

月饼旺季销售可期，速冻持续健康成长

广州酒家(603043)

►公司概况：中华老字号，餐饮筑基食品变现

公司是中华老字号企业，坚持“餐饮立品牌、食品创规模”战略，食品贡献八成以上收入和业绩，食品中月饼/速冻/其他 20 年收入贡献 50%/28%/22%、17-20 年收入 CAGR15%/35%/15%，但 21H1 速冻收入在去年高基数下增速-1%，月饼收入增速 100%系今年销售提前；其他食品收入增速 45%表现较好，餐饮恢复至疫情前的 90%。公司 PE 最高近 40X、目前仅 20X 出头接近底部。

►竞争优势：品牌优势，产销规模化，餐食一体化

1、品牌优势：旗下有“广州酒家”、“陶陶居”2 个中华老字号品牌，并形成丰富的品牌矩阵和明确有别的产品定位。2、产销规模化：稳定供给，原材料集中采购并参股上游、生产加工具备多基地且工序严控；全渠道销售，直销模式重品牌推广、经销模式重市场扩张。3、餐食一体化：品牌复用上降低营销开支，2020 年广告费用率 2.7% 低于同业、销售净利率 14.1% 高于同业；研发创新上降低试错成本，将经验证的餐品研发转化为食品。

►成长看点：扩产扩渠道助力量价齐升，探索外延整合

1、食品业务量价齐升：广酒月饼定位中高端、速冻食品主打 C 端定价高，我们预期 2021-23 年月饼/速冻销量 CAGR 分别 8%/13% 至 1.82/4.65 万吨、月饼/速冻售价 CAGR 分别 5%/6% 至 109/28 元/公斤。产能及渠道扩张提供保障：1) 产能上，速冻为主的梅州基地一期试产、设计产能 2.4 万吨，湘潭基地二期速冻生产项目已完成论证、达产产量 3.85 万吨；2) 渠道上，深挖电商增效潜力、设立连锁公司重新梳理食品连锁门店、加大经销渠道建设，21H1 电商发展带动省外收入同比增长 79%。

2、外延整合：横向扩张如收购陶陶居以丰富品牌矩阵扩张市场，纵向扩张如参股上游加强对产业链资源把控。

►盈利预测与投资建议

考虑疫情影响，我们将 21-22 年营收预测从 42.5/51.1 亿元下调至 37.75/44.32 亿元，新增 23 年营收预测 51.12 亿元，考虑食品制造业务盈利改善，将 21-22 年归母净利润预测从 5.5/6.6 亿元调整至 5.46/6.71 亿元，新增 23 年归母净利润预测 7.97 亿元，考虑股本扩张，21-22 年 EPS 从 1.36/1.63 元调整至 0.97/1.19 元，新增 23 年 EPS 为 1.41 元，对应 21-23 年 PE 为 24/20/17 倍（按 2021 年 9 月 10 日收盘价）。我们保守给予公司 2022 年 28 倍 PE，对应公司 2022 年合理市值 188 亿元、目标价 33.21 元，维持“买入”评级。

风险提示

疫情不确定性风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、食品安全风险、系统性风险

盈利预测与估值

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：33.21
最新收盘价：22.94

股票代码：603043
52 周最高价/最低价：43.65/20.6
总市值(亿)：129.75
自由流通市值(亿)：129.75
自由流通股数(百万)：565.59



分析师：唐爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520080002
联系电话：

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：
华西社服&食品饮料联合覆盖

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,029 | 3,287 | 3,775 | 4,432 | 5,112 |
| YoY (%) | 19.4% | 8.5% | 14.8% | 17.4% | 15.3% |
| 归母净利润(百万元) | 384 | 464 | 546 | 671 | 797 |
| YoY (%) | 0.1% | 20.7% | 17.8% | 22.9% | 18.8% |
| 毛利率 (%) | 52.8% | 39.3% | 40.0% | 40.6% | 41.1% |
| 每股收益 (元) | 0.68 | 0.82 | 0.97 | 1.19 | 1.41 |
| ROE | 17.5% | 18.3% | 17.5% | 17.6% | 17.2% |
| 市盈率 | 34.54 | 28.62 | 24.30 | 19.78 | 16.65 |

资料来源: Wind、华西证券研究所

正文目录

| | |
|--|----|
| 1. 公司概况：中华老字号，餐饮筑基食品变现..... | 5 |
| 1.1. 历史回顾：中华老字号，上市后扩张加速..... | 5 |
| 1.2. 业务简析：餐饮筑基食品变现，速冻高增月饼平稳..... | 6 |
| 1.3. 资本市场回顾：PE 最高近 40X、目前仅 20X 出头接近底部..... | 8 |
| 2. 行业分析：月饼高确定、速冻弹性大，餐饮多竞争..... | 9 |
| 2.1. 食品制造：月饼确定性高、速冻弹性大..... | 10 |
| 2.2. 餐饮服务：大市场多竞争，省内疫情致二次承压..... | 14 |
| 3. 竞争优势：品牌优势，产销规模化，餐食一体化..... | 15 |
| 3.1. 品牌优势：老字号品牌与品牌矩阵..... | 16 |
| 3.2. 产销规模化：稳定供给与全渠道销售..... | 16 |
| 3.3. 餐食一体化：低成本营销与研发..... | 17 |
| 4. 成长看点：扩产扩渠道助力量价齐升，探索外延整合..... | 18 |
| 4.1. 产能扩张：梅州一期及湘潭二期将释放..... | 18 |
| 4.2. 渠道扩张：经销和线上扩张、线下梳理..... | 19 |
| 4.3. 推动月饼与速冻的量价齐升..... | 20 |
| 4.4. 外延整合：横纵扩张版图..... | 20 |
| 5. 盈利预测与投资建议..... | 21 |
| 5.1. 盈利预测..... | 21 |
| 5.2. 估值与投资建议..... | 22 |
| 6. 风险提示..... | 23 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1 公司股权结构..... | 6 |
| 图 2 公司分业务营收（亿元）..... | 7 |
| 图 3 公司食品制造细分营收（亿元）..... | 7 |
| 图 4 公司归母净利（亿元）..... | 7 |
| 图 5 公司税前利润构成..... | 7 |
| 图 6 公司分业务毛利率..... | 8 |
| 图 7 公司分业务税前利润率..... | 8 |
| 图 8 公司分季营收及净利占比..... | 8 |
| 图 9 公司各产品分季营收占比（2019 年）..... | 8 |
| 图 10 广州酒家股价复盘..... | 9 |
| 图 11 广州酒家 PE Band..... | 9 |
| 图 12 我国月饼销售额（亿元）..... | 10 |
| 图 13 中国消费者购买月饼预算调查（元）..... | 10 |
| 图 14 我国月饼类型市占率..... | 10 |
| 图 15 我国月饼企业市占率..... | 10 |
| 图 16 我国速冻食品销售额..... | 13 |
| 图 17 我国速冻食品企业市占率..... | 13 |
| 图 18 广东省餐饮收入（年度值）..... | 15 |
| 图 19 广东省餐饮月度收入（当月值）..... | 15 |
| 图 20 公司月饼和速冻产能利用率..... | 17 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 21 公司月饼和速冻产销率..... | 17 |
| 图 22 广告费用率对比（2020 年）..... | 18 |
| 图 23 净利率对比（2020 年）..... | 18 |
| 图 24 公司产能释放预期..... | 19 |
| 图 25 公司月饼中产品和馅料产能占比（2016 年）..... | 19 |
| 图 26 公司分渠道收入..... | 19 |
| 图 27 公司直销分渠道收入..... | 19 |
| 图 28 公司分地区收入..... | 20 |
| 图 29 公司经销商数量..... | 20 |
| 图 30 公司月饼量价情况..... | 20 |
| 图 31 公司速冻量价情况..... | 20 |
| 图 32 陶陶居收入和业绩情况..... | 21 |
| 图 33 陶陶居引入战略投资者后股权结构..... | 21 |
| | |
| 表 1 公司发展历程..... | 5 |
| 表 2 月饼代表企业介绍..... | 11 |
| 表 3 月饼产品价格对比..... | 11 |
| 表 4 速冻代表企业介绍..... | 13 |
| 表 5 速冻产品价格对比..... | 13 |
| 表 6 广州可比餐饮企业介绍..... | 15 |
| 表 7 公司旗下品牌矩阵..... | 16 |
| 表 8 公司规模化产销要点..... | 17 |
| 表 9 公司产能基地建设项目..... | 18 |
| 表 10 公司分产品收入预测..... | 21 |
| 表 11 绝对估值（FCFF）-自由现金流预测..... | 22 |
| 表 12 绝对估值（FCFF）-相关假设..... | 23 |
| 表 13 绝对估值（FCFF）-输出结果（百万，2021）..... | 23 |
| 表 14: 相对估值-可比同业..... | 23 |

1. 公司概况：中华老字号，餐饮筑基食品变现

1.1. 历史回顾：中华老字号，上市后扩张加速

广州酒家是中华老字号企业，素有“食在广州第一家”美誉，其发展历程可分为四阶段：1) 品牌成型：1935 年以西南酒家开业、1973 年正式改名为广州酒家，2) 业务探索：上世纪 80 年代推进餐饮业务连锁化、90 年代探索食品加工业务；3) 改制上市：2009 年改制、2017 年 A 股上市，4) 加速扩张：上市后投建生产基地、合资成立粮丰园、收购陶陶居等加速扩张。

