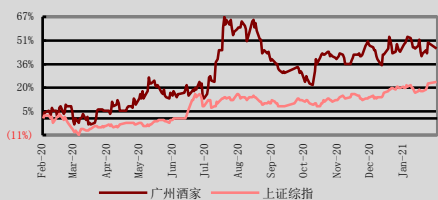


**603043.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 39.91

板块评级: 强于大市

**本报告要点**
**■ 广州酒家深度报告**
**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.3	(0.8)	4.4	48.9
相对上证指数	(4.6)	(3.0)	(5.4)	25.8

发行股数(百万)	404
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	16,123
3个月日均交易额(人民币 百万)	124
净负债比率(%) (2021E)	(53)
主要股东(%)	
广州市人民政府国有资产监督管理委员会	68

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2021 年 2 月 18 日收市价为标准

**相关研究报告**
**《广州酒家: 通过陶陶居平台实现混改, 有望提升经营效率》 20210108**

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**食品饮料: 食品加工**
**证券分析师: 毕翘楚**

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520040001

**证券分析师: 汤玮亮**

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

# 广州酒家

## 品牌和产品优势显著, 构建长期竞争壁垒

**老字号企业迎来发展机遇, 短期餐饮复苏和产能快速放量对业绩增长形成支撑**
**支撑评级的要点**

- 中华老字号企业, “食品+餐饮”协同发展。**公司始创于 1935 年, 经过多年的“食品+餐饮”双轮驱动协同发展已成为深具岭南特色的大型集团, 享有“食在广州第一家”的美誉。公司收入、利润均以食品制造为主, 月饼具有季节性。20 年初的疫情对公司餐饮业务影响较大, 1H20 餐饮下滑 50%, 3Q20 降幅收窄至 9%, 1-3Q20 收入和利润均实现 10% 左右的增长, 主要由月饼和速冻业绩贡献。
- 业务布局围绕产业链发展, 揭去公司三重标签。**1) 餐饮: 广州酒家通过餐饮产业链布局, 持续追求高 ROE, 旗下品牌定位不同消费群体, 每年稳定新增 1-2 家餐饮门店, 同时门店实现内生增长。此外, 虽然是传统老字号, 但遇到新挑战后仍能积极调整, 适应行业变化。2) 速冻: 疫情后速冻米面行业爆发, 行业内高端化升级趋势明显, 目前发面类领域没有绝对龙头。广式速冻品牌和生产制造端具有一定壁垒, 作为粤式文化传承者公司研发能力卓越, 食品制造和餐饮相互协同发展, 依托根据地优势迅速扩张。3) 月饼: 月饼销售规模稳健增长, 但作为节庆传统、被赋予文化意义, 行业格局难被颠覆。无论线下还是线上, 月饼仍以品牌消费为主, 为大众熟知的老字号品牌是各渠道消费者首选, 行业集中度提升。公司线下占比 5% 左右, 线上占比 8%, 2017-2020 月饼复合增速 11.5%, 高于行业复合增速 6.8%。此外, 老字号通过与新渠道合作, 俘获年轻的消费群体。
- 短期餐饮复苏和产能快速放量对业绩增长形成支撑。**1) 餐饮 1Q20 受疫情影响严重, 1Q21 在“就地过年”背景下, 春节期间一二线城市餐饮复苏趋势明显, 广州酒家餐饮门店均在广州、深圳一线城市, 且主打宴会聚餐, 餐饮整体有望展现较高弹性。2) 梅州工厂产能释放, 将打破速冻产能瓶颈, 短期可增加 60%~70% 产能。

**估值**

- 我们根据市场情况对 21 年速冻和月饼增速小幅调整, 预测广州酒家 20-22 年 EPS 为 1.09、1.44、1.81 元, 同比+15%、31%、26%。维持买入评级。**

**评级面临的主要风险**

- 原材料成本涨幅超预期; 疫情反复对餐饮业务影响; 项目达产不及预期; 食品安全风险。**

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	2,537	3,029	3,406	4,272	5,347
变动(%)	16	19	12	25	25
净利润(人民币 百万)	384	384	441	580	730
全面摊薄每股收益(人民币)	0.950	0.951	1.093	1.435	1.806
变动(%)	12.8	0.1	14.9	31.3	25.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.09	1.44	1.77
调整幅度(%)			0.04	(0.04)	1.93
全面摊薄市盈率(倍)	42.0	42.0	36.5	27.8	22.1
价格/每股现金流量(倍)	70.4	35.6	25.9	20.3	16.5
每股现金流量(人民币)	0.57	1.12	1.54	1.96	2.42
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.7	27.5	24.8	18.7	14.7
每股股息(人民币)	0.400	0.300	0.345	0.453	0.570
股息率(%)	1.0	0.8	0.9	1.1	1.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

<b>中华老字号，餐饮+食品协同发展</b> .....	<b>5</b>
围绕正餐场景的双业务发展 .....	5
广州市国资委控股，公司核心人员股权绑定 .....	7
陶陶居引入战投食尚雅园，实现国企混改和经营所有权统一 .....	8
<b>业务布局围绕产业链发展，揭去公司三重标签</b> .....	<b>9</b>
“餐饮行业竞争激烈，老字号遇新挑战” .....	9
“速冻米面格局已定，产品同质化严重” .....	14
“月饼行业规模稳定，年轻人不吃月饼” .....	17
<b>品牌和产品构筑长期竞争护城河</b> .....	<b>20</b>
百年老字号品牌，影响力深入人心 .....	20
广式速冻依托公司正餐布局，卡位稀缺差异化产品 .....	20
全渠道布局，呼应消费场景，把握线上发展趋势 .....	21
<b>短期餐饮复苏和产能快速放量对业绩增长形成支撑</b> .....	<b>23</b>
<b>盈利预测与投资评级</b> .....	<b>24</b>
关键假设 .....	24
相对估值和投资评级 .....	24
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 广州酒家品牌..... 5

图表 2. 2017-3Q20 营业收入及同比增速..... 6

图表 3. 2017-3Q20 归母净利润及同比增速..... 6

图表 4. 主营业务营收占比（2019 年报）..... 6

图表 5. 主营业务毛利润占比（2019 年报）..... 6

图表 6. 速冻产品收入高速增长..... 6

图表 7. 速冻业务占比不断提升..... 6

图表 8. 广州酒家股权结构（截至 3Q20）..... 7

图表 9. 股权分配方案..... 7

图表 10. 股权激励行权要求..... 8

图表 11. 2011-2019 年餐饮行业保持 10%左右增速..... 9

图表 12. 餐饮收入增速下滑幅度持续减少..... 9

图表 13. 中国餐饮市场份额..... 9

图表 14. 餐饮产业链正在经历变革..... 10

图表 15. 餐饮各项成本费用占营业收入比例分布..... 10

图表 16. 餐饮产业链整体盈利情况..... 11

图表 17. 餐饮产业链 ROE 对比..... 11

图表 18. 餐饮产业链净利率对比..... 11

图表 19. 餐饮产业链上下游延伸情况..... 12

图表 20. 中国在线外卖市场规模不断增加..... 12

图表 21. 线上销售占比提升..... 12

图表 22. 公司餐饮业务环比大幅改善..... 13

图表 23. 广州酒家餐饮直营门店经营情况（平米，万/平米，%）..... 14

图表 24. 2013-2020 年速冻食品市场规模..... 15

图表 25. 2013-2020 国内速冻面米市场规模..... 15

图表 26. 速冻米面集中度高..... 16

图表 27. 传统速冻米面市场份额（2020 年）..... 16

图表 28. 中国消费者外出就餐消费频次分布（2018）..... 16

图表 29. 中国消费者外出就餐消费金额分布（2018）..... 16

图表 30. 广州酒家广式速冻产品收入高速增长..... 17

图表 31. 安井速冻米面制品收入快速增长 .....	17
图表 32. 国内月饼市场规模.....	18
图表 33. 2019 年中国消费者购买月饼偏好渠道.....	18
图表 34. 2020 年月饼线下销售份额 .....	19
图表 35. 中国消费者月饼购买分布 .....	19
图表 36. 2019 年月饼线上销售份额 .....	19
图表 37. 2020 年月饼线上销售份额 .....	19
图表 38. 2019 中国正餐企业 TOP 10 列表.....	20
图表 39. 广州酒家、三全、安井速冻米面均价对比.....	21
图表 40. 广州酒家速冻出厂价格是三全、安井米面的 2 倍.....	21
图表 41. 广州酒家重视研发.....	21
图表 42. 广州酒家全渠道概览.....	21
图表 43. 公司各类渠道及销售情况.....	22
图表 44. 公司线上收入占比.....	22
图表 45. 食品制造产能汇总（万吨/年） .....	23
图表 46. 广州酒家 20-22 年预计产量将快速增加 .....	23
图表 47. 广州酒家收入预测表 .....	24
图表 48. 可比公司估值表（亿，倍） .....	24

## 中华老字号，餐饮+食品协同发展

### 围绕正餐场景的双业务发展

公司始创于 1935 年，经过多年的“食品+餐饮”双轮驱动协同发展已成为深具岭南特色的大型集团，享有“食在广州第一家”的美誉。

(1) 食品制造业务：以“广州酒家”、“陶陶居”、“利口福”、“秋之风”、“粮丰园”等多个品牌为依托，从事月饼系列产品、速冻食品、腊味、饼酥、西点等品类的研发、生产与销售，已在广东广州、梅州、茂名及湖南湘潭等地设立食品生产基地，通过跨区域产能联动，推动市场以粤港澳大湾区为据点向华中以及华东等地区辐射延伸。

(2) 餐饮服务业务：立足于经典粤菜文化精髓的基础上，通过研发和创新，将传统技艺与现代烹饪技术相糅合，推出多元化的菜品满足市场需求。公司所属餐饮品牌“广州酒家”、“陶陶居”、“天极品”、“星樾城”在市场中享有较高知名度，深受消费者喜爱。截至 1H20，拥有餐饮直营店 18 家。

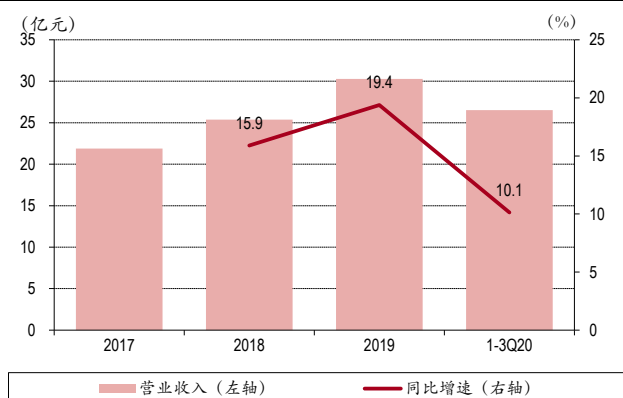
图表 1. 广州酒家品牌



资料来源：广州酒家官网，中银证券

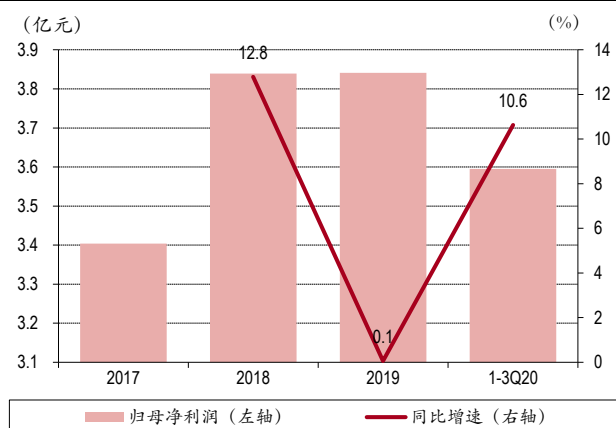
公司收入、利润均以食品制造为主，月饼具有季节性，20 年上半年疫情对餐饮影响较大。从收入构成来看（2019 年报），公司食品制造占比 81%，餐饮占 19%：食品制造中，以月饼为主，占总收入比例的 40%，速冻占比 19%，其他占 22%。从利润构成来看（2019 年报），月饼由于毛利率较高贡献了接近一半的利润，速冻、其他产品、餐饮分别占 13%、27%、13%。20 年年初的疫情对公司餐饮业务影响较大，20 年上半年餐饮下滑 50%，3Q20 降幅收窄至 9%，1-3Q20 收入和利润均实现 10% 左右的增长，主要由月饼和速冻业绩贡献。

