

“老字号”发力，优秀商业模式下的产能释放



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

—广州酒家 (603043)

核心观点

❖ 公司主业稳健发展

1、2018 年公司月饼业务收入为 10.38 亿元，同比增速为 15.67%，过去 5 年复合增长率为 8.7%，毛利率持续提升达到 63.2%。2、公司通过“广州酒家”、餐饮店以及月饼等品牌以及规模优势，积极拓展新品类，公司速冻产品以及腊味产品销售额快速增长，2018 年公司速冻产品销售收入为 4.10 亿元，同比增长 29.7%，近 5 年复合增长率为 16.5%，截止 2016 年腊味产品销售收入为 1.53 亿元，11-16 年复合增长率为 16.6%。3、公司餐饮品牌有“广州酒家”、“天极品”、“西西地”、“好有形”、“星樾城”以及“陶陶居”，主要定位于大众消费。截止 2018 年广州酒家在正餐排名中位列第五，深受消费者认可。

❖ 餐饮立品牌，食品创规模的商业模式优秀

当前比较成熟的饮食集团都为餐饮+食品的商业模式，公司发展战略亦为餐饮立品牌，食品创规模。公司主业主要是月饼、速冻食品以及餐饮业，我们从这三个主业的相关上市公司进行对比验证，认为餐饮结合食品的商业模式优秀，同时公司拥有优秀的产品品质以及品牌，这将能够持续帮助公司提高竞争力，有望成为国际一流饮食集团。

❖ 2020 年开始产能大幅提升

公司产能利用率，产销率均接近 100%，受产能制约无法进一步快速发展，目前公司通过原有基地的改造扩建、建设新的产能基地以及并购公司增加产能逐渐解决产能瓶颈，根据我们预测广酒未来产能将达到 9628 万 KG/年，比 2018 年的 3480KG/年产能提升 176%，2020-2022 年将是产能快速释放的三年。

❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

疫情对公司餐饮业务短期将产生一定影响，但并不会影响公司优秀的成长性，我们认为公司依托餐饮立品牌，食品创规模的商业模式，能够有效将月饼以及速冻产品拓展出去。2020 年公司产能开始大幅提升，随着公司产能释放，公司业绩有望迎来快速增长，估值中枢有望持续提升，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 30.3、38.2、46.9 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 3.97、4.79、6.46 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.98、1.19、1.60 元/股，对应 PE 分别为 31.05、25.73、19.09X，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、渠道动销情况不及预期。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2537.13	3028.64	3816.06	4694.12
+/-%	15.89%	19.37%	26.00%	23.01%
净利润(百万)	381.32	396.87	478.96	645.48
+/-%	13.79%	4.08%	20.68%	34.77%
EPS(元)	0.94	0.98	1.19	1.60
PE	32.31	31.05	25.73	19.09

资料来源：公司 2019 年三季报，预测截止日期 2020 年 3 月 31 日川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2020/4/24
前收盘价 | 30.5 元

📌 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、中华老字号，享誉广东的“美食专家”.....	5
二、月饼行业传统品牌最受欢迎，速冻面点高景气.....	6
2.1 食品制造业增长放缓，行业集中度逐渐提升.....	6
2.1 月饼：大众消费为主，传统月饼最受欢迎.....	7
2.2 速冻食品行业：老树新芽，速冻面点市场快速发展.....	9
三、餐饮行业集中度提升，品牌化发展最受关注.....	11
四、打造国际一流饮食集团.....	12
4.1 公司主业稳健发展.....	12
4.1.1 月饼产品非常畅销，毛利率持续提升.....	12
4.1.2 借助品牌及规模，新品类快速发展.....	15
4.1.3 餐饮业务经营稳健，深受消费者认可.....	16
4.2 餐饮立品牌，食品创规模商业模式优秀.....	16
4.2.1 月饼产品竞争力正持续提升.....	17
4.2.2 餐饮加食品的双轮驱动以食品为主.....	18
4.2.3 速冻业务正在复制月饼的成功路线.....	20
4.3 解决产能瓶颈，2020 年开始产能大幅提升.....	21
4.4 股权激励推动员工积极性.....	23
五、盈利预测与估值.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图 1:	公司业务以广东为主.....	5
图 2:	食品制造与餐饮为公司主要业务.....	5
图 3:	食品业务以月饼为主.....	6
图 4:	公司营收保持平稳增长.....	6
图 5:	公司净利润保持平稳增长.....	6
图 6:	食品制造行业处于成熟期阶段.....	7
图 7:	食品制造行业处于成熟期阶段.....	7
图 8:	食品制造行业集中度正逐渐提升.....	7
图 9:	月饼市场增长稳健.....	8
图 10:	广式月饼市场份额为 61%.....	8
图 11:	月饼销售均价较为稳定 (万元/吨)	8
图 12:	月饼销量持续提升	8
图 13:	2018 年月饼主要消费价格区间在 0-89 元	8
图 14:	传统品牌更受欢迎	9
图 15:	传统口味更受欢迎	9
图 16:	速冻行业市场规模	9
图 17:	中国速冻食品消费量远低于其他国家 (公斤/年)	10
图 18:	速冻行业增长主要来自于消费价格的提升.....	10
图 19:	速冻面米市场规模稳健增长.....	10
图 20:	速冻面米产量稳健增长.....	10
图 21:	安井速冻米面过去五年复合增长率为 20%.....	11
图 22:	三全速冻米面过去五年复合增长率为 16%.....	11
图 23:	我国餐饮业行业规模大.....	11
图 24:	广东省餐饮业规模占我国餐饮业 15%以上.....	11
图 25:	餐饮业行业集中度正在持续提升.....	12
图 26:	公司月饼业务稳定增长.....	13
图 27:	月饼毛利率持续提升.....	13
图 28:	公司月饼产品	13
图 29:	公司月饼售价整体比较稳定.....	14
图 30:	公司月饼成本控制优秀.....	14
图 31:	公司月饼产品非常畅销.....	15
图 32:	公司月饼提货券兑换率非常高.....	15
图 33:	2018 年公司月饼市场份额达到 6.6%	15
图 34:	公司速冻产品快速增长.....	16
图 35:	公司腊味产品快速增长.....	16
图 36:	公司餐饮业务稳健增长.....	16
图 37:	2018 年广州酒家餐饮排名第五	16
图 38:	元祖增长主要来自于月饼业务推动且增长略低于广州酒家.....	17
图 39:	元祖利润率波动较大.....	17
图 40:	元祖的月饼单价不断下降.....	17
图 41:	元祖的月饼成本不断下降.....	17
图 42:	5 大餐饮公司仅有唐宫中国保持营收持续增长 (单位: 亿元)	19

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	仅唐宫中国和全聚德能够保持较高净利率.....	19
图 44:	全聚德餐饮收入占比超过 70%.....	19
图 45:	西安饮食餐饮收入超过 65%.....	19
图 46:	全聚德、西安饮食资产周转率低, 唐宫、翠华资产周转率高.....	19
图 47:	广州酒家餐饮业务营业收入持续上升.....	20
图 48:	广州酒家餐饮业务毛利率持续上升.....	20
图 49:	广州酒家面点业务毛利率持续上升.....	21
图 50:	广州酒家速冻业务毛利率提升也是来自于优秀的成本控制以及提价.....	21
图 51:	20 年开始产能快速扩张.....	22
图 52:	20 年开始产能快速扩张.....	22
图 53:	广州利口福基地改造进度表.....	23
图 54:	新建生产基地进度表.....	23
图 55:	公司经销模式占 50% 以上.....	23
图 56:	公司经销商数量持续增长.....	23
图 57:	股权激励要求公司收入及扣费净利每年增速不低于 10%.....	25
表格 1.	原材料成本控制较好.....	14
表格 2.	月饼主要竞争对手商业模式大部分为餐饮加食品制造.....	18
表格 3.	广州酒家速冻产品价格较高但依然畅销.....	20
表格 4.	面点业务广州酒家轻装上阵业务快速增长.....	21
表格 5.	公司产能以及销量情况.....	22
表格 6.	激励对象及获授情况一览.....	24
表格 7.	公司股权激励行权条件.....	24
表格 8.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	26

一、中华老字号，享誉广东的“美食专家”

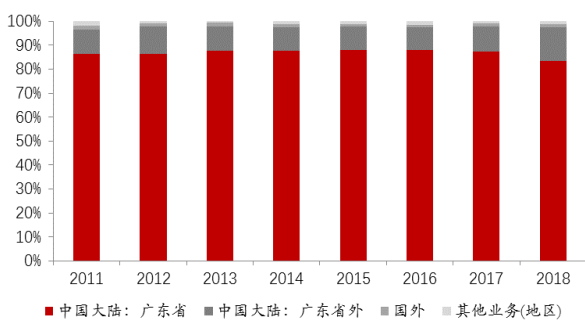
公司始创于 1935 年，经过 80 余载的经营，现已发展为深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，公司作为国家商务部认定的第一批“中华老字号”企业，素有“食在广州第一家”的美誉。公司实际控制人为广州国资委，持股比例为 67.70%，公司是广州市唯一的国有控股餐饮上市企业，公司管理层较为年轻且拥有丰富的餐饮行业管理工作经验。

公司拥有食品以及餐饮两大业务，食品业务板块以月饼系列产品、速冻食品为主，以及腊味、饼酥、面包、西点等多个品类，拥有“利口福”、“秋之风”、“造酥”等知名品牌；餐饮业务板块主要为自营粤式中餐“广州酒家”、“天极品”、“西西地”、“好有形”、“星樾城”以及“陶陶居”等多个特色餐饮品牌。

