

广州酒家 (603043.SH) 双主业发展协同效应强, 产能释放增长潜力大

2020年04月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

张宇光 (分析师)

叶松霖 (联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

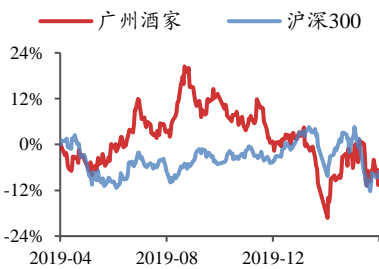
yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120030038

日期	2020/4/3
当前股价(元)	26.40
一年最高最低(元)	36.46/23.95
总市值(亿元)	106.65
流通市值(亿元)	33.13
总股本(亿股)	4.04
流通股本(亿股)	1.26
近3个月换手率(%)	180.52

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 餐饮、食品制造双主业发展, 产能释放为公司增长提供支撑

预计 2019-2021 年公司营业收入分别增长 19%、13%、25%, 归母净利润分别为 3.96、4.23、5.34 亿元, 分别增长 3%、7%、26%, EPS 分别为 0.98、1.05、1.32 元, 对应 PE 分别为 27、25、20 倍。公司餐饮与食品制造双主业发展, 餐饮运营能力和品牌力强。随着消费需求回暖, 餐饮业务可逐渐复苏; 食品制造业务随着产能释放、渠道全面铺设, 未来发展潜力较大, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 中央厨房集中采购降成本, 自有物业及强租金议价力提升餐饮利润水平

疫情爆发后餐饮需求短期内受到影响, 小企业业务单一、现金流压力较大, 面临退出风险, 行业集中度将进一步提升。广州酒家餐饮业务采用中央厨房集中采购方式降低成本; 使用自有物业, 外租部分议价力强降低费用, 餐饮业务净利率较高。疫情期间经营食品制造业务, 且开拓餐饮外卖业务, 受疫情影响有限。随着疫情得到控制, 消费需求回暖, 品牌力、运营能力强的广州酒家可受益。

● 食品制造业务产品定位清晰, 全渠道布局

公司食品制造业务主要生产月饼、速冻食品等, 优势明显: (1) 产品定位清晰, 品牌力强: 月饼定位于大众消费; 速冻食品定位于中高端广式点心, 与其他企业差异化竞争; (2) 全渠道布局: 公司直营、经销并行。直营利口福门店面积小、坪效高, 除销售外还可起产品展示、品牌塑造、与线上联动等作用。经销模式中公司严控经销商的经营区域、产品售卖价格, 激励政策到位, 渠道积极性强。

● 产能释放、经销商网络布局逐渐完善, 为公司增长提供支撑

广州酒家速冻食品、月饼的产销率及产能利用率一直处于高位。公司采用参股、合资、自建工厂、车间改造等方式扩大产能。此外, 公司省外经销商数目增加, 稳步开拓省外市场, 经销商网络布局逐渐完善。未来随着产能释放, 渠道网络进一步完善, 公司发展潜力较大。

● **风险提示:** 产能释放及渠道扩张不及预期、食品安全事件、成本波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,189	2,537	3,028	3,431	4,294
YOY(%)	13.1	15.9	19.4	13.3	25.1
净利润(百万元)	340	384	396	423	534
YOY(%)	27.6	12.8	3.1	7.0	26.1
毛利率(%)	53.1	54.7	53.5	52.5	52.4
净利率(%)	15.5	15.1	13.1	12.3	12.4
ROE(%)	19.9	19.2	17.7	17.1	18.9
EPS(摊薄/元)	0.84	0.95	0.98	1.05	1.32
P/E(倍)	31.3	27.8	27.0	25.2	20.0
P/B(倍)	6.3	5.5	4.9	4.4	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司为中华老字号，餐饮食品制造双主业发展.....	4
2、 餐饮：粤菜老字号品牌，多元化布局，稳步扩张门店.....	5
2.1、 行业：餐饮行业稳步增长，品牌特色成为新的发展方向.....	5
2.2、 采用中央厨房模式运营效益高，门店开拓稳步进行.....	6
2.3、 疫情短期影响餐饮需求，2020Q2 或逐渐回暖.....	9
3、 食品制造：多品类发展，全渠道布局.....	10
3.1、 月饼行业：中端市场需求旺盛，行业集中趋势明显.....	10
3.2、 速冻食品行业：市场规模稳步扩大，子行业集中度差异大.....	11
3.3、 广州酒家产品定位清晰，全渠道布局.....	12
3.3.1、 月饼定位于大众消费，速冻食品差异化竞争，品牌力强.....	12
3.3.2、 全渠道布局，稳步开拓新区域.....	13
3.4、 产能逐渐释放，为公司增长保驾护航.....	15
4、 投资建议.....	16
5、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 2014 年以来广州酒家营收稳步增长.....	5
图 2： 2019Q1-Q3 广州酒家净利增 9.1%.....	5
图 3： 2016 年以来广州酒家省外占比逐年提升.....	5
图 4： 2018 年食品制造业务占比达 75%.....	5
图 5： 2018 年中国餐饮行业营业额增速达 5.8%.....	6
图 6： 2018 年广东省餐饮行业收入占全国餐饮收入 9.1%.....	6
图 7： 年轻消费者选择餐饮品牌最注重尝鲜求新.....	6
图 8： 餐饮企业对品牌化的关注度达 72.8%.....	6
图 9： 广州酒家餐饮多品牌运营.....	7
图 10： 第二种流程出餐速度更快.....	7
图 11： 广州酒家剔除新店后的平均单位面积营收高于行业平均水平.....	8
图 12： 广州酒家采用中央厨房模式.....	8
图 13： 2016 年公司统一采购比重达 98.3%.....	8
图 14： 2016 年广州酒家租金率低于正餐行业平均水平.....	9
图 15： 2003Q3 出现爆发式餐饮消费.....	9
图 16： 2020 年 3 月 29 日营业门店数同比降 41.6%.....	10
图 17： 2020 年 3 月 29 日营业额同比降 50.6%.....	10
图 18： 2020 年 3 月 29 日营业门店到店消费同比降 26.1%.....	10
图 19： 2020 年 3 月 29 日营业门店外卖消费同比增 11.3%.....	10
图 20： 2019 年月饼销售额同比增 8.2%.....	11
图 21： 月饼行业 CR3 达 34.3%.....	11
图 22： 2019 年广式月饼市占率达 60.5%.....	11
图 23： 50-100 元为月饼消费主流价格带.....	11
图 24： 2019 年速冻食品市场规模同比增 8.6%.....	12
图 25： 2014 年来中国速冻食品人均消费金额逐年增加.....	12

图 26: 中国速冻食品人均消费量仍较低	12
图 27: 2014 年以来冷链物流规模快速发展.....	12
图 28: 广州酒家商业模式以经销模式为主.....	13
图 29: 2014 年以来广州酒家经销商数量逐年提升.....	15
图 30: 2019 年 9 月, 公司省外经销商数目达 207 家.....	15
表 1: 广州酒家对 255 人进行了股权激励	4
表 2: 广州酒家推出股权激励方案有助于公司长远发展.....	4
表 3: 广州酒家股权激励要求每年营业收入、净利润增速不低于(含)10%.....	4
表 4: 广州酒家礼盒品种数目自 2014 年的 23 种减至 2016 年的 17 种.....	13
表 5: 广州酒家有多种门店类型	14
表 6: 广州酒家加盟条件低	14
表 7: 广州酒家月饼、速冻食品、腊味的产能利用率较高.....	15
表 8: 广州酒家产能陆续释放	16
表 9: 随着产能释放, 广州酒家营收可持续增长.....	17
表 10: 可比公司估值: 广州酒家估值水平仍较低.....	17

