

广州酒家 (603043)

证券研究报告

2021年04月17日

全年归母净利增长 21%， “餐饮+食品” 双轮发展

■公司 2021 年 4 月 14 日发布 2020 年年报，2020 年实现营业总收入 32.87 亿元，同比增长 8.54%；归母净利润 4.64 亿元，同比增长 20.69%；扣非后归母净利润 4.51 亿元，同比增长 20.99%；基本 EPS 1.15 元/股，同比增长 20.69%。分季度看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现收入 5.21 亿元/4.23 亿元/16.20 亿元/7.24 亿元，同比-2.24%/+0.94%/+11.15%/+16.81%；归母净利润 0.12 亿元/-0.01 亿元/3.48 亿元/1.04 亿元，同比-73.17%/-104.35%/+33.54%/+75.95%。

■收入端：2020 年实现营业收入 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%）。①分业务和产品：食品制造业增长迅速，为主要收入来源，月饼与速冻食品产销量双双增长。2020 年月饼、速冻食品、餐饮业收入分别为 13.78 亿元/7.75 亿元/4.89 亿元，同比+15.59%/+40.08%/-26.70%。其中，月饼产品产销量分别达到 1.50 万吨/1.46 万吨，同比+19.85%/+22.61%；速冻食品产销量分别达到 3.25 万吨/3.25 万吨，同比+27.03%/+30.25%。②分地区：广东省内为主要收入来源，省外收入强势增长。2020 年公司广东省内、境内广东省外、境外分别实现收入 24.41 亿元/7.70 亿元/0.40 亿元，同比-0.73%/+54.07%/+17.21%。

■成本费用端：2020 年公司整体毛利率下滑 13.42pct 至 39.33%。月饼、速冻食品、餐饮业毛利率分别为 58.37%/35.44%/5.44%，同比变化-3.9pct/-1.68pct/-57.12pct，餐饮业务毛利率大幅下降主要是疫情冲击收入大幅下降，且 2020 年开始执行新收入准则，将期间费用中餐店租金、餐饮店人工成本等合同履约成本调整至营业收入成本所致。

■盈利端：2020 年实现归母净利润 4.64 亿元，同比+20.69%；公司盈利能力较为稳定，ROA、ROE 分别为 13.72%/18.27%，同比-0.39 pct/+0.72 pct。

■增资扩股引入战略投资者，激活子品牌陶陶居餐饮业务；持续推进产能建设解决瓶颈，适应市场需求变化。2020 年 12 月 29 日，广州酒家全资子公司广州陶陶居获得增资扩股 2.26 亿元，引入战略投资者食尚雅园。湘潭一期已建成投产，为 2020 年月饼市场产销畅旺提供了充分的产能保障，二期建设方案处于规划中。速冻食品方面，梅州基地一期建设加速推进，已完成主体厂房建设，拟于 2021 年上半年投产；茂名粮丰园基地 2020 年初完成升级改造，推动速冻食品业绩的大幅增长。

■食品制造+餐饮服务双轮驱动，老字号具备长期投资价值。收购海越陶陶居并引入战略投资者，有助于进一步发力餐饮，中长期产能释放提振产品销量，渠道拓展向着全国性品牌发展，持续投入研发保障产品不断创新。短期业绩增长与中长期发展相衔接，公司未来值得期待。我们预计公司 21-22 年净利润 5.90 亿元/7.10 亿元，对应 PE 为 27X/ 23X，维持“买入”评级。

风险提示：单一产品依赖风险，销量增长不及预期，行业竞争加剧风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,028.70	3,287.49	4,442.26	5,437.95	6,177.34
增长率(%)	19.38	8.54	35.13	22.41	13.60
EBITDA(百万元)	545.15	689.88	744.57	879.77	1,063.87
净利润(百万元)	384.13	463.60	589.92	709.67	866.47
增长率(%)	0.06	20.69	27.25	20.30	22.09
EPS(元/股)	0.95	1.15	1.46	1.76	2.14
市盈率(P/E)	41.81	34.64	27.22	22.63	18.53
市净率(P/B)	7.34	6.33	5.39	4.52	3.74
市销率(P/S)	5.30	4.88	3.62	2.95	2.60
EV/EBITDA	19.94	19.72	19.16	14.77	11.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	404.00
流通 A 股股本(百万股)	404.00
A 股总市值(百万元)	16,058.85
流通 A 股市值(百万元)	16,058.85
每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	33.32
一年内最高/最低(元)	47.56/28.02

