

# “食品+餐饮”两驾马车齐头并进，销售渠道持续拓展

——广州酒家（603043）点评报告

买入（维持）

2021年10月28日

## 报告关键要素：

公司于10月27日发布2021年第三季度报告，公告显示，公司前三季度实现营业总收入30.16亿元（YoY+17.69%），实现归母净利润4.44亿元（YoY+23.41%），扣非归母净利润4.31亿元（YoY+19.78%）；Q3单季实现营业收入17.84亿元（YoY+10.15%），实现归母净利润4.06亿元（YoY+16.68%），扣非归母净利润4.01亿元（YoY+16.45%），Q3业绩超市场预期。

## 投资要点：

**消费食品领涨表现亮眼，餐饮业务恢复迅速。** **食品板块：**公司前三季度月饼系列/速冻食品/其他产品分别实现收入12.87/6.12/5.85亿元，分别同比+8.4%/+5.35%/+28.15%，公司旗下利口福食品公司技术研发中心建设项目落地，推动以腊味、糕点饼食为代表的其他消费食品表现亮眼。 **餐饮板块：**公司前三季度餐饮业务收入为5.03亿元，同比增长59.03%，主要原因有：①20年受疫情影响同期基数较低；②公司并购海越陶陶居公司自7月1日起纳入并表。

**Q3毛利维持同期水平，净利率略有提升。** 第三季度公司整体毛利率为46.52%，同降0.37个pct，维持20年同期水平；销售/管理/研发/财务费用率分别为7.86%/8.88%/1.52%/-0.67%，同比-0.85/+0.97/-0.49/-0.57个pct；净利率同增1.76个pct至23.31%，费用优化致净利率略有提升。

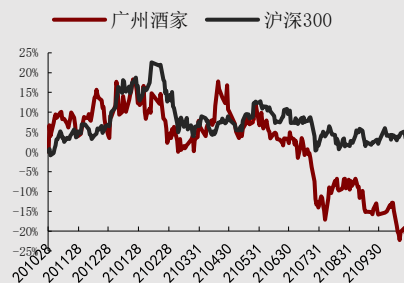
**盈利预测与投资建议：** **食品板块：**公司前三季度销售渠道拓展持续发力，境内省外经销商数量比20年同期净增100家达到383家，经销商总数净增146家达989家，年内突破千家有望；公司电商平台扩建项目完成结项，线上渠道进一步拓展。 **餐饮板块：**随着疫情逐渐好转，公司前三季度餐饮业务恢复态势良好，营业收入已超越19年同期水平。“食品+餐饮”两驾马车齐头并进，省外业务增长具有潜力，因此我们维持公司21-23年盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润为5.60/7.08/8.14亿元，同比增长21%/26%/15%，对应EPS为0.99/1.25/1.44元/股，10月27日收盘价对应PE为20/16/14倍，对比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

## 基础数据

总股本(百万股)	565.59
流通A股(百万股)	565.59
收盘价(元)	19.99
总市值(亿元)	113.06
流通A股市值(亿元)	113.06

## 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

端午粽表现亮眼，陶陶居H2起增厚业绩  
速冻板块高基数下表现可圈可点，餐饮板块恢复进行时  
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

## 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：

李滢

电话：15521202580

邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3287.49	4262.36	5166.75	5775.78
增长比率(%)	9	30	21	12
净利润(百万元)	463.60	560.48	708.31	813.58
增长比率(%)	21	21	26	15
每股收益(元)	0.82	0.99	1.25	1.44
市盈率(倍)	24.39	20.17	15.96	13.90
市净率(倍)	4.46	3.85	3.28	2.82

