

20 业绩增长亮眼，产能&渠道扩张助力长期成长

买入（维持）

2021年04月15日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,287	4,115	5,064	5,846
同比（%）	8.5%	25.2%	23.1%	15.4%
归母净利润（百万元）	464	568	684	788
同比（%）	20.7%	22.5%	20.5%	15.2%
每股收益（元/股）	1.15	1.41	1.69	1.95
P/E（倍）	33.38	27.25	22.61	19.63

事件：公司发布20年报，营收32.87亿元（yoy+8.54%），扣非归母净利润4.51亿元（yoy+20.99%）；20Q4单季营收7.24亿元（yoy+16.8%），扣非后约9072万元（yoy+46.07%）。整体业绩符合我们预期。

■ 20 全年业绩逆势高增，Q4 表现亮眼。20 全年实现营收 32.87 亿元（yoy+8.54%），得益于月饼及速冻业务的较快增长与稳健的费控，全年净利润逆势实现较快增长，归母净利达 4.64 亿元（yoy+20.69%），扣非归母净利 4.51 亿元（yoy+20.99%）。20Q4 实现营收 7.24 亿元（yoy+3.73%），归母净利 1.04 亿元（yoy+75.9%），扣非净利 9072 万元（yoy+46.07%）。

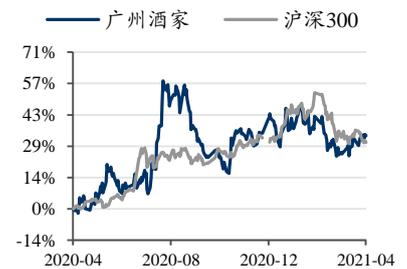
■ 食品业务多点开花，餐饮业务逐步复苏。

- **月饼业务**：得益于 1) 2C 端及 2B 端送礼、应节等消费需求旺盛，集中于中秋国庆释放；2) 疫情冲击中小厂商及境外月饼企业，行业供给收缩；3) 公司湘潭厂产能释放，供给充分等因素；20 全年月饼实现营收 13.78 亿元（yoy+15.6%），毛利率 58.37%（同比-3.9pct）；20Q4 实现营收 1.34 亿元（yoy+4.4%）。
- **速冻业务**：疫情下宅经济爆发带来 20H1 速冻业务需求激增，该业务 20 年实现营收 7.75 亿元（yoy+40.08%），毛利率 35.44%（同比-1.68pct）；下半年疫情相对稳健，Q4 实现营收 1.71 亿元（yoy+10.7%）。
- **其他产品**：全年实现营收 6.09 亿元（yoy+4.9%），Q4 单季 1.43 亿元（yoy-10.2%）；20 年毛利率 25.3%（同比-9pct）。
- **餐饮业务**：餐饮业务受到疫情较大冲击，全年实现营收 4.89 亿元（yoy-26.7%），实现毛利 2660 万元。20Q4 营收达到 1.72 亿元（yoy+2.8%，增速环比 Q3+11.9pct），单季增速实现转正。

■ 全国化扩张逻辑逐步验证，线上、省外渠道表现良好。

- 20 全年直销营收 13.37 亿元（yoy-4.5%），经销营收 19.14 亿元（yoy+20.16%）；Q4 单季直销收入 2.49 亿元（yoy-18.7%）；单季经销收入 3.71 亿元（yoy+22.5%）。
- 20 年广东省内销售收入 24.41 亿元（yoy-0.7%），境内省外收入 7.7 亿元（yoy+54.1%），境外收入 0.4 亿元（yoy+17.2%）。Q4 单季广东省内营收 4.26 亿元（yoy-27.5%），境内省外营收 1.82 亿元（yoy+1055.8%），境内省外经销商增长至 283 个（环比 Q3 净增 27 位），境外营收 1190 万（yoy+109.9%）。受益于疫情渠道转化与新媒体营销，20 全年线上渠道销售收入达到 5.87 亿元（yoy+48.15%），收入占比整体提升至 17.85%（同比+4.77pct），毛利率 48.8%（同比-10.8pct）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.30
一年最低/最高价	27.76/47.56
市净率(倍)	6.10
流通 A 股市值(百万元)	15473.05

基础数据

每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	33.32
总股本(百万股)	404.00
流通 A 股(百万股)	404.00

相关研究

- 1、《广州酒家（603043）：Q3 业绩超预期，线上&省外扩张持续》2020-10-29
- 2、《广州酒家（603043）：1H20 速冻营收超预期，期待 Q3 月饼旺季提振业绩》2020-08-28
- 3、《广州酒家（603043）：微量常规减持无碍经营，龙头战略扩张持续》2020-08-13

