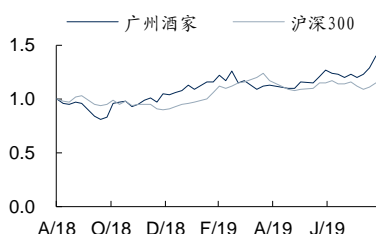


证券研究报告—动态报告
社会服务
餐饮
广州酒家(603043)
买入
2019年半年报点评

(维持评级)

2019年08月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	404/126
总市值/流通(百万元)	14,431/4,483
上证综指/深圳成指	2,897/9,363
12个月最高/最低(元)	35.86/19.62

相关研究报告:

《广州酒家-603043-深度报告:老骥伏枥,迎接新成长》——2019-08-09

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

联系人:姜甜

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
中报业绩平稳,产能扩张进行时助推明后年成长
● 中报业绩增长10%,基本符合预期

上半年,公司实现营收9.51亿元,同增20.22%,实现归母业绩0.64亿元,同增10.19%,扣非后业绩0.51亿元,同比减少4.98%,EPS0.16元,基本符合预期。上半年经营活动产生的净现金流2.33亿元,同比增长34.42%。

● 预收款显示收入趋势良好,产能扩张前期费用影响短期业绩增速

上半年,公司食品收入5.90亿元/+23.40%,其中速冻+22.77%,月饼淡季基数下+107.99%,其他+17.63%,餐饮收入增长14.01%,增势良好。公司省内/省外销售各增17.64%/45.34%,省外销售发力明显。公司中报预收款3.83亿元(月饼为主),同增32.90%,存货2.34亿元,同增42.79%,叠加经营净现金流增34%,虽有今年中秋时间略提前10天影响,但也反应月饼后续销售趋势较有支撑。上半年公司毛利率47.78%,同比微增0.05pct。但是,公司期间费率增加1.51pct,其中研发费率大增2.28pct(孵化新产品),管理和财务费率各增0.24/0.23pct,销售费率降低1.24pct,相对控制。总体来看,由于公司后续产能扩张带来前期费用增加,部分影响了短期业绩增速。

● 预计19年平稳增长,产量扩张进行时助力明后年增长提速

今年系公司承前启后关键一年,短期有新基地上线费用增加压力,但产能扩张后有望打开成长新空间。受月饼主业季节性影响,公司中报业绩仅占其全年业绩10-15%,下半年尤其三季报至关重要。结合中报预收款、现金流等表现,兼顾股权激励行权要求(19-21年扣非业绩增长 \geq 10%),我们预计全年平稳增长。8月16日,湘潭一期建成投产,8月20日,梅州基地正式开工,预计明年下半年前建成投产,明后年产能有望增长70-100%,叠加产品研发创新,与上下游供应商设立合资公司,省内外渠道共同发力,整合陶陶居带来多品牌成长,公司明后两年增长有望明显提速。长线来看,依托餐饮基础聚焦速冻粤式点心错位竞争,通过品类丰富和跨区域扩张,有望带来长期成长想象空间。

● 风险提示:

食品卫生安全风险;产能上线、收购整合、政策或所得税优惠可能低于预期等。

● 扩产能蓄势待发,“跨区域+创产品+新整合”助成长,维持“买入”

维持19-21年EPS为1.11/1.36/1.65元,对应PE32/26/21x。公司已逐步进入产能释放高峰期,依托跨区域扩张、产品创新&提价能力、整合陶陶居月饼发力等业绩增长持续有支撑,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,189	2,537	2,926	3,568	4,329
(+/-%)	13.1%	15.9%	15.3%	22.0%	21.3%
净利润(百万元)	340	384	447	548	665
(+/-%)	27.6%	12.8%	16.3%	22.6%	21.5%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.95	1.11	1.36	1.65
EBIT Margin	17.7%	18.6%	16.6%	16.8%	16.7%
净资产收益率(ROE)	20.0%	19.7%	20.1%	21.5%	23.1%
市盈率(PE)	41.9	37.2	31.9	26.1	21.4
EV/EBITDA	35.0	29.1	27.7	22.4	19.0
市净率(PB)	8.37	7.32	6.43	5.60	4.96