1、公司为中华老字号，餐饮食品制造双主业发展

广州酒家已有八十余年历史，主营餐饮及食品制造业务。广州酒家前身为 1935 年创办的“西南酒家”，目前已有八十多年的历史，素有“食在广州第一家”的美誉。公司的主营业务为餐饮服务及食品制造，通过餐饮服务建立品牌，再由食品制造扩大规模。目前餐饮业务涵盖粤菜、东南亚菜等多种菜系；食品制造业务涵盖月饼、速冻食品、腊味、饼酥等产品。

国资委控股，股权激励提高员工积极性。广州市国资委是广州酒家的第一大股东与实际控制人，持股比例为 67.7%。2018 年 3 月公司推出股权激励草案，对高管 3 人、中层管理人员及核心骨干 252 人，共计 255 人进行了股权激励，授予股票期权数量为 401.95 万份并于 2018 年 12 月完成第一期权益授予登记。推出股权激励可提高员工积极性和团队凝聚力，有助于公司长远发展。

表1: 广州酒家对 255 人进行了股权激励

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%	0.0223%
潘建国	副总经理	5	1.24%	0.0124%
卢加	财务总监	5	1.24%	0.0124%
中层管理人员、核心骨干 (共 252 人)		382.95	95.28%	0.9478%
合计		401.95	100.00%	0.9949%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2: 广州酒家推出股权激励方案有助于公司长远发展

行权期	业绩考核要求
三个行权期	考核期间：激励对象在每一行权期所对应的前一会计年度 (1) 净利润增长率不低于 (含) 10%，且当年净利润实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值 (2) 营业收入增长率不低于 (含) 10%，且当年度营收不低于对应年份对标企业 75 分位值 (3) 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) 现金分红比例不低于 (含) 30%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3: 广州酒家股权激励要求每年营业收入、净利润增速不低于 (含) 10%

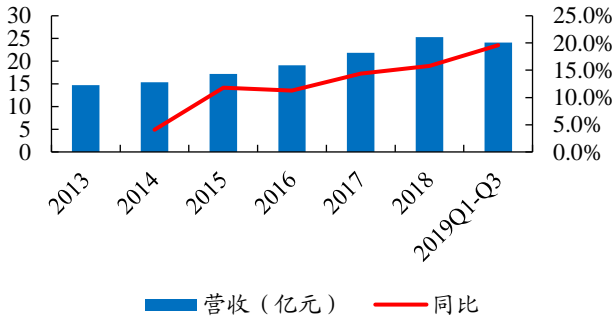
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	25.4	27.9	30.7	33.8
增速		10%	10%	10%
扣非净利 (亿元)	3.68	4.06	4.46	4.91
增速		10%	10%	10%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

业务布局以广东省内为主，食品制造业务为主要业务。广州酒家 2019Q1-Q3 实

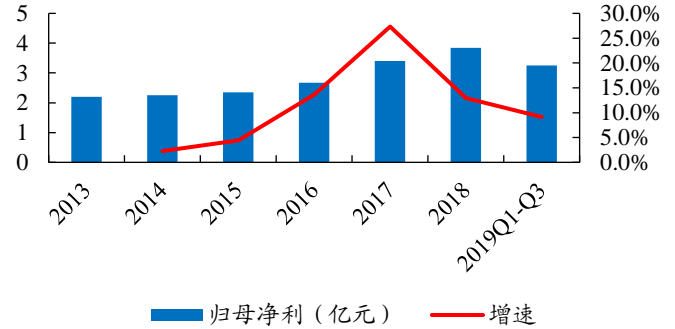
现营业收入 24.1 亿元,同比增长了 19.6%;实现归母净利 3.25 亿元,同比增长 9.1%。从地域分布来看,目前广州酒家的主营业务主要集中在广东省内,2018 年省内营业收入占比为 85%;但广州酒家稳步开拓省外市场显效,省外市场营业收入占比自 2016 年的 9%提升至 2018 年的 14%。从经营业务来看,食品制造为公司的主要业务,2018 年营业收入占比达 75%。

图1: 2014 年以来广州酒家营收稳步增长



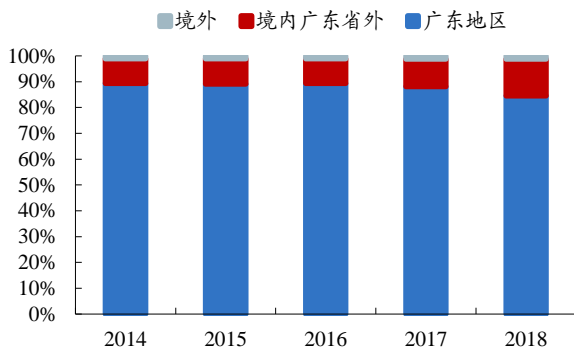
数据来源: Wind, 开源证券研究所

图2: 2019Q1-Q3 广州酒家净利增 9.1%



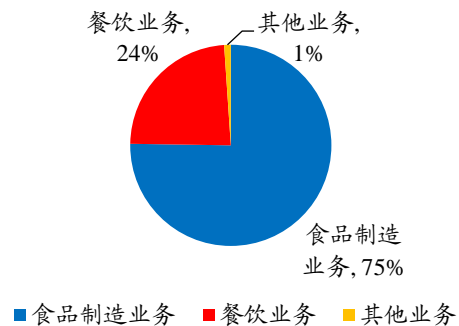
数据来源: Wind, 开源证券研究所

图3: 2016 年以来广州酒家省外占比逐年提升



数据来源: Wind, 开源证券研究所

图4: 2018 年食品制造业务占比达 75%



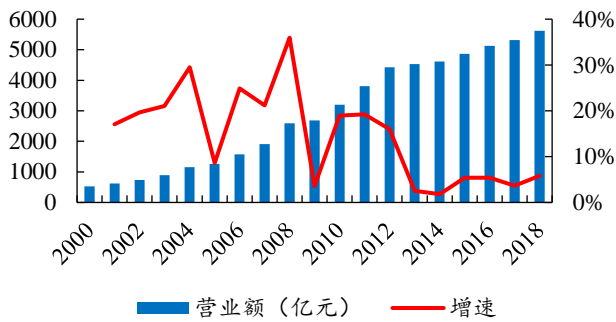
数据来源: Wind, 开源证券研究所

2、餐饮：粤菜老字号品牌，多元化布局，稳步扩张门店

2.1、行业：餐饮行业稳步增长，品牌特色成为新的发展方向

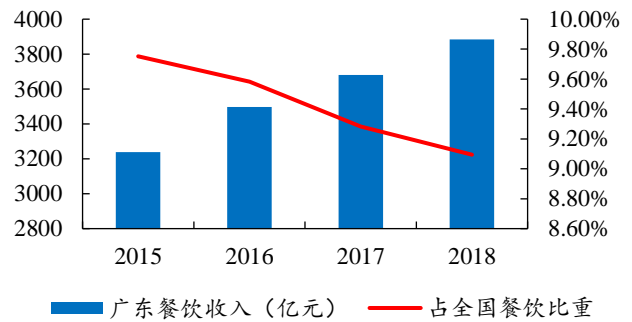
餐饮行业稳步增长,广东为主要消费省区。随着国内经济的稳步增长,餐饮行业作为民生行业,自 2001 年以来始终保持增长态势,2018 年餐饮行业营业额达 5622.9 亿元,增速达 5.8%。从餐饮业消费的地域分布来看,广东省餐饮业收入在 2015 至 2017 年一直位居全国第一,2018 年以 3884.6 亿元位居第二,但仍保持占全国餐饮收入 9%以上的比重,为主要餐饮消费省区。