图表 2. 2017-3Q20 营业收入及同比增速



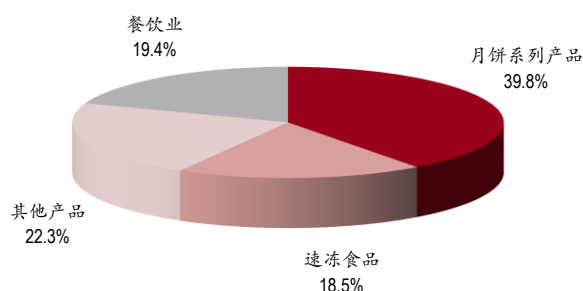
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2017-3Q20 归母净利润及同比增速



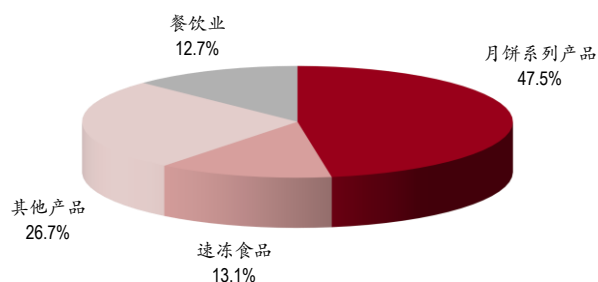
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 主营业务营收占比 (2019 年报)



资料来源：公司公告，中银证券

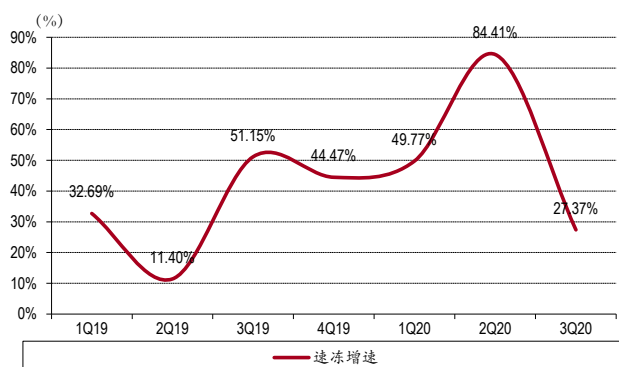
图表 5. 主营业务毛利润占比 (2019 年报)



资料来源：公司公告，中银证券

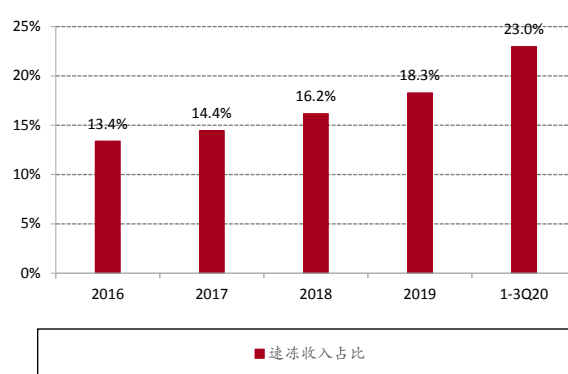
速冻是公司近年培育板块，专注“广式速冻”的研发和生产，实质上是广州酒家餐饮的延伸，主要在超市、便利店和公司直营门店售卖，自 19 年起（除 2Q19 外）维持超过 25% 以上的速增长，且占主营业务比例不断攀升，1-3Q20 占比达到 23%。20 年速冻销售良好，一二季度均实现大幅增长，3Q 增速为 27%，主要原因是 3Q 一直属于公司速冻“淡季”，需要调配人手至月饼生产线，同时 20 年上半年疫情对速冻的正向促进在 3Q 减弱，我们判断 4Q20 继续保持高增长趋势。

图表 6. 速冻产品收入高速增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 速冻业务占比不断提升



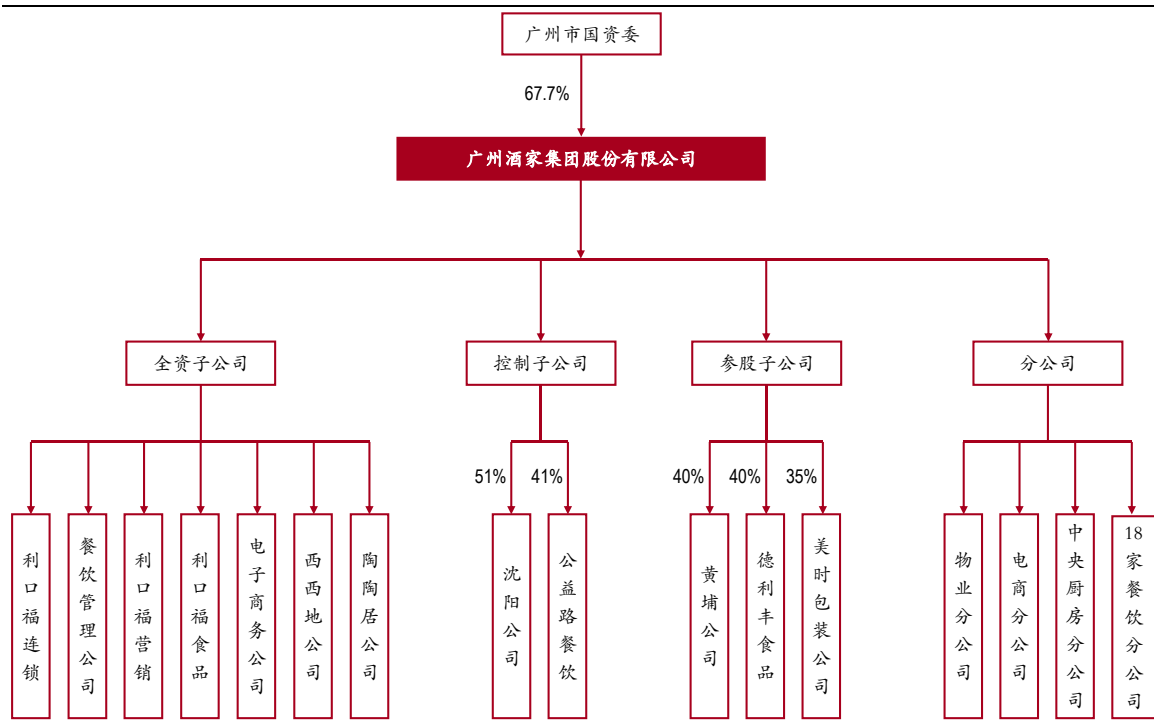
资料来源：公司公告，中银证券



## 广州市国资委控股，公司核心人员股权绑定

广州市国资委控股，181名自然人股东持股，公司核心人员股权绑定。公司2005年由广州市国资委和181名自然人发起设立，目前广州市国资委持股67.7%，为公司实际控制人。自然人股东为公司核心人员，股权绑定密切。2021年1月28日，公司公告广州市国资委为了充实社保基金，将划转其持股的10%（即公司的6.77%）给广东省财政厅，划转后实控人不变仍为广州市国资委，持股比例将下降至60.9%。

图表 8. 广州酒家股权结构（截至 3Q20）



资料来源：公司公告，中银证券

2018年公司推出股权激励计划，股票期权的行权条件为：2019年至2021年公司各年度实现的营业收入和扣非归母净利润环比增长率均不低于（含）10%，19年利润未达到激励目标（2019年扣非归母净利润+1.1%，未达到行权条件），同时由于部分激励对象离职，对149.37万份期权进行注销，占股票期权总数的37.16%。调整后公司股权激励对象由255人调整为247人，授予但尚未行权的第二、三期股票期权数量调整后为252.57万份。长期看，二、三期股票期权仍然有效，员工切身利益仍与公司高度绑定。公司1-3Q20实现收入利润快速增长，增速分别达到10%和11%，4Q有部分月饼预收转收入、速冻销售良好和餐饮恢复共同叠加使得公司经营稳健，我们判断公司2020年有较大概率实现股权激励目标。

图表 9. 股权分配方案

姓名	职位	获授股票期权数量 (万份)	获授总额占当前总 数比(%)	获授总额占当前总 股本比例(%)
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 253 人）		384.05	95.29	0.9506
合计		403.5	100	0.9977

资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 股权激励行权要求

行权期	行权要求
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, 中银证券

注: 对标企业为黑芝麻、三全食品、桂发祥、桃李面包、元祖股份、麦趣尔、西安饮食、全聚德、海欣食品、盐津铺子、金字火腿、惠发股份、煌上煌。

## 陶陶居引入战投食尚雅园, 实现国企混改和经营所有权统一

**陶陶居实现品牌经营权和所有权统一, 完善餐饮业务结构, 为品牌长期发展奠定基础。** (1) 2019 年 7 月, 广州酒家以 1.988 亿元受让陶陶居 100% 股权, 取得该品牌所有权, 但品牌经营权仍然归属于广州食尚餐饮集团, 并表后的陶陶居收入来源只包括食品销售、物业租金和品牌外部授权。(2) 2021 年 1 月 5 日, 公司公告全资子公司陶陶居以 1.80 亿元现金收购食尚雅园持有的海越公司 100% 股权完成, 同时, 陶陶居以增资扩股 (2.26 亿元) 方式引入战投食尚雅园, 食尚雅园在陶陶居公司的持股比例为 45%, 广州酒家持股比例 55%。此次并购, 将陶陶居餐饮经营主体纳入上市公司体内, 实现品牌经营权和所有权统一, 同时完成国企混改。(3) 公司通过本次交易取得海越公司所属的“陶陶居”品牌授权餐饮门店共 6 家, 引入优秀的餐饮管理团队, 利于公司进一步提高整体的餐饮业务经营能力, 不断促进公司食品、餐饮业务一体化协同发展, 从而巩固公司核心竞争力, 推动公司业务稳定增长, 实现公司股东利益最大化。

**陶陶居业务模式与广州酒家相同, 餐饮+食品协同发展, 年轻化区别于母品牌定位, 门店开在商场内便于异地扩张。**陶陶居创办于清光绪六年, 被誉为“月饼泰斗”, 1993 年被国内贸易部授予“中华老字号”称号; 1998 年经国内贸易局批准为“国家特级酒家”。根据经审计的财务报表显示, 3Q20 实现营业收入 5327 万元, 净利润 834 万元, 净利润率 15.7%, 高于广州酒家招股说明书中披露的 16 年公司餐饮平均净利率 9.3%。陶陶居定位不同于广州酒家, 是休闲正餐, 可在一线城市商场中快速复制, 目前除了广州市外, 上海和厦门有陶陶居酒家门店, 预计在一二线城市继续扩张。此次并购陶陶居餐饮, 卡位年轻消费群体, 有望共同扩大公司版图。

