

广州酒家 (603043): 结构优化叠加产能释放, 老字号品牌增长可期

2020年04月08日

强烈推荐/首次

广州酒家 公司报告

粤都食府, 盛名驰誉, “食在广州第一家”招牌深入人心。强品牌力加持下, 公司月饼及餐饮业务毛利率皆保持在 60% 左右, 盈利能力强, 稳占广式月饼龙头地位后, 速冻常态品规模渐起, 季节协同有效平滑业绩波动, “前店试菜、后厂量产”运营模式同样为公司速冻业务带来了品牌协同溢价。

产能规模渐起, 食品制造方兴未艾。募投项目解决食品制造业务产能痛点, 新生产基地陆续完工投产, 据测算, 预计到 2021 年将合计为公司贡献新增产能 3.63 万吨, 即在现有基础上增加约 140%, 未来随着湘潭、梅州生产基地二期工程落地, 公司产能仍有进一步扩张空间。

价格、品类、业务多角度优化结构。成本驱动价格策略下, 中高端月饼产品占比提升, 助力公司产品价格中枢上移, 定价结构优化加速推动公司业绩增长。速冻业务凭借广州点心差异化切入速冻市场, 既有食客群体保障了公司速冻产品的基本销路, 餐饮经验也将给予该业务更多先发优势, 食品内部品类优化将有效减少季节性经营压力。公司从事的代客加工业务虽利润空间有限, 但能帮助公司更好地了解市场动向, 进而对自身生产进行主动调节, 业务优化助力公司巩固食品制造龙头地位。

产量释放支撑业绩增长, 市值三年看翻倍。考虑到未来三年新增生产基地产能将陆续落地, 经测算, 月饼/速冻/腊味及其他业务 2019-2021 年营业收入预计分别累积增长 71.4%/86.6%/141.4%, 未来三年市值有翻倍空间。

盈利预测与投资评级: 公司餐饮占收入比重较小, 虽然疫情带来一定影响, 但总体影响不大。公司下属 4 个食品生产基地已于 2 月中旬复工生产及建设, 利口福在 2 月 10 日已开启复工。通过加大资源调配力度, 逐步解决原材料供应不足、物流停运、人手短缺等难题后, 产能已基本恢复。考虑到公司积极推进新产能落地, 产销并进成长可期, 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 30.29、36.26、44.59 亿元; 归母净利润分别为 3.96、4.50、5.85 亿元, EPS 分别为 0.98、1.11、1.45 元, 当前股价对应 PE 分别为 27、24、18 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 产能扩张进度低于预期; 食品安全问题; 市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,189.21	2,537.13	3,029.18	3,625.64	4,458.66
增长率(%)	13.08%	15.89%	19.39%	19.69%	22.98%
归母净利润(百万元)	340.37	383.91	395.72	450.16	584.86
增长率(%)	28.58%	12.18%	3.33%	13.77%	29.82%
净资产收益率(%)	19.97%	19.69%	17.93%	18.01%	20.31%
每股收益(元)	0.90	0.95	0.98	1.11	1.45
PE	29.40	27.78	26.95	23.69	18.24
PB	6.26	5.47	4.83	4.27	3.70

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

公司简介:

公司始创于 1935 年, 经过 80 余载的经营, 现已发展为深具岭南特色的大型食品制造及餐饮, 公司于 90 年代发力月饼规模化生产, 并生产速冻食品填补闲置产能, 形成了独特的“食品+餐饮”双主业经营模式。

未来 3-6 个月重大事项提示:

2020-04-15 2019 年年报披露

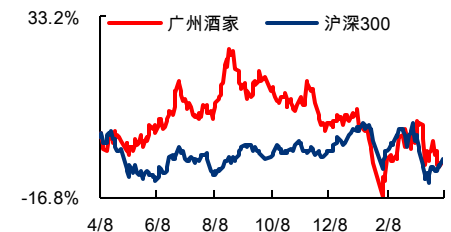
2020-06-29 限售股解禁

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间(元)	35.72-23.95
总市值(亿元)	108.27
流通市值(亿元)	33.64
总股本/流通 A 股(万股)	40,400/12,551
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.85

52 周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

研究助理: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

目 录

1. 食品、餐饮双轮驱动，季节、品牌两重协同	4
1.1 双主业并进，多品牌发展.....	4
1.2 餐饮规模稳健扩张，老字号持续释放品牌红利.....	5
1.3 前树品牌后创业绩，品牌协同模式优.....	5
1.4 食品业务双管齐下，季节协同稳定产出.....	6
2. 研产销同步推进，食品业务步入发展快车道	7
2.1 研发重质量，创新促进步.....	7
2.2 产能问题积极解决，规模升级顺势而起.....	8
2.3 全渠道体系完备，线上电商增长靓丽.....	12
3. 全方位结构优化，良性发展未来可期	14
3.1 定价结构优化，月饼产品价格中枢上移.....	14
3.2 品类结构优化，速冻产品错位切入市场.....	15
3.3 业务结构优化，OEM成为市场行情触手.....	17
4. 产量释放支撑业绩增长，市值空间三年翻倍	17
5. 盈利预测与风险提示	19

插图目录

图 1： 公司品牌矩阵图	4
图 2： 2014-2019H1 餐饮业务营收及增速	5
图 3： 广州酒家新式餐饮品牌	5
图 4： 分业务品牌传导一览	6
图 5： 2018 年广州酒家分业务营收占比	6
图 6： 2016H2-2019H1 公司分季度营收（亿元）	6
图 7： 2012 年-2018 年分业务营收占比	7
图 8： 2012-2019H1 速冻业务营收及增速	7
图 9： 2016-2019H1 公司研发费用及营收占比	7
图 10： 2017-2018 年同业研发费用占比	7
图 11： 2015-2018 年平均税率变化	8
图 12： 2018 年同业公司平均税率	8
图 13： 2014-2016 年食品业务产能利用率	9
图 14： 2014-2016 年食品业务产销率	9
图 15： 广州酒家全国重要市场区域范围及生产基地分布图	10
图 16： 食品制造业务收入销售渠道分布	12
图 17： 2016 年食品制造业务销售渠道占比	12
图 18： 全渠道销售模式一览	12
图 19： 2014 年-2019 年 H1 公司经销商数量稳步增长	13
图 20： 公司 2019 年 H1 经销渠道收入提升	13

图 21： 2014 年至今公司电商渠道收入占比	13
图 22： 2018-2019 年月饼产品销售额 Top10 品类销售价格区间	15
图 23： 公司广式点心速冻热销产品一览	15
图 24： 我国速冻市场品类份额分布	16
图 25： 速冻细分产品周期图	16
图 26： 电商平台公司速冻产品溢价情况	17
图 27： 三家上市公司速冻业务毛利率比较	17

表格目录

表 1： 广州酒家自建生产基地改扩建项目一览	9
表 2： 各基地 2017-2021 新增产能落地节奏推测（单位：吨）	11
表 3： 2014-2021 年公司总产能情况汇总（2017 年以后含估计数）	11
表 4： 2018-2019 年部分热门品类月饼提价情况	14
表 5： 2018-2019 年月饼产品销售额 Top10 品类销售均价与中枢价格	14
表 6： 不同速冻食品天猫商城售价与销量对比	16
表 7： 公司 2014 年-2023 年分业务营收情况预测	18
表 8： 公司 2014 年-2023 年市值估计表	19

广州酒家餐饮占收入比重较小，虽然疫情带来一定影响，但总体影响不大。受到新冠疫情影响，2月12日起广州全面叫停餐饮堂食，公司下属全部餐饮门店停止了堂食服务，保留食品销售及外卖，2月23日起公司餐饮门店陆续复市。同时，疫情期间带来速冻食品需求提升，或一定程度上弥补餐饮部分的影响。公司下属4个食品生产基地已于2月中旬复工生产及建设，利口福在2月10日已开启复工，通过加大资源调配力度，逐步解决原材料供应不足、物流停运、人手短缺等难题后，产能已基本恢复，春节至今在广州的100多家利口福连锁店持续照常营业。此外，商务部近期发布《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，强调要扩大传统消费，促进老字号品牌消费，提高老字号品牌影响力。广州酒家作为“食在广州第一家”的老字号品牌，有望持续受益于国家促进消费的相关政策倾斜。

1. 食品、餐饮双轮驱动，季节、品牌两重协同

始于酒家，不止于餐饮。陈星海先生1935年创办“西南大酒家”，后改名为“广州酒家”，以“名店、名厨、名菜”形象深入人心，凭借传统粤菜广点驰名南粤，素有“食在广州第一家”之美誉。公司上世纪90年代正式成立广州酒家企业集团，如今发展成具有岭南特色的饮食企业集团，主营以月饼、速冻食品等为主的食品制造业务，以及以粤菜和广式点心为主的餐饮服务。