图5：2018年中国餐饮行业营业额增速达5.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

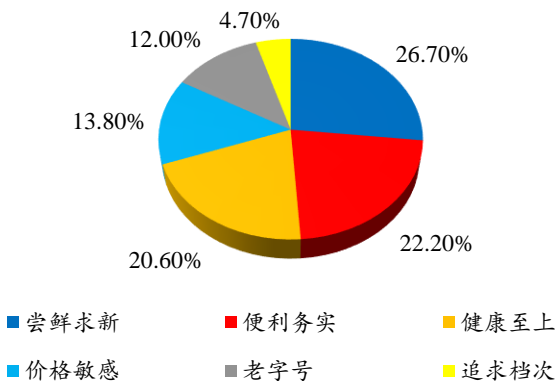
图6：2018年广东省餐饮行业收入占全国餐饮收入9.1%



数据来源：中国餐饮业年度报告、开源证券研究所

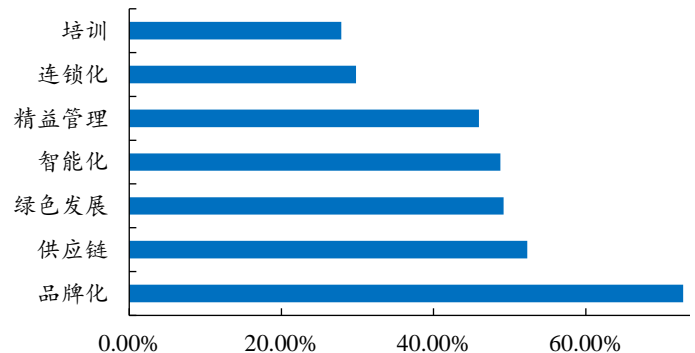
年轻群体为餐饮业消费主力，品牌与特色成为餐饮业主要发展方向。 根据大众点评数据，74%的餐饮是由20-35岁人群消费，年轻人是餐饮业的主力消费人群。年轻消费群体的餐饮消费注重追求新鲜事物，关注消费过程中的独特体验，也注重消费便利务实。随着消费升级，餐饮业整体朝特色、文化餐饮方向发展。目前企业对餐饮品牌化的关注达到72.8%，而餐饮老字号是文化与消费的载体，是餐饮企业品牌化、特色化战略中的重要一环。具有品牌力及特色的餐饮企业发展空间广阔。

图7：年轻消费者选择餐饮品牌最注重尝鲜求新



数据来源：零点有数集团、餐饮行业研究中心、开源证券研究所

图8：餐饮企业对品牌化的关注度达72.8%



数据来源：中国餐饮业年度报告、开源证券研究所

2.2、采用中央厨房模式运营效益高，门店开拓稳步进行

粤菜老字号起家，品牌力强，品牌多元化运营。 广州酒家是粤菜老字号，具有较强的品牌力，为正餐集团5强。目前公司多品牌运营，涵盖粤菜及其他菜系，并具有定位于不同消费区间的品牌，已初步形成多元化的品牌矩阵。(1) 粤菜品牌：广州酒家为公司主品牌，主要经营传统粤菜，定位于大众餐饮，平均人均消费约50-160元，符合餐饮主力消费人群的品牌选择趋势；陶陶居定位于中高端粤菜；天极品定位于高端粤菜。(2) 非粤菜品牌：公司开拓西西里简餐主营西式简餐；通过星樾城布局新加坡、泰国等东南亚菜。

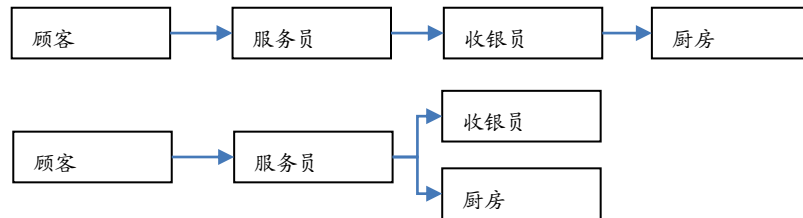
图9: 广州酒家餐饮多品牌运营



资料来源：公司官网、开源证券研究所

下单出菜效率较高，经营高效。广州酒家的翻台率较高，大部分门店翻台率高于快餐火锅店的水平，如文昌店翻台率高达 5.52。除基本的空间布置、点菜流程外，出餐速度是影响翻台率的主要因素。公司一方面使用服务员点菜直接传达厨房的下单流程，另一方面采用中央+厨房的模式将原料制成半成品运至餐厅加工，大幅提高出餐速度，效率较高。

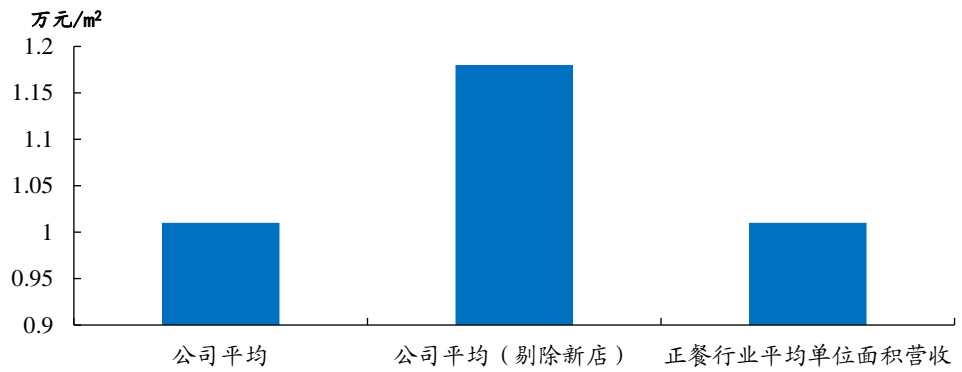
图10: 第二种流程出餐速度更快



资料来源：开源证券研究所

广州酒家餐饮利润率高于行业平均水平。广州酒家 2016 年剔除新开门店后的平均单位营业面积营业收入达 1.2 万元，高于行业平均 1.1 万元的水平。2016 年公司直营店净利率为 9.3%，高于行业 5.8% 的水平。公司餐饮利润较高主因采用中央厨房、集中采购方式降低成本；使用自有物业、外租物业的租金议价力强可降低费用。

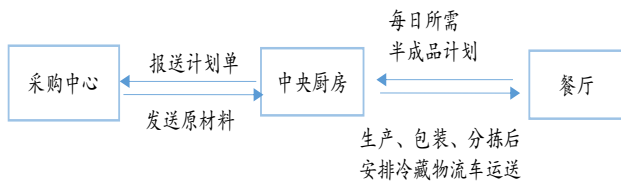
图11: 广州酒家剔除新店后的平均单位面积营收高于行业平均水平



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

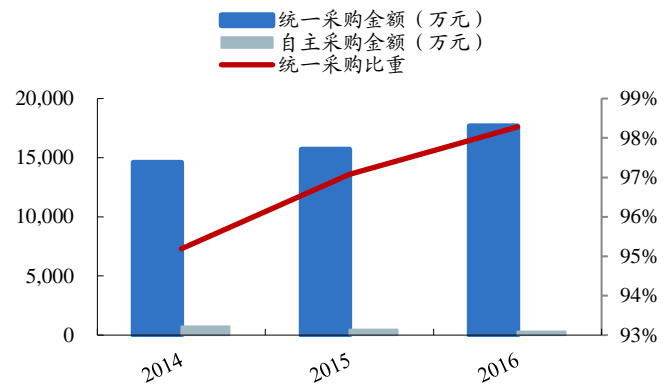
(1) 中央厨房模式集中采购、加工、配送可降低成本。广州酒家采用中央厨房模式, 根据每家餐饮店的要求统一采购、统一制作、统一配送至门店, 可降低采购、加工、配送成本且保证菜品的口味和质量。2016 年公司的统一采购比重达 98.3%。

