

我国速冻食品起步较晚，仅有 30 多年的历史，开始技术上多采用以冷藏间代替冻

结时间，大部分工序采用人工操作，生产发展十分缓慢。之后，得益于速冻技术的不断发展以及物流配送产业的不断成熟，企业开始把消费者不方便加工的产品如米面制品加工出来，推销给消费者使用，缩短了消费者的品味过程。据统计，2016年我国速冻食品产量约为876.0万吨，2017年约为951.7万吨，2017年速冻食品行业的产值达到1250亿元，仅占比全球速冻市场规模的12%左右。

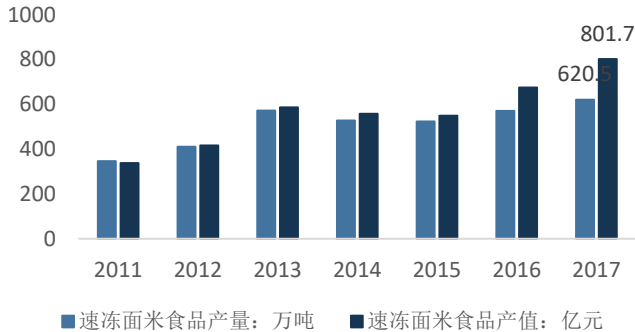
图 41 2011-2017 年我国速冻食品供给走势图



资料来源: 智研咨询, 德邦研究

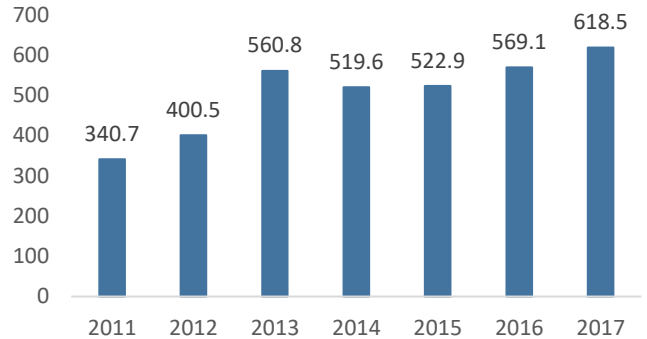
2006年以后，随着企业生产工艺的改良、机器设备的更新换代、原料配方的改善，中国市场上的速冻米面制品品种大量丰富，品质得到大幅提升。2005年我国速冻米面产量约为128.97万吨，2017年约为620.5万吨，2017年速冻米面制品行业的产值超过800亿元。2011-2017速冻米面食品行业市场需求复合增长率10%。

图 42 2011-2017 年我国速冻米面食品行业供给



资料来源: 智研咨询, 德邦研究

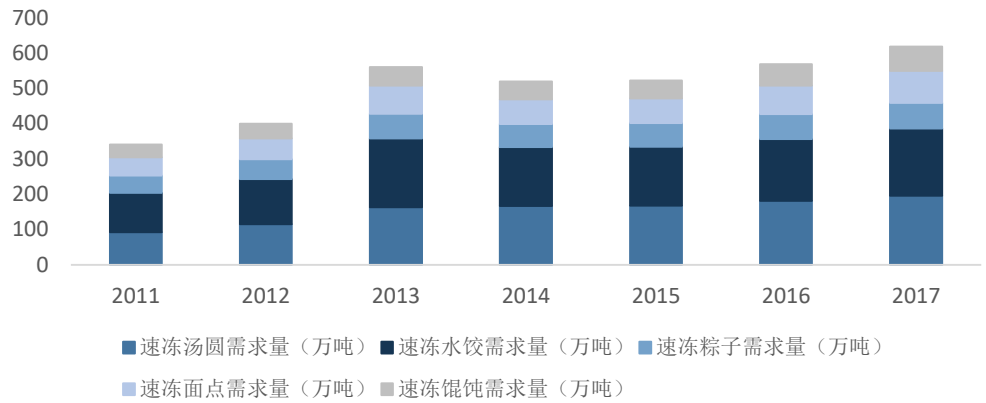
图 43 2011-2017 我国速冻米面食品行业市场需求 (万吨)



资料来源: 智研咨询, 德邦研究

我国目前速冻的产品的品类对比日本还相对单一，以速冻汤圆速冻水饺为主。而速冻面点需求增速在2016-2017达到13%-14%，明显高于其他细分产品。速冻面点相对于速冻汤圆水饺的季节性因素较小，增长空间较大。按照细分行业10%-15%的增速，速冻面点仍有至少5-8年的发展期。广州酒家作为头部玩家在市占率集中的逻辑下或能获得超越行业平均的增长。