国资背景支持，广泛股权激励。公司由广州市国资委控股，2017年上市之初公司员工（182人）持股比例为18.69%，自然人持股广泛，企业在公司管理层主导下高效经营。2018年10月，广州市国资委批准公司股权激励计划，本次股权激励授予255名激励对象401.95万份股票期权，原则上是针对中高层管理层的未在上市前持有公司股份的部分，进一步完善公司员工持股的优良机制。

1.1 双主业并进，多品牌发展

公司为食品+餐饮的双主业经营模式，食品业务以“利口福”、“秋之风”、“陶陶居”等品牌进行销售，产品包括月饼、速冻、腊味、饼酥等等，餐饮业务主要以经营“广州酒家”门店为主，辅以“天极品”、“星樾城”、“西西地”、“好有形”等多元特色餐饮，及以授权方式由第三方经营“陶陶居”门店。

图1：公司品牌矩阵图



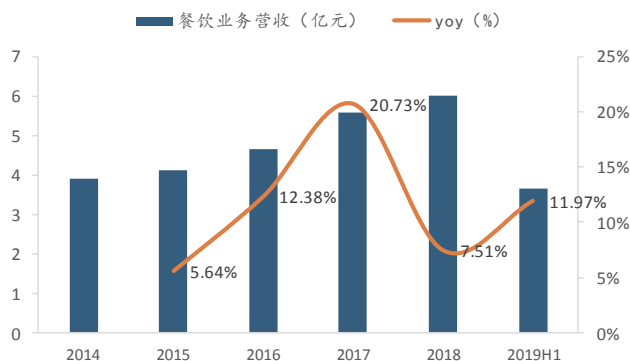
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

以食品制造为核心, 以餐饮业务创品牌。食品制造业务中的月饼系列产品是公司业务核心, 占公司营收在 40% 以上; 速冻系列产品为现阶段公司重点发展的常态化产品, 近年增长较快, 2018 年营收占比为 16.18%, 未来速冻业务的目标营收占比 50%; 其他业务包括腊味、饼酥、菜式、粽子等等, 属于培育型业务, 腊味和饼酥产品的年营收都在亿元以上, 规模渐起。公司食品制造业务在广州、湘潭、梅州、茂名多地拥有多个已投入或在建食品生产基地, 同时拥有超 200 家饼屋 (含加盟店) 的全渠道销售体系。餐饮方面, “广州酒家”是公司拥有的核心餐饮品牌, 身处全国餐饮竞争最为激烈的美食之都, 凭借 80 余年品牌美誉度积淀, 成为“食在广州第一家”的本地城市名片。目前公司拥有 19 家直营店。

1.2 餐饮规模稳健扩张, 老字号持续释放品牌红利

餐饮打前阵, 业务稳增长。餐饮服务方面, 公司采用连锁直营模式, 主要提供以粤菜和广式点心为主的餐饮服务。截至 2019 年 6 月, 公司拥有广州市内的 19 家餐饮直营店, 近三年餐饮业务营收 CAGR 为 10.03%。在稳健拓展核心品牌连锁业务的同时, 公司积极孵化培育新兴餐饮品牌, 包括“西西地”、“好有形”、“星樾城”等多个品牌, 以多层次、多场景的品牌矩阵满足消费者的多元需求, 老字号酒家逐渐散发新魅力。

图2: 2014-2019H1 餐饮业务营收及增速



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图3: 广州酒家新式餐饮品牌



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

持续推进异地开拓, 广酒门店登录深圳。餐饮业务区域布局方面, 公司广州酒家现有门店主要集中在广州市的中心区, 在广州市外围区域及周边其他城市仅有零星布点, 未能形成网络化、规模化发展优势, 仍需进一步深耕广州市场并加快异地市场的开拓。目前深圳深南大道的汉国中心店已于 2019 年 12 月开业。

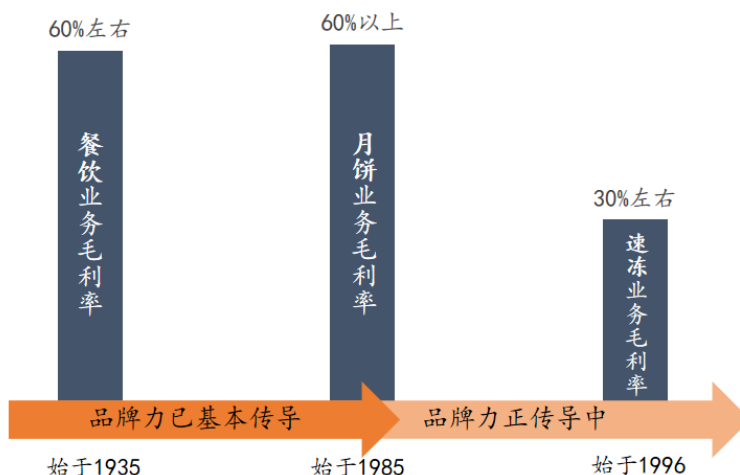
1.3 前树品牌后创业绩, 品牌协同模式优

历经风雨构筑金字招牌, 品牌力即是高毛利。广州酒家, 粤都食府, 盛名驰誉, 始创于 1935 年的中华老字号历经芳华, “食在广州第一家”的招牌深入人心。广州酒家定位中高端粤式餐饮, 门店选址主要在广州市内繁华地带, 现有门店人均消费基本在百元以上, 餐饮业务毛利率稳定在 60% 左右。餐饮业务成熟稳定运营后, 公司于 1985 年开始发展月饼业务, 已有品牌效应带动食品业务兴起, 至今已成为广式月饼行业翘楚, 招牌蛋黄莲蓉月饼广受市场好评, 连续数年月饼产销量稳居广东首位, 品牌力、美誉度叠加月饼的假日礼品属性, 令月饼业务毛利率保持在 60% 以上。

前台业务带起后台产品, 协同效应建立产品优势。上世纪九十年代末, 公司凭借自身擅长的广州点心差异化切入速冻产品市场, 核桃包、叉烧包、虾饺等招牌产品随着公司餐饮、月饼的知名度提升而被更多人知晓,

由广州酒家餐饮门店所带来的类似“前店试菜、后厂量产”的运营模式同样为公司的速冻产品带来了品牌协同溢价，近五年平均毛利率（32.88%）超过速冻米面同业水平（三全 26.64%/安井 26.71%）。

图4：分业务品牌传导一览

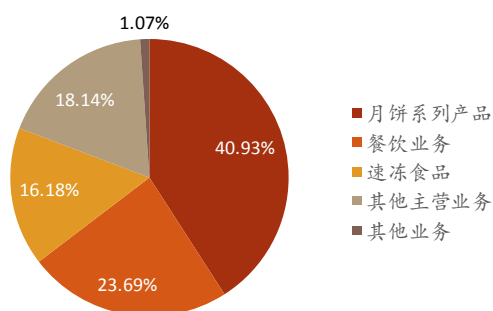


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.4 食品业务双管齐下，季节协同稳定产出

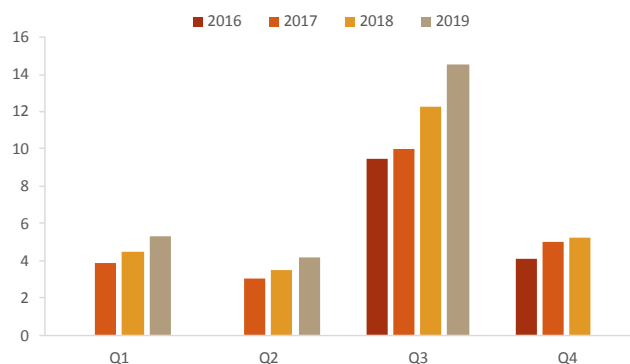
广式月饼龙头稳固，速冻食品后起之秀。1985年公司首试月饼市场，推出的广州贡月、蛋黄莲蓉月、七星伴月系列广受市场欢迎，而后公司所获的百余项国家级、市级殊荣奠定其在广式月饼中的龙头地位，连续数年产销量稳居广东首位、全国三甲。由于公司主营产品月饼季节性特征明显，为降低公司对单一业务过度依赖所带来的季节性波动风险，公司开始对业务结构进行战略性调整，大力发展以广式点心为主打的速冻食品，扩充食品生产主营业务，形成新的利润增长点。

图5：2018年广州酒家分业务营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：2016H2-2019H1 公司分季度营收（亿元）

