

2021 年三季度报点评：业绩符合我们预期，餐饮复苏&陶陶居并表增厚利润

买入（维持）

2021 年 10 月 28 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangi@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

执业证号：S0600120110012

liyzzh@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

执业证号：S0600121070062

songxw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入 (百万元)	3,287	3,957	4,812	5,538
同比 (%)	8.5%	20.4%	21.6%	15.1%
归母净利润 (百万元)	464	534	671	785
同比 (%)	20.7%	15.2%	25.6%	17.1%
每股收益 (元/股)	0.82	0.94	1.19	1.39
P/E (倍)	27	23	19	16

投资要点

- **2021 前三季度营收稳健，Q3 单季业绩增长亮眼。**公司 2021Q1-Q3 营收 30.2 亿元 (yoy+17.7%)，归母净利润 4.4 亿元 (yoy+23.4%)，扣非归母净利润 4.3 亿元 (yoy+19.8%)。2021Q3 单季营收 17.8 亿元 (yoy+10.2%)，毛利率 46.5% (yoy-0.4pct)，归母净利润 4.1 亿元 (yoy+16.7%)，业绩表现亮眼，符合我们预期。
- **食品制造业务高基数下增速放缓，餐饮业务持续复苏。**1) **月饼**：2021 年前三季度月饼实现营收 12.9 亿元 (yoy+8.4%)，Q3 单季月饼营收 12.5 亿元，因 2020 年高基数及 2021 年月饼市场整体表现温和等因素影响，同比+2.1%；2) **速冻食品**：2021 年前三季度速冻营收 6.1 亿元 (yoy+5.4%)，其中 Q3 单季营收 2.1 亿元 (yoy+16.4%)，伴随天气转凉，我们预计速冻增速有望于 Q4 环比上行；3) **其他食品**：2021 年前三季度营收 5.8 亿元 (yoy+28.2%)。4) **餐饮业务**：受益于疫情好转及海越陶陶居 7 月并表影响，餐饮前三季度实现营收 5 亿元 (yoy+59%)，Q3 单季餐饮营收 2 亿元 (yoy+36.7%)。
- **直销收入高增，省外经销商持续增长。**1) **从渠道看**：2021 前三季度直销营收 13.4 亿元 (yoy+23.3%)，其中 Q3 直销收入 7.7 亿元 (yoy+10.1%)。公司持续布局华中、华东，2021 前三季度经销商渠道实现营收收入 16.5 亿元 (yoy+13.3%)，截至 2021 年 9 月底公司经销商数量共 989 家，较 2020 年底净增 146 家，其中境内省外经销商数量达 383 家，较 2020 年底净增 100 家。2) **从区域看**：2021 年 Q1-Q3 广东省内销售额 22.4 亿元 (yoy+16.8%)，其中 Q3 单季收入 12.7 亿元 (yoy+6.2%)，剔除疫情影响省内销售稳定；境内省外由于渠道加速布局、经销商数量增加、电商渠道建设成果逐步显现，前三季度实现收入 7 亿元 (yoy+19.5%)，其中 Q3 收入 5 亿元 (yoy+5.2%)。
- **毛利率稳健，费用率同比改善。**公司前三季度整体毛利率 38.3% (yoy-1.3pct)，Q3 单季毛利率 46.5% (yoy-0.4pct)，我们预计主要系疫情致低毛利产品收入占比提升所致。2021Q1-Q3 销售费用率、管理费用率分别为 8.7% (同比-1.0pct)，9.5pct (同比+0.1pct)，**收入增长及节流措施使销售费用率同比改善**。Q3 单季销售费用率 7.9%，同比-0.9%pct，主要系餐饮营收复苏。
- **盈利预测与投资评级**：公司 Q3 业绩表现稳健，符合我们预期，我们维持此前盈利预测，预计公司 2021-23 年归母净利润将达 5.34/6.71/7.85 亿元，2021-23 年归母净利润同比增速为 15.2%、25.6%、17.1%，当前股价对应动态 PE 23、19、16 倍。公司品牌力&产品力兼具，核心壁垒稳固，长期来看，湘潭基地二期速冻食品生产项目计划于 2023 年 8 月投产，产能 3.85 万吨)，长期成长性可期，维持“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济波动风险；月饼及速冻等食品业务扩张放缓风险；产能建设不及我们预期风险；食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.99
一年最低/最高价	19.18/43.65
市净率(倍)	4.25
流通 A 股市值(百万元)	12437.43

基础数据

每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	42.03
总股本(百万股)	565.59
流通 A 股(百万股)	565.59

