

月饼消费大年 餐饮强势修复

——广州酒家（603043.SH）

食品饮料/休闲食品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司主要业务范围涵盖月饼、速冻食品和餐饮。广州酒家始创于 1935 年，为中华老字号，素有“食在广州第一家”的美誉，于 2017 年 6 月在上交所上市。公司旗下业务条线主要分为食品制造和餐饮业务，23Q1，公司食品制造业务营收占比 62.8%，餐饮业务营收占比 37.2%。

23 年为月饼消费大年。月饼销售量与中秋国庆假期间隔时间存在相关性，主要与走亲访友时间更充足有关，并与社零增速呈现较强相关性。23 年为公共卫生事件影响后经济复苏的第一年，叠加 23 年中秋国庆假期相连，为月饼大年，预计广州酒家月饼营收同比增长 17.3%。同时，自 23 年初开始，包材及上游原材料淀粉、油脂等价格均有所回落，预计月饼毛利率将提升 4.5pct 至 58.7%。

23 年餐饮消费明显修复。由于公共卫生事件影响解除后线下餐饮需求集中释放，餐饮零售明显修复，5 月餐饮收入总额同比增 35.1%，相比 2019 年增长 9.4%，行业景气度超过 2019 年水平。公司过去三年逆势开店使得公司餐饮业务营收增速弹性大，预计公司 23 年餐饮业务收入同比增长 51%。同时，考虑到线下餐饮需求恢复及合同履行成本下降，预计公司 2023 年毛利率为 10%，高于 2021 年水平。

速冻食品业务处在高速发展期。考虑到现阶段我国速冻食品渗透率与美国的巨大差距，协同疫后复苏大势，我们预计未来数年速冻产品需求端仍将享受高速增长。伴随公司新建产能逐步投产，借力自身下游餐饮渠道，以产定销协同渠道促销，我们预计速冻产品营收 23 年增长 22.4%。同时，伴随产能释放规模效应逐步显现和上游原材料成本下降，公司速冻食品毛利率有望提升至 37%。

投资建议：公司为中华老字号餐饮品牌，旗下业务涵盖月饼、餐饮和速冻食品。短期看，23 年为月饼消费大年，公司作为广式月饼龙头企业，有望取得高速增长，此外 23 年餐饮修复趋势明显，过去三年公司逆势扩店，有望取得快于行业的增速。长期看，公司大力发展速冻食品业务，凭借粤式餐饮的多年深耕，选择定位粤式点心细分赛道，与速冻食品龙头差异化竞争，随着 23 年末产能投放，将突破产能瓶颈，未来速冻食品将贡献主要业绩增量。

预计公司 23-25 年营收为 50.74 亿元/56.1 亿元/62.14 亿元，同比 +23.4%/+10.6%/+10.8%，归母净利润为 7.24 亿元/7.99 亿元/9.04 亿元，同比 +39.2%/+10.3%/+13.2%，EPS 分别为 1.27、1.41、1.59，对应 PE 分别为 22.21、20.14、17.79。参考可比公司估值，给予公司 23 年 25X PE，对应目标价为 31.75 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：盈利预测中假设偏离真实情况、主要原材料价格波动、食品安全风险等。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,889.9	4,112.3	5,074.3	5,610.1	6,213.8
增长率（%）	18.33	5.72	23.39	10.56	10.76
归母净利润（百万元）	557.6	520.4	724.2	798.5	904.0
增长率（%）	20.28	-6.68	39.16	10.27	13.20
净资产收益率（%）	18.67	15.66	18.85	18.13	17.91
每股收益（元）	0.99	0.92	1.27	1.41	1.59
PE	28.70	30.91	22.21	20.14	17.79
PB	5.36	4.84	4.19	3.65	3.19

资料来源：“2021-2022”公司年报，wind，申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2023 年 07 月 18 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