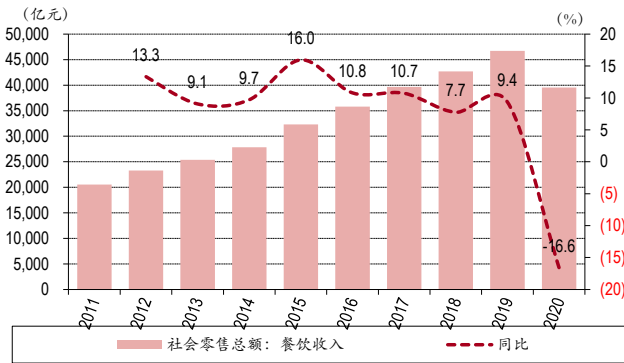


## 业务布局围绕产业链发展，揭去公司三重标签

### “餐饮行业竞争激烈，老字号遇新挑战”

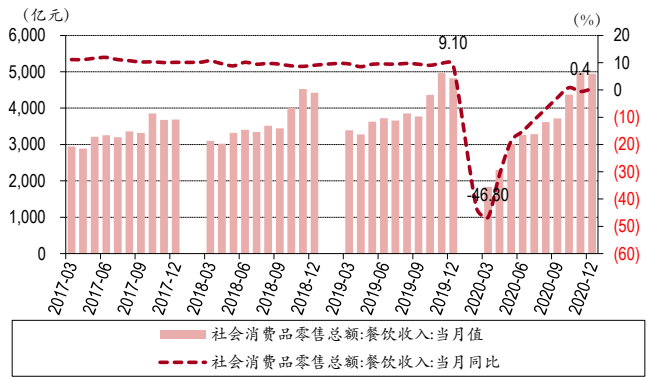
餐饮行业 2011-2019 年维持 10% 左右增速，疫情后收入增速下滑幅度持续减少。城镇化进程中，居民收入水平提升，外出就餐机会和频率增长，餐饮行业 2011-2019 年一直维持 10% 左右的高景气增长。20 年初疫情对餐饮业打击较大，疫情后收入下滑幅度持续减少，直至 10-12 月行业基本与上年同期持平。从市场份额占比来看，火锅占比最高达到 13.7%，川菜排名第二占到 12.4%，粤菜第三占比 8.2% 位居第三。

图表 11. 2011-2019 年餐饮行业保持 10% 左右增速



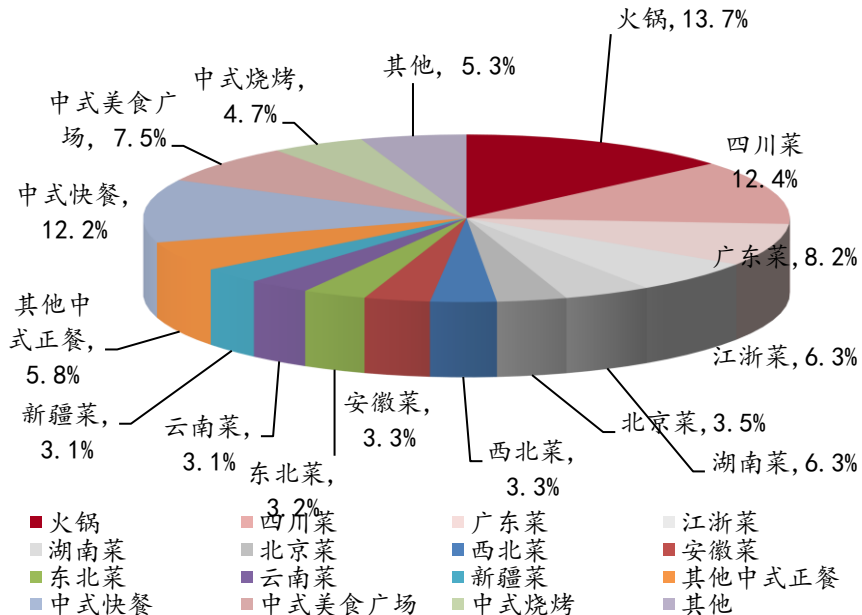
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银证券

图表 12. 餐饮收入增速下滑幅度持续减少



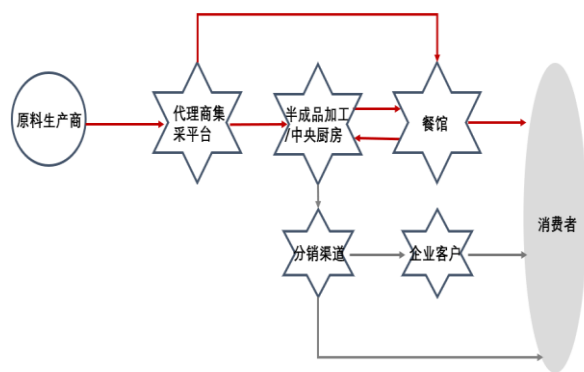
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银证券

图表 13. 中国餐饮市场份额



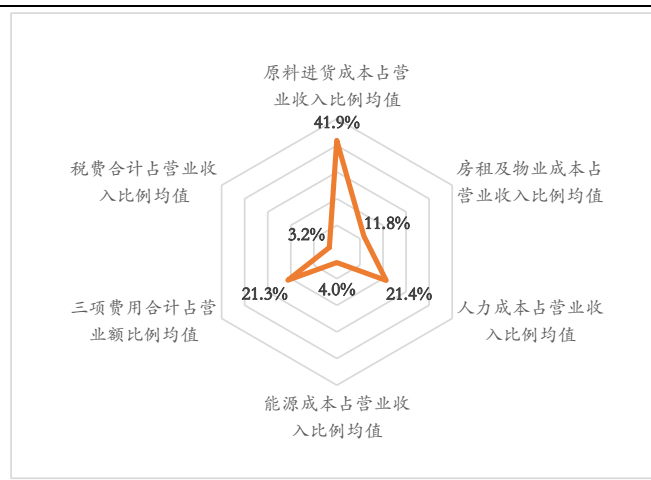
传统餐饮行业门槛低、竞争激烈、淘汰率高，餐饮标准化和消费场景化促使行业内优质企业主动延伸产业链。根据中国饭店协会调查显示，餐饮门店各项成本费用中，原料成本和人工成本占比最高。餐饮行业从上游供应链到下游外卖物流，无不考验管理效率，因此“餐饮标准化”的趋势在中国逐年走强：中国饭店协会发布的《2020 中国餐饮年度报告》中，调研 100 家企业，拥有中央厨房的占比为 43%。餐饮行业从业者从中小企业转变到连锁餐饮过程中，对效率和规模的追求逐渐提高，需要产品“标准化、可复制”，进而带动了品牌冷冻食品以及中央厨房在餐饮等特通渠道的销量增速。同时，“消费场景化”助力餐饮企业向包装方便食品领域延伸：广州酒家力求通过包装化，将广式餐饮带向全国。公司定位于家庭早餐场景，开发多品类组合的广式速冻蒸点，避开传统汤圆、水饺等速冻面点的“红海”，和其他速冻品牌形成差异化竞争。

图表 14. 餐饮产业链正在经历变革



资料来源：中银证券

图表 15. 餐饮各项成本费用占营业收入比例分布



资料来源：中国饭店协会《2020 中国餐饮业年度报告》，中银证券  
注：调研样本 100 家餐饮企业，25507 个门店，涉及品牌 359 个，连锁餐饮占比 95%。

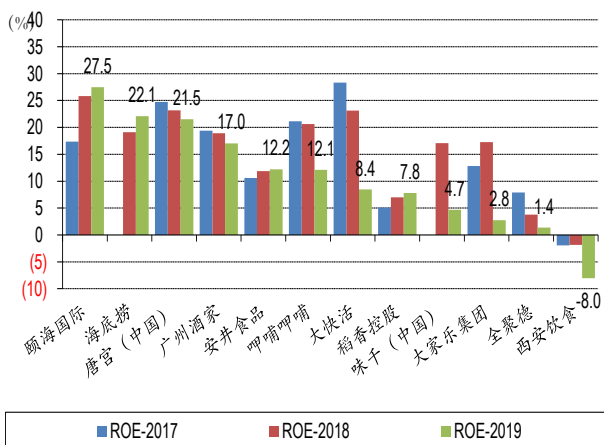
向餐饮产业链上下游延伸的企业可降低运营成本、提升管理效率，获得更高的股东回报，广州酒家持续追求高 ROE。对比 A 股和 H 股上市公司 ROE，排名靠前的颐海国际、海底捞、广州酒家、呷哺呷哺等均为布局产业链上下游公司，企业通过延伸产业链降低运营成本、提升管理效率，优秀企业的股东回报率均较高。以海底捞为例，向产业链上游延伸：关联方有供应链公司蜀海和火锅底料供应商颐海国际。海底捞是连锁火锅品牌，输出服务和标准化产品，供应链的主要价值是实现标准化运营和食品安全效益，火锅底料供应的价值在于维持口感稳定性，两者为餐饮门店的快速、稳定扩张提供有力支撑。广州酒家通过包装化向下游延伸，将广式餐饮带向全国，不论是净利润率还是 ROE 水平，广州酒家均较属行业前列。公司作为餐饮产业链上盈利能力水平突出的代表，有望持续为股东带来稳定的投资回报。在股权激励解锁条件中，除了收入和利润增长目标外，公司把加权净资产收益率不低於(含) 16%也作为考核指标之一，凸显对收益持续高追求。

图表 16. 餐饮产业链整体盈利情况

排名	证券简称	ROE-2017	ROE-2018	ROE-2019	净利率-2017	净利率-2018	净利率-2019
	最高值	28.3	25.8	27.5	15.7	23.1	18.5
	平均值	17.2	12.5	3.4	5.4	7.8	2.0
	中位值	12.5	17.2	8.1	6.7	6.7	4.1
1	1579.HK 颐海国际	17.4	25.8	27.5	15.7	20.4	18.5
2	6862.HK 海底捞		19.1	22.1	11.2	9.7	8.8
3	1181.HK 唐宫(中国)	24.7	23.2	21.5	9.6	7.7	6.1
4	603043.SH 广州酒家	<b>19.4</b>	<b>18.9</b>	<b>17.0</b>	<b>15.6</b>	<b>15.1</b>	<b>12.7</b>
5	603345.SH 安井食品	10.6	11.9	12.2	5.8	6.3	7.1
6	0520.HK 呷哺呷哺	21.2	20.6	12.1	11.4	9.7	4.8
7	0052.HK 大快活	28.3	23.1	8.4	7.6	6.1	2.0
8	0573.HK 稻香控股	5.1	7.0	7.8	2.1	2.6	3.5
9	0538.HK 味千(中国)	(17.8)	17.1	4.7	(24.4)	23.1	6.4
10	0341.HK 大家乐集团	12.8	17.3	2.8	5.5	7.0	0.9
11	002186.SZ 全聚德	7.9	3.8	1.4	8.1	4.6	2.5
12	000721.SZ 西安饮食	(2.0)	(1.8)	(8.0)	(2.6)	1.7	(9.6)

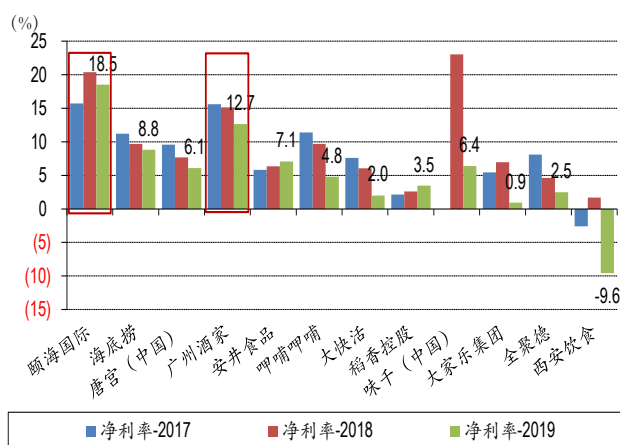
资料来源：万得，中银证券 注：ROE 为扣非后 ROE(摊薄)