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenji@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《广州酒家-公司点评:净利同比增长 21%， “餐饮+食品” 双轮发展》 2021-03-30
- 《广州酒家-公司点评:收购海越陶陶居，推动 “餐饮+食品” 双轮驱动》 2020-12-30
- 《广州酒家-季报点评:Q3 扣非净利 +16%，双节助月饼销售，速冻持续增长》 2020-10-30

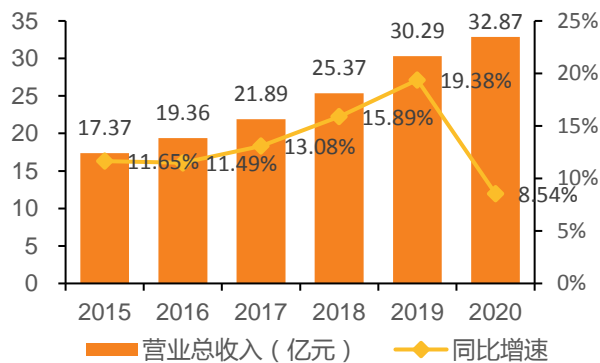
1. 公司公布 2020 年年度报告

公司 2021 年 4 月 14 日发布 2020 年年报，2020 年实现营业总收入 32.87 亿元，同比增长 8.54%；归母净利润 4.64 亿元，同比增长 20.69%；扣非后归母净利润 4.51 亿元，同比增长 20.99%；基本 EPS 1.15 元/股，同比增长 20.69%。分季度看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现收入 5.21 亿元 /4.23 亿元 /16.20 亿元 /7.24 亿元，同比 -2.24%/+0.94%/+11.15%/+16.81%；归母净利润 0.12 亿元/-0.01 亿元/3.48 亿元/1.04 亿元，同比-73.17%/-104.35%/ +33.54%/ +75.95%。

2. 2020 年年报点评

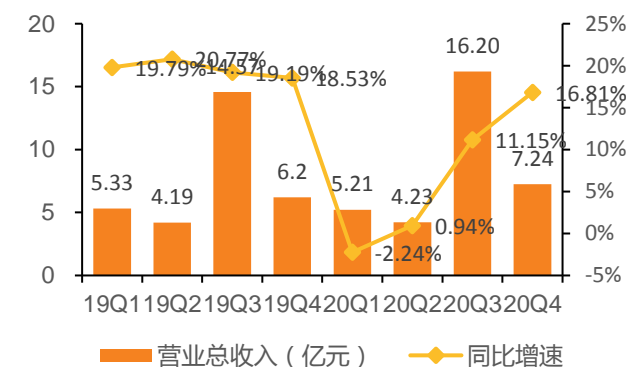
收入端：2020 年实现营业收入 32.87 亿元，同比增长 8.54%（剔除新收入准则影响则同比增长 11.86%）。分季度看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现收入 5.21 亿元/4.23 亿元 /16.20 亿元/7.24 亿元，同比-2.24%/+0.94%/+11.15%/+16.81%。一二季度受疫情影响营业收入基本持平 2019 年同期，归母净利润有较大下滑；随着疫情形势缓和，三四季度营业收入回升，其中四季度增长幅度较大，与 2020 年中秋节（10.1）在四季度而 2019 年中秋节（9.13）在三季度有关。

图 1：营业总收入稳定增长，增速略有下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：营业总收入的季度波动性较大



