

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 广州酒家 (603043.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.04.26

#### 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

《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

《20190426 广州酒家 (603043) 产品力和品牌力提升显著, 费用先行行为发展提供保障》2019.04.26

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

## 并购粤式餐饮食品老字号陶陶居, 强强联合

2019 年 7 月 8 日

- 7 月 4 日, 广州酒家公告称已于当日与广州工业发展集团有限公司 (以下简称“工业发展集团”) 签订《股权转让意向书》拟以现金方式收购后者所持广州陶陶居食品有限公司 (以下简称“陶陶居公司”) 100% 股权, 交易价格不低于经广州市国资委核准/备案的资产评估报告确定的陶陶居公司 100% 股权评估值。本次收购尚待双方有权决策机构审议通过该意向, 并签订正式协议。
- 广州酒家与陶陶居食品有望强强联合, 进一步挖掘老字号餐饮品牌价值。陶陶居公司成立于 2012 年, 为广州市人民政府通过国资持股平台及工业发展集团持股 100% 的企业 (股权结构见图 1)。其核心资产为始于 1880 年的“陶陶居”品牌, 是具有 139 年历史的中华老字号。目前陶陶居公司的收入来源主要包括: 食品销售、物业租金和品牌外部授权等; 产品包括节庆食品、特色手信、休闲食品等; 实体店包括 13 家陶陶居酒家门店, 分别位于广州、深圳和厦门; 销售渠道包括连锁门店、主流商超和淘宝、天猫、京东等各大电商平台。总体来看, 陶陶居公司从产品到销售渠道均与广州酒家“食品+餐饮”的展业模式十分契合——两者均是广式餐饮老字号企业, 均可通过“餐饮树品牌、食品创规模”的模式实现规模化和品牌化。

截至 9M2018, 陶陶居公司资产总额为 9,186.71 万元, 净资产 5,048.36 万元。1-9M2018, 其营业收入 6463.13 万元, 规模尚小; 净利润 830.79 万元, 对应净利润率 12.85%, 略低于广州酒家去年同期的 14.81%。但三大因素使我们看好本次交易方案: 首先, 陶陶居公司通过品牌授权的方式, 将除上下九本店以外的餐饮品牌连锁经营权出让于民营餐饮集团食尚国味, 协议期至 2024 年, 收益分成为收入扣点形式。随着食尚国味实控人与陶陶居公司于 2018 年 3 月合资设立广州淘淘记餐饮管理有限公司, 不排除未来双方的收益分成变更为市场化的收益分红制, 将有望进一步激发餐饮板块做大做强的决心; 其次, 在食尚国味运营期间, 陶陶居品牌的市场知名度获得了极大的提升, 2018 年当年即开出 6 家连锁门店, 并凭借极高的上座率, 被中国烹饪协会评为改革开放 40 年中国餐饮行业老字号新辉煌企业。由于陶陶居公司目前食品加工规模受限, 其食品销售业务并未获得与品牌影响力提升相匹配的收入增长。如果广州酒家成功实施并购, 将补齐陶陶居公司当前食品加工的短板, 同时丰富广州酒家的产品矩阵, 提升后者募投项目新增产能的产能利用率, 进而提升综合效率, 完善产业布局, 促进公司可持续发展。最后, 广州酒家在横向并购区域性知名品牌方面是有较丰富经验的。2018 年 5 月 9 日, 公司公告拟并购粤西知名烘焙企业粮丰园股权, 采取老企业 (广东粮丰园) 全部业务转移至新设立公司广酒粮丰园 (茂名) 的模式, 广州酒家以 7700 万元控股新公司 66.96% 的股权。该并购事宜于同年 6 月 26 日即完成, 且从近期粮丰园公司动态来看, 其月饼制造板块随着广州酒家的入主, 于 2019 年月饼季打出“大月饼”口号, 配合广州

