

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服\餐饮

广州酒家 (603043.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

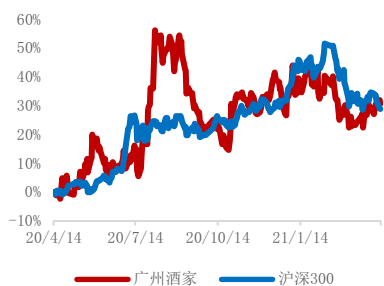
“食品+餐饮”双主营业务带动公司业绩增长 21%

增持

2021 年 4 月 15 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 14 日

收盘价(元):	38.48
年内最高/最低(元):	45.47/28.14
流通 A 股/总股本(亿):	1.31/4.04
流通 A 股市值(亿):	155.46
总市值(亿):	155.46

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益:	1.14
每股净资产(元):	6.28
净资产收益率:	19.72%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】广州酒家(603043.SH)2020年三季报点评：Q3 盈利增长三成，月饼、速冻食品继续保持高增速（2020-10-29）

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布 2020 年财务报告，期内实现营收 32.87 亿元 (+8.54%)，归母净利润 4.64 亿元 (+20.69%)，扣非归母净利润 4.51 亿元 (+20.99%)，EPS1.14 元。其中 Q4 实现营收 7.24 亿元 (+2.35%)，环比旺季 Q3 减少 8.95 亿元，较 Q2 增加 3.02 亿元；归母净利润 1.04 亿元 (+75.5%)，环比 Q3 减少 2.44 亿元，较 Q2 增加 1.05 亿元。受 2020 年中秋节在十月、月饼预售款较往年延期影响，全年仅二季度业绩亏损。
- “食品+餐饮”双主营业务确保公司年内营收利润正增长。餐饮业务实现营收 4.89 亿元 (-26.7%)，毛利率 5.44% (-57.12pct) 主要系疫情影响，公司餐饮收入大幅下滑所致。食品业务实现营收 26.96 亿元 (+17.7%)，毛利率 45.35% (-4.43pct) 系 2020 年公司执行新收入准则，将期间费用中产品运输费等合同履行成本调整至营业成本所致。食品业务全年销量亮眼高速增长，确保公司整体收入和利润疫情下实现正增长。
- 受疫情影响期内毛利率下滑 13.42pct 至 39.33%、整体费用率 23.52% (-13.27pct)。其中销售费用率 9.23% (-16.48pct) 系新收入准则将部分合同履行成本调整至营业成本所致，管理费用率 10.6% (+0.7pct)、研发费用率 2.35% (+0.33pct)、财务费用率-0.52% (+0.33pct)。其他非流动资产同比增加 838%系期内支付收购海越陶陶居款项所致。
- 生产基地逐渐投产释放产能。年内湘潭基地一期正式投产，为月饼市场提供产量保障。茂名粮丰园基地 2020 年初完成升级改造新增速冻食品产能，及时适应疫情下宅家速冻食品市场井喷需求。梅州基地一期建设加速推进，目前主体厂房建设完成，正在进行内部装修，拟于 2021 年上半年投产，满足速冻食品需求。湘潭二期建设方案正在规划中。
- 投资建议：公司“食品+餐饮”发展路径清晰。“餐饮立品牌”，旗下广州酒家、陶陶居等具有广泛美誉度和市场认可度，老字号粤菜品牌具有长期投资价值；“食品创规模”，疫情为公司速冻食品带来巨大发展机会，生产基地不断投产、产能瓶颈逐渐解决，食品业务将持续增厚公司业绩、平滑餐饮行业系统性风险。从渠道规模来看，公司逐渐走出广东、深耕华南、辐射全国，线上营收占比不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.50\1.89\2.20，对应公司 4 月 14 日收盘价 38.48 元，2021-2023 年 PE 分别为 25.58\20.36\17.49，维持“增持”评级

存在风险

- 食品原材料价格上涨风险；大股东减持风险；疫情对餐饮行业影响风险。

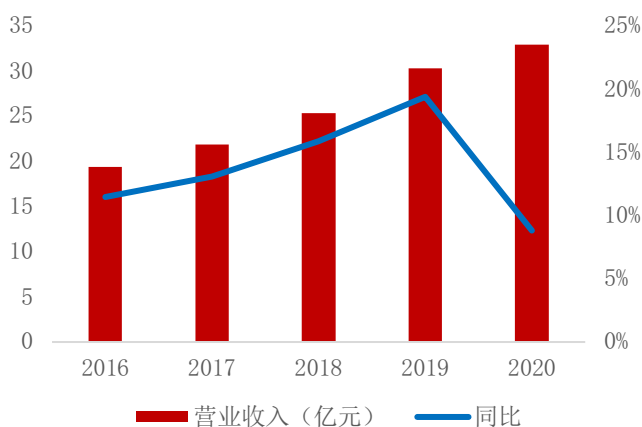
盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3287	4126	4972	5568
收入同比	9%	26%	21%	12%
归母净利润(百万元)	464	608	764	889
净利润同比	21%	31%	26%	16%
毛利率	39.3%	52.1%	52.3%	52.5%
ROE	18.1%	45.0%	45.6%	36.9%
EPS(元)	1.15	1.50	1.89	2.20
P/E	33.53	25.58	20.36	17.49
P/B	6.13	15.03	9.10	6.35
EV/EBITDA	20	18	15	12