- **毛利率受产品结构改变及新收入准则影响，销售费用率显著下行。**20 全年公司产品业务合计毛利率 39.32%（同比-13.42pct），我们认为毛利率下降与新收入准则将餐饮租金、人工等合同履行成本调整至营业成本、毛利率较低的速冻和其他产品占比提升等因素有关；销售费用率大幅下降 16.5pct 至 9.23%，主要系疫情下品牌知名度提升，营销投放减少、运输费用及餐饮服务成本改计至营业成本所致；管理费用率 10.6%（同比+0.7pct），主要为人工成本、股权激励费用增加所致；财务费用率-0.52%（同比+0.33pct）。20Q4 单季管理费用率 15.0%（同比+4.31pct）。
- **餐饮稳健复苏，食品产能释放叠加渠道扩张打开业绩长期增长空间。**伴随全国疫情防控逐步稳定，餐饮业务受益于疫情下就地过年政策影响，我们预计该业务 Q1 业绩有望持续复苏。20 年底公司全资子公司陶陶居增资扩股引入战投食尚雅园（持股 45%），市场化混改有望持续提升餐饮业务经营效率与品牌知名度。长期来看，公司利口福、粮丰园、湘潭基地一期（月饼及馅料产能）、梅州基地一期（21 年陆续投产速冻产能）持续投产，我们预计湘潭二期及梅州二期有望于 22 年完工；同时，公司受益于疫后消费者品牌认知增强，借助新营销持续建设线上及省外渠道，产能释放有望充分支撑月饼、速冻等食品业务全国化扩张，业绩成长性可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年营收为 41.15/50.64/58.46 亿元，同比增长 25.2%/23.1%/15.4%。考虑食品业务产能释放节奏，我们将 21-22 年归母净利润 5.74/7.35 亿元下修至 5.68/6.84 亿元，我们预计 23 年归母净利 7.88 亿元，3 年归母净利同比增速为 22.5%、20.5%、15.2%，当前股价对应动态 PE 27、23、20 倍。考虑行业估值水平及公司业务成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；月饼及速冻等食品业务扩张不及预期风险；产能建设不及预期风险；食品安全风险。

表 1：公司核心数据

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入	532.56	418.70	1457.26	620.19	520.63	422.63	1619.79	724.43
yoy	19.8%	20.8%	19.2%	18.5%	-2.2%	0.9%	11.2%	16.8%
归母净利润	45.51	18.79	260.67	59.16	12.21	(0.818)	348.11	104.10
yoy	17.9%	-4.9%	8.9%	-31.3%	-73.2%	-104.4%	33.5%	75.9%
扣非净利润	41.87	9.43	259.32	62.11	12.54	3.51	344.18	90.72
yoy	10.8%	-41.8%	10.8%	-23.1%	-70.1%	-62.8%	32.7%	46.1%
毛利率	47.1%	48.6%	58.6%	46.6%	26.5%	27.3%	46.9%	38.6%
期间费用率	35.9%	45.9%	34.9%	35.8%	23.3%	26.2%	18.5%	24.9%
其中：销售费用率	25.4%	30.4%	25.5%	23.2%	11.1%	11.7%	8.7%	7.6%
管理费用率（含研发费用）	11.2%	17.3%	9.9%	13.6%	13.1%	15.7%	9.9%	18.1%
财务费用率	-0.7%	-1.8%	-0.5%	-1.1%	-0.9%	-1.2%	-0.1%	-0.9%

归母净利率	8.5%	4.5%	17.9%	9.5%	2.3%	-0.2%	21.5%	14.4%
ROE	2.31%	0.97%	13.09%	2.74%	0.56%	-0.04%	15.42%	4.19%
<i>pct</i>	0.07%	-0.20%	-0.66%	-1.77%	-1.75%	-1.01%	2.32%	1.44%
资产负债率	16.69%	27.85%	34.21%	24.57%	23.17%	24.68%	38.33%	33.32%
<i>pct</i>	0.72%	2.48%	-0.42%	4.26%	6.48%	-3.17%	4.12%	8.75%
存货	122.89	234.45	191.86	233.34	195.86	251.93	171.31	212.01
较上年同比增减	18.06	57.33	51.78	69.16	72.98	17.48	-20.55	-21.34
存货周转天数	45.89	72.23	43.71	50.00	50.50	63.34	35.25	40.19
较上年同比增减	0.42	5.34	3.50	3.94	4.61	-8.89	-8.46	-9.81
应收账款	106.79	79.81	250.83	119.28	126.11	101.82	304.17	134.81
较上年同比增减	19.59	23.05	70.47	51.50	19.32	22.02	53.34	15.53
应收账款周转天数	14.75	13.96	17.86	11.12	21.21	21.10	22.30	13.91
较上年同比增减	-0.89	-0.15	1.25	1.53	6.46	7.13	4.45	2.80
应付账款及应付票据	112.60	165.12	364.62	213.38	133.33	158.31	459.42	266.07
较上年同比增减	6.14	42.18	70.26	67.89	20.73	-6.81	94.80	52.69
预收账款	77.94	383.13	165.25	108.26	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同比增减	17.94	94.85	-49.92	13.03	-77.94	-383.13	-165.25	-108.26
经营性现金流净额	(41.27)	233.13	727.49	481.38	(85.15)	(79.55)	995.24	807.61
较上年同比增减	0.38	0.34	-0.06	0.01	1.06	-1.34	0.37	0.68
筹资性现金流净额		(159.78)	(159.48)	(159.69)	99.80	(22.93)	(23.31)	191.44
较上年同比增减		0.12	0.13	0.13		-0.86	-0.85	-2.20
资本开支	53.85	163.06	114.10	60.05	44.03	50.63	83.63	111.26
较上年同比增减	0.27	12.65	-0.18	-0.43	-0.18	-0.69	-0.27	0.85