图 44 中国速冻食品年需求量细分

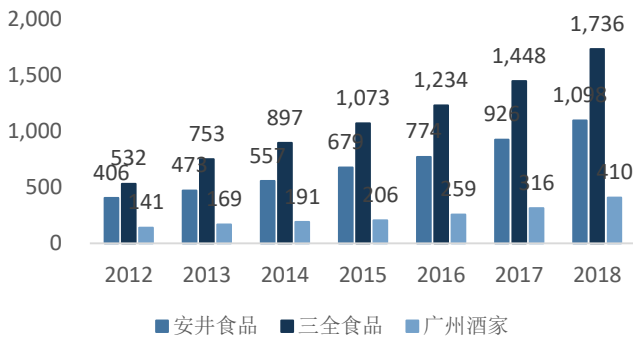


资料来源: 智研咨询, 德邦研究

2.3.1 速冻行业可比公司

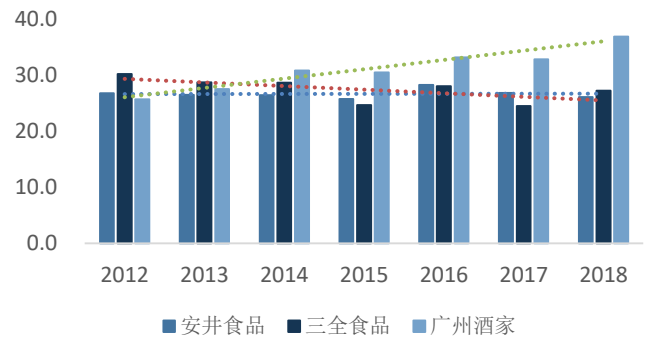
上市公司经营速冻食品的主要有三全食品和安井食品, 均为全国性企业。广州酒家虽然已经是华南地区速冻面点龙头企业, 但比起三全和安井全国性品牌, 营业收入尚有提升空间。三全食品主营速冻汤圆、速冻饺子和速冻面点, 18 年速冻面点营收 17 个亿, 占比总营收的 31.3%; 安井食品主营火锅料、速冻鱼糜、速冻肉和速冻面点, 18 年速冻面点营收 11 个亿, 占比总营收的 25.8%; 广州酒家的速冻食品 18 年营业收入 4.1 亿, 主要以广式早点为主, 与三全和安井形成差异化竞争, 我们认为速冻食品未来的方向主要是品类的扩充, 因此广州酒家的速冻食品具有扩展空间。广州酒家的速冻食品走差异化路线, 口味更丰富, 速冻工艺也比一般的速冻米面要求更高, 因此产品定位中高端, 且目前主要依靠自有渠道销售, 因此毛利率呈现提升趋势, 已逐步超过三全和安井。

图 45 可比公司速冻面点营业收入 (百万)



资料来源: wind, 德邦研究

图 46 可比公司速冻面点毛利率 (%)

