

证券研究报告

公司研究——中报点评

广州酒家 (603043.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.07.08

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

《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, 费用先行发展提供保障》2019.04.26

《20190708 广州酒家 (603043) 并购粤式餐饮食品老字号陶陶居, 强强联合》2019.07.08

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

淡季收入增速加快但费用承压, 持续关注后续业务整合

2019年8月30日

公司2019年8月28日发布2019年半年报, 1H2019公司营业收入9.51亿元, 同比增长20.22%; 归母净利润6430万元, 同比增长10.19%; 扣非后归母净利润5130万元, 同比下降4.98%。对应毛利率47.78%、营业利润率8.85%、净利润率6.66%。2Q2019单季, 公司实现营业收入4.19亿元, 同比增长20.77%, 增速环比加快; 归母净利润1879万元, 同比下降4.92%; 扣非后归母净利润943万元, 同比下降41.75%。对应毛利率48.60%、营业利润率6.30%、净利润率4.37%。

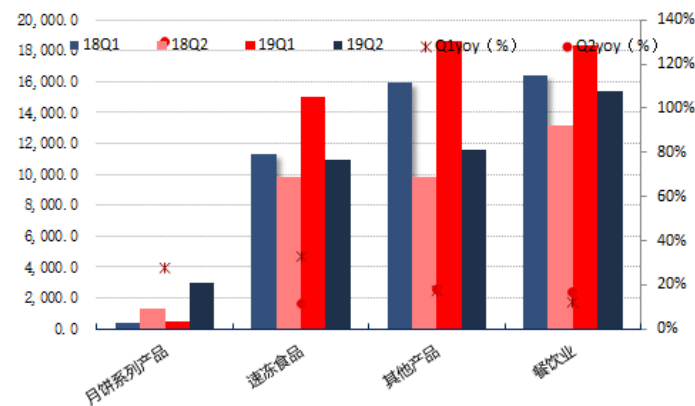
- **2 季度相对淡季, 但收入增速仍然保持较高增长。**1H2019, 公司食品制造业务实现营业收入5.90亿元, 同比增长23.40%, 餐饮服务业务实现营业收入3.37亿元, 同比增长14.01%。由于上半年为月饼销售淡季, 公司主营业务构成占比最大的板块依次为餐饮(36.1%)、其他(饼酥和腊味)(32.4%)、速冻(27.8%)和月饼(3.7%)。分季度来看, 餐饮、其他(饼酥和腊味)、速冻、和月饼板块1Q/2Q2019分别对应收入增速12.06%/16.44%、17.29%/18.19%、32.69%/11.40%和27.50%/130.20%; 餐饮板块门店数量增加提振收入, 速冻板块则收缩外协粽子产能, 进一步聚焦主业。从区域市场来看, 截止1H2019, 公司广东省内和省外收入占比分别为88.3%和9.8%, 后者较去年同期增长1.7个百分点, 省外业务规模进一步扩大; 1Q/2Q2019, 广东省内和省外的收入增速分别是17.33%/18.05%和51.98%/37.99%。随着3季度月饼销售旺季到来, 我们判断公司的收入增速仍将维持较快增长, 主要依据是公司的预收款规模增速亮眼。截止1H2019, 公司的预收款规模达到3.83亿元, 较去年同期的2.88亿元同比增长32.90%。
- **毛利率持续提升但期间费用小幅攀升导致业绩短期承压。**分季度来看, 公司1Q2018-2Q2019毛利率分别为47.68%/47.81%/59.58%/53.61%/47.14%/48.60%, 同比变动为+1.28/+0.56/+0.72/+3.16/-0.54/+0.79个百分点, 2Q毛利率上行主要因毛利率较高的月饼板块收入占比提升所致。但公司期间费用率提升幅度更为明显, 1H2019, 公司四项费用率为40.32%, 同比增长1.51个百分点。分拆来看, 销售费用2.62亿元, 同比增长15.06%, 销售费用率27.58%, 同比变动-1.18个百分点; 管理费用1.11亿元, 同比增长34.85%, 管理费用率11.64%, 同比变动+0.24个百分点; 研发费用2169万元, 同比增长167.55%, 研发费用率2.28%, 同比提升1.26个百分点。研发费用的增加主要系公司继续加大新品开发力度, 研发上市新品所致。
- **产能投放符合预期, 后续还看并购项目整合形成合力。**公司继续坚持“餐饮立品牌, 食品创规模”的发展方向, 抓住全国食品制造行业快速发展的机遇, 充分调动资源, 结合原材料及销售等区位优势, 落子湘潭及梅州生产基地项目, 同时顺利完成了粤西地区粮丰园项目的并购工作。一方面开启跨区域产能联动布局, 分区域突出功能定位, 深化协同联动, 提高管控效率。另一方面, 拟通过新基地的建设, 推进智能制造, 提升智能化生产水平, 实现生产水平的提高。未来,

