

# 速冻板块高基数下表现可圈可点，餐饮板块恢复进行时

## ——广州酒家（603043）点评报告

买入（维持）

2021年04月29日

### 报告关键要素：

公司发布 2021 年度第一季度报告，公司 21Q1 实现营收 6.7 亿元（YoY+28.73%），较 2019 年增长 25.8%，实现归母净利润 0.48 亿元（YoY+289.64%），较 2019 年增长 4.6%，实现扣非归母净利 0.45 亿元（YoY+257.43%），较 2019 年增长 7.0%，公司业绩整体看基本符合预期。

### 投资要点：

**速冻业务同比下滑主因高基数及产能受限，其他食品及餐饮明显恢复：**公司 21Q1 月饼业务实现收入 817 万元（YoY-9.7%），速冻业务实现收入 2.1 亿元（YoY-1.6%），同比下滑预计主因①20Q1 疫情下“宅经济”需求爆发，速冻食品基数较高；②产能尚未释放。其他产品实现收入 2.6 亿元（YoY+30.1%），高增预计主因 21Q1 疫情对走亲访友及小范围聚集的影响基本消失，叠加鼓励就地过年政策，饼酥、腊味等年货产品需求恢复明显。餐饮板块实现收入 1.7 亿元（YoY+105.3%），较 2019 年略有下滑，预计受年前疫情抬头对宴请聚餐略有影响，以及与就地过年政策影响旅客消费有关。

**盈利能力同比提高，较 19Q1 有所下降主因成本上升及产品结构变化。**公司 21Q1 实现毛利率 29.0%（YoY+2.5pcts），主因 20Q1 餐饮拖累，21Q1 明显改善。销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.8%/9.4%/2.1%/-0.37%，分别同比-2.3/-1.5/-0.1/+0.5pct，费率多为下降预计主因收入增长下的规模效应，财务费用率上升预计主因执行新租赁准则下利息费用增加。综合来看公司 21Q1 实现归母净利率为 7.1%（YoY+4.8pcts），相较 19Q1 下滑 1.4pcts，预计主因①速冻等低毛利率产品占比提高②猪肉等原材料价格上涨。

**盈利预测与投资建议：**我们当下仍然看好公司一个基本盘+两大增长曲线的增长逻辑：①基本盘：月饼作为公司食品板块传统拳头产品有望贡献稳健增长；②增长曲线一：速冻食品契合当下食品行业发展便捷化、标准化等大趋势，且依托自身品牌及技术优势定位粤式速冻点心进行差异化竞争，梅州基地 Q2 有望逐步贡献产能，湘潭二期建设方案也处在规划中，

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3287.49	4262.36	5166.75	5775.78
增长比率(%)	8.5	29.7	21.2	11.8
净利润(百万元)	463.60	560.48	708.31	813.58
增长比率(%)	20.7	20.9	26.4	14.9
每股收益(元)	1.15	1.39	1.75	2.01
市盈率(倍)	36.23	29.97	23.72	20.65
市净率(倍)	6.62	5.72	4.87	4.19

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)	41.58
总市值(亿元)	167.98
流通A股市值(亿元)	167.98

### 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

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

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

### 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

远期增长可期；③增长曲线二：陶陶居方面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，并可与广州酒家品牌协同发展，为整个餐饮板块注入活力。我们维持公司 21-23 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，同比增长 21%/26%/15%，对应 EPS 为 1.39/1.75/2.01 元/股，4 月 28 日股价对应 PE 为 30/24/21 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