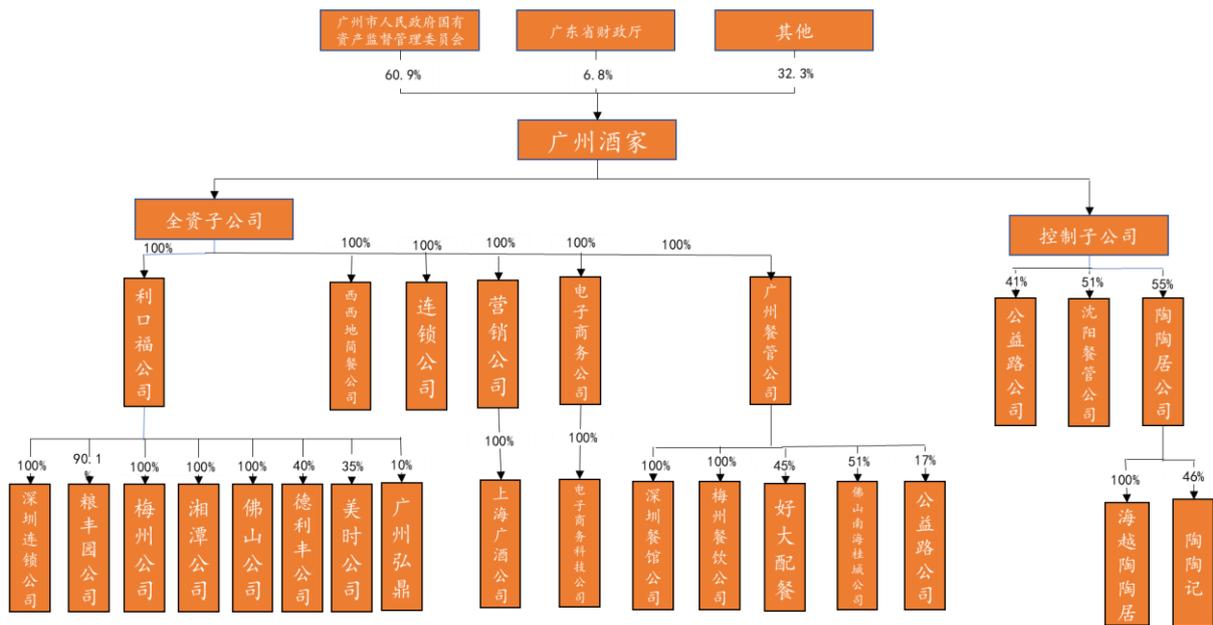
表 1 公司发展历程

| 阶段 | 时间 | 事件 |
|------|--------|------------------------------|
| 品牌成型 | 1935 年 | 西南酒家开业 |
| | 1973 年 | 正式改名为“广州酒家” |
| | 1986 年 | 在广州恩宁路开设餐饮连锁店 |
| | 1989 年 | 在滨江西餐饮分店开业 |
| 业务探索 | 1991 年 | 成立广州酒家企业集团 |
| | 1995 年 | 成立利口福食品有限公司开展食品加工业务 |
| | 1996 年 | 在番禺区创建大型食品生产基地 |
| | 2005 年 | 开始由广州市国资委控股 |
| | 2006 年 | 被评为首批“中华老字号” |
| | 2009 年 | 集团改制为广州酒家集团股份有限公司 |
| 改制上市 | 2010 年 | 成立利口福营销有限公司实现食品生产和营销剥离 |
| | 2012 年 | 架设网上商城成立集团电子商务分公司 |
| | 2017 年 | 正式登陆 A 股资本市场，成为广东省第一家上市的美食集团 |
| 加速扩张 | 2018 年 | 在梅州和湘潭投建两个食品生产基地，合资成立粮丰园公司 |
| | 2019 年 | 完成陶陶居公司 100% 股权收购 |
| | 2020 年 | 公告陶陶居增资扩股后公司将持股 55% |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

公司控股股东及实控人广州市国资委持股 60.93%，划转前持股 67.7%、近期将 6.77% 公司股权转让给广东省财政厅；上市前即有员工持股，有 180 多名员工为自然人股东；2018 年出台第一期股票期权激励计划，向高管及骨干人员授予 402 万份股票期权、占总股本近 1%，解锁条件为 2019-21 年收入/扣非后归母净利润同比增速均不低于 10% 且加权净资产收益率均不低于 16%、现金分红比例均不低于 30%；2020 年 1 月，赵利平升任公司总经理，黎钢新任公司副总经理，陈扬新任公司董秘。

图 1 公司股权结构



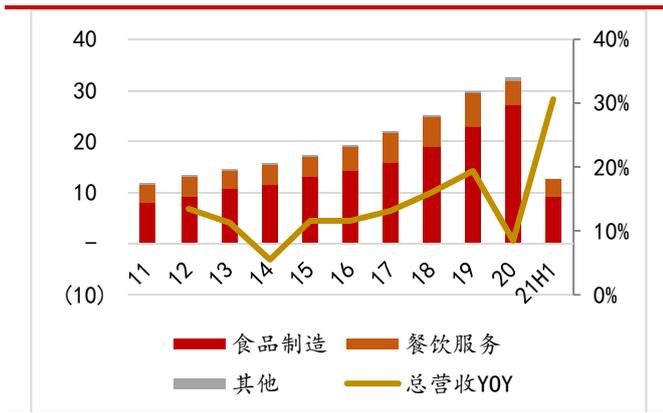
资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.2. 业务简析：餐饮筑基食品变现，速冻高增月饼平稳

公司坚持“餐饮立品牌、食品创规模”战略，食品制造/餐饮服务贡献约 8/2 成收入。2011-20 年公司总营收 CAGR12%至 32.97 亿元，14 年增速 6%主要系三公消费受限、20 年增速 9%主要系疫情影响餐饮经营、21H1 收入增速 31%得益疫情后餐饮恢复。分业务看，食品/餐饮/其他收入 11-20 年 CAGR14%/4%/35%至 26.96/4.89/0.66 亿元、20 年占比为 83%/15%/2%、21H1 增速 17%/82%/NA 且较 19H1 增速 28%/-10%/NA；上市后伴随产能扩张食品制造收入增长提速，18-20 年食品收入增速为 19%/21%/18%、平均增速较 14-17 年高 9pct，而餐饮服务因扩张慢及疫情影响、20 年餐饮收入下滑 27%。

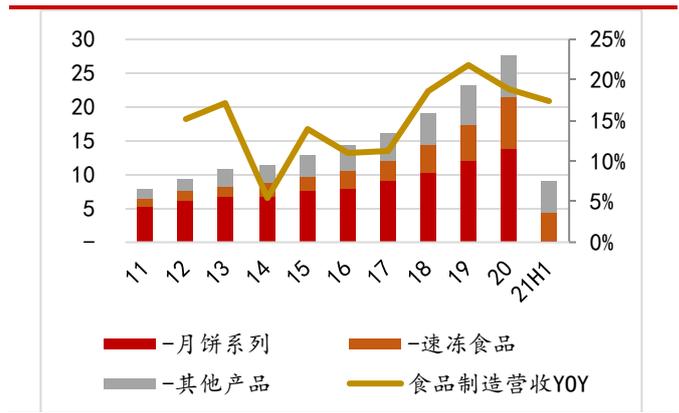
就食品制造业务而言，**第二品类速冻增速最快且上市后逐年提速，18-20 年速冻收入增速为 30%/35%/40%、平均增速较 14-17 年高 16pct，占食品收入比提升 7pct 至 28%，但 21H1 在去年高基数下增速-1%、主要系产能限制；第一品类月饼增长平稳且占比下降，18-20 年月饼收入增速为 16%/15%/16%、占食品收入比下降 4pct 至 50%，但 21H1 增速 100%、主要系今年销售提前；其他品类食品（腊味、饼酥、西点等）增长波动更大，18-20 年其他食品收入增速为 16%/26%/5%、占食品收入比略降至 22%。**

图 2 公司分业务营收 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 3 公司食品制造细分营收 (亿元)

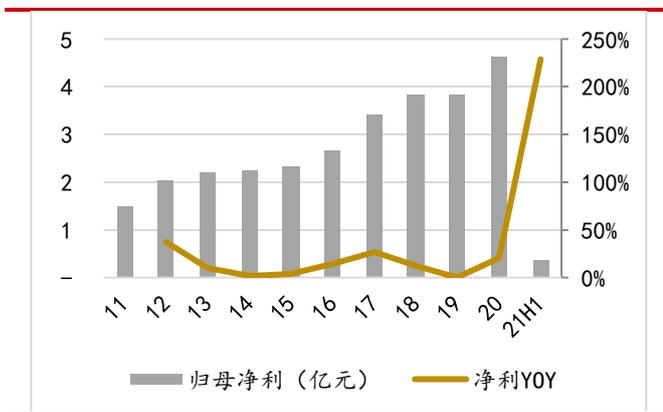


资料来源：公司公告、华西证券研究所

公司以食品生产销售为主，食品制造贡献 8 成以上的业绩。2011-20 年公司归母净利 CAGR14%至 4.64 亿元、归母净利率提升 1.4pct 至 14.1%，得益利口福 17 年开始享受 15%所得税率、20 年其他收益大增等；21H1 归母净利 0.37 亿元、同比增长 229%。分业务看，食品/餐饮常态毛利率 50%/62%、常态税前利润率 20%/11%，因此食品/餐饮常态毛利占比 71%/28%、常态净利占比 87%/18%（常态指 17-19 年平均）；**疫情之下食品制造利润率反升**，20 年食品毛利率降至 45%而税前利润率升至 23%、主要系低毛利但高周转的速冻食品销售激增，但 21H1 税前利润率为 7%、系月饼贡献尚小；而餐饮毛利率降至 5%且税前利润率降至-4%、主要系餐饮收入下滑但开支刚性。

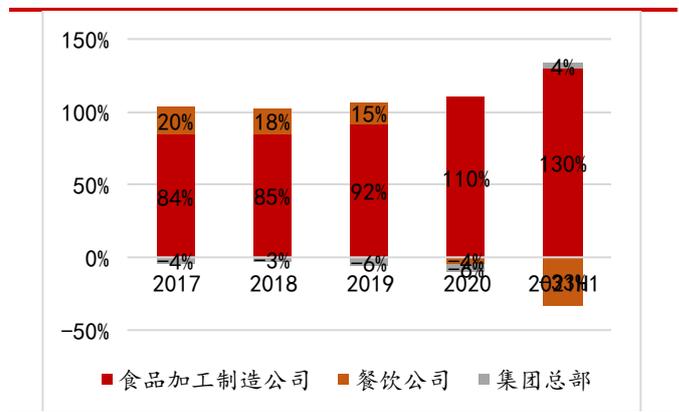
就食品制造业务而言，月饼毛利率远高于速冻和其他品类，月饼/速冻/其他品类 17-19 年平均毛利率 62%/36%/36%、20 年毛利率 58%/35%/25%，可见季节性更强的月饼天然实现更高毛利率、而疫情期间速冻毛利率相对受影响小；**历史上各品类毛利率均实现显著提升**，月饼/速冻/其他品类 11-19 年毛利率提升 10/12/12pct。

图 4 公司归母净利 (亿元)



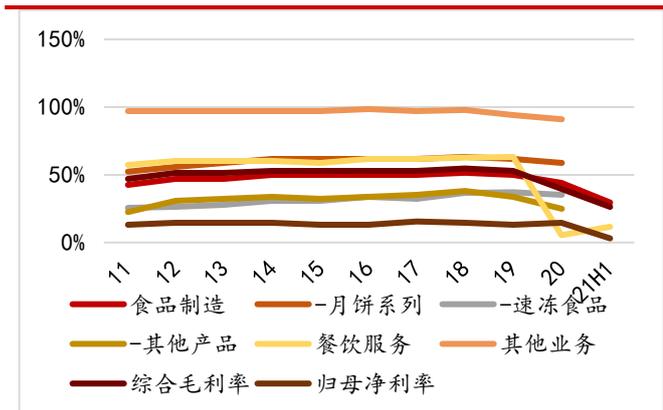
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 公司税前利润构成