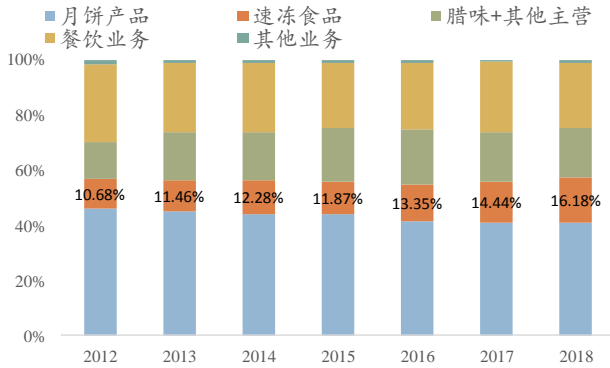


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

速冻常态品规模渐起，有效平滑业绩波动。目前月饼系列产品和速冻产品为公司食品业务的主打产品，营收占比持续扩大，2018年二者合计营收占食品业务总营收超过75%。月饼依托其特殊的节日属性拥有极强的季节性，生产环节往往发生于7-8月，销售环节大多发生于8-9月，月饼产品产销均集中在三季度，具有营业周期短、运营强度高的特性。速冻产品作为对月饼主营业务的补充，近年规模迅速增长，速冻业务营收

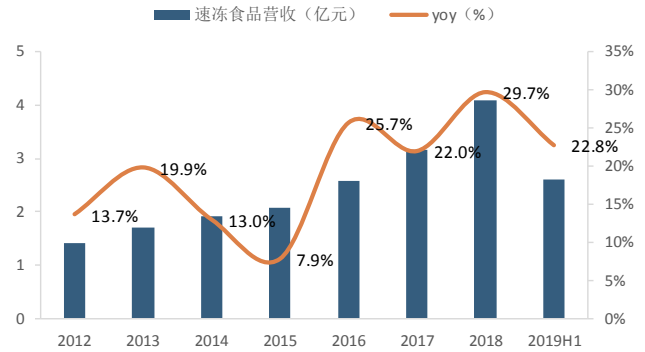
模 2016-2018 三年 CAGR 达 25.79%, 目前已成为公司主业产品之一, 常态化速冻产品与月饼形成季节协同, 将有效降低公司经营业绩季节性波动的风险。

图7: 2012年-2018年分业务营收占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图8: 2012-2019H1 速冻业务营收及增速



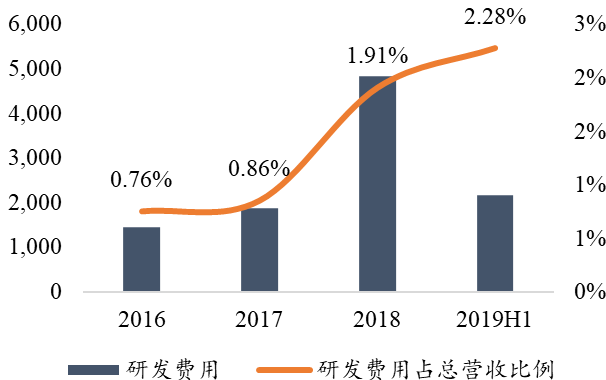
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 研产销同步推进, 食品业务步入发展快车道

2.1 研发重质量, 创新促进步

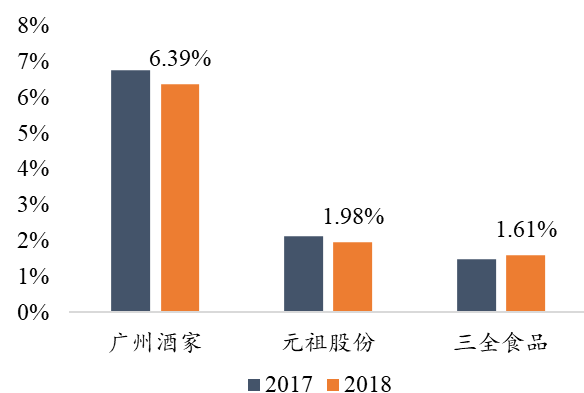
高度重视研发创新, 研发投入高于同业。作为广式月饼领域的龙头企业, 不断提升公司食品制造产品及餐饮菜式研发与革新能力, 是公司适应市场激烈竞争的核心武器。公司长期重视研发投入, 从2016年的1465.13万元增至2018年的4847.24万元, 研发费用绝对值以及占总营收比例均在近年来显著提升。截止2018年, 公司拥有研发人员289人, 占公司总人数的6.39%, (元祖1.98%/三全食品1.61%), 研发工作重视程度高于行业平均水平。公司不仅持续布局自身研究工作, 同时不断加大与高校、科研等第三方机构的合作, 深入产学研研究, 2018年公司科技项目立项17个, 涵盖公司食品制造与餐饮业务, 其中, 防腐抗酸败广式月饼、液态蛋糕点、控糖健康糕点、低脂莲蓉月饼等产品获得2018年度高新产品认定。

图9: 2016-2019H1 公司研发费用及营收占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图10: 2017-2018 年同业研发费用占比



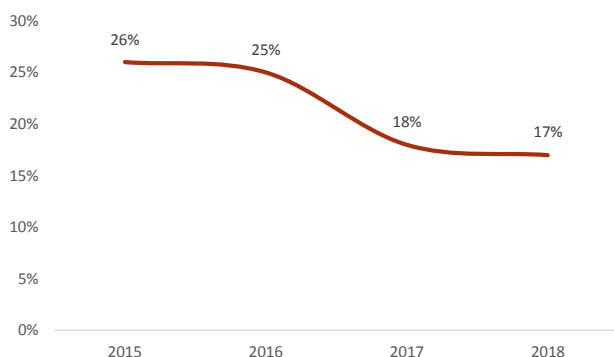
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

新品推广质量为先, 品类创新空间可观。公司积极开展研发活动, 内部研发成果丰富, 但公司一直以来对产品质量要求苛刻, 从公司在湘潭布局莲子基地可以见得(湘莲质量最优, 单价3万/吨, 贵于进口莲子1万/吨的价格), 严控质量、精益求精, 公司推向市场的产品都为百里挑一, 因此最终投入生产的品类有限, 公司在传统双蛋黄莲蓉月饼的基础上推出了冰皮、流心、乳酸菌、爆浆月饼等等, 新产品在推向市场后销售情况良好。未来公司还将进一步完善产品创新机制, 从研发、试吃、试制、推广、反馈与调整各个环节提升新品研发效率。

研发中心启用在即, 引领行业技术发展。公司募投项目广州酒家集团利口福食品有限公司技术研发中心的建设目前正在进行, 外部楼体已经建设完毕, 正在进行内部装修设计, 预计2020年之前将投入使用。研发中心位于广州市番禺区利口福厂区内, 综合楼共7层, 每层653平方米, 总建筑面积7766平方米, 将极大解决研发场地不足的问题(现有研发大楼建筑面积250平方米)。新建的研发中心将负责前瞻性的行业技术研发, 通过龙头效应引领行业技术发展, 承担技术创新战略规划的制定和实施, 并进一步打造开放的公共服务平台, 通过交流合作逐步促进全行业整体技术水平提升。

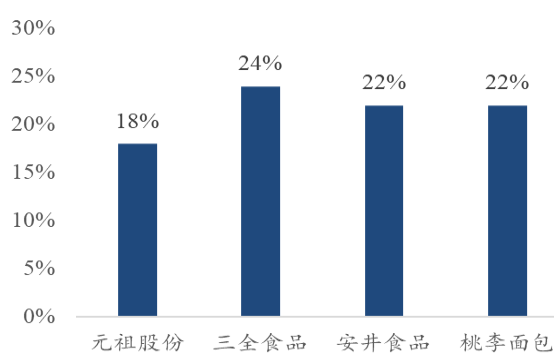
高新技术企业官方认证, 税收优惠有望延续。2017年, 公司下属全资子公司利口福公司被认定为广东省2017年第二批高新技术企业, 可在2017-2019年内享受按15%的优惠税率征收企业所得税的税收政策。2017年以来, 利口福公司对公司净利润贡献占比在70%左右, 税收优惠有效降低了公司整体税率。2019年公司再次参评高新技术企业, 考虑到公司近年来持续加大研发投入, 积极开展技术研发活动, 继续享受税收优惠的概率较大。未来利口福湘潭公司也将积极参评湖南省高新技术企业, 经由湖南省内相关机构进行受理、评审、核查, 成本端仍具备一定优化空间, 研发力优势进一步显现。

图11: 2015-2018年平均税率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

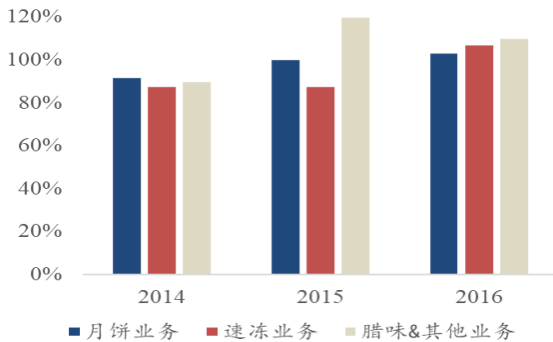
图12: 2018年同业公司平均税率



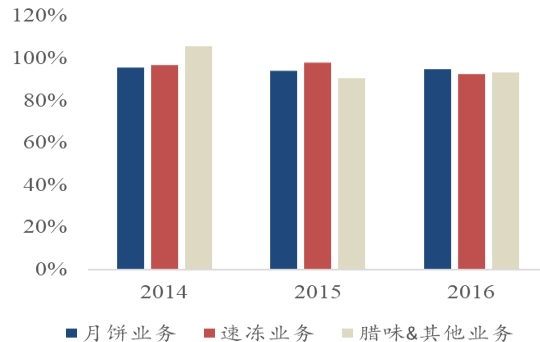
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 产能问题积极解决, 规模升级顺势而起

