

证券研究报告—动态报告

食品饮料

餐饮

广州酒家(603043)

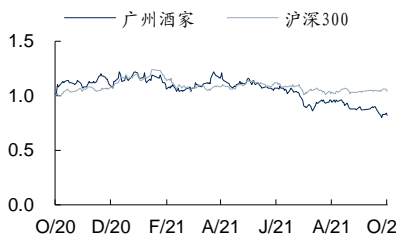
买入

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月28日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	566/566
总市值/流通(百万元)	11,306/11,306
上证综指/深圳成指	3,562/14,394
12个月最高/最低(元)	43.65/19.18

相关研究报告:

《广州酒家-603043-2021年半年报点评:业绩受疫情影响及高基数等影响,中线看好产能释放》
——2021-08-28
《广州酒家-603043-2021年一季报点评:Q1恢复良好符合预期,产能及渠道布局支撑成长》
——2021-04-29
《广州酒家-603043-2020年年报点评:业绩靓丽符合预期,关注产能、渠道支持下的业务扩张》
——2021-04-15
《广州酒家-603043-2020年业绩快报点评:Q4低基数上高增长,关注后续产能释放及渠道布局》
——2021-03-30
《广州酒家-603043-2020年三季报点评:三季报业绩超预期,关注产能释放后的中线成长》
——2020-10-30

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师:姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

财报点评

疫情扰动月饼销售,产能释放支撑业绩稳定增长

●前三季度业绩增23%符合预期,陶陶居并表增厚

前三季度,公司实现营收30.16亿元/+17.69%,归母业绩4.44亿元/+23.41%,扣非后业绩4.31亿元/+19.78%,EPS0.78元,与我们业绩前瞻基本一致,符合预期。其中三季度收入增10.15%,归母业绩增16.68%,业绩增长良好,预计主要系陶陶居并表以及费用改善。

●疫情下月饼增长放缓,速冻三季度提速,陶陶居并表增厚收入

前三季度,公司食品业务收入24.84亿元/+12%:速冻收入6.12亿元/+5%,其中三季度增22%,较上半年【同比】下滑1%(20H1高基数)明显改善,预计与梅州一期产能释放有关;月饼收入12.87亿元/+8%,受高基数及疫情影响;其他食品收入增28%。餐饮收入5.03亿元/+59%,陶陶居7月1日并表拉动,剔除并表影响,预计三季度同店尚未恢复至疫前。渠道端经销收入增13%、省外增19%。三季度末合同负债同增33%,显示Q4相对有支撑。前三季度毛利率同减1.28pct,预计主要系餐饮拖累及速冻占比提升。期间费率降1.30pct,其中销售/研发/财务费率各降低0.96/0.30/0.18pct,管理费率增0.13pct。

●疫情扰动月饼增长,关注产能释放后的速冻发展

展望未来,1)速冻业务,年中梅州一期试产,后续逐步投产有望改善速冻产能;中线湘潭二期有望新增3.85万吨产能(2020年产量3.25万吨),建设期2年,再加上品类、渠道的拓展,有望支撑速冻收入持续较快增长。2)月饼业务,疫情一定程度上影响供需关系,收入增长略有波动,但预计未来整体保持平稳增长。3)餐饮业务短期受疫情影响,建议持续跟踪;陶陶居6家门店7月1日并表(持股55%),明显增厚收入,估算非疫情时6家店净利润3000万左右,有望在疫情好转后进一步增厚利润;且引入战投有望进一步激发餐饮业生态活力。

●风险提示:

宏观、疫情等风险,食品卫生安全,收购整合、产能释放不及预期等。

●短期跟踪疫情,产能扩张有望支撑中线成长,维持“买入”