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司 2020 年业绩表现

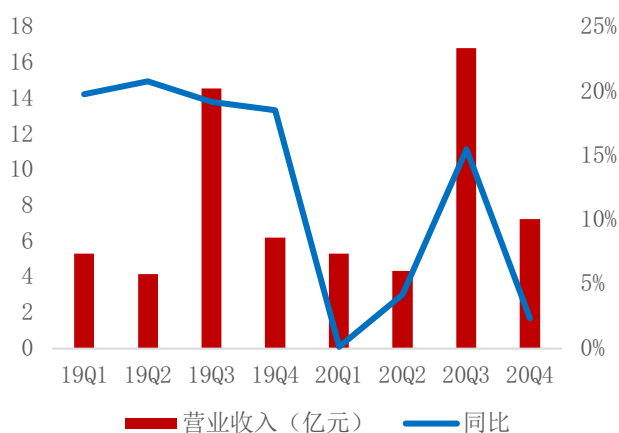
公司发布 2020 年财务报告，期内实现营收 32.87 亿元 (+8.54%)，归母净利润 4.64 亿元 (+20.69%)，扣非归母净利润 4.51 亿元 (+20.99%)，EPS1.14 元。其中 Q4 实现营收 7.24 亿元 (+2.35%)，环比旺季 Q3 减少 8.95 亿元，较 Q2 增加 3.02 亿元；归母净利润 1.04 亿元 (+75.5%)，环比 Q3 减少 2.44 亿元，较 Q2 增加 1.05 亿元。受 2020 年中秋节在十月、月饼预售款较往年延期影响，全年仅二季度业绩亏损。

图 1：广州酒家营收情况及增速



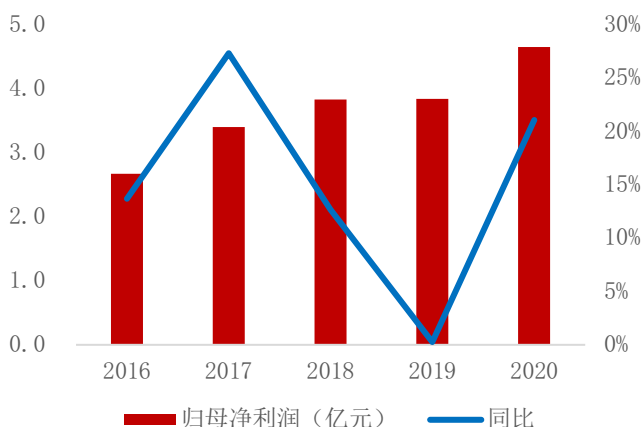
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：广州酒家单季度营收情况及增速



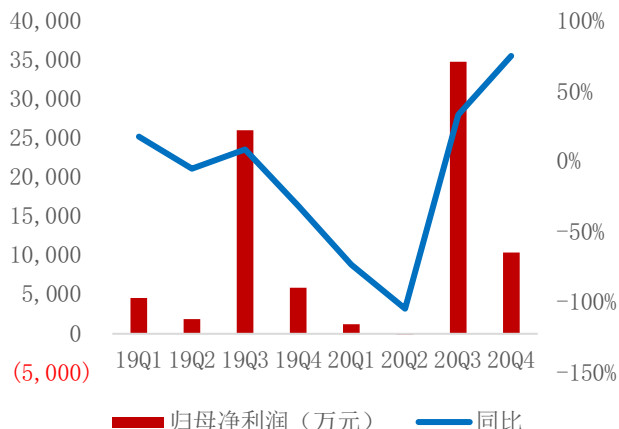
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：广州酒家归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：广州酒家单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.1 收入端