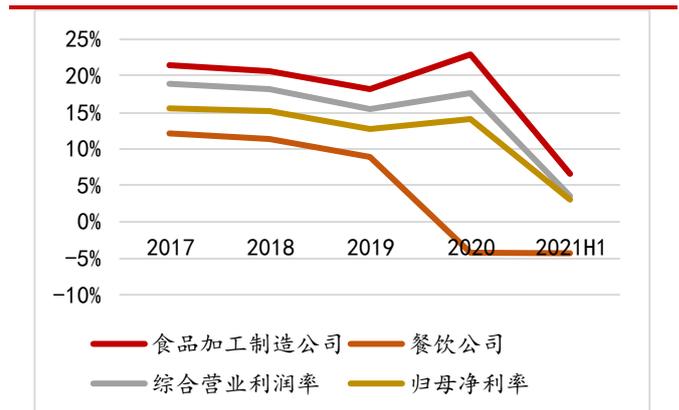
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 6 公司分业务毛利率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

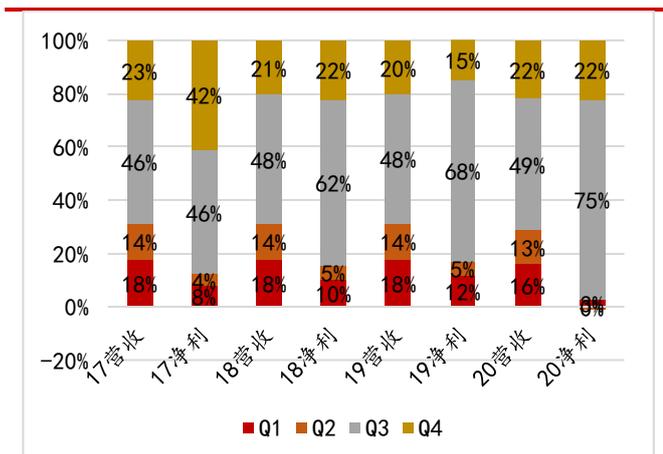
图 7 公司分业务税前利润率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

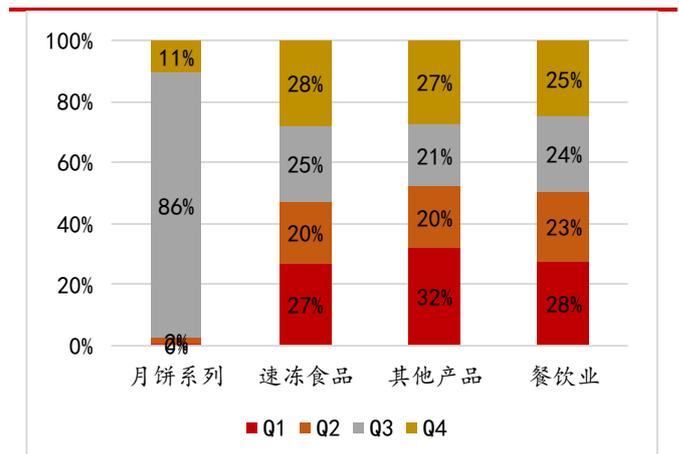
公司以三季度为绝对旺季，营收贡献近 50%、净利贡献超 60%。这主要由于毛利率最高的月饼系列占公司总营收及毛利的 40%-50%、而月饼销售 80%-90%集中在三季度。此外四季度营收及业绩贡献 20%以上、一季度营收贡献 15%以上但业绩贡献 10%左右，而二季度营收贡献 15%以上且业绩贡献 5%左右（以上参考 17-19 年平均水平）。

图 8 公司分季营收及净利占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 9 公司各产品分季营收占比 (2019 年)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.3. 资本市场回顾：PE 最高近 40X、目前仅 20X 出头接近底部

公司 17 上市后全年/18/19/20 年股价涨幅 3%/40%/14%/29%，我们分析股价上涨主要由于：（1）**业绩超预期**：如 17 年业绩+28%超预期、带动 18 年 5 月股价+39%，而 20H1 业绩亏损低于预期、带动 20 年 9 月股价-21%；（2）**业绩持续性和品类扩张成功带动估值中枢提升**：18/19/20 年最高动态 PE 为 29/36/39X，得益老字号月饼及餐饮保证业绩确定性、高增长速冻打开品类扩张空间。

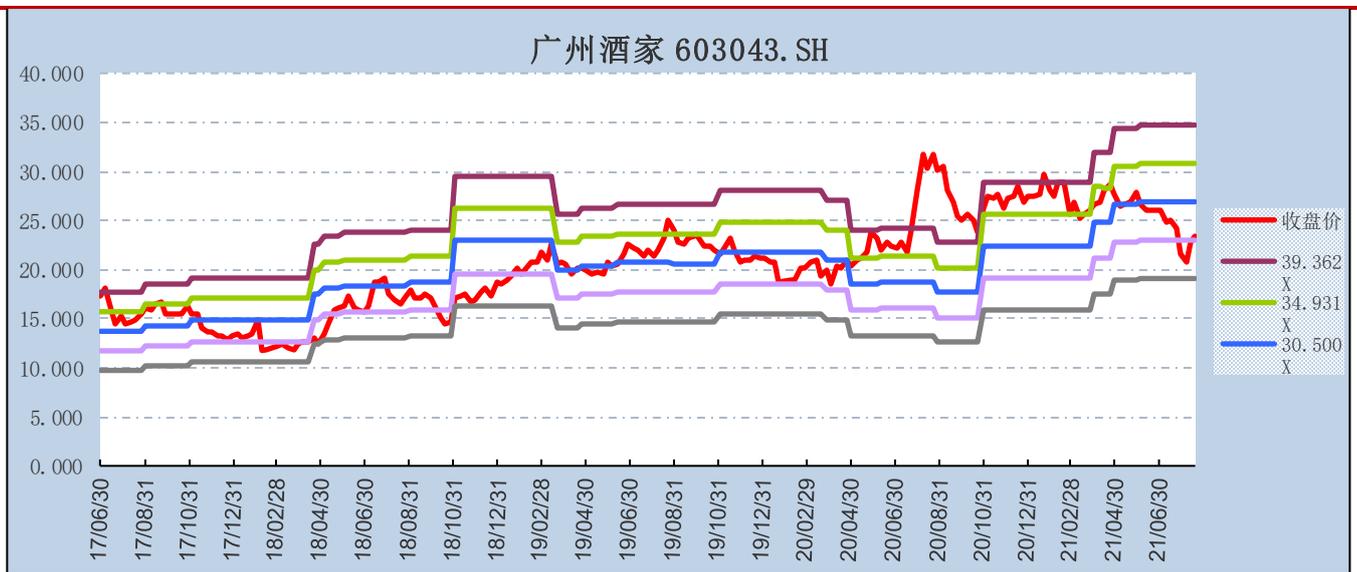
而其 21 年至今股价跌幅-14%，我们分析与大盘动荡及公司速冻等食品增速回落有关，目前动态 PE 已下跌至仅 20X 出头、接近历史最低的 19X，伴随中秋旺季到来和潜在业绩释放，公司估值存在修复机会，其历史股价在 7-8 月有不错表现。

图 10 广州酒家股价复盘



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 11 广州酒家 PE Band



资料来源：Wind、华西证券研究所

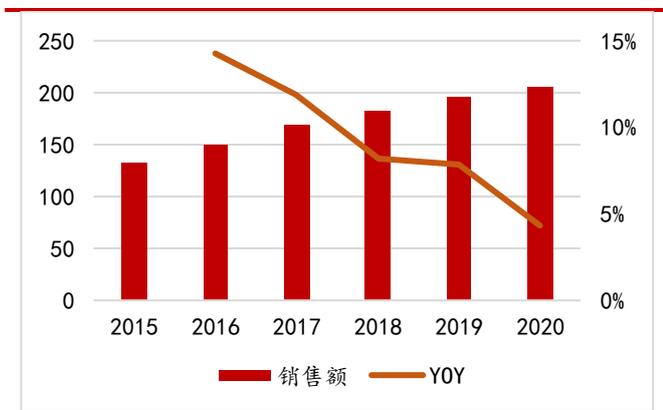
2. 行业分析：月饼高确定、速冻弹性大，餐饮多竞争

2.1. 食品制造：月饼确定性高、速冻弹性大

2.1.1 月饼是季节性刚需，迎接结构升级与头部集中

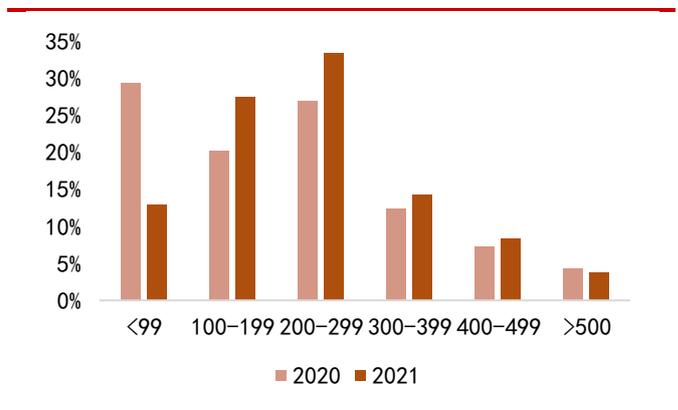
月饼是中国传统节庆食品、呈现季节性刚需和需求多样化的特征，因此其赛道特征呈现：1) 老字号品牌溢价高、可持续提价，2) 规模化供给门槛高、存在产能复用，从而行业空间以确定性结构升级机会为主、竞争格局呈现头部共同集中趋势。从行业空间看，2020 年我国月饼销售额约 205 亿元，整体维持低个位数增速但中高端市场需求更旺盛，而且根据艾媒咨询的中国消费者购买月饼预算调查、2021 年将购买 100 元以上月饼的占比显著提升；从竞争格局看，广式月饼兼具口味广受欢迎和易标准化复制特性、成为主流消费选择，广州酒家在全系列月饼中市占率 6% 以上。受益早前限制三公消费政策带来的行业洗牌及近年消费升级驱动，月饼市场正走向头部集中格局。

图 12 我国月饼销售额（亿元）



资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

图 13 中国消费者购买月饼预算调查（元）



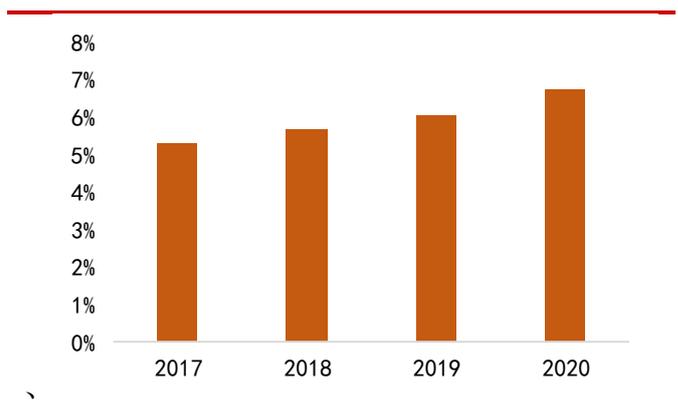
资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

