

# 广州酒家 (603043)

证券研究报告

2020年03月23日

## 扩产能、拓渠道，老字号踏上新征程

**老字号食品餐饮企业，增长稳健未来可期。**公司成立于1935年，是“中华老字号”食品餐饮集团，以经营传统粤菜驰名，享有“食在广州第一家”美誉。公司主营食品制造与餐饮两项业务，产品涵盖中秋月饼、速冻食品、秋之风腊味、西饼面包、方便食品等八大系列上百个品种。

**食品制造业为主导，餐饮业协同发展。食品制造业方面**，月饼为公司核心产品，销量位居全国三甲，旗下拥有覆盖珠三角地区的超200家饼屋门店；速冻食品系公司重点拓展的常态产品，近两年增速较快，能够平滑月饼、腊味等产品带来的季节性波动；其他食品包括腊味、西点、酥饼等，是公司多元化经营发展基础。**餐饮业方面**，品牌在广州地区知名度高，门店扩张稳步推进，增长稳健。

**扩产能、拓渠道、重研发，长期发展潜力逐渐释放。**1) **扩产能**：公司积极拓展食品生产基地，打破产能瓶颈，随着产能逐渐释放，产品销量有望快速提升；2) **拓渠道**：线下向珠三角地区快速拓张，线上完善电商平台，线下渠道建设同步进行彰显全国扩张决心；3) **重研发**：公司持续投入研发，形成“创新支撑业绩、业绩反哺创新”良性循环。

**投资建议**：公司深耕食品制造与餐饮服务业，“中华老字号”品牌具备较强影响力。随着公司产能释放提振产品销量，渠道建设迈出辐射全国第一步，持续投入研发保障产品不断创新，公司未来发展值得期待。我们预计公司19-21年EPS为1.07元/股、1.17元/股、1.55元/股，对应PE分别为26X、24X、18X，参考行业可比公司平均估值水平，给予公司21年24-25倍PE，对应目标价区间为37.20-38.75元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示**：单一产品依赖风险，销量增长不及预期，行业竞争加剧风险

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	27.63元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	404.00
流通A股本(百万股)	125.51
A股总市值(百万元)	11,162.41
流通A股市值(百万元)	3,467.76
每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	34.21
一年内最高/最低(元)	36.46/23.95

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**刘畅** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,189.21	2,537.13	3,009.15	3,413.10	4,412.72
增长率(%)	13.08	15.89	18.60	13.42	29.29
EBITDA(百万元)	422.38	517.10	514.61	561.71	742.97
净利润(百万元)	340.37	383.91	434.23	474.47	627.26
增长率(%)	27.62	12.79	13.11	9.26	32.20
EPS(元/股)	0.84	0.95	1.07	1.17	1.55
市盈率(P/E)	32.79	29.08	25.71	23.53	17.80
市净率(P/B)	6.55	5.73	5.07	4.50	3.93
市销率(P/S)	5.10	4.40	3.71	3.27	2.53
EV/EBITDA	15.11	18.65	18.37	16.48	11.93

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 老字号食品餐饮企业，增长稳健未来可期 .....	4
1.1. 股权相对集中，股权激励激发活力 .....	4
1.2. 营收业绩增长提速，盈利能力趋于提升 .....	5
2. “食品+餐饮”双轮驱动，老字号品牌优势显著 .....	9
2.1. 食品制造业：以月饼为核心，新品类带来新活力 .....	9
2.1.1. 月饼系列产品：核心产品，季节性强 .....	9
2.1.2. 速冻食品：重点拓展常态产品 .....	11
2.1.3. 其他食品：多元化发展 .....	12
2.2. 餐饮业：老字号粤菜品牌，门店扩张稳步推进 .....	13
3. 扩产能、拓渠道、重研发，长期发展潜力逐渐释放 .....	15
3.1. 打破产能瓶颈，销量增长可期 .....	15
3.2. 发力渠道扩张，线上线下协同发展 .....	15
3.3. 产品创新促发展，研发实力行业领先 .....	16
4. 盈利预测 .....	18
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

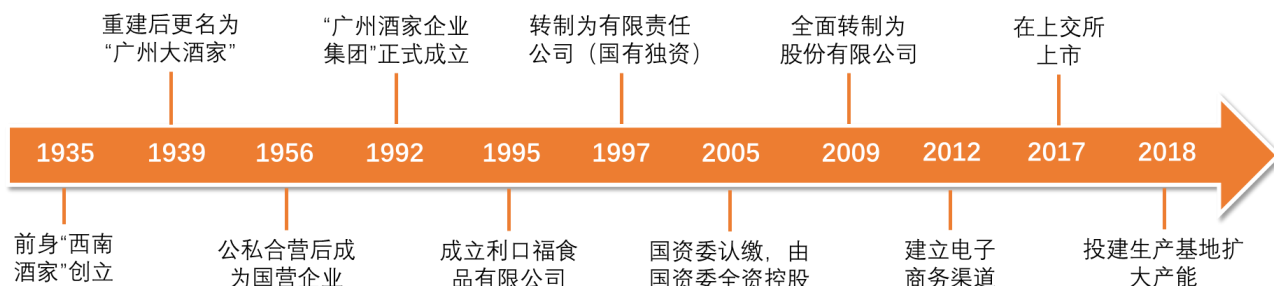
图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	4
图 3：公司营业收入增长稳健 .....	6
图 4：归母净利润增速逐年提升 .....	6
图 5：公司营收净利季节性显著（2018） .....	6
图 6：食品制造业务收入 .....	6
图 7：餐饮业务收入 .....	6
图 8：食品制造业贡献公司主要营收（2018） .....	7
图 9：分业务营收增速 .....	7
图 10：公司收入地域分布（2018） .....	7
图 11：毛利率呈上升趋势 .....	7
图 12：分业务毛利率 .....	7
图 13：公司费用率逐年提升 .....	8
图 14：公司期间费用率低于行业平均水平 .....	8
图 15：广式月饼接受程度最高（2017） .....	9
图 16：月饼市场销售额回暖 .....	9
图 17：月饼销量变化情况 .....	10
图 18：中低价位月饼销售占比增加 .....	10
图 19：月饼系列产品收入 .....	10
图 20：月饼系列产品销量 .....	10
图 21：速冻食品行业发展历程 .....	11

图 22: 速冻食品市场规模已破千亿元	11
图 23: 中国人均速冻食品消费量与发达国家差距较大 (2017)	11
图 24: 速冻米面食品产量	12
图 25: 速冻米面食品市场较为集中 (2017)	12
图 26: 速冻食品市场规模增长较快	12
图 27: 速冻食品销量快速增长	12
图 28: 腊味及其他食品收入	12
图 29: 餐饮业规模超 4 万亿	13
图 30: 研发投入占营收比例持续提升	17
表 1: 股权激励行权条件	5
表 2: 激励对象获授情况	5
表 3: 公司主要竞争对手情况	10
表 4: 餐饮业主要竞争对手	13
表 5: 餐饮门店经营情况 (2016, 万元, 次/天)	14
表 6: 公司上市前产能利用率、产销率已到达天花板 (2016 年)	15
表 7: 广州项目达产情况 (单位: 万 kg)	15
表 8: 湘潭、梅州项目新增产能 (吨/年)	15
表 9: 计划开业直营店类型	16
表 10: 门店开业计划	16
表 11: 电商仓库建设辐射全国	16
表 12: 研发投入的行业对比 (2018)	17
表 13: 公司盈利预测基本假设	18
表 14: 可比公司 PE 估值情况	18

## 1. 老字号食品餐饮企业，增长稳健未来可期

公司成立于 1935 年，是“中华老字号”食品餐饮集团，以经营传统粤菜驰名，享有“食在广州第一家”的美誉。公司主营食品制造与餐饮两项业务，产品涵盖中秋月饼、速冻食品、秋之风腊味、西饼面包、方便食品等八大系列上百个品种。