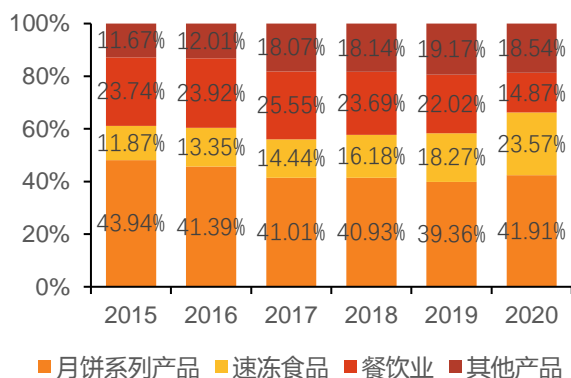
资料来源：Wind，天风证券研究所

分业务和产品：食品制造业增长迅速，为主要收入来源，月饼与速冻食品产销量双双增长。2020 年月饼、速冻食品、餐饮业收入分别为 13.78 亿元/7.75 亿元 /4.89 亿元，同比 +15.59%/+40.08%/-26.70%。其中，月饼产品产销量分别达到 1.50 万吨/1.46 万吨，同比 +19.85%/+22.61%；速冻食品产销量分别达到 3.25 万吨/3.25 万吨，同比+27.03%/+30.25%。

分地区：广东省内为主要收入来源，省外收入强势增长。2020 年公司广东省内、境内广东省外、境外分别实现收入 24.41 亿元/7.70 亿元/0.40 亿元，同比-0.73%/+54.07%/+17.21%。

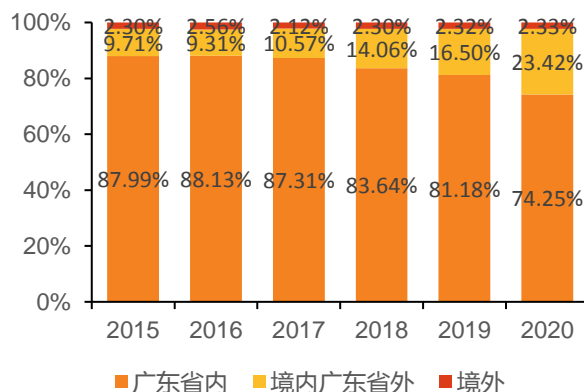
分销售模式：直销、经销分别收入 13.37 亿元/19.14 亿元，同比-4.5%/+20.16%。线上销售渠道占营业收入比重提升 4.77pct 至 17.85%。

图 3：月饼、速冻食品收入占比提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

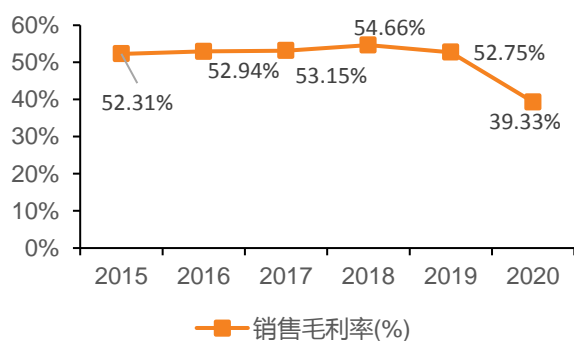
图 4：广东省内是公司主要收入来源，省外收入扩张



资料来源：Wind，天风证券研究所

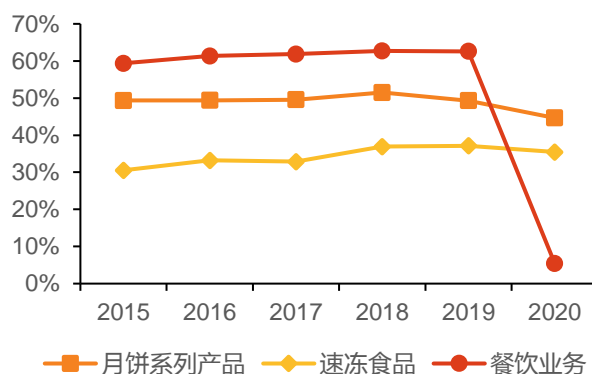
成本费用端：2020 年公司整体毛利率下滑 13.42pct 至 39.33%。月饼、速冻食品、餐饮业毛利率分别为 58.37%/35.44%/ 5.44%，同比变化-3.9pct/ -1.68pct/ -57.12pct，餐饮业务毛利率大幅下降主要是疫情冲击收入大幅下降，且 2020 年开始执行新收入准则，将期间费用中餐饮店租金、餐饮店人工成本等合同履行成本调整至营业收入成本所致。