交易数据

时间 2023.7.17

总市值/流通市值（亿元）	144.58/144.58
总股本（万股）	56,877.08
资产负债率（%）	39.49
每股净资产（元）	5.99
收盘价（元）	25.42
一年内最低价/最高价（元）	19.92/31.6

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

证券研究报告

内容目录

1. 广州酒家：月饼消费大年 餐饮强势修复	4
1.1 广州酒家：“食在广州第一家”	4
1.2 国企改革深化 实现高质量发展	4
2. 月饼业务：月饼迎消费大年	6
2.1 月饼行业竞争激烈 广州酒家差异化竞争	6
2.2 23 年有望迎来月饼消费大年	7
3. 餐饮业务：三年逆势扩店 23 年曙光初现	9
3.1 餐饮业务多品牌发展	9
3.2 三年逆势扩店	10
3.3 23 年餐饮业务明显修复	12
4. 速冻食品业务：产能扩建突破产能瓶颈	14
4.1 速冻食品具有较大市场空间	14
4.2 定位粤式点心 差异化竞争	15
4.3 产能扩建突破瓶颈	15
4.4 跨区域布局初现成效	16
4.5 规模效应和原材料价格下跌带动产品毛利率提升	17
5. 盈利预测与投资建议	18
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：广州酒家 23Q1 营收高增	4
图 2：广州酒家 23Q1 归母净利润高增（亿元）	4
图 3：广州酒家速冻食品占比逐年上升（%）	4
图 4：广州酒家月饼毛利率最高（%）	4
图 5：我国月饼行业销售规模呈上升趋势	6
图 6：月饼行业产量温和增长	6
图 7：2022 年消费者最偏爱广式月饼	6
图 8：2021 年广式月饼销量占比最高	6
图 9：广州酒家月饼销售主要集中在三季度	7
图 10：广州酒家月饼销量	8
图 11：中秋国庆间隔天数	8
图 12：我国社零增速（%）	8
图 13：广州酒家月饼销量增速	8
图 14：广州酒家月饼销量与社零相关性较强	9
图 15：广州酒家月饼单价近两年提升	9
图 16：由于成本提升广州酒家毛利率下滑	9
图 17：22Q3 餐饮门店数低于前两年同期规模	10
图 18：店铺平均租金持续下滑	10
图 19：粤菜门店数占比排名第 3	11
图 20：粤菜是 2022 年中国精致餐饮市场门店数量最多的菜系	11
图 21：粤菜主要集中于华南地区（%）	11
图 22：上海粤菜门店 3 年 CAGR 最快	11
图 23：广州酒家餐饮业务营收高增（亿元）	13
图 24：23Q1 我国餐饮收入修复（%）	13
图 25：广州酒家餐饮业务毛利率下跌	13
图 26：广州酒家餐饮业务合同履约成本约占总成本的 60%	13
图 27：速冻食品增速快（亿元）	14
图 28：我国人均速冻食品消费量显著偏低	14
图 29：我国冷库总量快速增长（万吨）	15
图 30：我国冷藏车保有量快速增长（万辆）	15
图 31：速冻米面食品占比最大	15
图 32：速冻食品品牌集中度高	15
图 33：广州酒家速冻食品营收增速快	16
图 34：公司产销率维持在 100% 左右	16
图 35：广东省外经销商数量比例稳定增加（个）	17
图 36：广东省外的销售比例持续增长（亿元）	17
图 37：广州酒家速冻食品销量增速较快	17
图 38：广州酒家速冻食品单价提升	17
图 39：广州酒家速冻食品毛利率较稳定	18

表 1：广州酒家股权结构	5
表 2：广州酒家第一期股权激励计划行权条件	5
表 3：广州酒家餐饮业务收入拆分	13
表 4：公司业绩预测拆分	19
表 5：可比上市公司估值（更新至 20230713）	19
表 6：公司盈利预测表	21