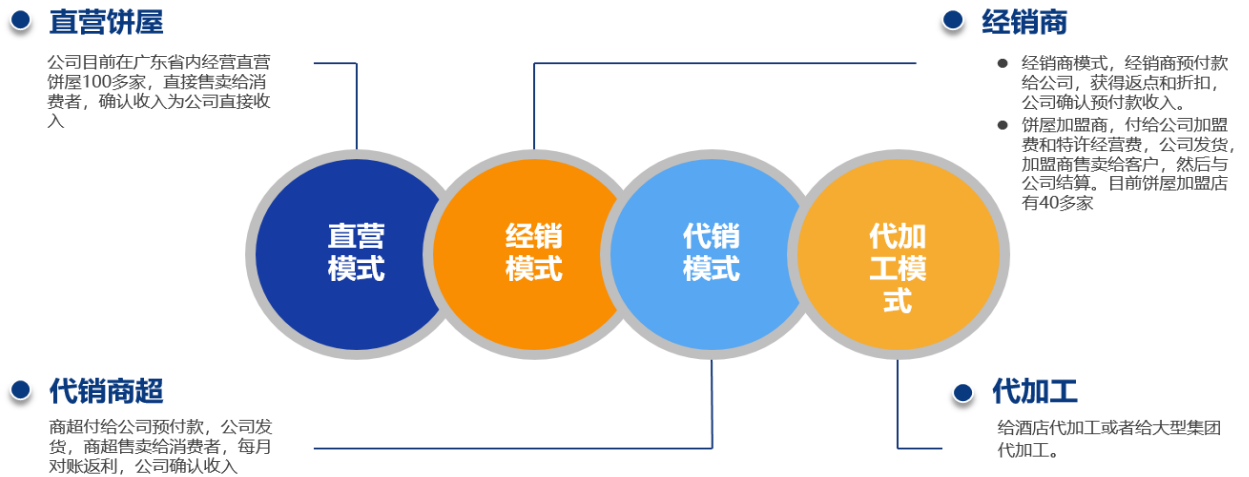


资料来源: wind, 德邦研究

3. 渠道为王: 省内拓展经销渠道, 省外发展电商冷链

公司的销售渠道主要分为四类, 直销、经销、代销以及代加工, 以直销和经销渠道为主。**直销渠道**主要是经营直营饼屋, 目前公司在广东省内经营 100 多家直营饼屋。**经销渠道**主要是贸易商和饼屋加盟商, 食品制造的子公司利口福主要的经销商主要是在广州生你, 省外在北京、上海、重庆昆明长沙成都厦门义乌等地区也逐步发展经销商, 经销模式转移了风险, 存货归属于经销商, 目前经销商数量在 500 家左右, 我们认为省内经销商的拓展有助于公司发展广东省除广州市以外地区的业务; 经销的另外一种方式是饼屋加盟, 连锁店目前的数量在 40 多家。**代销渠道**主要是与商超 (包括线上和线下) 签订年度合约, 按月发货, 在不超过 3 个月的时间内结算, 存货仍然归属于公司。**代加工模式**主要是为集团客户和酒店客户代加工月饼, 这部分业务稳定增长, 因为电商渠道深度合作, 公司为阿里巴巴和京东的代加工业务也仍将持续。

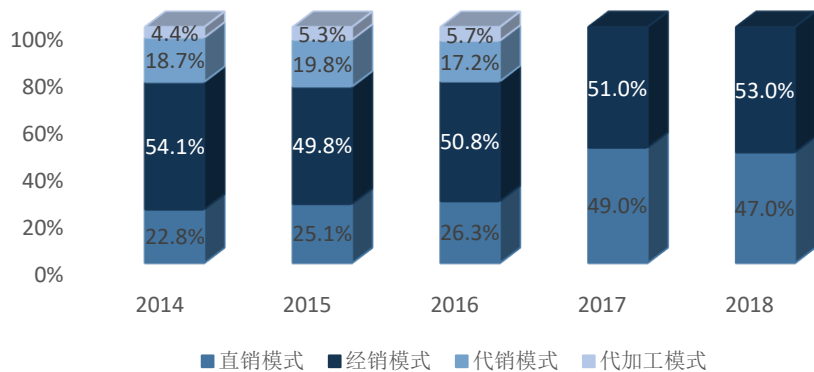
图 47 公司食品制造业务销售渠道



资料来源：公司公告，德邦研究

2017年之后，公司的直销模式发展迅速，逐步替代代销模式，主要是公司自营电商业务大力发展。公司2015年开始成立电子商务子公司自主运营，原有的电商代销平台如顺丰电子商务平台、天猫超市等逐步被经销商和公司天猫以及京东自营电商商城所取代。公司的电商渠道是拓展省外的最快方式，公司目前与阿里和京东已经展开深度合作，共同推广公司网络销售平台，将公司的食品制造业务推向全国。

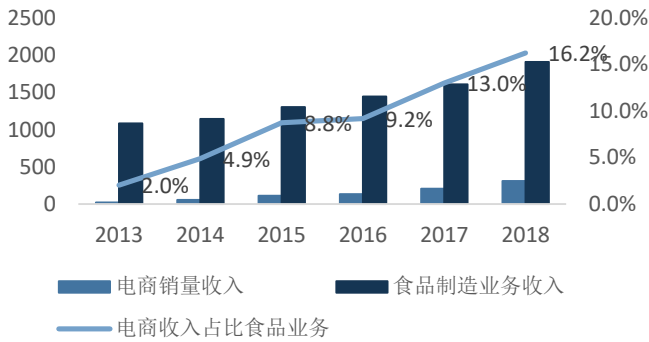
图 48 食品制造业务收入按销售渠道分布比例 (%)



资料来源：公司年报，德邦研究

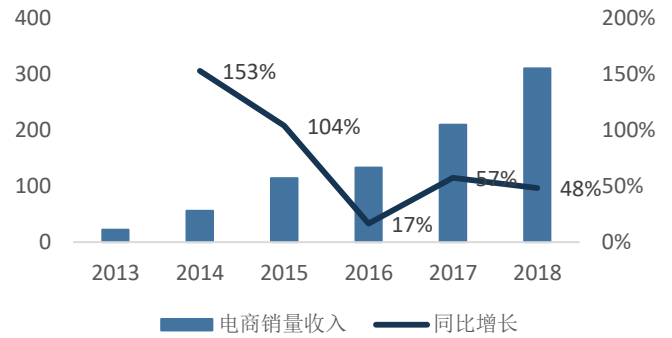
公司的电商销售收入在2014-2015年经历了最初的低基数高增长，2017年上市后继续大力发展电商直营业务，筹备异地冷链仓储，省外主要依靠电商直接销售，2017-2018年电商销售收入同比增长分别为57%和48%，占食品制造业务的比例也在逐年提升，18年占比16.2%。同时公司省外的营业收入占比也在不断提升，2018年省外收入同比增长49%，占比提升至16.4%。

