

2021年9月1日

广州酒家 (603043): 深具岭南特色, “食品+餐饮”双轮驱动

食品饮料

推荐(首次) 当前股价: 22.76元

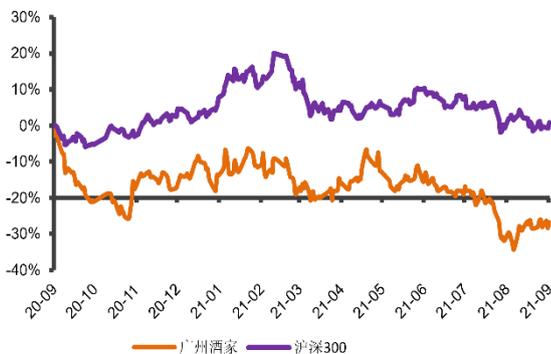
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,287	4,017	4,805	5,667
(+/-)	8.5%	22.2%	19.6%	17.9%
营业利润	578	725	882	1,031
(+/-)	24.1%	25.4%	21.7%	16.9%
归属母公司净利润	464	573	697	815
(+/-)	20.7%	23.5%	21.7%	16.9%
EPS	1.15	1.01	1.23	1.44
市盈率	19.8	22.5	18.5	15.8

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	56,559 / 56,559
流通市值 (亿元)	129
每股净资产 (元)	4.45
资产负债率 (%)	33.3

股价表现 (最近一年)



分析师: 万蓉
执业证书编号: S1050511020001
电话: 021-54967577
邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编: 200030
电话: (86 21) 64339000
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **公司是广州粤菜龙头:** 公司起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”, 1973 年正式改名为广州酒家, 最初以经营传统粤菜驰名, 素有“食在广州第一家”之美誉。二十多年来, 公司充分发挥品牌优势, 目前已发展为深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团。2021H1 公司营业收入为 12.32 亿元, 同比增长 30.63%; 实现归属于母公司所有者的净利润 0.37 亿元, 同比增长 228.89%。从业务构成来看, 近 3 年以来主营业务占比均超过 98%, 核心业务突出。

● **消费升级带动烘焙行业发展:** 我国烘焙类产品品种丰富, 主要可以分为糕点、面包和蛋糕三大类。随着我国经济发展, 人们生活水平提高, 生活方式和消费结构发生变化, 我国烘焙食品迎来了大发展的时期, 消费者越来越热衷购买健康、营养、方便的烘焙食品, 烘焙行业呈现出健康、快速、可持续发展的良好态势。

● **速冻食品行业市场空间日趋扩大:** 随着冷链快速发展, 速冻食品的保存和运输都有很大的突破, 90 年代开始我国速冻食品行业进入快速发展期, 我国人均消费量约为 10.6 千克, 与发达国家差距仍较大。随着消费者收入增加, 生活节奏加快以及消费习惯改变, 速冻食品市场规模将持续增长, 人均消费量还有很大的上升空间。

● **“食品+餐饮”双轮驱动:** 公司始终坚持“餐饮立品牌, 食品创规模”的经营理念, 基于实际经营和市场需求建立了“食品制造”和“餐饮服务”协同联动的经营模式。受新冠疫情影响, 公司餐饮业受到较大冲击, 但得益于公司“食品+餐饮”的双主业经营策略, 食品制造业务保持较快增长, 确保了公司整体收入和利润的增长。2021H1 餐饮业挥去疫情影响, 居民外出消费需求明显好转, 营收同比大增 78.47% 至 3.02 亿元。

● **公司盈利预测与估值:** 我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 40.17、48.05 和 56.67 亿元, EPS 分别为 1.01、1.23 和 1.44 元, 按照公司 22.76 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 22.5 倍、18.5 倍和 15.8 倍, 考虑到公司所在细分行业中处于龙头地位, 首次给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 突发公共卫生事件造成的经营风险、食品安全风险、市场经营风险等等。



目录

1. 公司概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 “食品+餐饮”双主业	5
1.3 公司股权结构	6
1.4 公司业绩快速增长	6
2. 食品制造行业整体步入成熟期，集中度持续提升	8
2.1 烘焙食品行业：消费升级带动行业发展	9
2.1.1 烘焙行业进入快速发展阶段	9
2.1.2 人均消费量远低于其他国家，成长空间大	12
2.1.3 烘焙行业集中度低，龙头有望受益	13
2.2 速冻食品行业：市场空间日趋扩大	13
2.2.1 速冻食品行业进入高速发展期	14
2.2.2 人均消费量上升空间大	16
2.2.3 行业整合、集中趋势明显	17
3. “食品+餐饮”双轮驱动	17
3.1 食品制造业务：以月饼为主，产品线丰富	18
3.1.1 月饼系列：公司核心产品	18
3.1.2 速冻食品：打造产品差异化	19
3.1.3 其他产品：公司多元化发展的基础	21
3.2 餐饮业务：广州粤菜龙头	22
4. 四大因素共助公司发展	23
4.1 多渠道销售产品，省外扩展加速	23
4.2 打破产能瓶颈，产能持续扩展	24
4.3 增资扩股收购海越陶陶居，加速餐饮板块布局	25
4.4 研发实力雄厚	26
5. 公司盈利预测与估值	27
6. 风险提示	28



图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主营业务	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	6
图表 5: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	6
图表 6: 公司主要产品收入占比 (%) (2017 年始腊味产品收入并入其他主营业务)	7
图表 7: 公司主要产品毛利率/综合毛利率 (%)	7
图表 8: 公司营收占比 (按地区, %)	8
图表 9: 中国食品制造业营业收入及增速 (亿元, %)	8
图表 10: 中国食品制造业企业数 (个)	8
图表 11: 烘焙行业发展历程	9
图表 12: 2019 年我国烘焙行业结构情况 (%)	10
图表 13: 我国烘焙行业市场规模及增速 (亿元, %)	10
图表 14: 我国 vs 全球烘焙行业市场规模增速 (%)	10
图表 15: 我国烘焙领域在业/存续企业分布 TOP10 (家)	11
图表 16: 中国月饼市场结构	11
图表 17: 我国月饼行业市场容量及增速 (亿元, %)	12
图表 18: 我国月饼行业产量及增速 (万吨, %)	12
图表 19: 2019 年全球部分国家烘焙行业人均消费 (千克)	12
图表 20: 2013-2019 年我国烘焙行业人均消费 (千克)	12
图表 21: 2019 年全球主要国家烘焙行业 CR5 (%)	13
图表 22: 2019 年我国烘焙行业竞争格局 (%)	13
图表 23: 我国速冻食品品类介绍	14
图表 24: 2020 年我国速冻食品品类占比 (%)	14
图表 25: 速冻食品行业发展阶段	15
图表 26: 2013-2021 年我国速冻食品市场规模 (亿元)	15
图表 27: 2010-2020 年我国速冻食品与其他板块 CAGR (%)	15
图表 28: 2018 年各国速冻食品人均消费量 (千克/人)	16
图表 29: 我国速冻食品人均消费 (元)	16
图表 30: 2011-2018 年速冻食品行业企业数量及资产规模情况 (亿元)	17
图表 31: 公司食品制造业务规模及增速 (亿元, %)	18
图表 32: 2020 年公司营收占比 (亿元, %)	18

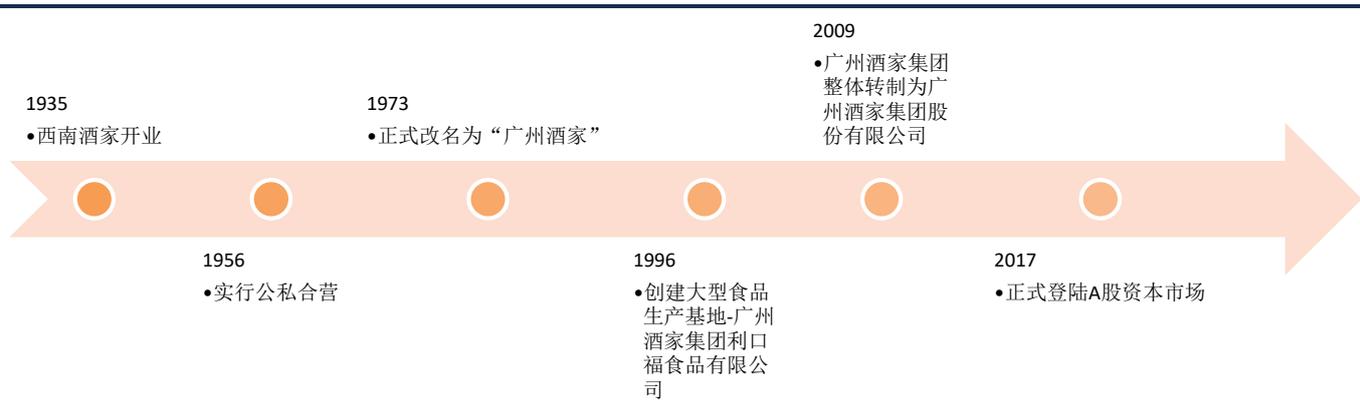
图表 33: 公司月饼系列产品	18
图表 34: 公司月饼系列营收及增速 (亿元, %)	19
图表 35: 公司月饼系列毛利率 (%)	19
图表 36: 公司速冻食品种类丰富	20
图表 37: 公司速冻产品营收及增速 (亿元, %)	20
图表 38: 各公司速冻产品毛利率比较 (%)	20
图表 39: 公司其他产品	21
图表 40: 公司其他产品营收及增速 (亿元, %)	21
图表 41: 公司其他产品毛利率 (%)	21
图表 42: 广州酒家餐饮业务营收及增速 (亿元, %)	22
图表 43: 公司餐饮业务季度营收及增速 (亿元, %)	22
图表 44: 公司食品制造业全渠道销售模式	23
图表 45: 公司经销商数量 (家)	24
图表 46: 公司线上业务营收 (万元, %)	24
图表 47: 投资建设生产基地项目情况	25
图表 48: 公司产销率 (%)	25
图表 49: 公司收购海越陶陶居情况	25
图表 50: 公司研发费用 (万元)	26
图表 51: 公司竞争对手 (万元, 人)	26
图表 52: 公司食品研发中心	27
图表 53: 公司餐饮研发部	27
图表 54: 公司盈利预测 (百万元)	29

1. 公司概况

1.1 公司简介

公司起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”，1973 年正式改名为广州酒家，最初以经营传统粤菜驰名，素有“食在广州第一家”之美誉。公司上世纪 90 年代初组建企业集团，并逐步开始发展连锁经营模式。二十多年来，公司充分发挥品牌优势，目前已发展为深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

1.2 “食品+餐饮”双主业

公司食品板块主要包括月饼、速冻食品以及糕点食物、广式腊味、广东粽、西点面包等品类，在广东广州、梅州、茂名及湖南湘潭等地设有食品生产基地，旗下拥有利口福食品零售门店超 200 家（含加盟店）；餐饮板块现有“广州酒家”、“陶陶居”、“天极品”、“星樾城”等品牌，在秉承传统粤菜精华的基础上，不断创新和发展，培育多样化菜系满足市场多元化消费需求，树立岭南饮食龙头行业地位。