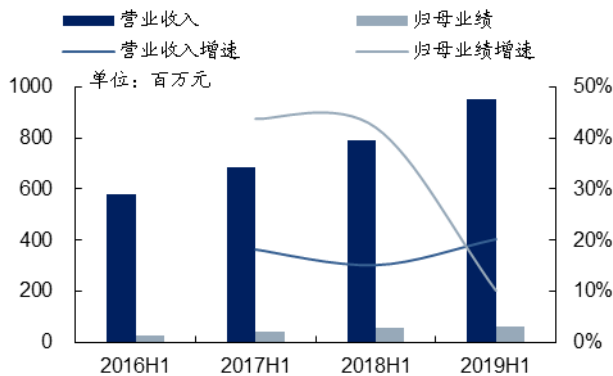
资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

中报业绩增长 10%，基本符合预期

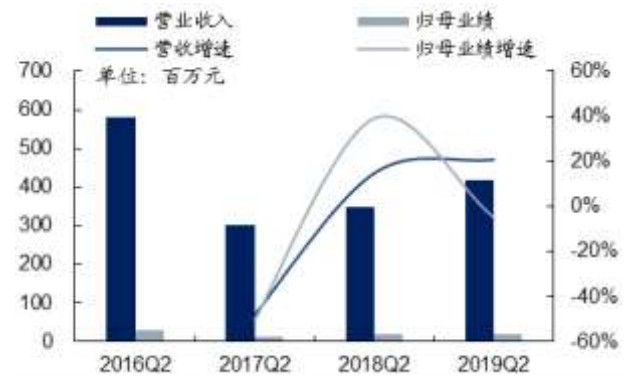
上半年，公司实现营收 9.51 亿元，同增 20.22%，实现归母业绩 0.64 亿元，同增 10.19%，扣非后业绩 0.51 亿元，同比减少 4.98%，EPS0.16 元，基本符合预期。Q2 单季，公司实现营收 4.19 亿元，同比增长 20.77%；实现归母业绩 1879 万元，同比下滑 4.92%。上半年经营活动产生的净现金流 2.33 亿元，同比增长 34.42%。

图 1: 公司 2019 年上半年业绩增长 10%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 2019Q2 营收同增 21%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

预收款显示收入趋势良好，产能扩张前期费用影响短期业绩增速

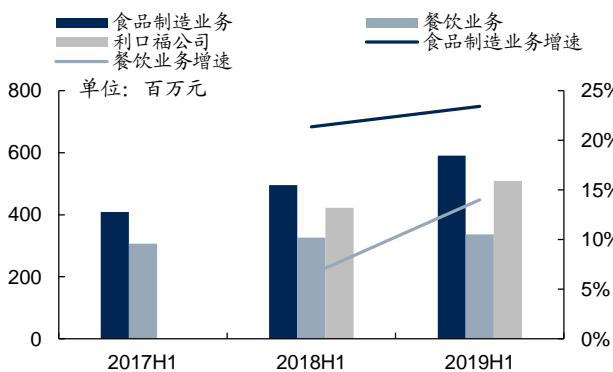
收入端趋势良好。上半年，公司食品收入 5.90 亿元/+23.40%，其中速冻+22.77%，月饼淡季低基数下+107.99%，其他+17.63%，餐饮收入增长 14.01%，保持良好增长。公司省内/省外销售各增 17.64%/45.34%，省外销售发力明显。同时，公司上半年直销增长 18.15%，经销增长 21.42%。上半年公司毛利率 47.78%，同比微增 0.05pct，保持平稳。

表 1: 公司 2019 年上半年各业务增长情况

产品	2019H1	2018H1	同比增速
月饼系列产品	3,421.19	1,644.88	107.99%
速冻食品	25,955.46	21,141.68	22.77%
其他产品	30,258.72	25,723.10	17.63%
餐饮业	33,737.09	29,590.09	14.01%
合计	93,372.47	78,099.76	19.56%

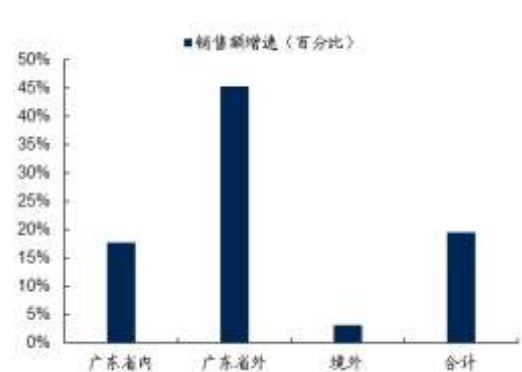
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分业务增长趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司省内外销售增长情况