截止 2018 年公司业务布局主要在广东省，公司广东省业务占总体营收 83.5%，公司正逐步向广东省外拓展，除广东省外业务占比已经从 2014 年的 12.2% 提升至 16.5%。公司业务以餐饮以及食品制造为主，分别占主营业务的 23.6% 和 75.2%，其中月饼为食品制造的主要产品，占食品制造业务的 54.5%。

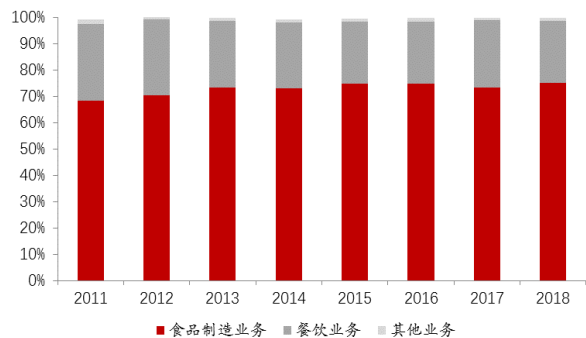
公司业绩自 12 年以来一直保持平稳增长，广州酒家 2019 前三季度实现营业收入 24.1 亿元，同比增长 19.6%；实现归属于母公司净利润 3.25 亿元，同比增长 9.1%。

图 1： 公司业务以广东为主



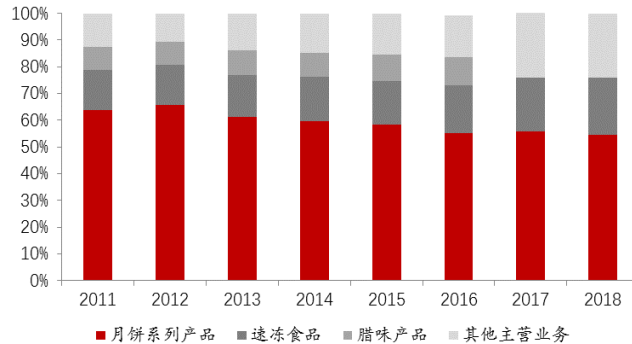
资料来源：wind，川财证券研究所

图 2： 食品制造与餐饮为公司主要业务



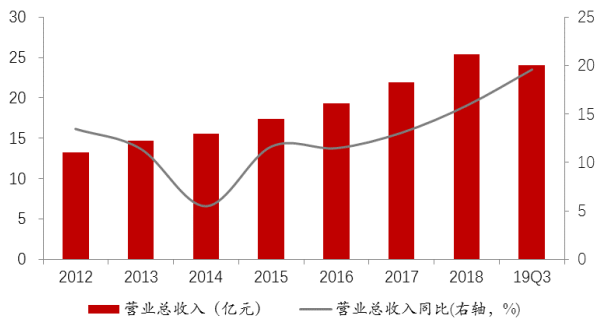
资料来源：wind，川财证券研究所

图 3：食品业务以月饼为主



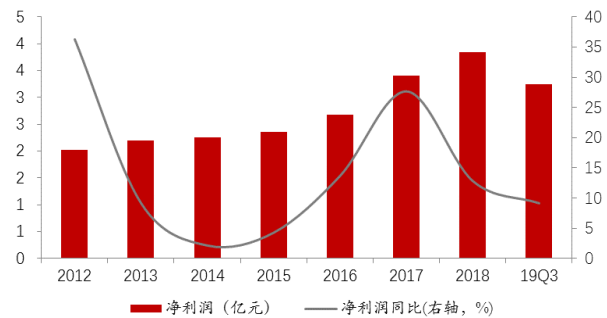
资料来源：wind，川财证券研究所

图 4：公司营收保持平稳增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 5：公司净利润保持平稳增长



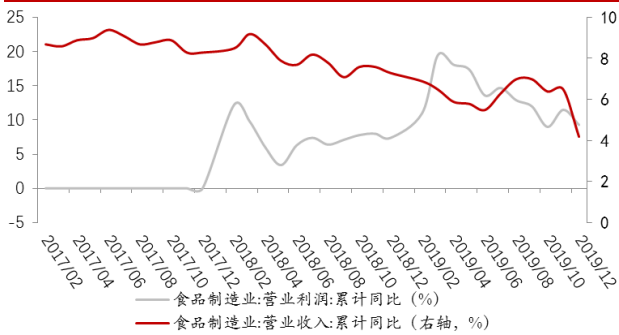
资料来源：wind，川财证券研究所

二、月饼行业传统品牌最受欢迎，速冻面点高景气

2.1 食品制造业增长放缓，行业集中度逐渐提升

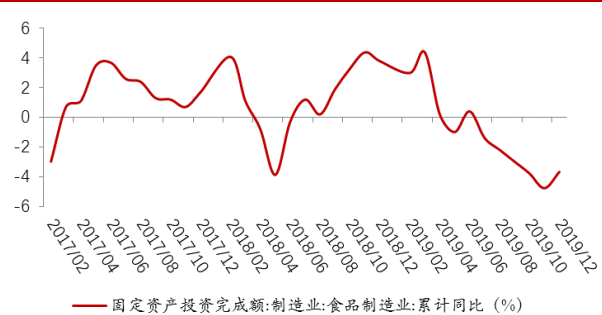
随着我国经济增长放缓，食品制造业已经处于成熟期阶段，行业增长也逐渐放缓，可以明显看到食品制造行业的营业收入增速下降，截止 2019 年 12 月行业营收增速为 4.2% 为近年最低点。在行业放缓阶段，由于食品行业竞争激烈，行业集中度将快速提升，从行业利润增速与食品制造企业数量来看，目前行业正步入行业集中度提升的阶段。

图 6： 食品制造行业处于成熟期阶段



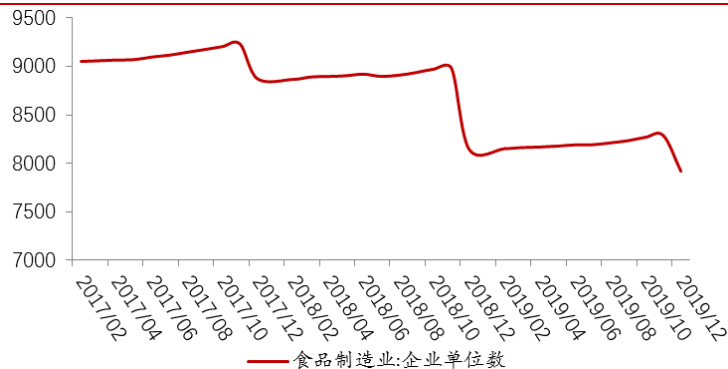
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 7： 食品制造行业处于成熟期阶段



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 8： 食品制造行业集中度正逐渐提升



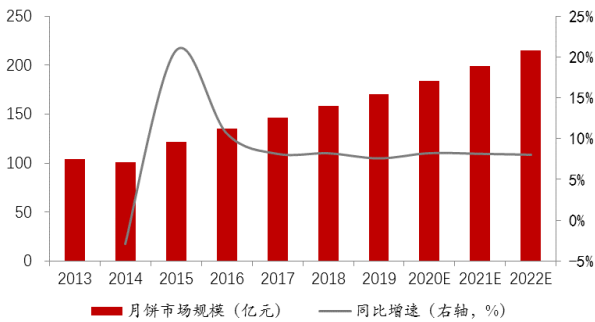
资料来源: wind, 川财证券研究所

2.1 月饼：大众消费为主，传统月饼最受欢迎

月饼是中国传统食品，发展至今中秋节吃月饼和赏月是中国南北各地过中秋节的必备习俗。月饼象征着大团圆被当作节日食品，用于祭月、赠送亲友。月饼主要分为 5 种分别为广式月饼、苏式月饼、滇式月饼等传统月饼类型，其中广式月饼份额最大，占比为 61%

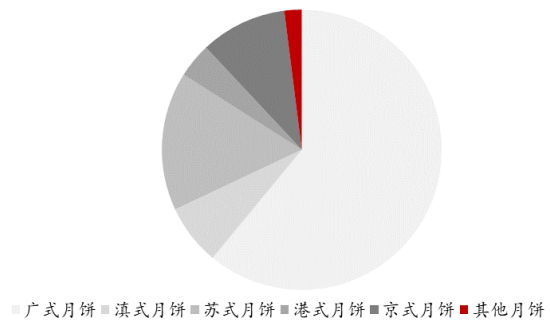
2013 年之后月饼行业进入大众化消费阶段。根据中商产业研究院数据显示，截止 2019 年月饼市场规模大约 190 亿元，同比增长 7.6%，近几年增速稳定在 8% 上下，月饼市场每年稳定增长，从量价来看主要是由于月饼销量的提升，据中商产业预测未来月饼市场将保持稳定增长，增速维持在 8% 左右。

图 9： 月饼市场增长稳健



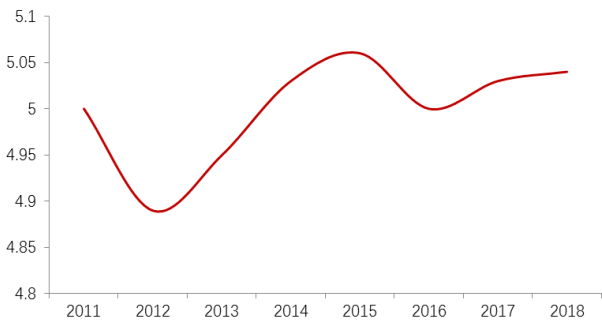
资料来源：中商产业研究，川财证券研究所

图 10： 广式月饼市场份额为 61%



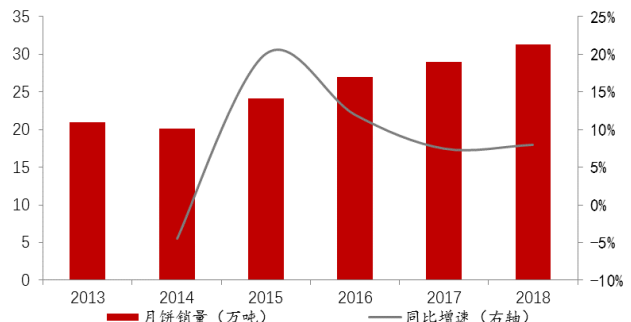
资料来源：中商产业研究，川财证券研究所

图 11： 月饼销售均价较为稳定 (万元/吨)