图表 2：公司主营业务



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.3 公司股权结构

广州市国资委为公司控股股东、实际控制人，持有公司 60.93%的股权。

自成立日以来，公司控股股东及实际控制人并未发生改变，股权结构相对稳定，管理层持股比例较高，有利于公司核心业务方向的稳定发展。

图表 3：公司股权结构

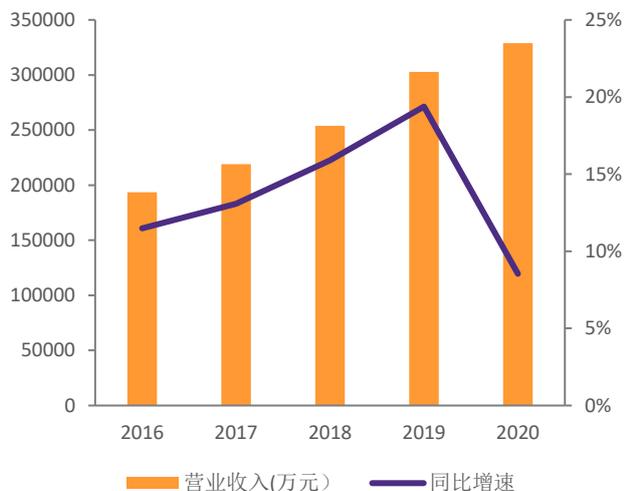


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.4 公司业绩快速增长

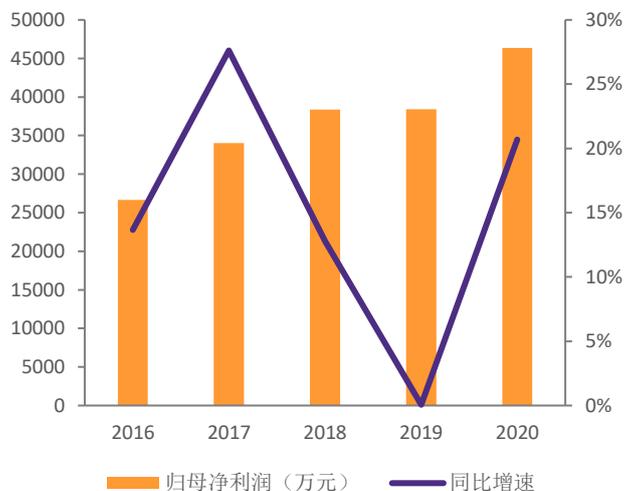
近年来，公司整体经营情况良好，主营业务突出，收入持续保持稳定增长。2018-2021 公司营业收入分别为 25.37、30.29、32.87 和 12.32 亿元，同比增速分别为 15.89%、19.38%、8.54%和 30.63%；归属于母公司所有者的净利润分别为 3.84、3.84、4.64 和 0.37 亿元，同比增速分别为 12.79%、0.06%、20.69%和 228.89%；公司主营业务收入占比分别为 98.93%、98.82%、98.89%和 98.46%。

图表 4：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：公司归母净利润及增速（亿元，%）

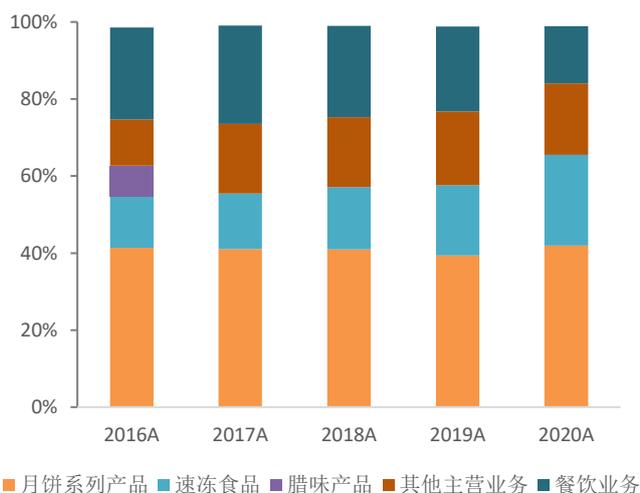


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2019 年归母净利润增速下降主要是公司短期费用支出增大，再加上速冻产品占比提升导致毛利率下降等因素。2020 年销售收入和净利润增长的主要原因是 2020 年公司扩建产能形成规模效应控制成本、聚焦主业新品研发、深耕渠道、加强产业链把控和优化人才队伍建设。2021H1 业绩大幅增长主要是国内疫情防控持续向好，餐饮业务较去年同期出现较大恢复。

从业务构成来看，公司确立并执行“食品+餐饮”双主业的经营策略，2020 年公司食品制造营业收入占总营业收入的比重为 84.02%，其中月饼系列产品营收占比 41.91%，速冻食品营收占比 23.57%，餐饮业务营收占比为 14.87%；毛利率分别为 58.37%、35.44%和 5.44%，公司 2020 年上半年受新冠疫情影响，餐饮业收到较大冲击，但得益于“食品+餐饮”双主业的经营策略，食品制造业的较快增长确保了公司整体收入和利润的增长。21H1 公司食品制造业务占总营业收入比重的 75.10%，其中月饼系列产品营收占比 3.05%（月饼销售旺季在下半年），速冻食品营收占比 33.41%，其他主营业务（腊味、面包和西点等）营收占比 38.64%，餐饮业务营收占比 24.90%。

图表 6：公司主要产品收入占比（%）（2017 年始腊味产品收入并入其他主营业务）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

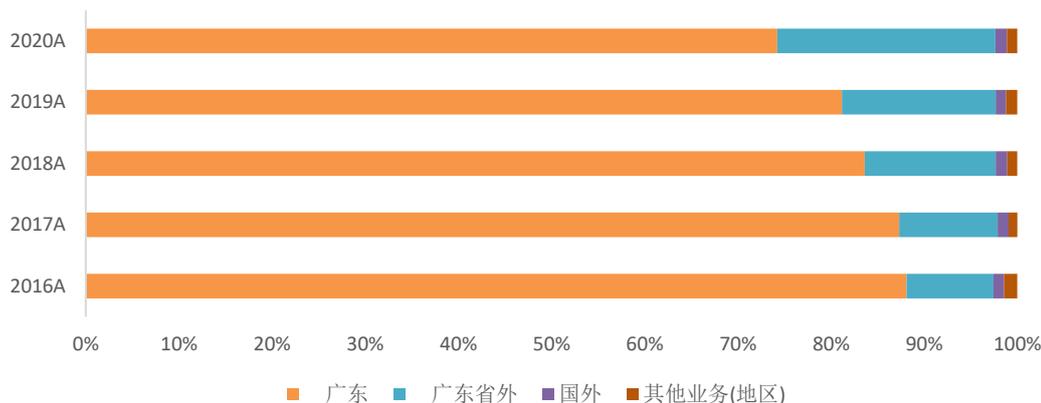
图表 7：公司主要产品毛利率/综合毛利率（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

从产品销售地区分布来看，公司作为岭南特色老字号饮食集团，实施“立足广东，辐射全国各大城市”的发展策略，省内一直是最主要的销售重点区域，2021H1 省内营收 9.77 亿元，同比增 23.37%，占比 80.57%；同时不断扩大省外市场，2021H1 省外营收 2.09 亿元，同比大幅增 77.24%，占比 17.20%，同比增 4.52pct。

图表 8: 公司营收占比 (按地区, %)



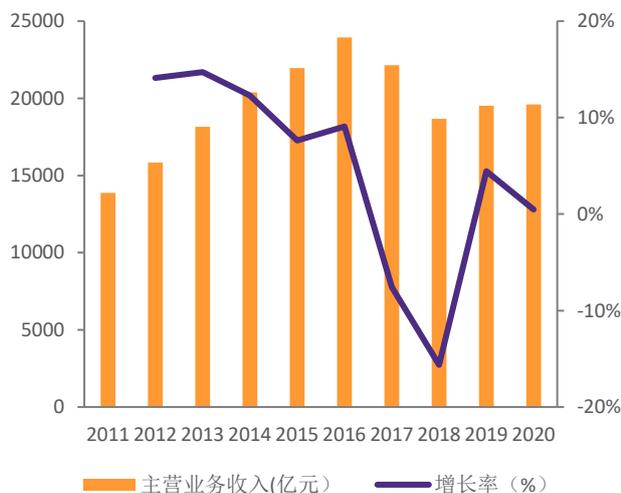
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 食品制造行业整体步入成熟期, 集中度持续提升

食品制造分为焙烤食品、糖果和巧克力及蜜饯、方便食品、液体乳及乳制品、罐头食品、调味品和发酵制品等 7 个子行业, 细分品种也多种多样。由于与居民生活息息相关, 食品制造业属于弱周期行业, 需求弹性小, 市场空间大, 受宏观经济波动小。

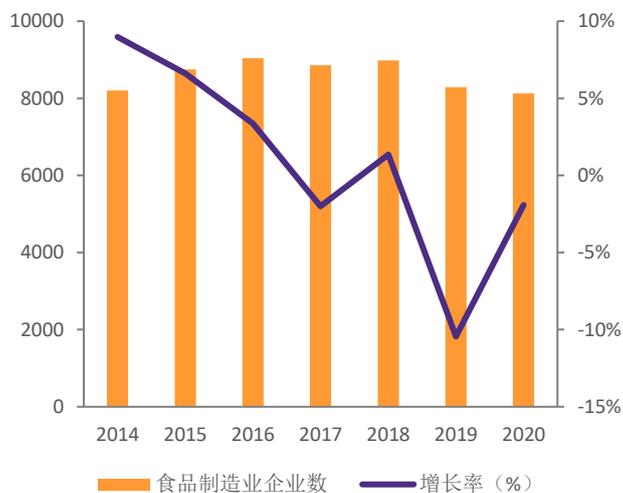
市场迅速发展, 行业收入快速提升, 由 2012 年 1.58 万亿元增至 2016 年 2.40 万亿, 期间复合年增长率 10.90%。随着城镇居民支出趋于稳定, 食品制造业营业收入在经历高速增长后从 2016 年开始趋于平稳, 步入成熟发展期。2020 年我国食品制造业营业收入达 1.96 万亿元, 同比增 0.46%, 近十年复合增速为 3.51%。

图表 9: 中国食品制造业营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研发部

图表 10: 中国食品制造业企业数 (个)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

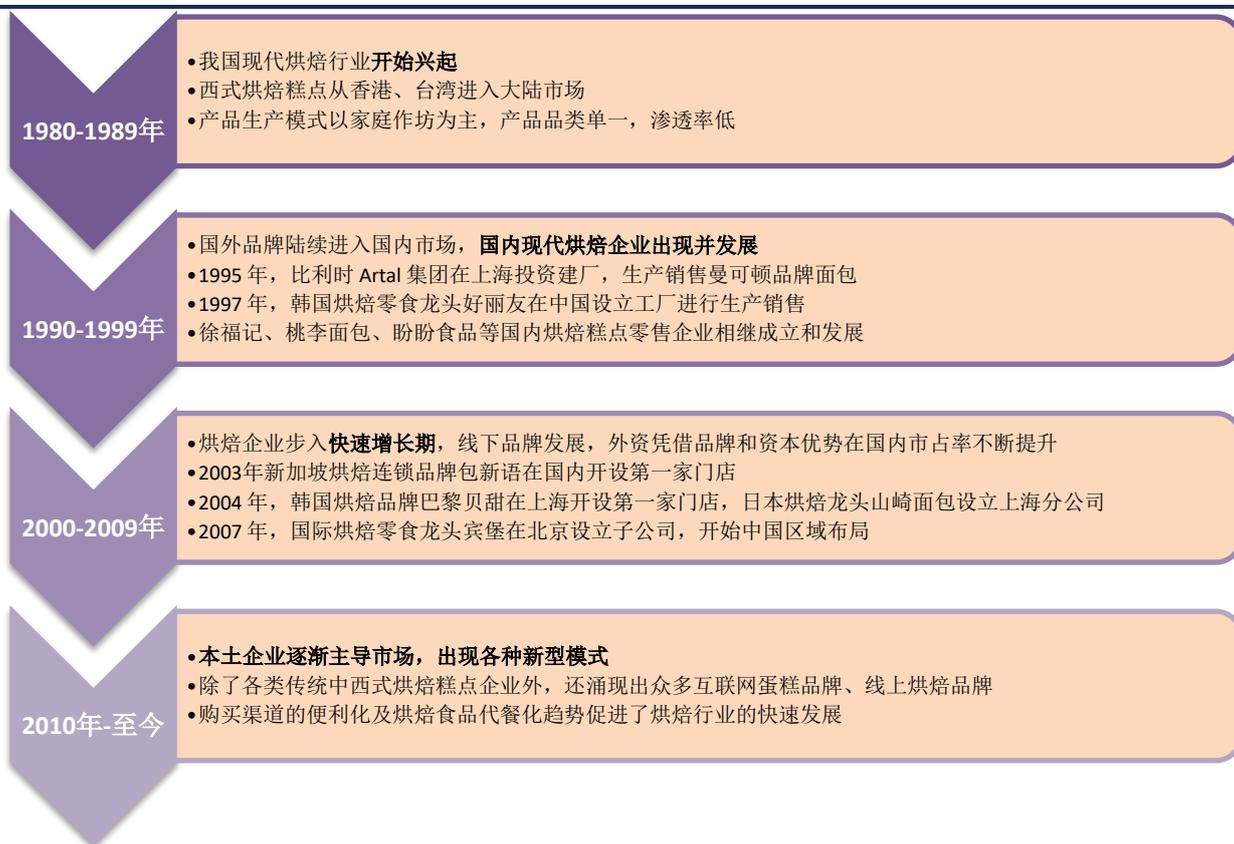
从企业数量来看，我国食品制造企业数量众多，但行业集中度不高，市场缺乏综合化行业龙头企业。2014-2019年企业数量增长率不断下降，2020年共有8131个，较2019年减少了160个，同比减1.93%。随着人民生活水平的提高，消费者在选购食品时会更注重品牌，行业的“马太效应”会逐步显现，一些规模小、主要依靠广告战、价格战等竞争手段维持市场份额的公司生存空间会越来越小，行业集中度将会进一步加强。