注：经营及筹资现金流为当年内累积值。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：经营数据拆分（季度）

单位：万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
按产品分								
月饼系列产品	453	2,968	102,914	12,862	931	987	122,439	13,427
<i>yoy</i>	27.5%	130.2%	14.9%	2.0%	105.3%	-66.7%	19.0%	4.4%
速冻食品	14,985	10,970	13,930	15,439	22,444	20,231	17,742	17,085
<i>yoy</i>	32.7%	11.4%	51.1%	44.5%	49.8%	84.4%	27.4%	10.7%
其他产品	18,664	11,594	11,920	15,895	20,961	12,998	12,697	14,280
<i>yoy</i>	17.3%	18.2%	45.7%	31.2%	12.3%	12.1%	6.5%	-10.2%
餐饮	18,365	15,372	16,173	16,771	8,429	8,497	14,709	17,242
<i>yoy</i>	12.1%	16.4%	12.4%	4.0%	-54.1%	-44.7%	-9.1%	2.8%
按渠道分								

直接销售	28,928	23,662	56,703	30,668	22,190	17,007	69,539	24,931
yoy	15.0%	22.3%	13.7%	29.5%	-23.3%	-28.1%	22.6%	-18.7%
经销	23,540	17,242	88,234	30,299	30,576	25,703	98,049	37,104
yoy	25.3%	16.5%	23.4%	8.8%	-29.9%	49.1%	11.1%	22.5%
按区域分								
广东省内	46,974	35,509	104,575	58,824	44,453	37,541	119,479	42,621
yoy	17.3%	18.0%	12.1%	20.4%	-5.4%	5.7%	14.3%	-27.5%
经销商 (个)	340				496	478	560	542
新增	24				32	29	85	26
减少	27				15	20	3	44
境内广东省外	5,022	4,123	39,251	1,577	7,399	4,246	47,123	18,224
yoy	52.0%	38.0%	43.6%	-23.0%	47.3%	3.0%	20.1%	1055.8%
经销商 (个)	155				168	179	256	283
新增	7				6	12	81	28
减少					39	1	4	1
境外	473	1,272	1,112	567	913	923	986	1,190
yoy	-22.4%	17.6%	37.0%	-8.8%	93.1%	-27.4%	-11.3%	109.9%
经销商 (个)	10				14	18	18	18
新增					0	4	-	-
减少					1	-	-	-
经销商合计 (个)	505				651	675	834	843
新增	31				38	45	166	54
减少	39				55	21	7	45

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：经营数据拆分

单位：万元	2019H1	2020H1	2019Q1-3	2020Q1-3	2018	2019	2020
按产品分							
月饼系列产品	3,421	1,918	106,335	124,357	103,842	119,197	137,785
yoy	108.0%	-43.9%	16.6%	16.9%	15.7%	14.8%	15.6%
速冻食品	25,955	42,674	39,885	60,416	41,044	55,324	77,501
yoy	22.8%	64.4%	31.4%	51.5%	29.9%	34.8%	40.1%