资料来源：华经产业研究，川财证券研究所

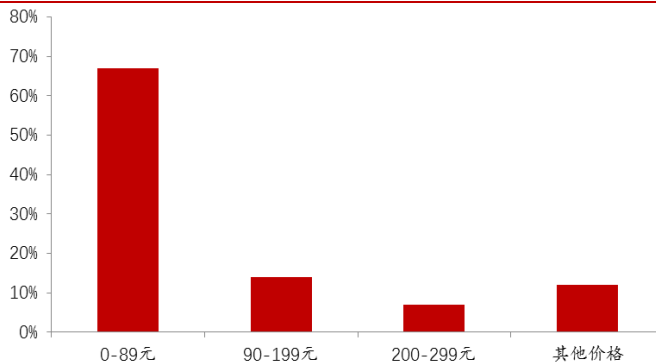
图 12： 月饼销量持续提升



资料来源：中商产业研究，华经产业研究，川财证券研究所

从当前月饼消费价格区间来看，月饼目前主要消费群体为大众消费，月饼在 0-89 元价格区间内的份额为 67%，在 90-199 元价格区间内的份额为 14%，在 200-299 元价格区间内的份额为 7%，其他价格区间为 12%。

图 13： 2018 年月饼主要消费价格区间在 0-89 元

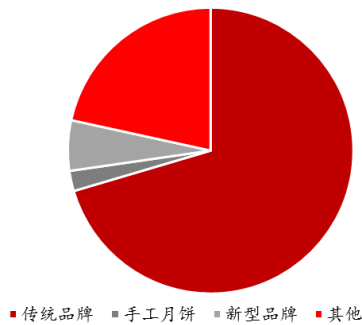


资料来源：商务委，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

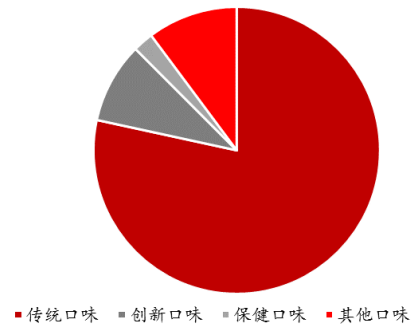
从消费者喜爱的口味以及品牌来看，月饼这一传统食品最受欢迎的仍然是传统品牌以及传统口味，对消费者来说老字号月饼在口味和品牌上拥有较强的议价力。

图 14：传统品牌更受欢迎



资料来源：艾媒数据，川财证券研究所

图 15：传统口味更受欢迎

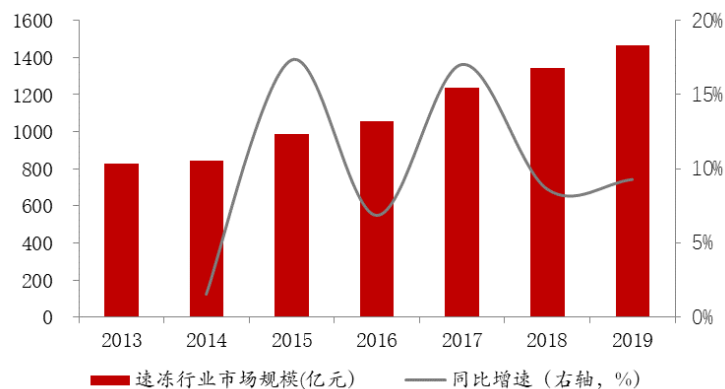


资料来源：艾媒数据，川财证券研究所

2.2 速冻食品行业：老树新芽，速冻面点市场快速发展

中国速冻食品市场规模超千亿，消费升级趋势明显。据中商产业研究院数据显示，2019 年速冻食品行业规模为 1467 亿元，同比增速为 9.31%，2015 到 2019 年 CAGR 为 10.41%，速冻食品市场整体保持稳健增长。从量价角度来看，中国速冻食品人均消费量为 9kg/人，较其他国家来说相对较低，我们估计这与我国饮食文化以及经济发展程度相关，中国人均速冻食品消费价格为 82 元/人，同比增长 8.2%，行业消费升级趋势明显。

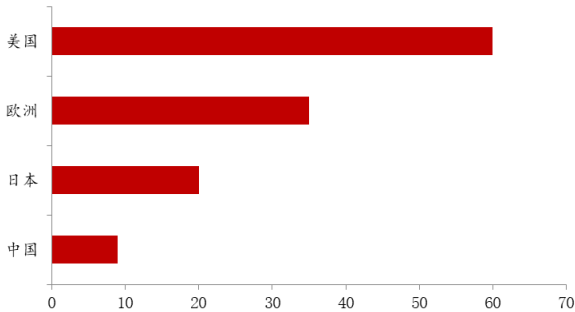
图 16：速冻行业市场规模



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

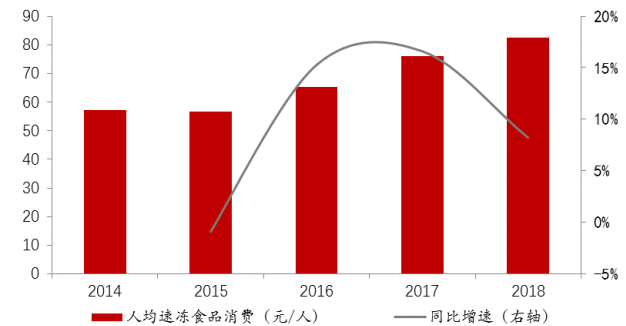
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 17：中国速冻食品消费量远低于其他国家（公斤/年）



资料来源：产业信息网，川财证券研究所

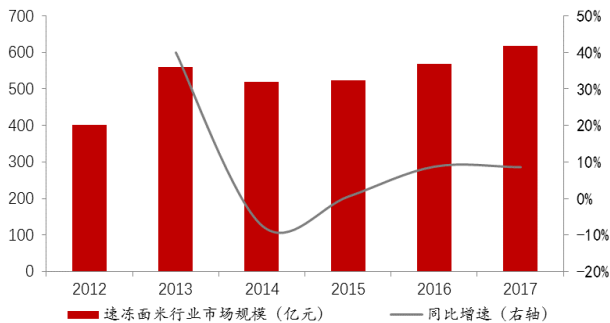
图 18：速冻行业增长主要来自于消费价格的提升



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

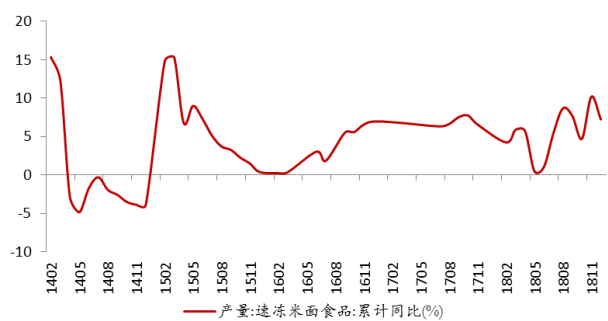
速冻面米行业是速冻食品行业中最大且最为成熟的市场。2017 年整体市场规模达到 600 亿，分品类来看，速冻水饺、汤圆以及粽子占 78%，约 468 亿市场规模，速冻面点占 22%，约 132 亿市场规模。

图 19：速冻面米市场规模稳健增长



资料来源：wind，川财证券研究所

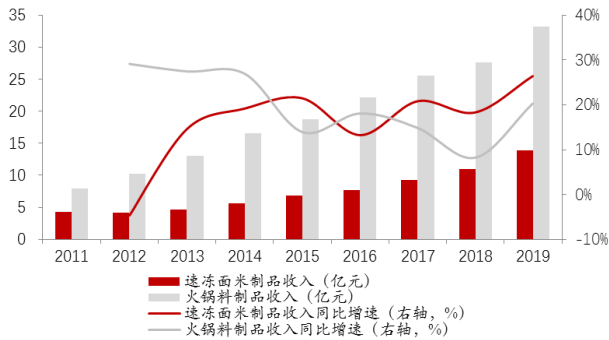
图 20：速冻面米产量稳健增长



资料来源：wind，川财证券研究所

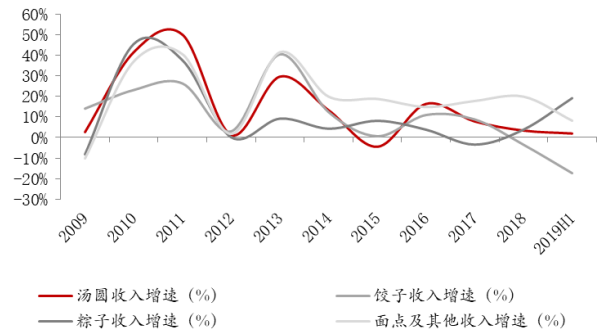
从当前行业趋势来看，整体速冻米面行业正在进行产品升级，馒头、手抓饼等发面类产品正在快速增长，以三全以及安井披露数据来看，近年来速冻面点是三全食品以及安井销售增速最快的品类。三全 2019 年上半年速冻面点及其他实现营收 9.11 亿元，同比增长 8.02%，过去五年复合增长率为 16.0%，安井速冻米面业务以速冻面点为主，2019 年实现营收 13.9 亿元，同比增长 26.4%，过去五年复合增长率为 20.0%。