图 1：公司发展历程

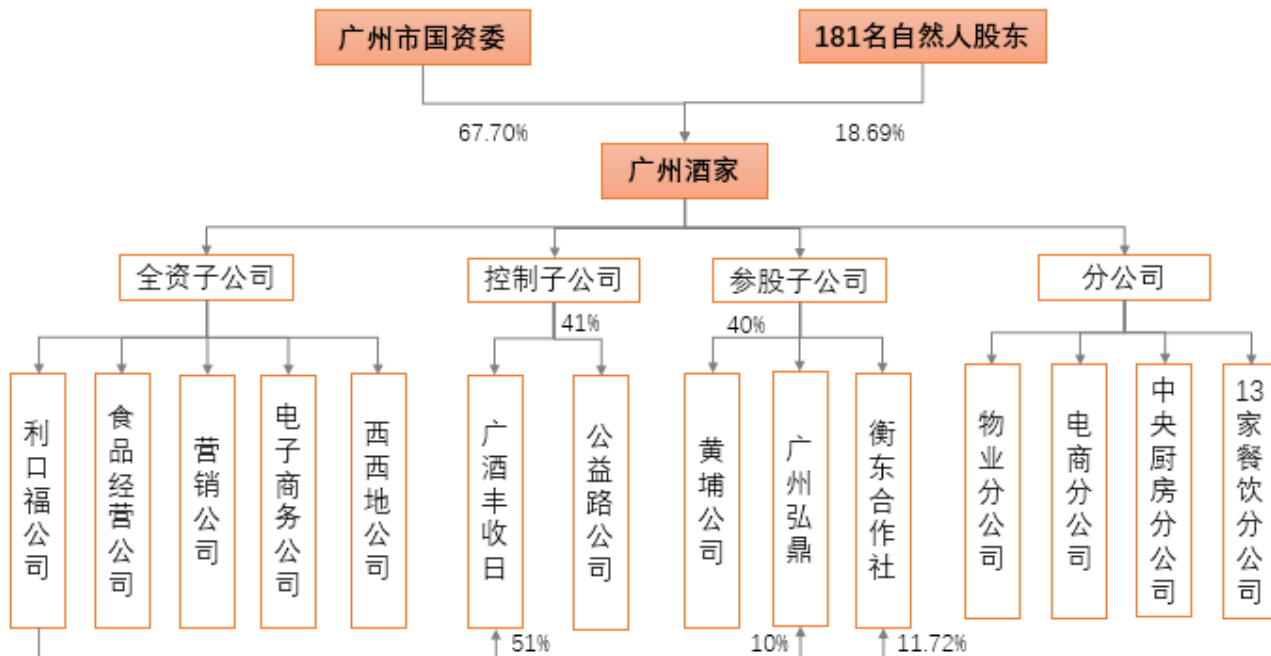


资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

### 1.1. 股权相对集中，股权激励激发活力

公司股权较为集中，控股股东、实际控制人为广州市国资委，持股比例为 67.7%，其他 181 位公司自然人发起人持股合计 18.69%。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**股权激励绑定管理层利益，激发企业活力。**公司于 2018 年 3 月公告股权激励计划，并于 11 月完成第一期股票期权授予，激励对象包括 255 名管理人员、核心骨干，行权价格为 17.86 元/股。公司股权激励行权考核年度为 2019-2021 年，行权条件为年营收、净利润增长率不低于 10%，加权 ROE 不低于 16%，且现金分红比例不低于 30%。股权激励使得管理层利益与公司经营效益趋于一致，将有效激发员工积极性，利好公司长期发展。

表 1：股权激励行权条件

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	(1) 2019 年公司实现的净利润与 2018 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 年实现的净利润不得低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计净利润的简单算术平均值； (2) 2019 年公司实现的营业收入与 2018 年相比增长率不低于 (含) 10%且当年度营业收入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； (3) 2019 年公司的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； (4) 2019 年度公司现金分红比例不低于 (含) 30%。
第二个行权期	(1) 2020 年公司实现的净利润与 2019 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； (2) 2020 年公司实现的营业收入与 2019 年相比增长率不低于 (含) 10%且当年度营业收入实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值； (3) 2020 年公司的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； (4) 2020 年度公司现金分红比例不低于 (含) 30%。
第三个行权期	(1) 2021 年公司实现的净利润与 2020 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； (2) 2021 年公司实现的营业收入与 2020 年相比增长率不低于 (含) 10%且当年度营业收入实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值； (3) 2021 年公司的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； (4) 2021 年度公司现金分红比例不低于 (含) 30%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：激励对象获授情况

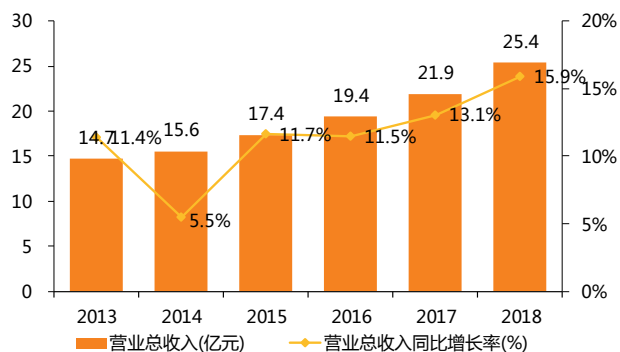
姓名	职位	获授股票期权数量 (万份)	占授予总数比例	占当前总股本比例
李立令	副总经理、董事会秘书	9.00	2.24%	0.0223%
潘建国	副总经理	5.00	1.24%	0.0124%
卢加	财务总监	5.00	1.24%	0.0124%
中层管理人员、核心骨干 (共 252 人)		382.95	95.28%	0.9478%
<b>合计</b>		<b>401.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>0.9949%</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 营收业绩增长提速，盈利能力趋于提升

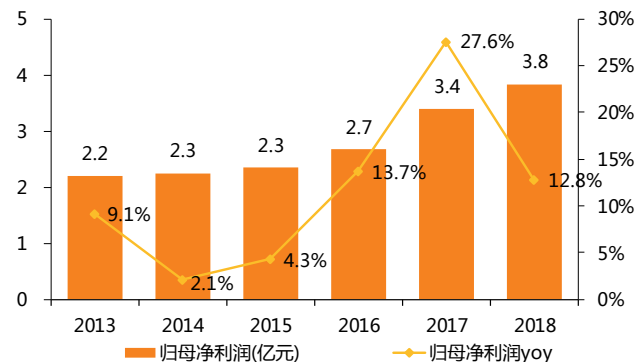
**营收业绩增长持续向好，季节性显著。**公司营收增长稳健，2018 年达 25.4 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 11.5%；归母净利润亦持续增长，自 2014 年起增长持续提速，2018 年达 3.8 亿元，同比增长 12.8%。由于月饼贡献公司营收逾 40%，且销售主要集中于中秋前两个月（一般为 9 月和 10 月），公司经营受季节性影响显著，第三、四季度营收占比近 80%。

图 3：公司营业收入增长稳健



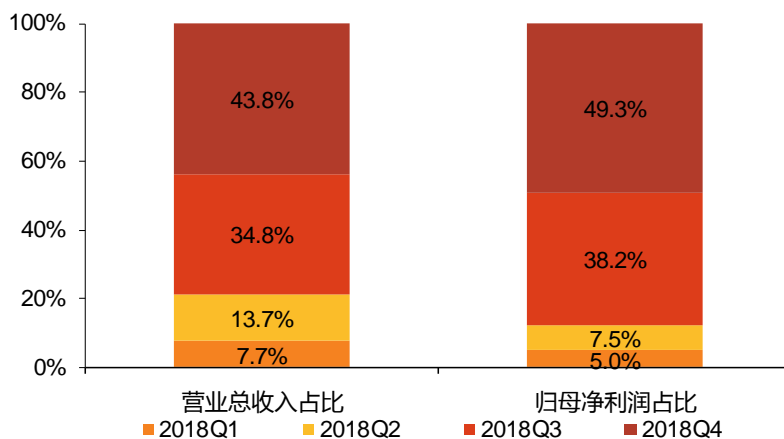
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：归母净利润增速逐年提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

