

广州酒家 (603043)

证券研究报告

2021年09月02日

餐饮回升与食品扩容，叠加速冻产能释放，未来可期

21H1 公司实现营收 12.32 亿元，同比增长 30.63%；归母净利润 3747.09 万元，同比增长 228.89%。基本 EPS 为 0.0663 元，同比增长 135.11%

收入端：疫情恢复收入上升，渠道建设逐显成效。产品方面，月饼产品收入高增主要系今年中秋节提前；其他产品主要为年货产品与端午粽子销量增长，今年因疫情防控压力减小而销量上涨；速冻产品在疫情下供不应求，21H1 面临高基数压力；餐饮主要受益疫情好转。渠道方面，直销渠道收入增加主要系疫情好转餐饮大幅度恢复所致；经销渠道主要系公司加强渠道建设，经销商数较年初净增加 71 家。地区方面，境内广东省外收入增速较快，公司电商渠道建设逐显成效；海外地区由于中秋提前，销量增加。

成本费用端：疫情好转下餐饮业务毛利率有所回升，食品业务毛利率下降系原材料成本上涨。整体毛利率水平略有下降。其中餐饮毛利率较 20H1 有所复苏，较 19H1 变化主要受收入准则影响，将期间费用中产品运输费、餐饮店租金、餐饮店人工成本等合同履行成本调整至营业成本。食品制造毛利率为略有下滑主要系原材料成本上涨。费用方面，主要变化未管理费用率下降，管理效率有所提升；财务费用率主要是执行新租赁准则，增加了利息费用。

利润端：归母净利润有所恢复，目前仍低于疫情前水平。21H1 实现归母净利润 0.37 亿元，较 20H1/19H1 变动 228.89%/ -42.18%。21H1 销售净利率为 2.94%，较 20H1/ 19H1 变动 1.78pct/ -3.72pct。

广州酒家策略为“餐饮+食品”双轮驱动，受益于餐饮回升与食品扩充，公司业绩较 20H1 有所好转，但餐饮恢复暂不及 19H1。目前公司产能快速扩张，梅州基地与湘潭基地（一期）产能逐步释放，助力公司扩大速冻市场份额，以差异化的粤式点心占据消费者心智。公司即将投入湘潭基地二期速冻项目建设，预计总投 3 亿元，2023 年 8 月投产，将释放 3.85 万吨产能，提升速冻产品竞争力。公司作为老字号品牌，受益于疫情恢复的趋势，通过餐饮与食品两手抓，叠加股权激励的管理优势，未来有望更上一层楼。我们预计 21-23 年净利润分别为 5.9 亿元/ 7.1 亿元/ 8.7 亿元；对应 PE 分别为 22X/ 19X/ 15X，建议关注。

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	590.44	710.11	865.28
增长率(%)	0.06	20.69	27.36	20.27	21.85
EPS(元/股)	0.68	0.82	1.04	1.26	1.53
市盈率(P/E)	34.34	28.45	22.34	18.57	15.24
市净率(P/B)	6.02	5.20	4.29	3.73	3.22
市销率(P/S)	4.35	4.01	2.97	2.43	2.14
EV/EBITDA	19.94	19.72	15.18	11.53	9.31

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	22.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	565.59
流通 A 股股本(百万股)	565.59
A 股总市值(百万元)	13,003.02
流通 A 股市值(百万元)	13,003.02
每股净资产(元)	4.45
资产负债率(%)	34.32
一年内最高/最低(元)	45.80/20.60

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
lizhenni@tfzq.com

张一帆 联系人
zhangyifana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《广州酒家-季报点评:Q1 归母净利润+289.64%，疫情防控向好餐饮业务回暖》 2021-04-29
- 2 《广州酒家-年报点评报告:全年归母净利润增长 21%，“餐饮+食品”双轮发展》 2021-04-17
- 3 《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