图 49 电商营业收入（百万）和占比（%）



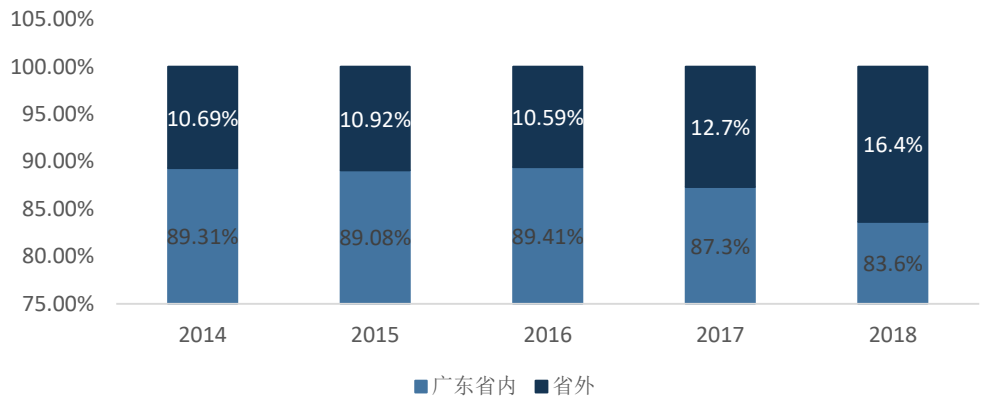
资料来源：公司年报，德邦研究

图 50 电商销售收入（百万）和同比增长（%）



资料来源：公司年报，德邦研究

图 51 公司省内和省外营业收入占比（%）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，德邦研究

4. 员工持股计划，股权激励全员一心

公司截止 2018 年底在册员工 4523 人，人均薪酬 12 万元，对比广州市区的餐饮行业工资较高。一直以来公司对于员工的薪酬福利和管理人员的激励比较重视，18 年 3 月推出股票期权激励草案，涉及高管三人、中层及骨干 252 人，占在册员工总人数的 6.19%，行权价为 18.21 元，业绩考核要求 2019-2021 年较上年营收、净利润增长均不低于 10%。本次股权激励获授的股票期权数量 402 万份，占当前股本的 0.99%，由于国有企业股权激励的一次性不能超过 1%，公司不排除会推出第二期股权激励方案。

表 9 公司股权激励方案

行权价格	18.21 元	
激励对象	共 255 人（其中高管 3 人，中层管理人员、核心骨干 252 人）	
授予股份数	401.95 万股，占当前总股本的 0.99%	
业绩考核指标	考核时间	2019-2021 年（与行权时间对应）
	净利润	公司实现的净利润与上年相比增长率不低于（含）10%且当年度净利润实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值（其中：公司 2018 年实现的净利润不低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计净利润的简单算术平均值）
	营业收入	较上年增长率不低于（含）10%且当年度营业收入不低于对应年份对标企业 75 分位值（其中：公司 2018 年实现的营业收入不得低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计营业收入的简单算术平均值）

	加权净资产收益率	加权净资产收益率不低于(含)16%且不低于对应年份对标企业75分位值
	分红	现金分红比例不低于(含)30%

资料来源：公司公告，德邦研究

表 10 员工持股计划授予人

姓名	职位	获授的股票期权数量 (万份)	获授总额占授予总数的 比例	获授总额占当前总股本 比例
李立令	副总经理、董事会秘书	9	2.24%	0.02%
潘建国	副总经理	5	1.24%	0.01%
卢加	财务总监	5	1.24%	0.01%
中层管理人员、核心骨干 (共 252 人)		382.95	95.28%	0.95%
合计		401.95	100.00%	0.99%

资料来源：公司公告，德邦研究

公司始终坚持“创新是第一动力”理念，坚持企业的创新主体地位，持续加大研发投入力度，2018 年年报披露研发费用 4800 万，同比增长 158%，公司 IPO 募集资金的投入其中包括研发大楼的建设，预计 2019 年就将投入使用。公司近年来不断巩固和深化与高校、科研机构产学研合作，加大了针对月饼系列产品、速冻、西点、腊味等新产品开发的力度，多款新品已投入终端销售。在引入人才方面，2018 年公司在四季度也是高薪聘请国际化的营销人才、信息技术管理人才以及快消品的法务经理等，足以见得公司对于人才培育的重视。

5. 募投项目扩产能，突破瓶颈成长可期

公司 2017 年 6 月份上市之后，食品制造产能利用率和产销率已经接近 100%，因此公司的业务发展目前主要受制于产能。IPO 募集资金 6 个亿，主要用于生产基地扩建、利口福直营门店、电子商务平台、餐饮门店以及技术研发中心。