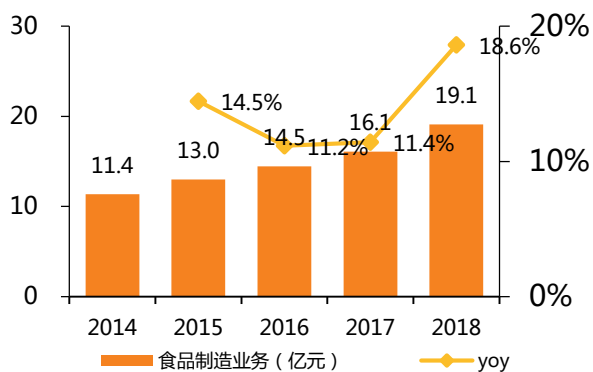
图 5：公司营收净利季节性显著（2018）



资料来源：Wind，天风证券研究所

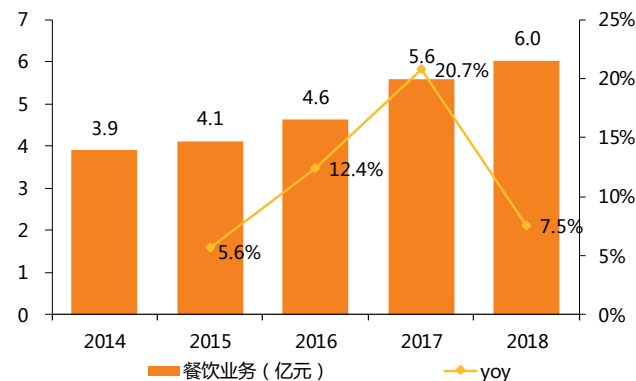
分业务来看，食品制造业务贡献主要营收，占比约为 75%，主要产品包括月饼、速冻食品、腊味及其他食品。具体来看，月饼作为公司传统优势产品，体量较大，相对其他产品增长较缓；速冻食品受益于生产线改造产能提升，近两年增速较高。餐饮业务稳步增长，主要受益于消费总人数提升，人均消费相对稳定，2018 年增速相对放缓系老店增长放缓所致。

图 6：食品制造业务收入



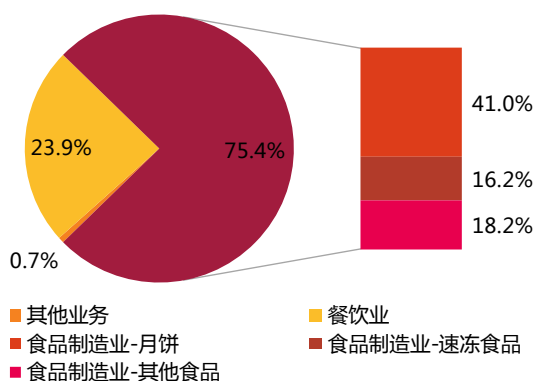
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：餐饮业务收入



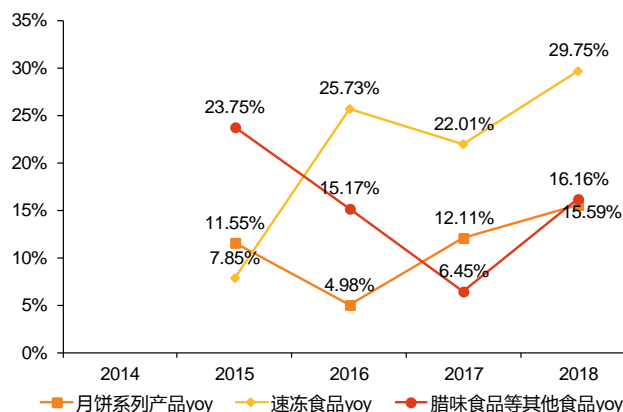
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：食品制造业贡献公司主要营收（2018）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

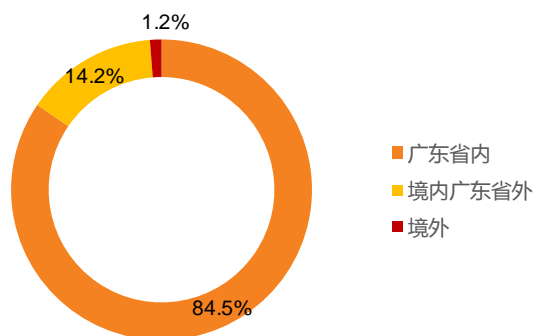
图 9：分业务营收增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区来看，目前公司销售区域主要集中在广东省内，占比达 84.5%。未来随着公司辐射周边，向华东、华中等地区扩张，省外销售额占比有望逐步提升。

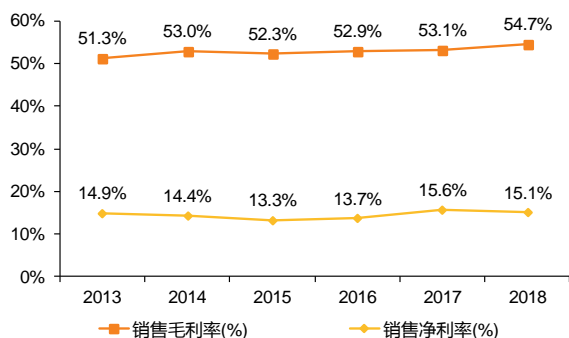
图 10：公司收入地域分布（2018）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

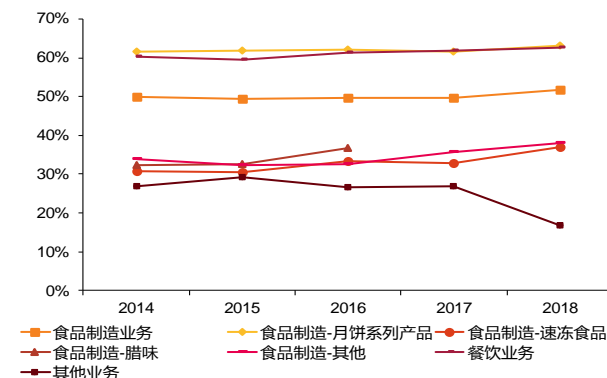
公司毛利率整体呈上升趋势，细分业务毛利率波动较小，食品制造业务中月饼系列产品毛利率水平较高，略高于 60%，其他产品毛利率均在 30%+左右；餐饮业务毛利率稳中有升。18 年毛利率提升明显主要受益于食品制造业务毛利率大幅提升。

图 11：毛利率呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

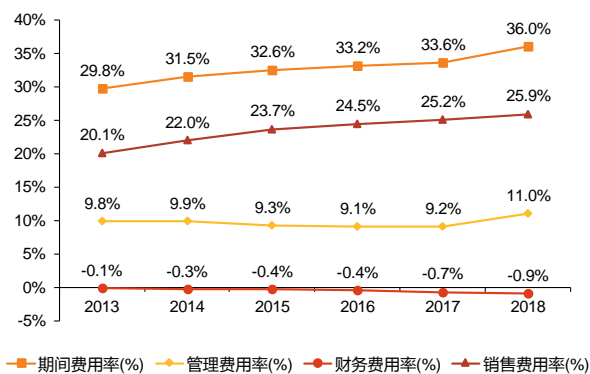
图 12：分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

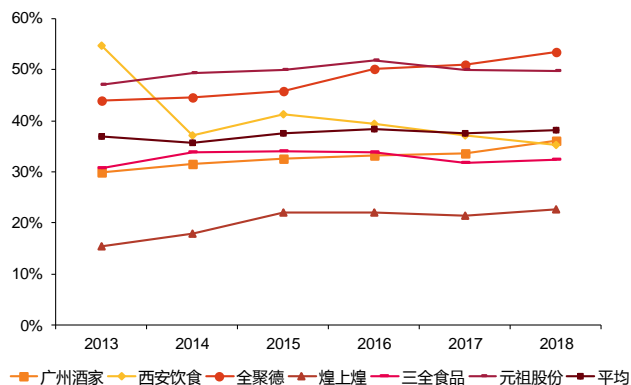
公司费用率逐步提升，但仍位于行业较低水平。具体来看，销售费用率逐年提升，主要系公司加大市场推广力度及人工成本快速上升；管理费用率基本保持在 10%左右的水平；财务费用率始终为负且绝对值逐渐增大，主要系公司现金流状况较好，充分利用闲置资金致利息收入增加。

图 13：公司费用率逐年提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司期间费用率低于行业平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所