图表 17. 餐饮产业链 ROE 对比



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 餐饮产业链净利率对比



资料来源：万得，中银证券

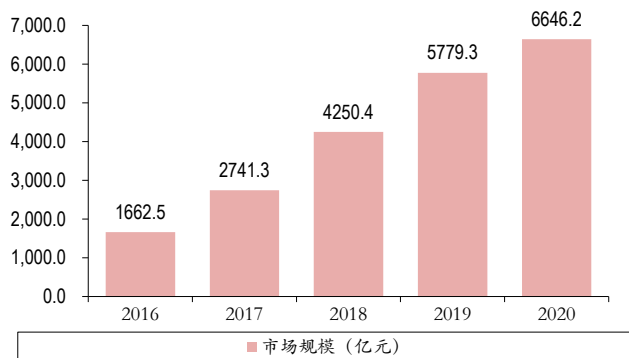
图表 19. 餐饮产业链上下游延伸情况

企业名称	相关餐饮品牌	2B/2C	产业链延伸模式	发展概况
功夫鲜食汇	真功夫	2B/2C	采购+菜品设计全案总包	在全国建有五个供应链基地，还有一个全国调料中心，目前已开放供应链平台服务
颐海国际	海底捞	2B/2C	调味品、包装方便食品	推出火锅底料及自热小火锅，满足不同消费场景需求
蜀海供应链	海底捞	2B	采购+菜品设计全案总包	为海底捞提供整体供应链托管运营服务；现为广大餐饮连锁企业及零售客户提供整体食材供应链解决方案服务
呷哺食品公司	呷哺呷哺	2B/2C	调味品	为餐饮板块的呷哺餐厅和凑凑供应所有门店端的产品；同时推出 11 款针对消费者的火锅底料产品
信良记	新辣道鱼头	2B	爆款垂直品类供货商	以新辣道鱼头的终端门店为基础，依托爆款战略，推出速冻小龙虾、酸菜鱼、牛蛙、香辣蟹等一系列产品，最终建立一个爆品产品库。
众美联	小南国、向阳渔港、外婆家、味千拉面	2B	餐饮酒店 B2B 云采购平台	提供“中餐标准化”的整体解决方案及服务，为中国餐饮连锁品牌提供标准化的食材研发、OME 生产、供应链服务
利口福	广州酒家	2B/2C	包装方便食品	以广州酒家中华老字号为依托，向消费者推出速冻类广式点心半成品，并成为上海罗森便利店速冻食品供应商之一

资料来源：蜀海供应链官网，味千拉面官网，信良记官网，中银证券

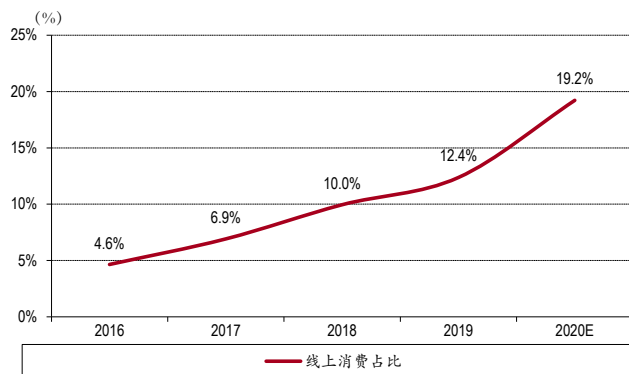
外卖是把双刃剑，既可为行业增长带来动能，同时中小企业外卖业务具有成本优势对传统餐饮造成一定打击。疫情后消费者重视食品安全，连锁化品牌趋势明显。艾媒咨询数据显示，2019 年在线外卖市场规模达 5779.3 亿元，较上年同比增长 36.0%。疫情促使传统行业加速转型线上，外卖市场产品及业态将更加丰富多样。在外卖市场供给与需求的双向作用下，市场规模有望持续扩大，2020 年市场规模突破 6500 亿元。外卖的持续大幅增长，打破房租和翻台率的限制，为餐饮行业发展注入新动能。与此同时，由于中小企业的数量占了外卖行业的重要比重，中小企业对店铺大小、地理位置的选择可以降低标准，从而降低了经营成本，在客单价上具有显著优势，对传统餐饮业造成一定打击。疫情后消费者重视食品安全，连锁化品牌趋势明显：雀巢专业餐饮联合欧睿发布的《中式快餐白皮书》中提到，超过 70% 的消费者表示疫情使得他们更加倾向于选择食材或原材料由知名品牌供应的餐厅，同时也表示会更加倾向于选择到连锁品牌餐厅就餐。

图表 20. 中国在线外卖市场规模不断增加



资料来源：艾媒网，中银证券

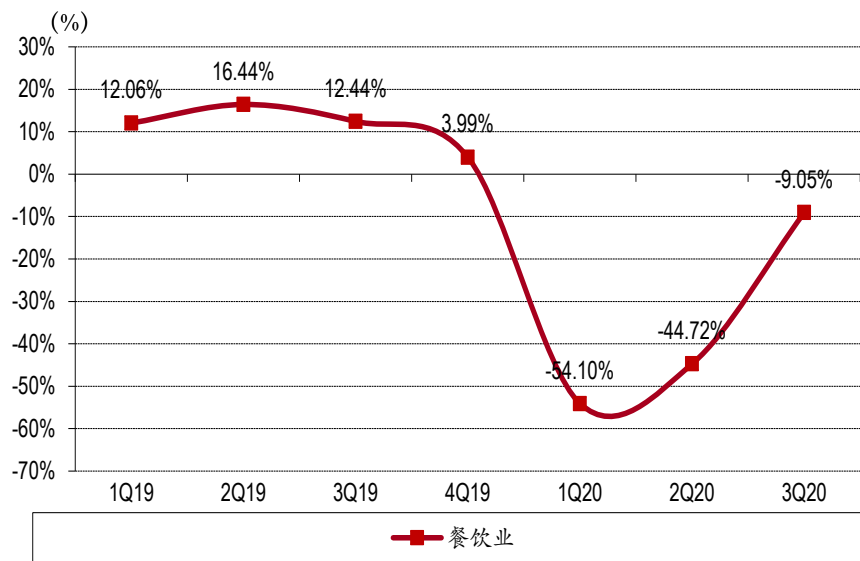
图表 21. 线上销售占比提升



资料来源：艾媒网，中银证券

20年广州酒家餐饮业务受疫情影响严重，公司积极进取，开拓外卖新领域，新零售成为公司谋求创新发展新契机。2019年全聚德和广州酒家冰火两重天的市场表现，更凸显新消费时代老字号创新的重要性。20年上半年，餐饮业因疫情受到重创，广州酒家快速响应，积极对供应链、人力资源等重新配置，且顺势推出“外卖”业务。总经理赵利平接受南方日报专访时表示，外卖业务成为餐饮新增长点，每月增收近200万，相当于多开一家门店。尽管餐饮的疫情影响仍未恢复，1-3Q20收入3.2亿，同比-36.6%，单3Q20同比-9.1%，但3Q20环比大幅增长35.7%，和公司积极应变谋求新发展关系紧密。除此之外，公司积极运营旗下三大品牌：广州酒家（主品牌）、陶陶居（年轻化）和粮丰园（差异化），“陶陶居”自被公司收购以来，继续秉承“匠心、创新”的经营理念，致力打造成到广州必买的经典手信和食品品牌。

图表 22. 公司餐饮业务环比大幅改善



资料来源：公司公告，中银证券

广州酒家餐饮业务发展依靠内生增长和门店扩张，门店数量每年稳定增长1-2家。公司截至1H20直营18家餐饮门店，发展十分稳健。招股说明书详细披露，2016年公司合计经营门店面积56,186平方米，年均坪效0.97万元/坪，其中2011年以后开业的门店均保持较高同店增速。2018-2020年公司开新店的同时，将参股和业绩欠佳的餐饮店停店注销，体现公司对经营效率的看重。单店营业额2016-2019复合增速2%。在传统餐饮行业，同店增长实属不易，公司的餐饮业务增长并非仅靠开新店，很大程度上也得益于门店的内生增长。截至目前，公司在积极开拓新店，在广州和佛山新开8家利口福店；餐饮店也在推进，广州珠江新城和南沙各新增一家，陶陶居总店也已重新开张。



图表 23. 广州酒家餐饮直营门店经营情况 (平米, 万/平米, %)

序号	门店名称	开业时间	营业面积 (平米)	培育期 (年)	年坪效(2016) (万/坪)	
1	文昌店	2001	6816	1	1.52	
2	滨江西店	2000	5470	1	1.22	
3	体育东店	2002	5000	1	2.27	
4	东山店	2006	2960	2	0.96	
5	江畔红楼 店	2010	3373	2	0.72	于 2020 年 3 月起停业, 现正办理注销 手续
6	白云新城 店	2011	4020	1	0.87	
7	珠江国际 店	2011	1926	1	0.9	
8	逸景店	2013	5209	2	0.66	
9	临江大道 店	2013	2959	1	1.33	
10	南昆山店	2015	2488	1	0.53	2018 年注销
11	环市东店	2015	2141.5	1	1.51	
12	西西地简 餐	2016	120	-	1.64	
13	公益路店	2016	6825.8	0.5	0.29	
14	昌岗中店	2016	4336.7	-	0.33	
15	黄埔大道 店	2017	2541	-	-	2019 年注销
16	白云机场 店	2017				
17	好友形店	2017				2019 年 9 月停业
18	西西地流 行前线店	2017				
19	黄埔店	参股经营				注销
20	沿江中路 店	2018				
21	星樾城	2018				
22	花地大道 中路店	2019				
23	深南中路 店	2019				
24	华夏路店	2020				(暂未正式营业)
25	南沙店	2020				(暂未正式营业)

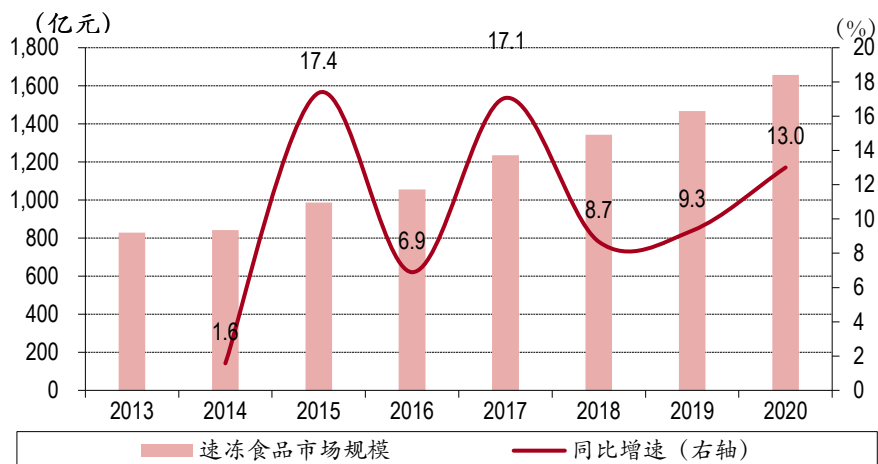
资料来源: 广州酒家招股说明书, 中银证券 注: 年坪效是 2016 年招股说明书上披露

广州酒家通过餐饮产业链布局, 持续追求高 ROE, 旗下品牌定位不同消费群体, 每年稳定新增 1-2 家餐饮门店, 同时门店实现内生增长。此外, 虽然是传统老字号, 但遇到新挑战后仍能积极调整, 适应行业变化。