图12: 广州酒家采用中央厨房模式



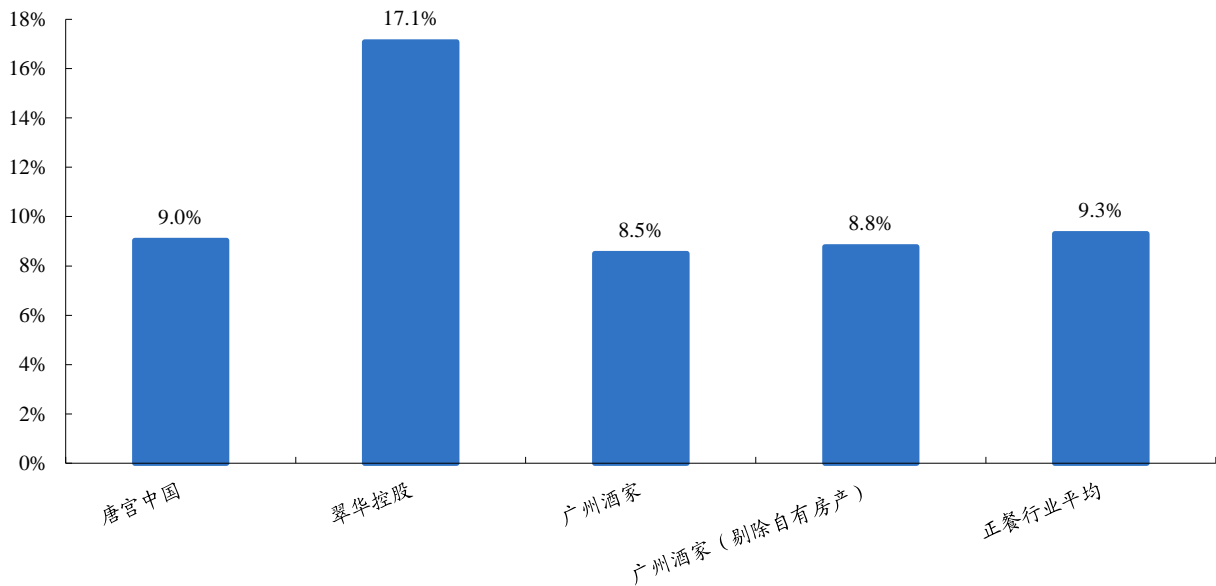
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2016 年公司统一采购比重达 98.3%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 使用自用物业推升净利率, 强租金议价力可降低费用。广州酒家直营门店中有自有物业及租赁物业, 其中自有物业可推升公司净利率, 如 2016 年自有物业门店体育东路店净利率高达 19.1%。此外, 公司的品牌力、运营能力强, 租金议价能力高, 2016 年剔除自有房产后的租金率约 8.8%, 低于正餐行业 9.3% 的水平。

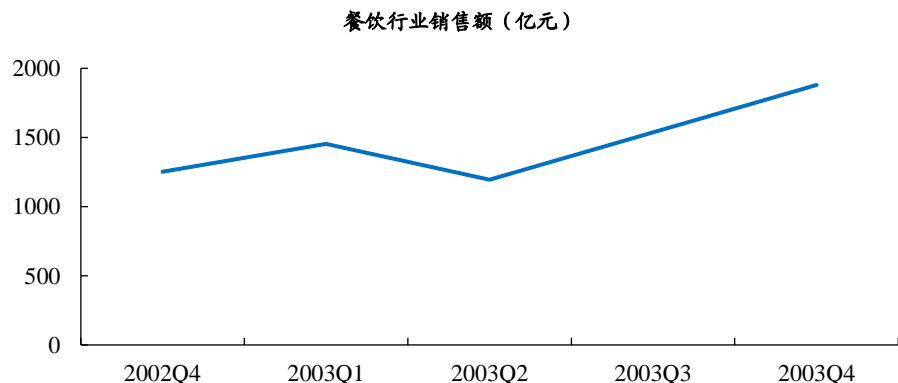
图14: 2016年广州酒家租金率低于正餐行业平均水平


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

餐饮与食品制造业务协同效应强, 稳步进行门店开拓。公司通过餐饮打造品牌, 通过食品制造业务扩大规模, 两业务协同效应强, 可共同快速发展。广东省具有粤菜消费习惯, 且一般广州酒家新店约 1-2 年可实现盈亏平衡, 未来随着省内餐饮门店稳步扩张, 餐饮业务具备较大发展潜力。

2.3、疫情短期影响餐饮需求, 2020Q2 或逐渐回暖

非典爆发后短期影响行业需求, 随后 2003Q3 出现爆发式消费。2003 年爆发非典, 在非典时期, 餐饮业短期内受到了较大影响, 2003Q2 销售额迅速下滑, 跌幅达到 17.9%。但疫情对餐饮业的影响并未持续, 随着疫情得到控制, 2003Q3 开始出现爆发性消费, 2003Q3、2003Q4 餐饮行业销售额同比增 28.6%、22.3%。

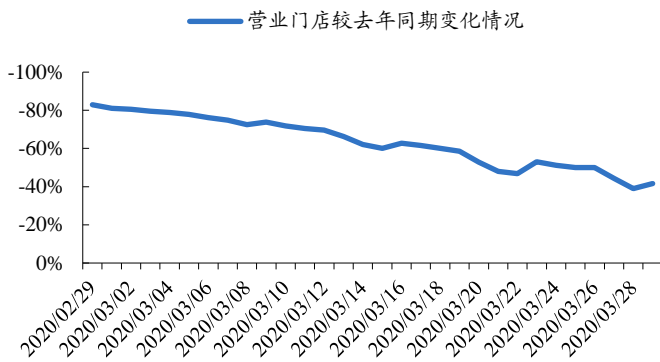
图15: 2003Q3 出现爆发式餐饮消费


数据来源: Wind、开源证券研究所

新冠肺炎疫情疫情影响下行业暂时性下滑, 随着疫情稳定餐饮业有望回暖。2019 年全国餐饮收入中春节期间消费占约 15.5%。2020 年爆发新冠肺炎后, 居民在家自我隔离、并减少外出聚餐活动, 春节餐饮消费受疫情影响较大。随着疫情逐渐稳定, 根据美味不用等公众号数据, 目前在公众号统计范围内的营业门店数量逐渐增加、营业门店到店消费逐渐回暖。此前被强力抑制的餐饮消费会随着疫情进一步稳定而

