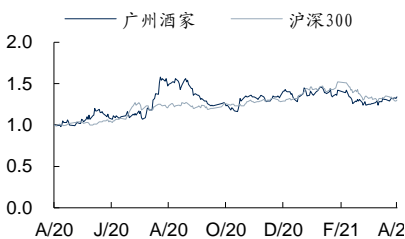


证券研究报告—动态报告
社会服务
餐饮
广州酒家(603043)
买入
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	404/404
总市值/流通(百万元)	15,546/15,546
上证综指/深圳成指	3,417/13,738
12 个月最高/最低(元)	47.56/28.02

相关研究报告:

《广州酒家-603043-2020 年业绩快报点评: Q4 低基数上高增长, 关注后续产能释放及渠道布局》——2021-03-30

《广州酒家-603043-2020 年三季报点评: 三季报业绩超预期, 关注产能释放后的中线成长》——2020-10-30

《广州酒家-603043-2020 年半年报点评: 上半年速冻增长靓丽, 关注后续月饼表现》——2020-08-28

《广州酒家-603043-深度报告: 月饼短有弹性, 速冻长有期待》——2020-08-20

《广州酒家-603043-2019 年年报及 2020 年一季度报点评: 一季度速冻明显发力, 餐饮亏损拖累整体成长》——2020-04-30

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩靓丽符合预期, 关注产能、渠道支持下的业务扩张
● 2020 年业绩同增 21%表现靓丽, 符合预期

2020 年, 公司营收 32.87 亿/+9% (剔除会计准则影响同增 12%); 归母业绩 4.64 亿/+21%, 与业绩快报基本一致, 表现靓丽; EPS1.15 元。Q4 收入/业绩/扣非业绩分别增 17%/76%/46%, 低基数上高增长。

● 疫情下月饼逆势优秀, 速冻 H2 高基数上增长放缓, 餐饮环比改善

2020 年, 公司食品业务收入 26.96 亿/+17.7%, 其中速冻全年收入 7.75 亿/+40.1% (同口径估算增 43%-47%), Q4 收入 1.90 亿/+25.8% (同口径估算增 28%-32%), 高基数上较快增长; 月饼全年收入 13.78 亿/+15.6% (同口径估算增 19%-22%), 疫情背景下表现优秀。其他食品 (腊味、西点等) 收入全年表现平稳。餐饮受疫情拖累, 全年收入 4.89 亿/-26.7%, Q4 同增 2.8%, 环比持续改善 (Q1/Q2/Q3 分别 -54%/-45%/-9%)。渠道方面, 2020 年省外销售同增 54.1%, 电商渠道支持; 省内下滑 0.7%, 餐饮拖累。公司净利率为 14.12%/+1.46pct。

● 预计速冻产能支撑下维持高速, 月饼稳中有增, 餐饮逐步恢复

分业务来看, 1) 速冻近几年增长靓丽, 伴随后续产能陆续投放以及新品类的研发创新, 线上线下省内省外推广, 有望维持高增长, 建议跟踪渠道拓展及规模效应。2) 月饼预计每年保持稳步发展。3) 餐饮业务伴随疫情防控趋稳, 有望持续复苏; 整合陶陶居品牌 (引入战投, 授权改直营) 有望提供新动能。整体来看, 公司品牌力强, 近几年系产能释放高峰期, 过去两年利口福、粮丰园改造及湘潭一期投产已实现, 后续梅州一期有望在今年上半年投产, 再加上梅州二期 (预计 21-22 年)、湘潭二期 (建设方案规划中, 预计 21-22 年) 储备, 预计 22 年产能较 19 年有望增长 60-100%, 有望带支撑中长期成长想象空间。

● 风险提示:

宏观、疫情等风险, 食品卫生安全, 收购整合、产能释放不及预期等。

● 速冻提供增长动能, 关注产能扩张及渠道布局, 维持“买入”