表 11 公司食品制造产能、产量、销量以及产能利用率和产销率

产品类别	项目	2014	2015	2016	2017	2018
月饼产品	产能(万 kg)	850	870	950		
	产量(万 kg)	777	869	978	1,049	1,156.73
	销量(万 kg)	745	820	930	1,047	1150.8
	产能利用率 (%)	91.43%	99.92%	102.99%		
	产销率 (%)	95.82%	94.28%	95.07%	99.80%	99.5%
速冻食品	产能(万 kg)	1,267	1,350	1,400		
	产量(万 kg)	1,109	1,181	1,494	1,677	2,060.38
	销量(万 kg)	1,074	1,158	1,382	1,677	2,020.95
	产能利用率 (%)	87.53%	87.45%	106.68%		
	产销率 (%)	96.78%	98.10%	92.56%	100.04%	98.1%
腊味食品	产能(万 kg)	211	230	255		
	产量(万 kg)	189	275	280		
	销量(万 kg)	201	250	262		
	产能利用率 (%)	89.69%	119.68%	109.87%		
	产销率 (%)	105.86%	90.76%	93.36%		

资料来源：公司招股说明书，公司年报，德邦研究

表 12 IPO 募投项目列表 (调整前)

	项目名称	总投资额 (万元)	建设期	达成效果
1	广州酒家集团利口福食品有限公司利口福食品生产基地 (广州) 扩建项目	21,303	2 年	达产后可形成 2.55 万吨/年的产能, 目前产能 2.305 万吨/年, 达产后产能翻倍。
2	广州酒家集团利口福食品有限公司食品零售网络项目	12,283	3 年	18 年 30 家网点, 预计 230 家
3	广州酒家集团股份有限公司电子商务平台扩建项目	9,462	2 年	
4	广州酒家集团股份有限公司餐饮门店建设项目	14,038	6 个月	4 家门店, 广州 2 家, 深圳 2 家
5	广州酒家集团利口福食品有限公司技术研发中心建设项目	4,387	2 年	
	合计	61,473		

资料来源: 公司公告, 德邦研究

公司为实现跨区域发展战略, 2018 年 3 月份公告以自筹资金投资利口福湘潭食品基地和利口福梅州食品基地。项目资金主要用于建设月饼类食品、速冻食品、馅料食品等产品的生产车间、仓库、配套综合楼和宿舍楼、环保设施及其他配套建筑和设施。

表 13 梅州和湘潭生产基地投资项目概况

	项目名称	总投资额 (万元)	资金来源	建设期	达产产能
1	梅州生产基地 (200 亩)	45000	自筹资金约 2.5 亿元, 上下游企业投资约 2 亿元	2 年	月饼>200 万 kg/年, 速冻>1200 万 kg/年, 腊味>200 万 kg/年
2	湘潭生产基地 (285.5 亩)	45000	自筹资金约 3.58 亿元, 上下游企业投资约 0.92 亿元	36 个月 (一期和二期)	月饼>200 万 kg/年, 速冻>1200 万 kg/年, 馅料>600 万 kg/年

资料来源: 公司公告, 德邦研究

2019 年 3 月公告变更部分募投项目, 主要是考虑公司长远发展, 配合公司跨区域战略布局的发展目标。利口福广州基地扩建项目变更部分实施主体、内部实施结构及实施地点; 食品零售网络项目 8,598 万元投至湘潭基地 (一期); 餐饮门店建设项目仅变更实施主体。公司目前速冻产品处于供不应求的状态, 因此产能问题是急需解决的当务之急, 而公司的直营饼屋由于租金和人工工资不断上升, 原定的开设 230 家直营饼屋计划转为建设湘潭食品生产基地, 产品可以辐射湘潭附近华中地区, 相对公司发展更加合理, 符合公司省外异地扩张的战略规划。

另外一方面公司的常态产品还有饼酥、西点等, 此类休闲食品受众面更广, 不易受到季节性因素的影响, 烘焙产品和月饼产品在前端可以共享生产线, 产能利用率最大化, IPO 募集项目调整后常态产品速冻、腊味、烘焙的生产线一期可在 2020 年底投产, 上市前公司产能 2.35 万吨每年, 广州生产基地改建后产能翻番, 湘潭一期目前已在试产阶段, 应在明年的月饼季节之前投产, 梅州的生产基地目前正在积极筹备中。

表 14 IPO 募集项目变更明细

	项目名称	变更后实施主体	子项目	投资额 (万元)	预定达到可使用状态时间
1	广州酒家集团利口福食品有限公司利口福	广州酒家集团利口福食品有限公司	冷链配送中心、速冻车间及改造、中央配餐车间	14,306	2020 年 12 月