## 2. “食品+餐饮”双轮驱动，老字号品牌优势显著

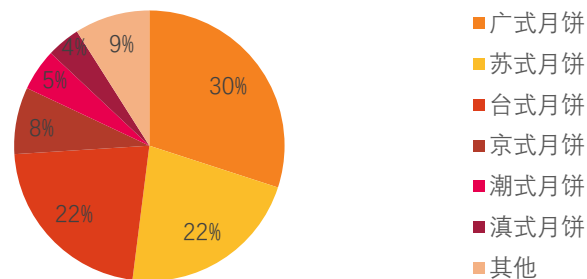
### 2.1. 食品制造业：以月饼为核心，新品类带来新活力

**食品制造业为公司主导业务。**公司食品制造业拥有“利口福”、“秋之风”、“造酥”等多个知名品牌，子公司利口福公司拥有大型食品生产基地，主要生产月饼、速冻食品、腊味、面包西点等产品。2018年公司旗下拥有覆盖珠三角地区的饼屋门店超200家(含加盟店)。

#### 2.1.1. 月饼系列产品：核心产品，季节性强

**中秋节庆食品，广式月饼最受欢迎。**月饼作为中秋节传统食俗，受到中国消费者的普遍青睐，在中秋节前期销售火爆。月饼与各地饮食习惯相结合，发展出广式、京式、苏式等多种品类，其中广式月饼接受程度最高，2017年市占率30%。

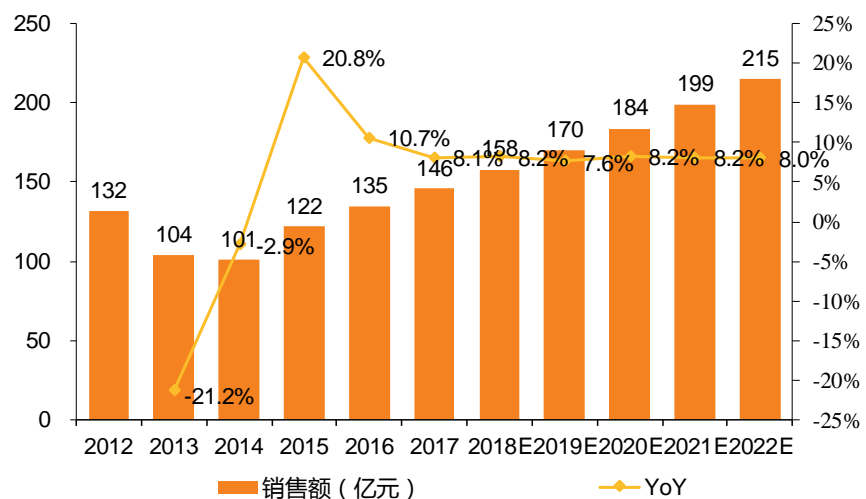
图 15：广式月饼接受程度最高（2017）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

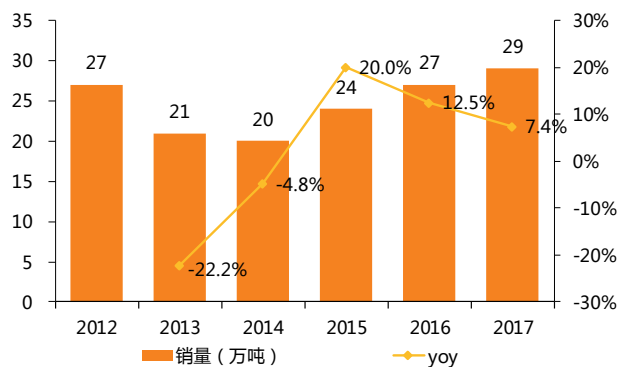
**月饼销售市场回暖，销量增长为主要驱动力。**受“三公消费”限制影响，月饼销售额在2013-2014年出现下滑，月饼消费由高端礼盒、团购向家庭消费转化。随后，在中低价月饼需求带动下，市场逐渐回暖，增长回归理性。据中商产业研究院预测，未来几年月饼行业增速将维持在8%左右。

图 16：月饼市场销售额回暖



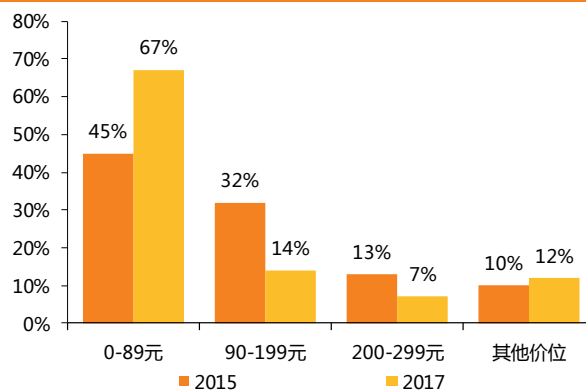
资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 17：月饼销量变化情况



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 18：中低价位月饼销售占比增加



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

**月饼市场相对分散，竞争较为激烈。**月饼行业格局具有较显著地域性，各主要市场参与者依托其发源地巩固区域龙头地位，在区域内具有较强竞争优势，随后逐步向全国辐射。近两年，符合年轻人口味的新式月饼脱颖而出，如冰皮月饼、冰淇淋月饼等，对传统月饼形成一定挤压，一些缺乏竞争力的中小企业逐步被淘汰，集中度有望逐渐提升。广州酒家主要竞争对手包括美心、香港荣华、北京稻香村、东莞华美等，从经营区域和产品定位来看，美心及香港荣华与公司直接竞争。

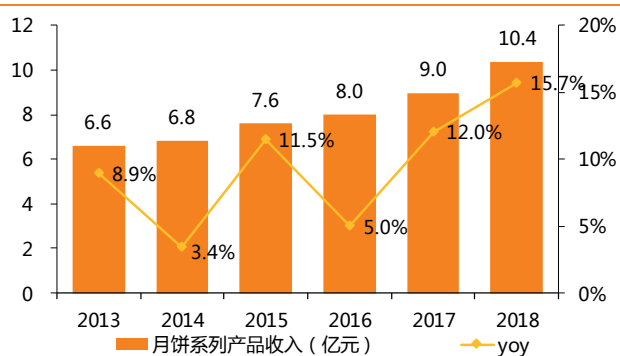
表 3：公司主要竞争对手情况

	成立时间	创始地	主要经营区域	产品定位	产品种类
广州酒家	1935	广州	广州，逐步开拓华东、华中	中高端	广式
美心	1956	香港	香港，北京、上海、广州、天津等	中高端	港式
香港荣华	1950	香港	香港，深圳、东莞、广州等	中高端	港式
东莞华美	1991	东莞	东莞、全国各地及海外	中低端	广式
元祖	1980	台湾	江浙沪、四川	中高端	苏式、广式、台式
杏花楼	1851	上海	上海	中低端	广式
北京稻香村	1895	北京	北方	中高端	京式

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

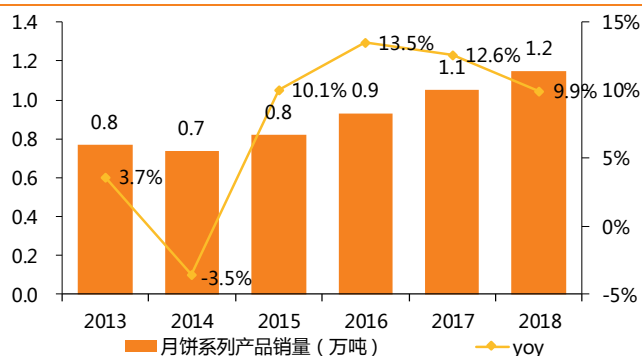
**广州酒家月饼销量领先。**利口福月饼是广式月饼知名品牌，被国家质量监督检验检疫总局认定为“中国名牌产品”。2015-2018年，公司月饼销量增速保持在10%左右，市占率约为6%（根据2017年市场规模及公司月饼销售收入计算）。公司月饼产品定位中端，主要受众为大众消费，受“三公”影响相对较小。公司月饼系列产品增长主要受销量增长带动，其毛利率水平较高，是公司营收净利的主要来源。