图 14 我国月饼类型市占率



资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

图 15 广州酒家月饼市占率



资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

对比同业，广酒月饼定位中高端广式月饼、具备品牌及规模化优势。港式月饼美心和荣华定位高端、平均单价可达国内月饼的 2-3 倍，社交属性强、需求弹性更大些，尤其美心知名度高、在大陆市占率亦高；广式月饼华美和京式月饼稻香村等定位中端，实用属性强、需求确定性强，且多为烘焙糕点企业经营、工业化及规模化能力强；而公司旗下广式月饼广酒及陶陶居定位中高端，兼具社交和实用性、需求确定性

高，且均有餐饮老字号品牌加持、具备品牌及规模化优势，区域性对手主要是美心、荣华、杏花楼、东莞华美等，但与其存在一定的产品和定价错位竞争。

表 2 月饼代表企业介绍

| | 成立时间/起源地 | 月饼品类 | 其他经营范围 | 公司发展特色 |
|-------|-----------------|-----------|--|---|
| 北京稻香村 | 1895年；北京 | 京式月饼 | 糕点食品、节令食品；速冻食品（水饺、馄饨） | 中华老字号，北京早期的南味食品企业，以“饼艺至尊”享誉中外的大型传统食品企业 |
| 五芳斋 | 1921年；浙江 | 苏式月饼 | 主要从事以糯米食品为主导的食品研发、生产和销售以及餐饮服务。 | 已形成以粽子为主导，集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体的产品群，五芳斋号称“江南粽子大王”。 |
| 元祖股份 | 1980年；中国台湾 | 新式月饼 | 专业设计制作糕点月饼，从事烘焙食品的研发、生产与销售 | 定位是“精致礼品名家”，是烘焙食品连锁经营行业龙头之一也是“上海市著名商标”，采取“中央工厂+门店直销”模式 |
| 稻香村 | 1773年；前身“苏州稻香村” | 京式月饼 | 制作糕点月饼的传统企业 | 中国糕点行业现存历史悠久的企业之一，作为国家首批认定的“中华老字号”及驰名中外的“稻香村”品牌创立者，全国700家专卖店。 |
| 东莞华美 | 1991年；东莞市 | 广式月饼 | 主要从事烘焙类（广式月饼和饼干）、糖果类食品的生产及销售 | 华美食品旗下已拥有东莞和湖北2个厂区、在湖北开展莲子种植、在河南建立面粉供应基地；目前旗下已经有“华美”、“每日粗粮”、“华夫软饼”、“金丽沙”及“欧麦咖”等品牌产品 |
| 嘉华食品 | 1988年；云南 | 滇式月饼 | 经营品类涵盖面包、蛋糕、西点、中点、咖啡饮料、月饼、汤圆、粽子等 | 是云南本土大型烘焙企业，旗下拥有大型连锁烘焙品牌“嘉华饼屋”、知名伴手礼品牌“嘉华鲜花饼”、云南高端烘焙连锁品牌JUST HOT |
| 米旗甜点 | 1994年；西安 | 广式月饼 | 形成月饼、蛋糕、面包、西点、中点、冷饮完整的六大类产品线 | 拥有10家分公司和1家食品研究所，以充满朝气、健康良好的发展为业内所称道，被誉为“中国焙烤食品的领头羊”。 |
| 广州酒家 | 1935年；广州“西南酒家” | 广式月饼 | 食品制造业务、餐饮业务 | “中华老字号”“食在广州第一家”的品牌沉淀，食品加餐饮双轮驱动战略，广式传统经典+新式口味创新多食品品类 |
| 美心集团 | 1956年；中国香港 | 港式月饼 | 香港大型月饼生产商之一及多元化餐饮集团，经营范围包括中菜、亚洲菜、西菜、快餐、西饼、咖啡店、回转寿司店等 | 月饼业务核心在于零售网点丰富、国内经销体系发达，根据尼尔森香港月饼市场调查报告，连续21年香港销售第一，占香港月饼市场40%左右份额 |
| 香港荣华 | 1950年；中国香港 | 广式月饼/港式月饼 | 主要经营酒楼茶室、中式礼饼以及月饼、腊肠业务 | 香港极具规模的饮食集团，香港广式月饼的代表，以白莲蓉月饼著称 |
| 杏花楼 | 1851年；上海“探花楼” | 苏式月饼 | 主要经营粤式餐饮及月饼、中西糕点、粽子腊味等产品 | 中华老字号之一，上海老商标 |
| 莲香楼 | 1889年；广州 | 广式月饼 | 主营传统粤菜和广式点心 | “老广州手信”传统和创新系列产品的代表企业，以莲蓉月饼著称 |
| 陶陶居 | 1880年；广州 | 广式月饼 | 经营上以粤式菜点与糕点并重 | 有（清光绪年间）粤菜品牌老字号沉淀积累、餐饮拓展更加市场化，月饼系列产品更加年轻化。 |

资料来源：公司公告、公司官网、华西证券研究所

表 3 月饼产品价格对比

| | | | | |
|-------|---|---|--|---|
| 样式 |  |  |  |  |
| 品牌及款式 | 北京稻香村 蛋黄伍仁 956g | 五芳斋 蛋黄莲蓉豆沙 640g | 元祖股份 雪月饼 840g | 稻香村 蛋黄莲蓉 820g |
| 价格 | 280 元 | 55 元 | 319 元 | 65 元 |
| 平均价格 | 29.28 元/100g | 8.59 元/100g | 37.97 元/100g | 7.93 元/100g |
| |  |  |  |  |
| 品牌及款式 | 广州酒家 双黄白莲蓉 650g | 美心集团 流心奶黄 360g | 香港元朗荣华 双黄白莲蓉 740g | 陶陶居 双黄白莲蓉 680g |
| 价格 | 198 元 | 470 元 | 298 元 | 238 元 |
| 平均价格 | 30.46 元/100g | 130.56 元/100g | 40.27 元/100g | 35.00 元/100g |

资料来源：公司公告、公司官网、天猫商城、华西证券研究所

2.1.2 速冻是低配版外卖，竞争激烈但可抗环境风险

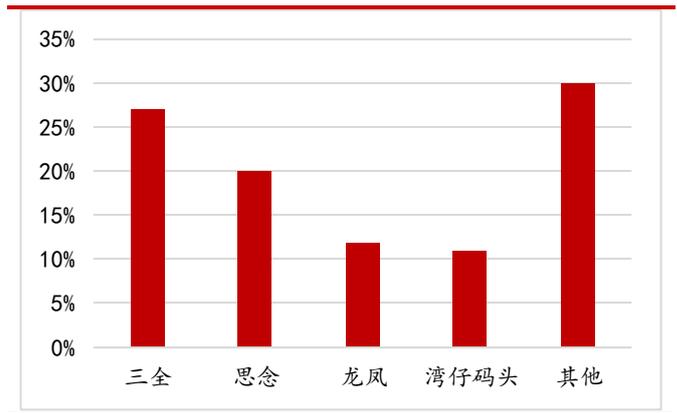
速冻食品是低配版外卖、具备性价比高安全性好的特点，因此其赛道特征呈现：1) 品牌势能强、市场竞争激烈，2) 抗环境风险、行业逆势增长，故行业现有格局稳固、高弹性机会多孕育在新品类或在疫情爆发、消费降级等年份。从行业空间看，我国速冻市场规模在 1000 多亿元，市场增速较快（年化增速 10%左右）且较发达国家渗透率仍低（欧美人均年消费量几十公斤而中国不足十公斤），考虑家庭小型化、生活节奏加快及冷链供给发展等估计未来仍可保持较快增速，但同时考虑发达国家缺少大规模的外卖替代因此估计长期我国速冻市场人均消费量或仍不及发达国家；从竞争格局看，速冻米面品格局稳固、三全+思念+湾仔码头合计市占率超 60%，而广州酒家以广式点心为突破口错位竞争并实现加速增长、尤其在疫情之下受益速冻行业逆势增长红利。

图 16 我国速冻食品销售额 (亿元)



资料来源: 中国产业信息网、华西证券研究所

图 17 我国速冻食品企业市占率



资料来源: 艾媒咨询、华西证券研究所

对比同业, 广酒速冻食品以广式点心为突破口、主打C端市场平均定价更高。三全、思念和湾仔码头均以传统面点水饺、汤圆等为主, 其中三全、思念主打B端市场定价更亲民而湾仔码头定价更高, 三家公司均成立于上世纪、品牌和渠道优势突出; 而广酒发展速冻食品时间晚、起初主要是利用月饼的闲置产能, 因此其更注重差异化发展, 以广式点心为突破口、主打C端市场平均定价更高, 从而在产能更有限的情况下保证更好的盈利。

表 4 速冻代表企业介绍

| 成立时间/ 起源地 | 产品系列/ | 速冻食品销售 额 20 年 | 速冻食品毛利 率 20 年 |
|-------------------------|--|------------------|------------------|
| 三全 食品 1992/ 郑州 | 速冻水饺/馄饨/粽子汤圆/面点油条/火锅米饭等常温方便速食 | 67.57 亿元 | 19.63% |
| 思念 食品 2005/ 郑州 | 水饺和云吞系列/红糖馒头等面点系列/小油条/南瓜饼/手撕饼等 休闲系列/粽子汤圆等系列 | 45.85 亿元 | |
| 湾仔 码头 1977/ 中国 香港 | 水饺系列/云吞系列/汤圆系列/包点系列/面食系列 | 41.02 亿元 | |
| 广州 酒家 1935/ 广州 | 核桃包/虾饺/叉烧包/香菇烧卖/流沙包/奶黄包/酱凤爪/豉汁排骨 糯米鸡等 | 7.75 亿元 | 35.44% |