2.1 烘焙食品行业：消费升级带动行业发展

2.1.1 烘焙行业进入快速发展阶段

烘焙食品是以谷物、食糖、水为基本原料，添加适量油脂、乳品、鸡蛋、添加剂等，通过高温焙烤工艺定型、熟化的各种易于保存、食用方便的焙烤食品。烘焙食品于20世纪80年代从中国香港和台湾地区引入中国大陆，起初烘焙食品的生产与销售主要以家庭作坊的形式存在，呈现品牌单一、产品同质等特点。随着中国经济的增长和西方饮食文化的渗透，人们生活水平的提高，生活方式和消费结构的改变，我国的烘焙行业从20世纪末开始快速发展。消费者越来越热衷购买健康、营养、方便的烘焙食品。品牌烘焙食品企业正在加大新口味新产品的开发力度，树立品牌竞争意识，不断创新营销方式，从而赢得更广阔的市场。

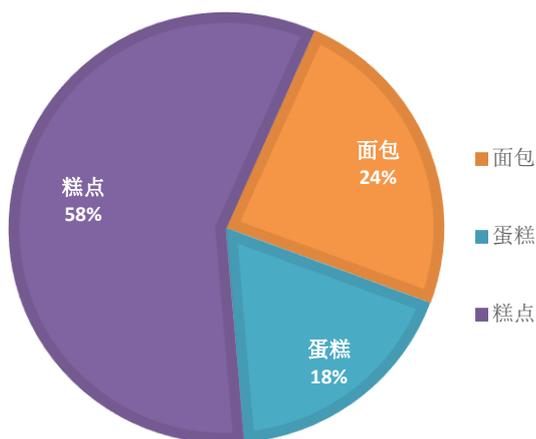
图表 11：烘焙行业发展历程



资料来源：三万食品研习社，华鑫证券研发部

我国烘焙类产品品种丰富，主要可以分为糕点、面包和蛋糕三大类，其中糕点是以面粉或米粉、糖、油脂、蛋、乳品等为主要原料，配以各种辅料、馅料和调味料，初制成型，再经蒸、烤、炸、炒等方式加工制成。面包是以小麦等粮食作物为基本原料，加入各种辅料后调整成面团并烘烤制成，按原材料分类可分为全麦面包、杂粮面包、白面包和黑麦面包等；按保质期分类可分为短保、中保和长保类。烘焙类食品中糕点占比最大，占到 58%；面包和蛋糕分别占比 24%和 18%。

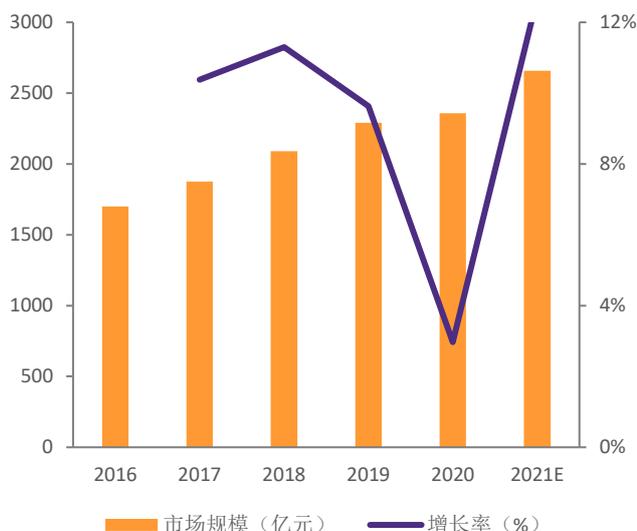
图表 12: 2019 年我国烘焙行业结构情况 (%)



资料来源: Euromonitor, 华鑫证券研发部

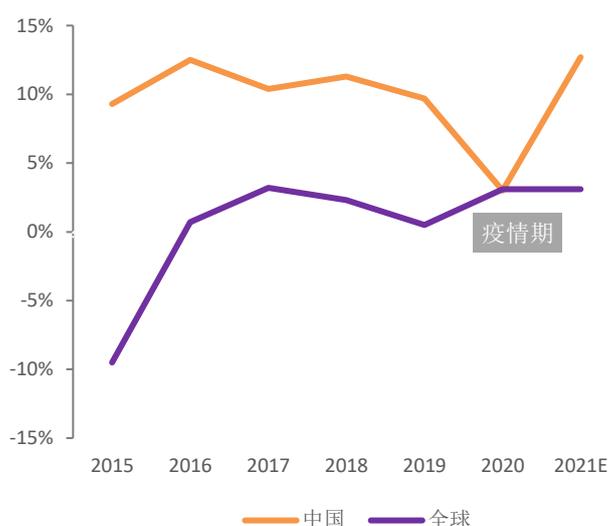
目前, 我国的烘焙行业处于高速发展的阶段, 2016-2020 年, 市场规模从 1,700.35 亿元增长至 2,358 亿元, 复合增速达到 8.52%, 远高于全球烘焙行业市场规模增速, 预计 2021 年将达到 2,657 亿元。国内烘焙行业呈现出健康、快速、可持续发展的良好态势。

图表 13: 我国烘焙行业市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 《2020 年烘焙行业发展趋势报告》, 华鑫证券研发部

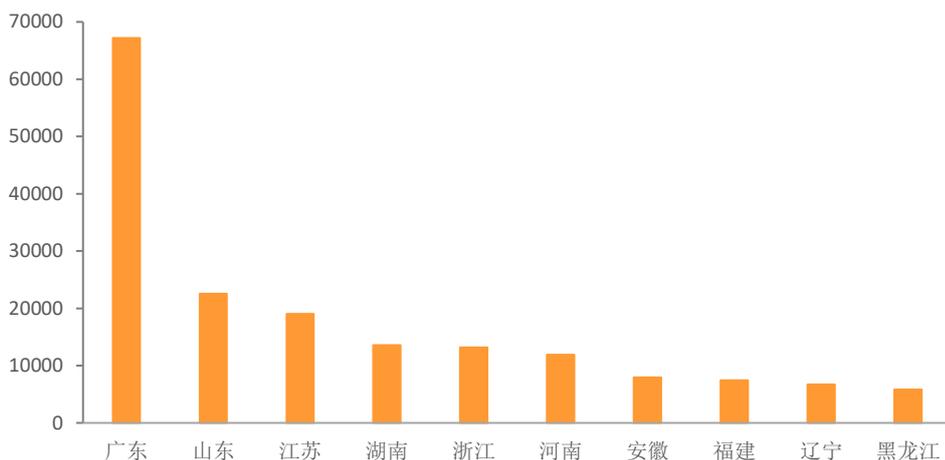
图表 14: 我国 vs 全球烘焙行业市场规模增速 (%)



资料来源: 《2020 年烘焙行业发展趋势报告》, 华鑫证券研发部

企查查数据显示，目前我国烘焙领域在业/存续企业的企业共有 24.52 万家，多为烘焙相关的成品制作销售端。按地区分布来看，广东省以 6.72 万排名第一，山东、江苏列第二、三名，分别为 2.26 万和 1.91 万。近十年来，行业发展十分迅猛，2020 年注册量达到 3.41 万家，由于疫情同比减少 12.39%，比十年前数据高出 315%，今年上半年新注册量为 1.51 万家。

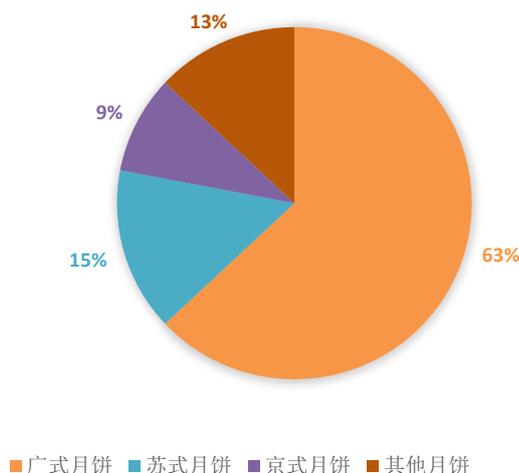
图表 15：我国烘焙领域在业/存续企业分布 TOP10（家）



资料来源：企查查，华鑫证券研发部

月饼是糕点里的一个细分品类，是中秋节必备食品，传统月饼种类丰富，广式、苏式、京式月饼占据我国月饼市场的主导地位，其中广式月饼长期在月饼市场中占有最高份额，占比约 63%；苏式月饼和京式月饼分别占比约 15%和 9%。

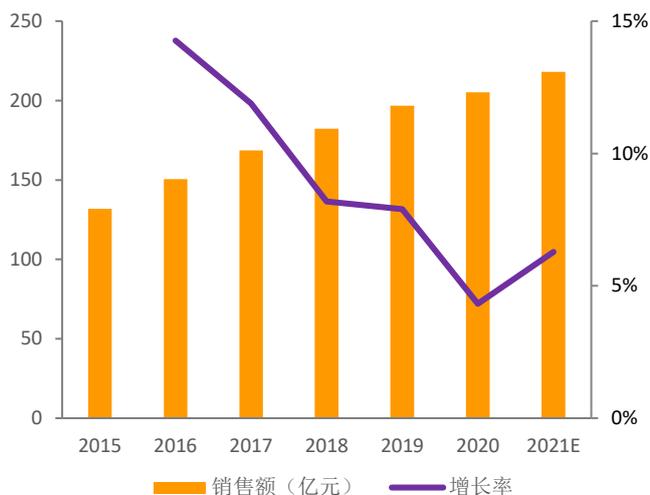
图表 16：中国月饼市场结构



资料来源：观研天下，华鑫证券研发部

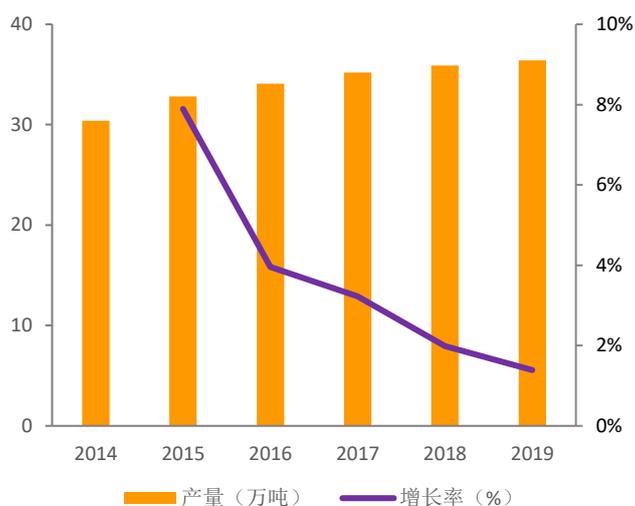
艾媒咨询数据显示，2015 年月饼产量 32.8 万吨，销售额 131.8 亿元，2020 年销售额已达到 205.2 亿元，预计 2021 年将达到 218.1 亿元。随着国民对传统节日重视程度加深，再加上疫情防控常态化后走亲访友需求复苏，对月饼的消费需求将持续增加未来月饼市场前景广阔，行业规模有望保持稳步上升的趋势。