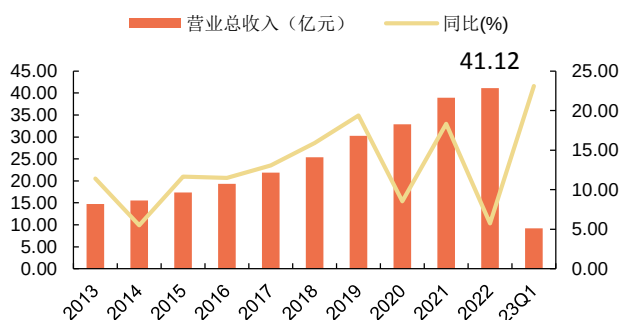
1. 广州酒家：月饼消费大年 餐饮强势修复

1.1 广州酒家：“食在广州第一家”

广州酒家始创于 1935 年，为中华老字号，素有“食在广州第一家”的美誉，于 2017 年 6 月在上海证券交易所挂牌上市，成为广东省率先上市的饮食集团。公司旗下业务条线主要分为食品制造和餐饮业务，23Q1，公司食品制造业务营收占比 62.8%，餐饮业务营收占比 37.2%。

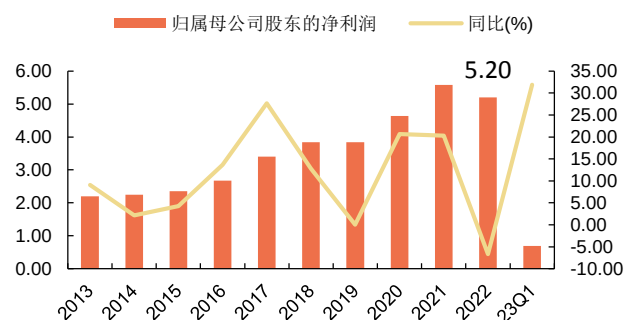
- ◆ 食品制造方面，公司销售月饼、速冻食品、腊味等多种品类，其中截至 22 年末，月饼销售收入占总营收的 36.9%，仍为主要收入来源，速冻食品增速快，销售收入占比提升至 25.7%。
- ◆ 在餐饮业务方面，公司以经典粤菜为基础，并不断创新和改良，延伸菜系品类。公司旗下拥有“广州酒家”、“陶陶居”、“星樾城”等餐饮品牌，截至 22 年末，公司共计有餐饮直营店 36 家，包括“广州酒家”直营门店 22 家，“星樾城”3 家，“陶陶居”自营门店 11 家，公司授权第三方经营“陶陶居”特许经营门店 23 家。

图1：广州酒家 23Q1 营收高增



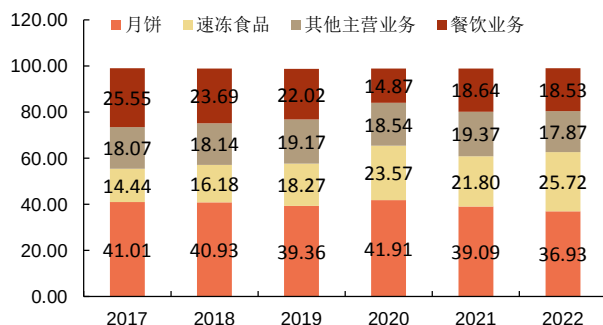
资料来源：wind，申港证券研究所

图2：广州酒家 23Q1 归母净利润高增（亿元）



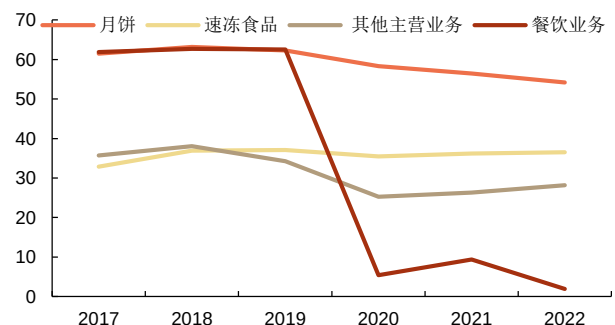
资料来源：wind，申港证券研究所

图3：广州酒家速冻食品占比逐年上升（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图4：广州酒家月饼毛利率最高（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