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

表 5 速冻产品价格对比

| 样式 | 品牌及款 |
|----|--------------------------|
| | 广州酒家流沙凤 凰包 337.5g*2 袋 |
| | 安井金麦流沙 包 300g |
| | 广州酒家豆沙 包 337.5g*2 袋 |
| | 安井豆沙包 360g |
| | 广州酒家香菇 灌汤包两袋装 300g |
| | 安井香菇素菜 包 360g |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

| | | | | | | |
|-------|---|---|---|--|---|---|
| 式 | | | | | | |
| 价格 | 52 元 | 24.9 元 | 38 元 | 11.8 元 | 45 元 | 15.9 元 |
| 平均价格 | 7.70 元/100g | 3.38 元/100g | 5.63 元/100g | 3.28 元/100g | 15.00 元/100g | 4.42 元/100g |
| |  |  |  |  |  |  |
| 品牌及款式 | 广州酒家花生汤圆 200g*2 袋 | 三全速冻醇香经典黑芝麻大汤圆水 320g*3 袋 | 安井 250g 酒酿小圆子 | 广州酒家紫金酱凤爪 250g 两袋装 | 广州酒家鼓汁排骨 250g 两袋装 | 广州酒家手制叉烧包 337.5g*2 袋 |
| 价格 | 26 元 | 43.9 元 | 8.6 元 | 90 元 | 102 元 | 52 元 |
| 平均价格 | 6.50 元/100g | 4.57 元/100g | 3.44 元/100g | 18.00 元/100g | 20.40 元/100g | 7.70 元/100g |
| |  |  |  |  |  |  |
| 品牌及款式 | 三全动物城卡通包/熊猫/奶黄包 10 只一袋 300g | 安井 奶黄包 360g 袋装 12 只 | 三全速冻千丝手抓饼原味葱香 2 口味 320g 6 包 | 安井手抓饼 25 片葱香味饼家庭装冷冻 2.25KG | 三全上海风味馄饨云吞三鲜 500g *4 | 三全韭菜鸡蛋粉条薄皮包子 240g*6 袋 48 只 |
| 价格 | 23 元 | 11.8 元 | 52 元 | 49 元 | 69.9 元 | 79.9 元 |
| 平均价格 | 7.67 元/100g | 3.28 元/100g | 3.38 元/100g | 2.18 元/100g | 3.50 元/100g | 5.55 元/100g |

资料来源：公司公告、公司官网、天猫商城、华西证券研究所

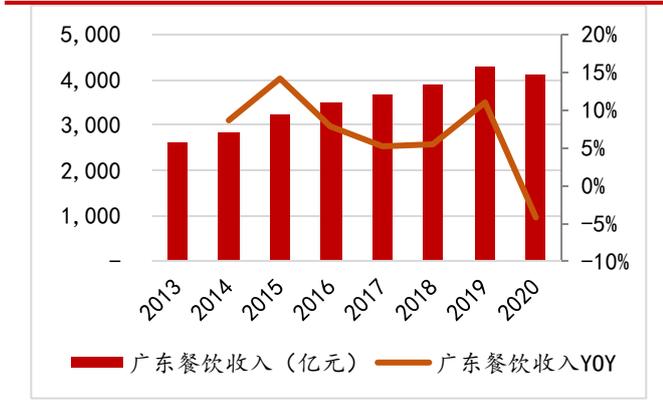
2.2. 餐饮服务：大市场多竞争，省内疫情致二次承压

餐饮赛道空间大、竞争激烈，区域性龙头具备品牌和客户粘性、但老字号连锁化扩张速度慢。从广东市场看，长期来说，广东省是我国第二大餐饮消费省、省内餐饮需求旺盛，2013-19 年全省餐饮收入 CAGR9%至 4307 亿元，但粤菜讲求新鲜多样、省外扩张速度有限；短期而言，全省餐饮收入疫情期间 20 年 3/4 月同比下降 48%/31%、

直到 20 年 9/12 月相对爆发同比增长 19%/20%，21 年一季度复苏态势好但 6 月受省内疫情扰动同比下降 56%、从而使省内餐饮企业再次承压。

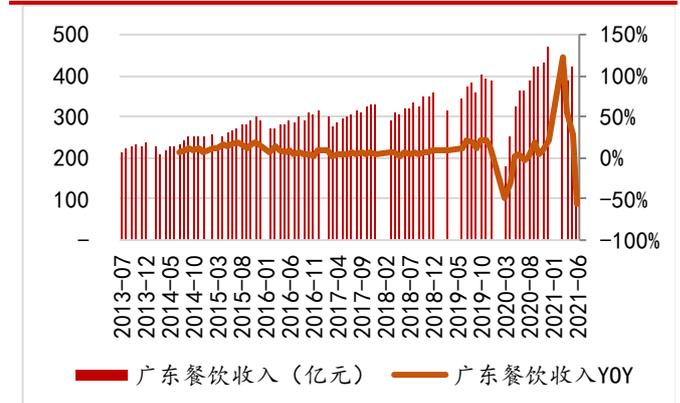
对比同业，广酒餐饮定位大众消费，具备区域品牌及多门店网络优势。广州鸿星、炳胜均以经营粤菜及海鲜为主且客单价分别在 100-200/180-350 元，而广州酒家以经营传统粤菜为主且客单价 95-130 元、老字号保留更浓厚且定位更大众化，从而在广州及广东市场扩张、目前有 26 家餐饮门店，区域品牌及多门店网络优势明显。

图 18 广东省餐饮收入（年度值）



资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

图 19 广东省餐饮月度收入（当月值）



资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

表 6 广州可比餐饮企业介绍

| 企业名称 | 成立时间 | 旗下品牌 | 人均单价 | 经营特色 | 异地扩张 |
|-------|------|--|-----------|--|------------------------------------|
| 广州酒家 | 1935 | 广州酒家/天极品/陶陶居/星樾城 | 95-130 元 | 多家餐饮门店被授予“国家五钻级酒家”“广东省粤菜师傅大师工作室”等称号，是广东省非遗代表性项目“粤菜烹饪技艺”及广州市非遗代表性项目“广府饮茶习俗”的保护单位。 | 在广州、武汉、郑州、宜春、赣州、长沙、天津多地设有直营店 22 家。 |
| 广州鸿星 | 1990 | 鸿星海鲜酒家/东豪燕窝鱼翅海鲜酒家/番禺东豪海鲜酒家/东江海鲜酒家/艺都燕窝鱼刺酒家/棠下渔港/万豪海鲜酒家/东江大酒店/华乐宫酒店 | 100-200 元 | 以经营粤菜、海鲜而名扬四海 | 在广州、上海、南京、番禺、佛山等地开设 20 余家店。 |
| 广州炳胜 | 1996 | 炳胜品味/炳胜私厨/炳胜公馆/禅意茶素/小炳胜 | 180-350 元 | 主要以刺身为主、以鱼生打天下，后推出一系列健康、特色的菜肴，有家常小炒、乡村美食、精美点心 | 在广州、深圳开设 14 家店。 |
| 广州幸运楼 | 2001 | | 79 元 | | |
| 陶陶居 | 1880 | 陶陶居饼家/陶陶居酒家/金牌陶陶居/陶陶居庭院/陶陶居丽宴 | 100-160 元 | 1993 年被授予“中华老字号”称号、1998 年被批准为“国家特级酒家”。 | 在广州、厦门、上海等地开设直营店 7 家+特许店 19 家。 |

资料来源：公司公告、公司官网、华西证券研究所

3. 竞争优势：品牌优势，产销规模化，餐食一体化

3.1. 品牌优势：老字号品牌与品牌矩阵

公司旗下有“广州酒家”、“陶陶居”2个中华老字号品牌，均经营餐饮及食品业，同时已形成丰富的品牌矩阵和明确有别的产品定位，餐饮板块还有“天极品”、“星樾城”等品牌，食品板块还有“利口福”、“秋之风”、“粮丰园”等多个知名品牌。从餐饮板块看，广州酒家和陶陶居均为大众化粤菜餐饮品牌，广州酒家传统保留足、开设的分店向总店看齐，陶陶居逐步市场化、于购物中心开设的分店更新派年轻化并逐步进驻一线城市；而新品牌天极品为广州酒家中的精品店、以豪华商务宴席为亮点，星樾城则是以新加坡、越南、泰国菜系为主的东南亚餐厅，以高性价比吸引年轻食客。从食品板块看，广州酒家、利口福、陶陶居、粮丰园均以出品月饼为长，其中广州酒家月饼口味时尚年轻，推出“伯爵红茶流心月饼”，“抹茶红豆流心月饼”等产品，营销上与宝可梦皮卡丘等卡通IP联名，价格略高于集团内的利口福牌月饼；利口福月饼口味传统大众，价格亲民；而陶陶居品牌下月饼种类丰富，不仅口味多样，更有低糖品类、冰沙品类等创新品种。

表 7 公司旗下品牌矩阵

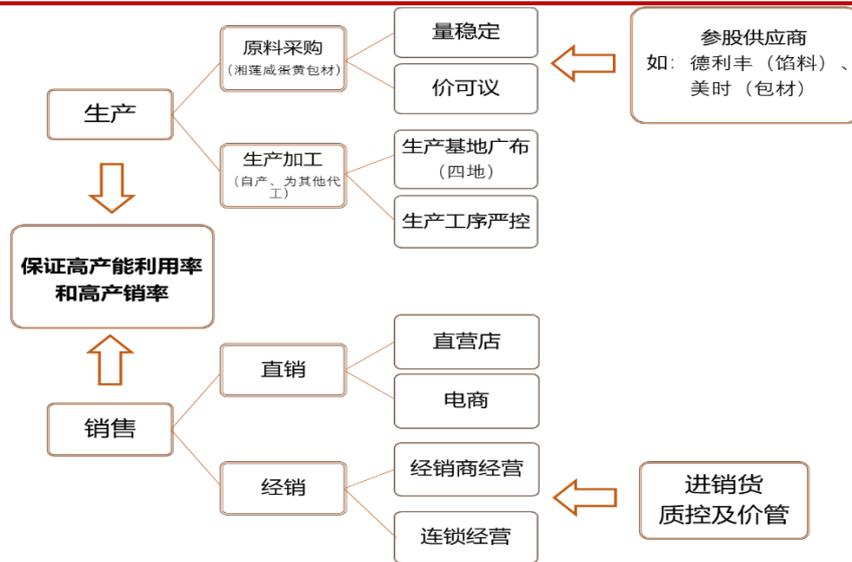
| | 广州酒家 | 陶陶居 | 利口福 | 秋之风 | 粮丰园 | 天极品 | 星樾城 |
|------|---------------------------------|--|---------------------------------|-----------|------------|---------|--------|
| 成立时间 | 1935 年 | 1880 年 | 1998 年 | 1998 年 | 2005 年 | 2011 年 | 2019 年 |
| 经营范围 | 粤菜餐饮（月饼、速冻、腊味食品等） | 粤菜餐饮/食品（月饼、糕点、冷冻品、腊味食品、坚果炒货等） | 月饼、速冻、广式茶点 | 腊味食品 | 月饼、饼酥蛋卷 | 粤菜餐饮 | 东南亚菜餐饮 |
| 主打风格 | 传统性价比高 | 跨省连锁扩张，市场化明显 • 餐饮 113 元/人 • 月饼 78-254 元/斤 | 传统性价比高 | 传统性价比高 | 传统性价比高 | 传统商务精品 | 新式高性价比 |
| 单价 | • 餐饮 114 元/人 • 月饼 90-235 元/斤 | • 腊味 96-121 元/斤 • 冷冻品 49-180 元/斤 • 糕点 94-146 元/斤 | 月饼 91-115 元/斤 速冻点心 26-61 元/斤 | 60-78 元/斤 | 80-100 元/斤 | 123 元/人 | 92 元/人 |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.2. 产销规模化：稳定供给与全渠道销售

