

食品板块靓丽增长对冲疫情影响，产能释放 叠加渠道拓展成长可期

——广州酒家（603043）点评报告

买入（维持）

2021年04月16日

报告关键要素：

公司发布2020年年度报告，公告显示，公司2020年度实现营业收入32.87亿元（YoY+8.54%），剔除新收入准则影响则同比增长11.86%，归母净利润4.64亿元（YoY+20.69%），扣非归母净利润4.51亿元（YoY+20.99%）；其中，Q4公司实现营收7.24亿元（YoY+16.81%），归母净利润1.04亿元（YoY+75.95%），扣非归母净利润0.91亿元（YoY+46.07%），业绩基本符合预期。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利4.00元（含税）并以资本公积金转增股本方式每10股转增4股。

投资要点：

食品板块：月饼及速冻系列增长靓丽，产能释放未来可期。**月饼业务：**2020全年月饼业务实现收入13.78亿元（YoY+15.59%）。月饼收入增长主要由量驱动，全年销量同增23%至1.46万吨，产销率约97%，预计主因国庆中秋双节合并需求旺盛，供给端疫情冲击下行业向境内头部厂商集中，叠加湘潭基地一期项目产能释放、渠道拓展优化不断推进等多因素共振。**速冻业务：**2020年实现收入7.75亿元（YoY+40.08%），全年量价双升，销量达到3.2万吨（YoY+30%），均价达到24元/kg（YoY+8%）。20年速冻系列增长靓丽，主因疫情下“宅经济”提振需求，供给端部分产能（如茂名粮丰园基地20年初完成升级改造）释放，产销两旺。梅州基地一期健身加速推进，主体厂房建设已完成，预计今年上半年投产，为满足日益增长的速冻食品需求奠基。

餐饮板块：全年受疫情冲击明显Q4逆转颓势，引入战投+并购门店陶陶居成长可期。2020年餐饮板块实现收入4.89亿元（YoY-26.7%），下滑主因COVID-19疫情冲击，Q4实现营收1.72亿元（YoY+3%），逆转前三季度同比下滑的趋势。广州酒家方面稳步拓店，新开广州酒家华夏路店、南沙城店。陶陶居方面，陶陶居总店升级改造，引入食尚雅园作为战略投资者，收购食尚雅园持有的海越陶陶居100%股权，海越公司下属6家“陶陶居”品牌餐饮授权门店随之并入上市公司体内。我们认为引入战投及并购门店均有利于提升公司餐饮板块的经营效率，陶陶居作为粤式茶点的代表，出品及流量均有保证，具备较高的成长性。

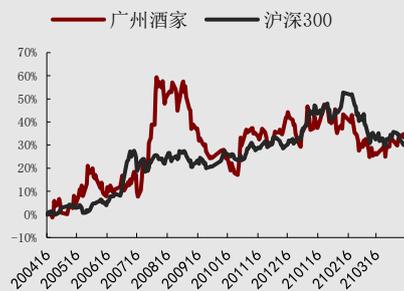
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3287.49 | 4262.36 | 5166.75 | 5775.78 |
| 增长比率(%) | 9 | 30 | 21 | 12 |
| 净利润(百万元) | 463.60 | 560.48 | 708.31 | 813.58 |
| 增长比率(%) | 21 | 21 | 26 | 15 |
| 每股收益(元) | 1.15 | 1.39 | 1.75 | 2.01 |
| 市盈率(倍) | 33.38 | 27.61 | 21.85 | 19.02 |
| 市净率(倍) | 6.10 | 5.27 | 4.49 | 3.85 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所 注：净利润为归母净利润

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 总股本(百万股) | 404.00 |
| 流通A股(百万股) | 404.00 |
| 收盘价(元) | 38.30 |
| 总市值(亿元) | 154.73 |
| 流通A股市值(亿元) | 154.73 |

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

Q4业绩增长靓丽，速冻+餐饮增长动能可期
万联证券研究所 20201029-公司季报点评
-AAA-广州酒家（603043）季报点评报告
万联证券研究所 20200828-公司半年报点评
-AAA-广州酒家（603043）半年报点评报告

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

渠道地域拆分：线上渠道高增，省外扩张加速。公司 20 年直销/经销收入分别同比-4.50%/+20.16%，直销渠道下滑主因餐饮业务受冲击拖累，线上销售收入实现 5.9 亿元 (YoY+48%)，占比达到 17.85% (YoY+5pcts)。线上的优秀表现、经销商扩张等驱动公司省外收入高速增长，全年境内广东省外实现营收 7.7 亿元 (YoY+54%)，占比达到 23.68% (YoY+7pcts)，境内省外经销商净增加 82 家达到 283 家。

毛利率及费率变动主因执行新收入准则，盈利能力有所提升：2020 年毛利率同降 13.42pcts 至 39.33%，预计主因餐饮业务受疫情冲击拖累，速冻等低毛利业务占比提升，部分原材料价格上涨以及新收入准则下公司将运输费、餐饮店租金、餐饮店人工成本等合同履行成本从期间费用调至营业成本等因素。剔除新收入准则在收入端以及成本端的影响，毛利率仅下滑 0.8pcts。公司全年期间费用率同比大幅下滑，主因销售费用率下滑明显，细分来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.23%/10.60%/2.35%/-0.52%，同比-16.5/+0.7/+0.3/+0.3pcts，剔除新收入准则影响，公司销售/管理费用率分别同比-2.8/1.2pcts，预计主因疫情影响下销售费用。综合来看，公司归母净利率为 14.10%，同比提高 1.42pcts。