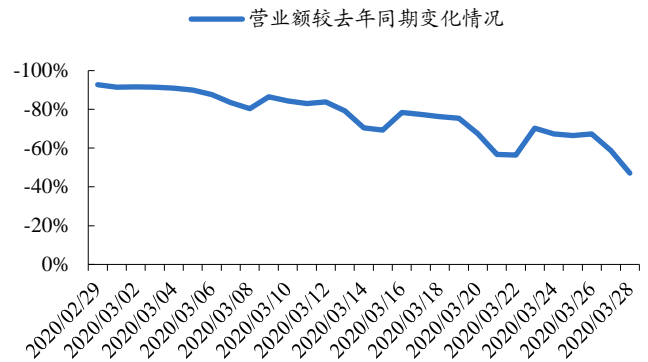
释放，餐饮业或于 2020Q2 开始回暖。

图16: 2020年3月29日营业门店数同比降41.6%



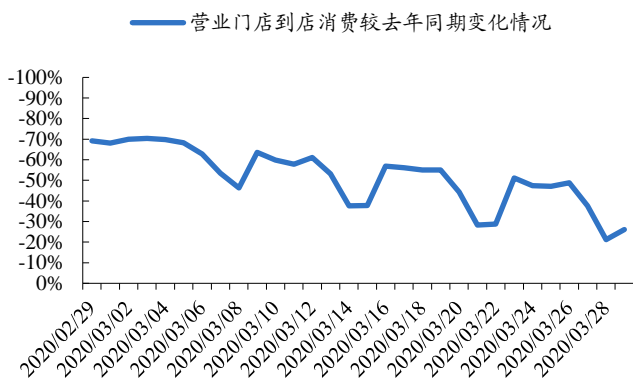
数据来源: 美味不用等公众号、开源证券研究所

图17: 2020年3月29日营业额同比降50.6%



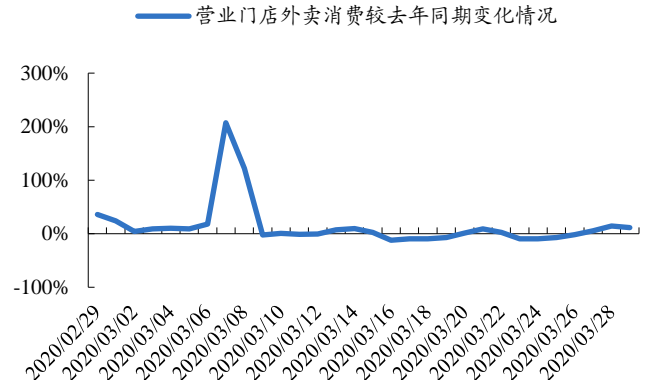
数据来源: 美味不用等公众号、开源证券研究所

图18: 2020年3月29日营业门店到店消费同比降26.1%



数据来源: 美味不用等公众号、开源证券研究所

图19: 2020年3月29日营业门店外卖消费同比增11.3%



数据来源: 美味不用等公众号、开源证券研究所

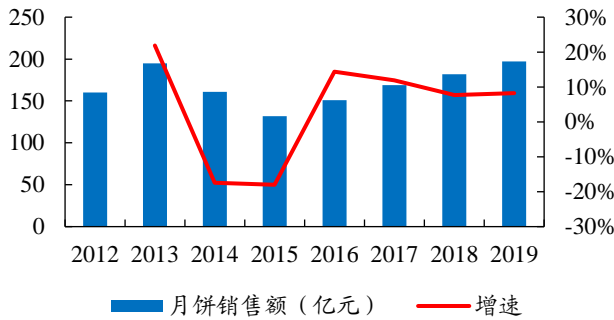
公司积极应对疫情带来的变动，控制疫情影响。 新冠肺炎爆发后，广州酒家暂停营业门店堂食服务。小型餐饮公司由于业务相对单一，受疫情影响较大，部分餐饮企业面临现金流问题。而广州酒家同时经营餐饮业务和食品制造业务，且进行积极调整，保留食品制造销售业务，并进一步开拓外卖业务以减弱客流量大幅减少的影响，餐饮业务受疫情影响相对有限。展望未来，随着疫情逐渐得到控制，餐饮消费需求或在 2020Q2 逐渐回暖，定位大众餐饮、品牌力、运营能力强的广州酒家可受益。

3、食品制造：多品类发展，全渠道布局

3.1、月饼行业：中端市场需求旺盛，行业集中趋势明显

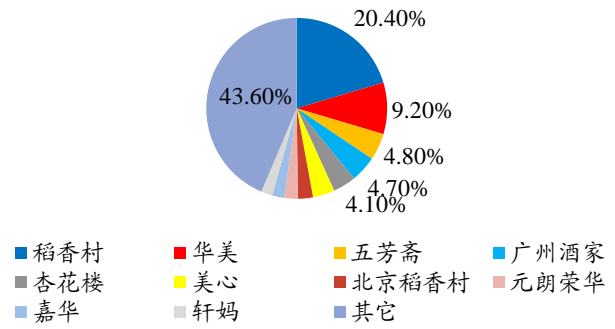
月饼行业市场持续增长，行业集中度提升。受三公消费相关政策影响，2014 年月饼销量下滑；2016 年后月饼行业回暖，连续四年稳步增长，2019 年月饼销售额增 8.2% 至 197 亿元。此外月饼行业集中度持续提升，2016 年 CR10 约 42%，2019 年已提升至 56.4%。未来随着消费升级，消费者对于品牌及产品质量的要求不断提高，行业集中度仍有提升空间。

图20: 2019年月饼销售额同比增8.2%



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

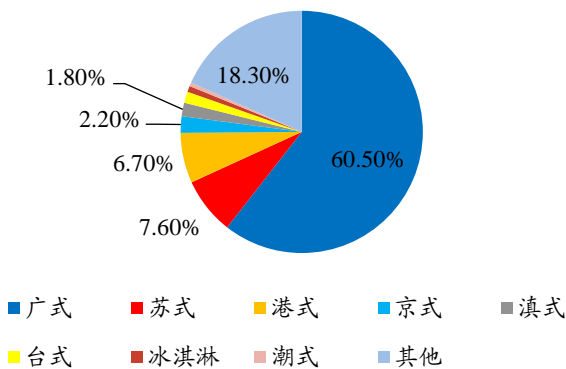
图21: 月饼行业 CR3 达 34.3%



数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

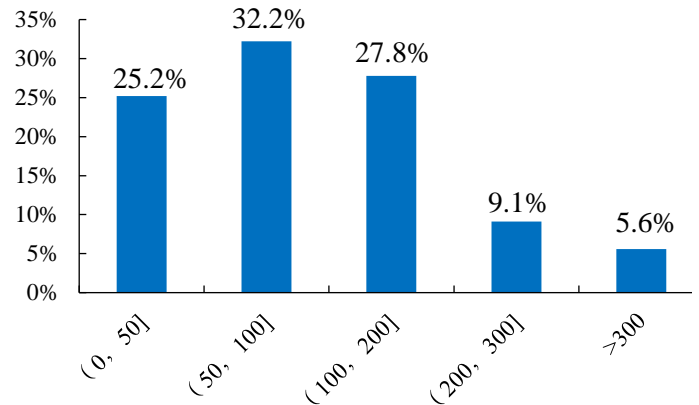
广式月饼为主流派式，50-100元为月饼消费主流价格带。由于各地饮食习惯不同，月饼发展出不同地方特色派式，广式月饼为主流派式，2019年市占率达60.5%，销量远超其它品类。受三公消费限制，高端月饼市场较为冷淡，企业福利与家庭消费成为月饼市场主要需求，2019年200元以下的月饼礼盒占据市场85.3%的份额，符合大众消费水平。50-100元占32.2%，为月饼消费的主流价格带。