### “速冻米面格局已定, 产品同质化严重”

中国速冻食品行业起步较晚, 行业空间广阔, 我们判断 2020 年速冻规模超过 1600 亿。中国的冷冻食品行业发展历史较短, 80 年代后期才实现了工艺水平的改进。随着全国冷冻冷藏技术水平提高, 城乡冷链建设逐步完善, 消费市场日臻成熟。根据中国产业信息网, 中国速冻食品市场规模从 2013 年的 828 亿元上升至 2017 年的 1235 亿元, 年复合增长率 10%。速冻食品行业属于终端日常消费品行业, 其消费具有很强的刚性, 其发展与宏观经济发展以及国民收入水平密切相关, 目前行业仍处于高速发展期, 根据我们的推断, 中国速冻规模 2020 年超过 1600 亿, 增速+13%。

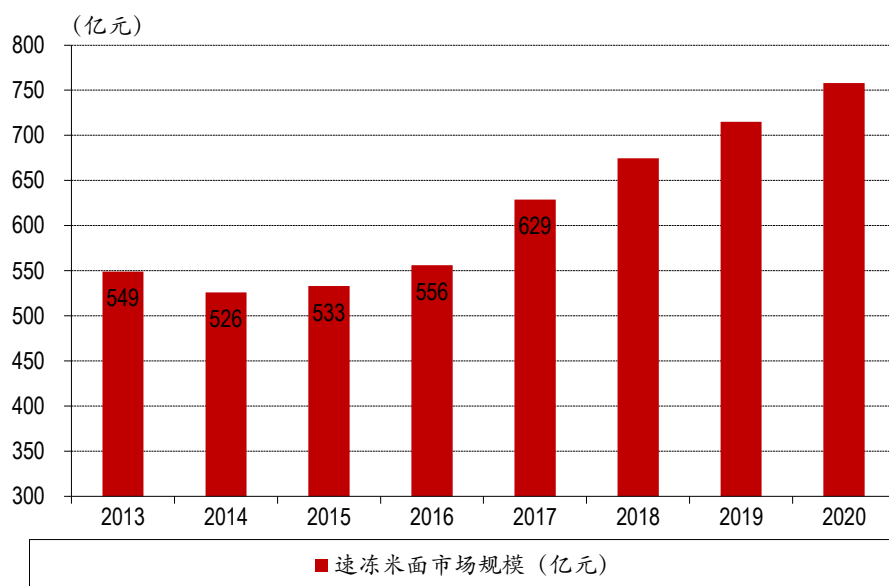
图表 24. 2013-2020 年速冻食品市场规模



资料来源：中国产业信息网，中银证券注：2019、2020 年来自中银证券估算

速冻面米制品以 C 端消费为主，行业稳健增长，我们判断 2020 年速冻米面制品规模突破 750 亿。中国速冻面米制品的市场规模在过去五年总体呈上升趋势，从 2013 年的 549 亿元增长到 2017 年的 629 亿元，年复合增长率为 3.5%，主要在零售 C 端消费。根据两年行业发展情况及统计局速冻米面月度累计增速，我们判断速冻米面制品 2020 年收入规模突破 750 亿。

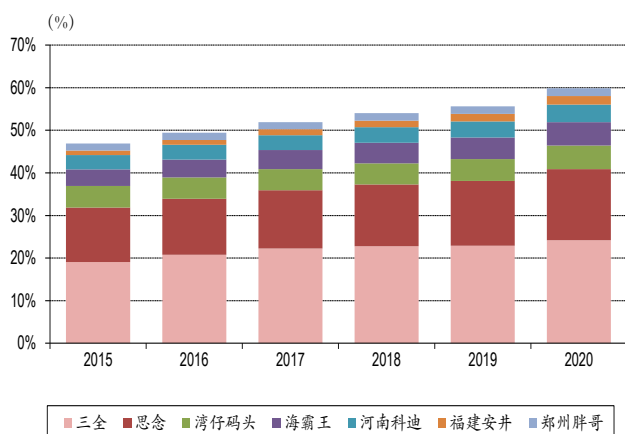
图表 25. 2013-2020 国内速冻面米市场规模



资料来源：千味央厨招股说明书，Frost & Sullivan 《中国速冻食品行业概览》，中银证券注：2018-2020 年来自中银证券估算

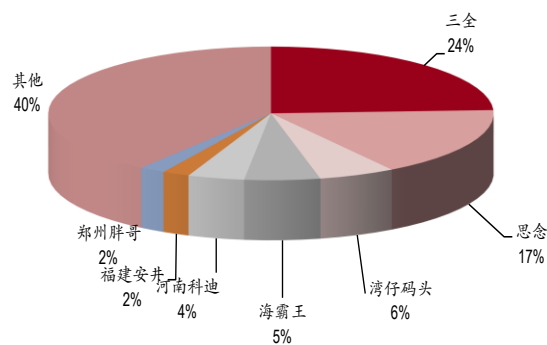
传统速冻面米集中度较高，发面类产品市场潜力较大。与火锅料制品行业不同，速冻面米制品行业发展较为成熟，行业竞争格局清晰，集中度较高。根据欧睿数据，传统米面类市场份额由三全、思念和湾仔码头占据，2020 年 CR3 为 47%。龙头三全食品在速冻米面行业市占率领先，目前排名第一达到 24%。传统速冻米面进超市费用较高，小企业品牌认知度低、费用投入有限很难与三家巨头抗衡，因此市场份额也相对稳定。传统的速冻米面制品产品主要以汤圆、水饺为主，但市场相对饱和和增速不大，发面点心板块市场潜力较大增速较快，馒头、手抓饼等发面类产品的升级趋势将带来需求增量，高端米面会有成长空间。

图表 26. 速冻米面集中度高



资料来源：欧睿数据，中银证券

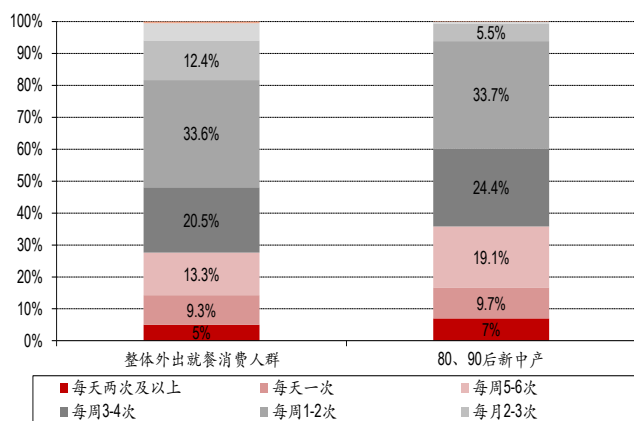
图表 27. 传统速冻米面市场份额 (2020 年)



资料来源：欧睿数据，中银证券

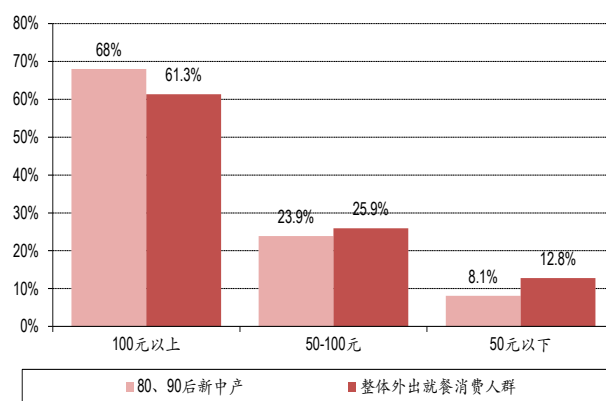
**疫情改变家庭消费长期观念，速冻产品 C 端爆发，高端化趋势加快。**疫情爆发之前，国家消费内需拉动政策、单身经济、冷链物流以及外卖平台发展，都给速冻行业带来了前所未有的红利。疫情期间人们发现速冻可更好的解决在家消费的便利性问题，速冻企业收入利润均在疫情期间大幅增长，且增长态势延续，1-3Q20 上市公司整体收入、净利+22.1% +113%，其中 3Q20 收入+25.5%，环比-3.6pct，利润率大幅提升。安井主要受益 4Q19 提价和锁鲜装等 C 端产品占比提高，产品结构优化。广州酒家 3Q20 受益月饼销售增长，速冻 1-3Q20 同比+51.5% (1Q20、2Q20、3Q20 同比+50%、+84%、+27%)，20 上半年疫情使得速冻供不应求，3Q20 增速下滑主要原因为需要调动人员支持月饼生产，我们判断速冻 4Q20 收入增速将环比提升。同时梅州工厂即将投产将解决产能不足问题，为 2-3 年速冻发展奠定基础。海欣食品 1-3Q20 中高端占比提升+7pct，对利润贡献显著。我们判断未来消费者会延续购买速冻产品习惯，疫情期间 80、90 后家庭做饭比例提高，以 80、90 后为代表的千禧一代更加注重营养健康，关注食品安全和新鲜，也是速冻食品升级发展趋势。

图表 28. 中国消费者外出就餐消费频次分布 (2018)



资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国新餐饮消费趋势研究报告》，中银证券

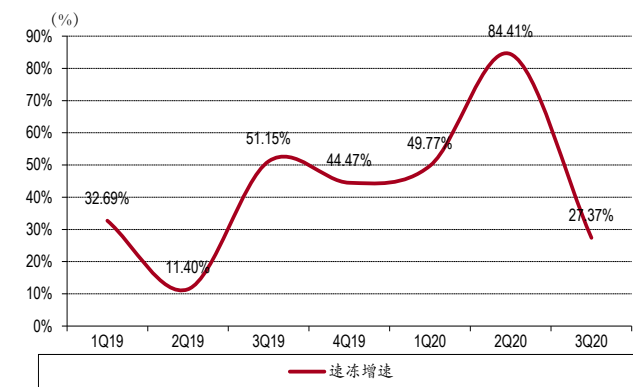
图表 29. 中国消费者外出就餐消费金额分布 (2018)



资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国新餐饮消费趋势研究报告》，中银证券

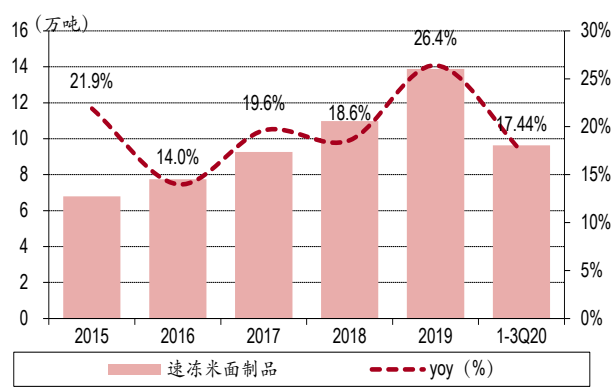
发面类速冻产品全面升级，高端面点类产品快速增长，广式速冻成为新风口。三全是速冻面米行业龙头，其中速冻面点业务收入增速持续高增长，自16年三全速冻面点收入复合增速达18.3%；安井速冻面米制品主要是面点类产品，2015-2019年收入复合增速达19.6%，远高于速冻面米行业3.5%的复合增速。海欣自8月收购百肴鲜、跨界面点以来，行动迅速。据海欣官方微信公众号，海欣面点系列正式上市，包括港式虾饺皇、咸蛋黄肉松烧麦、蛋黄流沙包等，进军高端发面速冻领域。广州酒家依托广式速冻，自19年起（除2Q19外）维持超过25%以上的高速增长，而传统饺子、汤圆等品类复合增速仅3.6%。广式速冻不同于传统米面制品，具有一定的品牌和技术壁垒，需要保持口味的一致性，广州酒家以餐饮和食品制造为主，多年培育的大师研发能力卓越，食品制造和餐饮相互协同发展，综合实力强。