“食品+餐饮”双主营业务确保公司年内营收利润正增长。餐饮业务实现营收 4.89 亿元 (-26.7%)，毛利率 5.44% (-57.12pct) 主要系疫情影响，公司餐饮收入大幅下滑所致。食品业务实现营收 26.96 亿元 (+17.7%)，毛利率 45.35% (-4.43pct) 系 2020 年公司执行新收入准则，将期间费用中产品运输费等合同履行成本调整至营业成本所致。得益于公司“食品+餐饮”双主营业务策略，食品业务全年销量亮眼高速增长，确保公司整体收入和利润疫情下实现正增长。食品制造业务中速冻食品表现突出，实现营收 7.75 亿元 (+40.08%)，毛利率 35.44% (-1.68pct)，主要系疫情期间速冻食品销量激增所致。从主营业务销售区域来看，广东省内营收、占比略有下滑，境内广东省外业务拓展速度较快，期内营收同比增长 54.07%，占比提高 6.9 个百分点；线上渠道销量激增，期内实现营收 5.86 亿元 (+147.97%)，营收占比 17.85% (+4.77pct)。

表 1：公司 2020 各项业务增长情况

业务	营业收入（亿元）	yoy	占比	yoy	毛利率	yoy
月饼系列产品	13.78	15.59%	41.92%	2.57pct	58.37%	-3.90pct
速冻食品	7.75	40.08%	23.58%	5.31pct	35.44%	-1.68pct
其他产品	6.09	4.92%	18.53%	-0.65pct	25.30%	-9.00pct
餐饮业	4.89	-26.70%	14.88%	-7.14pct	5.44%	-57.13pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 2：公司 2020 年主营业务分地区增长情况

业务	营业收入（亿元）	yoy	占比	yoy	毛利率	yoy
广东省内	24.40	-0.73%	74.23%	-6.95pct	37.28%	-16.14pct
境内广东省外	7.69	54.07%	23.40%	6.90pct	43.72%	-4.18pct
境外	0.40	17.21%	1.22%	0.09pct	32.72%	0.36pct

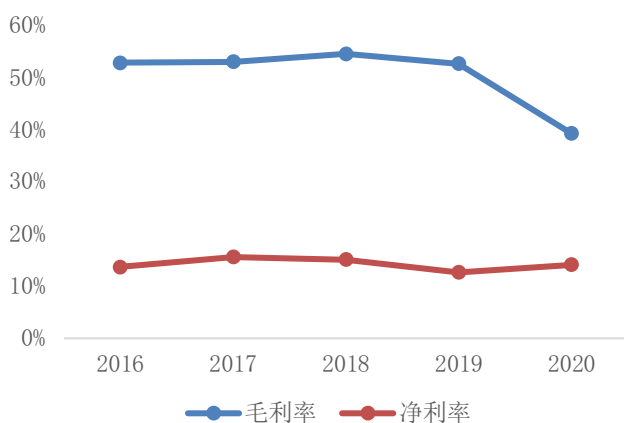
资料来源：公司公告，山西证券研究所

生产基地逐渐投产释放产能。年内湘潭基地一期正式投产，为月饼市场提供产量保障。茂名粮丰园基地 2020 年初完成升级改造新增速冻食品产能，及时适应疫情下宅家速冻食品市场井喷需求。梅州基地一期建设加速推进，目前主体厂房建设完成，正在进行内部装修，拟于 2021 年上半年投产，满足速冻食品需求。湘潭二期建设方案正在规划中。目前位于广州、茂名、湘潭、梅州（在建）四地生产基地跨区域产能协同作用逐渐显现，为公司业绩增长提供产能保障。年内月饼系列产品产量 1.5 万吨 (+19.85%)、销量 1.46 万吨 (+22.61%)、产销率 97.3%；速冻食品产量 3.24 万吨 (+27.03%)、销量 3.25 万吨 (+30.25%)、产销率 100%。

1.2 费用端

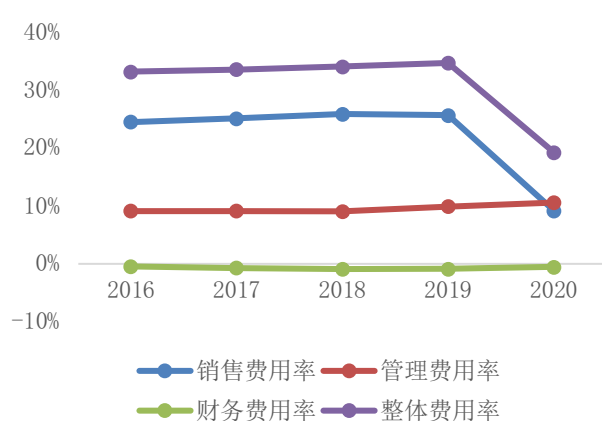
受疫情影响期内毛利率下滑 13.42pct 至 39.33%、整体费用率 23.52% (-13.27pct)。其中销售费用率 9.23% (-16.48pct) 系新收入准则将部分合同履行成本调整至营业成本所致，管理费用率 10.6% (+0.7pct)、研发费用率 2.35% (+0.33pct)、财务费用率-0.52% (+0.33pct)。经营活动产生现金流净额同比增长 67.77%系经营活动流出增幅低于流入增幅；其他非流动资产同比增加 838%系期内支付收购海越陶陶居款项所致。