图 19：月饼系列产品收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：月饼系列产品销量

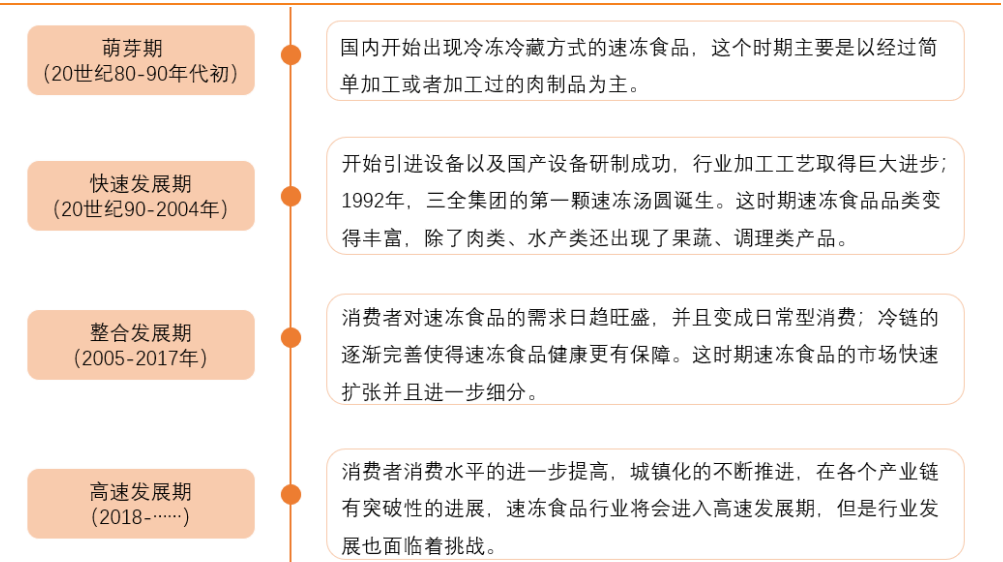


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 速冻食品：重点拓展常态产品

我国速冻食品行业起步于 20 世纪 80 年代，最初主要以速冻海鲜和肉类为主，进入 90 年代后速冻面食、面点等调制食品逐步被开发。随着流通、消费冷链逐步形成，消费者对速冻食品需求增加，行业进入快速成长阶段。目前，速冻食品已成为食品行业最具竞争力的领域之一。

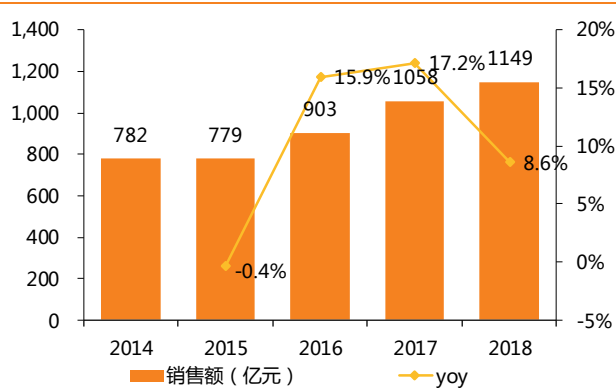
图 21：速冻食品行业发展历程



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

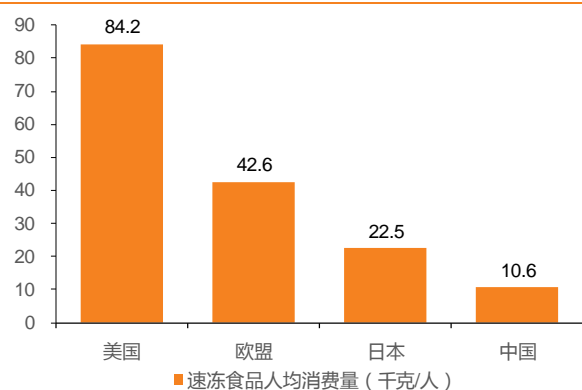
**速冻食品市场规模破千亿，人均消费量与美日差距较大。**国内速冻食品行业虽起步较晚，但发展较快，2014-2018 年 CAGR 高达 10.1%，目前市场规模已破千亿元。但另一方面，目前我国速冻食品人均消费量仅 10.6 千克，与美国、日本等国家相比仍存在较大差距，行业仍有较大发展空间。

图 22：速冻食品市场规模已破千亿元



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

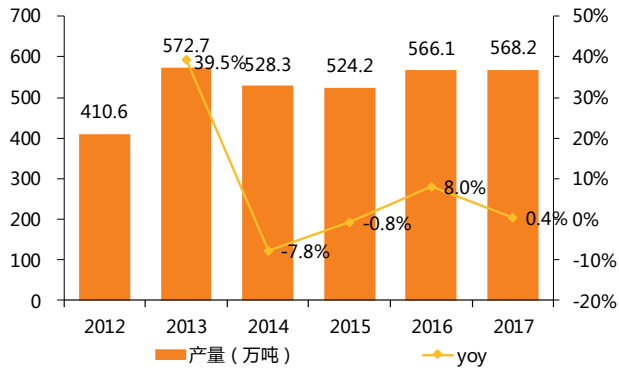
图 23：中国人均速冻食品消费量与发达国家差距较大（2017）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

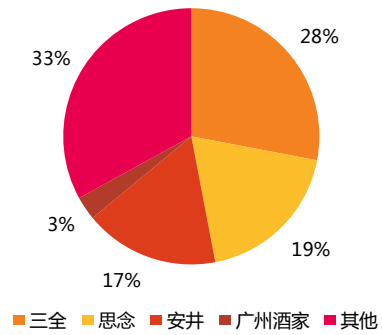
**速冻米面食品市场集中度高，广州酒家属第二梯队。**速冻食品分为火锅料制品及米面制品，广州酒家经营的速冻食品属于后者。速冻米面制品市场格局较为集中，2017 年 CR3 超过 60%，三全稳坐行业第一宝座。目前，广州酒家速冻食品在华南地区优势较显著，属于第一梯队，但在全国属于第二梯队，与三全、思念等仍有较大差距。

图 24：速冻米面食品产量



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

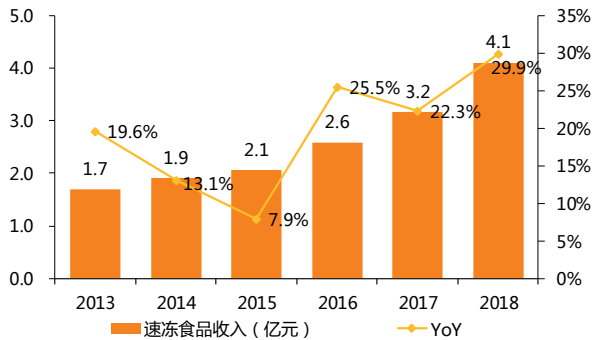
图 25：速冻米面食品市场较为集中（2017）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

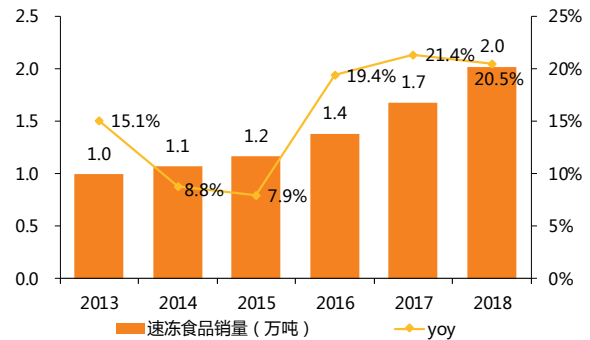
速冻食品是公司重点拓展的品类，近几年量价齐升，增长较快。速冻食品作为常态产品，受季节性影响较小，能够平滑月饼、腊味等产品带来的季节性波动。公司速冻食品极具广式点心特色，与其他市场参与者差异化竞争，在广东地区较受欢迎。

图 26：速冻食品市场规模增长较快



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：速冻食品销量快速增长



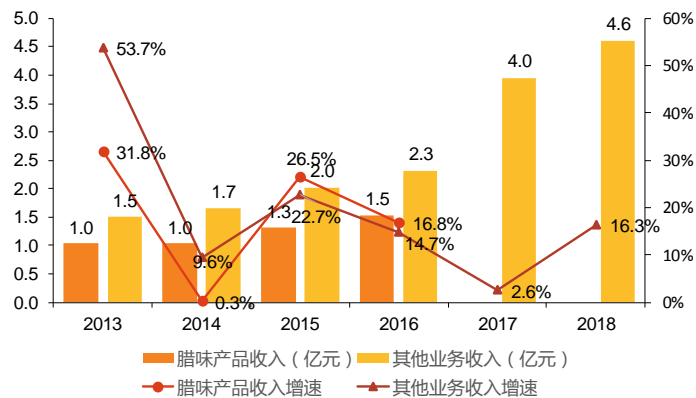
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.3. 其他食品：多元化发展