相关研究

- 1、《广州酒家 (603043)：2021 半年报点评：疫情反复扰动餐饮复苏，Q2 业绩略低于我们预期》2021-08-27
- 2、《广州酒家 (603043) 2020 年业绩点评：20 业绩增长亮眼，产能&渠道扩张助力长期成长》2021-04-15
- 3、《广州酒家 (603043)：Q3 业绩超预期，线上&省外扩张持续》2020-10-29

表1: 公司核心数据

单位: 百万元	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业总收入	620.19	520.63	422.63	1619.79	724.43	670.22	561.94	1784.23
yoy	18.5%	-2.2%	0.9%	11.2%	16.8%	28.7%	33.0%	10.2%
归母净利润	59.16	12.21	(0.818)	348.11	104.10	47.58	(10.11)	406.18
yoy	-31.3%	-73.2%	-104.4%	33.5%	75.9%	289.6%	-	16.7%
扣非净利润	62.11	12.54	3.51	344.18	90.72	44.81	-14.14	400.81
yoy	-23.1%	-70.1%	-62.8%	32.7%	46.1%	257.4%	-	16.5%
毛利率(%, 下同)	46.6%	26.5%	27.3%	46.9%	38.6%	29.0%	23.1%	46.5%
期间费用率(%)	35.8%	23.3%	26.2%	18.5%	24.9%	19.9%	24.9%	17.6%
其中: 销售费用率	23.2%	11.1%	11.7%	8.7%	7.6%	8.8%	11.4%	7.9%
管理费用率(含研发费用)	13.6%	13.1%	15.7%	9.9%	18.1%	11.5%	14.2%	10.4%
财务费用率	-1.1%	-0.9%	-1.2%	-0.1%	-0.9%	-0.4%	-0.7%	-0.7%
归母净利率	9.5%	2.3%	-0.2%	21.5%	14.4%	7.1%	-1.8%	22.8%
ROE(%, 下同)	2.74%	0.56%	-0.04%	15.42%	4.19%	1.86%	-0.40%	14.93%
同比增减 pct	-1.77%	-1.75%	-1.01%	2.32%	1.44%	1.30%	-0.36%	-0.49%
资产负债率	24.57%	23.17%	24.68%	38.33%	33.32%	33.44%	34.32%	42.03%
同比增减 pct	4.26%	6.48%	-3.17%	4.12%	8.75%	10.27%	9.63%	3.70%
存货	233.34	195.86	251.93	171.31	212.01	222.31	331.56	303.42
较上年同比增减	69.16	72.98	17.48	-20.55	-21.34	26.45	79.63	132.11
存货周转天数	50.00	50.50	63.34	35.25	40.19	41.07	53.86	37.36
较上年同比增减	3.94	4.61	-8.89	-8.46	-9.81	-9.43	-9.47	2.11
应收账款	119.28	126.11	101.82	304.17	134.81	155.14	158.56	301.13
较上年同比增减	51.50	19.32	22.02	53.34	15.53	29.03	56.74	-3.04
应收账款周转天数	11.12	21.21	21.10	22.30	13.91	19.47	21.43	19.51
较上年同比增减	1.53	6.46	7.13	4.45	2.80	-1.74	0.33	-2.79
应付账款及应付票据	213.38	133.33	158.31	459.42	266.07	188.80	280.25	525.93
较上年同比增减	67.89	20.73	-6.81	94.80	52.69	55.47	121.94	66.51
经营性现金流净额	481.38	(85.15)	(79.55)	995.24	807.61	(130.01)	(126.57)	1015.01
筹资性现金流净额	(159.69)	99.80	(22.93)	(23.31)	191.44	(113.75)	(281.10)	(314.98)
资本开支	60.05	44.03	50.63	83.63	111.26	64.97	101.10	47.34
较上年同比增减	-0.43	-0.18	-0.69	-0.27	0.85	0.48	1.00	-0.43