随着新基地的投入及产能的释放，公司产品将进一步向粤东、粤西、华中以及华东等地区辐射延伸，逐步向全国拓展。除了产能投放之外，公司另一看点在于其并购整合能力。公司 2018 年陆续战略性投资了广州德利丰 40%及粮丰园食品 66.96%的股份，意在进一步充实其月饼及饼酥的产能和覆盖市场（粮丰园为茂名当地知名饼屋）。截止 1H2019，两家公司净利润分别为-58.06 万元和-648.24 万元，我们预计随着下半年月饼业务放量，其对应亏损均将有所减少。也正是看重粮丰园的后续发展，公司 2019 年 7 月决议以不超过 2,650.75 万元追加收购粮丰园 23.05%股权，交易估值 1.15 亿元。2019 年 8 月，公司又完成了对广州市国资管理集团下属陶陶居食品的 2 亿元收购，本次收购是以“餐饮立品牌，食品创规模”为发展方向，继续落实公司“食品+餐饮”双轮驱动战略的具体举措之一。广州酒家通过本次交易取得“陶陶居”优质品牌后，有利于公司进一步扩充食品及餐饮平台的老字号品牌，与公司原有品牌形成互补并产生协同效应，增强核心竞争力，最大化公司股东利益。

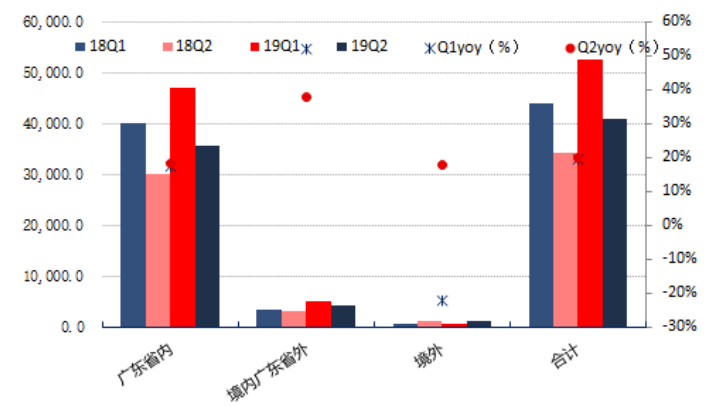
- **盈利预测与评级：**我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 31.44/37.39/46.74 亿元，增速分别为 23.91%/18.95%/24.99%；归母净利润分别为 4.49/5.15/6.41 亿元，增速分别为 16.83%/14.93%/24.27%；按公司目前股本计算摊薄 EPS 分别为 1.11 元/1.28 元/1.59 元；对应 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 31x，27x 和 22x。
- **风险因素：**1) 跨省经营有待考验；2) 人力成本密集，自动化率有待提高；3) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；4) 员工激励机制有待加强；5) 食品安全，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)	40	36	31	27	22
市净率 P/B(倍)	8.08	7.07	6.16	5.01	4.06