注：餐饮业务 2020 年毛利率大幅下滑主要由于会计准则调整

1.2 国企改革深化 实现高质量发展

公司股权经过多次划转，但实际控制人仍为广州市国资委。广州酒家 2017 年 6 月首次公开发行并上市时，广州市国资委持有广州酒家 67.7% 的股份，在深化国有企业改革的大背景下，为推动旗下相关国有资产的整合、提高国有资产流动性，

促进国有资产的保值增值，广州国资委自 2021 年起将所持股份分别无偿划转至广州城建、广州产投和广东省财政厅，截至 23Q1，广州酒家控股股东为广州城投，持股比例 50.72%。

表1：广州酒家股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	广州市城市建设投资集团有限公司	288,453,276	50.72
2	广州产业投资控股集团有限公司	56,142,814	9.87
3	广东省财政厅	38,288,454	6.73
4	香港中央结算有限公司	19,048,786	3.35
5	张浪	10,931,900	1.92
6	陈宇鹏	8,735,210	1.54
7	全国社保基金 116 组合	5,172,503	0.91
8	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	4,566,263	0.80
9	招商核心竞争力混合型证券投资基金	4,285,912	0.75
10	科威特政府投资局	3,813,347	0.67
合 计		439,438,465	77.26

资料来源：Wind，申港证券研究所

国企改革市场化改革持续深化，激发企业内生活力动力，实现国有企业高质量发展。在深化体制改革方面，广州酒家聚焦“劳动、人事、分配”三项制度，围绕“人、岗、绩”三大核心，建立健全人才管理体系。

- ◆ **广州酒家全面实施经理层任期制和契约化管理，完善权责清单。**自 2021 年 6 月起，公司先后出台了《广州酒家集团股份有限公司关于推行所属企业经理层任期制和契约化管理的实施方案》等一系列政策文件，完善了权责清单，本着“业绩升、薪酬升，业绩降、薪酬降”的价值导向，制定相关管理制度、实施细则和协议文本，强化精准考核有效激励。
- ◆ **广州酒家对集团任命管理的中高级管理人员和下属企业领导班子成员全面实施市场化薪酬、任期制和契约化管理。**21 年 11 月，集团党委副书记、副董事长、总经理赵利平与集团本部中高级管理人员和二级公司班子成员代表签订《岗位聘任协议书》、《年度（经营）业绩责任书》和《任期（经营）业绩责任书》。

公司积极使用股权激励政策，调动中高层管理者和员工积极性。公司于 2018 年出台了第一期股权激励计划，向公司高级管理人员、中层管理人员及对公司持续发展有直接影响的核心骨干授予 403 万份股票期权，约占总股本的 1%，以净利润增长率、营业收入增长率、加权净资产收益率以及现金分红比例为业绩考核条件。截至 2022 年末，公司董事、监事和高管共持有 245 万股，占总股本的 0.43%。股权激励有效调动了中高层积极性，新的激励政策目前还在考量中。

表2：广州酒家第一期股权激励计划行权条件

行权期	营收、净利润条件	加权净资产收益率条件	现金分红条件	是否达成
2019	不低于对标企业 75 分位值，且同比 2018 年增速 $\geq 10\%$	加权净资产收益率不低于（含）16%且不低于对标企业 75 分位值	$\geq 30\%$	否
2020	不低于对标企业 75 分位值，且同比 2019 年增速 $\geq 10\%$	加权净资产收益率不低于（含）16%且不低于对标企业 75 分位值	$\geq 30\%$	是
2021	不低于对标企业 75 分位值，且同比 2020 年增速 $\geq 10\%$	加权净资产收益率不低于（含）16%且不低于对标企业 75 分位值	$\geq 30\%$	是

