

社服\餐饮

广州酒家 (603043.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

陶陶居并表优化业绩，生产基地相继投产突破产能瓶颈 增持

2021年10月28日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月27日

|                |             |
|----------------|-------------|
| 收盘价(元):        | 19.99       |
| 年内最高/最低(元):    | 29.77/19.56 |
| 流通 A 股/总股本(亿): | 5.66/5.66   |
| 流通 A 股市值(亿):   | 113.06      |
| 总市值(亿):        | 113.06      |

基础数据：2021年9月30日

|           |        |
|-----------|--------|
| 基本每股收益:   | 0.7844 |
| 每股净资产(元): | 1.43   |
| 净资产收益率:   | 16.08% |

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】广州酒家(603043.SH)2021年中报点评：Q2 广深疫情影响餐饮业务，食品生产基地持续投建投产 (2021-8-27)

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布 2021 年三季度财报，期内实现营收 30.16 亿元 (+13.71%)，归母净利润 4.44 亿元(+23.41%)，扣非归母净利润 4.31 亿元(+19.78%)，EPS0.78 元。其中 Q3 实现营收 17.84 亿元 (+10.15%)，环比 Q2 增长 317.51%；归母净利润 4.06 亿元 (+16.68%)，较 Q2 扭亏为盈；扣非归母净利润 4.01 亿元 (+16.45%)。三季度业绩表现较好，主要系陶陶居自 7 月 1 日起营收并表。
- 三季度月饼销售传统旺季，带动食品业务实现营收 24.84 亿元 (+12%)。分业务来看，月饼系列产品实现营收 12.87 亿元 (+8.4%)；速冻食品营收 6.12 亿元 (+5.35%)，受上年同期疫情居家高基数影响，速冻食品增速明显放缓；其他产品营收 5.84 亿元 (+28.15%)；餐饮业营收 5.03 亿元 (+59.03%)，主要系陶陶居自 7 月并表带动所致。分销售区域来看，广东省实现营收 22.46 亿元 (+16.8%)，占整体营收 74.47%；境内广东省外营收 7.04 亿元 (+19.46%)，占整体营收 23.34%。
- 期内公司毛利率下滑 12.76pct 至 38.26%，整体费用率下降 13.2pct 至 17.6%。毛利率下滑主要系 Q2 广深地区疫情拖累餐饮业务。销售费用率 8.72% (-13pct)，管理费用率 9.49%、较去年同期基本持平，研发费用率 1.86% (-0.22pct)、财务费用率-0.6% (-0.19pct)。
- 投资建议：局部疫情给餐饮业带来的影响基本在 Q2 被消化。速冻业务随着梅州一期年内投产、湘潭二期加紧建设，预计产能 3.85 万吨（新增 0.6 万吨产能）。生产基地不断投产、产能瓶颈逐渐解决，食品业务将持续增厚公司业绩、稳定品牌发展、平滑餐饮行业系统性风险。从渠道规模来看，公司逐渐走出广东、深耕华南、辐射全国，线上营收占比不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.23\1.6\1.8，对应公司 10 月 27 日收盘价 19.99 元，2021-2023 年 PE 分别为 16.2\12.4\11.1，维持“增持”评级。

存在风险

- 食品原材料价格上涨风险；大股东减持风险；疫情对餐饮行业影响风险。

| 盈利预测和财务指标  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 3287  | 3616  | 4412  | 4897  |
| 收入同比       | 9%    | 10%   | 22%   | 11%   |
| 归母净利润(百万元) | 464   | 498   | 647   | 728   |
| 净利润同比      | 21%   | 7%    | 30%   | 12%   |
| 毛利率        | 39.3% | 51.0% | 52.0% | 52.2% |
| ROE        | 18.1% | 37.1% | 38.8% | 30.3% |
| EPS(元)     | 0.82  | 1.23  | 1.60  | 1.80  |
| P/E        | 24.39 | 16.21 | 12.48 | 11.10 |
| P/B        | 4.46  | 10.93 | 6.62  | 4.62  |
| EV/EBITDA  | 20    | 10    | 8     | 7     |