考虑疫情影响,下调21-23年EPS至0.94/1.12/1.31元(原为0.96/1.20/1.41元),对应PE21/18/15x。短期疫情影响月饼和餐饮业务,中线产能释放及渠道拓展下速冻业务有支撑,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3028.70	3287.49	3900.17	4517.10	5187.05
(+/-%)	19.38%	8.54%	18.64%	15.82%	14.83%
净利润(百万元)	384.13	463.60	534.27	633.33	743.70
(+/-%)	0.06%	20.69%	15.24%	18.54%	17.43%
摊薄每股收益(元)	0.95	0.82	0.94	1.12	1.31
EBIT Margin	16.25%	18.64%	15.86%	16.34%	16.69%
净资产收益率(ROE)	17.55%	18.27%	18.70%	19.56%	20.60%
市盈率(PE)	21.02	24.39	21.16	17.85	15.20
EV/EBITDA	16.31	18.48	16.99	14.31	12.41
市净率(PB)	3.69	4.46	3.96	3.49	3.13

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

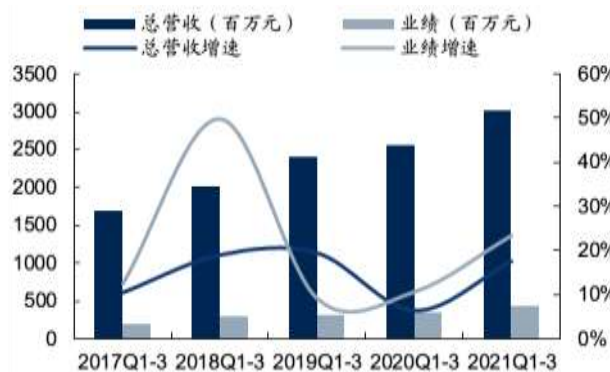
注:摊薄每股收益按最新总股本计算

前三季度业绩增 23%符合预期，陶陶居并表增厚

前三季度，公司实现营收 30.16 亿元，同比增长 17.69%；实现归母业绩 4.44 亿元，同比增长 23.41%；扣非后业绩 4.31 亿元，同比增长 19.78%；EPS0.78 元，与我们业绩前瞻基本一致，符合预期。

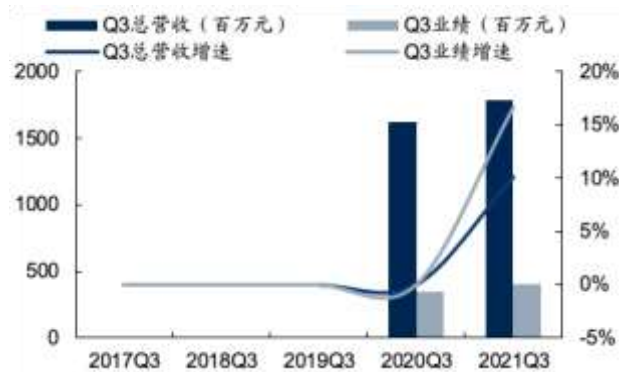
第三季度公司实现收入 17.84 亿元，同比增长 10.15%；归母业绩为 4.06 亿元，同比增长 16.68%；实现扣非后业绩 4.01 亿元，同比增长 16.45%，业绩增长良好，预计主要系陶陶居并表以及费用改善。

图 1：公司前三季度收入业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q3 收入业绩表现



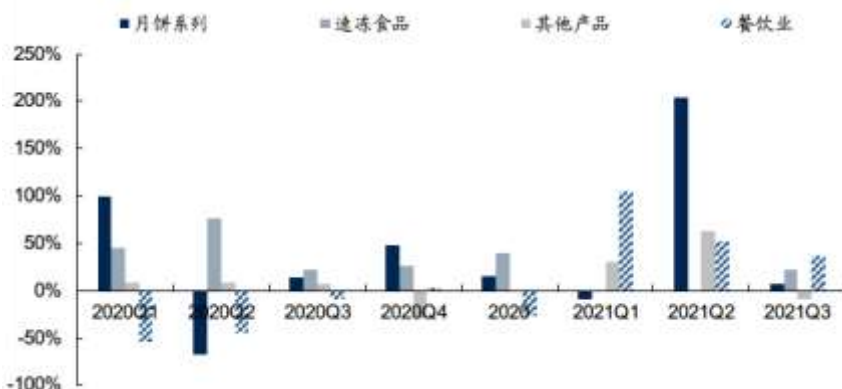
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