图22: 2019年广式月饼市占率达60.5%



数据来源: 中国排行网、开源证券研究所

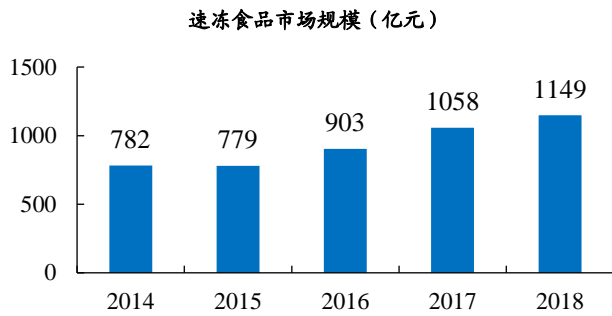
图23: 50-100元为月饼消费主流价格带



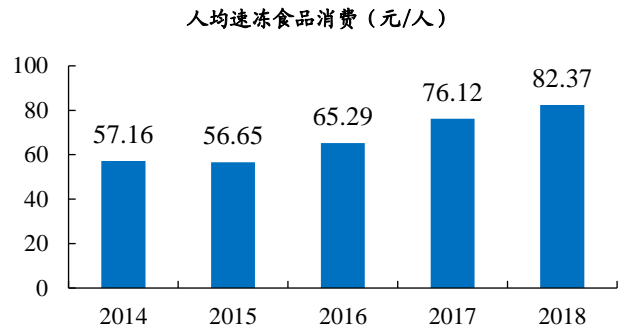
数据来源: 中国排行网、开源证券研究所

3.2、速冻食品行业: 市场规模稳步扩大, 子行业集中度差异大

速冻食品市场规模稳步扩大，速冻食品人均消费逐年增长。受益于冷链市场的快速发展、人们生活节奏加快更倾向于消费方便快捷的食品，速冻食品行业稳步增长，2018年国内速冻食品市场规模同比增8.6%至1149亿元。我国速冻食品的人均消费金额也逐年增加，2018年我国速冻食品人均消费额达82.4元。

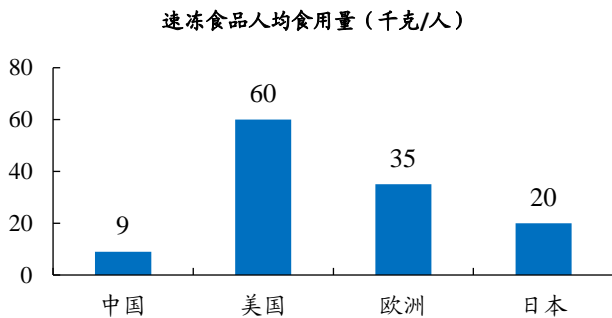
图24：2019年速冻食品市场规模同比增8.6%


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

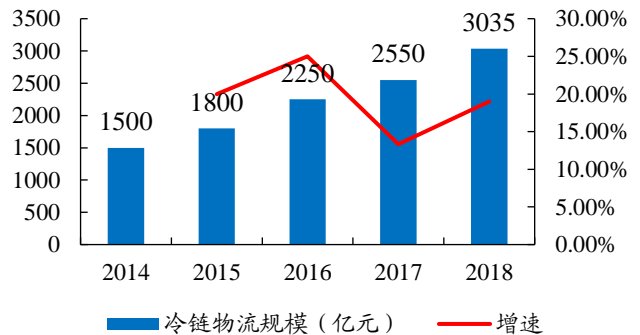
图25：2014年来中国速冻食品人均消费金额逐年增加


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

中国人均速冻食品消费量仍较低。我国速冻食品起步较晚，目前国内速冻食品人均消费量仅为9千克，而日本人均速冻食品消费量达20千克，我国速冻食品消费量与饮食习惯相近的日本差距较大。速冻食品行业发展需要依赖于冷链物流，目前多省市政府也将冷链物流纳入十三五期间重点发展项目。2018年国内冷链物流规模达3035亿元，未来随着冷链发展进一步完善，我国速冻食品市场的发展空间仍旧非常广阔。

图26：中国速冻食品人均消费量仍较低


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图27：2014年以来冷链物流规模快速发展


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

速冻食品子行业发展程度不同，集中度差异较大。根据前瞻产业研究院，速冻火锅料的龙头安井食品市占率约6%，而速冻米面行业的CR3达70%。速冻食品各子行业发展程度不同，一些子行业仍处于蓝海市场，如速冻广式点心核桃包、虾饺等发展迅速，未来潜力较大。

3.3、广州酒家产品定位清晰，全渠道布局

3.3.1、月饼定位于大众消费，速冻食品差异化竞争，品牌力强

公司产品定位清晰，品牌力强。月饼定位于大众消费，符合行业主流消费价格区间。广州酒家的月饼主要定位于大众消费，符合各线城市居民的消费水平，价格较美心、元朗等较低，受三公消费限制、经济波动等外部因素影响较小。公司老字号品牌力强，定位于家庭消费，月饼需求稳定。

表4: 广州酒家礼盒品种数目自 2014 年的 23 种减至 2016 年的 17 种

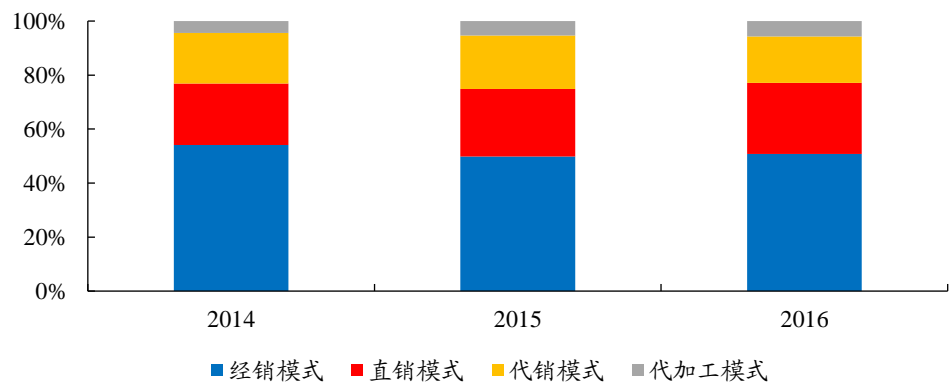
价格区间	2014	2015	2016
150 元以下	1	0	1
150-200 元	7	5	5
200-250 元	7	8	6
250 元以上	8	7	5

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

速冻食品定位于广式点心, 差异化竞争。速冻食品行业内细分子行业较多, 如三全食品主营汤圆、饺子; 安井食品主营火锅料, 以餐饮渠道为主等。广州酒家抓住自身粤菜老字号特点, 切入广式点心的细分市场, 产品以广式点心为主, 与现有行业参与者进行差异化竞争。公司利口福品牌力强, 产品销售以 C 端为主, 速冻食品单价及毛利率较高。2018 年广州酒家速冻食品毛利率为 36.9%, 而三全食品面点及其他食品毛利率仅为 27.3%。

3.3.2、全渠道布局, 稳步开拓新区域

公司全渠道布局, 以经销模式为主。广州酒家的商业模式包括经销模式、直销模式、代销模式及代加工模式, 其中经销模式为主要模式。2018 年广州酒家经销模式占比约 53%。

图28: 广州酒家商业模式以经销模式为主


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(1) 直销模式: 定位于大众消费者, 采用中央工厂+连锁店模式。广州酒家直营模式主要是利口福饼屋直营连锁店。公司饼屋定位于家庭大众消费者, 消费场景以家庭消费和休闲零售为主。因此广州酒家采用中央工厂+连锁店的模式, 通过中央工厂统一生产产品, 运送至门店进行销售。

面积小、坪效高、盈利能力强。与连锁店模式注重社交、用餐服务等特性不同, 广州酒家的大部分直营门店由于不提供就餐服务, 仅以售卖产品为主, 故面积较小。此外, 通常三季度月饼销售会拉动公司门店营收快速增长, 使得其直营店坪效较高, 直营门店坪效达 5 万/平米, 高于大陆便利店的平均水平 2.6 万/平米。

表5: 广州酒家有多种门店类型

门店类型	目标消费群	产品组合	选址区域	面积 (平米)
综合店	社区居民、上班族、各年龄等消费群体	烘焙食品、腊味、冷冻食品、大厨快菜等	大型社区临街、二线道路临街、大型商业区等	30-50
地铁店	白领、上班族	烘焙食品、腊味、冷冻食品等	地铁站内外商业物业	8-15
社区店	社区居民	腊味、冷冻食品、大厨快菜等	大型社区、菜市场、超市	20-40
简餐店	白领、上班族	烘焙食品、腊味、大厨快菜、盒饭等	商务写字楼、工业园区、专业市场、旅游景点等	100-400