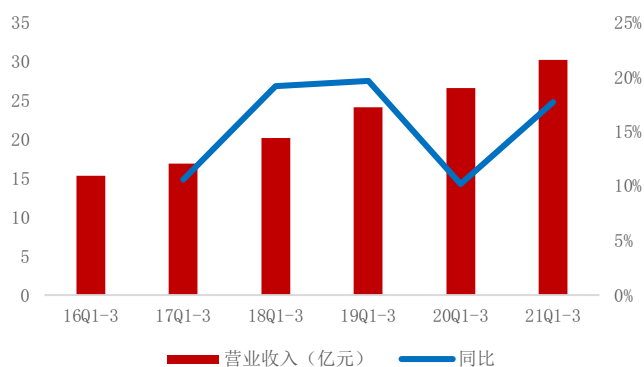
资料来源：wind，山西证券研究所

## 1. 公司 2021 年三季度业绩表现

公司发布 2021 年三季度财报，期内实现营收 30.16 亿元（+13.71%），归母净利润 4.44 亿元（+23.41%），扣非归母净利润 4.31 亿元（+19.78%），EPS0.78 元。其中 Q3 实现营收 17.84 亿元（+10.15%），环比 Q2 增长 317.51%；归母净利润 4.06 亿元（+16.68%），较 Q2 扭亏为盈；扣非归母净利润 4.01 亿元（+16.45%）。

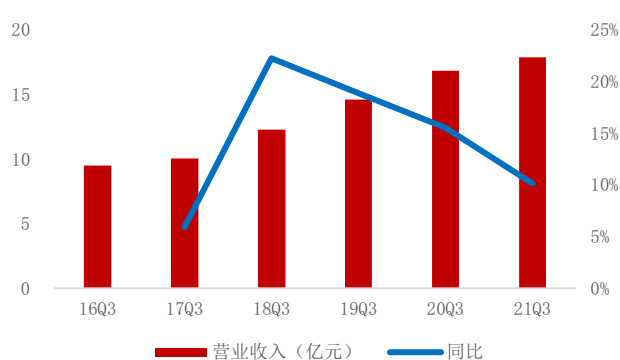
三季度业绩表现较好，主要系陶陶居自 7 月 1 日起营收并表。

图 1：广州酒家营收情况及增速



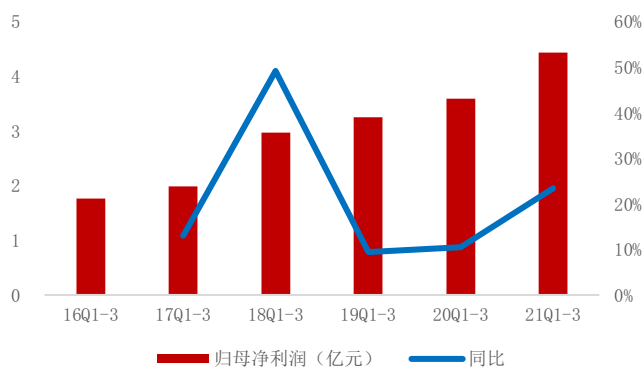
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：广州酒家单季度营收情况及增速



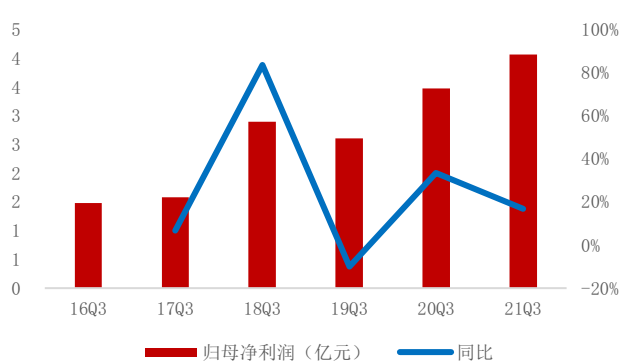
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：广州酒家归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：广州酒家单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.1 收入端

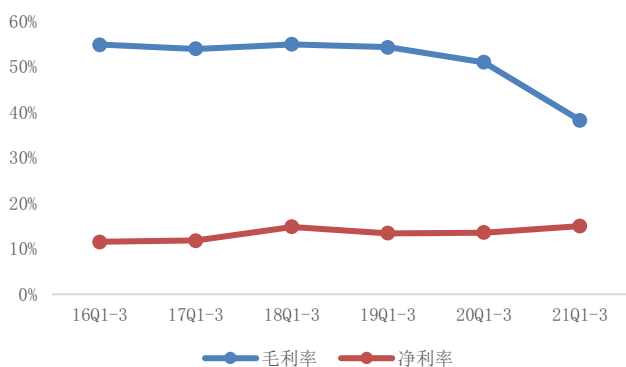
三季度月饼销售传统旺季，带动食品业务实现营收 24.84 亿元（+12%）。分业务来看，月饼系列产品实现营收 12.87 亿元（+8.4%）；速冻食品营收 6.12 亿元（+5.35%），受上年同期疫情居家高基数影响，速冻食品增速明显放缓；其他产品营收 5.84 亿元（+28.15%）；餐饮业营收 5.03 亿元（+59.03%），主要系陶陶居自 7 月并表带动所致。