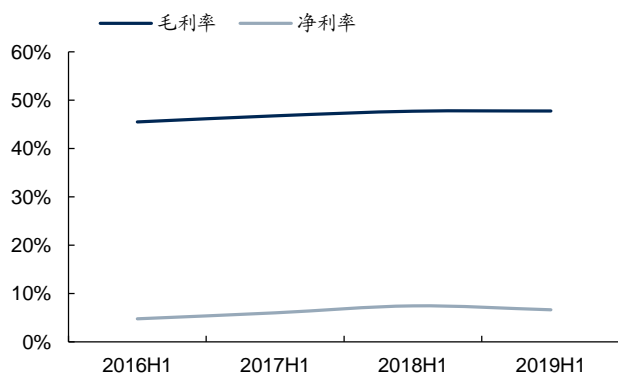


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

展望下半年，公司中报预收款 3.83 亿元（月饼为主），同增 32.90%，存货 2.34 亿元，同增 42.79%，叠加经营净现金流增 34.42%，虽有今年中秋时间略提前 10 天影响，但也反应月饼后续销售趋势较有支撑。

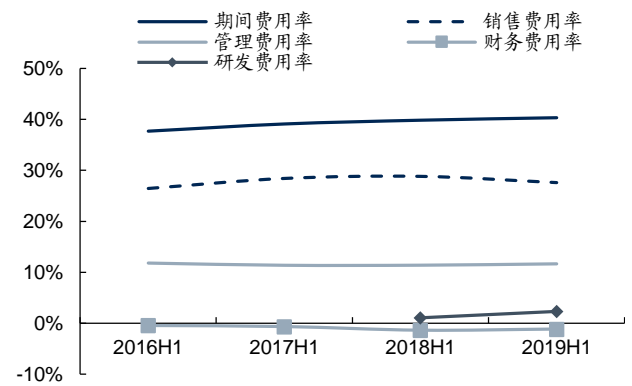
但是，公司期间费率增加 1.51pct，其中研发费率大增 2.28pct（孵化新产品），管理和财务费率各增 0.24/0.23pct（管理费用提升主要来自人工成本增加及股权激励费用增加），销售费率降低 1.24pct，相对控制。总体来看，由于公司后续产能扩张带来前期费用增加（为了后续产能上线丰富产品的研发费用增加，新产能基地的人员等前期费用等），加之上半年本身业绩基数相对较小，从而部分影响了短期业绩增速。子公司层面，利口福公司收入 5.09 亿元/+20.73%，业绩 0.18 亿元/-14.46%，湘潭、粮丰园、德利丰等新产能基地略有亏损，也印证了这一点。

图 5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

预计 19 年业绩平稳增长，产量扩张进行时助力明后年增长提速

今年系公司承前启后关键一年，短期有新基地上线致费用增加压力，但产能扩张后收入明后年成长空间可期。受月饼主业季节性影响，公司上半年业绩一般仅占其全年业绩的 10-15%，下半年尤其三季报对全年业绩影响显著（Q3 业绩占比约 46-62%）。结合中报预收款、现金流等表现以及对公司的持续跟踪，兼顾公司股权激励行权要求（19-21 收入、扣非业绩环比增速不低于 10%），我们预计 2019 年全年保持平稳增长。

公司未来 2-3 年逐步进入产能释放的高峰期。2019 年 8 月 16 日，湘潭一期已成功建成开始投产，8 月 20 日，梅州基地正式开工，预计明年下半年前建成投产，同时，广酒粮丰园生产基地、利口福公司生产基地改造升级工作亦稳步推进。综合来看，明后年公司产能有望增长 70-100%。与此同时，公司持续强化速冻&月饼产品持续研发创新，上下游供应商设立合资公司，加强对产业链关键环节的掌控，线上线下省内外渠道共同发力，整合陶陶居带来多品牌成长背景下，公司明后两年收入业绩增长有望明显提速。长线来看，依托粤式点心基础，在产能支撑的情况下，公司未来速冻聚焦粤式点心品类错位竞争，通过品类的不断丰富和跨区域扩张，有望带来长期成长想象空间。

产能扩张蓄势待发，“跨区域+创产品+新整合”助力成长，维持“买入”