公司规模化产销能力即在高时限要求下快速组织规模化生产销售的能力，生产方面突出稳定供给，1) 原料采购上注重供给量的稳定和价的可议价性，主要原材料通过公司集中采购提高效率加强品控，而且对湘莲、咸蛋黄、包装礼盒等重点原材料通过参股供应商等形式稳定供应保障质量，如参股馅料的德利丰、包材的美时；2) 生产加工上具备多个生产基地且道道生产工序严控，其月饼产能不仅满足自产自销需求还能为其他企业代工。销售方面突出全渠道销售，1) 直销模式重视品牌推广，通过直营店和电商形成合力；2) 经销模式重视市场扩张，通过经销商和连锁经营填补市场，此外有统一质控和价管支持。

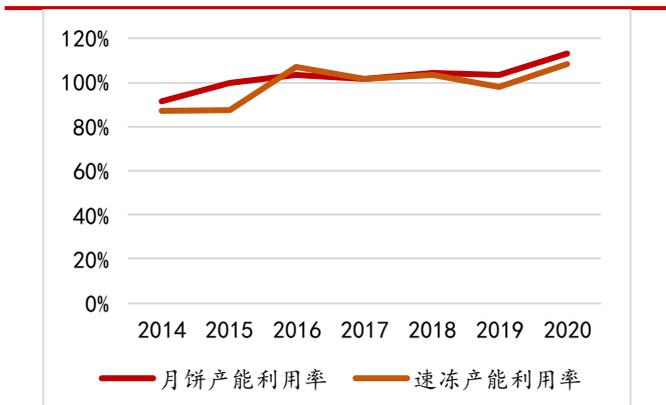
表 8 公司规模化解产销要点



资料来源：公司公告、华西证券研究所

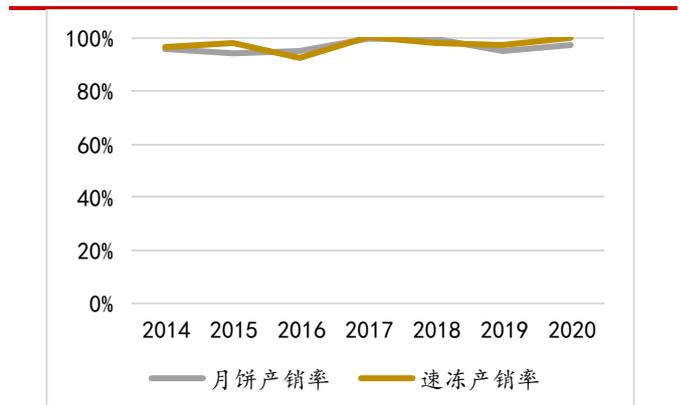
规模化生产和销售的相互配合保证了公司高产能利用率和高产销率，上市以来其月饼和速冻产能利用率逐年提升、预计 18 年均超 100%，同时月饼产销率 95%以上、速冻产销率 98%以上，为进一步扩产扩销提供动力。

图 20 公司月饼和速冻产能利用率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 21 公司月饼和速冻产销率

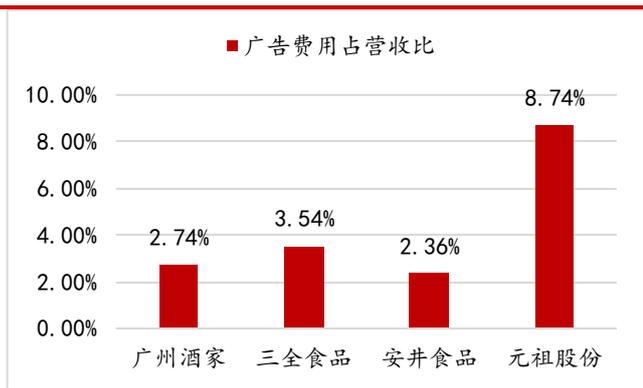


资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.3. 餐食一体化：低成本营销与研发

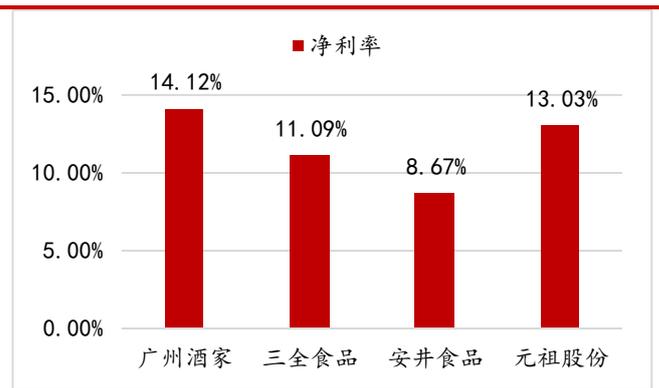
公司餐食一体化能力即对“餐饮立品牌、食品创规模”战略的践行，品牌复用方面降低品牌营销开支、实现规模化变现，利用在餐饮服务业积累的品牌优势开展标准化食品制造业，2020 年广酒广告费用率 2.7%、低于同业三全和元祖，而广酒销售净利率 14.1%、也高于同业三全、安井及元祖；研发创新方面降低试错成本、快速满足市场新需求，将部分经过餐饮验证的点心、菜品研发转化为可供消费者简单加工或免加工即可食用的方便食品，2017-20 年分部间抵消营收占食品制造营收比例在 5%-9%、预计主要为旗下餐厅销售食品贡献。

图 22 广告费用率对比 (2020 年)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 23 净利率对比 (2020 年)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 成长看点：扩产扩渠道助力量价齐升，探索外延整合

4.1. 产能扩张：梅州一期及湘潭二期将释放

公司上市后逐步加速产能扩张，大本营广州基地 18-20 年逐步扩产能 2.1 万吨，速冻为主的梅州基地一期预计 21 年下半年进入试产阶段、我们预计其设计产能 2.4 万吨但初期预计开一半，月饼为主的湘潭一期 19 年下半年投产、其新增产能为月饼 0.2+馅料 0.6 万吨，补充性粮丰园基地 19-20 年新增 2 条速冻产线，此外湘潭基地二期规划速冻食品生产项目已完成论证、其达产产量约 3.85 万吨；而且，梅州和湘潭剩余土地可供进一步基地建设及产能扩张。

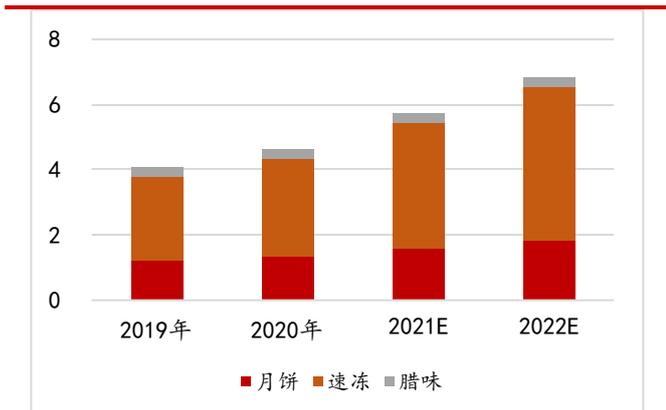
表 9 公司产能基地建设项目

| 项目 | 目标 | 完成时间 | |
|------------|-----------------------|--|--|
| 广州 (扩建) | 冷链配送中心、速冻车间及改造、中央配餐车间 | 达产后将新增产能不低于 2.1 万吨/年、年销售收入不低于 7.6 亿元 | 18 年扩大产能 0.7 万吨、19 年再扩大大部分，20 年 12 月全部完成 |
| 梅州 (自建) | 速冻食品产能 | 我们预计一期 4 条产线、其设计产能为 2.4 万吨/年 | 我们预计一期 2021 年下半年试产，初期开 2 条产线 |
| 湘潭 (自建) | 月饼系列产品产能 | 一期达产后将新增月饼/馅料产能不低于 0.2/0.6 万吨/年、年销售收入 3.8 亿元；二期预计产能万吨级 | 一期 2019 年下半年正式投产；二期建设方案规划中 |
| 茂名粮丰园 (收购) | 月饼、速冻等产能的补充 | 2 条速冻生产线新增速冻产能 | 19 年底 20 年初完成升级改造 |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

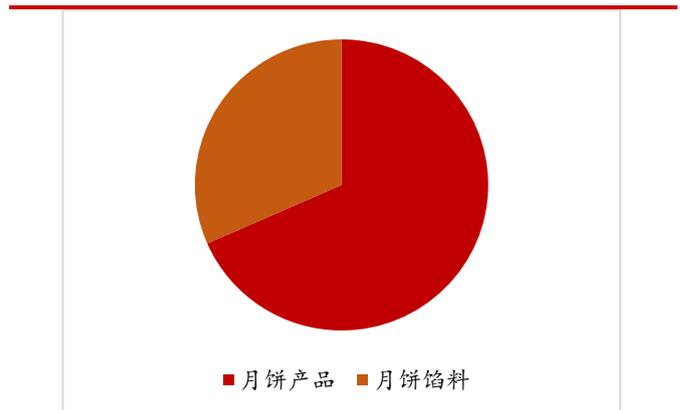
由此估计公司 2020 年产能约 4.6 万吨、月饼 (含馅料) /速冻/腊味分别 1.3/3.0/0.3 万吨，21-22 年产能有望达 5.7/6.9 万吨、较 20 年分别增长 24%/48%，考虑期间梅州一期产能逐步释放、主要以速冻产能增加为主；22 年及以后湘潭二期基地建设有望取得实质进展、支撑此后产能持续释放。而且公司未来一方面跨区域产能协同作用有望显现，另一方面新基地以数字化工厂为建设目标有望降本增效。

图 24 公司产能释放预期 (万吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 25 公司月饼中产品和馅料产能占比 (2016 年)