分销售区域来看，广东省实现营收 22.46 亿元（+16.8%），占整体营收 74.47%；境内广东省外营收 7.04 亿元（+19.46%），占整体营收 23.34%。截至三季度末，公司共有 989 家经销商，较年初净增 146 家，Q3 净增 75 家。其中广东省内经销商 591 家，较年初净增 49 家；境内广东省外经销商 383 家，较年初净增 100 家。

## 1.2 费用端

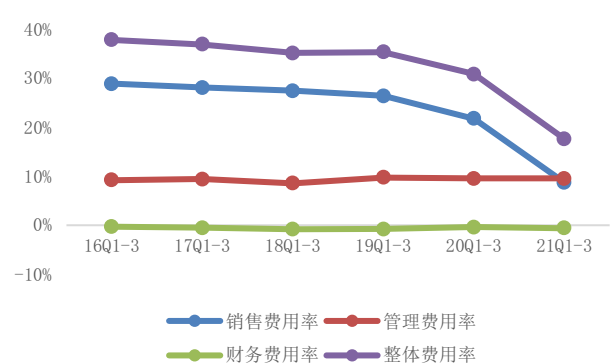
期内公司毛利率下滑 12.76pct 至 38.26%，整体费用率下降 13.2pct 至 17.6%。毛利率下滑主要系 Q2 广深地区疫情拖累餐饮业务。销售费用率 8.72%（-13pct），管理费用率 9.49%、较去年同期基本持平，研发费用率 1.86%（-0.22pct）、财务费用率-0.6%（-0.19pct）。

图 5：广州酒家毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：广州酒家各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

## 2. 投资建议及盈利预测

局部疫情给餐饮业带来的影响基本在 Q2 被消化。速冻业务随着梅州一期年内投产、湘潭二期加紧建设，预计产能 3.85 万吨（新增 0.6 万吨产能）。生产基地不断投产、产能瓶颈逐渐解决，食品业务将持续增厚公司业绩、稳定品牌发展、平滑餐饮行业系统性风险。从渠道规模来看，公司逐渐走出广东、深耕华南、辐射全国，线上营收占比不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.23\1.6\1.8，对应公司 10 月 27 日收盘价 19.99 元，2021-2023 年 PE 分别为 16.2\12.4\11.1，维持“增持”评级。

## 3. 风险提示

食品原材料价格上涨风险；市场经营风险；大股东减持风险；速冻产品需求不及预期风险。

| 资产负债表         |       |       |       |       | 利润表            |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元        |       |       |       |       | 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度          | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度           | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>   | 2,313 | 2,658 | 2,879 | 3,202 | <b>营业收入</b>    | 3,287 | 3,616 | 4,412 | 4,897 |
| 现金            | 1,665 | 1,832 | 2,015 | 2,257 | 营业成本           | 1,995 | 1,772 | 2,118 | 2,341 |
| 应收账款          | 163   | 427   | 459   | 498   | 营业税金及附加        | 28    | 11    | 13    | 15    |
| 其他应收款         | 28    | 265   | 265   | 265   | 销售费用           | 303   | 832   | 1,015 | 1,126 |
| 预付账款          | 14    | 14    | 15    | 15    | 管理费用           | 349   | 398   | 485   | 539   |
| 存货            | 212   | 217   | 223   | 228   | 财务费用           | (17)  | (20)  | (25)  | (27)  |
| 其他流动资产        | 230   | (98)  | (98)  | (61)  | 资产减值损失         | 0     | (1)   | (1)   | (1)   |
| <b>非流动资产</b>  | 1,525 | 1,151 | 1,176 | 1,503 | 公允价值变动收        | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资          | 10    | 12    | 13    | 14    | 投资净收益          | 7     | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产          | 678   | 746   | 760   | 783   | <b>营业利润</b>    | 578   | 626   | 808   | 906   |
| 无形资产          | 144   | 146   | 147   | 149   | 营业外收入          | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动         | 692   | 248   | 255   | 556   | 营业外支出          | 14    | 1     | 1     | 1     |
| <b>资产总计</b>   | 3,837 | 3,809 | 4,054 | 4,705 | <b>利润总额</b>    | 566   | 626   | 807   | 906   |
| <b>流动负债</b>   | 1,194 | 2,400 | 2,313 | 2,224 | 所得税            | 101   | 113   | 145   | 163   |
| 短期借款          | 100   | 102   | 104   | 106   | <b>净利润</b>     | 464   | 513   | 662   | 743   |
| 应付账款          | 266   | 269   | 271   | 274   | 少数股东损益         | 1     | 15    | 15    | 15    |
| 其他流动负         | 828   | 2,029 | 1,938 | 1,844 | <b>归属母公司净利</b> | 464   | 498   | 647   | 728   |
| <b>非流动负债</b>  | 85    | 25    | 33    | 32    | <b>EBITDA</b>  | 690   | 659   | 835   | 930   |
| 长期借款          | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>EPS (元)</b> | 0.82  | 1.23  | 1.60  | 1.80  |
| 其他非流动         | 85    | 25    | 33    | 32    |                |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>   | 1,279 | 2,425 | 2,346 | 2,256 |                |       |       |       |       |
| 少数股东权         | 22    | 350   | 350   | 350   |                |       |       |       |       |
| 股本            | 404   | 404   | 404   | 404   |                |       |       |       |       |
| 资本公积          | 578   | 437   | 437   | 437   |                |       |       |       |       |
| 留存收益          | 1,552 | 1,565 | 1,579 | 1,592 |                |       |       |       |       |
| 归属母公司股东       | 2,537 | 1,034 | 1,708 | 2,449 |                |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权</b> | 3,837 | 3,809 | 4,054 | 4,705 |                |       |       |       |       |