图 21：安井速冻米面过去五年复合增长率为 20%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 22：三全速冻米面过去五年复合增长率为 16%

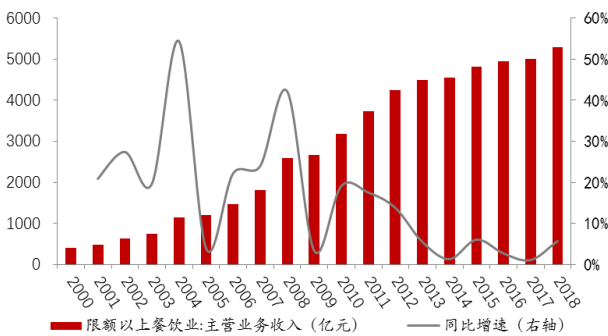


资料来源：wind，川财证券研究所

三、餐饮行业集中度提升，品牌化发展最受关注

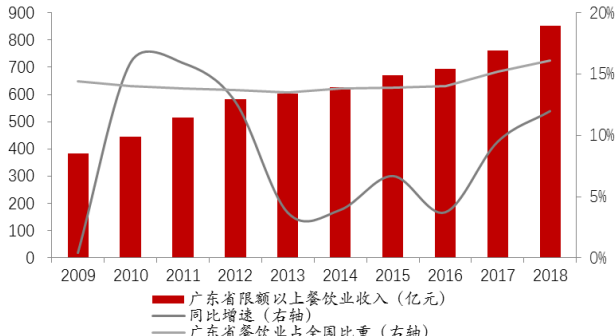
我国餐饮业收入规模较大且增长稳定持续，2018 年我国限额以上餐饮行业收入总额为 5291 亿元，同比增长 5.7%，近十年复合增长率为 15.4%。广东省规模占我国餐饮业 15% 以上，是我国饮食大省，2018 年广东限额以上餐饮行业收入总额为 852.3 亿元，同比增长 12%，近十年复合增长率为 17.4%，略高于全国平均水平。

图 23：我国餐饮业行业规模大



资料来源：wind，川财证券研究所

图 24：广东省餐饮业规模占我国餐饮业 15% 以上



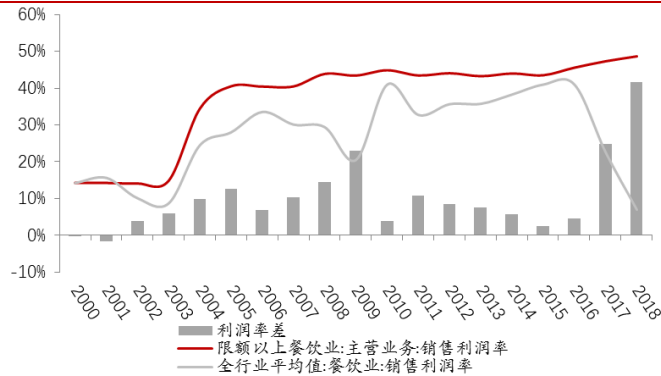
资料来源：wind，川财证券研究所

餐饮业集中度提升明显。餐饮属于完全竞争行业，在行业增长开始放缓阶段，存量竞争加剧，这将导致部分经营情况较差的企业逐步退出餐饮市场。从餐饮业利润率水平来看，自 2017 年起限额以上的餐饮企业盈利能力开始持续提升，行业整体盈利能力下降明显，餐饮行业整体进入集中度提升的阶段，根据 2019 年中国饭店协会数据显示，我国餐饮行业集中度正处于快速提升阶段，较大规

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

模企业维持较快增长，中大型企业营业额平均增长率为 12.6%，远超全国餐饮营业收入增长率。

图 25：餐饮业行业集中度正在持续提升



资料来源: wind, 川财证券研究所

品牌化发展成为最大关注点。据《2019 年中国餐饮业年度报告》显示，在企业关注方向调查中，企业对于品牌化发展最为关注，关注品牌化发展的企业占比 72.80%，其次是供应链发展（占比 52.03%）和绿色化发展（49.19%）。餐饮企业管理者认为未来营业收入和盈利都会提高，其认为整体营收会增加 13.98%，盈利会增加 9.8%，并且在企业未来发展决策中都有较强新品牌发展意向和投资意向。

四、打造国际一流饮食集团

公司秉承“质量第一，以质取胜”的经营战略，以“服务于大众，诚暖顾客心”为企业宗旨，奉行“弘扬中华饮食文化”的企业使命，以品牌经营为核心，以食品制造和餐饮服务为依托，以人才专业化、作业信息化为支撑，以连锁经营拓展市场，以技术研发与现代生产占领市场，实施品牌扩张与资本运作相结合的战略，保证公司连锁扩张的顺利实施，实现公司“创百年老字号驰名品牌，打造国际一流饮食集团”的战略目标。

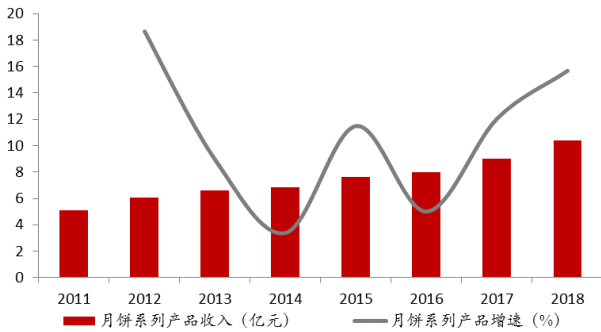
4.1 公司主业稳健发展

4.1.1 月饼产品非常畅销，毛利率持续提升

广州酒家利口福月饼是广式月饼的知名品牌，经中国食品工业协会面包糕饼专业委员会认定多年产销量位居全国三甲。2011 至今公司月饼消费群体主要为大众消费，业务稳定增长，且持续高于行业平均增速，截止 2018 年公司月饼

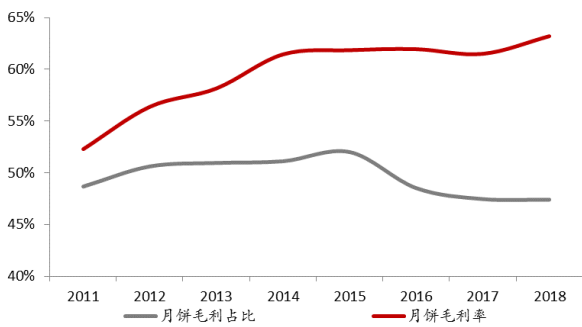
业务收入为 10.38 亿元，同比增速为 15.67%，过去 5 年复合增长率为 8.7%，毛利率持续提升达到 63.2%。

图 26：公司月饼业务稳定增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 27：月饼毛利率持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

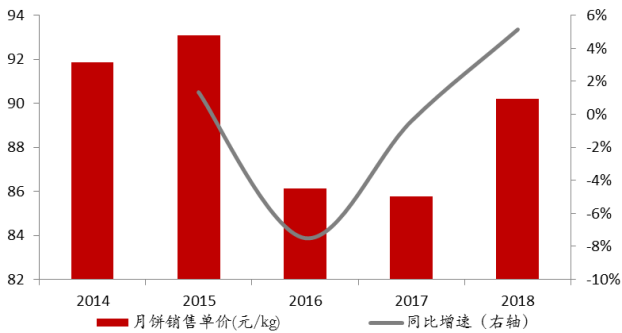
图 28：公司月饼产品



资料来源：公司官网，川财证券研究所

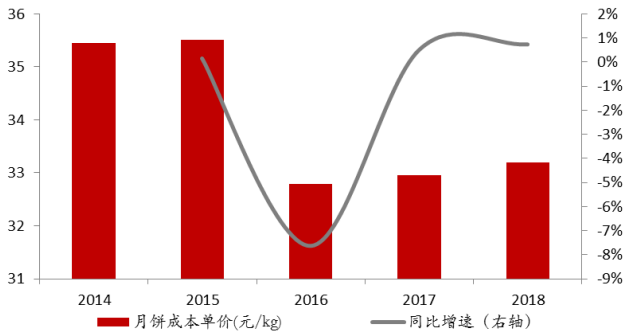
月饼的毛利率的提升主要是得益于公司产品结构的调整以及原材料成本方面的控制，公司自 14 年以来整体成本控制良好，据招股说明书显示，发行人蛋黄类月饼产品占比下降，奶酥、奶黄类产品逐年提升，公司整体产品结构调整使得月饼售价稳定，同时在公司的规模优势之下，原材料成本在 14-16 年整体波动不大。

图 29：公司月饼售价整体比较稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

图 30：公司月饼成本控制优秀



资料来源：wind，川财证券研究所

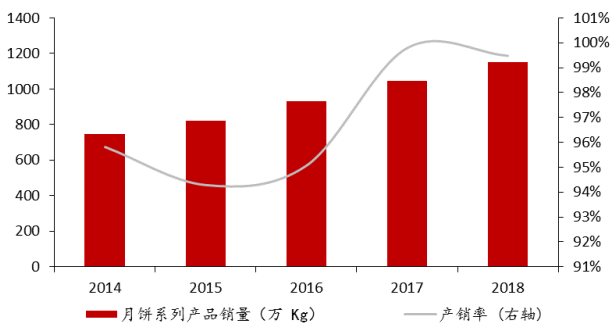
表格 1. 原材料成本控制较好

名称	单位	2016 年	2015 年	2014 年
原材料				
冻猪肉类	元/Kg	18.90	15.36	16.52
禽蛋类	元/Kg	40.96	44.98	47.37
莲子类	元/Kg	30.43	32.00	24.59
面粉类	元/Kg	4.24	4.22	4.24
糖料类	元/Kg	5.45	4.89	5.06
冻鸡肉类	元/Kg	14.29	18.69	23.09
果仁类	元/Kg	38.40	49.71	81.37
油料类	元/Kg	12.97	13.84	13.10
奶油类	元/Kg	20.51	20.86	19.92

