

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

tangji@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>