图表 1: 广州酒家单季度利润表及重要财务比率

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
<b>营业总收入</b>	445	347	1223	523	533	419	1457	620	521	423	1620	724	670
营业收入	445	347	1223	523	533	419	1457	620	521	423	1620	724	670
<b>营业总成本</b>	396	328	946	424	480	406	1128	558	506	421	1179	629	614
其中: 营业成本	233	181	494	243	281	215	603	331	382	307	860	445	476
营业税金及附加	3	1	16	6	3	2	17	5	2	3	19	4	5
销售费用	118	110	324	106	135	127	372	144	58	49	141	55	59
管理费用	45	45	82	59	53	58	123	66	57	55	128	109	63
研发费用		0	23	26	7	14	21	18	11	11	33	22	14
财务费用	-5	-6	-5	-6	-4	-8	-8	-7	-5	-5	-2	-6	-2
资产减值损失	3	-4	14	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	2
投资净收益	2	1	7	3	4	1	1	1	-1	0	2	5	-1
资产处置收益		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	50	21	285	104	58	26	310	72	17	3	424	134	59
营业外收入	0	4	0	4	0	0	0	2	0	0	0	1	0
营业外支出	0	0	0	2	0	0	0	1	6	3	0	5	0
<b>利润总额</b>	50	24	285	106	58	26	310	73	12	-1	424	130	59
所得税	11	4	45	21	13	8	49	14	0	0	75	26	11
<b>净利润</b>	39	20	239	85	45	18	261	59	12	-1	349	104	48
少数股东损益	1	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0	1	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	39	20	239	86	46	19	261	59	12	-1	348	104	48
<b>EPS</b>	<b>0.11</b>	<b>0.04</b>	<b>0.59</b>	<b>0.21</b>	<b>0.11</b>	<b>0.05</b>	<b>0.65</b>	<b>0.15</b>	<b>0.03</b>	<b>0.00</b>	<b>0.86</b>	<b>0.26</b>	<b>0.12</b>
<b>主要财务比率</b>													
毛利率	47.7%	47.8%	59.6%	53.6%	47.1%	48.6%	58.6%	46.6%	26.5%	27.3%	46.9%	38.6%	29.0%
营业税金率	0.7%	0.4%	1.3%	1.2%	0.6%	0.4%	1.2%	0.8%	0.5%	0.7%	1.2%	0.5%	0.7%
销售费用率	26.5%	31.7%	26.5%	20.3%	25.4%	30.4%	25.5%	23.2%	11.1%	11.7%	8.7%	7.6%	8.8%
管理费用率	10.1%	13.0%	6.7%	11.3%	9.9%	13.9%	8.4%	10.7%	10.9%	13.0%	7.9%	15.0%	9.4%
营业利润率	11.3%	6.0%	23.3%	19.8%	10.9%	6.3%	21.3%	11.6%	3.3%	0.6%	26.2%	18.5%	8.7%
实际税率	21.7%	17.9%	15.9%	19.4%	22.2%	30.5%	15.9%	18.5%	2.5%	-29.1%	17.7%	19.7%	19.0%
净利率	8.8%	5.8%	19.6%	16.3%	8.5%	4.4%	17.9%	9.6%	2.3%	-0.2%	21.5%	14.4%	7.1%
营业总收入YoY	15.5%	14.7%	21.9%	4.9%	19.8%	20.8%	19.2%	18.5%	-2.2%	0.9%	11.2%	16.8%	28.7%
营业利润YoY	37.7%	34.8%	35.8%	-31.9%	15.1%	26.5%	8.9%	-30.9%	-70.0%	-90.4%	36.9%	86.7%	237.8%
归母净利YoY	43.7%	39.0%	51.9%	-39.2%	17.9%	-4.9%	8.9%	-31.3%	-73.2%	-104.4%	33.5%	75.9%	289.6%
收入占比	17.5%	13.7%	48.2%	20.6%	17.6%	13.8%	48.1%	20.5%	15.8%	12.9%	49.3%	22.0%	-