1. 公司公布 2021 年中业绩公告

21H1 公司实现营收 12.32 亿元，同比增长 30.63%；归母净利润 3747.09 万元，同比增长 228.89%。基本 EPS 为 0.0663 元，同比增长 135.11%

2. 2021 年中业绩点评

2.1. 收入端

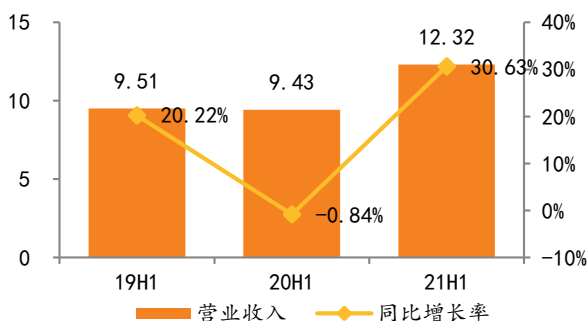
疫情恢复收入上升，渠道建设逐显成效。

分产品来看，21H1 月饼系列产品收入 0.37 亿元，较 20H1/ 19H1 同比+99.91%/ +8.32%；速冻食品收入 4.05 亿元，较 20H1/ 19H1 同比-1.50%/ +56.14%；其他产品收入 4.69 亿元，较 20H1/ 19H1 同比+42.39%/ +54.90%；餐饮业收入 3.02 亿元，较 20H1/ 19H1 同比+78.47%/ -10.46%。其中，月饼产品收入高增主要系今年中秋节提前；其他产品主要为年货产品与端午粽子销量增长，今年因疫情防控压力减小而销量上涨；速冻产品在疫情下需求与产能均有所增加，21H1 面临高基数压力；餐饮主要受益疫情好转。

分渠道来看，直销渠道收入为 5.75 亿元，较 20H1/ 19H1 增长 46.58%/ 9.25%，主要系疫情好转餐饮大幅度恢复所致；经销渠道收入为 6.39 亿元，较 20H1/19H1 增长 19.04%/ 56.59%，主要系公司加强渠道建设，经销商数较年初净增加 71 家。

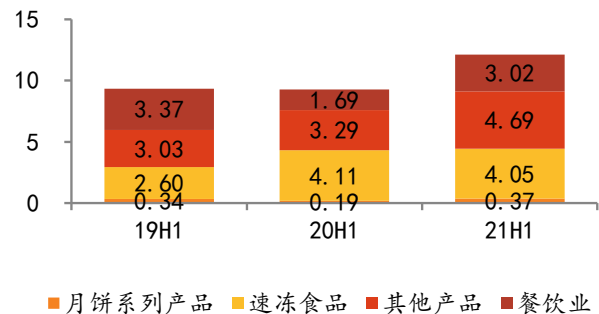
分地区来看，广东省内收入为 9.77 亿元，较 20H1/ 19H1 增长 23.37%/ 18.51%；境内广东省外收入为 2.09 亿元，较 20H1/ 19H1 增长 77.24%/ 128.21%，公司电商渠道建设逐显成效；境外地区为 0.27 亿元，较 20H1/ 19H1 增长 46.83%/ 54.57%，海外地区由于中秋提前，销量增加。

图 1：21H1 营收有所增长（单位：亿元）



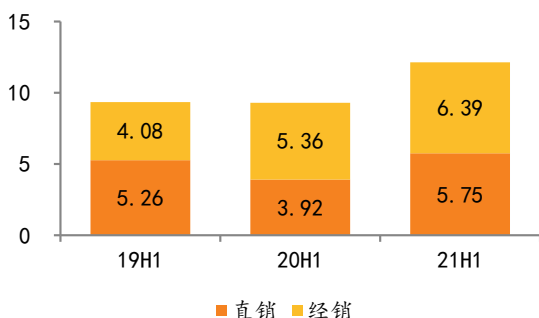
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：21H1 各产品营收情况（单位：亿元）