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

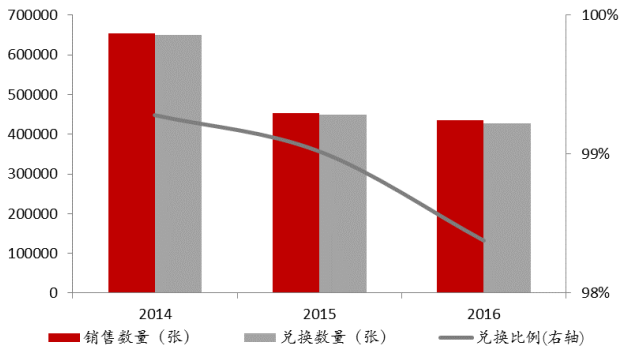
公司月饼产品非常畅销，2018 年广州酒家月饼产销量分别为 11567.3 吨和 11508.1 吨，同比分别增长 10.3%和 9.9%，近 2 年来整体产销率持续大于 99%，从月饼提货券角度来看，公司月饼券兑换率达到 98%以上，受益于公司产品质量优秀、销售顺畅，公司在月饼行业市场份额达到 6.6%。

图 31：公司月饼产品非常畅销



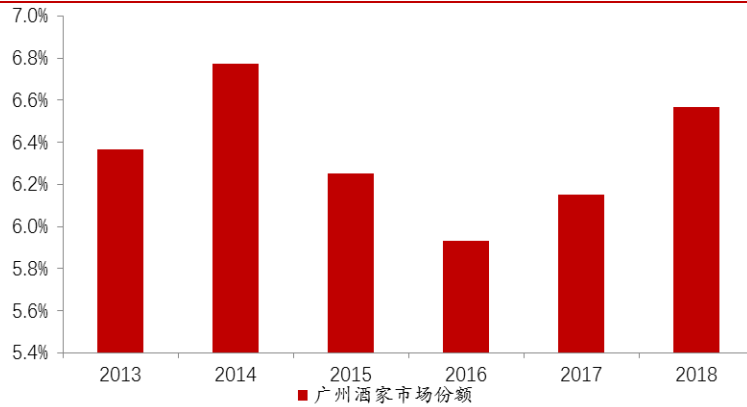
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 32：公司月饼提货券兑换率非常高



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 33：2018 年公司月饼市场份额达到 6.6%

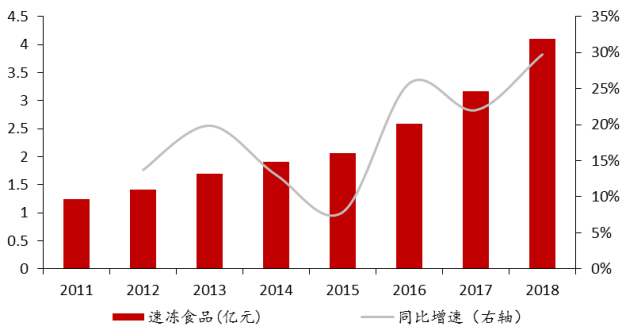


资料来源：川财证券研究所

4.1.2 借助品牌及规模，新品类快速发展

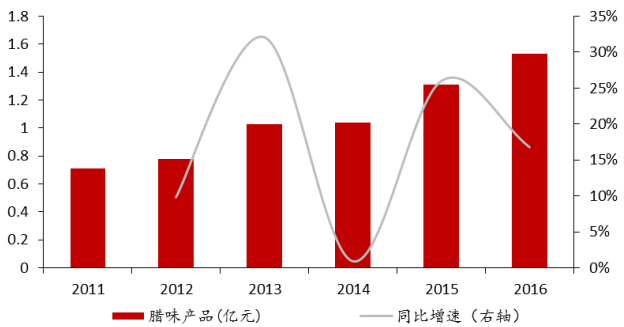
公司通过“广州酒家”、餐饮店以及月饼等品牌以及规模优势，积极拓展新品类，公司速冻产品以及腊味产品销售额快速增长，2018 年公司速冻产品销售收入为 4.10 亿元，同比增长 29.7%，近 5 年复合增长率为 16.5%，腊味产品自 17 年开始不单独披露，截止 16 年腊味产品销售收入为 1.53 亿元，11-16 年复合增长率为 16.6%。

图 34：公司速冻产品快速增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 35：公司腊味产品快速增长

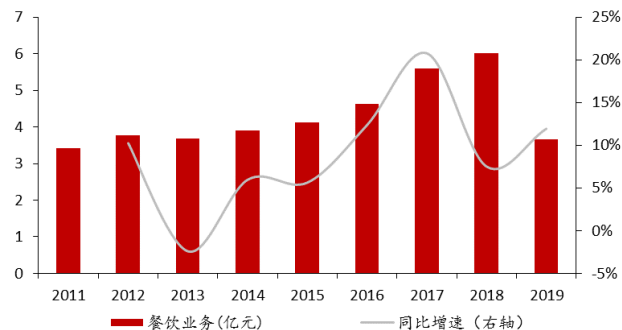


资料来源：wind，川财证券研究所

4.1.3 餐饮业务经营稳健，深受消费者认可

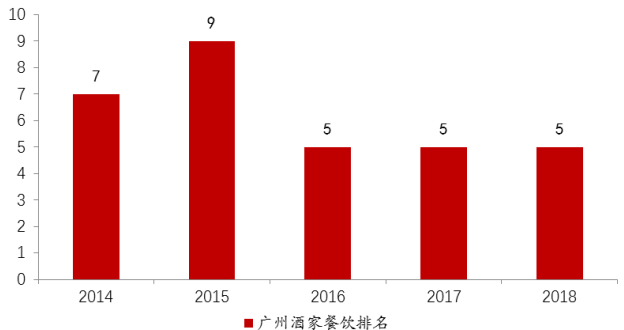
公司餐饮业务主要提供粤式中餐和西式简餐服务。旗下主要品牌有“广州酒家”、“天极品”、“西西地”、“好有形”、“星樾城”以及“陶陶居”，定位于大众消费。截止 2018 年广州酒家在正餐排名中位列第五，深受消费者认可。

图 36：公司餐饮业务稳健增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 37：2018 年广州酒家餐饮排名第五



资料来源：wind，川财证券研究所

4.2 餐饮立品牌，食品创规模商业模式优秀

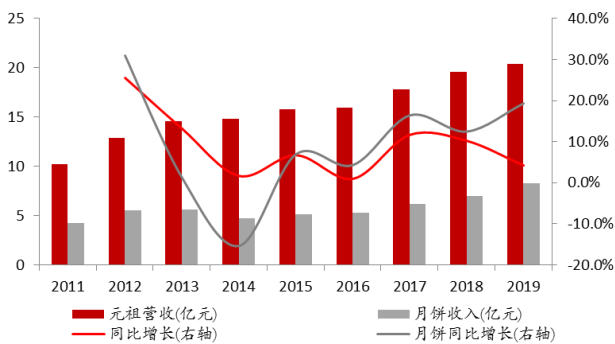
当前比较成熟的饮食集团都为餐饮+食品的商业模式，公司发展战略亦为餐饮立品牌，食品创规模。公司主业主要是月饼、速冻食品以及餐饮业，我们从这三个主业的相关上市公司进行对比验证，认为餐饮结合食品的商业模式优秀，同时公司拥有优秀的产品品质以及品牌，这将能够持续帮助公司提高竞争力，有望成为国际一流饮食集团。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

4.2.1 月饼产品竞争力正持续提升

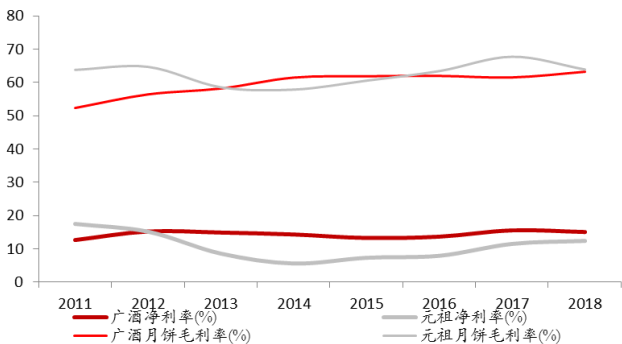
月饼行业上市公司较少，从广州酒家的招股说明书来看，当前月饼行业的主要竞争对手基本都拥有餐饮业。通过借鉴元祖股份的月饼业务来验证餐饮业的作用，元祖增长主要驱动力来自于月饼推动，月饼业务 2013-2018 年的复合增长率为 3.1%，而广州酒家的复合增长率为 8.7%，元祖的月饼产品由于没有餐饮业的支持，基本采用代工形式生产，所对应的是元祖在月饼产品上议价力较弱，元祖股份月饼毛利率处于持续波动中且售价不断下降，广州酒家月饼毛利率由 11 年 52.3% 持续提升至 18 年的 63.2%，同时仅食品业务的元祖股份净利润率波动较大且自 2012 年以来持续低于广州酒家，由此我们可以认为广州酒家的月饼业务在餐饮业务的协同下，受益于规模、产品以及品牌效应，月饼产品不断提升竞争力，月饼的毛利率得以持续提升。