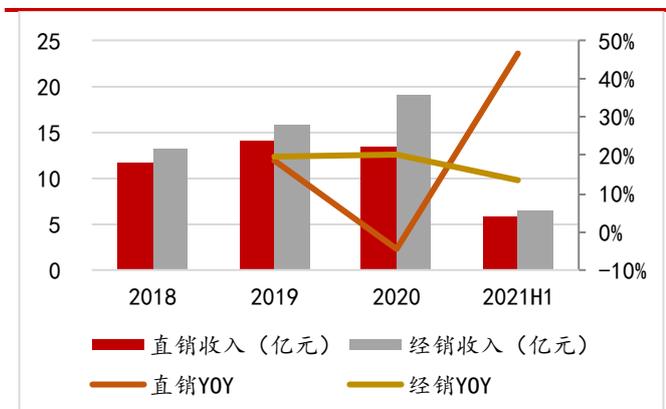


资料来源：公司公告、华西证券研究所

4.2. 渠道扩张：经销和线上扩张、线下梳理

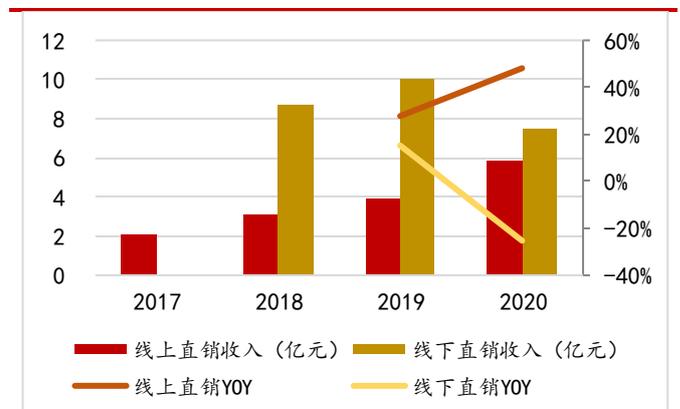
分渠道看，公司加速经销渠道扩张，18-20 年直销/经销收入 CAGR6%/20% 至 13.37/19.14 亿元，同时加速直销电商发展，18-20 年直销线下/线上收入 CAGR-7%/38% 至 7.50/5.87 亿元；2021H1 直销/经销营收同比增长 47%/13%。分地区看，公司省外低基数下快速扩张，18-20 省内/省外/境外收入 CAGR7%/21%/11% 至 24.34/5.23/0.39 亿元、省内收入占比仍 80%+，2021H1 省内/省外/境外收入同比增长 19%/79%/47%、电商渠道建设带动省外收入高增长；且 20Q2-21Q2 省内/省外/境外经销商数量同比增长 13%/58%/8% 至 542/283/18 家、省内经销商数量占比 60%+。

图 26 公司分渠道收入



资料来源：公司公告、华西证券研究所

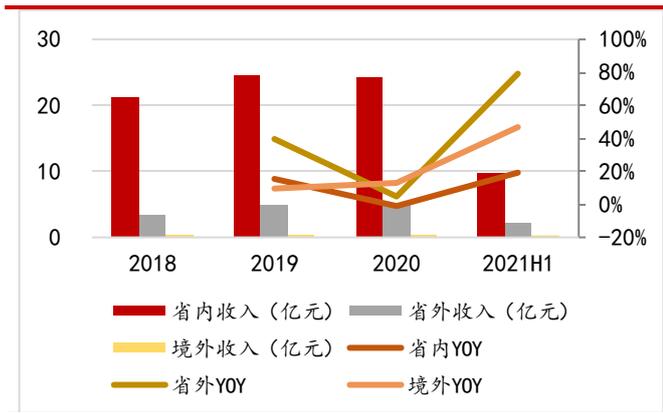
图 27 公司直销分渠道收入



资料来源：公司公告、华西证券研究所

公司一是深挖电商增效潜力，二是设立连锁公司重新梳理线下利口福食品连锁门店，根据公司财报现有利口福食品连锁门店（含加盟）超 180 家、较上年下降 20 家，三是加大经销渠道的建设工作尤其是省外扩张。此外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。

图 28 公司分地区收入



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 29 公司经销商数量



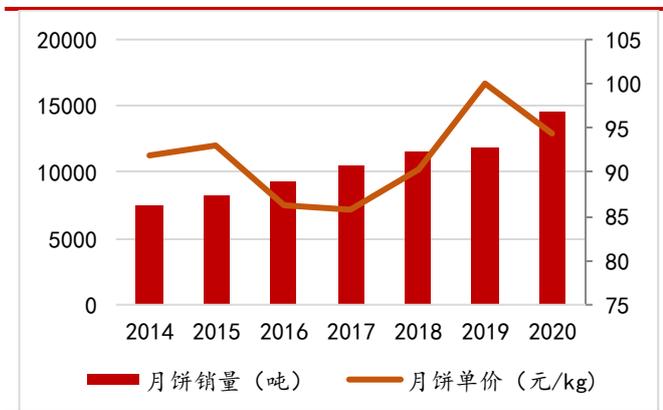
资料来源：公司公告、华西证券研究所

4.3. 推动月饼与速冻的量价齐升

公司月饼、速冻销售增长均以量增为主并辅以价增，2014-20 年月饼销量 CAGR12% 至 1.46 万吨、售价 CAGR0.4% 至 94.31 元/公斤，20 年售价波动主要系疫情影响、18-19 年售价分别增长 5%/11%；2014-20 年速冻销售 CAGR20% 至 3.25 万吨、售价 CAGR5% 至 23.83 元/公斤，18-20 年售价分别增长 8%/9%/8%。

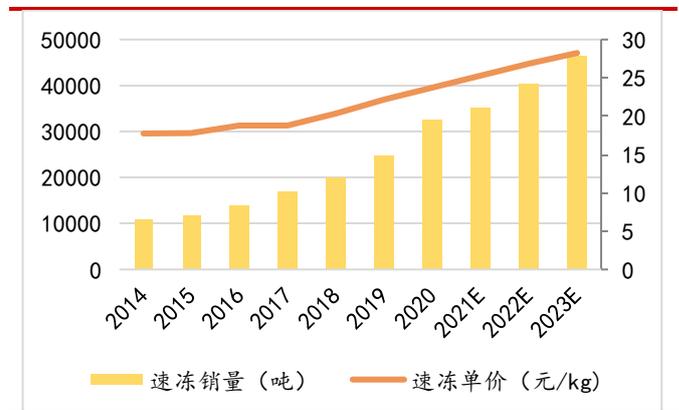
受产能及渠道扩张支撑叠加月饼刚需性及速冻成长弹性，我们预期 2021-23 年月饼/速冻销量 CAGR 分别 8%/13% 至 1.84/4.65 万吨；受成本上涨影响及月饼系节庆食品提价敏感度低、速冻系错位竞争存在产品升级空间，我们预期 2021-23 年月饼/速冻售价 CAGR 分别 5%/6% 至 109/28 元/公斤。

图 30 公司月饼量价情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 31 公司速冻量价情况



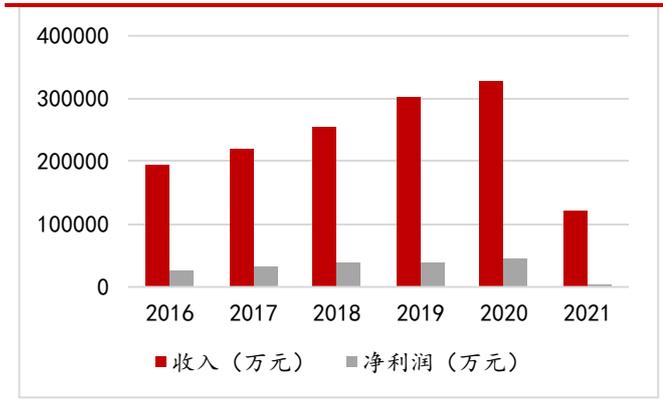
资料来源：公司公告、华西证券研究所

4.4. 外延整合：纵横扩张版图

公司上市后 1) 横向扩张在于：完成陶陶居收购、推进陶陶居增资入股引入战略投资者，同时并购六家陶陶居授权经营门店，引入产业协同性高、市场化的专业管理团队，恢复陶陶居自营餐饮业务，为陶陶居公司打造“餐饮+食品”的产业布局夯实基础。2) 纵向扩张在于：参股核心原材料的主要供应商，一与粮丰园成立合资公司持股 90%，二参投德利丰公司持股 40%；三参股美时包装材料公司持股 40%，从而加

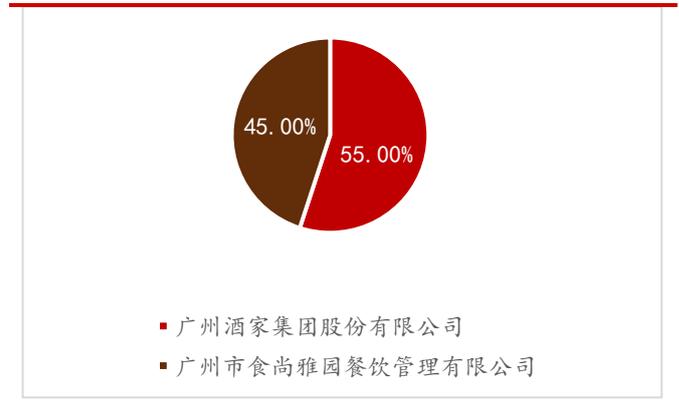
强对产业链资源把控并降低成本、推进产业链纵向一体化。伴随业务发展需要，公司有望持续探索外延整合横纵扩张机会。

图 32 陶陶居收入和业绩情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 33 陶陶居引入战略投资者后股权结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

考虑产能扩张及提价，假设 2021-23 年月饼营收增速为 11.30%、14.45%、14.45%，则 2021-23 年月饼营收预计为 15.34、17.55、20.09 亿元；速冻营收增速为 14.48%、21.90%、21.33%，则 2021-23 年速冻营收预计为 8.87、10.82、13.12 亿元；假设 2021-23 年其他食品营收增速为 14.00%、15.00%、15.00%，则 2021-23 年其他食品营收预计为 6.95、7.99、9.19 亿元；综上，2021 年-23 年公司食品制造营收预计为 31.15、36.36、42.40 亿元，增速为 12.79%、16.69%、16.62%。考虑门店扩张及此后爬坡，假设 2021-23 年餐饮营收增速为 27.40%、22.00%、10.00%，则 2021-23 年餐饮营收预计为 6.23、7.60、8.36 亿元；假设 2021-23 年其他业务保持为 0.37 亿元。综上，预计 2021-23 年营业收入为 37.75、44.32、51.12 亿元，预计增速为 14.82%、17.41%、15.35%。考虑疫情影响，我们将 21-22 年营收预测从 42.5/51.1 亿元下调至 37.75/44.32 亿元，新增 23 年营收预测 51.12 亿元

假设 2021-23 年综合毛利率为 40%、41%、41%，销售费用率为 9.23%、9.13%、9.13%，管理费用率为 10.40%、10.25%、10.25%，研发费用率为 2.25%、2.15%、2.05%，财务费用率为 0.42%、0.32%、0.32%。由此，预计 2021-23 年归母净利润为 5.46、6.71、7.97 亿元，同比增速 17.8%、22.9%、18.8%；EPS 为 0.97、1.19/1.41 元。考虑食品制造业务盈利改善，将 21-22 年归母净利润预测从 5.5/6.6 亿元调整至 5.46/6.71 亿元，新增 23 年归母净利润预测 7.97 亿元，考虑股本扩张，21-22 年 EPS 从 1.36/1.63 元调整至 0.97/1.19 元，新增 23 年 EPS 为 1.41 元。