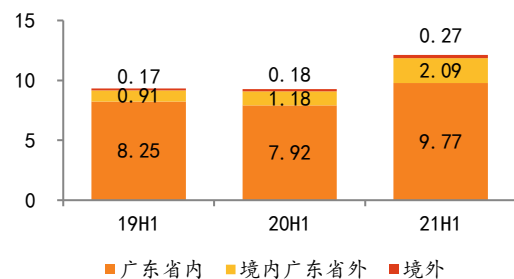
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：21H1 渠道建设有所加强（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：21H1 各地区营收情况（单位：亿元）

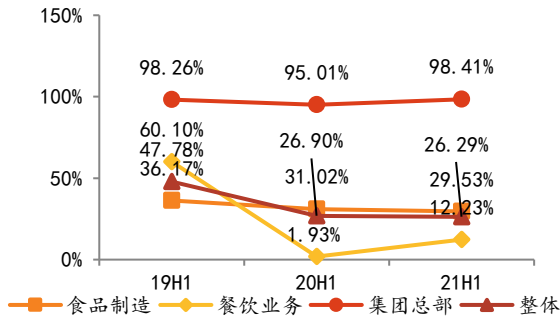


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 成本费用端

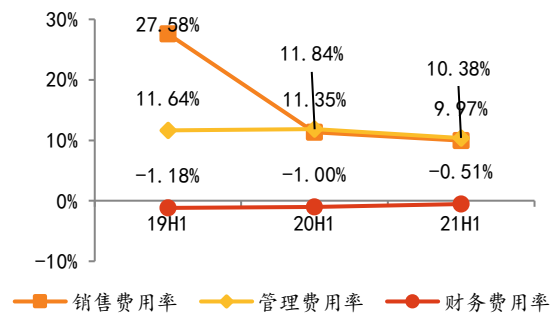
疫情好转下餐饮业务毛利率有所回升，食品业务毛利率下降系原材料成本上涨。21H1 毛利率为 26.29%，较 20H1/ 19H1 下降了 0.61pct/ 21.49pct。其中，餐饮毛利率为 12.23%，较 20H1/ 19H1 上升了 10.3pct/ -47.87pct，较 19H1 变化主要受收入准则影响，将期间费用中产品运输费、餐饮店租金、餐饮店人工成本等合同履行成本调整至营业成本。食品制造毛利率为 29.53%，较 20H1/ 19H1 下降了 1.49pct/ 6.64pct，主要系原材料成本上涨。21H1 销售费用率为 9.97%，较 20H1/ 19H1 下降 1.38pct/ 17.62pct；管理费用率为 10.38%，较 20H1/19H1 下降 1.46pct/1.26pct，管理效率有所提升；财务费用率-0.51%，较 20H1/19H1 上升了 0.48pct/0.66pct，主要是执行新租赁准则，增加了利息费用。

图 5：21H1 餐饮毛利率有所回升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：21H1 期间费用情况

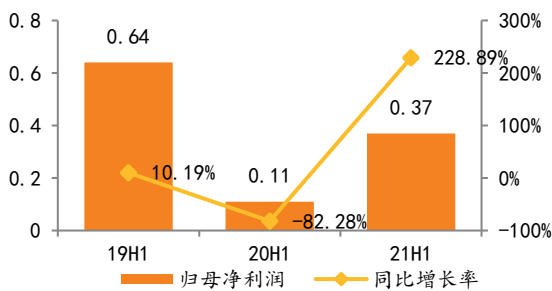


资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 利润端

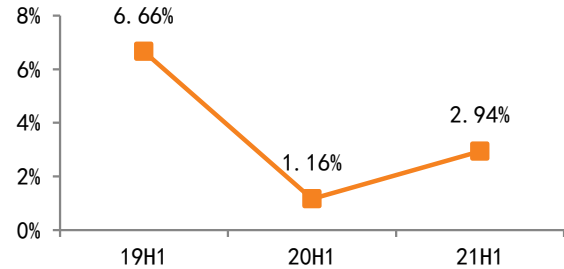
归母净利润有所恢复，目前仍低于疫情前水平。21H1 实现归母净利润 0.37 亿元，较 20H1/19H1 变动 228.89%/ -42.18%。21H1 销售净利率为 2.94%，较 20H1/ 19H1 变动 1.78pct/ -3.72pct。