食品生产基地(广州)扩建项目	广州酒家集团利口福(梅州)食品有限公司	腊味车间	1,725	
	广州酒家集团利口福(湘潭)食品有限公司	烘焙车间	5,273	
2 广州酒家集团利口福食品有限公司食品零售网络项目	广州酒家集团利口福食品有限公司	在广州市建设 60 家直营店(均为租赁物业)	2,765	
	利口福(佛山)食品有限公司	在佛山建设 20 家直营店(均为租赁物业)	920	2020 年 12 月
	广州酒家集团利口福(湘潭)食品有限公司	主要用于广州酒家集团利口福(湘潭)食品生产基地(一期)建设	8,598	
3 广州酒家集团股份有限公司餐饮门店建设项目	广州酒家集团股份有限公司	在广州建设 2 个餐饮门店(1 间购置物业, 1 间租赁物业)。	9,721	2019 年 12 月
	广酒(深圳)餐饮管理有限公司	在深圳建设 2 个餐饮门店(2 间租赁物业)	4,317	2019 年 12 月

资料来源: 公司公告, 德邦研究

5.1 联营公司补充产能

公司目前在改建中的生产线完全投产要等到 20 年年底, 17-18 年公司产能承压, 因此公司在 2018 年成立了联营公司德利丰和并购了粤西的食品制造公司粮丰园。子公司利口福持有德利丰 40% 股权, 合作加工饼酥馅料等烘焙食品及糕点, 在月饼季节扩充产能。

18 年 6 月底前广州酒家与粮丰园签订正式《出资协议》, 出资 7700 万元组建利口福粮丰园公司, 利口福持股 66.96%, 粮丰园持股 33.04%, 弥补食品制造业务短期产能缺口, 粮丰园主营烘焙食品, 产品包括饼酥、曲奇等, 与公司烘焙类产品重叠度较高, 快速补充产能的同时能够深度挖掘和扩展茂名、湛江、广西等周边市场。粮丰园品牌的馅料及休闲食品已走出国门远销到新加坡、马来西亚、英国、美国等地区及国家。在香港、广州、北京、上海、成都等城市设有分销商。粮丰园承诺 3 年累计净利润不低于 3500 万元。

6. 盈利预测和估值分析

基于对公司生产基地投产的假设, 我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 31.68 亿元 (+24.9%)、39.47 亿元 (+24.6%)、48.42 亿元 (+22.7%), 归母净利润分别为 4.55 亿 (+18.6%)、5.51 亿 (+20.9%)、6.46 亿 (+17.3%), 对应 EPS 分别为 1.13 元、1.36 元、1.60 元, 目前股价对应 2019-2021 年 PE 为 28.7x/23.7x/20.2x, PB 为 5.4x/4.4x/3.6x。

表 15 分业务营业收入预测

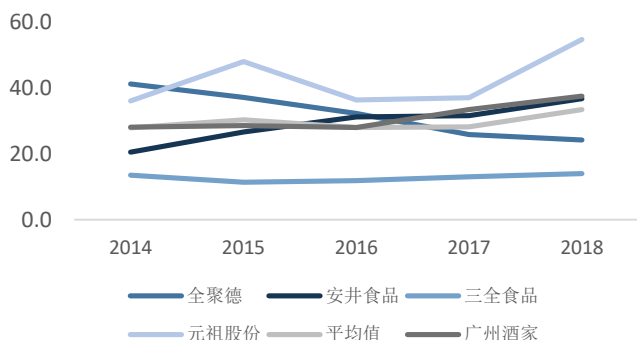
年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
食品业务					
销售收入	1,609	1,908	2,478	3,173	4,063
增长率 (YOY)	11.40%	18.55%	29.89%	28.04%	28.04%
毛利率	49.60%	51.47%	50.93%	50.55%	50.28%
销售成本	812	926	1,216	1,569	2,020
月饼销售收入	898	1038	1,297	1,607	1,991
增长率 (YOY)	12.10%	15.62%	24.90%	23.96%	23.90%
毛利率	61.50%	63.22%	63.50%	63.50%	63.70%
销售成本	345	382	473	587	723
速冻销售收入	316	410	602	824	1,122

增长率 (YOY)	22.30%	29.72%	46.87%	36.87%	36.17%
毛利率	32.90%	36.92%	36.70%	36.60%	710
销售成本	212	258	381	523	35.96%
其他食品销售收入	396	460	580	742	950
增长率 (YOY)	2.60%	25.00%	26.00%	28.00%	28.00%
毛利率	35.80%	37.00%	37.60%	38.00%	38.20%
销售成本	254	290	362	460	587
餐饮业务					
销售收入	559	601	661	740	829
增长率 (YOY)	20.80%	7.45%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	61.90%	62.71%	63.00%	63.30%	63.60%
销售成本	213.3	224.1	244.6	272	302
合计					
销售收入	2,189	2534	3168	3947	4,842
增长率 (YOY)	13.10%	15.73%	25.06%	24.57%	22.67%
销售成本小计	911	1151	1461	1841.32	2290
平均毛利率	53.20%	54.59%	53.88%	53.35%	52.70%