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

直营店开拓速度放缓, 品牌宣传作用加强。2019年3月, 广州酒家调整直营店的开拓计划, 计划建设的直营店数量自230家下调至80家。直营店开拓速度放缓或因租金、人工成本上涨等因素影响。但利口福门店如地铁店等可以实现树立品牌、产品试吃、引流、与线上联动等作用, 品牌塑造作用加强。因此公司略改变开店模式, 会开有效益或可做品牌宣传的门店。

(2) 经销模式: 包括经销商经营和连锁经营。连锁经营的饼屋加盟优惠大, 推动门店扩张。广州酒家在加盟政策上采取折扣与返利等动作, 加盟条件较同业低, 优惠力度大。公司的加盟店一般1-2年内可实现盈亏平衡。盈利能力强、优惠大有助于加盟商和广州酒家建立良好合作关系, 推动门店扩张。

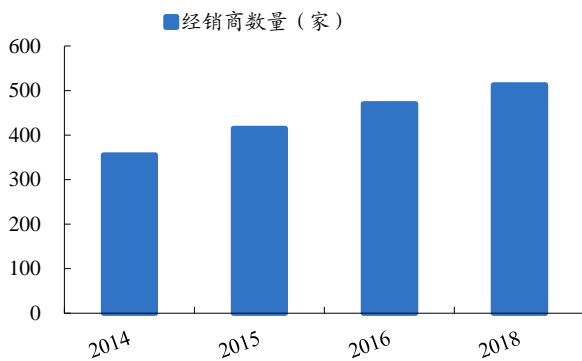
表6: 广州酒家加盟条件低

费用	广州酒家	元祖股份
加盟金	50000元 (免收中心城区外的加盟费; 免收原有加盟店续签合同品牌使用费)	25-40万元不等
保证金	有, 合约期满时无息抵付加盟方应付利口福公司的所有应付款项后余款返还	15万元, 合同期满半年无违约状况后返还
特许权使用费	每月按其向利口福公司进货额(月饼销售额不计入)的一定比例(1%)支付	特许权使用费=进货金额(以末端售价计算)*80%*2.5%

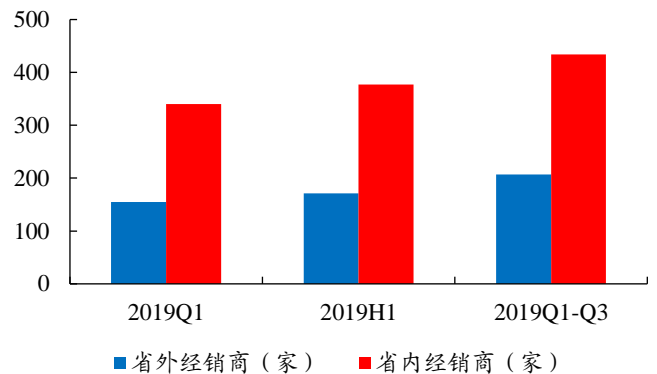
资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

公司严格控制经销商的经营区域和产品销售价格, 对经销商部分授信, 激励强。公司对经销商管理较严, 设置经营区域和产品销售价格, 并对窜货等行为进行严惩。广州酒家采用先款后货方式, 给予长期合作的经销商信用额度, 并会给予完成销售目标的经销商折扣奖励、返点奖励、扩展市场的额外补贴等。激励到位使得经销商的积极性较强。但目前公司的渠道把控能力较同行业的三全食品等企业低, 大经销商的模式比较适合广州酒家现快速开拓市场的阶段。

开拓省外经销商, 经销商数目稳步增加。2014年以来公司的经销商数量逐年提升, 自2014年的355家增至2018年的513家。截止至2019年9月, 省外经销商数目稳步增加增至207家, 经销商网络布局逐渐完善。

图29: 2014年以来广州酒家经销商数量逐年提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 2019年9月, 公司省外经销商数目达207家


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.4、产能逐渐释放, 为公司增长保驾护航

产能利用率较高, 产能瓶颈限制公司发展。广州酒家产品畅销, 产销率一直处于高位, 2018年月饼、速冻产品产销率分别达99%、98%。公司的产能利用率较高, 2016年月饼、速冻食品、腊味的产能利用率分别为101.38%、106.68%、109.87%。随着产品需求的稳定增长, 产能瓶颈极大地限制了公司发展。

表7: 广州酒家月饼、速冻食品、腊味的产能利用率较高

	月饼	速冻食品	腊味
产量 (万千克)	650	1400	255
产能 (万千克)	658.99	1493.51	280.18
产能利用率	101.38%	106.68%	109.87%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司积极采用参股、合资、自建工厂等方式扩大产能。广州酒家采用多种方式扩大产能: (1) 参股德利丰, 扩大饼酥等产品产能; (2) 与粮丰园合资设利口福粮丰园食品有限公司, 可补充速冻食品、月饼、烘焙等产品产能; (3) 改造利口福广州车间; (4) 新建湘潭、梅州基地, 增加速冻食品、烘焙、馅料等产品产能。此外, 广州酒家一方面会选择集中生产核心品种以增强规模效应; 另一方面在月饼淡季可使用月饼生产线生产部分饼酥, 进一步提升生产效率。

产能陆续释放支撑广州酒家未来增长。广州酒家未来产能陆续释放: (1) 与德利丰经过磨合, 预计会释放更多产能; (2) 湘潭基地一期已投产, 设备调试完成后可贡献产能; (3) 梅州基地预计会在2020Q3投产。随着产能陆续释放、设备磨合期过后生产效率进一步提升, 产能充足可为公司未来增长提供支撑。

表8: 广州酒家产能陆续释放

生产基地	投资金额	预计产能	当前进展
梅州生产基地	4.5 亿	月饼类产品产能预计不低于 2,000 吨/年, 速冻类产品产能预计不低 12,000 吨/年, 腊味类产品产能预计不低于 2,000 吨/年	预计 2020 年 8 月后投产
湘潭生产基地	4.5 亿	月饼类产品产能预计不低于 2,000 吨/年, 速冻类产品产能预计不低 12,000 吨/年, 馅料产品产能预计不低于 6,000 吨/年	2019 年 8 月项目一期已进入投产; 二期预计在 2020 年末 2021 年初投产
广州生产基地扩建	2.8 亿	产能 2.1 万吨/年	2019 年 3 月 3 日投产

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、投资建议

餐饮行业稳步增长, 广东为主要消费省区, 年轻人为主要消费者。疫情爆发后餐饮需求短期内受到影响, 小企业业务单一、现金流压力较大, 面临退出风险, 行业集中度会进一步提升。广州酒家餐饮业务采用中央厨房集中采购方式降低成本; 使用自有物业、外租部分租金议价力强降低费用, 餐饮业务净利率较高。疫情期间可经营食品制造业务, 且开拓餐饮外卖业务, 受疫情影响有限。随着疫情得到控制, 餐饮需求回暖, 品牌力、运营能力强的广州酒家可受益。未来随着省内餐饮门店稳步扩张, 公司餐饮业务具有较大发展潜力。