图表 17: 我国月饼行业市场容量及增速 (亿元, %)



资料来源: 艾媒咨询, 华鑫证券研发部

图表 18: 我国月饼行业产量及增速 (万吨, %)



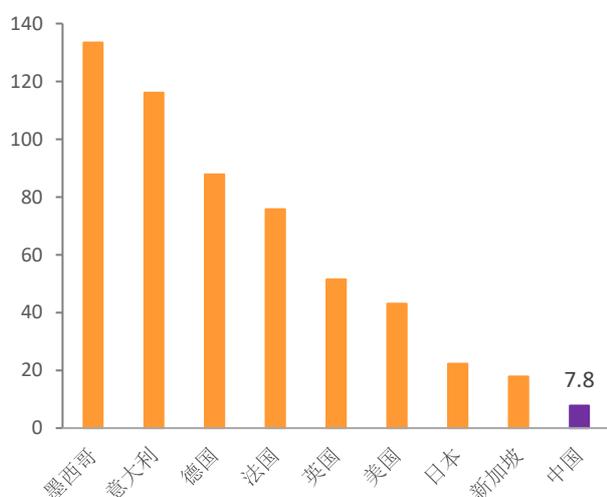
资料来源: 观研天下, 华鑫证券研发部

2.1.2 人均消费量远低于其他国家, 成长空间大

目前中国烘焙市场规模已经成为仅次于美国的全球第二大市场, 但由于烘焙行业进入时间较晚, 消费者尚处于接受和习惯的阶段, 人均消费量和其他国家仍然存在较大差距。截至 2019 年, 墨西哥烘焙食品的人均年消费量为 133.4kg, 英国 51.4kg, 美国 43.1kg, 日本 22.3kg, 而我国仅为 7.8kg, 远低于世界平均消费量, 即使对标饮食习惯较为相似的日本、新加坡等亚洲国家, 也至少有 2-3 倍的成长空间。

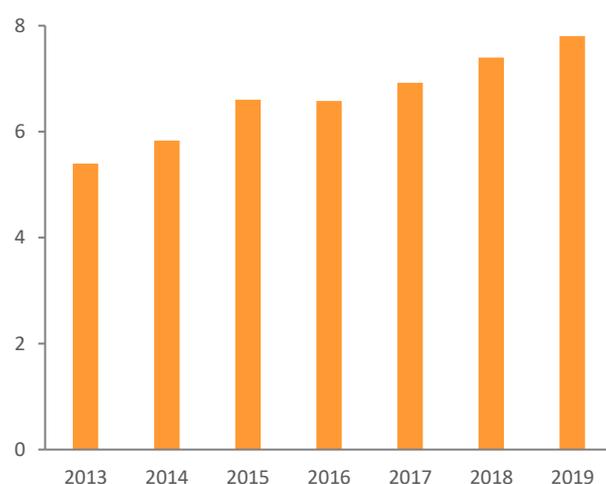
未来随着年轻一代饮食习惯逐渐西化和生活节奏加快, 再加上烘焙类食品品种越来越丰富多样, 人均消费量还有巨大的发展潜力。

图表 19: 2019 年全球部分国家烘焙行业人均消费 (千克)



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 华鑫证券研发部

图表 20: 2013-2019 年我国烘焙行业人均消费 (千克)



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 华鑫证券研发部

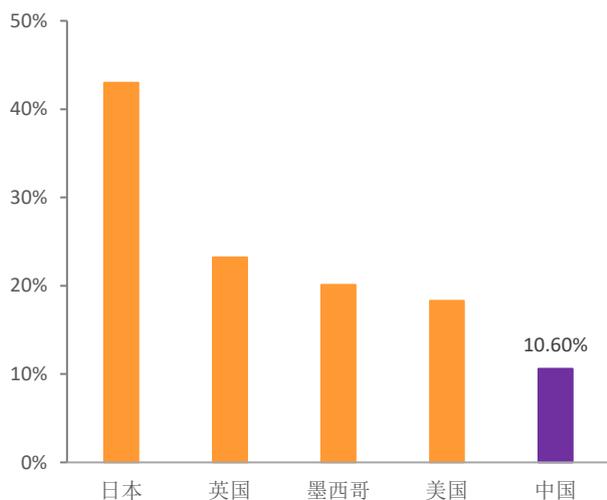
2.1.3 烘焙行业集中度低，龙头有望受益

根据新思界产业研究中心发布的《2018-2022 年中国烘焙市场可行性研究报告》显示，截至 2019 年，对比日本 CR5 占比 43%和英国 CR5 占比 23.2%，我国烘焙食品行业 CR5 仅为 10.6%，排名第一和第二位的达利食品和桃李面包的市场份额分别仅为 3.7%、3.3%，行业竞争格局非常分散。

近年来，虽然我国烘焙企业的连锁化、规模化已经有所建立，但大多仍局限于区域性市场，始终没有出现全国范围内的龙头企业，行业集中度非常低。企查查数据显示，截至 2021 年 6 月，烘焙行业相关企业注册资本小于 100W 的公司有 23.18 万家，占比 94.53%。

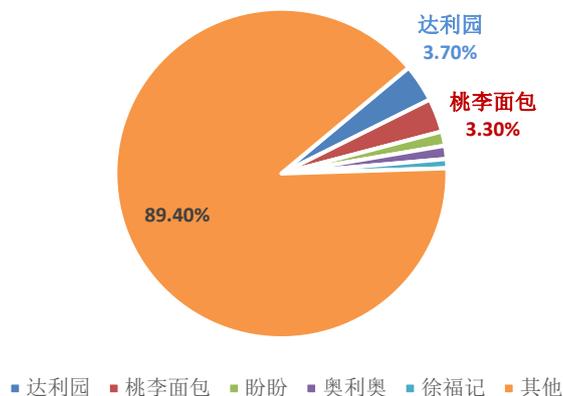
由于烘焙行业进入门槛低，目前中国烘焙行业呈现出零散性的产业特征，大量小型企业涌入市场，这类小型企业产品品类相对较少，质量参差不齐。随着食品安全管控的加强和消费进一步升级，消费者越来越倾向于选择品类丰富、质量更好的大型连锁品牌，行业集中度有望上升。

图表 21： 2019 年全球主要国家烘焙行业 CR5 (%)



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

图表 22： 2019 年我国烘焙行业竞争格局 (%)



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

2.2 速冻食品行业：市场空间日趋扩大

速冻食品是通过急速低温(-18℃以下)加工出来的，食物组织中的水分、汁液不会流失，而且在这样的低温下，微生物基本上不会繁殖，食品的安全有保证。随着人们收入水平的提高和生活节奏的加快，我国速冻行业迅速成长，自 2000 年以来，行业规模增长迅猛，成为食品行业发展过程中的新星。

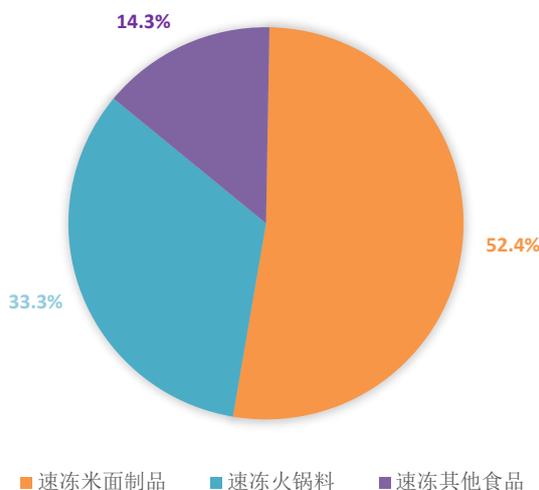
图表 23: 我国速冻食品品类介绍

品类	介绍
速冻米面食品	以小麦粉、大米、杂粮等谷物为主要原料，或同时配以肉、禽、蛋、水产品、蔬菜、果料、糖、油、调味品等单一或多种配料为馅料，经加工成型（或熟制）并速冻而成的食品。包含速冻水饺、速冻汤圆、速冻包子、速冻粽子、速冻面点、速冻其他米面食品
速冻火锅料	速冻鱼糜制品：将粘稠的鱼肉浆（生鱼糜）经成型后进行水煮、油炸、焙烤烘干等加热或干燥处理，再进行深度快速冷冻，并在低温（一般-18℃）中储存、运输、销售的食品。包括鱼饼、鱼丸、蟹棒等
	速冻肉制品：主要以畜禽类肉质为原料，加工工艺与速冻鱼糜制品一致。包含肉饼、肉丸等
速冻其他食品	速冻水产品、速冻海产品、速冻农产品

资料来源：国家市场监督管理总局，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

目前，我国速冻食品主要分为速冻米面食品、速冻火锅料、和速冻其他食品三大品类。其中速冻米面制品是最大的品类，占到 52.4%；速冻火锅料为第二大品类，占比 33.3%；速冻其他食品仅占到 14.3%。

图表 24: 2020 年我国速冻食品品类占比 (%)

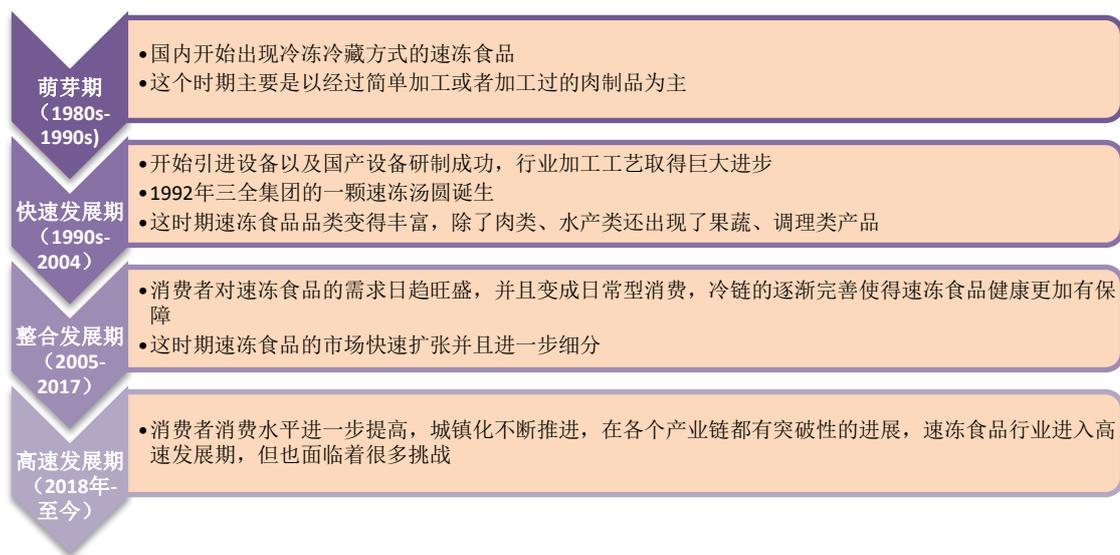


资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研发部

2.2.1 速冻食品行业进入高速发展期

速冻食品在我国只有 30 多年的历史，20 世纪 80 年代国内开始出现冷冻冷藏方式的速冻食品。刚开始主要是沿海城市的一些大型罐头厂试制和生产速冻食品，用于外销出口，在技术上大多采用冷藏间代替冻结间，且大部分工序采用人工操作。由于冷藏间的制冷能力有限，冻结时间大多在几小时以上，许多产品成为“慢冻食品”，生产发展十分缓慢。随着冷链快速发展，速冻食品的保存和运输都有很大的突破，90 年代开始我国速冻食品行业进入快速发展期。