公司生产的其他食品包括腊味、面包、西点、饼酥等系列产品，属培育型产品，是公司进一步多元化经营发展的基础。

腊味是广东省特色食品，销售主要集中在春节前后。随着饮食习惯改变，大众对腊味的接受程度提升，腊味季节性因素逐步降低，且逐渐被全国其他地区接纳。广东省煌上煌及公司旗下秋之风品牌知名度较高，市场格局较分散。

图 28：腊味及其他食品收入



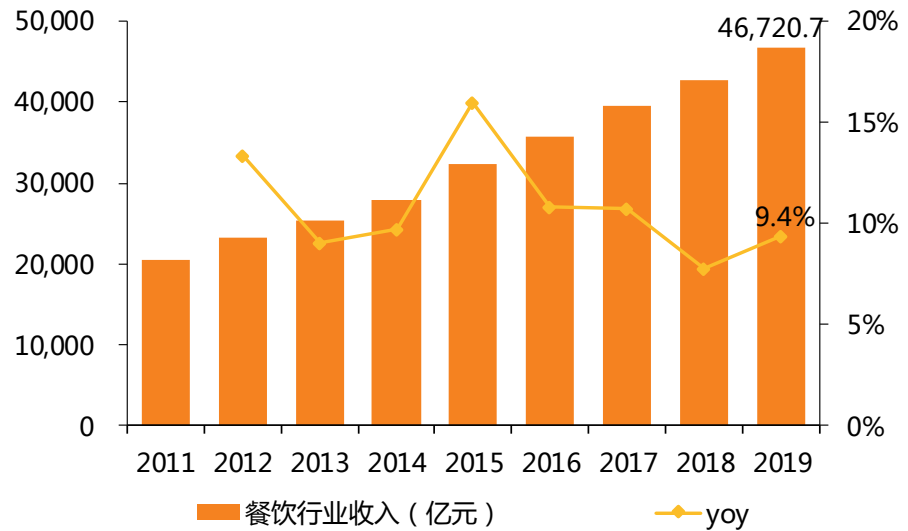
注：2017 年披露方式调整，腊味调整至其他食品品类中

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 餐饮业：老字号粤菜品牌，门店扩张稳步推进

餐饮业规模超 4 万亿，市场竞争激烈。在餐饮外部化趋势下，大众化餐饮持续升温，中国餐饮行业增长稳健，2019 年规模预计达到 4.7 万亿元，同比增长 9.4%，2011-2019 年 CAGR 为 10.8%。由于餐饮行业门槛相对较低，模仿性、替代性较强，行业集中度极低，市场处于完全竞争状态。

图 29：餐饮业规模超 4 万亿



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

广州市餐饮业增长较快，市场格局多元化。广州市餐饮业发达，素有“食在广州”美誉，居民外出就餐意愿增强叠加当地旅游市场向好推动当地餐饮业快速增长，2018 年住宿餐饮业零售额达 1,160.93 亿元，位居全国首位。广州餐饮企业品牌众多，以广州酒家、炳胜、鸿星海鲜酒家等为代表的本地粤菜发展势头迅猛，川、湘等地方菜及外国菜也在当地占有一席之地。

表 4：餐饮业主要竞争对手

	成立时间	详细信息
广州鸿星	1990	以经营粤菜海鲜为主，先后在广州、上海、南京、佛山等地开设海鲜酒家分店，旗下拥有“东江海鲜酒家”、“鸿星海鲜酒家”和“渔民新村”
广州炳胜	1996	主要经营特色粤菜，以“鱼生”著称，沿用顺德独特的风味，旗下有“炳胜品味、炳胜公馆、炳胜私厨、禅意茶素、金矿食唱、小炳胜”六个品牌
广州幸运楼	1992	旗下运营“幸运楼”、“陶陶居”、“南园”三个品牌的酒楼

资料来源：广州酒家招股说明书，天风证券研究所

公司餐饮服务板块是经营粤菜和广式点心的老字号酒家，在广州市餐饮业消费群中具有较强品牌影响力，先后获得“中华老字号”、“中国粤菜名店”等多项荣誉。公司在餐饮服务方面积极探索创新，近两年相继开业西式简餐品牌“西西地”及品牌融合餐厅“好有形”。公司餐饮服务定位中端，人均消费集中在 50-160 元间，其中西西地、好有形人均相对较低。

餐饮业与主业协同发展，门店扩张稳步推进。公司以经营粤菜餐饮服务起家，随后基于餐饮业积累的品牌、技术、渠道优势向食品制造业拓展，餐饮业与食品制造业协同发展，同时是食品制造业销售的重要渠道。公司餐饮服务采用连锁经营模式，门店集中在广州市，截至 2018 年年底，公司拥有 18 家餐饮直营店、1 家餐饮参股经营店，门店扩张稳步推进。

表 5：餐饮门店经营情况（2016，万元，次/天）

店面名称	开业时间	收支平衡时间	营业收入	餐饮业收入	食品制造业收入	净利润	桌流转率	座流转率	人均消费（元）
文昌店	2001	1 年	10,326.27	7,345.96	2,933.42	1,435.65	5.52	2.54	78.79
滨江西店	2000	1 年	6,657.34	4,907.29	1,717.70	334.24	3.60	2.24	88.88
体育东店	2002	1 年	11,336.67	8,548.98	2,714.19	2,164.40	2.84	2.22	129.07
东山店	2006	2 年	2,843.68	2,039.30	788.63	66.39	2.94	1.65	78.91
江畔红楼店	2010	2 年	2,441.74	2,222.21	212.96	182.16	3.75	1.97	72.45
白云新城店	2011	1 年	3,503.45	2,795.06	690.41	298.41	2.51	1.54	135.37
珠江国际大厦店	2011	1 年	4,436.64	3,803.75	620.45	9.58	2.45	1.95	131.32
逸景店	2013	2 年	3,435.41	2,885.35	543.36	183.57	1.38	0.78	159.43
临江大道店	2013	1 年	3,932.45	3,537.65	388.45	473.6	3.66	2.90	143.91
南昆山店	2015	1 年	1,313.43	1,311.98	1.45	40.29	1.06	1.56	101.15
环市东店	2015	1 年	3,242.37	3,030.31	208.55	240.64	4.56	3.40	103.49
西西地简餐	2016	-	196.46	196.46	-	-51.32	4.37	2.04	47.06
公益路店	2016	0.5 年	1,966.11	1,856.21	109.77	5.50	0.89	0.65	114.16
昌岗中店	2016	-	1,443.11	1,415.42	27.58	-57.12	1.44	1.02	85.88

资料来源：广州酒家招股说明书，天风证券研究所

### 3. 扩产能、拓渠道、重研发，长期发展潜力逐渐释放

#### 3.1. 打破产能瓶颈，销量增长可期

产能受限制约公司未来发展，上市募资寻求产能突破。随着公司业务快速发展，产品需求快速增长，主要产品月饼、速冻食品产能已基本达到饱和，2016 年公司产能利用率、产销率接近 100%，供不应求。产能瓶颈已成为制约公司进一步发展的重要因素，促使公司上市募资解决产能瓶颈。

表 6：公司上市前产能利用率、产销率已到达天花板（2016 年）

单位：万千克	月饼	速冻食品	腊味
产能	650	1400	255
产量	658.99	1493.51	280.18
销量	653.70	1382.33	261.58
产能利用率	101.38%	106.68%	109.87%
产销率	99.20%	92.56%	93.36%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

广州、湘潭、梅州项目积极扩张产能。公司募投项目之一为利口福食品生产基地（广州）扩建项目，公司预计项目总投资 2.13 亿元，建设期 2 年，达产后年新增产能 2.55 万吨，截止 2019H1 共计投入 7,020.54 万元，实现效益 2,649.64 万元。此外，公司 2018 年在梅州、湘潭设立食品生产基地，建成后年新增产能共计 3.6 万吨。