公司食品制造业务主要生产月饼、速冻食品等, 优势明显: (1) 产品定位清晰, 品牌力强: 月饼定位于大众消费; 速冻食品定位于中高端广式点心, 与其他企业差异化竞争, 餐饮端的粤菜老字号品牌为速冻食品的销售提供强力的品牌背书; (2) 全渠道布局: 公司直营、经销并行。直营利口福门店面积小、坪效高, 除销售外, 还可起产品展示、品牌塑造、与线上联动等作用。经销模式上公司严控经销商经营区域、产品售卖价格, 激励政策到位, 渠道积极性强。

广州酒家速冻食品、月饼的产销率及产能利用率一直处于高位。公司采用参股、合资、自建工厂、车间改造等方式扩大产能。此外, 公司省外经销商数目增加, 稳步开拓省外市场, 经销商网络布局逐渐完善。未来随着产能释放, 渠道网络进一步完善, 公司发展潜力较大。

我们预计 2020 年公司受疫情影响, 餐饮业务同比下滑 20%; 月饼业务主要销售季节为 2020Q3, 受疫情影响较小, 且 2020 年中秋节及国庆节时间重叠, 随着产能释放, 月饼业务预计同比增长 17%; 速冻业务在 2020Q1 增速较快, 随着产能瓶颈问题缓解, 预计同比增长 43%。我们预计 2019-2021 年公司营收分别增长 19%、13%、25%。

表9: 随着产能释放, 广州酒家营收可持续增长

		2018	2019E	2020E	2021E
月饼	销售收入	1,038.4	1154.34	1349.40	1541.25
	YOY	15.7%	11.2%	16.9%	14.2%
	毛利率	63.2%	63.3%	64.0%	64.0%
速冻食品	营业收入	410.4	552.65	788.68	1092.55
	YOY	29.9%	34.6%	42.7%	38.5%
	毛利率	36.9%	36.5%	37.0%	38.0%
食品制造业务 (速冻食品、月饼、 其他食品之和)	销售收入	1,909.1	2259.20	2811.79	3442.24
	YOY	18.6%	18.3%	24.5%	22.4%
	毛利率	51.5%	49.8%	49.7%	49.4%
餐饮业务	销售收入	601.01	741.96	591.93	824.30
	YOY	7.5%	23.5%	-20.2%	39.3%
	毛利率	62.7%	63.0%	63.5%	63.5%
合计	销售收入	2537.13	3028.23	3430.79	4293.61
	Yoy	15.9%	19.4%	13.3%	25.1%
	平均毛利率	54.7%	53.5%	52.5%	52.4%

数据来源: wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要速冻企业三全食品和安井食品, 烘焙企业桃李面包和元祖股份的估值水平, 可发现 2020 年三全食品、安井食品、桃李面包、元祖股份的估值水平分别为 40.9、35.6、32.9、13.2, 而广州酒家估值约 25.1 倍 PE, 低于行业平均水平。

表10: 可比公司估值: 广州酒家估值水平仍较低

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	EPS		PE	
		元	亿元	2019	2020	2019	2020
002216.SZ	三全食品	19.2	153.6	0.37	0.47	51.9	40.9
603345.SH	安井食品	84.1	198.7	1.73	2.36	48.6	35.6
603866.SH	桃李面包	48.7	320.5	1.23	1.48	39.6	32.9
603886.SH	元祖股份	17.2	41.3	1.12	1.30	15.4	13.2
	行业平均值					38.9	30.7
000895	广州酒家	26.4	106.7	0.98	1.05	26.9	25.1

数据来源: wind、开源证券研究所

注: 除广州酒家外, 其他公司均使用 wind 一致预期, 股价截止至 2020 年 4 月 3 日

预计 2019-2021 年公司营业收入分别增长 19%、13%、25%, 归母净利润分别为 3.96、4.23、5.34 亿元, 分别增长 3%、7%、26%, EPS 分别为 0.98、1.05、1.32 元, 对应 PE 分别为 27、25、20 倍。公司餐饮与食品制造双主业发展, 餐饮运营能力和品牌力强, 随着餐饮需求回暖, 餐饮业务可受益; 食品制造业务随着产能释放、渠道铺设全面, 未来发展潜力较大, 首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

经济下行、产能释放不及预期、渠道扩张不及预期、食品安全事件、原材料价格波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1707	1817	2111	2381	2861
现金	1434	1242	1482	1722	2067
应收票据及应收账款	69	68	96	89	142
其他应收款	11	20	17	25	27
预付账款	2	5	3	7	5
存货	130	164	196	221	302
其他流动资产	62	317	317	317	317
非流动资产	417	686	725	733	827
长期投资	6	7	10	12	15
固定资产	253	383	435	462	542
无形资产	25	95	110	123	138
其他非流动资产	133	201	171	135	131
资产总计	2124	2503	2835	3113	3688
流动负债	409	477	577	614	832
短期借款	2	0	0	0	0
应付票据及应付账款	122	145	182	197	279
其他流动负债	285	331	394	417	553
非流动负债	2	32	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	32	32	32	32
负债合计	411	508	608	645	863
少数股东权益	9	45	43	43	43
股本	404	404	404	404	404
资本公积	565	567	567	567	567
留存收益	736	978	1144	1340	1613
归属母公司股东权益	1705	1949	2184	2425	2782
负债和股东权益	2124	2503	2835	3113	3688

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	421	476	470	466	637
净利润	342	383	394	423	533
折旧摊销	59	54	67	77	62
财务费用	-15	-23	-17	-20	-20
投资损失	-4	-13	-20	-20	-21
营运资金变动	24	53	45	7	83
其他经营现金流	16	21	-0	-0	-0
投资活动现金流	-147	-526	-86	-64	-135
资本支出	87	299	36	5	92
长期投资	-63	-242	-3	-3	-3
其他投资现金流	-124	-470	-52	-61	-46
筹资活动现金流	426	-141	-145	-162	-157
短期借款	2	-2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	565	2	0	0	0
其他筹资现金流	-191	-142	-145	-162	-157
现金净增加额	699	-192	239	240	345

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2189	2537	3028	3431	4294
营业成本	1026	1150	1409	1630	2043
营业税金及附加	25	26	31	35	44
营业费用	551	658	801	909	1142
管理费用	201	231	297	326	386
研发费用	0	48	58	63	77
财务费用	-15	-23	-17	-20	-20
资产减值损失	1	3	3	4	4
其他收益	8	4	7	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	13	20	20	21
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	414	460	473	509	643
营业外收入	2	8	7	6	6
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	416	464	478	512	646
所得税	74	81	83	89	113
净利润	342	383	394	423	533
少数股东损益	1	-1	-1	-0	-0
归属母公司净利润	340	384	396	423	534
EBITDA	431	481	504	541	651
EPS(元)	0.84	0.95	0.98	1.05	1.32

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	15.9	19.4	13.3	25.1
营业利润(%)	18.1	11.0	3.0	7.5	26.3
归属于母公司净利润(%)	27.6	12.8	3.1	7.0	26.1
获利能力					
毛利率(%)	53.1	54.7	53.5	52.5	52.4
净利率(%)	15.5	15.1	13.1	12.3	12.4
ROE(%)	19.9	19.2	17.7	17.1	18.9
ROIC(%)	17.9	17.8	16.3	15.6	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	19.4	20.3	21.5	20.7	23.4
净负债比率(%)	-83.5	-60.7	-65.1	-68.5	-72.1
流动比率	4.2	3.8	3.7	3.9	3.4
速动比率	3.7	2.8	2.8	3.0	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	32.9	37.1	37.1	37.1	37.1
应付账款周转率	8.8	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.95	0.98	1.05	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.18	1.16	1.15	1.58
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.83	5.40	6.00	6.89
估值比率					
P/E	31.3	27.8	27.0	25.2	20.0
P/B	6.3	5.5	4.9	4.4	3.8
EV/EBITDA	21.4	19.8	18.4	16.7	13.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835