图 38：元祖增长主要来自于月饼业务推动且增长略低于广州酒家



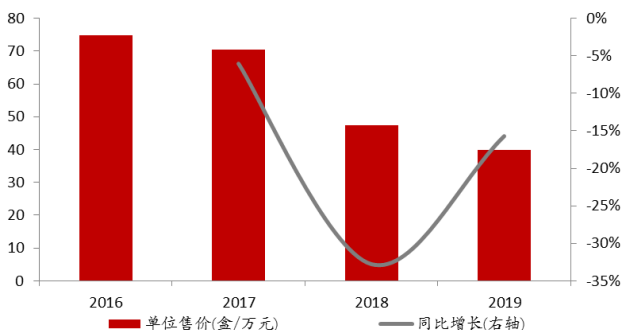
资料来源：wind，川财证券研究所

图 39：元祖利润率波动较大



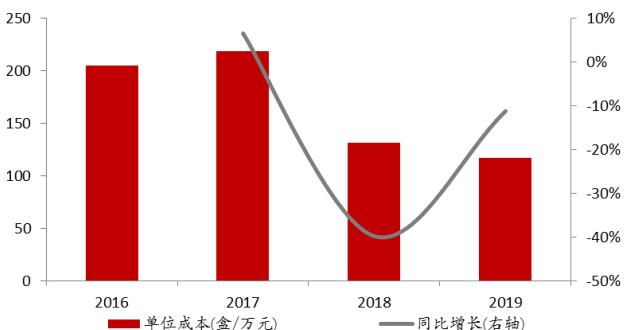
资料来源：wind，川财证券研究所

图 40：元祖的月饼单价不断下降



资料来源：wind，川财证券研究所

图 41：元祖的月饼成本不断下降



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 2. 月饼主要竞争对手商业模式大部分为餐饮加食品制造

美心集团	美心集团创建于 1956 年，是香港大型月饼生产商之一，亦是多元化的 餐饮集团 ，其经营范围包括中菜、亚洲菜、西菜、快餐、西饼、咖啡店、回转寿司店及机构食堂等。据公开资料显示，美心集团下属的西饼面包连锁店美心西饼，在香港有超过 170 家，并将业务拓展至大中华地区，广州、深圳、佛山共有超过 100 家分店。	食品+餐饮
香港荣华	荣华饼家创建于 1950 年在香港创立，主要经营 酒楼茶市 、中式礼饼以及月饼、腊肠业务。据公开资料显示，目前拥有产品种类超过 1000 款，包括月饼系列、冰皮月饼系列、腊味系列、中式饼食系列、礼饼系列、茶叶系列及时令食品等。	食品+餐饮
杏花楼	杏花楼食品餐饮股份有限公司创建于 1851 年，主要经营餐饮及月饼业务。据公开资料显示，其餐饮业务以 粤菜 为主，食品制造业务包括中西糕点、粽子腊味和月饼等产品。据公开资料显示，该公司拥有三家酒家、一家食品厂、一家物流配送中心，两家食品营销公司、120 多家食品连锁专卖店。	食品+餐饮
东莞华美	东莞市华美食品有限公司创建于 1991 年，主要从事烘焙类（月饼和饼干）、糖果类食品的生产及销售，其生产的月饼是广式月饼品牌之一。据公开资料显示，华美食品旗下已拥有东莞和湖北 2 个厂区，自动化生产线数十条，占地面积共约 16 万平方米，月饼日产能可达 220 万个，饼干日产能达 120 吨以上；为掌控月饼原料中重要的莲蓉供应环节，华美食品已在湖北开展莲子种植项目，在河南建立面粉供应基地；目前，华美食品旗下已经有“华美”、“每日粗粮”、“华夫软饼”、“金丽沙”、“Q 脆”、“熊格格”及“欧麦咖”等品牌产品	食品

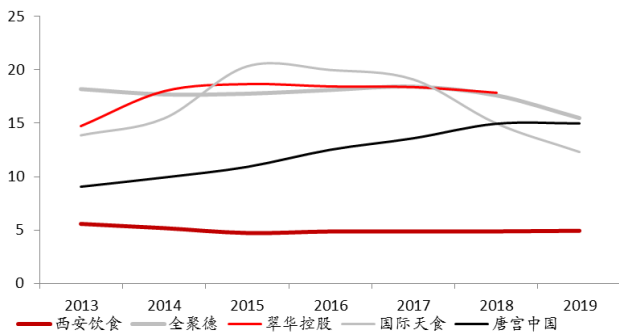
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

4.2.2 餐饮加食品的双轮驱动以食品为主

通过以上验证，我们认为餐饮业务是能与月饼业务进行协同的，作为验证我们将几家优秀的上市餐饮公司进行对比，验证餐饮业务上的协同。整体来看 5 大餐饮公司中仅有唐宫能够保持营收持续增长，仅唐宫和全聚德能够保持较高的净利率，从具体业务上看西安饮食、全聚德等 a 股上市公司都为餐饮与食品双主业，但其增长以及盈利能力却与广州酒家逐渐拉开差距，我们以两个角度来看待，首先是西安饮食与全聚德的主营业务是餐饮并非食品，餐饮业务占其主业 65% 以上，而广州酒家 70% 收入来自于食品制造，其次是他们的食品产品都是基于本身主业而产生的，从消费者接受程度（即对应总资产周转率）来看效果较为平庸，由此产生的差异则表现为广州酒家的餐饮业务收入以及毛利率是持续上升，能够较好的与食品业务进行协同。

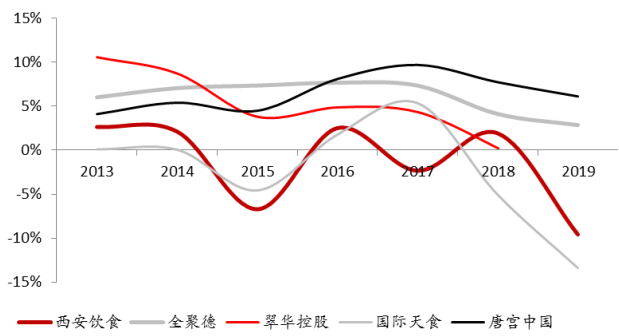
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42：5 大餐饮公司仅有唐宫中国保持营收持续增长（单位：亿元）



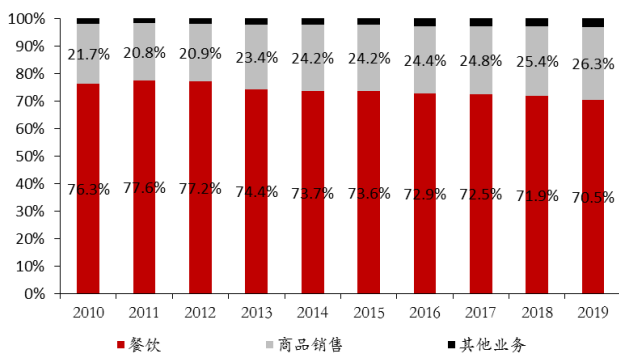
资料来源：wind，川财证券研究所

图 43：仅唐宫中国和全聚德能够保持较高净利率



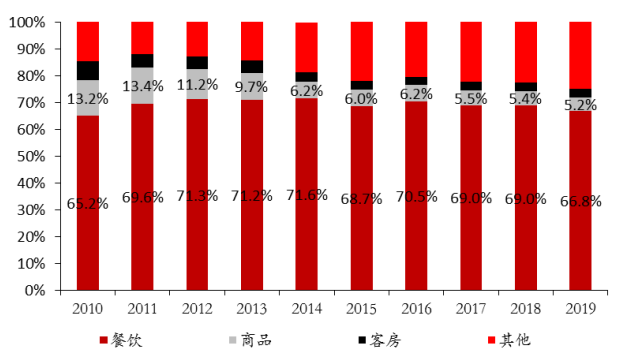
资料来源：wind，川财证券研究所

图 44：全聚德餐饮收入占比超过 70%



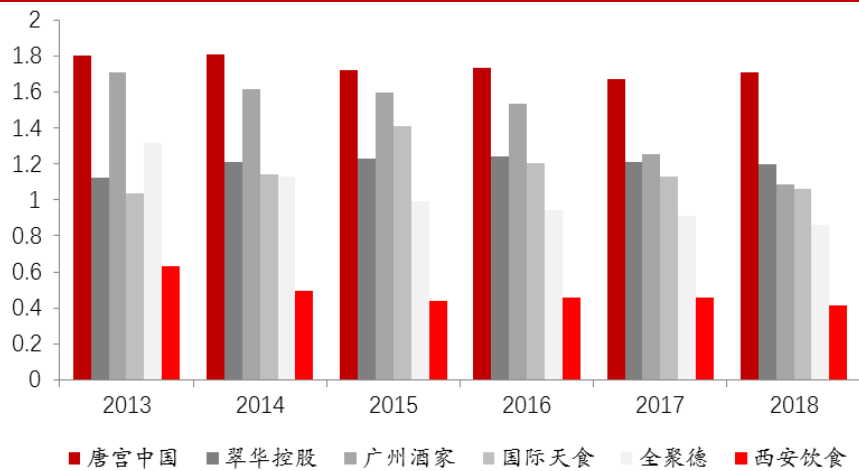
资料来源：wind，川财证券研究所

图 45：西安饮食餐饮收入超过 65%



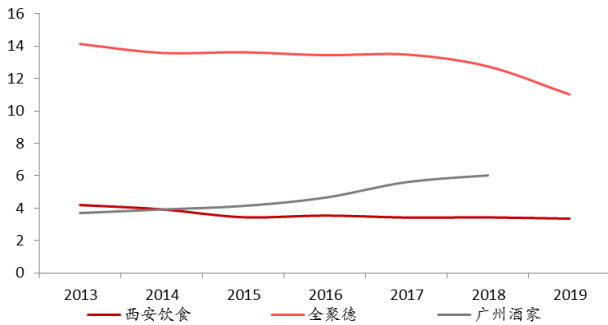
资料来源：wind，川财证券研究所

图 46：全聚德、西安饮食资产周转率低，唐宫、翠华资产周转率高



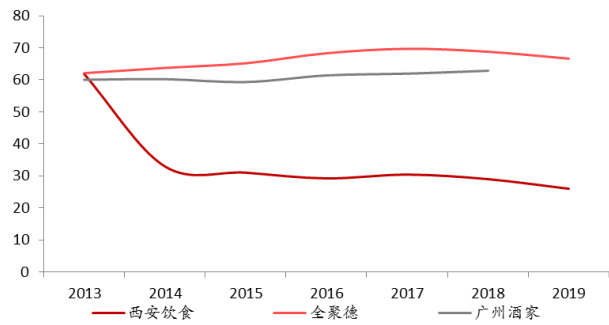
资料来源：川财证券研究所，注：广州酒家由于上市后总资产大幅增长

图 47：广州酒家餐饮业务营业收入持续上升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 48：广州酒家餐饮业务毛利率持续上升