图 7：21H1 归母净利润有所恢复（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：21H1 净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 投资建议与盈利预测

广州酒家策略为“餐饮+食品”双轮驱动，受益于餐饮回升与食品扩充，公司业绩较 20H1 有所好转，但餐饮恢复暂不及 19H1。目前公司产能快速扩张，梅州基地与湘潭基地（一期）产能逐步释放，助力公司扩大速冻市场份额，以差异化的粤式点心占据消费者心智。公司即将投入湘潭基地二期速冻项目建设，预计总投 3 亿元，2023 年 8 月投产，将释放 3.85 万吨产能，提升速冻产品竞争力。公司作为老字号品牌，受益于疫情恢复的趋势，通过餐饮与食品两手抓，叠加股权激励的管理优势，未来有望更上一层楼。我们预计 21-23 年净利润分别为 5.9 亿元/ 7.1 亿元/ 8.7 亿元；对应 PE 分别为 22X/ 19/ 15X，建议关注。

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	1,535.90	2,683.58	2,904.28
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	2,420.99	3,436.21	3,737.68
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	3,918.27	4,967.65	5,285.25
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	565.59	565.59	565.59
资本公积	570.79	577.71	577.71	577.71	577.71
留存收益	1,780.46	2,129.79	2,506.68	2,973.99	3,535.80
其他	(566.00)	(574.29)	(577.71)	(577.71)	(577.71)
股东权益合计	2,211.61	2,558.92	3,093.62	3,560.68	4,122.60
负债和股东权益总计	2,932.00	3,837.44	3,918.27	4,967.65	5,285.25

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	383.44	464.24	590.44	710.11	865.28
折旧摊销	67.32	92.64	41.02	46.50	50.78
财务费用	0.10	2.20	(11.95)	(28.93)	(38.31)
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	177.71	1,446.17	536.45
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	170.12	28.93	38.31
其他	(193.97)	68.75	(313.55)	(242.80)	(303.47)
筹资活动现金流	(159.69)	191.44	(143.43)	(213.87)	(265.16)
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	(129.50)	1,147.68	220.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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)	(11.95)	(28.93)	(38.31)
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	715.49	862.20	1,051.40
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	717.49	864.20	1,053.40
所得税	83.58	101.42	127.42	154.35	188.01
净利润	383.44	464.24	590.07	709.86	865.39
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	590.44	710.11	865.28
每股收益(元)	0.68	0.82	1.04	1.26	1.53

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%	23.77%	20.50%	21.94%
归属于母公司净利润	0.06%	20.69%	27.36%	20.27%	21.85%
获利能力					
毛利率	52.75%	39.33%	52.30%	51.49%	52.12%
净利率	12.68%	14.10%	13.29%	13.06%	14.01%
ROE	17.55%	18.27%	19.22%	20.06%	21.10%
ROIC	55.47%	58.30%	117.35%	57.88%	168.01%
偿债能力					
资产负债率	24.57%	33.32%	21.05%	28.32%	22.00%
净负债率	-58.58%	-61.17%	-49.65%	-75.37%	-70.45%
流动比率	2.65	1.94	3.17	2.57	3.43
速动比率	2.29	1.76	2.75	2.32	3.06
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	1.15	1.22	1.20
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.82	1.04	1.26	1.53
每股经营现金流	0.85	1.43	0.31	2.56	0.95
每股净资产	3.87	4.49	5.43	6.26	7.25
估值比率					
市盈率	34.34	28.45	22.34	18.57	15.24
市净率	6.02	5.20	4.29	3.73	3.22
EV/EBITDA	19.94	19.72	15.18	11.53	9.31
EV/EBIT	21.82	21.89	16.06	12.18	9.78

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