图表 25: 速冻食品行业发展阶段

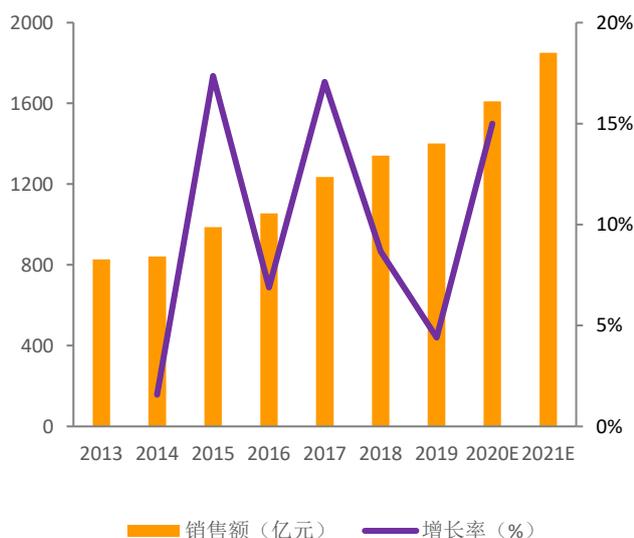


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

2003 年整个行业的销售额仅为 41 亿元，2005 年开始市场进入整合发展期，2006 年销售额 152 亿元。2013 年销售总额 828 亿元，2017 年上升至 1,235 亿元，2006-2017 年年复合增长率 20.98%（其中 2013-2017 年复合增速为 10.51%），快于世界水平。

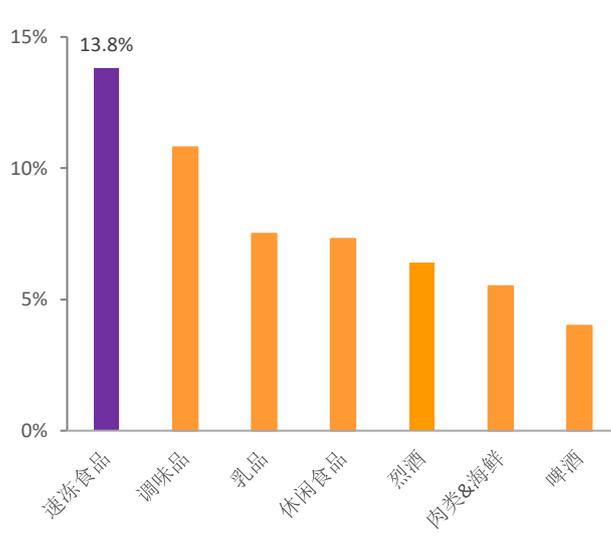
2020 年新冠疫情给速冻食品行业带来了突如其来的契机，更多消费者开始食用速冻食品并对速冻食品行业产生了正确的认识，2010-2020 年我国速冻食品 CAGR 已达到 13.8%，相比调味品、乳品和休闲食品等细分子板块复合增速最快。根据中商研究院预测，2021 年我国速冻食品的市场规模将突破 1800 亿元。

图表 26: 2013-2021 年我国速冻食品市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

图表 27: 2010-2020 年我国速冻食品与其他板块 CAGR (%)



资料来源：Euromonitor，前瞻研究院，华鑫证券研发部

2.2.2 人均消费量上升空间大

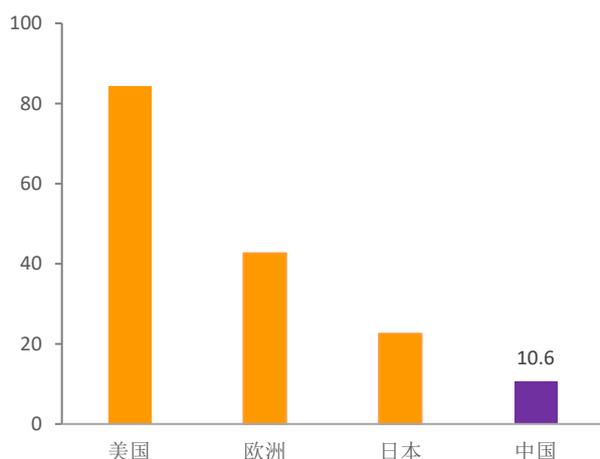
速冻食品由于具有安全卫生、食用方便、营养美味和成本低等特点，越来越受到世界各国尤其是发达国家人们的欢迎。1999 年全球速冻食品市场规模为 804 亿美元，2003 年达到 920 亿美元，2008 年为 1,148 亿美元，2013 年 1,360 亿美元，2017 年 1,601 亿美元，2008-2017 年复合增长率为 3.77%（其中 2013-2017 年复合增速为 4.18%）。

目前，美国已经成为世界上速冻食品产量最大、人均消费量最高的国家，年产量达 2,000 万吨，人均年消费量 80 千克以上，速冻食品占据整个食品行业的 60%-70%，成为世界上最大的速冻食品消费经济体；欧洲消费水平仅次于美国，年消费量超过 1,000 万吨，人均年消费量 40 千克左右；日本则是第三大消费市场，也是亚洲第一大消费市场，2017 年产量达 160.1 万吨，消费量达 285.53 万吨，人均年消费量为 22.5 千克。

从国际经验上看，经济越发达，生活节奏越快，社会化分工越细，对营养方便的速冻食品的需求就越旺盛，2011 年我国速冻食品产量约为 505.8 万吨，2018 年约为 1,035 万吨，人均消费量约为 10.6 千克，与发达国家差距仍较大。速冻食品的花色（品类）上，美、欧、日均保持在 2500 种以上，而我国仅 600 种，与发达国家亦有差距。2014-2018 年我国速冻食品人均消费额持续增长，2018 年我国速冻食品人均消费额达 82.37 元。

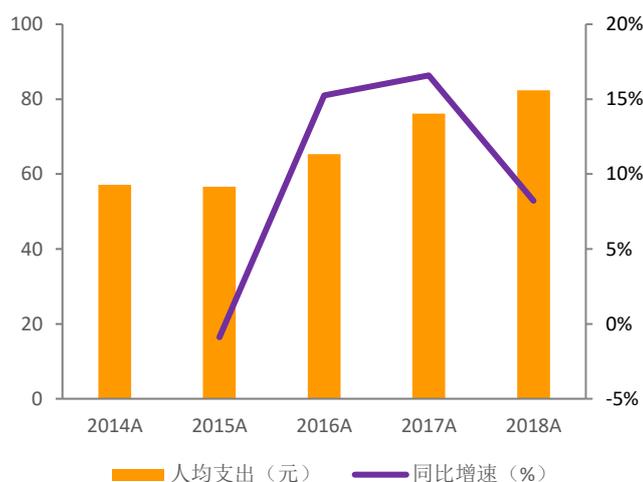
未来随着消费者收入增加，生活节奏加快以及消费习惯改变，速冻食品市场规模将持续增长，无论是人均消费量还是消费额都还有很大的上升空间。

图表 28：2018 年各国速冻食品人均消费量（千克/人）



资料来源：Frost&Sullivan，华鑫证券研发部

图表 29：我国速冻食品人均消费（元）



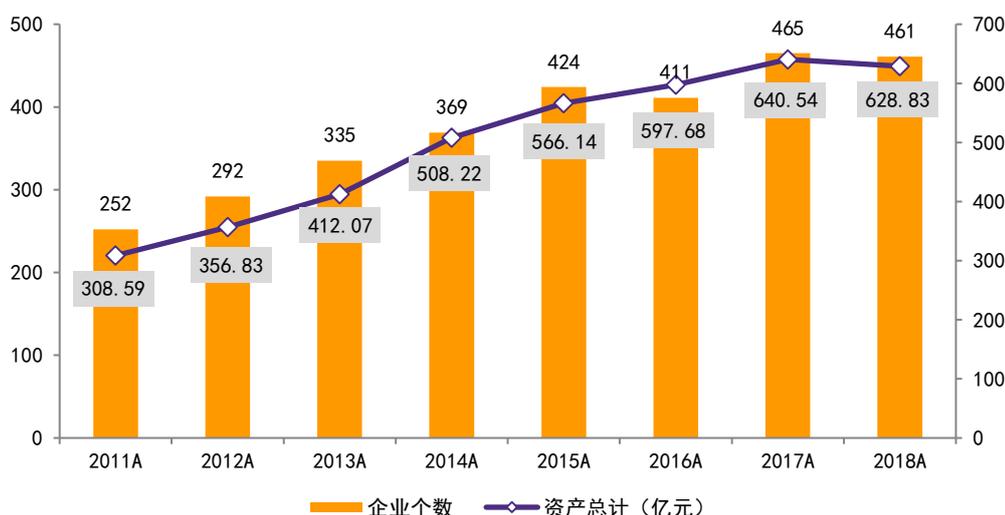
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

2.2.3 行业整合、集中趋势明显

伴随经济发展进入新常态，消费结构升级，消费者对食品的营养与健康要求更高，品牌意识不断增强，速冻食品工业发展模式将从量的扩张向质的提升转变。

从行业企业数量来看，2011-2018 年，我国速冻食品行业的企业数量整体呈上升趋势，但是具体来看，企业数量的增长趋势并不明显，总数始终保持在 250-470 家以内，且 2018 年企业数量略有下降。而企业的平均规模总体保持增长状态，2018 年规模略有下降，所以仅从企业数量和平均规模来看，企业间的竞争较平淡。从企业数量与规模双双下降来看，行业整合、集中的趋势越发明显。从行业企业品牌来看，我国速冻食品 CR5 占比达到 85%，其中三全食品市场占比达到 25%左右。随着食品企业不断入局速冻食品市场，速冻食品市场竞争逐渐加剧，未来速冻食品市场集中度将进一步提升。

图表 30：2011-2018 年速冻食品行业企业数量及资产规模情况（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

3. “食品+餐饮”双轮驱动

公司始终坚持“餐饮立品牌，食品创规模”的经营理念，基于实际经营和市场需求建立了“食品制造”和“餐饮服务”协同联动的经营模式。凭借餐饮业务中积累的品牌优势、创新技术和渠道优势等，延伸产业链、打造供应链，积极推动标准化、规范化、工业化的食品制造业务的发展。

3.1 食品制造业务：以月饼为主，产品线丰富

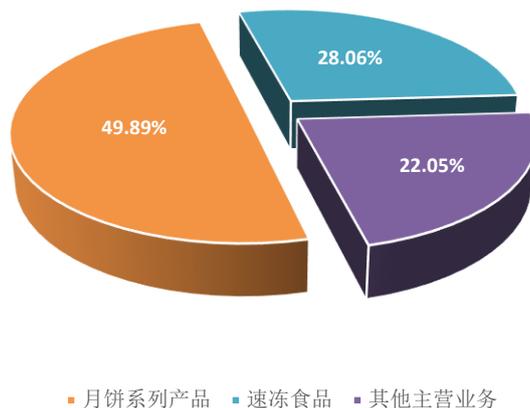
公司食品制造业务产品线丰富，旗下拥有“广州酒家”、“陶陶居”、“利口福”、“秋之风”、“粮丰园”等多个知名品牌，致力于研发、生产和销售月饼系列产品、速冻食品、腊味、饼酥、西点等多种品类。