资料来源：wind，川财证券研究所

唐宫、翠华这类资产周转率较高的餐饮企业皆为粤菜，粤菜本身以口味清淡为特色，“清鲜嫩滑爽香”六字可概括其风味，由于其口味受众广泛，这使得粤菜广受欢迎。但是即便是比较受欢迎的粤菜企业也并不能保证拥有稳定盈利能力，以广州酒家收购的“陶陶居”为例，公司在 2015、2016 年净利润为-578.8 万元、-410.34 万元，而 2017、2018 年净利润扭亏为盈分别盈利 467.9 万元、744.1 万元，其主要原因为之前的陶陶居并没有食品业务以及拓店效率较低，17 年开始通过改变经营模式成功扭亏为盈，一是通过委托加工及渠道包销的方式销售各品类食品，初步构建了一个从线上到线下立体的渠道体系，提高“陶陶居”品牌的知名度，二是陶陶居公司与食尚国味的合作，也使得陶陶居品牌随食尚国味陶陶居门店的开设走出广东，扩大其市场影响力，从而大幅增加了产品销售量，陶陶居公司与食尚国味强强合作，使得标的资产近两年的商标授权许可业务收入复合年增长率约为 34%。

4.2.3 速冻业务正在复制月饼的成功路线

由上我们可以得知月饼业务与餐饮业务能够较好的进行协同，那么受益于广州酒家优秀的品牌以及产品，公司的速冻产品也定位于广式面点品类，从当前公司的产品价格以及销售情况（近几年接近 100%的产销率）来看，公司速冻业务有望复制月饼这一成功品类，在速冻行业中快速成长。

表格 3. 广州酒家速冻产品价格较高但依然畅销

产品	广州酒家	三全食品	安井食品	思念食品	湾仔码头	金城食品
虾饺 (元/KG)	104	67		73	83	125
流沙包 (元/KG)	53		83		57	52
核桃包 (元/KG)	53		83			
奶黄包 (元/KG)	40	35	28	25	51	48

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

叉烧包 (元/KG)	53			36	57	76
糯米鸡 (元/KG)	55					65
芝麻汤圆 (元/KG)	63	33	34	87	43	
玉米猪肉水饺 (元/KG)	70	35		34	38	
花卷 (元/KG)	48		24	47		34

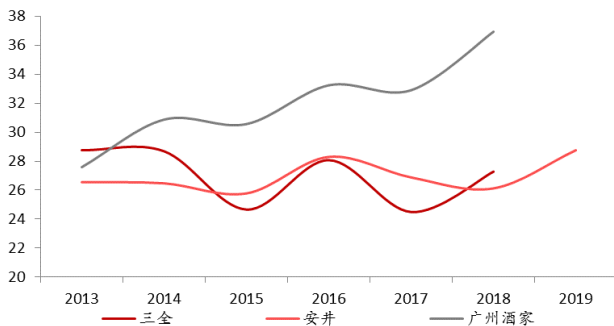
资料来源：川财证券研究所，注：时间截止至 2020 年 4 月 19 日

表格 4. 面点业务广州酒家轻装上阵业务快速增长

面点	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
三全	7.53	8.97	10.73	12.34	14.48	17.36	
同比增长		19.1%	19.6%	15.0%	17.3%	19.9%	
安井	4.73	5.57	6.79	7.74	9.26	10.98	13.88
同比增长		17.8%	21.9%	14.0%	19.6%	18.6%	26.4%
广州酒家	1.69	1.91	2.06	2.59	3.16	4.1	
同比增长		13.0%	7.9%	25.7%	22.0%	29.7%	

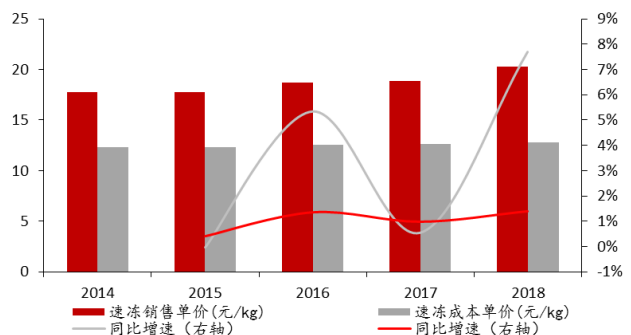
资料来源：川财证券研究所，注：时间截止至 2020 年 4 月 19 日

图 49：广州酒家面点业务毛利率持续上升



资料来源：wind，川财证券研究所，注：安井业务主要为 To B，三全和广州酒家业务主要为 To C

图 50：广州酒家速冻业务毛利率提升也是来自于优秀的成本控制以及提价



资料来源：wind，川财证券研究所

4.3 解决产能瓶颈，2020 年开始产能大幅提升

公司产能利用率，产销率均接近 100%，受产能制约无法进一步快速发展，目前公司通过原有基地的改造扩建、建设新的产能基地以及并购公司增加产能逐渐解决产能瓶颈，根据我们预测广酒未来产能将达到 9628 万 KG/年，比 2018 年的 3480KG/年产能提升 176%，2020-2022 年将是产能快速释放的三年。

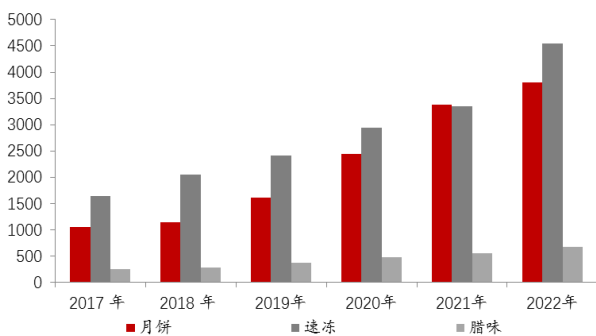
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 5. 公司产能以及销量情况

		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
月饼系列	产品产能 (万 Kg)	850.0	870.0	950.0	1050.0	1150.0
	产品产量 (万 Kg)	777.2	869.3	978.4	1049.0	1156.7
	产品销量 (万 Kg)	744.7	819.6	930.1	1046.9	1150.8
	产能利用率	91.4%	99.9%	103.0%	99.9%	100.6%
	产销率 (右轴)	95.8%	94.3%	95.1%	99.8%	99.5%
速冻系列	产能 (万 Kg)	1,267.2	1,350.0	1,400.0	1,650.0	2,050.0
	产量 (万 Kg)	1,109.1	1,180.6	1,493.5	1,676.7	2,060.4
	销量 (万 Kg)	1,073.5	1,158.2	1,382.3	1,677.4	2,020.9
	产能利用率	87.53%	87.45%	106.68%	101.6%	100.5%
	产销率	96.78%	98.10%	92.56%	100.0%	98.1%
腊味系列	产能 (万 Kg)	211.2	230.0	255.0	255.0	280.0
	产量 (万 Kg)	189.4	275.3	280.2		
	销量 (万 Kg)	200.5	249.8	261.6		
	产能利用率	89.69%	119.68%	109.87%		
	产销率	105.86%	90.76%	93.36%		
产能合计 (万 Kg)		2328.4	2450.0	2605.0	2955.0	3480.0

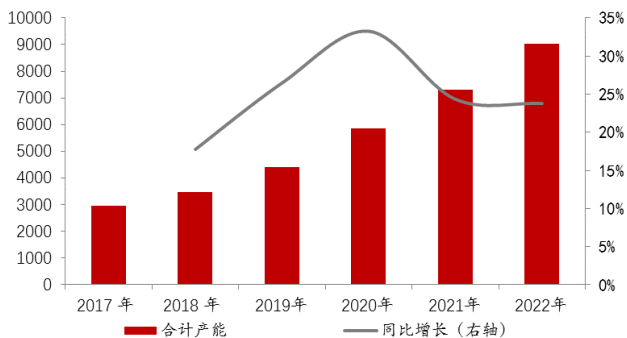
资料来源：招股说明书，川财证券研究所，注：灰色部分为预测

图 51：20 年开始产能快速扩张



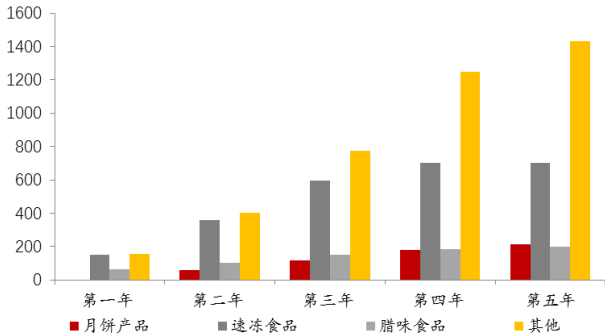
资料来源：川财证券研究所，注：2018 年之后产能都为估算值

图 52：20 年开始产能快速扩张



资料来源：川财证券研究所，注：2018 年之后产能都为估算值

图 53: 广州利口福基地改造进度表



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

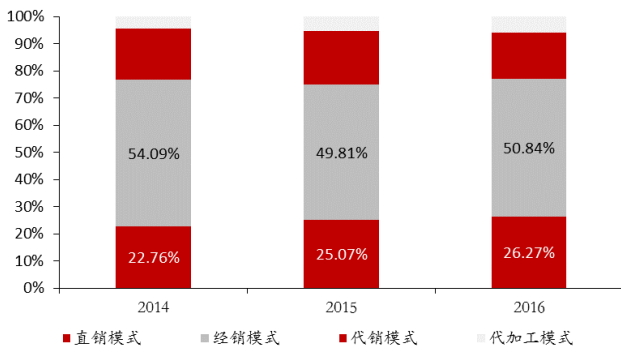
图 54: 新建生产基地进度表

	湘潭	梅州
月饼	200	200
速冻	1200	1200
腊味		200
其他	600	
建造期	一期 18 个月, 全项目 36 个月	24 个月
预计投产时间	2020年3季度一期投产, 二期预计在2022年投产	