其他产品	30,259	33,956	42,179	46,654	46,018	58,074	60,934
<i>yoy</i>	<i>17.6%</i>	<i>12.2%</i>	<i>24.4%</i>	<i>10.6%</i>	<i>16.3%</i>	<i>26.2%</i>	<i>4.9%</i>
餐饮	33,737	16,927	49,910	31,636	60,101	66,682	48,878
<i>yoy</i>	<i>14.0%</i>	<i>-49.8%</i>	<i>13.5%</i>	<i>-36.6%</i>	<i>7.5%</i>	<i>11.0%</i>	<i>-26.7%</i>
按渠道分							
直接销售	52,590	39,196	109,293	108,735	118,060	139,961	133,666
<i>yoy</i>	<i>18.1%</i>	<i>-25.5%</i>	<i>15.8%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>11.1%</i>	<i>18.6%</i>	<i>-4.5%</i>
经销	40,782	56,279	129,017	154,328	132,946	159,316	191,432
<i>yoy</i>	<i>21.4%</i>	<i>38.0%</i>	<i>22.8%</i>	<i>19.6%</i>	<i>20.3%</i>	<i>19.8%</i>	<i>20.2%</i>
按区域分							
广东省内	82,483	81,994	187,058	201,473	212,213	245,882	244,093
<i>yoy</i>	<i>17.6%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>14.5%</i>	<i>7.7%</i>	<i>11.0%</i>	<i>15.9%</i>	<i>-0.7%</i>
经销商 (个)	377	478	434	560		452	542
新增	61	61	142	146		163	172
减少	27	35	51	38		54	82
境内广东省外	9,145	11,645	48,395	58,768	35,669	49,972	76,992
<i>yoy</i>	<i>45.3%</i>	<i>27.3%</i>	<i>43.9%</i>	<i>21.4%</i>	<i>54.2%</i>	<i>40.1%</i>	<i>54.1%</i>
经销商 (个)	171	179	207	256		201	283
新增	23	18	75	99		80	127
减少	12	40	28	44		39	45
境外	1,744	1,836	2,856	2,822	3,124	3,423	4,012
<i>yoy</i>	<i>3.2%</i>	<i>5.3%</i>	<i>14.2%</i>	<i>-1.2%</i>	<i>20.3%</i>	<i>9.6%</i>	<i>17.2%</i>
经销商 (个)	10	18	15	18		15	18
新增	-	4	6	4		6	4
减少	-	1	1	1		1	1
经销商合计 (个)	558	675	656	834		668	843
新增	84	83	223	249		249	303
减少	39	76	80	83		94	128

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广州酒家三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,313	2,753	3,036	3,914	营业收入	3,287	4,115	5,064	5,846
现金	1,665	2,020	2,193	2,971	减:营业成本	1,995	2,465	3,057	3,530
应收账款	135	82	219	125	营业税金及附加	28	42	52	60
存货	212	412	334	527	营业费用	303	414	509	588
其他流动资产	301	239	291	290	管理费用	349	430	522	602
非流动资产	1,525	1,569	1,674	1,722	财务费用	-17	-21	-26	-30
长期股权投资	10	13	16	19	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	879	950	1,010	1,060	加:投资净收益	7	6	6	6
在建工程	173	178	183	186	其他收益	3	0	0	0
无形资产	144	189	231	229	营业利润	580	691	832	958
其他非流动资产	318	239	234	228	加:营业外净收支	-12	0	0	0
资产总计	3,837	4,322	4,710	5,636	利润总额	566	691	832	958
流动负债	1,194	1,276	1,176	1,552	减:所得税费用	101	122	147	169
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	1	1	1	1
应付账款	266	335	407	451	归属母公司净利润	464	568	684	788
其他流动负债	828	841	669	1,001	EBIT	522	641	775	887
非流动负债	85	80	81	81	EBITDA	614	742	888	990
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	85	80	81	81	每股收益(元)	1.15	1.41	1.69	1.95
负债合计	1,279	1,356	1,257	1,633	每股净资产(元)	6.28	7.29	8.49	9.85
少数股东权益	22	22	23	25	发行在外股份(百万股)	404	566	566	566
归属母公司股东权益	2,537	2,943	3,429	3,979	ROIC(%)	15.9%	17.1%	17.9%	17.7%
负债和股东权益	3,837	4,322	4,710	5,636	ROE(%)	18.1%	19.2%	19.8%	19.7%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	39.3%	40.1%	39.6%	39.6%
经营活动现金流	808	569	576	1,123	销售净利率(%)	14.1%	13.8%	13.5%	13.5%
投资活动现金流	-629	-69	-233	-135	资产负债率(%)	33.3%	31.4%	26.7%	29.0%
筹资活动现金流	191	-145	-170	-209	收入增长率(%)	8.5%	25.2%	23.1%	15.4%
现金净增加额	370	354	173	779	净利润增长率(%)	20.7%	22.5%	20.5%	15.2%
折旧和摊销	93	100	113	103	P/E	33.38	27.25	22.61	19.63
资本开支	290	102	82	52	P/B	6.10	5.26	4.51	3.89
营运资本变动	260	-77	-186	269	EV/EBITDA	32.46	26.50	21.91	18.88

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>