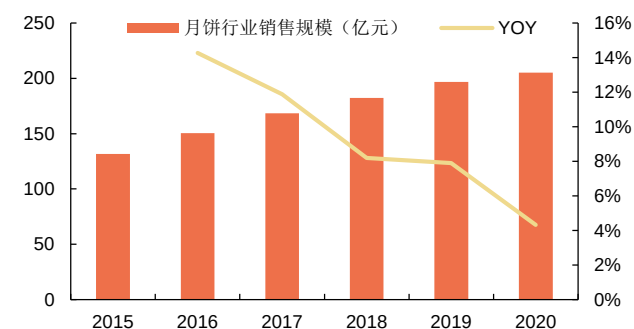
资料来源：公司公告《第一期股票期权激励计划(草案修订稿)》，《广东南国德赛律师事务所关于广州酒家集团股份有限公司第一期股票期权激励计划第一个行权期末达成行权条件暨注销部分股票期权的法律意见书》，《广州酒家集团股份有限公司关于第一期股票期权激励计划第二个行权期行权条件达成的公告》，《广州酒家集团股份有限公司关于第一期股票期权激励计划第三个行权期行权条件达成的公告》，申港证券研究所

2. 月饼业务：月饼迎消费大年

2.1 月饼行业竞争激烈 广州酒家差异化竞争

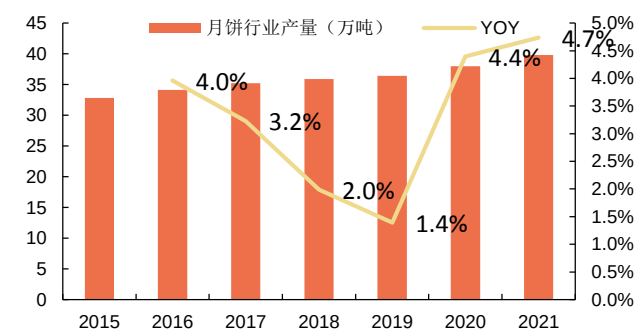
我国月饼行业销售规模呈上升趋势，价格提升为主要贡献因素。根据 iiMedia Research 和前瞻产业研究院数据，截至 2020 年，我国月饼行业销售规模为 205.2 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 9.3%，拆分量价看，由于月饼为短保产品，生产企业多采用“以销定产”的生产模式，因此产量与销量增速基本一致，根据艾媒咨询数据，近年来月饼产量温和增长，2015-2020 年 CAGR 为 3%，行业高个位数增速主要来自于送礼需求增长，价格提升为主。