图 5：整体毛利率水平下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：餐饮毛利率大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：成本明细

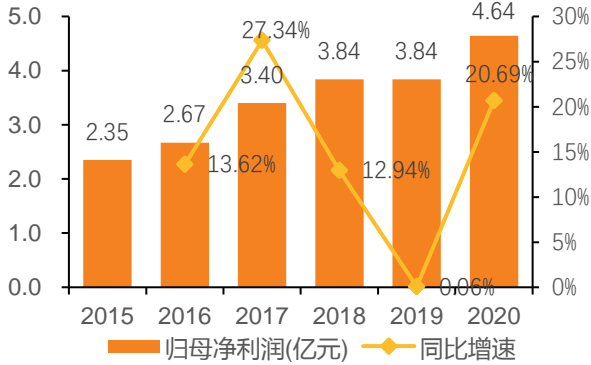
分产品、行业	成本构成项目	2020 年金额 (亿元)	2019 年金额 (亿元)	YOY
月饼系列产品	直接材料	4.27	3.53	20.99%
	直接人工	0.67	0.55	20.93%
	制造费用	0.49	0.42	16.85%
	合同履行成本	0.31		
速冻产品	直接材料	3.45	2.57	34.03%
	直接人工	0.73	0.57	28.14%
	制造费用	0.35	0.38	4.69%
	合同履行成本	0.47		
餐饮业	原材料	1.74	2.32	-24.71%
	能源	0.23	0.18	26.86%
	合同履行成本	2.65		

资料来源：公司年报，天风证券研究所

盈利端：2020 年实现归母净利润 4.64 亿元，同比+20.69%；公司盈利能力较为稳定，ROA、ROE 分别为 13.72%/18.27%，同比-0.39 pct/+0.72 pct。

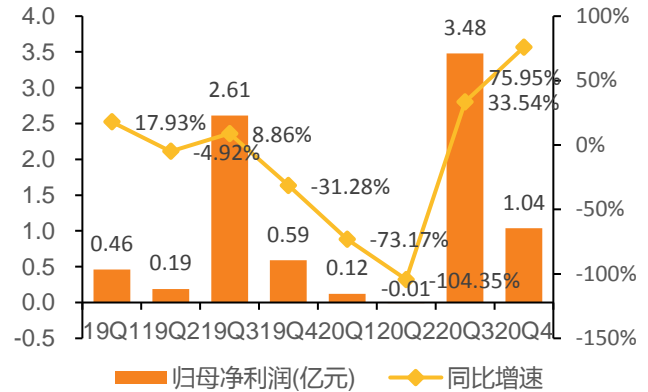
现金流：2020 经营活动现金净额为 8.08 亿元，同比增长 67.77%，主要是经营活动流出的幅度低于流入的幅度。

图 7：2020 年归母净利润同比增长 20.69%



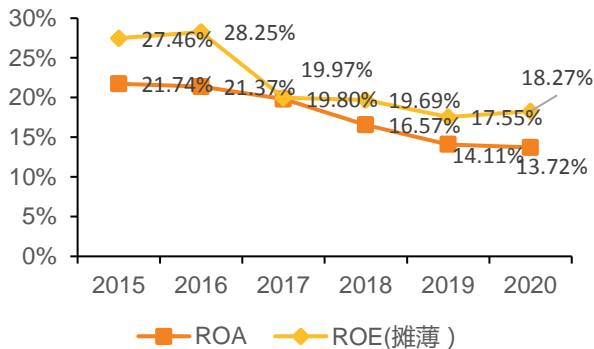
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：分季度归母净利润情况