表 7：广州项目达产情况（单位：万 kg）

产品	2018	2019	2020	2021	2022
月饼产品	-	57.46	116.81	181.50	216.00
速冻食品	152.69	358.14	594.42	700.00	700.00
腊味食品	62.97	103.01	149.06	184.37	200.00
其他	154.24	402.64	774.85	1246.89	1432.00
合计	369.89	921.26	1635.13	2312.76	2548.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：湘潭、梅州项目新增产能（吨/年）

	月饼	速冻食品	腊味	馅料	合计
梅州	2000	12000	2000	-	16000
湘潭	2000	12000	-	6000	20000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产能释放，食品制造业有望快速增长。以上项目全部达产后，预计月饼、速冻食品、腊味产能将分别达到 1.27、4.50、0.66 万吨，分别为 16 年的 1.9、3.2、2.6 倍，销量提升空间较大。随着扩建产能逐步释放，公司食品制造业务有望迎来快速发展期，从 2018 年收入增速来看已有一定成效。

#### 3.2. 发力渠道扩张，线上线下协同发展

线下拓展食品零售网络。为进一步扩大业务规模、提升市占率，公司募投项目拟在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地建设 230 家直营店。计划开设门店分为综合店、社区店、地铁店和简餐店四大类，能够覆盖不同消费群体，2018-2020 年计划开店数分别为 60、80 和 90 家。

表 9：计划开业直营店类型

类型	目标消费群	产品组合	选址区域	面积 (m <sup>2</sup> )
综合店	社区居民, 上班族群, 各年龄段消费群体	烘焙食品、腊味、冷冻食品及大厨快菜及其它	大型社区临街, 一二线马路临街、大型商业区等	30-50
地铁店	白领, 上班群	烘焙食品、腊味、冷冻食品、菜式及其它	地铁站内外商业物业	8-15
社区店	社区居民, 如家庭主妇等	冷冻食品、腊味及大厨快菜及其它	大型社区、菜市场、超市周边	20-40
简餐店	上班族	烘焙食品、腊味、大厨快菜、盒饭及其它	商务写字楼、工业园区, 专业市场、旅游景点等人流较多的区域	100-400

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：门店开业计划

门店类型	2018	2019	2020	合计
综合店	22	25	27	74
地铁店	4	7	8	19
社区店	33	45	50	128
简餐店	1	3	5	9
合计	60	80	90	230

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**向珠三角地区扩张走出辐射全国第一步。**目前公司门店主要集中于广州市中心区，此次将业务版图拓展至深圳、东莞、中山和珠海等新兴市场，将在珠三角地区树立品牌形象、巩固区域龙头地位，为公司向全国性品牌发展打下良好基础。

**规模效应提升盈利能力。**截至公司 IPO 上市时，公司旗下共有饼屋 158 家，此外扩张计划完成后，公司业务规模将大幅提升，规模效应有望逐步凸显，从而降低采购成本，提升盈利能力。

**线上完善电商平台。**公司目前电商平台销售情况良好，增速位居各渠道之首，随着电商渠道重要性与日俱增，公司计划完善其电商平台，线上线下形成联动，实现消费者线上下单，线下取货或就近门店快速配送，并建立覆盖全国主要片区的电商物流仓储基地。

表 11：电商仓库建设辐射全国

仓库位置	建设时间	辐射区域	面积 (平方米)
广州	一期	华南	1500
深圳	一期	华南	1200
武汉	一期	华中	1500
上海	一期	华东	1500
北京	二期	华北、东北	1000
成都	二期	西南、西北	1200

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**电商渠道助力公司在全国范围内立品牌，提销量。**一方面，电商渠道具有辐射区域广的特点，有利于提升公司在其他地区知名度，推动全国扩张步伐；另一方面，公司电商平台的建设能够缓冲其他品牌电商对公司线下门店的冲击，并且其低成本的特性可创造新的利润增长点。

### 3.3. 产品创新促发展，研发实力行业领先

**食品行业更新换代快，研发能力尤为重要。**食品行业具有产品周期短、更新换代快的特点，新产品、新品类层出不穷。以月饼行业为例，近年来，新式月饼如冰淇淋月饼、绿茶月饼

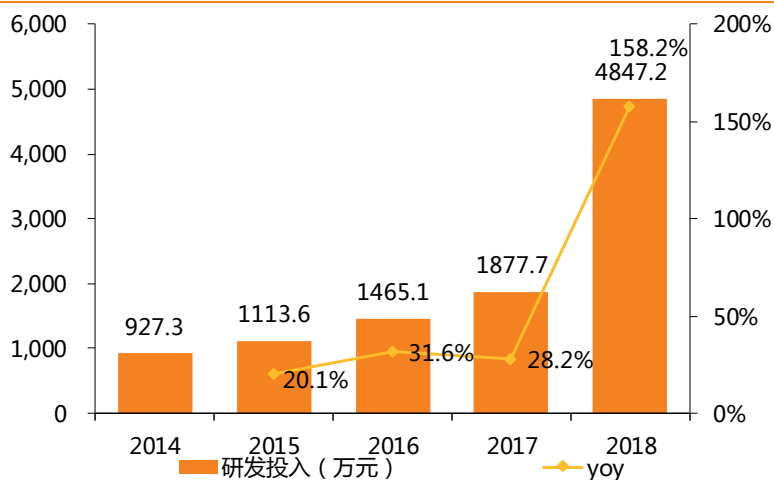


等，上市后受到年轻一代热捧，挤压传统月饼市场。食品制造企业如不能积极创新，提升研发能力，终将被市场淘汰。

**技术研发中心建设募投项目提升研发能力。**公司利用 IPO 募集资金在利口福厂区北片区新建研发中心综合楼，新建 22 个功能室，以提升技术创新能力，项目建设周期 2 年。

**公司始终注重研发及产品创新**，研发投入占营收比例持续提升，截至 2018 年拥有研发人员 289 人，占公司总员工数 6.39%，已建立起较为完善技术人才培养与重点项目研发的激励机制。利口福获得“2018 年度广东省食品行业科学技术奖科技创新标杆单位”的称号。研发实力成就公司品牌实力与行业地位，形成“创新支撑业绩、业绩反哺创新”的良性循环。

图 30：研发投入占营收比例持续提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：研发投入的行业对比（2018）

公司名称	广州酒家	元祖股份	三全食品	煌上煌	全聚德
研发投入（万元）	4,847.24	1,352.05	16,673.34	5,571.48	69.54
研发投入占营业收入比例	1.91%	0.69%	3.01%	2.94%	0.04%
研发人员数量（人）	289	92	110	94	48
研发人员数量占比	6.39%	1.98%	1.61%	5.61%	1.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

我们对公司未来经营情况做出如下基本假设：

- 1) 食品制造业方面，随着公司广州、湘潭、梅州三地产能逐渐释放，月饼、速冻食品及其他食品销量增长提速，价格小幅增长，我们预计食品制造业 19-21 年收入增速分别为 18.8%/24.7%/24.9%；
- 2) 餐饮业方面，公司门店扩张有序推进，叠加公司次新店增长较快，我们预计餐饮业务增速分别为 19.3%/-21.6%/52.2%（2020 年增速下滑主要系疫情冲击）。
- 3) 随着公司生产线优化、技术水平提升，成本管控向好，我们预计未来三年毛利率相对稳定（2020 年下滑主要由于餐饮板块毛利率下滑）。

表 13：公司盈利预测基本假设

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,537.12	3,009.15	3,413.09	4,412.72
食品制造业收入	1,909.05	2,267.29	2,826.86	3,532.02
yoy	18.6%	18.8%	24.7%	24.9%
月饼系列产品	1,038.42	1,199.37	1,511.21	1,904.13
速冻食品	410.44	538.71	707.06	928.01
其他食品	460.18	529.21	608.59	699.88
餐饮业收入	601.01	716.78	562.02	855.25
yoy	7.5%	19.3%	-21.6%	52.2%
毛利率	54.2%	53.4%	52.7%	53.2%
净利润	383.91	434.23	474.47	627.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**投资建议：**公司深耕食品制造与餐饮服务业，“中华老字号”品牌具备较强影响力。随着公司产能释放提振产品销量，渠道建设彰显向全国性品牌发展决心，持续投入研发保障产品不断创新，公司未来发展值得期待。我们预计公司 19-21 年 EPS 为 1.07 元/股、1.17 元/股、1.55 元/股，对应 PE 分别为 26X、24X、18X，参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 21 年 24-25 倍 PE，对应目标价区间为 37.20-38.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司 PE 估值情况