资料来源：公司公告，德邦研究

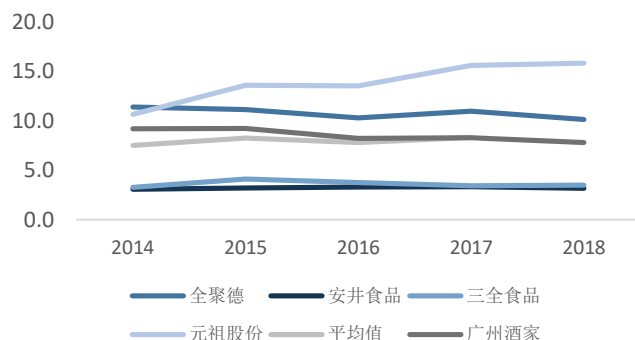
财务分析：公司业务包括餐饮和食品制造，可比公司主要有全聚德、安井食品、三全食品和元祖股份。公司的应收账款周转率、存货周转率都高于可比公司的平均值。资产负债率在可比公司中最低，而净资产收益率在可比公司最高，毛利率仅低于以月饼礼盒销售为主的元祖和全聚德，净利率为可比公司最高。

图 52 可比公司应收账款周转率 (次/年)



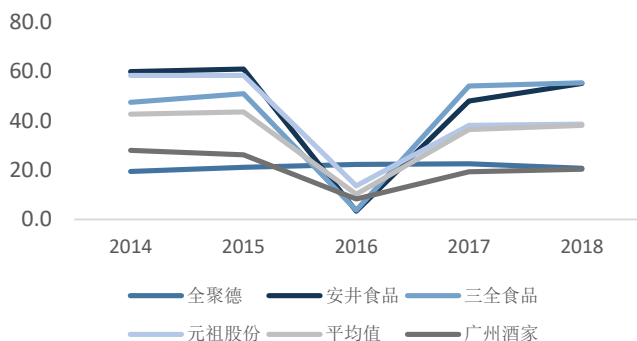
资料来源：wind，德邦研究

图 53 可比公司存货周转率 (次/年)



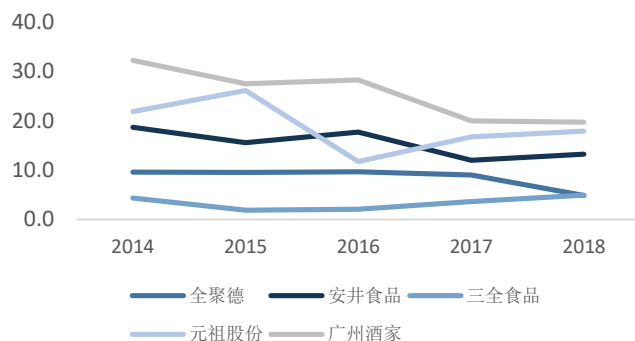
资料来源：wind，德邦研究

图 54 可比公司资产负债率 (%)



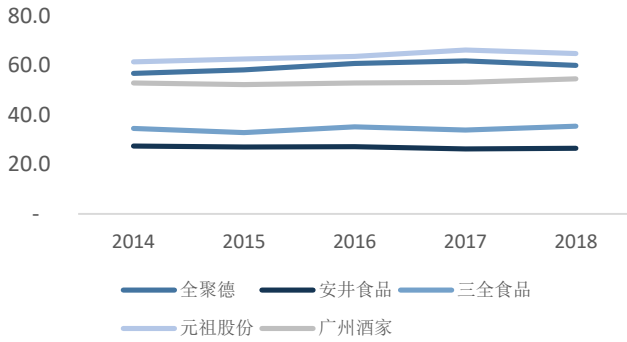
资料来源：wind，德邦研究

图 55 可比公司净资产收益率 (%)



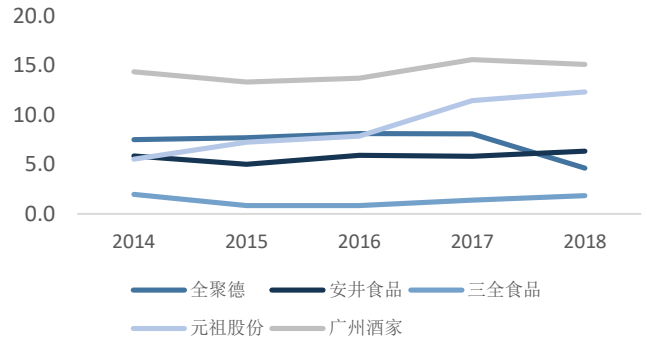
资料来源：wind，德邦研究

图 56 可比公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 德邦研究

图 57 可比公司净利率 (%)