图表 30. 广州酒家广式速冻产品收入高速增长



资料来源：广州酒家公告，中银证券

图表 31. 安井速冻米面制品收入快速增长



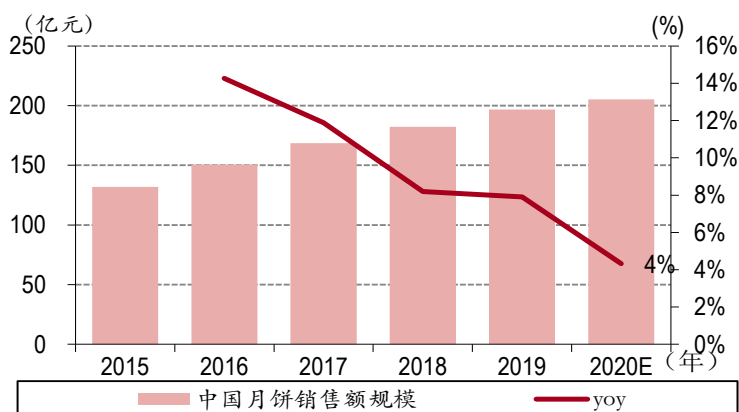
资料来源：安井食品公告，中银证券

疫情后速冻米面行业爆发，行业内高端化升级趋势明显，目前发面类领域没有绝对龙头。广式速冻从生产制造端具有一定壁垒，作为粤式文化传承者公司研发能力卓越，食品制造和餐饮相互协同发展，依托根据地优势迅速扩张。

## “月饼行业规模稳定，年轻人不吃月饼”

月饼销售规模稳健增长，但作为节庆传统、被赋予文化意义，行业格局难被颠覆。广州酒家是广式月饼代表，全国性品牌优势显著。月饼行业市场规模保持稳定，增速逐年递减，但作为节庆礼赠产品，中国传统被赋予文化意义，行业格局很难被颠覆。拥有传统传承的企业将凭借品牌和质量优势得到越来越多消费者的认可。广州酒家利口福月饼是“广式”月饼的传承代表，曾荣获“中国名牌产品”、“广式月饼传承代表”、“中国月饼第一家”、“全国餐饮烘焙业十佳月饼”、“2016年中国焙烤食品产业领军企业”等众多荣誉称号。

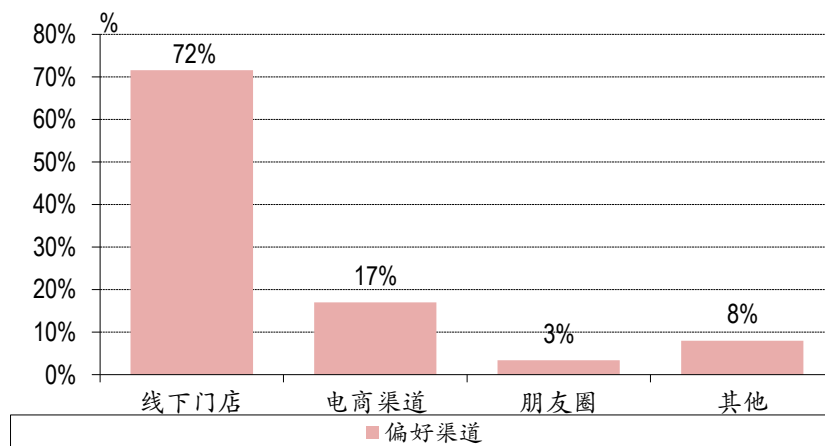
图表 32. 国内月饼市场规模



资料来源：艾媒咨询，中银证券

线下为月饼主流渠道，电商渠道目前已达到 17%。月饼消费以线下为主，中秋月饼市场的消费结构悄然发生变化，团购比例有所缩减，家庭自购比例增加，大众消费成热点。目前线下购买占比最大，72%的消费者选择在线下购买月饼。月饼作为零售食品，各大商家的线下活动更能激发消费者的购买欲望，线下购买仍是消费者的主流选择。此外，随着消费者线上消费越来越多，电商渠道在不断扩大，有 17%的消费者在线上购买月饼。

图表 33. 2019 年中国消费者购买月饼偏好渠道

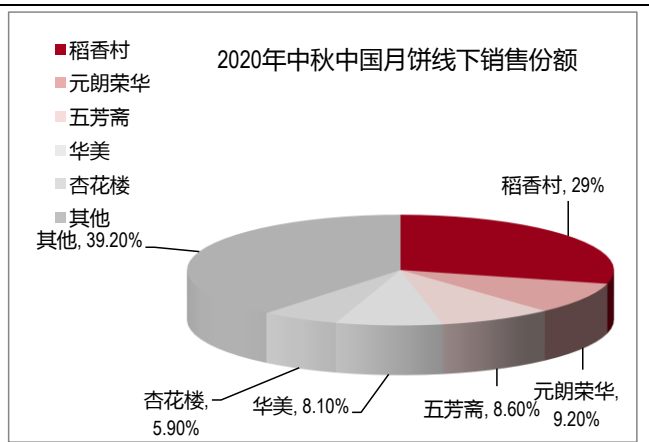


资料来源：中国产业信息网，中银证券

无论线下还是线上，月饼仍以品牌消费为主，为大众熟知的老字号品牌是各渠道消费者首选。此外，老字号通过与新渠道合作，俘获年轻的消费群体。根据行业规模和公司销售额判断，广州酒家线下占比 5%左右，线上占比 8%，2017-2020 月饼复合增速 11.5%（2020 年月饼销售额按照 1-3Q20 数据 12.4 亿），高于行业复合增速 6.8%。品牌消费、个性化消费、平价消费、网购消费已成为月饼市场的重要变化趋向。根据行业规模和公司销售额判断，广酒线下占比 5%左右。同时，公司线上基因十足，阿里、京东均与公司形成良好合作关系，线上销售也快速增长，根据艾媒咨询统计，19 年公司线上销售排名第十，到 20 年已经跃居第四名。同时，公司积极与新兴品牌联动，比如 2020 年和可口可乐合作，推出限量款礼盒，俘获年轻用户群体。20 年在疫情下，消费者选择更为谨慎，产品质量过硬、生产环节严格的企业如广州酒家获得消费者青睐，销售情况亦超预期，月饼+19%带动业绩增长。作为餐饮老字号，广州酒家与电商的结合可谓双赢。对于后者来说，由于老字号品牌自带客流量，且消费者口碑很好，吸引老字号加盟线上平台，一方面实现了线下客群向线上的引流，另一方面无形中将品牌为平台品质做了背书。因此，广州酒家的线上推广往往是源于电商平台自发的，极大地降低了公司营销费用方面的开支。

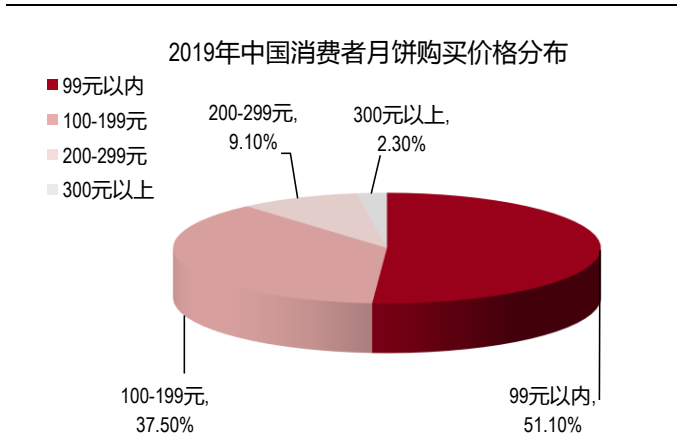


图表 34. 2020 年月饼线下销售份额



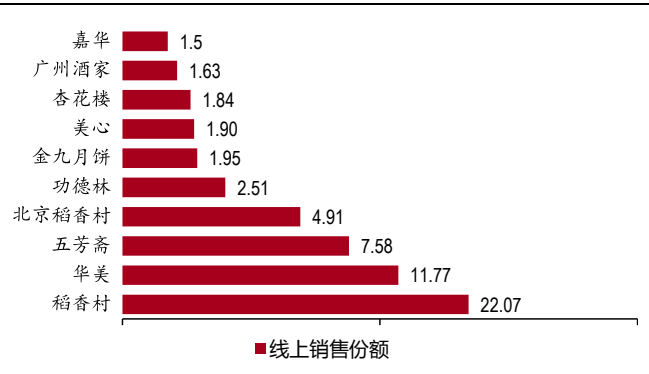
资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 35. 中国消费者月饼购买分布



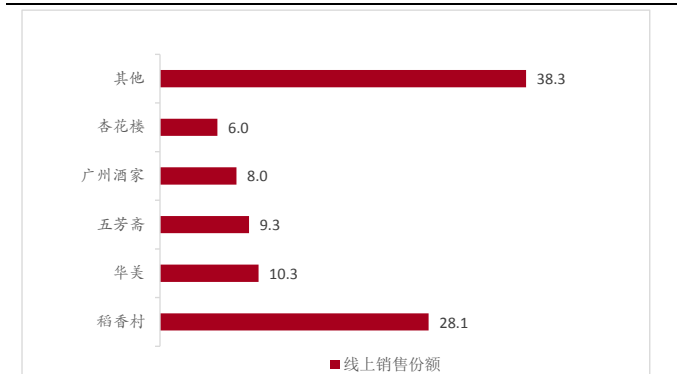
资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 36. 2019 年月饼线上销售份额



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 37. 2020 年月饼线上销售份额



资料来源：艾媒咨询，中银证券

综上，月饼行业尽管规模稳定，增速逐年下降，但作为节庆传统、被赋予文化意义，行业格局难被颠覆。行业集中度提升，尤其在 20 年在疫情下，消费者选择更为谨慎，产品质量过硬、生产环节严格的企业如广州酒家获得消费者青睐。广州酒家是广式月饼代表，全国性品牌优势显著，根据行业规模和公司销售额判断，广州酒家线下占比 5%左右，线上占比 8%，2017-2020 月饼复合增速 11.5%（2020 年月饼销售额按照 1-3Q20 数据 12.4 亿），高于行业复合增速 6.8%。公司以百年老字号为背书，品质为保障，平台合作线上推广顺利，深受以年轻群体为首的线上消费者喜爱。

## 品牌和产品构筑长期竞争护城河

### 百年老字号品牌，影响力深入人心

百年老字号是公司的金字招牌，品牌影响力深入人心。作为广东省非物质文化遗产代表性项目“粤菜烹饪技艺”的保护单位，广州酒家至今培育了七代粤菜烹饪技艺传承人及近百名粤菜名师工匠，不仅多次代表国家、省、市参加世界性烹饪大赛并载誉而归，而且多次被选派到驻外大使馆负责厨务工作，向世界展示和弘扬粤菜文化。公司旗下文昌总店、滨江西店、体育东店被授予“国家五钻级酒家”，越华店被授予“广东省粤菜师傅大师工作室”“广州市粤菜师傅培训室”，文昌总店和临江大道店分别获评米其林餐盘奖、黑珍珠餐厅指南一钻。

图表 38. 2019 中国正餐企业 TOP 10 列表

序号	企业
1	杭州饮食服务集团有限公司
2	山东凯瑞商业集团
3	北京华天饮食集团公司
4	广州酒家集团股份有限公司
5	上海杏花楼（集团）股份有限公司
6	重庆陶然居饮食文化（集团）股份有限公司
7	蓝海酒店集团
8	内蒙古西贝餐饮集团有限公司
9	九毛九国际控股有限公司
10	南京大惠企业发展有限公司