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所, 注: 受新冠疫情影响投产时间以及产能可能略有变动

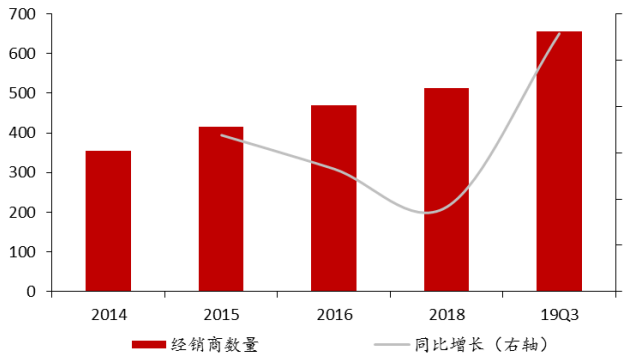
公司产能不断提升, 全渠道销售体系帮助销售, 广州酒家已经逐渐建立起包括实体门店渠道、经销商渠道、电子商务渠道的全渠道销售体系。得益于公司产品质量优秀, 定位偏中高端, 整体经销商拓展顺利, 截至 2019 年三季度, 广州酒家共有 656 家经销商, 其中广东省内 434 家, 境内广东省外经销商数量为 207 家, 境外经销商 15 家。

图 55: 公司经销模式占 50% 以上



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

图 56: 公司经销商数量持续增长



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 川财证券研究所

4.4 股权激励推动员工积极性

股权激励绑定核心员工利益, 逐步激发企业活力。公司于 2018 年 3 月公告股权激励计划, 2018 年 11 月同意授予 255 名激励对象 401.95 万份股票期权, 包括副总经理、财务总监等高管以及中层管理人员、核心骨干共计 252 人, 本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

次股票期权的行权价格为 17.86 元/股。股权激励业绩考核的具体考核指标为 2019-2021 年每年的营业收入、净利润增速不低于 10%，加权 ROE 不低于 16%，现金分红比例不低于 30%。此次股权激励激活对象为中高层管理人员及核心骨干，有助于推动员工积极性，进一步激发公司的创新活力，为公司的持续快速发展注入新的动力。

表格 6. 激励对象及获授情况一览

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	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%
合计		401.95	100.00%	0.9949%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 7. 公司股权激励行权条件

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	<p>(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；</p> <p>(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；</p> <p>(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；</p> <p>(4) 2019 年度公司现金分红比例不低于 (含) 30%。</p>
第二个行权期	<p>(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；</p> <p>(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；</p> <p>(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；</p> <p>(4) 2020 年度公司现金分红比例不低于 (含) 30%。</p>

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，川财证券研究所

图 57：股权激励要求公司收入及扣费净利每年增速不低于 10%

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

资料来源：wind，川财证券研究所

五、盈利预测与估值

核心假设：

- 1) 公司产品畅销每年产品产销率接近 100%，自上市后解决产能瓶颈问题，2020 年开始整体产能开始大幅提升，同时考虑到 2020 年中秋与国庆在同一时期以及疫情影响了第一季度的礼品需求，预计公司 2019-2021 年月饼业务收入增速分别为 32.9%、53.2%、32.8%；速冻业务收入增速分别为 19.16%、25.94%、8.09%；公司餐饮业务受疫情影响较大，预计公司 2019-2021 年餐饮业务收入增速分别为 8.00%、-15.00%、20.00%。
- 2) 公司产品结构不断调整，规模优势不断扩大，整体毛利率不断提升，但餐饮方面受到疫情影响，预计公司 2019-2021 年月饼业务毛利率分别 62.00%、62.50%、63.00%；速冻业务毛利率分别为 33.0%、34.0%、35.0%；餐饮业务毛利率分别为 63.00%、50.00%、64.00%。

疫情对公司餐饮业务短期将产生一定影响，但并不会影响公司优秀的成长性，我们认为公司依托餐饮立品牌，食品创规模商业模式，能够有效将月饼以及速冻产品拓展出去。2020 年公司产能开始大幅提升，随着公司产能释放，公司业绩有望迎来快速增长，估值中枢有望持续提升，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 30.3、38.2、46.9 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 3.97、4.79、6.46 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.98、1.19、1.60 元/股，对应 PE 分别为 31.05、25.73、19.09X，首次覆盖给予增持评级。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 8. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期 股票代码	2020/4/24 公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				20E	21E	20E	21E
603043.SH	广州酒家	30.5	123.2	1.2	1.6	25.6	19.1
可比餐饮公司							
002186.SZ	全聚德	9.1	28.1	0.1	0.2	122.0	41.9
可比食品公司							
002216.SZ	三全食品	21.8	174.3	0.5	0.5	46.3	39.7
603345.SH	安井食品	98.6	232.9	1.8	2.5	54.5	39.8
603866.SH	桃李面包	51.9	342.0	1.2	1.5	41.8	35.7
603886.SH	元祖股份	17.0	40.7	1.2	1.4	14.2	12.3
可比食品公司平均值						39.3	31.4

资料来源: wind, 川财证券研究所

风险提示

- 1) 宏观经济下行风险
- 2) 食品安全风险
- 3) 经销商拓展不及预期

报表预测					
利润表 (亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
营业收入	2189.21	2537.13	3028.64	3816.06	4694.12
减:营业成本	1025.65	1150.44	1406.96	1800.39	2045.67
营业税金及附加	24.75	26.24	31.33	39.47	48.55
营业费用	550.62	657.91	787.45	973.09	1267.41
管理费用	200.57	230.58	302.86	400.69	516.35
财务费用	-15.40	-22.77	-28.36	-35.29	-43.27
资产减值损失	1.36	3.26	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	4.28	12.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-48.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	405.95	455.60	528.40	637.70	859.41
加:其他非经营损益	1.50	4.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	407.45	460.45	528.40	637.70	859.41
减:所得税	70.97	79.68	132.10	159.43	214.85
净利润	336.48	380.77	396.30	478.28	644.56
减:少数股东损益	1.37	-0.55	-0.57	-0.69	-0.93
归属母公司股东净利润	335.11	381.32	396.87	478.96	645.48
资产负债表 (亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
货币资金	1359.37	1133.52	1387.73	1748.82	2097.40
应收和预付款项	81.65	93.03	127.17	150.39	190.38
存货	130.23	164.19	195.87	264.87	258.64
其他流动资产	61.60	317.28	317.28	317.28	317.28
长期股权投资	6.03	6.88	6.88	6.88	6.88
投资性房地产	14.21	12.08	7.97	3.86	0.00
固定资产和在建工程	278.79	482.97	405.74	328.52	251.29
无形资产和开发支出	24.67	95.15	83.79	72.42	61.05
其他非流动资产	84.04	74.39	50.27	26.16	26.16
资产总计	2040.60	2379.50	2582.71	2919.19	3209.08
短期借款	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	325.70	385.22	405.84	521.96	514.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	327.50	385.22	405.84	521.96	514.87
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	735.78	978.29	1161.46	1382.51	1680.42
归属母公司股东权益	1704.51	1949.50	2132.66	2353.72	2651.62
少数股东权益	8.59	44.78	44.21	43.52	42.59
股东权益合计	1713.10	1994.27	2176.87	2397.24	2694.21
负债和股东权益合计	2040.60	2379.50	2582.71	2919.19	3209.08

现金流量表 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
经营性现金净流量	423.59	478.03	439.55	583.72	652.89
投资性现金净流量	-147.40	-526.47	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	426.00	-141.38	-185.34	-222.63	-304.31
现金流量净额	702.19	-189.83	254.20	361.09	348.58

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	53.15%	54.66%	53.54%	52.82%	56.42%
销售净利率	33.61%	34.12%	35.06%	35.08%	37.08%
ROE	17.78%	17.17%	16.51%	15.79%	17.39%
ROA	20.45%	19.29%	20.37%	18.85%	19.36%
成长能力					
销售收入增长率	13.08%	15.89%	19.37%	26.00%	23.01%
净利润增长率	26.60%	13.16%	4.08%	20.68%	34.77%
资本结构					
资产负债率	16.05%	16.19%	15.71%	17.88%	16.04%
流动比率	4.99	4.43	5.00	4.75	5.56
速动比率	4.40	3.18	3.73	3.64	4.44
经营效率					
总资产周转率	1.07	1.07	1.17	1.31	1.46
存货周转率	7.88	7.01	7.18	6.80	7.91
业绩和估值					
EPS	0.829	0.944	0.982	1.186	1.598
BPS	4.219	4.826	5.279	5.826	6.563
PE	36.77	32.31	31.05	25.73	19.09
PB	7.23	6.32	5.78	5.24	4.65

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004