注: 经营及筹资现金流为当年内累积值, 同比增减单位为: %

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 经营数据拆分

单位: 万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2019	2020
营收: 按产品分									
月饼系列产品	931	987	122,439	13,427	817	2,889	125,027	119,197	137,785
yoy	105.3%	-66.7%	19.0%	4.4%	-12.3%	192.7%	2.1%	14.8%	15.6%
速冻食品	22,444	20,231	17,742	17,085	21,454	19,073	20,657	55,324	77,501
yoy	49.8%	84.4%	27.4%	10.7%	-4.4%	-5.7%	16.4%	34.8%	40.1%
其他产品	20,961	12,998	12,697	14,280	26,492	20,380	11,606	58,074	60,934
yoy	12.3%	12.1%	6.5%	-10.2%	26.4%	56.8%	-8.6%	26.2%	4.9%
餐饮	8,429	8,497	14,709	17,242	17,308	12,901	20,102	66,682	48,878
yoy	-54.1%	-44.7%	-9.1%	2.8%	105.3%	51.8%	36.7%	11.0%	-26.7%
营收: 按渠道分									
直接销售	22,190	17,007	69,539	24,931	32,624	24,830	76,562	139,961	133,666
yoy	-23.3%	-28.1%	22.6%	-18.7%	47.0%	46.0%	10.1%	18.6%	-4.5%
经销	30,576	25,703	98,049	37,104	33,447	30,413	100,831	159,316	191,432
yoy	29.9%	49.1%	11.1%	22.5%	9.4%	18.3%	2.8%	19.8%	20.2%
营收: 按区域分									
广东省内	44,453	37,541	119,479	42,621	55,326	42,422	126,863	245,882	244,093
yoy	-5.4%	5.7%	14.3%	-27.5%	24.5%	13.0%	6.2%	15.9%	-0.7%
经销商数量 (个)	469	478	560	542	554	561	591	452	542
净增	17	9	82	-18	12	7	30	109	90
境内广东省外	7,399	4,246	47,123	18,224	9,776	11,094	49,583	49,972	76,992
yoy	47.3%	3.0%	20.1%	1055.8%	32.1%	161.3%	5.2%	40.1%	54.1%
经销商数量 (个)	168	179	256	283	308	337	383	201	283
净增	-33	11	77	27	25	29	46	41	82
境外	913	923	986	1,190	968	1,728	947	3,423	4,012
yoy	93.1%	-27.4%	-11.3%	109.9%	6.1%	87.1%	-4.0%	9.6%	17.2%
经销商数量 (个)	14	18	18	18	15	16	15	15	18
净增	-1	4	0	0	0	0	-1	5	3

经销商合计 (个)	651	675	834	843	877	914	989	668	843
净增	-17	24	159	9	34	37	75	155	175

注：2021Q3 披露口径与前存在差异，表内营收、增速均以当年披露为准。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广州酒家三大财务预测表

资产负债表(百万 元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,313	2,659	2,945	3,797	营业收入	3,287	3,957	4,812	5,538
现金	1,665	1,958	2,137	2,907	减:营业成本	1,995	2,386	2,881	3,298
应收账款	135	73	212	114	营业税金及附加	28	41	49	57
存货	212	392	311	494	营业费用	303	398	484	557
其他流动资产	301	235	285	283	管理费用	349	414	496	570
非流动资产	1,525	1,569	1,674	1,708	财务费用	-17	-21	-25	-29
长期股权投资	10	13	16	19	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	879	950	1,010	1,060	加:投资净收益	7	6	6	6
在建工程	173	178	183	186	其他收益	22	0	0	0
无形资产	144	189	231	229	营业利润	578	649	815	955
其他非流动资产	318	239	234	213	加:营业外净收支	-12	0	0	0
资产总计	3,837	4,228	4,619	5,505	利润总额	566	649	815	955
流动负债	1,194	1,216	1,120	1,454	减:所得税费用	101	115	144	169
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	1	1	1	1
应付账款	266	315	383	418	归属母公司净利润	464	534	671	785
其他流动负债	828	801	637	937	EBIT	522	601	760	885
非流动负债	85	80	81	81	EBITDA	614	702	873	1,003
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	85	80	81	81	每股收益(元)	0.82	0.94	1.19	1.39
负债合计	1,279	1,296	1,202	1,535	每股净资产(元)	4.49	5.14	6.00	6.97
少数股东权益	22	22	23	24	发行在外股份(百万股)	404	566	566	566
归属母公司股东权益	2,537	2,910	3,394	3,945	ROIC(%)	15.9%	16.2%	17.7%	17.8%
负债和股东权益	3,837	4,228	4,619	5,505	ROE(%)	18.1%	18.2%	19.6%	19.8%
现金流量表(百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	39.3%	39.7%	40.1%	40.4%
经营活动现金流	808	508	571	1,111	销售净利率(%)	14.1%	13.5%	13.9%	14.2%
投资活动现金流	-629	-69	-233	-135	资产负债率(%)	33.3%	30.7%	26.0%	27.9%
筹资活动现金流	191	-146	-160	-206	收入增长率(%)	8.5%	20.4%	21.6%	15.1%
现金净增加额	370	293	178	770	净利润增长率(%)	20.7%	15.2%	25.6%	17.1%
折旧和摊销	93	100	113	117	P/E	27	23	19	16
资本开支	290	102	82	37	P/B	5	4	4	3
营运资本变动	260	-105	-179	244	EV/EBITDA	17	15	12	10

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>