公司代码	可比公司	收盘价		PE	
		2019/3/20	19E	20E	21E
603886.SH	元祖股份	15.60	13.95	11.97	10.46
002216.SZ	三全食品	18.27	54.27	49.44	39.04
002695.SZ	煌上煌	19.20	38.20	32.28	25.16
002186.SZ	全聚德	10.37	67.40		
	平均值		43.46	31.23	24.89

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**单一产品依赖风险：**广州酒家主要产品为月饼，是公司营收和净利的主要来源。但月饼的生产和销售具有明显的季节性，公司对于单一产品的过度依赖，容易增加业绩的波动性。

**销量增长不及预期：**随着生产基地的建设和投产，公司将逐步释放产能，以弥补目前的生产供应紧张问题。但如果销售网络的扩展和销售量的增长不及预期，将导致公司产量过剩。

**行业竞争加剧风险：**月饼行业格局具有较显著地域性，各主要市场参与者依托其发源地巩固区域龙头地位，在区域内具有较强竞争优势。而速冻食品方面，公司仍在不断拓展市场，与行业龙头之间仍存在一定的差距。各个细分行业的竞争加剧将对公司产生不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,433.93	1,242.30	1,679.00	1,883.47	2,292.61
应收账款	69.13	67.78	91.04	91.12	144.39
预付账款	1.52	5.43	2.35	7.01	4.97
存货	130.23	164.19	181.45	218.67	291.11
其他	72.61	337.10	143.12	193.43	232.22
<b>流动资产合计</b>	<b>1,707.41</b>	<b>1,816.79</b>	<b>2,096.96</b>	<b>2,393.70</b>	<b>2,965.29</b>
长期股权投资	6.03	6.88	6.88	6.88	6.88
固定资产	252.88	383.17	431.25	482.24	521.99
在建工程	25.91	99.80	95.88	105.53	93.32
无形资产	24.67	95.15	91.79	88.42	85.05
其他	107.23	100.84	76.27	64.26	50.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>416.73</b>	<b>685.84</b>	<b>702.06</b>	<b>747.34</b>	<b>757.44</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,124.14</b>	<b>2,502.64</b>	<b>2,799.02</b>	<b>3,141.04</b>	<b>3,722.74</b>
短期借款	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	122.38	145.49	169.70	199.33	273.11
其他	284.83	331.28	370.42	403.25	542.60
<b>流动负债合计</b>	<b>409.01</b>	<b>476.77</b>	<b>540.11</b>	<b>602.59</b>	<b>815.71</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.03	31.60	12.12	15.25	19.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.03</b>	<b>31.60</b>	<b>12.12</b>	<b>15.25</b>	<b>19.66</b>
<b>负债合计</b>	<b>411.04</b>	<b>508.36</b>	<b>552.24</b>	<b>617.84</b>	<b>835.36</b>
少数股东权益	8.59	44.78	44.64	45.00	44.80
股本	404.00	404.00	404.00	404.00	404.00
资本公积	564.73	567.21	567.21	567.21	567.21
留存收益	1,300.51	1,545.50	1,798.15	2,074.20	2,438.58
其他	(564.73)	(567.21)	(567.21)	(567.21)	(567.21)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,713.10</b>	<b>1,994.27</b>	<b>2,246.79</b>	<b>2,523.20</b>	<b>2,887.37</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,124.14</b>	<b>2,502.64</b>	<b>2,799.02</b>	<b>3,141.04</b>	<b>3,722.74</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	265.78	341.74	435.89	535.81	678.18
折旧摊销	58.36	58.57	16.01	18.64	21.22
财务费用	0.00	0.02	(27.73)	(36.26)	(46.26)
投资损失	(2.42)	(4.28)	(2.97)	(3.22)	(3.49)
营运资金变动	60.14	(76.63)	39.17	110.07	(45.15)
其它	(5.44)	101.34	(1.83)	(0.67)	(0.33)
<b>经营活动现金流</b>	<b>376.43</b>	<b>420.76</b>	<b>458.55</b>	<b>624.37</b>	<b>604.17</b>
资本支出	48.56	41.76	59.27	80.25	50.08
长期投资	(2.02)	5.26	0.00	0.00	0.00
其他	(127.78)	(194.41)	(115.30)	(157.70)	(96.47)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(81.25)</b>	<b>(147.40)</b>	<b>(56.03)</b>	<b>(77.44)</b>	<b>(46.40)</b>
债权融资	0.00	1.80	0.00	0.00	0.00
股权融资	8.62	630.13	27.73	36.26	46.26
其他	(183.15)	(205.93)	(1.80)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(174.53)</b>	<b>426.00</b>	<b>25.93</b>	<b>36.26</b>	<b>46.26</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>120.65</b>	<b>699.36</b>	<b>428.44</b>	<b>583.19</b>	<b>604.03</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,189.21</b>	<b>2,537.13</b>	<b>3,009.15</b>	<b>3,413.10</b>	<b>4,412.72</b>
营业成本	1,025.65	1,150.44	1,401.55	1,614.08	2,065.00
营业税金及附加	24.75	26.24	31.13	35.30	45.64
营业费用	550.62	657.91	782.38	887.41	1,147.31
管理费用	200.57	230.58	272.33	307.18	397.15
研发费用	18.78	48.47	30.09	34.13	44.13
财务费用	(15.40)	(22.77)	(27.05)	(32.98)	(38.66)
资产减值损失	1.36	3.26	2.71	2.44	2.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.28	12.60	6.44	6.44	6.44
其他	(35.51)	(29.18)	(12.87)	(12.87)	(12.87)
<b>营业利润</b>	<b>414.11</b>	<b>459.58</b>	<b>522.45</b>	<b>571.97</b>	<b>755.80</b>
营业外收入	2.49	7.53	5.91	5.31	6.25
营业外支出	<b>0.99</b>	<b>2.68</b>	<b>2.46</b>	<b>2.04</b>	<b>2.39</b>
<b>利润总额</b>	<b>415.61</b>	<b>464.43</b>	<b>525.90</b>	<b>575.24</b>	<b>759.66</b>
所得税	<b>73.87</b>	<b>81.07</b>	<b>91.80</b>	<b>100.41</b>	<b>132.60</b>
<b>净利润</b>	<b>341.74</b>	<b>383.36</b>	<b>434.10</b>	<b>474.82</b>	<b>627.05</b>
少数股东损益	<b>1.37</b>	<b>(0.55)</b>	<b>(0.14)</b>	<b>0.36</b>	<b>(0.21)</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>340.37</b>	<b>383.91</b>	<b>434.23</b>	<b>474.47</b>	<b>627.26</b>
每股收益(元)	0.84	0.95	1.07	1.17	1.55

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.49%	13.08%	18.31%	20.19%	24.62%
营业利润	15.13%	18.07%	22.03%	23.69%	26.98%
归属于母公司净利润	13.67%	27.62%	28.06%	22.92%	26.57%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.94%	53.15%	53.91%	54.49%	54.98%
净利率	13.78%	15.55%	16.83%	17.21%	17.48%
ROE	28.25%	19.97%	20.37%	20.02%	20.22%
ROIC	170.98%	264.35%	233.68%	227.11%	330.61%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.41%	19.35%	16.15%	17.36%	15.32%
净负债率	-32.51%	-20.79%	-47.72%	-54.01%	-56.01%
流动比率	2.49	4.17	5.22	4.97	5.74
速动比率	2.18	3.86	4.85	4.63	5.37
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	27.15	28.33	28.05	27.83	28.07
存货周转率	17.51	17.70	18.57	18.37	18.67
总资产周转率	1.56	1.27	1.11	1.07	1.08
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.66	0.84	1.08	1.33	1.68
每股经营现金流	0.93	1.04	1.14	1.55	1.50
每股净资产	2.34	4.22	5.30	6.62	8.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	46.67	36.57	28.56	23.23	18.35
市净率	13.18	7.30	5.82	4.65	3.71
EV/EBITDA	0.00	15.11	21.33	16.40	12.17
EV/EBIT	0.00	16.35	22.04	16.92	12.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com