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

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	2021Q2	2021Q3
<b>营业总收入</b>	445	347	1223	523	533	419	1457	620	521	423	1620	724	670	562	1784
营业收入	445	347	1223	523	533	419	1457	620	521	423	1620	724	670	562	1784
<b>营业总成本</b>	396	328	946	424	480	406	1128	558	506	421	1179	629	614	577	1288
其中: 营业成本	233	181	494	243	281	215	603	331	382	307	860	445	476	432	954
营业税金及附加	3	1	16	6	3	2	17	5	2	3	19	4	5	5	20
销售费用	118	110	324	106	135	127	372	144	58	49	141	55	59	64	140
管理费用	45	45	82	59	53	58	123	66	57	55	128	109	63	65	158
研发费用	0	0	23	26	7	14	21	18	11	11	33	22	14	15	27
财务费用	-5	-6	-5	-6	-4	-8	-8	-7	-5	-5	-2	-6	-2	-4	-12
资产减值损失	3	-4	14	-10	0	0	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	0	1	1	2	-2	0
投资净收益	2	1	7	3	4	1	1	1	-1	0	2	5	-1	2	6
资产处置收益	0	0	0	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	-15	485
营业外收入	0	4	0	4	0	0	0	2	0	0	0	1	0	2	1
营业外支出	0	0	0	2	0	0	0	1	6	3	0	5	0	0	2
<b>利润总额</b>	50	24	285	106	58	26	310	73	12	-1	424	130	59	-13	484
所得税	11	4	45	21	13	8	49	14	0	0	75	26	11	-2	68
<b>净利润</b>	39	20	239	85	45	18	261	59	12	-1	349	104	48	-11	416
少数股东损益	1	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0	1	0	0	-1	10
<b>归属母公司净利润</b>	39	20	239	86	46	19	261	59	12	-1	348	104	48	-10	406
<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>-0.02</b>	<b>0.72</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%	23.1%	46.5%
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%	0.9%	1.1%
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%	11.4%	7.9%
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%	11.6%	8.9%
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%	-2.7%	27.2%
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%	-2.0%	23.3%
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%	33.0%	10.2%
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%	-693.4%	14.3%
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%	-1135.5%	16.7%
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	2021Q2	2021Q3
月饼系列	4.53	29.68	1029.14	128.62	9.05	9.49	1169.00	190.31	8.17	28.89	1250.27
yoy					99%	-68%	14%	48%	-10%	204.4%	7.0%
速冻	149.85	109.70	139.30	154.39	218.04	193.40	169.33	194.25	214.54	190.73	206.57
yoy					46%	76%	22%	26%	-2%	-1.4%	22.0%
其他	186.64	115.94	119.20	158.95	203.63	125.54	127.15	153.01	264.92	203.80	116.06
yoy					9%	8%	7%	-4%	30%	62.3%	-8.7%
餐饮	183.65	153.72	161.73	167.71	84.29	84.97	147.09	172.42	173.08	129.01	201.02
yoy					-54%	-45%	-9%	3%	105%	52%	37%
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	248.30	765.62
yoy					-23%	-28%	23%	-19%	47%	46%	10%
经销	235.40	172.42	882.34	302.99	293.11	243.34	917.18	460.69	334.47	304.13	1008.31
yoy					25%	41%	4%	52%	14%	25%	10%
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	424.22	1453.81
yoy					-8%	1%	8%	-12%	28%	18%	29%
境内广东省外	50.22	41.23	392.51	15.77	73.99	44.20	472.00	180.16	97.76	110.94	495.83
yoy					46%	7%	20%	1043%	32%	151%	5%
境外	4.73	12.72	11.12	5.67	9.13	9.23	9.86	11.90	9.68	17.28	9.47
yoy					93%	-27%	-11%	110%	6%	87%	-4%
合计	524.69	409.04	1449.37	609.67	515.46	413.40	1612.57	709.99	660.70	552.44	1773.92
yoy					-2%	1%	11%	16%	28%	34%	10%
经销商 (个)											
广东省内	340	377	434	452	469	478	560	542	554	561	591
减少	27	0	24	3	15	20	3	44	9	31	58
增加	24	37	81	21	32	29	85	26	21	38	88
净增加	-3	37	57	18	17	9	82	-18	12	7	30
境内广东省外	155	171	207	201	168	179	256	283	308	337	383
减少	12	0	16	11	39	1	4	1	13	19	31
增加	7	16	52	5	6	12	81	28	38	48	77
净增加	-5	16	36	-6	-33	11	77	27	25	29	46
境外	10	10	15	15	14	18	18	18	15	16	15
减少	0	0	1	0	1	0	0	0	3	0	1
增加	0	0	6	0	0	4	0	0	0	1	0
净增加	0	0	5	0	-1	4	0	0	-3	1	-1
合计	505	558	656	668	651	675	834	843	877	914	989
减少	39	0	41	14	55	21	7	45	25	50	90
增加	31	53	139	26	38	45	166	54	59	87	165
净增加	-8	53	98	12	-17	24	159	9	34	37	75

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)	0.82	0.99	1.25	1.44

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.82	0.99	1.25	1.44
BVPS	4.49	5.19	6.10	7.10
PE	24.39	20.17	15.96	13.90
PEG	2.28	0.97	0.61	0.94
PB	4.46	3.85	3.28	2.82
EV/EBITDA	22.43	13.70	10.58	8.92
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
应收账款及应收票据	135	162	203	226
存货	212	265	291	306
预付账款	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