图表 31：公司食品制造业务规模及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 32：2020 年公司营收占比（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2018-2021H1 公司食品制造业务营业收入分别为 19.09、23.26、27.62 和 9.04 亿元，同比增速分别为 18.62%、21.84%、18.76%和 17.40%。月饼系列是公司盈利的重要来源，2020 年营收占食品制造业务的 49.89%，速冻产品和其他主营业务（包含腊味、面包和西点等）分别占食品制造业务营收的 28.06%和 22.05%。

3.1.1 月饼系列：公司核心产品

月饼系列是公司的核心产品，是经中国食品工业协会面包糕饼专业委员会认定多年产销量位居全国三甲。

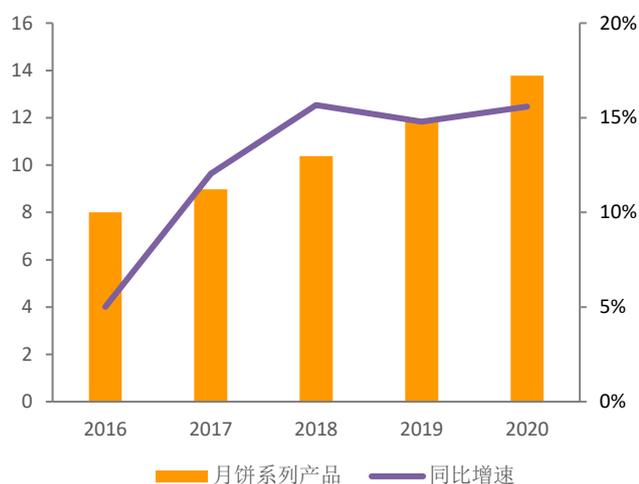
图表 33：公司月饼系列产品



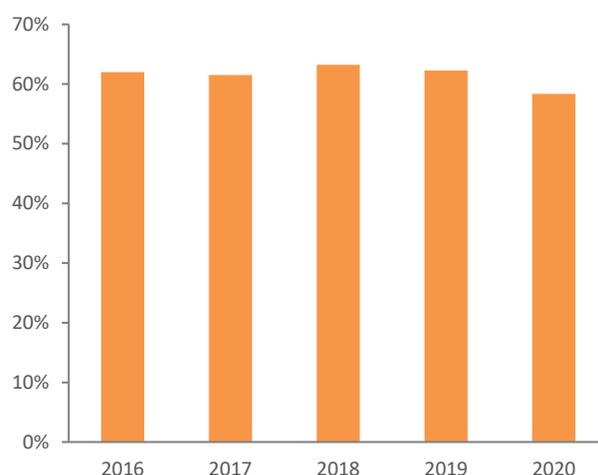
资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

利口福公司生产的月饼曾荣获“中国名牌产品”、“中国月饼第一家”、“全国餐饮烘焙业十佳月饼”、“中国烘焙最具竞争力十大品牌”、“国饼十佳”、“广式月饼传承代表”、“2016年中国焙烤食品产业领军企业”等众多荣誉称号。公司主打的广式月饼是以广东地区制作工艺和风味特色为代表，使用小麦粉、转化糖浆、食用植物油等制成饼皮，经包馅、成形、扫蛋、焙烤等工艺加工制成的月饼，针对客户不同的需求和口味把月饼分为大师手作、经典、璀璨和流心四个系列。

2018-2021H1 公司月饼系列业务营业收入分别为 10.38、11.92、13.78 和 0.37 亿元，同比增速分别为 15.67%、14.79%、15.59%和 99.91%，整体呈现稳定增长的趋势，21H1 月饼营收同比大幅增加主要是今年中秋节较去年提前。月饼系列毛利率一直稳定在 60%左右，2020 年受到新收入准则的影响同比下降 4%。由于月饼系列业务的基数较大，稳定增长的营业收入和毛利率为公司其他新业务的拓展提供了坚实的基础。

图表 34：公司月饼系列营收及增速（亿元，%）


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 35：公司月饼系列毛利率（%）


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3.1.2 速冻食品：打造产品差异化

公司的速冻食品种类丰富，分为包点类、点心类、水饺类和火锅类等，其中“核桃包”和“叉烧包”是特色产品，深受消费者喜爱。近年来，公司不断丰富现有产品体系，推出了盆菜、速冻菜式、套餐菜式等差异化产品，满足消费者多元需求。速冻食品行业现在正处于高速发展期，是公司重点拓展的业务之一。

2018-2021H1 公司速冻食品业务营业收入分别为 4.10、5.53、7.75 和 4.05 亿元，同比增速分别为 29.86%、34.79%、40.08%和-1.50%，21H1 营收同比微降主要是去年同期新冠疫情居家隔离带来速冻业务高基数。广州酒家借助老字号品牌优势，发挥自身地方性特色，产品主打奶黄包、核桃包、虾饺等广式面点以及糯米鸡等广式方便菜，且主要是针对早餐，恰好避开了速冻食品竞争激烈的产品领域，利于公司开拓

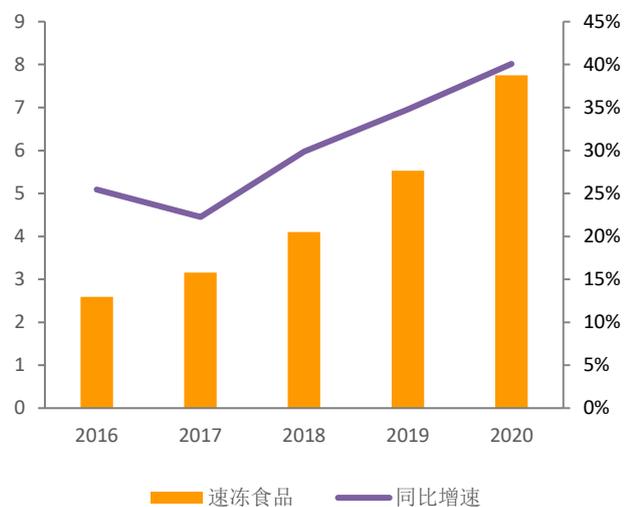
广式速冻食品市场。再加上广式点心在全国范围内接受程度很高，符合消费升级多元化的趋势，对标安井食品和三全食品，广州酒家的毛利率更胜一筹。2020年，公司速冻食品产量和销量分别同比大幅增加27.03%和30.25%，随着速冻食品销售规模逐步扩大，销售占比逐年提高，规模效应将逐步体现。

图表 36：公司速冻食品种类丰富



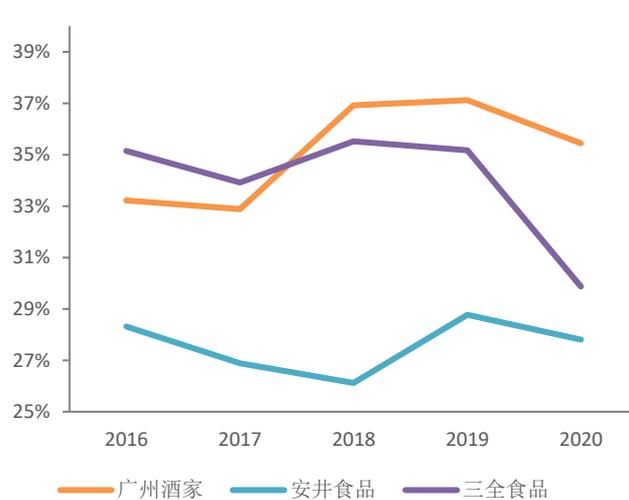
资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

图表 37：公司速冻产品营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 38：各公司速冻产品毛利率比较（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3.1.3 其他产品：公司多元化发展的基础

公司其他产品包含糕点饼食、传统腊味和西点面包等，其中“秋之风”腊味系列产品 1994 年已开始推出，深受广大消费者的喜爱。

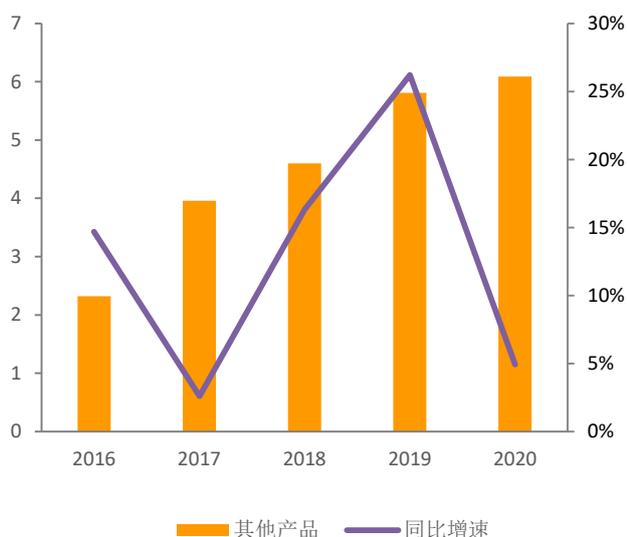
图表 39：公司其他产品



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

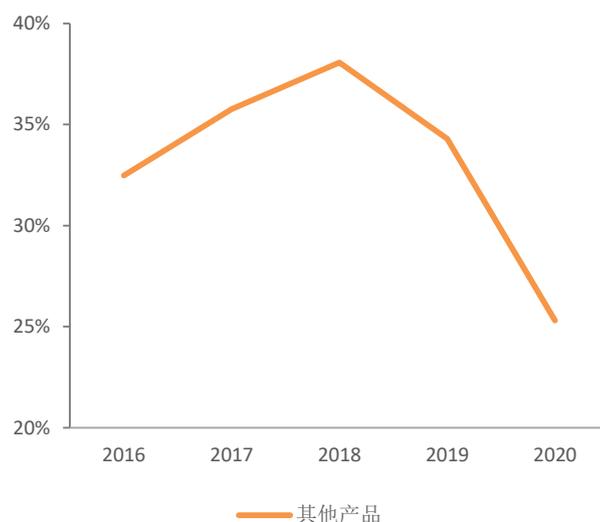
2018-2021H1 公司其他主营业务营业收入分别为 4.60、5.81、6.09 和 4.69 亿元，同比增速分别为 16.34%、26.20%、4.92%和 42.39%，21H1 其他主营业务同比大幅增长主要是春节年货产品需求恢复，带动公司饼酥等年货产品销售增长；同时公司加大市场拓展，端午粽销售同比大幅增长。2018-2020 年毛利率分别为 38.07%、34.29%和 25.30%，2020 年毛利率大幅下降主要是受到新收入准则影响，再加上新型产品相较于较为成熟的月饼系列和速冻食品研发投入更高。虽然西点、饼酥、即食菜品等占主营业务收入比重较小，但作为公司近年着力发展的新型产品，未来存在较大的发展空间。

图表 40：公司其他产品营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 41：公司其他产品毛利率（%）



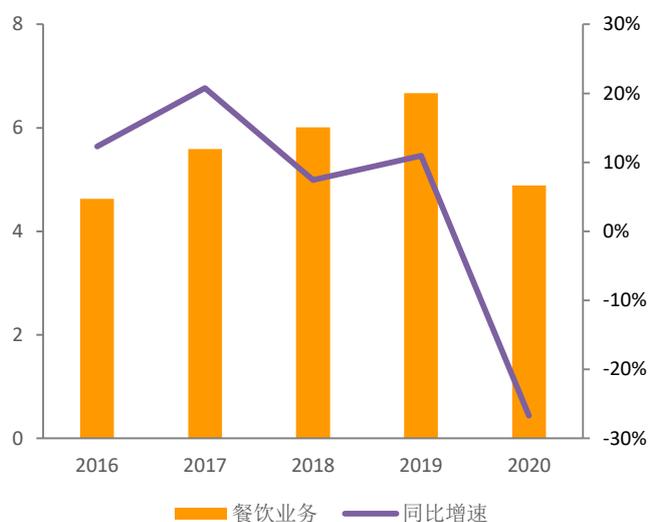
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3.2 餐饮业务：广州粤菜龙头