维持 19-21 年 EPS 为 1.11/1.36/1.65 元，对应 PE32/26/21x。公司已逐步进入产能释放高峰期，依托跨区域扩张、产品创新&提价能力、整合陶陶居月饼发力等业绩增长持续有支撑，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全、卫生风险；新产能上线、收购整合、政策及所得税优惠可能低于预期等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-8-27	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	95.57	1.61	2.31	2.57	59.29	41.41	37.25	11.49
300144	宋城演艺	买入	25.90	0.89	0.91	0.96	29.23	28.32	26.93	4.44
603043	广州酒家	买入	35.32	0.95	1.11	1.36	37.18	31.82	25.97	7.32
002607	中公教育	增持	15.23	0.19	0.29	0.39	81.47	53.22	38.73	31.80
600258	首旅酒店	买入	15.78	0.88	0.93	1.12	18.02	17.04	14.08	1.91
600754	锦江股份	买入	22.95	1.13	1.18	1.34	20.31	19.40	17.13	1.74
002621	美吉姆	增持	12.38	0.05	0.31	0.39	231.85	40.37	31.75	6.08
300662	科锐国际	买入	32.87	0.65	0.82	1.07	50.28	40.15	30.81	8.13
002707	众信旅游	增持	5.39	0.04	0.27	0.33	131.46	20.21	16.57	2.23
000796	凯撒旅游	增持	6.57	0.24	0.36	0.42	27.17	18.28	15.71	2.38
600138	中青旅	买入	12.52	0.83	0.84	0.94	15.17	14.98	13.28	1.48
002159	三特索道	买入	14.82	0.97	0.28	0.54	15.25	52.17	27.43	2.14
603136	天目湖	增持	21.61	1.29	1.46	1.76	16.75	14.80	12.28	3.04
600054	黄山旅游	增持	9.20	0.78	0.53	0.57	11.80	17.32	16.00	1.64
000888	峨眉山A	增持	5.93	0.40	0.41	0.44	14.93	14.32	13.48	1.32
000978	桂林旅游	增持	5.37	0.22	0.16	0.25	24.05	34.07	21.46	1.23
002033	丽江旅游	增持	5.95	0.35	0.28	0.31	17.06	21.48	19.21	1.34

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1242	1137	1476	1982	营业收入	2537	2926	3568	4329
应收款项	88	101	123	149	营业成本	1150	1342	1665	2029
存货净额	164	190	235	287	营业税金及附加	26	34	41	50
其他流动资产	323	380	310	216	销售费用	658	752	903	1095
流动资产合计	1817	1808	2145	2635	管理费用	231	313	360	434
固定资产	483	756	883	900	财务费用	(23)	(30)	(31)	(43)
无形资产及其他	95	91	88	84	投资收益	13	23	30	38
投资性房地产	101	101	101	101	资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	7	207	208	209	其他收入	(44)	0	0	(0)
资产总计	2503	2963	3424	3928	营业利润	460	536	658	800
短期借款及交易性金融负债	0	84	1	0	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	145	171	287	350	利润总额	464	541	663	805
其他流动负债	331	406	492	599	所得税费用	81	95	116	141
流动负债合计	477	660	780	950	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	384	447	548	665
其他长期负债	32	41	54	55					
长期负债合计	32	41	54	55	现金流量表 (百万元)				
负债合计	508	701	834	1005	净利润	384	447	548	665
少数股东权益	45	45	44	44	资产减值准备	2	3	1	0
股东权益	1949	2217	2546	2879	折旧摊销	36	55	73	84
负债和股东权益总计	2503	2963	3424	3928	公允价值变动损失	3	2	2	2
					财务费用	(23)	(30)	(31)	(43)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(194)	14	220	188
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(2)	(3)	(1)	(1)
每股收益	0.95	1.11	1.36	1.65	经营活动现金流	229	517	843	939
每股红利	0.35	0.44	0.54	0.82	资本开支	(237)	(328)	(200)	(100)
每股净资产	4.83	5.49	6.30	7.13	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	21%	19%	23%	29%	投资活动现金流	(237)	(528)	(201)	(101)
ROE	20%	20%	22%	23%	权益性融资	1	0	0	0
毛利率	55%	54%	53%	53%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(143)	(179)	(219)	(333)
EBITDA Margin	20%	18%	19%	19%	其它融资现金流	101	84	(83)	(0)
收入增长	16%	15%	22%	21%	融资活动现金流	(183)	(95)	(302)	(333)
净利润增长率	13%	16%	23%	21%	现金净变动	(192)	(106)	340	506
资产负债率	22%	25%	26%	27%	货币资金的期初余额	1434	1242	1137	1476
息率	1.0%	1.3%	1.5%	2.3%	货币资金的期末余额	1242	1137	1476	1982
P/E	37.2	31.9	26.1	21.4	企业自由现金流	(5)	141	588	767
P/B	7.3	6.4	5.6	5.0	权益自由现金流	96	249	530	802
EV/EBITDA	29.1	27.7	22.4	19.0					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032