| 现金流量表         |       |         |         |         |
|---------------|-------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元        |       |         |         |         |
| 会计年度          | 2020  | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>经营活动现金</b> | 808   | 692     | 665     | 705     |
| 净利润           | 464   | 498     | 647     | 728     |
| 折旧摊销          | 93    | 105     | 105     | 105     |
| 财务费用          | 2     | (6)     | (10)    | (10)    |
| 投资损失          | (7)   | (1)     | (1)     | (1)     |
| 营运资金变动        | 241   | 81      | (91)    | (132)   |
| 其他经营现         | 15    | 15      | 15      | 15      |
| <b>投资活动现金</b> | (629) | (1,322) | (1,149) | (1,186) |
| 资本支出          | 0     | (900)   | (900)   | (900)   |
| 长期投资          | 2     | (250)   | (250)   | (250)   |
| 其他投资现         | (630) | (172)   | 1       | (36)    |
| <b>筹资活动现金</b> | 191   | (375)   | (422)   | (420)   |
| 短期借款          | 100   | (430)   | (430)   | (430)   |
| 长期借款          | 0     | 40      | 40      | 40      |
| 普通股增加         | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 资本公积增         | 0     | 0       | (50)    | (50)    |
| 其他筹资现         | 91    | 15      | 18      | 20      |
| <b>现金净增加额</b> | 370   | (1,004) | (906)   | (901)   |

| 主要财务比率          |         |         |        |        |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|
| 会计年度            | 2020    | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
| <b>成长能力</b>     |         |         |        |        |
| 营业收入            | 8.54%   | 10.00%  | 22.00% | 11.00% |
| 营业利润            | 24.09%  | 8.37%   | 28.98% | 12.18% |
| 归属于母公司净         | 20.69%  | 7.48%   | 29.87% | 12.47% |
| <b>获利能力</b>     |         |         |        |        |
| 毛利率(%)          | 39.33%  | 51.00%  | 52.00% | 52.20% |
| 净利率(%)          | 14.10%  | 13.78%  | 14.67% | 14.86% |
| ROE(%)          | 18.14%  | 37.09%  | 38.77% | 30.33% |
| ROIC(%)         | 7.80%   | 8.40%   | 8.70%  | 9.10%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |        |        |
| 资产负债率(%)        | 33.32%  | 63.66%  | 57.87% | 47.95% |
| 净负债比率(%)        | -36.93% | -47.21% | 18.02% | -0.61% |
| 流动比率            | 1.94    | 1.11    | 1.24   | 1.44   |
| 速动比率            | 1.76    | 1.02    | 1.15   | 1.34   |
| <b>营运能力</b>     |         |         |        |        |
| 总资产周转率          | 0.97    | 0.95    | 1.12   | 1.12   |
| 应收账款周转率         | 25.88   | 24.39   | 24.79  | 22.93  |
| 应付账款周转率         | 13.71   | 13.52   | 16.34  | 17.95  |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.82    | 1.23    | 1.60   | 1.80   |
| 每股经营现金流(最新摊)    | 1.43    | 1.22    | 1.18   | 1.25   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 4.49    | 1.83    | 3.02   | 4.33   |
| <b>估值比率</b>     |         |         |        |        |
| P/E             | 24.4    | 16.2    | 12.5   | 11.1   |
| P/B             | 4.5     | 10.9    | 6.6    | 4.6    |
| EV/EBITDA       | 19.78   | 10.27   | 7.97   | 6.61   |



### 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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