强品牌力造就高产销率, 产能瓶颈制约销售规模。公司以月饼产品为代表的食品享有较高的品牌知名度和影响力, 产品产销率维持在较高水平, 但产能水平一直以来制约着公司月饼销量。2016年公司食品制造业务产能利用率均超过了100%, 在公司产品保持着高市场接受度背景下, 产能问题成为了直接制约公司业务规模继续增长的实质障碍。

图13: 2014-2016 年食品业务产能利用率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图14: 2014-2016 年食品业务产销率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

募投项目解决产能痛点, 新基地建设逐步投产。公司上市募投项目**利口福食品生产基地(广州)**扩建项目拟在现有三号厂房内增加中央配餐车间、烘焙车间、速冻车间、腊味车间等, 并新建冷链配送中心, 达产后可形成 2.55 万吨/年的产能, 实现销售收入 7.61 亿元。为有效突破公司产能瓶颈, 推进跨区域发展战略, 2018 年 3 月, 公司发布公告称分别在湖南湘潭和广州梅州投建生产基地的公告, 两地项目预计各投资人民币 4.5 亿元。**湘潭生产基地**完全建成后预计每年贡献月饼/速冻/馅料类产能 2000 吨/12000 吨/6000 吨, 一期项目工程于 2018 年 12 月开工, 2019 年 8 月建成并开始逐步投产(一期项目包含月饼及馅料); **梅州生产基地**完全建成后有望每年贡献月饼/速冻/腊味类产能 2000 吨/12000 吨/2000 吨, 一期项目于 2019 年 8 月开工建设, 由于腊味和速冻设备购置量较大, 因此建设周期长于湘潭项目, 预计 2020 年建成试产(一期项目包含腊味及速冻)。

表1: 广州酒家自建生产基地改扩建项目一览

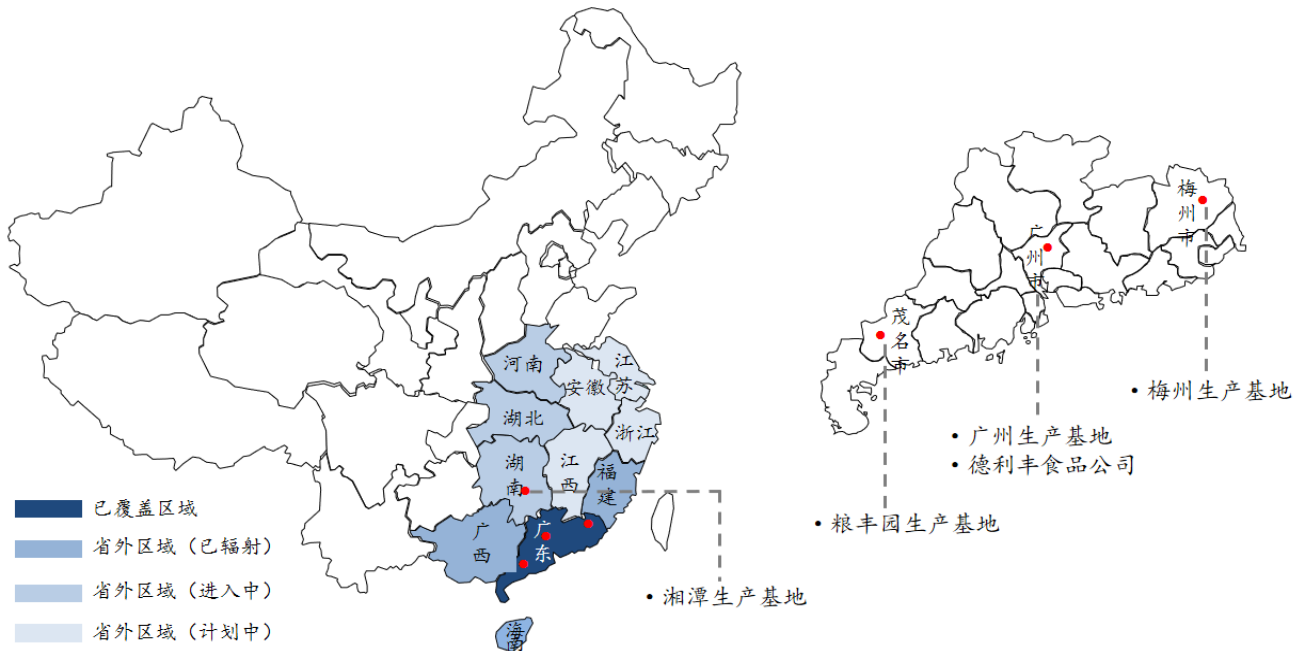
生产基地	开工时间	项目进度	完全投产后产能
广州基地 扩建项目	2017 年	截止 2019 年 3 月, 三号厂房已建设完毕, 冷链配送中心已完成土建, 中央配餐车间已完成投入, 速冻、腊味车间完成部分技改设备投入。项目已为公司扩大产能 7,040 吨, 2018 年销售收入 1.12 亿元。	预计新增产能合计不低于 2.1 万吨/年, 达产后年销售收入不低于 7.61 亿元。
湘潭基地 新建项目	2018 年 12 月	项目一期工程已于 2019 年 8 月完工试产。	月饼产能预计≥2000 吨/年, 速冻产能预计≥12000 吨/年, 馅料产能预计≥6000 吨/年, 一期为月饼及馅料生产, 达产后预计销售收入 3.81 亿元。
梅州项目 新建项目	2019 年 8 月	项目一期工程预计 2020 年完工试产	腊味产能预计≥2000 吨/年, 速冻产能预计≥12000 吨/年, 月饼产能预计≥2000 吨/年, 项目分一、二期建设。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

外延积极参股控股, 形成有效产能补充。经历国企混改的**德利丰食品公司**成立于 2017 年 9 月 19 日, 注册资本 800 万元, 利口福公司持股比例 40%。德利丰公司偏重产品生产, 有效补充了公司的馅料、饼酥类产品的产能, 公司的月饼馅料中除了莲蓉馅料之外的杂馅部分由德利丰负责。2018 年德利丰公司实现营业收入

1272.07 万元，磨合初期产量有限，未来有望进一步支撑产品供给。粮丰园食品公司成立于 2018 年 6 月 26 日，注册资本 1.15 亿元，利口福公司控股比例 90.01%。粮丰园公司地处广东省茂名市，产销主要面向粤西市场，目前向母公司贡献千吨以上的速冻类产能以及少量的烘焙类产能。外延产能与公司自有生产基地协同共进，有效扩大了公司食品制造业务辐射范围，实现了省内均衡布局、省外积极延伸的发展态势。

图15：广州酒家全国重要市场区域范围及生产基地分布图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新建项目逐渐落地，未来三年有望新增产能 3.6 万吨。内生自建项目中，湘潭基地一期工程已于 2019 年 8 月完工并逐渐投产，广州生产基地和梅州生产基地一期工程也将于未来两年内建成投产；外延投资项目中，德利丰食品公司及广酒粮丰园从 2018 年开始贡献业绩。假设广州、湘潭一期、梅州一期生产基地在 2021 年前部分投产，在公司公告信息的基础上，我们对公司历史产能情况及未来产能落地节奏做出具体估算（表中为落地产能累计数）。参考湘潭、梅州两地项目投建计划、变更募投项目计划等公司公告，并基于合理假设，我们对 2017-2021 年产能落地节奏做出推测，预计到 2021 年将合计新增产能 3.63 万吨。

假设：

- ◆ 考虑到湘潭、梅州生产基地产能体量较大，我们保守估计 2021 年前湘潭基地馅料投放总产能的三分之二，梅州基地速冻、腊味产能投放 50%；

基于以上假设，新增产能落地节奏详情如下：

表2: 各基地 2017-2021 新增产能落地节奏推测 (单位: 吨)