图5：我国月饼行业销售规模呈上升趋势



资料来源：iiMedia Research，前瞻产业研究院《2022 年中国月饼行业全景图谱》，中港证券研究所

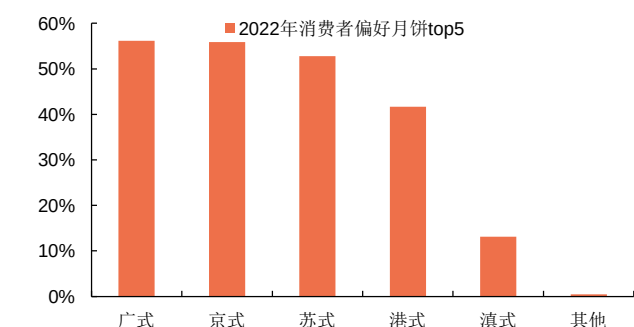
图6：月饼行业产量温和增长



资料来源：艾媒咨询《2022 年中国中秋月饼礼盒消费者需求研究报告》，艾媒数据中心，中港证券研究所

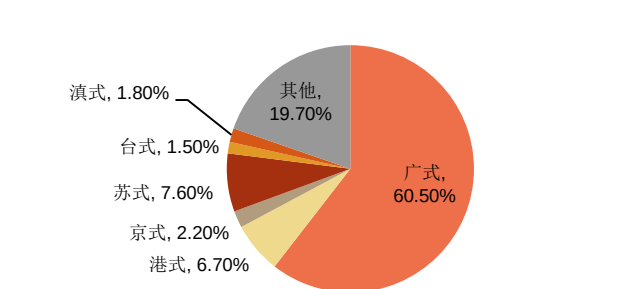
广式月饼最受消费者欢迎，且广式月饼更适合长途运输，具备全国化扩张的优势。广式月饼最受欢迎，根据艾媒咨询统计，2022 年 56.2% 的消费者最偏爱广式月饼，即广式月饼最受市场欢迎，其次是京式月饼（55.9%）和苏式月饼（52.8%）。根据观研天下统计，2021 年广式月饼占总销量的 60.5%。中国各地文化特色有所不同，一定程度上影响当地消费者的口味。现代通讯与网络技术的发展，为月饼行业的产品、文化传播提供了可能，地方传统月饼逐渐扩散至全国，其中广式月饼由于加入了糖浆和碱，相比其他月饼延长了保质期，更适合长途运输。

图7：2022 年消费者最偏爱广式月饼



资料来源：艾媒咨询《2022 年中国中秋月饼礼盒消费者需求研究报告》，艾媒数据中心，中港证券研究所

图8：2021 年广式月饼销量占比最高



资料来源：观研天下《我国月饼行业发展现状：季节性刚需特性明显 广式月饼需求确定性强》，中港证券研究所

月饼行业参与者众多，竞争激烈。月饼利润率高，行业进入门槛相对较低，吸引了众多企业加入。由于月饼消费相对刚性且季节性较强，行业多数企业将月饼作为业务之一进行运营，例如老字号餐饮企业、烘焙企业以及新锐饮品品牌等等。

广州酒家作为老字号餐饮品牌，卡位差异化竞争赛道。根据艾媒咨询，2022 年消费者礼盒偏好前十位为美心、稻香村、杏花村、锦华、广州酒家、华美、金九、知味观和潘祥记。

- ◆ **广州酒家深耕最受欢迎的广式月饼赛道。**目前月饼地域性仍较强，各地消费者仍偏好当地龙头品牌，如潘祥记主打滇式月饼，主要经营地为云南，广州酒家旗下利口福月饼是广式月饼龙头企业，深耕广州。随着区域性龙头企业在当地市场逐步饱和，部分企业开启全国化扩张道路，而广式月饼为最受欢迎品种，行业空间更大，为广州酒家的全国化扩张打开市场空间。
- ◆ **广州酒家卡位中端产品。**同样深耕广东的月饼品牌还有美心、香港锦华、华美、金九等，港式月饼美心和荣华定位高端，平均单价基本上是国内月饼的 2-3 倍，广州酒家价格定位中端，与美心等广式品牌进行差异化竞争。

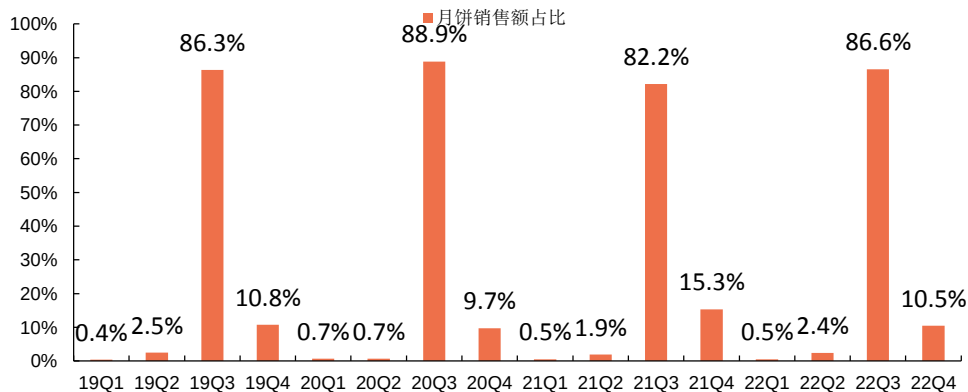
广州酒家具有老字号品牌优势，消费者认可度高。广州酒家具有“食在广州第一家”的美誉，凭借深厚的历史积淀、粤菜文化底蕴、差异化产品与服务，获得了市场和消费者的广泛认可。其中，“广州酒家”为“中国驰名商标”，80 余载经久不衰，引领行业，广州酒家月饼成为一代又一代人的记忆。“陶陶居”作为百年老字号，“新国潮”的经典代表，受到年轻消费者的热捧。2022 年，“利口福”荣获“广州老字号”称号，进一步构筑起老字号品牌矩阵。