餐饮业务方面，公司采用连锁经营模式，依托“广州酒家”、“陶陶居”、“天极品”、“星樾城”等品牌，主要提供以粤菜和广式点心为主的餐饮服务，旗下拥有餐饮门店 26 家。在立足于经典粤菜的基础上，打造差异化，结合现代烹饪技艺，持续推出满足市场需求的菜品，力争引领“新派粤菜”风潮。其中“广州酒家”主打传统粤菜；公司于 2019 年 7 月收购陶陶居 100% 股权，“陶陶居”作为公司旗下全资子公司，与广州酒家强强联手，增强市场竞争力；“天极品”是广州酒家打造的高端品牌，适合商务宴请；“星樾城”开业于 2019 年，主打东南亚菜。公司餐饮业务以直营店模式为主，“陶陶居”品牌餐饮业务目前自营与商标许可第三方经营两种模式并存。

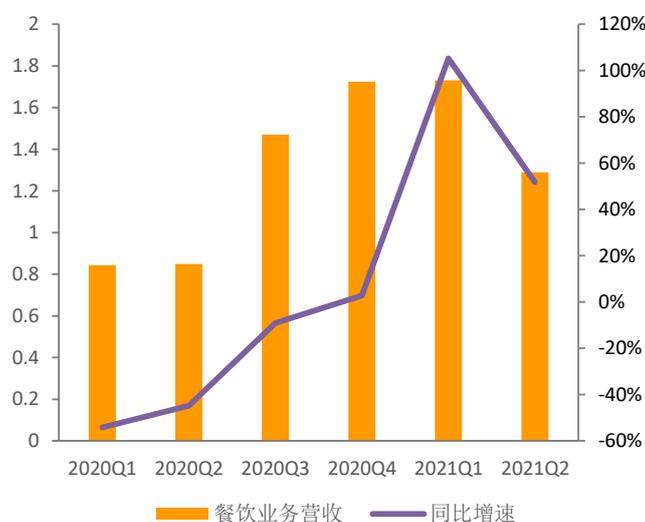
2018-2020 年公司餐饮业务营业收入分别为 6.01、6.67 和 4.89 亿元，同比增速分别为 7.46%、10.95% 和 -26.70%；毛利率分别为 62.71%、62.57% 和 5.44%，2020 年初突发的疫情对公司餐饮业务带来重大影响，但随着疫情防控稳定，居民外出就餐需求恢复，实体门店消费回暖。公司 2021H1 餐饮业务营业收入 3.02 亿元，同比大幅增 78.47%，主要是公司去年同期受新冠疫情冲击，餐饮业务收入基数较低，随着国内疫情防控形势持续好转，公司餐饮业务恢复较快增长。

图表 42：广州酒家餐饮业务营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 43：公司餐饮业务季度营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司稳步推进餐饮门店开拓，新开广州酒家华夏路店、南沙城店，陶陶居总店升级改造新开业；推出“珠水百年·水上茶居”项目，探索广州早茶新业态；持续推进广州酒家餐饮老店升级改造，焕发老店发展新活力。

4.四大因素共助公司发展

4.1 多渠道销售产品，省外扩展加速

公司不断深化销售渠道，目前已建立起包括实体门店渠道、经销商渠道和电子商务渠道的三位一体全渠道销售体系。2021H1 直销渠道营收 5.75 亿元，同比增加 46.58%，收入占比 47.36%；经销渠道为最大的销售渠道，营收 6.39 亿元，同比增加 19.04%，收入占比 52.64%。

食品制造业务方面，利口福食品销售途径主要包括直销、经销、代销和代加工四种模式，以直销、经销为主，销售网络覆盖全国 30 多个省市，产品出口至美国、加拿大、澳洲等国家和地区。

线下渠道：①**直销模式**：公司在客流量大、消费力强的销售区域设立饼屋直营店，主要位于广州市区，由利口福公司统一供货，统一配送；②**经销模式**：分为连锁经营（饼屋加盟店）和经销商经营两类。连锁经营情况下，公司发展经销商开设饼屋加盟店，食品由利口福公司统一采购、生产、配送。经销商经销情况下，公司广泛建立经销网络，利口福公司已在北京、上海、重庆等国内多个城市发展经销商。2018-2021H1 公司经销商数量稳步增加，报告期各期末分别为 518 家、668 家、843 家和 914 家。2021H1 省内净增经销商 19 家，同比减 26.92%；省外市场发展非常迅速，净增经销商 54 家，同比增 345.45%；③**代销模式**：公司主要向商超类客户销售各类利口福公司生产的食品，由商超在其终端门店内向消费者销售，公司已与包括沃尔玛、华润万家、百佳超市、易初莲花、家乐福、永旺等连锁商超建立业务合作；④**代加工模式**：主要是代加工月饼用于对外销售，公司为多个知名企业提供产品 OEM 生产，如：阿里巴巴、腾讯、好时巧克力、白天鹅宾馆、香格里拉酒店等。

图表 44：公司食品制造业全渠道销售模式

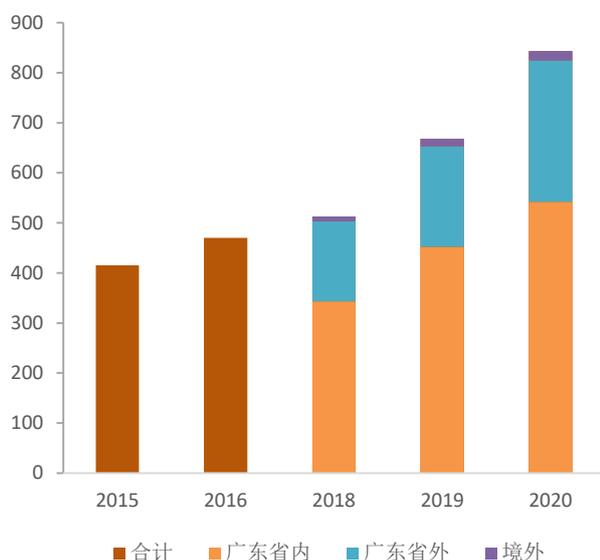


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

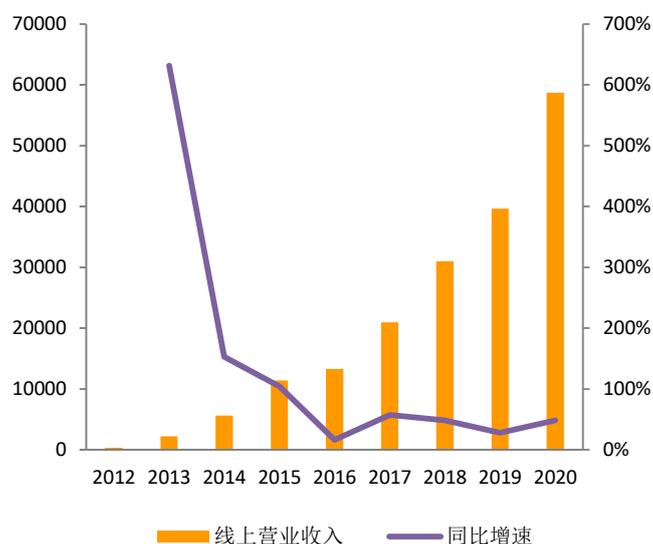
电商渠道：①**直销模式**：通过天猫、京东等网络平台建立“广州酒家”品牌线上

官方旗舰店，又或者通过公司自行建立的“广州酒家网上商城”进行销售；②**经销模式**：经销商在淘宝网、京东商城等网络平台开设并运营网店，合作模式和线下经销商基本一致；③**代销模式**：公司与部分电商平台（顺丰优选、1号店直供、京东自营平台等）直接进行商品销售，由后者在其电商平台组织商品销售、配送及零售结算。

公司自 2012 年起开拓电子商务渠道销售利福公司生产的食品。2014 年开始，公司将所有电子商务业务改由公司自主运营。2012 年电商销售收入仅为 302.71 万元，占同期公司主营收入比例约为 0.23%；2020 年电商销售收入已达 58,697.55 万元，占主营收入比例为 17.85%，八年复合增速达到 93.17%，电商业务发展迅速。近年来，公司深耕电商渠道，增加产品辐射广度，推动线上业务的快速发展。

图表 45：公司经销商数量（家）


资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

图表 46：公司线上业务营收（万元，%）


资料来源：公司公开资料，华鑫证券研发部

4.2 打破产能瓶颈，产能持续扩展

2020 年公司月饼产能 1.5 万吨，产销率 97.18%，同比增 2.19pct，吨价 94.31 元/kg；速冻产品产能 3.25 万吨，产销率 100.11%，同比增 2.47pct，吨价 23.83 元/kg。随着公司业务的快速发展，月饼系列产品和速冻食品等生产+线的产能基本实现了充分利用，各产品销售状况良好，产销率均超过 95%。为了缓解产能瓶颈对公司发展的制约，公司大力推进各基地的生产和建设工作，现已设立广东广州、茂名、梅州（在建）和湖南湘潭生产基地，生产基地配有月饼生产线、速冻食品生产线、腊味产品生产线、面包西点生产线等。

图表 47: 投资建设生产基地项目情况

项目	利口福（湘潭一期）	粮丰园（茂名）	利口福（梅州一期）	利口福（湘潭二期）
投资金额	1期+2期：4.5亿元 (含土地出让金)	-	3.5亿元	1期+2期：4.5亿元 (含土地出让金)
占地面积	约170亩	-	约122亩	约113亩
预计增加产能	月饼：2000吨/年 馅料：6000吨/年	月饼、速冻补充	速冻产品：24000吨/年	速冻产品：12000吨/年
建设周期	18个月	-	24个月	18个月
项目进展	2019年8月试产	2020年初完成升级改造	2021年7月试产	预计2-3年后投产

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

广州基地是公司的核心产能支撑，湘潭基地一期已正式投产，主要是提供月饼系列产品产能；茂名粮丰园也于 2020 年初完成升级改造并新增速冻食品产能；梅州基地一期建设已基本完成，于 7 月 2 日试产，达产后速冻类产品产能预计不低于 24,000 吨/年，可实现年均销售收入 40,784.02 万元；湘潭二期建设方案处于规划中，预计未来 2-3 年将持续释放产能。整体来看，随着湘潭二期和梅州二期产能得到陆续释放，预计 2022 年产能较 19 年有望增长 60%以上，为公司业绩的提升提供保障。

图表 48: 公司产销率 (%)

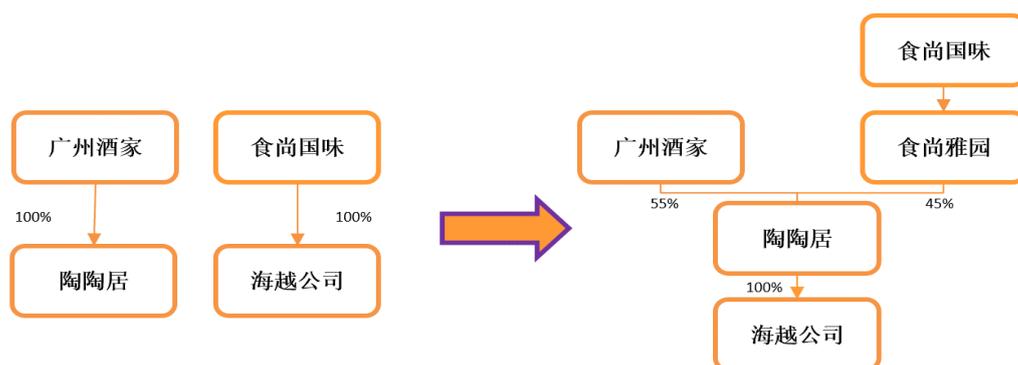
产销率	2017	2018	2019	2020
月饼系列产品	99.80%	99.49%	94.99%	97.18%
速冻食品	100.04%	98.09%	97.64%	100.11%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