生产基地	生产品种	2017	2018	2019	2020	2021
广州生产基地	速冻	1,527	3,581	8,940	11,000	11,000
	腊味	630	1,030	1,491	1,844	2,500
	其他	1,500	2,429	4,700	5,220	7,500
	合计	3,657	7,040	15,131	18,065	21,000
湘潭生产基地	月饼	-	-	500	1,500	2,000
	馅料	-	-	1,000	2,500	4,000
	合计	-	-	1,500	4,000	6,000
梅州生产基地	速冻	-	-	-	1,500	6,000
	腊味	-	-	-	400	1,000
	合计	-	-	-	1,900	7,000
德利丰&粮丰园	月饼	-	1,000	1,100	1,100	1,100
	速冻	-	1,000	1,200	1,200	1,200
	合计	-	2,000	2,300	2,300	2,300
新增产能合计	月饼 (含馅料)	-	1,000	2,600	5,100	7,100
	速冻	1,527	4,581	10,140	13,700	18,200
	腊味	630	1,030	1,491	2,244	3,500
	其他	1,500	2,429	4,700	5,220	7,500
	合计	3,657	9,040	18,931	26,264	36,300

*假设湘潭一期项目投产馅料产能的三分之二; 梅州基地一期项目投产腊味、速冻全部产能的50%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2021 年前产能预计增 140%, 未来扩张仍存空间。在公司招股说明书公布的 2014-2016 年食品制造业务产能情况基础上, 结合新增产能估计, 我们预计 2016-2021 年公司食品制造业务合计产能将增长 139.35%, 月饼/速冻/腊味&其他业务五年 CAGR 分别为 11.81%/18.13%/39.66%, 其中腊味&其他业务高速增长主要系近年西点饼酥需求端逐渐增长, 公司为迎合市场需求积极推进新产能建设, 中央配餐及烘焙车间建成后, 公司实现对腊味、饼酥西点和菜式等产品在低基数背景下的生产扩张, 整体而言公司产能瓶颈制约生产的问题将得到明显改善。据历史情况来看, 公司历年月饼销售计划紧跟市场需求, 产销率常年维持在 100%左右, 产品呈现供不应求的状态。考虑到公司将充分考虑市场空间确定投产节奏, 产品预计得到有效销售, 产销率压力可控。考虑到湘潭生产基地、梅州生产基地二期工程尚在规划中, 未来公司产能仍有进一步扩张空间。

表3: 2014-2021 年公司总产能情况汇总 (2017 年以后含估计数)

产品	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	五年增长率	五年 CAGR
月饼 (含馅料)	8,500	8,700	9,500	9,500	10,500	12,100	14,600	16,600	74.74%	11.81%
产能利用率	91.43%	99.92%	102.99%	110.42%	110.16%	-	-	-	-	-
速冻	12,672	13,500	14,000	15,527	18,581	24,140	27,700	32,200	130.00%	18.13%
产能利用率	87.53%	87.45%	106.68%	107.98%	110.88%	-	-	-	-	-
腊味&其他	2,112	2,300	2,550	4,680	6,009	8,741	10,014	13,550	431.37%	39.66%
产能利用率	89.69%	119.68%	109.87%	105.00%	110.00%	-	-	-	-	-

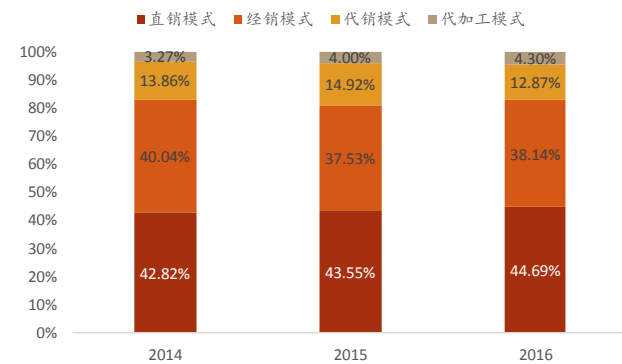
合计	23,284	24,500	26,050	29,707	35,090	44,981	52,314	62,350	139.35%	19.07%
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	---------	--------

资料来源: 公司招股说明书、公司公告, 东兴证券研究所

2.3 全渠道体系完备, 线上电商增长靓丽

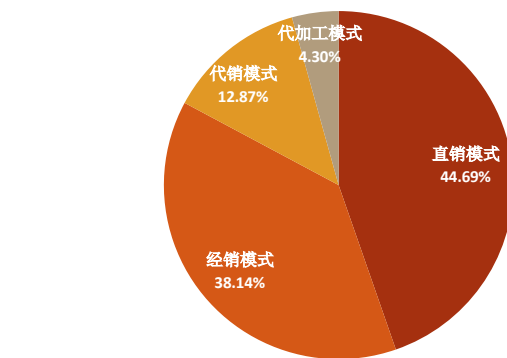
食品制造业务直营经销并重, 餐饮业务以直营为主。公司食品制造业务采用直销、经销、代销和代加工(OEM)四种模式, 以直营、经销为主, 二者合计占比超过 80%。截至 2019 年 6 月, 公司及其下属公司拥有超过 200 家饼屋直营店(含加盟店), 主要位于广州市区及周边城市, 利用“利口福”品牌进行产品销售, 直营店由利口福公司统一供货, 统一配送。而公司餐饮业务以直营模式为主, 截至目前, 公司在广州市不同商圈旺地设立了 19 家餐饮直营店, 利用“广州酒家”为主品牌提供餐饮服务, 餐饮直营店大宗商品的采购由公司采购中心统一管理, 各店独立经营。

图 16: 食品制造业务收入销售渠道分布



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

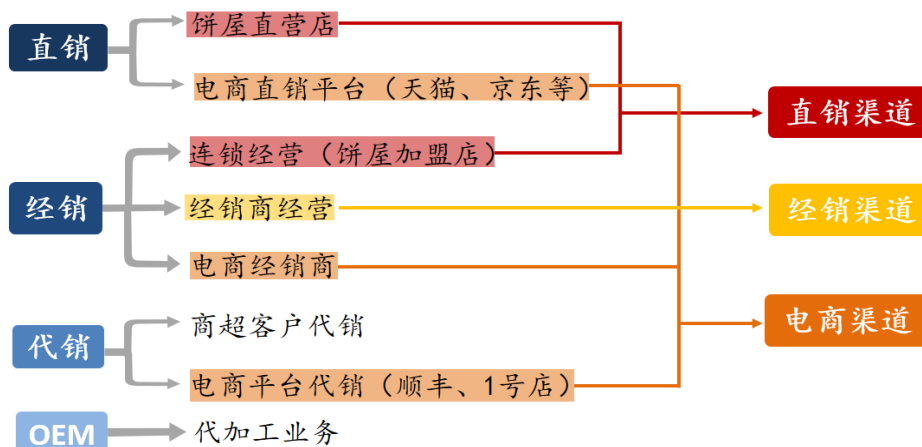
图 17: 2016 年食品制造业务销售渠道占比



资料来源: 公司招股说明书、公司公告, 东兴证券研究所

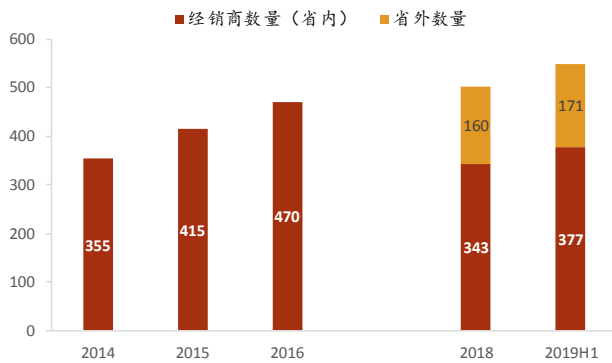
全渠道体系脉络清晰, 产品下销顺畅高效。目前, 在食品制造业务传统直销、经销等销售模式的基础上, 公司已经逐渐建立起包括实体门店渠道、经销商渠道、电子商务渠道的三位一体全渠道成熟销售体系, 极大提高了食品类产品的交易数量和下销效率, 近年公司食品制造业务中月饼、速冻类产品的产销率高位维持在 98% 以上。

图 18: 全渠道销售模式一览

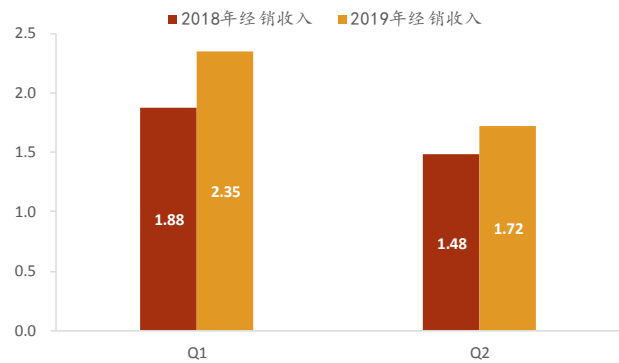


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

把控直营模式开店成本, 经销收入份额渐升。考虑到购置物业成本、租金成本、人工成本逐年提高, 为降低投资风险, 公司相应提升了对直营门店的开业标准。2019年3月, 公司公告称变更部分募投项目, 其中包括食品零售网络项目, 将原计划在广东省内五地建设的230家直营店(购置+租赁)调整为在广州、佛山建设80家直营店(均为租赁), 有效提升募投资金使用价值。直营模式成本抬升背景下, 公司着力发展经销模式渠道, 2014年-2018年CAGR为9.64%, 截止2019年6月底, 公司拥有558家经销商(其中省内经销商占比67.56%), 经销网络在全国范围内铺开, 为公司开拓省外市场提供有力支撑。2019年公司经销渠道收入在Q1/Q2分别同比增长25.27%/16.53%, 经销渠道布局效果初显, 预计在包含月饼销售旺季的下半年同样能为公司贡献营收增量。