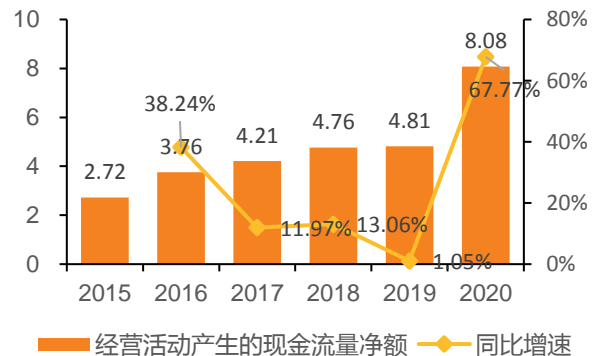
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：ROA、ROE 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2020 经营活动现金流大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

增资扩股引入战略投资者，激活子品牌陶陶居餐饮业务；持续推进产能建设解决瓶颈，适应市场需求变化。2020 年 12 月 29 日，广州酒家全资子公司广州陶陶居获得增资扩股 2.26 亿元，引入战略投资者食尚雅园。湘潭一期已建成投产，为 2020 年月饼市场产销畅旺提供了充分的产能保障，二期建设方案处于规划中。速冻食品方面，梅州基地一期建设加速推进，已完成主体厂房建设，拟于 2021 年上半年投产；茂名粮丰园基地 2020 年初完成升级改造，推动速冻食品业绩的大幅增长。

3. 盈利预测

食品制造+餐饮服务双轮驱动，老字号具备长期投资价值。收购海越陶陶居并引入战略投资者，有助于进一步发力餐饮，中长期产能释放提振产品销量，渠道拓展向着全国性品牌发展，持续投入研发保障产品不断创新。短期业绩增长与中长期发展相衔接，公司未来值得期待。我们预计公司 21-22 年净利润为 5.90 亿元/7.10 亿元，对应 PE 为 27X/ 23X，维持“买入”评级。

4. 风险提示

单一产品依赖风险：广州酒家主要产品为月饼，是公司营收和净利的主要来源。但月饼的生产和销售具有明显的季节性，公司对于单一产品的过度依赖，容易增加业绩的波动性。

销量增长不及预期：随着生产基地的建设和投产，公司将逐步释放产能，以弥补目前的生产供应紧张问题。但如果销售网络的扩展和销售量的增长不及预期，将导致公司产量过剩。

行业竞争加剧风险：月饼行业格局具有较显著地域性，各主要市场参与者依托其发源地巩固区域龙头地位，在区域内具有较强竞争优势。而速冻食品方面，公司仍在不断拓展市场，与行业龙头之间仍存在一定的差距。各个细分行业的竞争加剧将对公司产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,295.64	1,665.40	1,442.51	2,699.85	3,100.31
应收票据及应收账款	119.28	134.81	151.00	33.28	42.33
预付账款	10.66	14.31	6.75	22.89	10.33
存货	233.34	212.01	322.69	339.83	405.84
其他	67.49	286.28	404.66	356.63	374.90
流动资产合计	1,726.41	2,312.80	2,327.61	3,452.48	3,933.71
长期股权投资	12.10	10.39	10.39	10.39	10.39
固定资产	616.18	879.14	970.98	1,037.70	1,076.36
在建工程	265.66	172.76	193.66	164.19	128.52
无形资产	145.73	144.39	140.64	136.88	133.12
其他	165.91	317.95	181.62	182.27	199.19
非流动资产合计	1,205.59	1,524.64	1,497.28	1,531.44	1,547.57
资产总计	2,932.00	3,837.44	3,824.89	4,983.92	5,481.28
短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	213.38	266.07	245.33	398.80	316.89
其他	437.46	827.57	517.31	936.02	772.74
流动负债合计	650.84	1,193.64	762.64	1,334.82	1,089.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	69.55	84.88	62.01	72.15	73.01
非流动负债合计	69.55	84.88	62.01	72.15	73.01
负债合计	720.39	1,278.52	824.65	1,406.97	1,162.65
少数股东权益	22.37	21.71	21.35	21.10	21.21
股本	404.00	404.00	404.00	404.00	404.00
资本公积	570.79	577.71	577.71	577.71	577.71
留存收益	1,780.46	2,129.79	2,574.89	3,151.86	3,893.42
其他	(566.00)	(574.29)	(577.71)	(577.71)	(577.71)
股东权益合计	2,211.61	2,558.92	3,000.23	3,576.95	4,318.62
负债和股东权益总	2,932.00	3,837.44	3,824.89	4,983.92	5,481.28