4.3 增资扩股收购海越陶陶居，加速餐饮板块布局

2019 年 7 月广州酒家以 1.998 亿元现金收购陶陶居公司 100%股权，此次收购仅涉及陶陶居的食品制造业务（茶点、月饼系列等），不包含餐饮业务。2020 年 12 月 29 日，食尚雅园以 2.257 亿元增资陶陶居公司，增资后持股比例为 45%，广州酒家持股比例 55%。同时，广州酒家全资子公司广州陶陶居食品有限公司与食尚雅园签订《股权转让协议》。陶陶居公司以 1.802 亿元现金收购食尚雅园公司持有的广州市海越陶陶居餐饮管理有限公司 100%股权，交易完成后，海越公司成为广州酒家的孙公司。

图表 49: 公司收购海越陶陶居情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

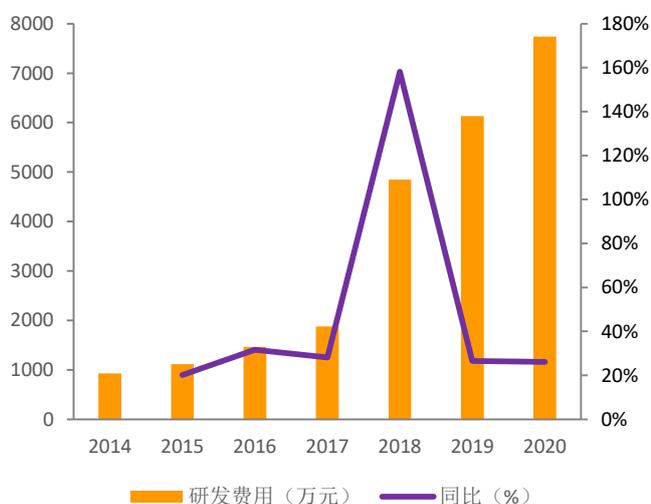
海越公司于 2020 年 5 月由广州食尚国味饮食管理有限公司成立。食尚国味以经营精品鲁菜为主的“山东老家”品牌为起点，经过多年稳定的发展，现旗下经营山东老家、陶陶居等众多餐饮品牌，分布在广州、深圳、上海等多个一线城市，被收购的海越陶陶居内含广州 6 家陶陶居门店。与陶陶居公司相比，海越公司经营效益或更胜一筹，2020Q3 海越公司实现净利润 834.42 万元，净利率达到 15.66%，预计 2021 净利润达到 3501.06 万元，而陶陶居公司 2020H2 仅实现净利润 10.93 万元。

此前公司仅负责陶陶居的食品制造业务和享有陶陶居餐饮品牌的所有权，公司通过此次收购海越公司股权取得了陶陶居餐饮的经营权，使陶陶居餐饮品牌持有者和经营者实现深度绑定，有利于公司进一步发展餐饮业，促进“食品+餐饮”双轮驱动的经营策略。同时，陶陶居和战略投资者食尚餐饮国企混改的成功落地进一步完善了公司的治理架构，有望通过市场化激发企业活力从而提升公司的核心竞争力。

4.4 研发实力雄厚

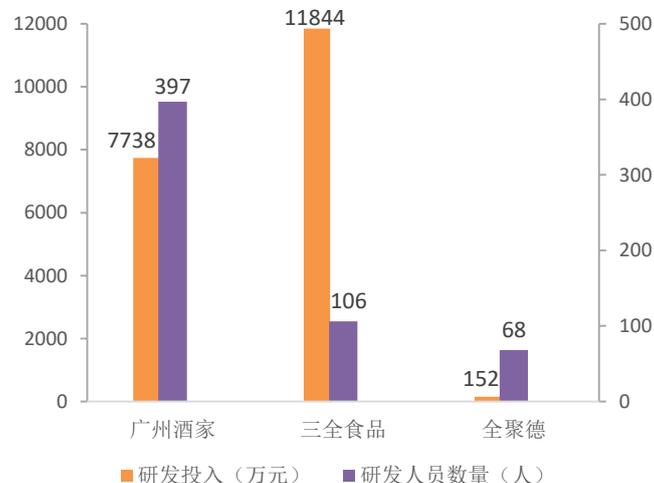
随着公司规模不断的扩大，研发投入持续加大。公司在本部及下属公司分别设置了研发部门，共有研发人员 120 人，研发小组 13 个。公司拥有 1 名全国技术能手，1 名中国烹饪大师，4 名广东烹饪名师，5 名高级点心师或高级厨师，5 名点心师或厨师。为了鼓励研发人员的研发动力，公司将研发人员的收入与研发成果直接挂钩，保证公司产品持续推陈出新。2020 年，利口福公司作为高新技术产业新增专利授权 46 项，其中 1 项发明专利、23 项实用新型专利，22 项外观设计专利。获“广东省博士工作站”称号；“低脂广式月饼关键技术研发与产业化应用示范”获中国轻工联合会科学技术奖二等奖、“餐饮食材质量安全与真实性检测技术体系构建及应用”获广东省科技进步奖二等奖等。

图表 50：公司研发费用（万元）



资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

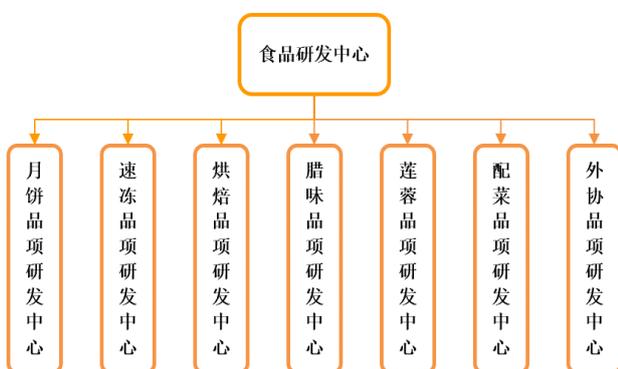
图表 51：公司竞争对手（万元，人）



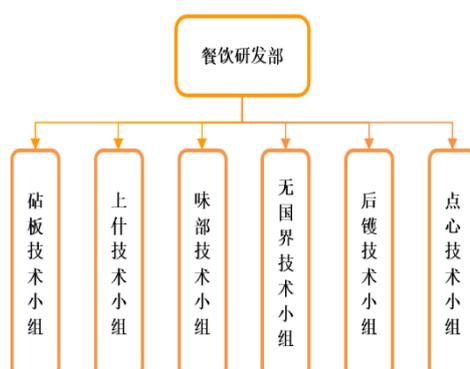
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华鑫证券研发部

食品板块，公司不断为传统月饼产品注入新元素，先后推出了吞拿鱼馅月饼、烧鸡馅月饼等。速冻食品研发方面，公司生产的叉烧包在抗剪切方面处于国内领先地位，餐饮板块，公司建立粤菜大师工作室，致力研制广式点心、半成品粤菜菜式。

2014年公司研发费用仅为927.34万元，2020年已达到7738.28万元，复合增速为42.42%。截至2020年，公司拥有研发人员397人，占公司总人数的7.72%，研发投入占营业收入的2.35%。对标食品板块的三全食品（1.48%/1.71%），虽然公司研发投入不及三全食品，但研发投入占比和研发人员数量高于三全食品。对标餐饮板块的全聚德（1.90%/0.19%），公司的研发实力远高于行业水平。

图表 52：公司食品研发中心


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 53：公司餐饮研发部


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

5. 公司盈利预测与估值

我们对广州酒家未来三年盈利做出如下假设：

1. 公司新增生产线产能陆续得到释放；
2. 公司全渠道的销售体系建设稳步推进；
3. 公司各项费用控制良好。

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 40.17、48.05 和 56.67 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 5.73、6.97 和 8.15 亿元，EPS 分别为 1.01、1.23 和 1.44 元，按照公司 22.76 元的股价测算，对应的市盈率分别为 22.5 倍、18.5 倍和 15.8 倍，考虑到公司所在细分行业中处于龙头地位，首次给予“推荐”的投资评级。

6. 风险提示

1. 突发公共卫生事件造成的经营风险：公司业务涉及餐饮行业，如 2020 年的新冠疫情对公司经营业绩和餐饮业务造成影响。

2. 食品安全风险：公司从事于食品制造和餐饮行业，对食品安全要求非常高，并且具有生产链条长、管理环节多的特性，使公司无法完全避免因管理疏忽或不可预见原因导致产品质量问题发生。

3. 市场经营风险：公司业务主要集中在广东地区，主营业务集中于区域市场经营的特征较为明显。加上月饼业务作为公司重要的收入和利润来源具有季节性特征，公司可能面临区域市场经营风险和月饼经营业绩季节性波动风险等。



图表 54: 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	3,287	4,017	4,805	5,667
货币资金	1,665	1,962	2,218	2,556	营业成本	1,995	2,415	2,875	3,406
应收款	163	167	200	236	营业税金及附加	28	28	28	28
存货	212	322	383	454	销售费用	303	366	442	521
其他流动资产	272	286	300	315	管理费用	349	402	480	567
流动资产合计	2,313	2,738	3,102	3,561	财务费用	-17	-13	-16	-18
非流动资产:					研发费用	77	96	115	136
金融类资产	8	9	10	11	费用合计	712	851	1,022	1,206
固定资产+在建工程	1,052	1,276	1,498	1,720	资产减值损失	-5	-4	-2	-2
无形资产+商誉	184	202	223	245	公允价值变动	2	0	0	0
其他非流动资产	281	309	340	374	投资收益	7	2	2	2
非流动资产合计	1,525	1,796	2,070	2,349	营业利润	578	725	882	1,031
资产总计	3,837	4,533	5,172	5,910	加: 营业外收入	1	3	3	4
流动负债:					减: 营业外支出	14	2	2	2
短期借款	100	105	110	116	利润总额	566	726	883	1,032
应付账款、票据	266	315	375	445	所得税费用	101	152	185	217
其他流动负债	828	910	1,001	1,101	净利润	464	573	698	815
流动负债合计	1,194	1,331	1,487	1,662	少数股东损益	1	1	1	1
非流动负债:					归母净利润	464	573	697	815
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	85	89	94	98	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	85	89	94	98	成长性				
负债合计	1,279	1,420	1,581	1,760	营业收入增长率	8.5%	22.2%	19.6%	17.9%
所有者权益					营业利润增长率	24.1%	25.4%	21.7%	16.9%
股本	404	566	566	566	归母净利润增长率	20.7%	23.5%	21.7%	16.9%
资本公积金	578	578	578	578	总资产增长率	30.9%	18.1%	14.1%	14.3%
未分配利润	1,320	1,655	2,064	2,541	盈利能力				
少数股东权益	22	22	22	22	毛利率	39.3%	39.9%	40.2%	39.9%
所有者权益合计	2,559	3,114	3,592	4,150	营业利润率	17.6%	18.0%	18.4%	18.2%
负债和所有者权益	3,837	4,533	5,172	5,910	三项费用/营收	21.7%	21.2%	21.3%	21.3%
					EBIT/销售收入	17.2%	18.2%	18.5%	18.3%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	14.1%	14.3%	14.5%	14.4%
净利润	464	573	698	815	ROE	18.1%	18.4%	19.4%	19.6%
折旧与摊销	93	80	97	114	营运能力				
财务费用	2	-13	-16	-18	总资产周转率	85.7%	88.6%	92.9%	95.9%
存货的减少	21	-110	-61	-71	资产结构				
营运资本变化	239	45	27	33	资产负债率	33.3%	31.3%	30.6%	29.8%
其他非现金部分	-17	27	30	34	现金流质量				
经营活动现金净流量	808	602	775	907	经营净现金流/净利润	1.74	1.05	1.11	1.11
投资活动现金净流量	-629	-305	-320	-336	每股数据 (元/股)				
筹资活动现金净流量	191	-1	-199	-233	每股收益	1.15	1.01	1.23	1.44
现金流量净额	370	297	256	338	每股净资产	6.33	5.50	6.35	7.34

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>