酒家“正宗广式月饼战略”之下的广式全品类战略；其烘焙连锁板块也进入改造升级阶段。

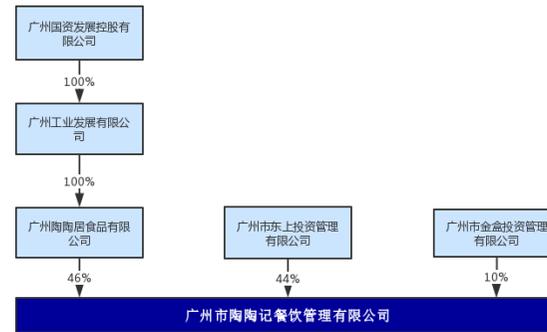
- **此次收购彰显当地政府对深化国资国企改革的支持态度。**企查查显示，工业发展集团由广州国资发展控股有限公司100%持股，广州酒家的实控人是广州市国资委（截至19Q1持股67.7%），两家公司均是国资背景。2015年，广州市出台了《关于全面深化国资国企改革的意见》，该意见明确提出，至2020年，竞争性领域的市属企业将全部实现整体上市或至少控股一家上市公司。强调加大整合重组力度，鼓励企业通过证券市场、产权市场，开展跨地区、跨所有制的开放性联合重组。希望通过5年的努力，让上市公司成为国有企业的基本组织形式，省属企业资产证券化率由现在的20%上升到60%，主营业务完全实现整体上市。2018年8月，广州市颁布《关于市属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》。未来三年，广州市国资委直接监管的市属国有企业总数将由33户调整至20户左右。本次股权收购符合深化国资国企改革的工作部署要求，符合公司战略发展规划。
- **公司跨区域发展初见成效，欲携手新品牌开拓省外市场。**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。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。食品制造方面，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。陶陶居官网称，2019年重点规划拓展深圳两家门店，上海两家门店，打算在上海浦东新区开出一家，随后品牌将北上开店。同时，陶陶居的月饼可利用广州酒家新布局产能，提高利用率。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，携手“陶陶居”新品牌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。
- **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7月5日收盘价PE分别为28x，25x和20x。
- **风险因素：**1) 并购事项尚未确定并购金额及其他细节，存在不确定性；2) 跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；5) 员工激励机制有待加强；6) 食品安全，特别是非洲猪瘟相关风险；7) 项目达产不及预期；8) 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)	38	33	28	25	20
市净率 P/B(倍)	26.95	24.66	21.52	16.82	13.42

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 7 月 5 日收盘价

图 1 陶陶居股权结构图（截至 19Q1）



资料来源：企查查，信达证券研发中心

图 2 粮丰园大月饼系列



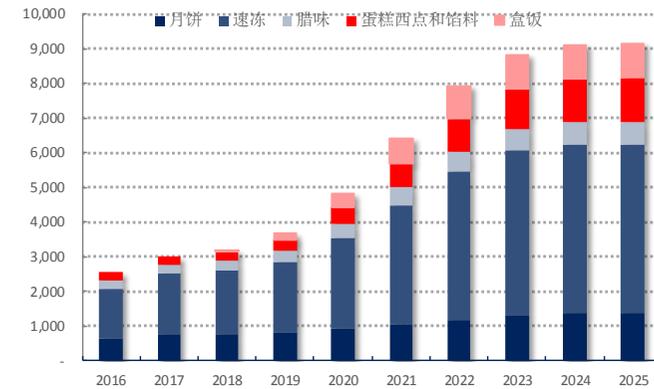
资料来源：粮丰园官方微信，信达证券研发中心

图 3 粮丰园门店效果图



资料来源：粮丰园官方微信，信达证券研发中心

图 4 扩产后未来五年公司产能有望翻倍（万 kg）



资料来源：万得，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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2,124.14	2,502.64	2,847.19	3,419.91	4,153.35
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	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	38	33	28	25	20
P/B	7.50	6.55	5.71	4.64	3.77
EV/EBITDA	26.95	24.66	21.52	16.82	13.42

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	415.61	464.43	541.25	686.34	852.90
所得税	73.87	81.07	93.37	171.59	213.22
<b>净利润</b>	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
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金流净增加额</b>	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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。