给予 21-23 年 EPS 为 1.44/1.75/2.03 元, 对应 PE 27/22/19x。展望未来, 公司速冻业务有望维持高增长+月饼稳步增长+餐饮逐步恢复, 产能释放带来增长确定性, 并依托跨区域扩张、产品创新、整合发力等支撑, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3028.70	3287.49	4062.45	4772.56	5486.79
(+/-%)	19.38%	8.54%	23.57%	17.48%	14.97%
净利润(百万元)	384.13	463.60	582.95	706.20	819.27
(+/-%)	0.06%	20.69%	25.74%	21.14%	16.01%
摊薄每股收益(元)	0.95	1.15	1.44	1.75	2.03
EBIT Margin	16.25%	18.64%	16.68%	17.31%	17.42%
净资产收益率(ROE)	17.55%	18.27%	20.19%	21.33%	22.02%
市盈率(PE)	40.47	33.53	26.67	22.01	18.98
EV/EBITDA	30.17	24.70	21.13	17.48	15.31
市净率(PB)	7.10	6.13	5.38	4.70	4.18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

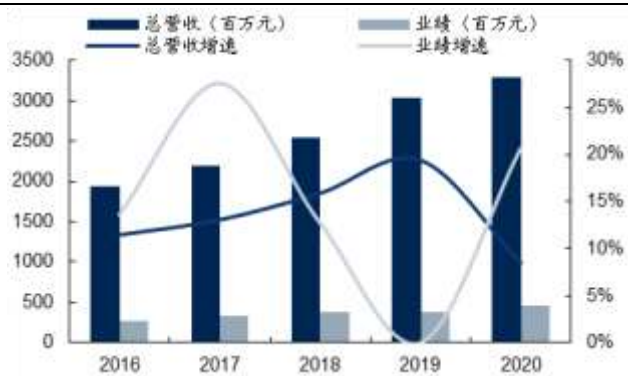
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年业绩同增 21%表现靓丽，符合预期

2020 全年，公司实现营收 32.87 亿元，同比增长 8.54%（剔除新收入准则影响，则同比增长 11.86%）；实现归母业绩 4.64 亿元，同比增长 20.69%，疫情背景下表现靓丽；扣非后业绩 4.51 亿元，同比增长 20.99%，与业绩快报基本一致，符合预期；EPS1.15 元。

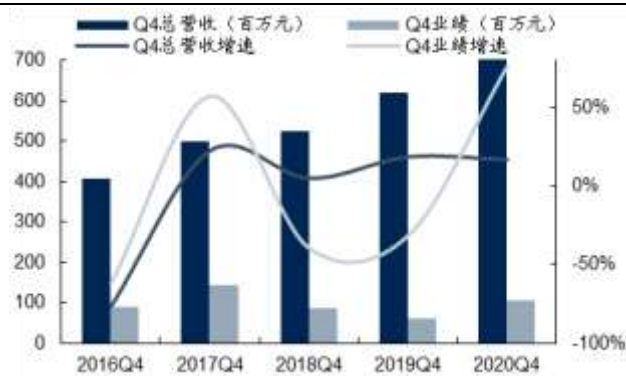
Q4 公司实现收入 7.24 亿元，同比增长 16.81%；归母业绩为 1.04 亿元，同比增长 75.95%；实现扣非后业绩 0.91 亿元，同比增长 46.07%，增势靓丽，预计主要因 19Q4 低基数（新产能上线致阶段成本费用增加）以及成本费用等持续优化。

图 1：公司 2020 年收入和业绩增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2020Q4 收入业绩表现