疫情下月饼增长放缓，速冻三季度提速，陶陶居并表增厚餐饮收入

前三季度，公司食品业务实现收入 24.84 亿元，同增 12%：**速冻**实现收入 6.12 亿元，同比增长 5%，其中 Q3 增 22%，较上半年【同比】下滑 1%（20H1 基数较高，且 21H1 产能限制）明显放缓，预计与梅州一期产能释放有关（年中试产，三季度陆续投产）；**月饼**实现收入 12.87 亿元，同比增长 8%，受高基数（去年前三季度月饼收入增 17%）及疫情影响；**其他食品**收入增 28%，粽子、饼酥等增长快速。

前三季度**餐饮**实现收入 5.03 亿元，同比增长 59%，主要是陶陶居 7 月 1 日并表拉动。其中三季度实现收入 2.01 亿元，同增 37%，较 2019 年同期增长 24%；若剔除陶陶居并表影响，预计收入尚未恢复至疫情前水平。

图 3：公司各业务季度收入增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

渠道方面，2021 年前三季度省外销售同增 19.46%，继续良好增长；省内同增 16.80%。截至 2021 年三季度末，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

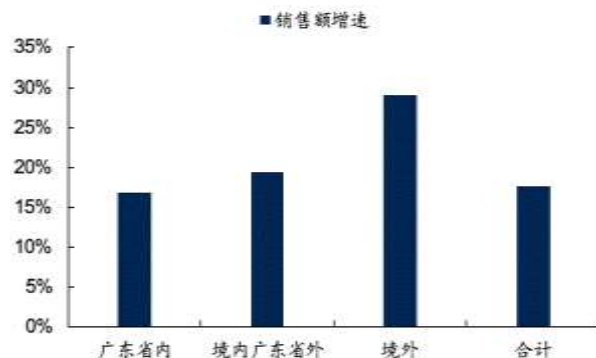
东省外经销商 383 家，较年初增加 100 家；境外经销商净减 3 家至 15 家。直
营营销方面，2021 前三季度直销、经销销售分别+23.25%/+13.30%，直营渠
道增长主要系餐饮业务随疫情好转逐步恢复以及陶陶居自 7 月 1 日纳入合并报
表。

图 4：公司各业务收入增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

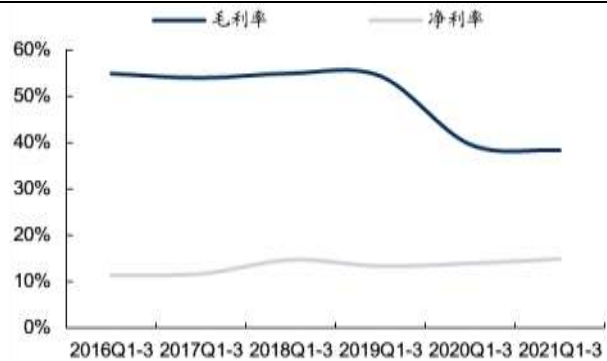
图 5：2021 年前三季度公司省内外销售增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

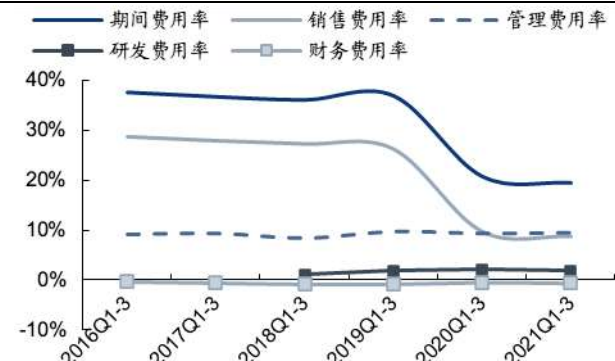
三季度末公司合同负债同增 33%，显示 Q4 相对有支撑。前三季度，公司销售
商品、提供劳务收到的现金为 33.05 亿元，同增 18.95%。前三季度公司毛利率
同比下滑 1.28pct，预计主要系毛利率较低的速冻占比提升以及 Q2 餐饮拖累。
期间费率下降 1.30pct，其中销售/研发/财务费率各降低 0.96/0.30/0.18pct，管
理费率增 0.13pct。