资料来源：中国饭店协会《2020 中国餐饮业年度报告》，中银证券

对陶陶居的收购完成利于公司继续聚焦“食品+餐饮”主业，落实食品和餐饮两大主业板块多品牌、差异化拓展，以进一步完善产业布局。公司分别在 2019 年和 2021 年（引入战略投资者食尚雅园在前文中有提及）完成收购陶陶居食品制造和餐饮板块，在收购前，陶陶居公司在月饼和手信产品上已具备一定市场的基础，餐饮业务也具有较好的发展势头和空间，作为另一大老字号品牌，其品牌力和渠道和公司产生协同效应，形成优势互补。利于增强公司市场竞争力和提升公司效益，促进公司可持续发展，为股东带来长期、稳定及丰厚的回报。同时，公司三大品牌确立：广州酒家传统老字号、陶陶居年轻化、粮丰园差异化，共同打造餐饮板块谋发展。

### 广式速冻依托公司正餐布局，卡位稀缺差异化产品

广式速冻对口感要求高，公司卡位稀缺差异化产品；拥有研发实力卓越的大厨和可试错的餐饮门店，速冻产品力强，与品牌相辅相成。公司重视研发，研发费用率较高且稳定在 2% 左右，高于其他速冻公司。卡位稀缺差异化的广式速冻，是广式餐饮的延伸，避开传统汤圆、水饺等速冻面点的“红海”，和其他速冻品牌形成差异化竞争。公司出厂价格是安井米面类和三全的 2 倍左右，三全发面类没有单独披露销量，但通过产品对比来看，跟安井米面类重叠度较大，因此判断出厂价格类似。我们对比三家淘宝官方旗舰店价格，广州酒家平均价格高于安井和三全（对比产品为非速冻水饺汤圆此类传统米面制品），主要原因为公司产品以广式菜肴、蒸点为主。安井食品和三全食品新品（如馅饼等）重叠度较大。广酒在高价格下依然销售良好，体现了广州酒家具有极强的产品力，渠道自发销售意愿强。跟另外两家公司相比，广酒的体量还比较小，广式速冻在广东省内和一线城市受欢迎程度高，处于高速成长期。

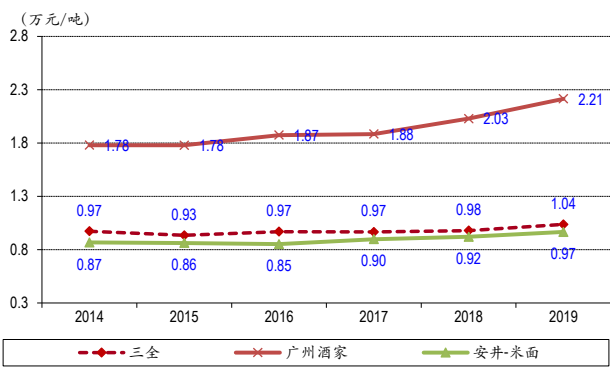
图表 39. 广州酒家、三全、安井速冻米面均价对比

	广州酒家	安井食品	三全食品
均价 (元/500g)	33.1	23.5	21.5

资料来源：广州酒家官方旗舰店，anjoy 安井旗舰店，三全食品官方旗舰店，中银证券

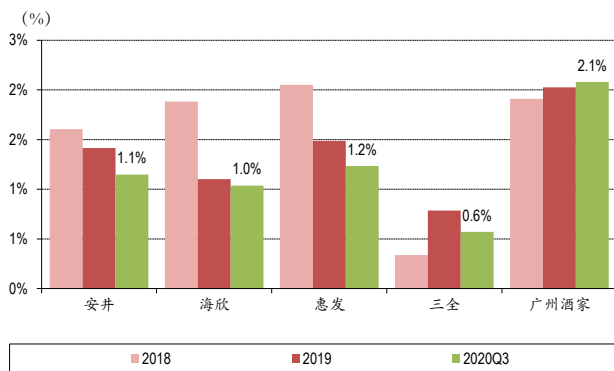
注：截图为 2021 年 2 月 5 日三家淘宝官方旗舰店价格，存在春节促销价格波动情况

图表 40. 广州酒家速冻出厂价格是三全、安井米面的 2 倍



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 广州酒家重视研发

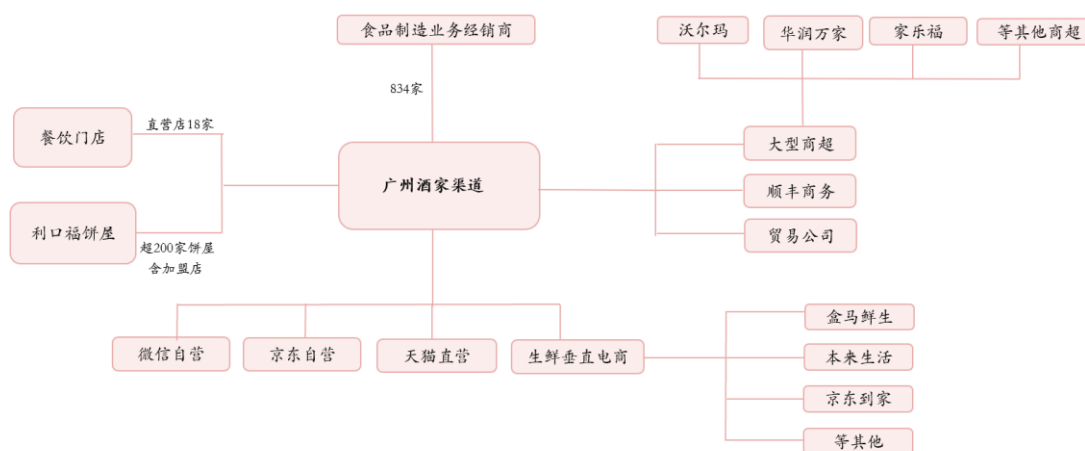


资料来源：万得，中银证券

## 全渠道布局，呼应消费场景，把握线上发展趋势

**公司全渠道布局，呼应消费场景。**公司已经逐渐建立起包括实体门店渠道、经销商渠道、大 KA 以及电商渠道的全渠道销售体系，为客户提供便捷的消费体验，极大提高了消费者的复购率。由于月饼、速冻和腊味分别有不同的消费场景，其主流销售渠道也不尽相同，广州酒家通过多年的市场销售经验，已经进行了充分布局。在广州市内，公司食品制造以直营利口福门店为主，速冻产品推出后，除了在商超、便利店售卖，还可将产品迅速铺货到利口福门店内，门店人群以粘度大的核心客户为主，他们可在第一时间了解新品情况，公司叠加已有的资源可以顺利推新品，相当于新增一个稳定渠道。在广州市外，速冻、腊味产品主要在商超、便利店和电商销售，便于快速扩张。综上，在广州市的全渠道布局已经根基稳固，大本营市场稳定，依托其他 2C 渠道省外扩张。

图表 42. 广州酒家全渠道概览



资料来源：公司公告，中银证券

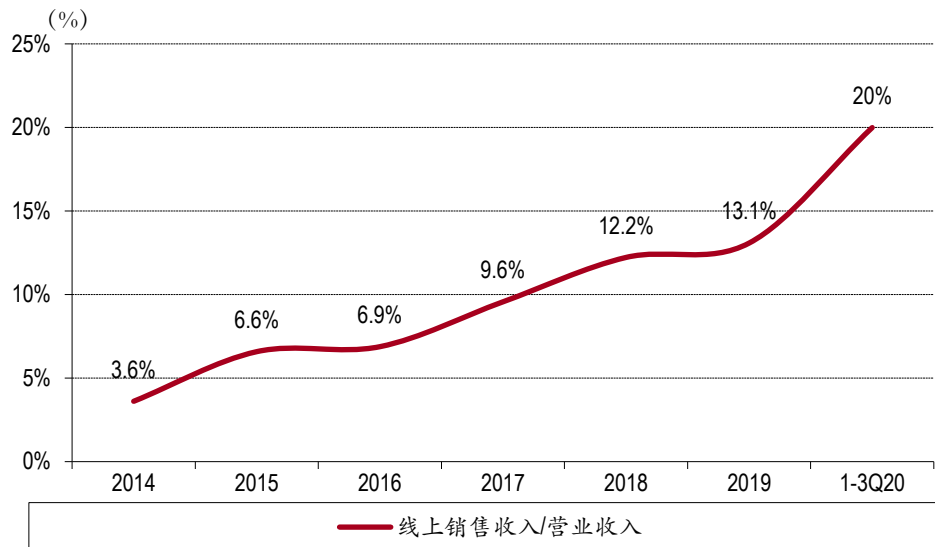
图表 43. 公司各类渠道及销售情况

产品品类	主要消费场景	频次/属性	主要销售渠道
月饼	节庆消费	一年一度, 低频/大额	直营店、商超、电商
广式速冻	在家用餐 (早、午餐、夜宵); 广式餐厅、便利店 (2B)	较高频/小额	商超、便利店、电商、代加工
烘焙点心	休闲零食、手信	高频/小额	直营饼屋、餐饮门店、便利店
轻餐饮 (盒饭)	简餐; 便利店 (2B)	高频/小额	便利店

资料来源: 中银证券

公司跟阿里、京东深度合作，线上份额快速提升，品牌兼具年轻化。公司线上主要平台为阿里和京东，凭借“老字号”品牌跟线上深度合作。2012年，电商初创时期，全年销售收入为302.71万元，占同期公司主营业务收入的0.23%；2016年，公司电商销售收入达1.3亿，占同期公司主营业务收入的6.9%；2019年公司线上收入4.0亿元，占比13.1%；我们推断今年前三季度占比20%左右，线上份额快速提升。据京东数据，截止9月15日，京东平台整体月饼销量同比19年超+125%；重点品牌如稻香村、美心、广州酒家销售均达到去年同期2倍以上。

图表 44. 公司线上收入占比



资料来源: 公司公告, 中银证券

## 短期餐饮复苏和产能快速放量对业绩增长形成支撑

餐饮 1Q20 受疫情影响严重，1Q21 在“就地过年”背景下，春节期间一二线城市餐饮复苏趋势明显；同时今年春节线上订单增多，公司外卖业务逐渐成熟成为线下门店的补充，餐饮整体有望展现较高弹性。20 年上半年疫情对餐饮业务打击较大，餐饮 1-3Q20 实现收入 3.2 亿，同比-36.6%，单 3Q20 同比-9.1%。1Q21 经铁路部门等多部门统计，全国有超 1 亿人就地过年，全国 36 个大中城市就地过年人数比往年增加了 4800 多万。在“就地过年”背景下，春节期间一二线城市餐饮复苏趋势明显。据商务部监测，今年春节期间（2 月 11 日至 17 日），全国居民消费市场持续活跃，餐饮服务销售收入同比增长 358.4%，已恢复至疫情前常态水平，比 2019 年春节增长 5.4%。广州酒家餐饮门店均在广州、深圳一线城市，且主打宴会聚餐，在 21 年春节防疫控制得当和就地过年背景下，我们判断餐饮将迎来大幅增长。同时，今年线上订单增多，春节期间，全国美团外卖订单量同比增长 70%，其中品牌餐饮商家外卖销量同比增长 82%。广州酒家在过去的一年中外卖业务逐渐成熟，新推出的家宴套餐满足在家消费场景，成为线下门店的补充。综上 1Q21 餐饮端将展现较高弹性。