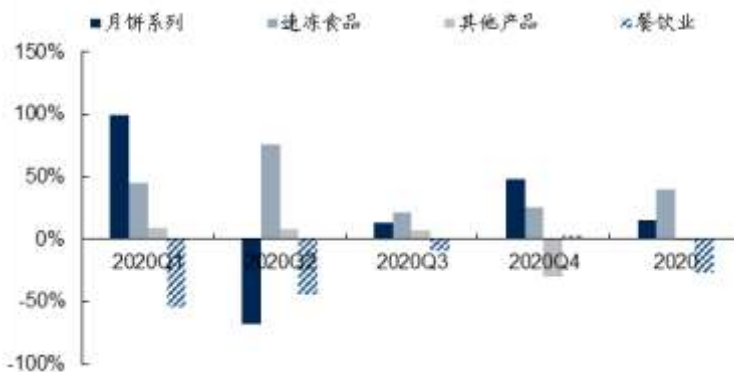


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

疫情下月饼逆势优秀，速冻 H2 高基数上增长放缓，餐饮环比改善

2020 年，公司食品业务实现收入 26.96 亿元，同增 17.7%。速冻业务方面，茂名粮丰园基地 2020 年初完成升级改造释放新产能，推动 20 年实现收入 7.75 亿元，同比增长 40.1%，剔除准则调整影响后估算同增约 43%-47%；其中 Q4 收入 1.90 亿/+25.8%，剔除准则调整的增速估算为 28%-32%，较 Q3 的 27% 略有提速，但仍低于上半年 64% 的可比增速，主要系去年下半年高基数影响；速冻食品全年产销率 97%/+2.19pct。月饼业务，湘潭一期产能释放支撑，2020 全年实现收入 13.78 亿元，同比增长 15.6%，剔除准则调整的增速估算为 19%-22%，疫情及中秋推迟（去年中秋节 9.13，今年 10.1）背景下表现优秀；其中 Q4 实现收入 1.90 亿，季节性差异及低基数基础上同增 48%（估算可比口径同增约 50%+）；月饼产销率接近 100%/+2.48pct。其他食品（腊味、西点等）收入全年表现平稳，但 Q4 下滑近 30%，预计主要因 19Q4 高基数等影响。

图 3：公司各业务季度收入增长情况

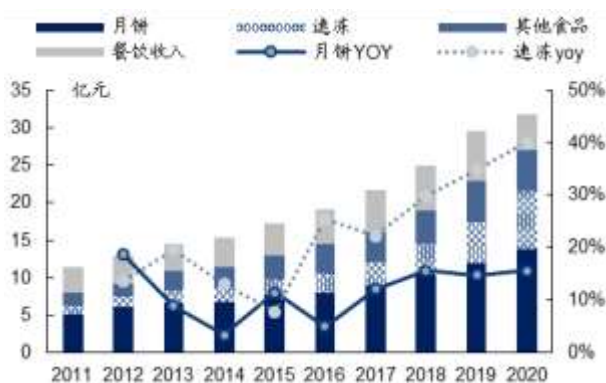


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2020 年**餐饮**实现收入 4.89 亿元，同比下滑 26.7%，主要是受疫情拖累。其中 Q4 实现收入 1.72 亿元，同比增长 2.8%，较 Q3 (-9%) 进一步改善，明显优于上半年 (Q1/Q2 分别-54%/-45%)。

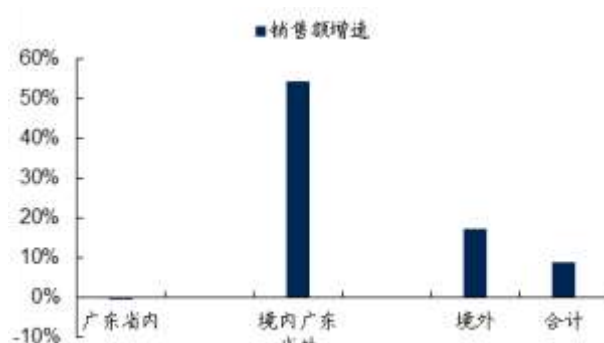
渠道方面，2020 年全年省外销售同增 54.1%，低基数基础上快速增长，主要系公司电商渠道建设效果逐步显现；省内略微下滑 0.7%，预计主要系餐饮业务拖累。截至 2020 年底，公司共有 843 家经销商，较年初净增 175 家 (Q1-4 分别净增-17/24/159/9 家)，其中广东省内经销商 542 家，较年初净增 90 家；境内广东省外经销商 283 家，较年初增加 82 家；境外经销商净增 3 家至 18 家。**直营经销方面**，全年经销、直销销售分别+20.2%/-4.5%，直营渠道主要是受餐饮拖累。

图 4: 公司各业务收入增长情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2020 年公司省内外销售增长情况

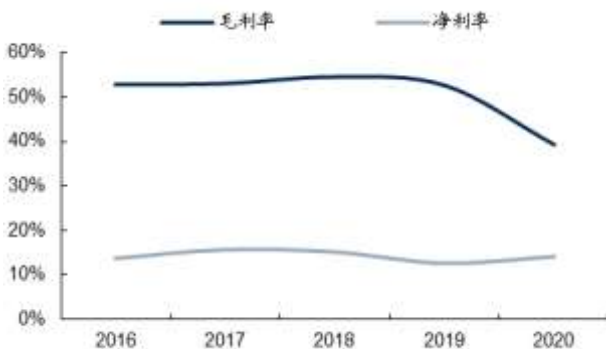


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

2020 年底公司**合同负债同增 23%**，预计后续业务**相对有支撑**。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 36.52 亿元，同增 12%。