图 6：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

疫情扰动月饼增长，关注产能释放后的速冻发展

展望未来，1) 速冻业务，年中梅州一期试产，后续逐步投产有望改善速冻产能；
中线湘潭二期有望新增 3.85 万吨产能 (2020 年产量 3.25 万吨)，建设期 2 年，
再加上品类、渠道的拓展，有望支撑速冻收入持续较快增长。2) 月饼业务，疫
情一定程度上影响供需关系，增长略有波动，但整体预计保持平稳。3) 餐饮业
务短期受疫情影响，建议持续跟踪；陶陶居 6 家门店 7 月 1 日并表 (持股 55%)，
增厚收入，估算非疫情时 6 家店净利润 3000 万左右，有望在疫情好转后增厚
利润；且引入战投有望进一步激发餐饮业活力。

短期跟踪疫情，产能扩张有望支撑中线成长，维持“买入”

考虑疫情影响，下调 21-23 年 EPS 至 0.94/1.12/1.31 元 (原为 0.96/1.20/1.41
元)，对应 PE 21/18/15x。短期疫情影响月饼和餐饮业务，中线产能释放及渠

道拓展下速冻业务有支撑，维持“买入”评级。

风险提示

宏观、疫情等系统性风险，食品卫生安全，收购整合风险，高新技术认证可能未续期，市场风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1665	1494	1850	2216	营业收入	3287	3900	4517	5187
应收款项	163	160	156	179	营业成本	1995	2375	2528	2772
存货净额	212	380	368	403	营业税金及附加	28	39	45	52
其他流动资产	50	78	68	78	销售费用	303	437	714	935
流动资产合计	2313	2445	2841	3316	管理费用	349	430	491	562
固定资产	1052	1055	1186	1218	财务费用	(17)	(26)	(27)	(33)
无形资产及其他	144	139	133	127	投资收益	7	8	9	10
投资性房地产	318	318	318	318	资产减值及公允价值变动	2	2	2	2
长期股权投资	10	15	16	17	其他收入	(60)	0	0	0
资产总计	3837	3972	4494	4996	营业利润	578	654	776	911
短期借款及交易性金融负债	100	130	143	150	营业外净收支	(12)	(2)	(2)	(3)
应付款项	266	316	334	366	利润总额	566	652	773	908
其他流动负债	828	539	619	708	所得税费用	101	117	139	163
流动负债合计	1194	985	1096	1225	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	464	534	633	744
其他长期负债	85	107	137	139					
长期负债合计	85	107	137	139	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1279	1092	1234	1363	净利润	464	534	633	744
少数股东权益	22	22	23	23	资产减值准备	0	324	40	20
股东权益	2537	2858	3238	3610	折旧摊销	68	111	138	155
负债和股东权益总计	3837	3972	4494	4996	公允价值变动损失	(2)	(2)	(2)	(2)
					财务费用	(17)	(26)	(27)	(33)
关键财务与估值指标					营运资本变动	312	(85)	194	75
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	0	(323)	(39)	(20)
每股收益	0.95	1.06	1.36	1.65	经营活动现金流	842	559	963	972
每股红利	0.40	0.42	0.54	0.82	资本开支	(237)	(430)	(300)	(200)
每股净资产	5.42	6.06	6.87	7.69	其它投资现金流	(222)	(111)	(67)	(40)
ROIC	19%	18%	26%	36%	投资活动现金流	(457)	(546)	(368)	(241)
ROE	18%	18%	20%	21%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	53%	50%	51%	50%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	15%	14%	14%	支付股利、利息	(124)	(214)	(253)	(372)
EBITDA Margin	18%	17%	17%	17%	其它融资现金流	233	30	13	7
收入增长	19%	11%	29%	22%	融资活动现金流	(15)	(184)	(240)	(365)
净利润增长率	0%	12%	28%	21%	现金净变动	370	(171)	356	366
资产负债率	25%	25%	28%	29%	货币资金的期初余额	1296	1665	1494	1850
息率	1.1%	1.2%	1.5%	2.3%	货币资金的期末余额	1665	1494	1850	2216
P/E	37.4	33.6	26.2	21.6	企业自由现金流	646	103	637	740
P/B	6.6	5.9	5.2	4.6	权益自由现金流	879	154	672	774
EV/EBITDA	28.0	26.3	20.9	17.7					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032