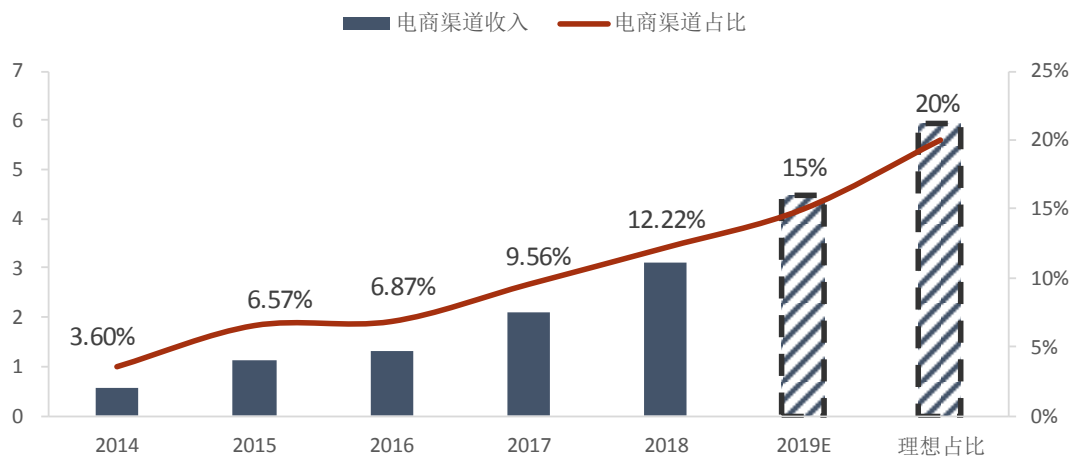
图19: 2014年-2019年H1公司经销商数量稳步增长


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图20: 公司2019年H1经销渠道收入提升


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

电商增量成为渠道端新亮点。随着互联网购物习惯进一步普及, 需求端在公司知名度提升背景下不断放量, 而供给端能力随募投项目电商平台扩建和公司对于电商平台的扶持而不断加强, 公司食品制造业务电商渠道营收占比已从2014年的3.6%增长至2019年H1的15%。电商渠道规模稳定增长, 未来公司食品业务电商渠道的目标占比希望稳定在20%左右, 将成为公司全渠道销售体系的重要支撑之一。

图21: 2014年至今公司电商渠道收入占比


资料来源: 公司招股说明书、公司公告, 东兴证券研究所

3. 全方位结构优化，良性发展未来可期

3.1 定价结构优化，月饼产品价格中枢上移

成本驱动定价策略，价格涨势更显温和。公司月饼系同类产品提价决策为成本驱动型，主要参考原材料成本和竞争对手情况定价。剔除成本整体上涨幅度有限，我们参考了月饼销售旺季期间（7月-8月），天猫广州酒家品牌旗舰店月饼产品销售数据，发现2018年-2019年特定热门月饼品类的平均提价幅度为7.21%。

表4：2018-2019年部分热门品类月饼提价情况

热门月饼品类	2018	2019	提价幅度
双黄纯白莲蓉（650g）	139.91	148.59	6.20%
双黄纯白莲蓉（750g）	151.05	169.11	11.96%
欢乐一家组合	153.49	161.28	5.08%
芝士流心奶黄月饼	88.13	100.29	13.80%
幸福的礼组合	88.5	90.51	2.27%
五仁月饼	169.12	175.8	3.95%
平均值提价幅度			7.21%

资料来源：淘数据，东兴证券研究所

中高端产品占比提升，助力价格中枢上移。从2018年与2019年月饼销售旺季天猫品牌旗舰店销售数据出发，我们进一步研究了两年间销售额Top10月饼品类的集中度与价格变化，发现公司月饼产品的中高端品类占比上升，助推中枢价格上移。在计算得到各品类销售量占网店月饼总销售额的比例之后，我们定义热门商品中枢价格为“以销售量占比为权重的销售均价平均数”，分别计算2018年、2019年热门销售Top10月饼品种的中枢价格。结果显示，2019年销售Top10月饼品种的中枢价格为108.4元，高于2018年中枢价格12.31%（96.52元），中枢价抬升幅度高于提价幅度5.10%，说明热销月饼中，中高端品类占比相对提升。

表5：2018-2019年月饼产品销售额Top10品类销售均价与中枢价格

营收排名	2018年			2019年		
	产品名称	均价	销量占比	产品名称	均价	销量占比
1	双黄纯白莲蓉月饼(650g)	139.91	21.07%	双黄纯白莲蓉月饼(650g)	151.17	36.36%
2	双黄纯白莲蓉月饼(750g)	151.05	16.90%	七星伴月礼盒	199.35	5.96%
3	七星伴月礼盒	209.46	4.24%	欢乐一家礼盒	161.28	5.50%
4	欢乐一家礼盒	153.49	4.68%	双黄纯白莲蓉月饼(750g)	169.57	5.01%
5	芝士流心奶黄月饼	88.13	7.36%	双黄纯白莲蓉组合	206.41	2.69%
6	喜团圆月饼礼盒	118	3.83%	幸福的礼礼盒	90.51	5.87%
7	流沙奶黄月饼	188.47	2.28%	芝士流沙组合	118	3.46%
8	幸福的礼礼盒	88.5	4.45%	五仁月饼	158.96	1.70%
9	五仁月饼	169.12	1.97%	流心奶黄月饼	99.25	4.58%
10	俩好月饼礼盒	128.19	2.23%	珍情觅月礼盒	238	0.83%
合计	96.52（中枢价）		69.02%	108.40（中枢价）		71.97%

资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

产品销售向中高端品类集中, 助推全品类价量齐升。将月饼销售均价从高到低进行排序后, 我们对销售额 Top10 的月饼产品的价格区间进行划分, 发现 2018 至 2019 年中端月饼产品 (121 元-180 元) 和高端月饼产品 (181 元-240 元) 的占比分别上升了 1.72pct.和 2.96pct., 中高端品类销售占比有效提升, 起到了拉高全品类价格中枢的作用。在消费结构转型、中高端产品馈赠需求逐年增长的大背景下, 公司食品销售内中高端价位产品占比不断提升, 推动全品类价格中枢上移, 叠加整体销量持续冲高, 未来有望加速推动公司业绩增长。

图22: 2018-2019 年月饼产品销售额 Top10 品类销售价格区间

产品分档	均价区间	2018		2019	
		品类数量	销量占比	品类数量	销量占比
高端产品	181-240	2	6.52%	3	9.48%
中端产品	121-180	5	46.85%	4	48.57%
平价产品	60-120	3	15.64%	3	13.91%

资料来源: 淘数据, 东兴证券研究所

3.2 品类结构优化, 速冻产品错位切入市场

常态速冻业务渐起, 差异产品定位入局。承袭公司八十余年广点制作的丰富经验, 公司在上世纪九十年代末期推出速冻广式点心产品, 差异化切入速冻市场, 速冻业务量占比自 2012 年的 10.68%增长到 2018 年的 16.18%。公司主打的广点速冻产品包括叉烧包、虾饺、流沙包、核桃包等等, 品类均为广州酒家餐饮门店中最畅销的广点菜式, 既有的食客群体保障了公司速冻产品的基本销路。随着公司餐饮、月饼产品的知名度在全国范围内进一步提升, 速冻产品有望分享品牌红利。同时, 公司凭借成熟餐饮门店运营经验, “前店试菜, 后厂量产”的优异模式将给予速冻业务更多的先发优势, 如食客现有口味变化、新菜品需求等, 进而助力速冻产品的产量调控及新品研发, 提升产品在广点速冻市场的核心竞争力。未来随着速冻产线陆续落地, 公司希望速冻类常规产品营收占比能达到 50%以上, 以此减少季节性产品占比过大给公司经营业绩带来的压力。