盈利预测与投资建议：根据公司年报情况，我们小幅调整公司 21-22 年盈利预测并新增 23 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 5.60/7.08/8.14 亿元 (21-22 年前次为 5.64/7.08 亿元)，同比增长 21%/26%/15%，对应 EPS 为 1.39/1.75/2.01 元/股，4 月 15 日股价对应 PE 为 28/22/19 倍，考虑速冻及餐饮业务为公司带来的增长动能，对比食品可比公司估值性价比较高，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、食品安全风险、原材料上涨风险、产能释放与销量增长不匹配风险

利润表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 3287 | 4262 | 5167 | 5776 |
| %同比增速 | 9% | 30% | 21% | 12% |
| 营业成本 | 1995 | 2542 | 3036 | 3383 |
| 毛利 | 1293 | 1720 | 2131 | 2393 |
| %营业收入 | 39% | 40% | 41% | 41% |
| 税金及附加 | 28 | 37 | 45 | 50 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 销售费用 | 303 | 563 | 698 | 791 |
| %营业收入 | 9% | 13% | 14% | 14% |
| 管理费用 | 349 | 393 | 471 | 497 |
| %营业收入 | 11% | 9% | 9% | 9% |
| 研发费用 | 77 | 96 | 118 | 131 |
| %营业收入 | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 财务费用 | -17 | -27 | -31 | -35 |
| %营业收入 | -1% | -1% | -1% | -1% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 22 | 23 | 30 | 33 |
| 投资收益 | 7 | 9 | 10 | 12 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 578 | 691 | 872 | 1003 |
| %营业收入 | 18% | 16% | 17% | 17% |
| 营业外收支 | -12 | -2 | -4 | -6 |
| 利润总额 | 566 | 689 | 867 | 997 |
| %营业收入 | 17% | 16% | 17% | 17% |
| 所得税费用 | 101 | 128 | 158 | 182 |
| 净利润 | 464 | 561 | 709 | 815 |
| %营业收入 | 14% | 13% | 14% | 14% |
| 归属于母公司的净利润 | 464 | 560 | 708 | 814 |
| %同比增速 | 21% | 21% | 26% | 15% |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EPS (元/股) | 1.15 | 1.39 | 1.75 | 2.01 |

基本指标

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1.15 | 1.39 | 1.75 | 2.01 |
| BVPS | 6.28 | 7.27 | 8.54 | 9.94 |
| PE | 33.38 | 27.61 | 21.85 | 19.02 |
| PEG | 1.63 | 1.33 | 0.83 | 1.28 |
| PB | 6.10 | 5.27 | 4.49 | 3.85 |
| EV/EBITDA | 22.43 | 28.44 | 22.12 | 18.89 |
| ROE | 18% | 19% | 21% | 20% |
| ROIC | 17% | 17% | 19% | 19% |

资产负债表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 1665 | 1585 | 1822 | 2046 |
| 交易性金融资产 | 222 | 222 | 222 | 222 |
| 应收票据及应收账款 | 135 | 162 | 203 | 226 |
| 存货 | 212 | 265 | 291 | 306 |
| 预付款项 | 14 | 18 | 22 | 25 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 64 | 75 | 86 | 91 |
| 流动资产合计 | 2313 | 2328 | 2645 | 2916 |
| 长期股权投资 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 879 | 1110 | 1323 | 1521 |
| 在建工程 | 173 | 273 | 383 | 503 |
| 无形资产 | 144 | 193 | 221 | 241 |
| 商誉 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 递延所得税资产 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 其他非流动资产 | 236 | 256 | 276 | 296 |
| 资产总计 | 3837 | 4252 | 4941 | 5569 |
| 短期借款 | 100 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 266 | 334 | 401 | 446 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 133 | 148 | 176 | 201 |
| 应付职工薪酬 | 137 | 165 | 198 | 225 |
| 应交税费 | 32 | 36 | 46 | 51 |
| 其他流动负债 | 626 | 524 | 562 | 523 |
| 流动负债合计 | 1194 | 1208 | 1384 | 1446 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 其他非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 负债合计 | 1279 | 1293 | 1469 | 1531 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 2537 | 2936 | 3448 | 4014 |
| 少数股东权益 | 22 | 22 | 23 | 25 |
| 股东权益 | 2559 | 2959 | 3472 | 4038 |
| 负债及股东权益 | 3837 | 4252 | 4941 | 5569 |

现金流量表 (百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 808 | 654 | 895 | 939 |
| 投资 | -220 | 0 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -287 | -459 | -452 | -459 |
| 其他 | -122 | -11 | -10 | -8 |
| 投资活动现金流净额 | -629 | -470 | -462 | -467 |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 162 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 100 | -100 | 0 | 0 |
| 筹资成本 | -124 | -164 | -196 | -248 |
| 其他 | 216 | -162 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 191 | -264 | -196 | -248 |
| 现金净流量 | 370 | -80 | 237 | 224 |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场