图 5：广州酒家毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：广州酒家各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

疫情给公司带来的经营和成本压力逐渐消退，公司“食品+餐饮”双主营业务发展路径清晰。“餐饮立品牌”，旗下广州酒家、陶陶居等品牌具有广泛美誉度和市场认可度，老字号粤菜品牌具有长期投资价值；“食品创规模”，疫情为公司食品制造业务特别是速冻食品带来巨大发展机会，随着生产基地不断投产、产能瓶颈逐渐解决，食品业务将持续增厚公司业绩、稳定品牌发展、平滑餐饮行业系统性风险。从渠道规模来看，公司逐渐走出广东、深耕华南、辐射全国，线上营收占比不断提高。同时新品研发使老字号焕发新活力、适应年轻一代口味选择。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.50\1.89\2.20, 对应公司 4 月 14 日收盘价 38.48 元，2021-2023 年 PE 分别为 25.58\20.36\17.49，维持“增持”评级。

3. 风险提示

食品原材料价格上涨风险；市场经营风险；大股东减持风险；速冻产品需求不及预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,313	2,658	2,879	3,202	营业收入	3,287	4,126	4,972	5,568
现金	1,665	1,832	2,015	2,257	营业成本	1,995	1,976	2,371	2,645
应收账款	163	427	459	498	营业税金及附加	28	12	15	17
其他应收款	28	265	265	265	销售费用	303	990	1,168	1,281
预付账款	14	14	15	15	管理费用	349	413	497	557
存货	212	217	223	228	财务费用	(17)	(23)	(28)	(31)
其他流动资产	230	(98)	(98)	(61)	资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
非流动资产	1,525	1,151	1,176	1,503	公允价值变动收	2	0	0	0
长期投资	10	12	13	14	投资净收益	7	1	1	1
固定资产	678	746	760	783	营业利润	578	760	950	1,103
无形资产	144	146	147	149	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动	692	248	255	556	营业外支出	14	1	1	1
资产总计	3,837	3,809	4,054	4,705	利润总额	566	759	949	1,102
流动负债	1,194	2,400	2,313	2,224	所得税	101	137	171	198
短期借款	100	102	104	106	净利润	464	623	779	904
应付账款	266	269	271	274	少数股东损益	1	15	15	15
其他流动负	828	2,029	1,938	1,844	归属母公司净利润	464	608	764	889
非流动负债	85	25	33	32	EBITDA	690	789	974	1,123
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.15	1.50	1.89	2.20
其他非流动	85	25	33	32					
负债合计	1,279	2,425	2,346	2,256					
少数股东权益	22	350	350	350					
股本	404	404	404	404					
资本公积	578	437	437	437					
留存收益	1,552	1,565	1,579	1,592					
归属母公司股东	2,537	1,034	1,708	2,449					
负债和股东权	3,837	3,809	4,054	4,705					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	808	802	781	866
净利润	464	608	764	889
折旧摊销	93	105	105	105
财务费用	2	(6)	(10)	(10)
投资损失	(7)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	241	81	(91)	(132)
其他经营现	15	15	15	15
投资活动现金	(629)	(1,322)	(1,149)	(1,186)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	2	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(630)	(172)	1	(36)
筹资活动现金	191	(373)	(420)	(418)
短期借款	100	(430)	(430)	(430)
长期借款	0	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	91	17	20	22
现金净增加额	370	(893)	(787)	(738)

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	8.54%	25.50%	20.50%	12.00%
营业利润	24.09%	31.43%	25.03%	16.07%
归属于母公司净利	20.69%	31.07%	25.67%	16.40%
获利能力				
毛利率(%)	39.33%	52.10%	52.30%	52.50%
净利率(%)	14.10%	14.73%	15.36%	15.96%
ROE(%)	18.14%	44.99%	45.58%	36.90%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	33.32%	63.66%	57.87%	47.95%
净负债比率(%)	-36.93%	-47.21%	18.02%	-0.61%
流动比率	1.94	1.11	1.24	1.44
速动比率	1.76	1.02	1.15	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.97	1.08	1.26	1.27
应收账款周转率	25.88	27.82	27.94	26.08
应付账款周转率	13.71	15.43	18.41	20.41
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.50	1.89	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	2.00	1.98	1.93	2.14
每股净资产(最新摊薄)	6.28	2.56	4.23	6.06
估值比率				
P/E	33.5	25.6	20.4	17.5
P/B	6.1	15.0	9.1	6.3
EV/EBITDA	19.78	18.03	14.50	12.13

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