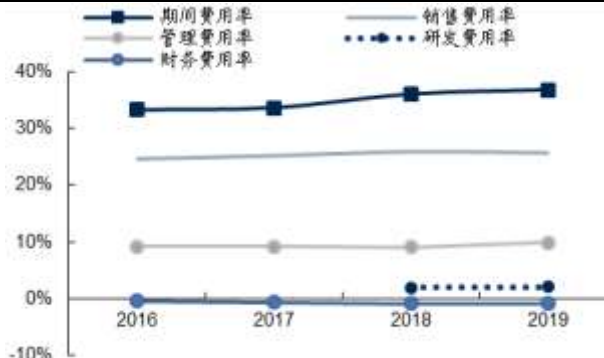
2020 年，公司**主营业务毛利率同比下滑 13.51pct**，预计主要系餐饮拖累、毛利率较低的速冻业务占比提升、新收入准则（将期间费用中的合同履约成本调整至营业成本）、猪肉等原材料价格上涨等原因综合导致。**期间费率下降 15.12pct**，其中**销售费率降低 16.48pct**，主要系会计准则调整以及疫情期间加强费用管控所致，**管理/财务/研发费率各增 0.70/0.33/0.33pct**。整体来看，公司净利率为 14.12%，同增 1.46pct。

图 6: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司期间费用率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

预计速冻产能支撑下维持高速，月饼稳中有增，餐饮逐步恢复

分业务来看，1) 速冻近几年增长靓丽，伴随后续产能陆续投放以及新品类的研

发创新，线上线下省内省外推广，速冻业务有望维持高增长，建议跟踪渠道开拓进度及销售规模提升后的成本改善。2) 月饼预计每年保持稳步发展。3) 餐饮业务受疫情影响较多，但伴随疫情防控趋稳，有望逐步复苏；整合陶陶居品牌（引入战投，6家授权加盟店并购改为直营）有望提供新动能。整体来看，公司品牌力强，近几年系公司产能释放高峰期，过去两年利口福、粮丰园改造及湘潭一期投产已实现，后续梅州一期有望在今年上半年投产，再加上梅州二期（预计21-22年）、湘潭二期（建设方案规划中，预计21-22年）储备，预计22年产能较19年有望增长60-100%，有望带支撑中长期成长想象空间。

速冻提供增长动能，关注产能扩张及渠道布局，维持“买入”

给予21-23年EPS为1.44/1.75/2.03元，对应PE 27/22/19x。展望未来，公司速冻业务有望维持高增长+月饼稳步增长+餐饮逐步恢复，产能释放带来增长确定性，并依托跨区域扩张、产品创新、整合发力等支撑，维持“买入”评级。

风险提示

宏观、疫情等系统性风险，食品卫生安全，收购整合风险，高新技术认证可能未续期，市场风险等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-4-14	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	288.20	2.37	3.13	5.03	121.56	91.99	57.28	28.29
002607	中公教育	买入	26.80	0.29	0.39	0.52	91.57	69.54	51.44	48.17
300144	宋城演艺	买入	20.40	0.51	-0.65	0.37	39.81	-31.17	55.22	5.55
600754	锦江酒店	买入	56.70	1.02	0.10	1.04	55.56	551.56	54.51	4.58
600258	首旅酒店	买入	26.97	0.90	-0.44	0.91	30.10	-61.24	29.57	2.98
1179.HK	华住集团-S	增持	361.39	5.52	-6.84	5.32	65.48	-52.84	67.98	14.00
9922.HK	九毛九	增持	24.68	0.09	0.32	0.49	289.26	75.99	50.88	0.00
6862.HK	海底捞	增持	40.78	0.44	0.06	0.87	92.09	699.47	46.70	20.35
0520.HK	呷哺呷哺	买入	11.87	0.27	0.01	0.50	44.74	805.40	23.64	5.40
9987.HK	百胜中国-S	增持	391.83	12.20	12.10	12.98	32.11	32.39	30.18	47.88
300662	科锐国际	增持	59.07	0.83	1.04	1.35	71.06	56.55	43.73	12.54
603043	广州酒家	买入	38.48	0.95	1.15	1.44	40.48	33.50	26.67	7.10
300010	豆神教育	买入	7.65	-2.56	0.30	0.51	-2.99	25.85	15.06	1.98
300192	科德教育	增持	13.56	0.27	0.61	0.76	49.72	22.13	17.82	4.93
603136	天目湖	买入	27.56	1.04	0.33	1.20	26.50	84.27	22.98	3.64
002159	三特索道	买入	12.65	0.06	0.40	0.34	203.90	31.59	36.77	2.10
000526	紫光学大	增持	36.37	0.12	0.08	0.72	305.93	475.89	50.39	43.19
600138	中青旅	买入	12.83	0.78	-0.18	0.72	16.35	-69.83	17.83	1.41
000888	峨眉山A	增持	6.71	0.43	-0.20	0.40	15.64	-32.74	16.76	1.39
600054	黄山旅游	增持	10.95	0.47	-0.10	0.44	23.49	-107.93	24.80	1.83
000796	凯撒旅业	买入	10.91	0.16	-0.12	0.22	69.53	-92.22	49.22	3.66
002707	众信旅游	增持	6.82	0.08	-1.56	0.04	89.58	-4.38	162.65	2.75
002621	美吉姆	增持	5.21	0.15	-0.03	0.28	35.89	-179.45	18.64	3.20
000978	桂林旅游	增持	6.19	0.15	-0.26	0.19	40.53	-23.71	32.78	1.40
002033	丽江股份	增持	7.43	0.37	0.08	0.37	20.11	92.79	20.11	1.60