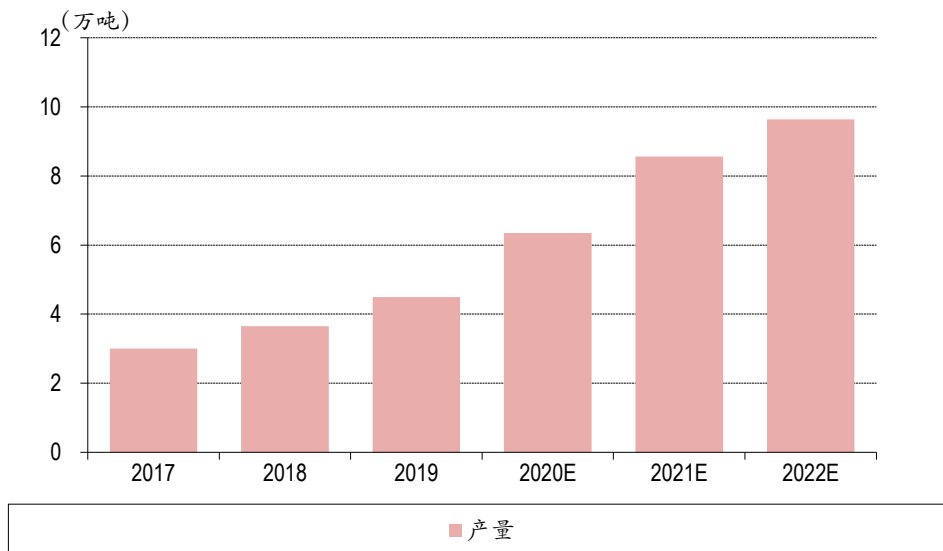
**梅州工厂产能释放，将打破速冻产能瓶颈。**公司在 2020 年湘潭基地产能释放，补充月饼和馅料的产能。梅州工厂将于 2Q21 投产 2 条速冻产线，在 21 年底、22 年初继续投产 2 条产线，共可增加 60%-70% 产能，将打破速冻产能瓶颈，对规模扩张形成有力支撑。

图表 45. 食品制造产能汇总 (万吨/年)

万吨	产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IPO 募投项目	月饼	0.03	0.06	0.12	0.18	0.22	0.22	0.22
	速冻	0.15	0.36	0.59	0.70	0.70	0.70	0.70
	腊味	0.06	0.10	0.15	0.18	0.20	0.20	0.20
	其他	0.15	0.40	0.77	1.25	1.43	1.43	1.43
	<b>募投合计</b>	<b>0.40</b>	<b>0.92</b>	<b>1.64</b>	<b>2.31</b>	<b>2.55</b>	<b>2.55</b>	<b>2.55</b>
梅州一期	速冻				1.44	1.92	2.40	2.40
湘潭一期	月饼			0.12	0.16	0.20	0.20	0.20
	馅料 (蓉口)			0.36	0.48	0.60	0.60	0.60
	<b>湘潭合计</b>			<b>0.48</b>	<b>0.64</b>	<b>0.80</b>	<b>0.80</b>	<b>0.80</b>
产能汇总	月饼	1.03	1.06	1.24	1.34	1.42	1.42	1.42
	速冻	2.15	2.36	2.59	4.14	4.62	5.10	5.10

资料来源：公司公告，中银证券

图表 46. 广州酒家 20-22 年预计产量将快速增加



资料来源：公司公告，中银证券



## 盈利预测与投资评级

### 关键假设

基于前文的分析，我们对广州酒家未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入分为食品制造和餐饮两个板块，其中食品制造包含月饼、速冻、腊味、蛋糕西点等，餐饮集中在广州和深圳。
- 2、食品制造业务的产能扩张以公司披露信息匡算，年产 2.4 万吨梅州项目计划于 21 年逐步投产，速冻短期产能将增加 60%-70%。湘潭一期自 19 年底开始投产，主要为月饼及馅料，20 年月饼新增产能由湘潭贡献。预计到 22 年，公司产量将达到 9.6 万吨。
- 3、食品制造业务，上游原材料价格稳定，我们预计 2020-2022 年原材料对成本影响不大，产品平均单价随物价上涨。毛利率随产品结构调整和规模效应增大相应增加。
- 4、餐饮业务，20 年受疫情影响较大，我们预计全年下滑 21%，21-22 年增长 20% 和 10%。
- 5、整体费用率均维持稳定，销售费用率 20-21 年分别为 25.6% 和 25%，管理费用率分别为 9.91%、9.20%，研发费用率和财务费用率保持不变。

图表 47. 广州酒家收入预测表

(亿元)		2018	2019	2020E	2021E	2022E
食品制造业务	营业收入 (亿元)	19.09	23.26	28.39	35.96	46.04
	yoy (%)	18.6	21.8	22.1	26.6	28.0
	毛利率 (%)	51.5	49.3	48.6	48.0	47.9
餐饮业务	营业收入 (亿元)	6.01	6.67	5.27	6.32	6.95
	yoy (%)	7.5	10.9	(21.0)	20.0	10.0
	毛利率 (%)	62.7	62.6	61.0	62.6	63.0
合计 (内生增长)	营业总收入 (亿元)	25.37	30.29	34.06	42.72	53.47
	yoy (%)	15.9	19.4	12.4	25.4	25.2
	毛利率 (%)	54.7	52.8	51.0	50.6	50.3

资料来源：万得，中银证券

### 相对估值和投资评级

我们选取 A 股和 H 股公司共 11 家对比，公司共分成三种类型：布局餐饮产业链企业、食品制造企业和速冻企业，三种类型对比 2020、2021 年 PE，广州酒家均低于行业中位值。

图表 48. 可比公司估值表 (亿, 倍)

	证券简称	总市值	营业收入(2019)	净利润(2019)	PE(2019)	PE(2020)	PE(2021)
603043.SH	广州酒家	157.5	30.3	3.8	41.0	36.9	28.3
	中位值	391.7	55.8	3.7	118.6	75.5	39.1
6862.HK	海底捞	3,499.1	266.2	23.4	149.2	318.9	71.2
1579.HK	颐海国际	1,184.0	42.9	7.2	164.8	120.2	87.0
603517.SH	绝味食品	605.9	51.3	8.0	75.6	77.2	59.3
0520.HK	呷哺呷哺	204.7	60.6	2.9	71.1	689.5	39.1
605338.SH	巴比食品	108.7	10.6	1.5	70.2	75.5	55.9
0341.HK	大家乐集团	79.8	72.8	0.7	118.6	17.6	21.5
3799.HK	达利食品	524.6	214.4	38.4	13.7	13.4	12.2
603866.SH	桃李面包	391.7	55.8	6.8	57.3	39.3	33.3
603345.SH	安井食品	656.3	52.3	3.7	175.8	111.3	83.7
002216.SZ	三全食品	263.0	59.4	2.2	119.5	36.6	35.6
002702.SZ	海欣食品	33.2	13.7	0.1	485.0	38.4	30.6

资料来源：万得，中银证券 注：总市值均按 2.5 日收盘价格，净利润为万得一致预期

我们根据市场情况对21年速冻和月饼增速小幅调整,预测广州酒家2020-2022年收入分别达到34亿、43亿、54亿,同比增长12%、25%、25%。对应净利润4.4亿、5.8亿、7.3亿,增速+15%、31%、26%。维持买入评级。

## 风险提示

原材料成本涨幅超预期。行业性因素导致原料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

疫情反复对餐饮业务影响。

项目达产不及预期。由于疫情等突发因素影响，公司产能扩张节奏放缓。

食品安全风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	2,537	3,029	3,406	4,272	5,347
销售成本	(1,177)	(1,458)	(1,698)	(2,149)	(2,707)
经营费用	(859)	(1,032)	(1,111)	(1,346)	(1,670)
息税折旧前利润	501	539	597	777	970
折旧及摊销	33	47	99	115	131
经营利润(息税前利润)	469	492	498	662	839
净利息收入/(费用)	23	26	18	22	28
其他收益/(损失)	17	7	7	7	7
税前利润	460	466	536	704	886
所得税	(81)	(84)	(96)	(126)	(159)
少数股东权益	1	1	1	1	1
净利润	384	384	441	580	730
核心净利润	384	384	441	580	730
每股收益(人民币)	0.950	0.951	1.093	1.435	1.806
核心每股收益(人民币)	0.950	0.951	1.093	1.435	1.806
每股股息(人民币)	0.400	0.300	0.345	0.453	0.570
收入增长(%)	16	19	12	25	25
息税前利润增长(%)	21	5	1	33	27
息税折旧前利润增长(%)	20	8	11	30	25
每股收益增长(%)	13	0	15	31	26
核心每股收益增长(%)	13	0	15	31	26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	460	466	536	704	886
折旧与摊销	33	47	99	115	131
净利息费用	(23)	(26)	(17)	(21)	(27)
运营资本变动	(7)	(63)	(19)	(43)	(53)
税金	(75)	(81)	(93)	(123)	(155)
其他经营现金流	(158)	110	118	162	196
经营活动产生的现金流	229	452	624	794	978
购买固定资产净值	(299)	(391)	(400)	(350)	(350)
投资减少/增加	6	337	6	6	6
其他投资现金流	291	(124)	(42)	(61)	(75)
投资活动产生的现金流	(1)	(179)	(436)	(405)	(419)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(97)	22	1	0	0
支付股息	(162)	(121)	(139)	(183)	(230)
其他融资现金流	(162)	(121)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(420)	(220)	(139)	(183)	(230)
现金变动	(192)	53	49	206	329
期初现金	1,434	1,242	1,296	1,345	1,551
公司自由现金流	228	274	188	389	559
权益自由现金流	109	270	171	368	532

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,242	1,296	1,345	1,551	1,880
应收帐款	88	151	169	212	266
库存	164	233	272	344	434
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,817	1,726	1,839	2,173	2,662
固定资产	483	616	946	1,234	1,521
无形资产	95	146	138	131	124
其他长期资产	108	444	449	454	459
长期资产总计	686	1,206	1,533	1,819	2,104
总资产	2,503	2,932	3,372	3,993	4,766
应付帐款	145	213	249	315	397
短期债务	0	0	1	1	1
其他流动负债	331	437	502	623	778
流动负债总计	477	651	751	938	1,175
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	32	70	108	145	183
股本	404	404	404	404	404
储备	1,545	1,785	2,087	2,484	2,984
股东权益	1,949	2,189	2,491	2,888	3,388
少数股东权益	45	22	22	21	20
总负债及权益	2,503	2,932	3,372	3,993	4,766
每股帐面价值(人民币)	4.83	5.42	6.17	7.15	8.39
每股有形资产(人民币)	4.59	5.06	5.82	6.82	8.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.08)	(3.21)	(3.33)	(3.84)	(4.65)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.8	17.8	17.5	18.2	18.1
息税前利润率(%)	18.5	16.3	14.6	15.5	15.7
税前利润率(%)	18.1	15.4	15.7	16.5	16.6
净利率(%)	15.1	12.7	13.0	13.6	13.6
流动性					
流动比率(倍)	3.8	2.7	2.4	2.3	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(62.3)	(58.6)	(53.5)	(53.3)	(55.1)
速动比率(倍)	3.5	2.3	2.1	2.0	1.9
估值					
市盈率(倍)	42.0	42.0	36.5	27.8	22.1
核心业务市盈率(倍)	42.0	42.0	36.5	27.8	22.1
市净率(倍)	8.3	7.4	6.5	5.6	4.8
价格/现金流(倍)	70.4	35.6	25.9	20.3	16.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.7	27.5	24.8	18.7	14.7
周转率					
存货周转天数	21.2	24.0	27.1	26.3	26.6
应收帐款周转天数	12.1	14.4	17.1	16.3	16.3
应付帐款周转天数	19.3	21.6	24.8	24.1	24.3
回报率					
股息支付率(%)	42.1	31.6	31.6	31.6	31.6
净资产收益率(%)	21.0	18.6	18.9	21.6	23.3
资产收益率(%)	16.7	14.9	13.0	14.8	15.7
已运用资本收益率(%)	25.3	23.4	21.1	24.4	26.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371