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	383.44	464.24	589.92	709.67	866.47
折旧摊销	67.32	92.64	41.02	46.50	50.78
财务费用	0.10	2.20	(11.31)	(28.40)	(39.76)
投资损失	(5.98)	(6.70)	(8.43)	(7.04)	(7.39)
营运资金变动	362.24	319.31	(444.12)	719.96	(338.01)
其它	(325.74)	(64.08)	10.74	5.58	4.10
经营活动现金流	481.38	807.61	177.82	1,446.27	536.19
资本支出	503.17	220.12	172.87	69.86	49.13
长期投资	5.22	(1.71)	0.00	0.00	0.00
其他	(775.94)	(847.01)	(336.65)	(154.49)	(99.71)
投资活动现金流	(267.55)	(628.60)	(163.78)	(84.62)	(50.58)
债权融资	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	34.29	22.70	7.89	28.40	39.76
其他	(193.97)	68.75	(244.81)	(132.71)	(124.91)
筹资活动现金流	(159.69)	191.44	(236.93)	(104.31)	(85.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	54.14	370.45	(222.89)	1,257.34	400.46

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,028.70	3,287.49	4,442.26	5,437.95	6,177.34
营业成本	1,431.03	1,994.57	2,119.05	2,638.13	2,957.96
营业税金及附加	26.71	28.25	39.98	48.94	55.60
营业费用	778.68	303.44	1,110.57	1,359.49	1,544.34
管理费用	300.01	348.58	399.80	462.23	494.19
研发费用	61.34	77.38	88.85	108.76	123.55
财务费用	(25.92)	(17.14)	(11.31)	(28.40)	(39.76)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	2.09	11.10	5.83	3.98
投资净收益	5.98	6.70	8.43	7.04	7.39
其他	(14.98)	(34.48)	(39.06)	(25.73)	(22.74)
营业利润	465.85	578.09	714.85	861.67	1,052.86
营业外收入	2.58	1.45	5.00	5.00	5.00
营业外支出	1.42	13.89	3.00	3.00	3.00
利润总额	467.02	565.66	716.85	863.67	1,054.86
所得税	83.58	101.42	127.31	154.25	188.27
净利润	383.44	464.24	589.55	709.42	866.59
少数股东损益	(0.70)	0.64	(0.37)	(0.25)	0.12
归属于母公司净利润	384.13	463.60	589.92	709.67	866.47
每股收益(元)	0.95	1.15	1.46	1.76	2.14

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	19.38%	8.54%	35.13%	22.41%	13.60%
营业利润	1.36%	24.09%	23.66%	20.54%	22.19%
归属于母公司净利润	0.06%	20.69%	27.25%	20.30%	22.09%
获利能力					
毛利率	52.75%	39.33%	52.30%	51.49%	52.12%
净利率	12.68%	14.10%	13.28%	13.05%	14.03%
ROE	17.55%	18.27%	19.80%	19.96%	20.16%
ROIC	55.47%	58.30%	117.35%	57.88%	168.01%

偿债能力					
资产负债率	24.57%	33.32%	21.56%	28.23%	21.21%
净负债率	-58.58%	-61.17%	-48.08%	-75.48%	-71.79%
流动比率	2.65	1.94	3.05	2.59	3.61
速动比率	2.29	1.76	2.63	2.33	3.24
营运能力					
应收账款周转率	32.38	25.88	31.09	59.02	163.40
存货周转率	15.24	14.76	16.62	16.42	16.57
总资产周转率	1.11	0.97	1.16	1.23	1.18
每股指标(元)					
每股收益	0.95	1.15	1.46	1.76	2.14
每股经营现金流	1.19	2.00	0.44	3.58	1.33
每股净资产	5.42	6.28	7.37	8.80	10.64
估值比率					
市盈率	41.81	34.64	27.22	22.63	18.53
市净率	7.34	6.33	5.39	4.52	3.74
EV/EBITDA	19.94	19.72	19.16	14.77	11.82
EV/EBIT	21.82	21.89	20.27	15.60	12.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com