资料来源: wind, 德邦研究

估值分析: 可比公司当前 PE (TTM) 平均值 47.7x, PB 平均值 4.4x。公司系广州餐饮老字号, 品牌力较强, 在广东省内经销商渠道具有优势, 直销电商渠道发展迅速, 省外拓展稳步推进; 公司财务表现优异, 参考可比公司估值, 首次覆盖给予公司 2019 年 35xPE, 增持评级, 合理估值为 39.55 元。

表 16 可比公司估值

证券代码	公司名称	TTM	PE		TTM	PB	
			2019E	2020E		2019E	2020E
002186.sz	全聚德	76.0	42.1	39.7	2.4		
603345.sh	安井食品	39.6	34.4	27.8	4.7	10.0	11.5
002216.sz	三全食品	69.2	51.2	37.9	3.9	2.8	3.0
603886.sh	元祖股份	22.4	19.3	16.3	4.3	6.7	7.8
603043.sh	广州酒家	31.3	28.7	23.7	6.7	5.4	4.4
	平均	47.7	35.1	29.1	4.4	6.2	6.7

资料来源: wind 一致预期, 德邦研究

风险提示: 异地扩张不及预期, 餐饮食品行业竞争加剧, 宏观经济下行。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	2537	3168	3947	4842
每股收益	0.95	1.13	1.36	1.60	营业成本	1150	1461	1841	2290
每股净资产	4.83	5.95	7.32	8.91	毛利率%	54.7	53.9	53.3	52.7
每股经营现金流	1.18	1.90	1.95	2.01	营业税金及附加	26	32	37	44
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0	1.0	1.0	0.9
价值评估 (倍)					营业费用	658	821	1022	1254
P/E	28.50	28.71	23.74	20.24	营业费用率%	25.9	25.9	25.9	25.9
P/B	5.61	5.44	4.42	3.63	管理费用	231	290	363	450
P/S	5.15	4.13	3.31	2.70	管理费用率%	9.1	9.2	9.2	9.3
EV/EBITDA	20.32	20.53	16.26	13.13	研发费用	48	63	79	97
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	1.9	2.0	2.0	2.0
盈利能力指标 (%)					EBIT	423	501	604	707
毛利率	54.7	53.9	53.3	52.7	财务费用	-23	-36	-48	-61
净利润率	15.1	14.4	13.9	13.3	财务费用率%	-0.9	-1.1	-1.2	-1.3
净资产收益率	19.7	18.9	18.6	17.9	资产减值损失	3	3	1	1
资产回报率	15.3	14.8	14.5	13.9	投资收益	13	10	8	7
投资回报率	46.7	59.9	66.7	74.2	营业利润	460	546	661	776
盈利增长 (%)					营业外收支	5	4	4	4
营业收入增长率	15.9	24.9	24.6	22.7	利润总额	464	550	665	780
EBIT 增长率	9.3	18.4	20.5	17.1	EBITDA	477	551	666	778
净利润增长率	12.8	18.6	20.9	17.3	所得税	81	93	112	132
偿债能力指标					有效所得税率%	17.5	16.9	16.9	16.9
资产负债率%	20.3	20.3	20.8	21.2	少数股东损益	-1	1	2	2
流动比率	3.8	3.7	3.5	3.5	归属母公司所有者净利润	384	455	551	646
速动比率	3.5	3.4	3.2	3.2					
现金比率	2.6	2.9	3.0	3.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1242	1751	2247	2856
应收帐款周转天数	9.8	10.3	10.1	10.2	应收款项	68	89	109	135
存货周转天数	46.7	45.8	46.1	46.0	存货	164	183	233	289
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	其它流动资产	343	161	68	75
固定资产周转率	8.0	7.1	7.1	7.7	流动资产合计	1817	2185	2657	3354
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	长期股权投资	7	7	7	7
净利润	384	455	551	646	固定资产	383	507	608	655
少数股东损益	-1	1	2	2	在建工程	100	245	390	490
非现金支出	57	53	63	72	无形资产	95	116	113	110
非经营收益	-18	0	-12	-11	非流动资产合计	686	891	1134	1278
营运资金变动	53	256	185	104	资产总计	2503	3076	3791	4632
经营活动现金流	476	766	789	813	短期借款	0	0	0	0
资产	-298	-336	-301	-211	应付账款	145	169	213	265
投资	-242	0	0	0	预收账款	95	112	142	173
其他	14	80	8	7	其它流动负债	236	314	402	512
投资活动现金流	-526	-255	-293	-204	流动负债合计	477	595	758	950
债权募资	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
股权募资	1	0	0	0	其它长期负债	32	30	30	30
其他	-143	-2	0	0	非流动负债合计	32	30	30	30
融资活动现金流	-141	-2	0	0	负债总计	508	625	788	980
现金净流量	-192	509	496	609	实收资本	404	404	404	404
					普通股股东权益	1949	2405	2955	3601
					少数股东权益	45	46	48	50
					负债和所有者权益合计	2503	3076	3791	4632

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 27 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。