表 10 公司分产品收入预测

| 单位：亿元 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 25.37 | 30.29 | 32.87 | 37.75 | 44.32 | 51.12 |
| YOY | 15.89% | 19.38% | 8.54% | 14.82% | 17.41% | 15.35% |
| 1、食品制造业 | 19.09 | 23.26 | 27.62 | 31.15 | 36.36 | 42.40 |
| YOY | 18.62% | 21.84% | 18.76% | 12.79% | 16.69% | 16.62% |

| | | | | | | |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| %收入占比 | 75.24% | 76.80% | 84.02% | 82.54% | 82.03% | 82.94% |
| ——月饼系列产品 | 10.38 | 11.92 | 13.78 | 15.34 | 17.55 | 20.09 |
| YOY | 15.67% | 14.79% | 15.59% | 11.30% | 14.45% | 14.45% |
| %收入占比 | 54.39% | 51.25% | 49.88% | 40.63% | 39.60% | 39.30% |
| ——速冻食品 | 4.10 | 5.53 | 7.75 | 8.87 | 10.82 | 13.12 |
| YOY | 29.86% | 34.79% | 40.09% | 14.48% | 21.90% | 21.33% |
| %收入占比 | 21.50% | 23.79% | 28.06% | 28.48% | 29.75% | 30.95% |
| ——其他产品 | 4.60 | 5.81 | 6.09 | 6.95 | 7.99 | 9.19 |
| YOY | 16.34% | 26.20% | 4.92% | 14.00% | 15.00% | 15.00% |
| %收入占比 | 24.11% | 24.97% | 22.06% | 18.40% | 18.03% | 17.97% |
| 2、餐饮业 | 6.01 | 6.67 | 4.89 | 6.23 | 7.60 | 8.36 |
| YOY | 7.46% | 10.95% | -26.70% | 27.40% | 22.00% | 10.00% |
| %收入占比 | 23.69% | 22.02% | 14.87% | 16.50% | 17.14% | 16.35% |
| 3、其他业务 | 0.27 | 0.36 | 0.37 | 0.37 | 0.37 | 0.37 |
| YOY | 32.04% | 32.71% | 1.63% | 0% | 0% | 0% |

5.2. 估值与投资建议

绝对估值 (FCFF) 预期广州酒家 2021 年合理市值 170 亿元。依照净利润假设自由现金流在预测期 2021-25 年 CAGR17%、过渡期 2026-31 年 CAGR10%、永续期 2032 年后 $g=3\%$ ；根据历史情况及市场行情，假设公司负债比重 0%、债务资本成本 4.5%、所得税率 18%，股权比重 100%、基于 CAPM 模型有股权资本成本 12.6%，从而得到公司 WACC 为 12.0%；假设公司非核心资产 16 亿、付息债务 0 亿，最终得到公司 2021 年合理股权价值 170 亿元。

表 11 绝对估值 (FCFF) - 自由现金流预测

| 单位：百万 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------|------|------|------|------|------|
| NOPLAT | 530 | 657 | 781 | 898 | 1032 |
| 加：折旧摊销 | 107 | 123 | 141 | 162 | 186 |
| 减：营运资本增加 | -299 | -344 | -395 | -455 | -523 |
| 减：资本支出 | 333 | 383 | 440 | 506 | 582 |
| 公司自由现金流 FCFF | 602 | 740 | 877 | 1008 | 1159 |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 12 绝对估值 (FCFF) - 相关假设

| | | | |
|--------|--------|-----------------|-------|
| 债务资本成本 | 4.5% | 贝塔值 (β) | 1.13 |
| 长期有效税率 | 18.0% | 无风险利率 | 3.0% |
| 债务资本比重 | | 市场预期收益率 | 11.0% |
| 股权资本成本 | 12.0% | 永续增长率 g | 3.0% |
| 股权资本比重 | 100.0% | 过渡期增长率 cagr | 10.5% |
| WACC | 12.0% | 过渡期年数 | 6 |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 13 绝对估值 (FCFF) - 输出结果 (百万, 2021)

| | |
|-------------|-------|
| FCFF 预测期现值 | 3414 |
| FCFF 过渡期现值 | 4293 |
| FCFF 永续价值现值 | 7711 |
| 企业价值 | 15417 |
| 加：非核心资产 | 1600 |
| 减：付息债务 | |
| 减：少数股东权益 | |
| 股权价值 | 17017 |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

相对估值预期广州酒家 2022 年合理市值 188 亿元、对应合理估值 28 倍。参考可比同业估值，可比餐饮及食品同业 PE 中位值在 30 倍以上，公司 2021-23 年对应 PE 为 24/20/17 倍（按 2021 年 9 月 10 日收盘价），我们保守给予公司 2022 年 28 倍 PE，对应公司 2022 年合理市值 188 亿元、目标价 33.21 元，维持“买入”评级。

表 14：相对估值-可比同业

| 代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) | 市盈率 PE | | |
|-----------|------|---------|--------|--------|-------|
| | | | TTM | 21E | 22E |
| 605108.SH | 同庆楼 | 45.94 | 26.07 | 19.19 | 15.87 |
| 002186.SZ | 全聚德 | 29.09 | -13.20 | 132.26 | 45.45 |
| 603345.SH | 安井食品 | 405.72 | 58.65 | 50.11 | 38.01 |
| 002216.SZ | 三全食品 | 129.68 | 18.90 | 18.86 | 16.18 |
| 605338.SH | 巴比食品 | 81.05 | 46.07 | 30.53 | 31.55 |
| 605089.SH | 味知香 | 65.95 | 49.16 | 42.39 | 33.35 |
| 002702.SZ | 海欣食品 | 25.48 | 41.06 | 32.12 | 24.82 |
| 603866.SH | 桃李面包 | 273.29 | 32.75 | 30.04 | 25.53 |
| 603043.SH | 广州酒家 | 129.01 | 25.86 | 23.08 | 19.36 |

资料来源：Wind、华西证券研究所

6. 风险提示

1、疫情不确定性风险

餐饮行业受新冠疫情影响，若出现大规模疫情反复业务面临被限流或取消的风险。

2、市场竞争风险

餐饮及食品市场企业数量众多，竞争激烈。如何有效应对竞争对手的威胁，创新产品及管理模式，打通更高效的供应渠道为公司带来一定挑战。

3、原材料价格波动风险

餐饮及食品生产行业依赖于稳定供货商，需要向上游采购大量农畜水产。2020 年非洲猪瘟造成猪肉价格持续上涨，原材料价格波动将挤压企业利润。

4、食品安全风险

市场监督管理局定期对速冻食品组织抽检，一旦抽检出不合格的样品将对企业食品质量，品牌声誉造成不良影响。此外，餐饮及月饼等产品也受食品安全约束。

5、系统性风险

未来宏观经济的波动、相关法律法规或产业政策发生重大变化和调整将对行业整体发展及公司业绩情况产生一定影响。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 3,287 | 3,775 | 4,432 | 5,112 | 净利润 | 464 | 547 | 672 | 799 |
| YoY (%) | 8.5% | 14.8% | 17.4% | 15.3% | 折旧和摊销 | 93 | 79 | 91 | 103 |
| 营业成本 | 1,995 | 2,264 | 2,632 | 3,013 | 营运资金变动 | 267 | 111 | 125 | 129 |
| 营业税金及附加 | 28 | 34 | 40 | 46 | 经营活动现金流 | 808 | 737 | 890 | 1,035 |
| 销售费用 | 303 | 348 | 405 | 467 | 资本开支 | -287 | -140 | -150 | -160 |
| 管理费用 | 349 | 393 | 454 | 524 | 投资 | -220 | -150 | -150 | -150 |
| 财务费用 | -17 | -14 | -13 | -14 | 投资活动现金流 | -629 | -283 | -293 | -303 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 0 | 162 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 7 | 7 | 7 | 7 | 债务募资 | 100 | 50 | 50 | 50 |
| 营业利润 | 578 | 687 | 840 | 994 | 筹资活动现金流 | 191 | 206 | 42 | 39 |
| 营业外收支 | -12 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 370 | 659 | 638 | 770 |
| 利润总额 | 566 | 687 | 840 | 994 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 101 | 140 | 167 | 195 | 成长能力 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 464 | 547 | 672 | 799 | 营业收入增长率 | 8.5% | 14.8% | 17.4% | 15.3% |
| 归属于母公司净利润 | 464 | 546 | 671 | 797 | 净利润增长率 | 20.7% | 17.8% | 22.9% | 18.8% |
| YoY (%) | 20.7% | 17.8% | 22.9% | 18.8% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.82 | 0.97 | 1.19 | 1.41 | 毛利率 | 39.3% | 40.0% | 40.6% | 41.1% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率 | 14.1% | 14.5% | 15.2% | 15.6% |
| 货币资金 | 1,665 | 2,324 | 2,963 | 3,733 | 总资产收益率 ROA | 12.1% | 11.4% | 11.7% | 11.7% |
| 预付款项 | 14 | 16 | 19 | 22 | 净资产收益率 ROE | 18.3% | 16.6% | 16.9% | 16.7% |
| 存货 | 212 | 241 | 280 | 320 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 421 | 588 | 771 | 955 | 流动比率 | 1.94 | 2.28 | 2.46 | 2.65 |
| 流动资产合计 | 2,313 | 3,169 | 4,032 | 5,029 | 速动比率 | 1.75 | 2.10 | 2.28 | 2.47 |
| 长期股权投资 | 10 | 10 | 10 | 10 | 现金比率 | 1.40 | 1.67 | 1.81 | 1.97 |
| 固定资产 | 879 | 1,043 | 1,178 | 1,287 | 资产负债率 | 33.3% | 30.8% | 30.0% | 29.1% |
| 无形资产 | 144 | 141 | 137 | 133 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,525 | 1,625 | 1,707 | 1,772 | 总资产周转率 | 0.86 | 0.79 | 0.77 | 0.75 |
| 资产合计 | 3,837 | 4,795 | 5,739 | 6,801 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 100 | 150 | 200 | 250 | 每股收益 | 0.82 | 0.97 | 1.19 | 1.41 |
| 应付账款及票据 | 266 | 302 | 351 | 402 | 每股净资产 | 4.49 | 5.81 | 7.03 | 8.45 |
| 其他流动负债 | 828 | 938 | 1,088 | 1,243 | 每股经营现金流 | 1.43 | 1.30 | 1.57 | 1.83 |
| 流动负债合计 | 1,194 | 1,389 | 1,639 | 1,895 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 85 | 85 | 85 | 85 | PE | 28.62 | 24.30 | 19.78 | 16.65 |
| 非流动负债合计 | 85 | 85 | 85 | 85 | PB | 8.63 | 4.04 | 3.34 | 2.77 |
| 负债合计 | 1,279 | 1,474 | 1,724 | 1,980 | | | | | |
| 股本 | 404 | 566 | 566 | 566 | | | | | |
| 少数股东权益 | 22 | 23 | 25 | 27 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,559 | 3,307 | 4,002 | 4,808 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 3,837 | 4,795 | 5,739 | 6,801 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，3年研究经验，曾任职于国盛证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。