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1665	1530	1934	2341	营业收入	3287	4062	4773	5487
应收款项	163	167	165	189	营业成本	1995	2429	2831	3250
存货净额	212	389	414	476	营业税金及附加	28	41	48	55
其他流动资产	50	81	72	82	销售费用	303	467	549	631
流动资产合计	2313	2500	2985	3528	管理费用	349	447	518	595
固定资产	1052	1055	1186	1218	财务费用	(17)	(26)	(28)	(35)
无形资产及其他	144	139	133	127	投资收益	7	8	9	10
投资性房地产	318	318	318	318	资产减值及公允价值变动	2	2	2	2
长期股权投资	10	15	16	17	其他收入	(60)	0	0	0
资产总计	3837	4027	4637	5209	营业利润	578	714	865	1003
短期借款及交易性金融负债	100	130	143	150	营业外净收支	(12)	(2)	(2)	(3)
应付款项	266	324	376	432	利润总额	566	712	862	1000
其他流动负债	828	557	647	744	所得税费用	101	128	155	180
流动负债合计	1194	1010	1167	1326	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	464	583	706	819
其他长期负债	85	107	137	139					
长期负债合计	85	107	137	139	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1279	1118	1304	1465	净利润	464	583	706	819
少数股东权益	22	22	23	23	资产减值准备	0	324	40	20
股东权益	2537	2887	3311	3720	折旧摊销	68	111	138	155
负债和股东权益总计	3837	4027	4637	5209	公允价值变动损失	(2)	(2)	(2)	(2)
					财务费用	(17)	(26)	(28)	(35)
关键财务与估值指标					营运资本变动	312	(79)	199	77
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	0	(323)	(39)	(20)
每股收益	1.15	1.44	1.75	2.03	经营活动现金流	842	614	1042	1050
每股红利	0.31	0.58	0.70	1.01	资本开支	(237)	(430)	(300)	(200)
每股净资产	6.28	7.15	8.19	9.21	其它投资现金流	(222)	(111)	(67)	(40)
ROIC	22%	23%	28%	31%	投资活动现金流	(457)	(546)	(368)	(241)
ROE	18%	20%	21%	22%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	39%	40%	41%	41%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(124)	(233)	(282)	(410)
EBITDA Margin	21%	19%	20%	20%	其它融资现金流	233	30	13	7
收入增长	9%	24%	17%	15%	融资活动现金流	(15)	(203)	(269)	(402)
净利润增长率	21%	26%	21%	16%	现金净变动	370	(136)	405	407
资产负债率	34%	28%	29%	29%	货币资金的期初余额	1296	1665	1530	1934
息率	0.8%	1.5%	1.8%	2.6%	货币资金的期末余额	1665	1530	1934	2341
P/E	33.5	26.7	22.0	19.0	企业自由现金流	646	158	715	816
P/B	6.1	5.4	4.7	4.2	权益自由现金流	879	209	750	853
EV/EBITDA	24.7	21.1	17.5	15.3					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032