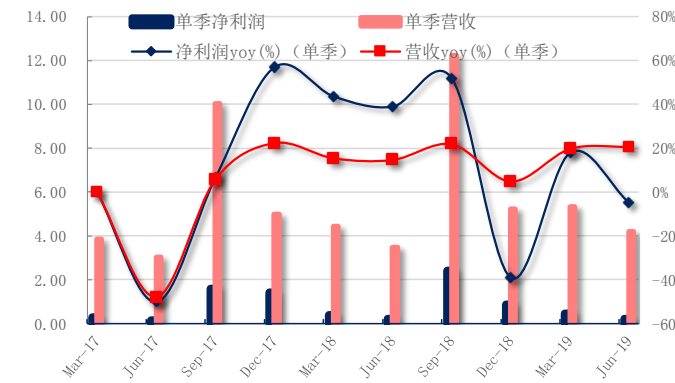
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 8 月 29 日收盘价

图 1 公司 1H2018vs1H2019 主营收入构成及增速 (万元, %)


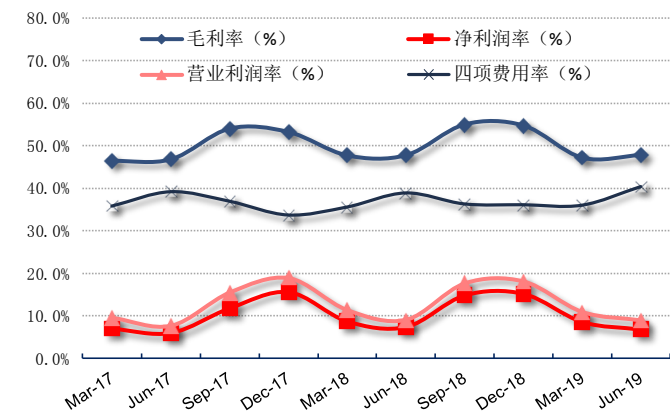
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2 公司 1H2018vs1H2019 分地区收入及增速 (万元; %)


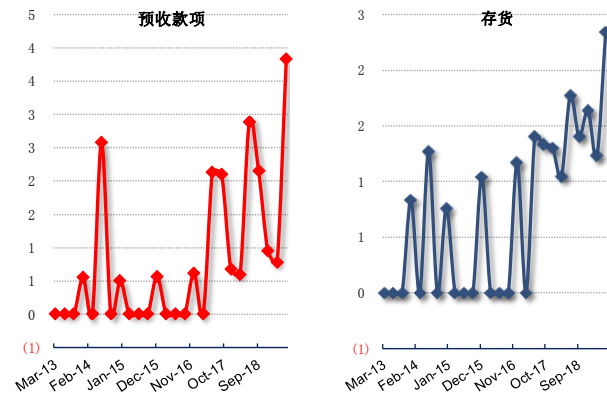
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3 公司 1Q2017-2Q2019 单季度收入及净利润变化亿元, (%)


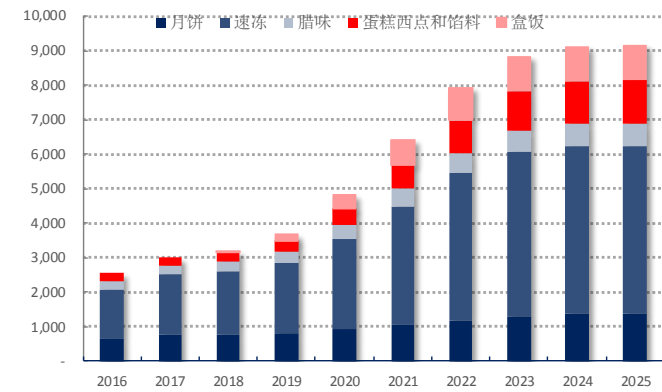
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 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 2013 年至今，公司预收款项及存货变化情况（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

图 6 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	40	36	31	27	22
P/B	8.08	7.07	6.16	5.01	4.06
EV/EBITDA	29.06	26.60	23.21	18.14	14.47

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。