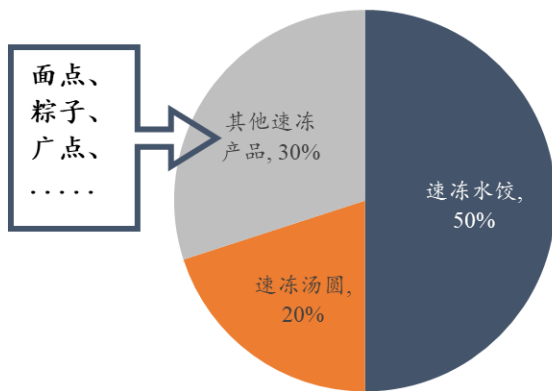
图23: 公司广式点心速冻热销产品一览



资料来源: 京东网, 东兴证券研究所

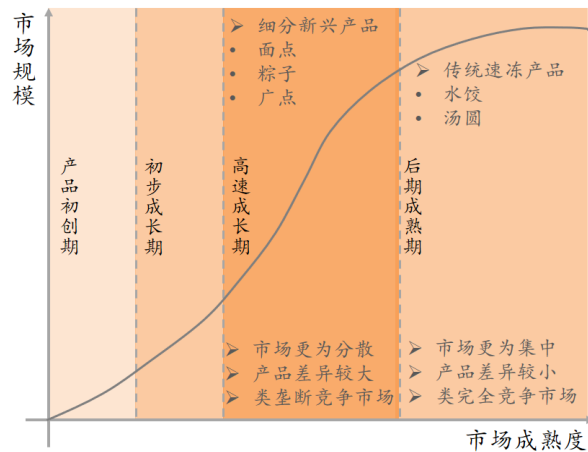
速冻广点细分领域仍处高成长期，赛道享高发展空间。我国速冻食品行业总体市场规模约 1200-1400 亿元，从行业细分市场来看，速冻水饺和速冻汤圆分别占据了我国目前速冻市场 50%和 20%的份额，拥有三全食品、湾仔码头、思念食品等老牌参与者，市场集中度高，品牌间竞争激烈，细分行业发展进入类完全竞争市场的后成熟期，利润空间较薄。速冻面点、馄饨和包括广州点心在内的特色食品占据了余下 30%的市场份额，市场品牌集中度小，不同品牌间存在一定差异，尚处在类垄断竞争的高速成长期，利润空间较大。而广州酒家的速冻产品处在分散度较高的细分市场中，得以充分发挥其强品牌力、更贴近市场等自身优势。

图24：我国速冻市场品类份额分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图25：速冻细分产品周期图



资料来源：东兴证券研究所

品牌力带来高毛利，速冻定价平均高于市场 50%。强品牌力支撑下，公司已有速冻产品相对同业具备一定溢价能力，叠加公司速冻业务主要面向 C 端客户，因此同品类产品价格普遍高于同业均价。我们自各品牌天猫旗舰店取 7 种典型的广点作为样本，发现广州酒家的速冻产品相对于同业的溢价空间平均超过 50%，与此同时天猫线上销售量排名均位于前列。受益近年来公司速冻产量攀升，规模效益逐渐显现，公司毛利率呈现波动上升的趋势，品牌溢价下的毛利率水平高于三全食品、安井食品同类业务毛利率约 10pct.，盈利水平显著高于同业。

公司与其他几个速冻食品品牌的产品结构虽有一定趋同，但不完全一样。与三全对比，公司的产品品类更加丰富，大部分产品定位相对高端，且具有一定的产品稀缺性，因此公司的吨成本与定价都较三全更高；与安井对比，毛利率差异主要是由于渠道的不同，安井主要以 B 端餐饮用户为主，而广酒的主要销售渠道在超市、电商，以 C 端消费者为主。未来公司将在 To C 的基础上拓展 B 端客户，当速冻业务产能达到一定规模后，公司将进一步对速冻产品进行规划升级。

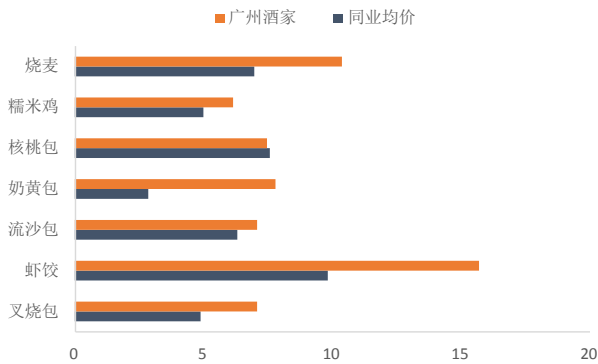
表6：不同速冻食品天猫商城售价与销量对比

品牌	叉烧包	虾饺	流沙包	奶黄包	核桃包	糯米鸡	烧麦
安井食品	-	-	7.83	2.72	7.78	-	-
三全食品	4.44	-	-	2.19	-	-	-
湾仔码头	5.4	-	4.73	4.26	-	5.51	6.19
思念食品	4.69	-	-	2.07	-	-	-
百鲜荟	-	9.8	6.27	-	7.37	4.4	7.76
平均	4.84	9.80	6.28	2.81	7.58	4.96	6.98

广州酒家	7.05	15.7	7.05	7.76	7.45	6.11	10.38
价差 (广州酒家-平均)	45.56%	60.20%	12.32%	176.16%	-1.65%	23.31%	48.82%
广酒天猫店铺销量排名	1	3	4	5	1	6	1

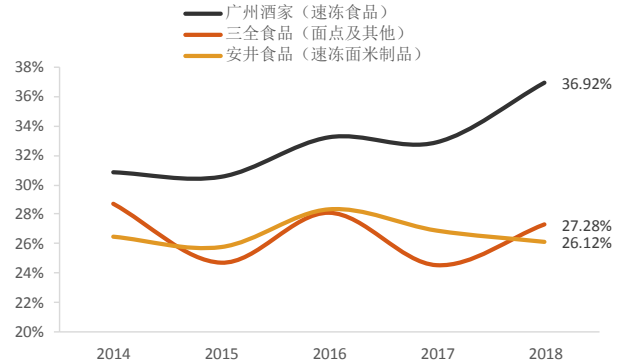
资料来源: 天猫商城, 东兴证券研究所

图26: 电商平台公司速冻产品溢价情况



资料来源: 天猫网, 东兴证券研究所

图27: 三家上市公司速冻业务毛利率比较



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.3 业务结构优化, OEM 成为市场行情触手

龙头优势助力代加工业务, 实现产能应用多元化。公司的代加工渠道 (OEM) 主要是月饼产品的代客加工, 目标客户主要为拥有成熟品牌的高档酒店。考虑到高档酒店并没有达到食品生产企业标准, 叠加自身月饼销量相对较小, 自制月饼产品利润有限, 因此许多酒店选择通过 OEM 的方式将产品推入市场, 加价卖出后获取高毛利。公司客户曾包括中国大酒店、东方宾馆等高档酒店, 2019 年月饼季陶陶居的月饼也有部分为利口福公司代工。公司月饼代加工一般采用利口福公司月饼生产配方, 原材料由利口福公司统一采购使用, 并由代加工客户向第三方采购产品包装材料, 利口福公司将产品包装后交予客户。

OEM 业务拓宽市场覆盖面, 为高端产品延伸铺路。由于月饼 OEM 业务下游酒店客户分散、竞争激烈, 广州酒家凭借其技术、产能优势广泛开展月饼产品 OEM 业务, 有效促进了与市场内其他月饼销售商的交流, 从而更好地了解市场动向, 进而对自身生产进行主动调节。同时考虑到 OEM 下游客户多为高级酒店, 与之合作将为公司带来更多关于高端月饼市场的信息, 有助于公司开拓中高档月饼产品布局。

4. 产量释放支撑业绩增长, 市值空间三年翻倍

产量释放对标未来营收, 月饼业务三年增长 61%。基于前文推测得到的产能落地节奏, 我们对经营过程中的若干情况作出以下假设, 接着通过外推历史吨单价, 推测得食品业务未来三年营收情况, 预计公司月饼、速冻和腊味其他业务 2021 年相对 2018 年营收分别增长 71%/87%/141%。

预测假设:

- ◆ 推测产能落地节奏时, 已从公司角度规划产能依市场需求分次投放, 故假设 2019 年-2021 年产能利用率为 100%, 在不考虑湘潭、梅州生产基地二期建设投产的情况下, 假设 2022 年产能利用率为 110%, 2023 年产能利用率为 120%;
- ◆ 考虑到公司产品受市场欢迎度高, 常年呈现供不应求的状态, 故假设未来产销率为在 98%-100%;
- ◆ 公司采取成本驱动型定价策略, 保守假设食品制造业务产品吨单价以平均每年 3-5% 的幅度增长;
- ◆ 参考陶陶居 2018 年毛利率水平 (45%), 预计陶陶居 2019 年营收总计 12000 万元, 假设其中月饼/饼酥/餐饮各占比 60%/20%/20%;

在以上假设的基础上, 我们的预测结果如下表:

表7: 公司 2014 年-2023 年分业务营收情况预测

		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
月饼	销量	7,447	8,196	9,301	10,469	11,508	11,979	14,600	16,517	18,169	19,820
	吨单价	0.92	0.93	0.86	0.86	0.90	0.93	0.98	1.01	1.06	1.10
	陶陶居月饼						0.72	0.86	1.04	1.19	1.37
	营收	6.84	7.63	8.01	8.98	10.38	11.85	15.11	17.79	20.36	23.12
	yoy		11.55%	4.98%	12.11%	15.59%	14.15%	27.49%	17.79%	14.43%	13.55%
速冻	销量	10,735	11,582	13,823	16,774	20,210	23,174	27,700	31,878	35,420	38,640
	吨单价	0.18	0.18	0.19	0.19	0.20	0.21	0.22	0.24	0.25	0.26
	营收	1.91	2.06	2.59	3.16	4.10	4.94	6.20	7.65	8.84	10.03
	yoy		7.85%	25.73%	22.01%	29.75%	20.40%	25.50%	23.49%	15.56%	13.45%
腊味 & 其他	销量	2,005	2,498	2,616	4,914	6,609	8,566	10,014	13,550	14,905	16,260
	吨单价	1.34	1.34	1.47	0.81	0.70	0.73	0.77	0.80	0.82	0.85
	陶陶居饼酥						0.24	0.26	0.30	0.35	0.40
	营收	2.69	3.34	3.85	3.96	4.6	6.49	7.94	11.10	12.59	14.15
	yoy		24.16%	15.27%	2.86%	16.16%	41.13%	22.28%	39.87%	13.35%	12.44%
餐饮	营收	3.90	4.12	4.63	5.59	6.01	6.73	6.72	7.73	8.34	9.01
	yoy		5.64%	12.38%	20.73%	7.51%	11.99%	-0.18%	15.00%	8.00%	8.00%
其他	营收	0.21	0.21	0.28	0.21	0.27	0.28	0.30	0.31	0.33	0.34
	yoy		0.00%	33.33%	-25.00%	28.57%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	营收	15.55	17.36	19.36	21.90	25.36	30.29	36.26	44.59	50.46	56.66
	yoy		11.64%	11.52%	13.12%	15.80%	19.45%	19.69%	22.98%	13.17%	12.28%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

业绩释放对标未来市值, 未来三年有翻倍空间。在得到公司营收估计之后, 参考同业公司净利率水平, 再进一步对成本、费用、税费在营收的基础上进行拆分, 推算得净利润水平。参考细分板块市盈率 (取板块内具备代表性公司的平均市盈率), 与细分板块净利润相乘之后为细分板块市值, 加总后得到 2019 年-2021 年公司市值分别为 117 亿元/140 亿元/177 亿元, 三年复合增长率为 25%。

表8: 公司 2014 年-2023 年市值估计表

		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
月饼	净利润	1.35	1.47	1.56	1.91	2.18	2.24	2.71	3.30	3.76	4.28
	板块 PE				27.51	26.43	32	32	32	32	32
	板块市值				52.43	57.52	71.84	86.84	105.68	120.37	137.09
速冻	净利润	0.17	0.16	0.22	0.30	0.36	0.31	0.49	0.64	0.73	0.84
	板块 PE	45.00	45.00	45.00	36.36	31.37	40	48	45	40	40
	板块市值	7.60	7.17	9.77	10.76	11.15	12.26	23.37	28.68	29.32	33.41
腊味&其他	净利润	0.25	0.27	0.33	0.45	0.49	0.50	0.64	0.98	1.10	1.24
	板块 PE	19.83	27.07	35.64	18.43	19.90	22	28	28	25	25
	板块市值	4.94	7.23	11.64	8.24	9.79	11.09	17.99	27.31	27.51	31.07
餐饮业务	净利润	0.34	0.30	0.38	0.64	0.61	0.65	0.39	0.71	0.76	0.82
	板块 PE	50.53	53.98	46.14	28.47	19.62	30	30	30	30	30
	板块市值	17.15	16.46	17.56	18.35	12.05	19.50	11.75	21.24	22.66	24.65
其他业务	净利润	0.13	0.12	0.16	0.14	0.19	0.26	0.27	0.23	0.18	0.14
	板块市值	1.81	1.76	2.33	1.96	2.78	3.65	3.88	3.25	2.53	1.95
总市值					89.78	90.51	118.34	143.83	186.15	202.39	228.17
yoy						0.81%	30.75%	21.53%	29.43%	8.72%	12.74%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5. 盈利预测与风险提示

公司核心月饼系列产品兼具消费及社交属性, 市场需求稳定, 因此具备一定的抗周期特征。考虑到公司积极推进新产能落地, 产销并进成长可期, 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 30.29、36.26、44.59 亿元; 归母净利润分别为 3.96、4.50、5.85 亿元, EPS 分别为 0.98、1.11、1.45 元, 当前股价对应 PE 分别为 27、24、18 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、产能扩张进度低于预期; 2、食品安全问题; 3、市场竞争加剧

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1707	1817	2184	2740	3289	营业收入	2189	2537	3029	3626	4459
货币资金	1434	1242	1363	1632	1783	营业成本	1026	1150	1422	1729	2088
应收账款	67	68	83	99	122	营业税金及附加	25	26	33	38	48
其他应收款	11	20	24	28	35	营业费用	551	658	774	925	1132
预付款项	2	5	5	5	5	管理费用	201	231	276	350	401
存货	130	164	195	223	257	财务费用	-15	-23	-7	3	15
其他流动资产	62	317	514	753	1086	研发费用	0	48	58	55	85
非流动资产合计	417	686	756	822	927	资产减值损失	1.36	3.26	2.71	2.44	2.81
长期股权投资	6	7	7	7	7	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	253	383	440	477	510	投资净收益	4.28	12.60	5.82	15.00	15.00
无形资产	25	95	132	168	223	加: 其他收益	7.91	3.85	3.92	5.23	4.33
其他非流动资产	32	22	0	0	0	营业利润	414	460	481	544	706
资产总计	2124	2503	2940	3562	4216	营业外收入	2.49	7.53	3.63	4.55	5.24
流动负债合计	409	477	657	985	1259	营业外支出	0.99	2.68	2.46	2.04	2.39
短期借款	2	0	124	388	588	利润总额	416	464	482	546	709
应付账款	122	145	171	199	229	所得税	74	81	86	96	124
预收款项	67	95	126	162	206	净利润	342	383	396	451	585
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	-1	0	0	0
非流动负债合计	2	32	32	32	32	归属母公司净利润	340	384	396	450	585
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	411	508	689	1017	1291	成长能力					
少数股东权益	9	45	45	46	46	营业收入增长	13.08%	15.89%	19.39%	19.69%	22.98%
实收资本(或股本)	404	404	404	404	404	营业利润增长	18.07%	10.98%	4.60%	13.11%	29.89%
资本公积	565	567	567	567	567	归属于母公司净利润增长	27.62%	12.79%	3.08%	13.76%	29.92%
未分配利润	617	827	1045	1292	1614	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1705	1949	2207	2499	2879	毛利率(%)	53.15%	54.66%	53.05%	52.31%	53.17%
负债和所有者权益	2124	2503	2940	3562	4216	净利率(%)	15.61%	15.11%	13.08%	12.43%	13.12%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	19.97%	19.69%	17.93%	18.01%	20.31%	
经营活动现金流	421	476	249	282	340	偿债能力					
净利润	342	383	396	451	585	资产负债率(%)	19%	20%	23%	29%	31%
折旧摊销	58.57	53.70	53.40	64.42	75.10	流动比率	4.17	3.81	3.32	2.78	2.61
财务费用	-15	-23	-7	3	15	速动比率	3.86	3.47	3.03	2.56	2.41
应收账款减少	-4	0	-15	-16	-23	营运能力					
预收账款增加	5	28	30	36	45	总资产周转率	1.27	1.10	1.11	1.12	1.15
投资活动现金流	-147	-526	-121	-117	-168	应收账款周转率	33	38	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.71	18.94	19.12	19.58	20.85
长期投资减少	0	0	4	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	13	6	15	15	每股收益(最新摊薄)	0.90	0.95	0.98	1.11	1.45
筹资活动现金流	426	-141	-8	104	-20	每股净现金流(最新摊薄)	1.73	-0.47	0.30	0.66	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.83	5.46	6.19	7.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	50	0	0	0	0	P/E	29.40	27.78	26.95	23.69	18.24
资本公积增加	565	2	0	0	0	P/B	6.26	5.47	4.83	4.27	3.70
现金净增加额	699	-192	121	268	152	EV/EBITDA	21.45	19.94	18.12	15.62	12.02

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究。一年港股消费及策略研究经验，目前重点专注于教育、餐饮、人力资源等领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526