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表 2: 广州酒家单季度经营数据拆分

产品收入 (百万元)									
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
月饼系列	4.53	29.68	1029.14	128.62	9.05	9.49	1169.00	190.31	8.17
yoy	28%	130%	15%	2%	99%	-68%	14%	48%	-10%
速冻	149.85	109.70	139.30	154.39	218.04	193.40	169.33	194.25	214.54
yoy	33%	11%	51%	44%	46%	76%	22%	26%	-2%
其他	186.64	115.94	119.20	158.95	203.63	125.54	127.15	153.01	264.92
yoy	17%	18%	46%	31%	9%	8%	7%	-4%	30%
餐饮	183.65	153.72	161.73	167.71	84.29	84.97	147.09	172.42	173.08
yoy	12%	16%	12%	4%	-54%	-45%	-9%	3%	105%
分渠道 (百万元)									
直销	289.28	236.62	567.03	306.68	221.90	170.07	695.39	249.31	326.24
yoy	15%	22%	14%	29%	-23%	-28%	23%	-19%	47%
经销	235.40	172.42	882.34	302.99	293.11	243.34	917.18	460.69	334.47
yoy	25%	17%	23%	9%	25%	41%	4%	52%	14%
分区域 (百万元)									
广东省内	469.74	355.09	1045.75	588.24	432.33	359.97	1130.70	517.93	553.26
yoy	17%	18%	12%	20%	-8%	1%	8%	-12%	28%
境内广东省外	50.22	41.23	392.51	15.77	73.99	44.20	472.00	180.16	97.76
yoy	52%	38%	44%	-23%	46%	7%	20%	1043%	32%
境外	4.73	12.72	11.12	5.67	9.13	9.23	9.86	11.90	9.68
yoy	-22%	18%	37%	-9%	93%	-27%	-11%	110%	6%
合计	524.69	409.04	1449.37	609.67	515.46	413.40	1612.57	709.99	660.70
yoy	19%	20%	19%	18%	-2%	1%	11%	16%	28%
经销商 (个)									
广东省内	340	377	434	452	469	478	560	542	554
减少	27	0	24	3	15	20	3	44	9
增加	24	37	81	21	32	29	85	26	21
净增加	-3	37	57	18	17	9	82	-18	12
境内广东省外	155	171	207	201	168	179	256	283	308
减少	12	0	16	11	39	1	4	1	13
增加	7	16	52	5	6	12	81	28	38
净增加	-5	16	36	-6	-33	11	77	27	25
境外	10	10	15	15	14	18	18	18	15
减少	0	0	1	0	1	0	0	0	3
增加	0	0	6	0	0	4	0	0	0
净增加	0	0	5	0	-1	4	0	0	-3
合计	505	558	656	668	651	675	834	843	877
减少	39	0	41	14	55	21	7	45	25
增加	31	53	139	26	38	45	166	54	59
净增加	-8	53	98	12	-17	24	159	9	34

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

**利润表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3287</b>	<b>4262</b>	<b>5167</b>	<b>5776</b>
%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
<b>营业利润</b>	<b>578</b>	<b>691</b>	<b>872</b>	<b>1003</b>
%营业收入	18%	16%	17%	17%
营业外收支	-12	-2	-4	-6
<b>利润总额</b>	<b>566</b>	<b>689</b>	<b>867</b>	<b>997</b>
%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%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>464</b>	<b>560</b>	<b>708</b>	<b>814</b>
%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	36.23	29.97	23.72	20.65
PEG	1.63	1.33	0.90	1.39
PB	6.62	5.72	4.87	4.19
EV/EBITDA	22.43	28.44	24.19	20.68
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
<b>资产总计</b>	<b>3837</b>	<b>4252</b>	<b>4941</b>	<b>5569</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>1279</b>	<b>1293</b>	<b>1469</b>	<b>1531</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>2559</b>	<b>2959</b>	<b>3472</b>	<b>4038</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>3837</b>	<b>4252</b>	<b>4941</b>	<b>5569</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>808</b>	<b>654</b>	<b>895</b>	<b>939</b>
投资	-220	0	0	0
资本性支出	-287	-459	-452	-459
其他	-122	-11	-10	-8
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-629</b>	<b>-470</b>	<b>-462</b>	<b>-467</b>
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
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>191</b>	<b>-264</b>	<b>-196</b>	<b>-248</b>
<b>现金净流量</b>	<b>370</b>	<b>-80</b>	<b>237</b>	<b>224</b>

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