广州酒家具有专业营运能力与供应链优势。月饼的生产销售季节性非常明显，产品更新迭代速度快，根据 iiMedia Research 和前瞻产业研究院统计的月饼行业规模推测，公司 2020 年月饼销售规模约占行业的 7%，大规模的月饼集中生产销售，对公司的市场研判能力、营销策划能力、供应链的短时峰值供应能力、品控能力等均有较高的要求。公司通过多年在月饼等季节性食品的营运与供应链建设，形成了运营季节性食品的资深专业团队以及稳定可靠的供应链体系。

2.2 23 年有望迎来月饼消费大年

月饼行业消费主要集中在三季度。月饼作为中秋节节日食俗，具有礼品与节日食品双重属性，购买月饼赠送亲友和家庭食用已成为中秋节最重要仪式之一，因此月饼行业消费主要集中在 9 月前后，以广州酒家 19-22 年单季度月饼销售额为例，除 21 年外，其余各年度单三季度月饼销售额约占全年销售额的 85% 以上。

图9：广州酒家月饼销售主要集中在三季度

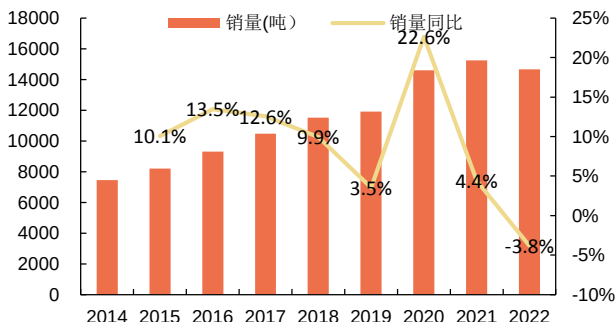


资料来源：公司公告《2020 年第一季度经营数据的公告》，《2020 年半年度经营数据的公告》，《2020 年前三季度经营数据的公告》，《2022 年第一季度经营数据的公告》，《2022 年半年度经营数据的公告》，《2022 年前三季度经营数据的公告》。

月饼销售量与中秋国庆假期间隔时间存在相关性，并呈现顺周期性：

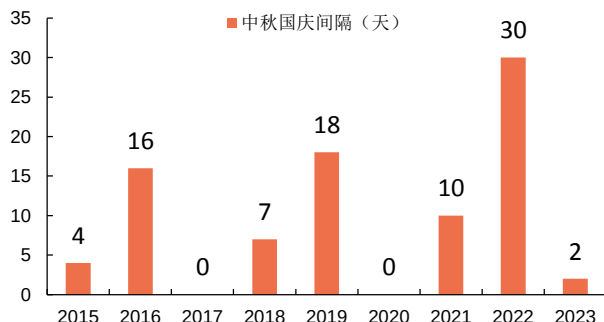
- ◆ 月饼销售量与中秋及国庆假期间隔负相关。我们统计了自 2015 年以来中秋国庆假期间隔天数与广州酒家月饼的销量情况，发现 2017 年（中秋 10 月 4 日）及 2020 年（中秋 10 月 1 日）中秋国庆假期相重合，广州酒家月饼销量分别同比增长 12.6% 和 22.6%，除 2016 年外显著高于其余年份，主要与走亲访友时间更充足有关。2023 年中秋（9 月 29 日）与国庆假期相连，有望再度迎来月饼大年。

图10：广州酒家月饼销量



资料来源：《广州酒家首次公开发行股票招股说明书》，“2017-2022”公司年报，申港证券研究所

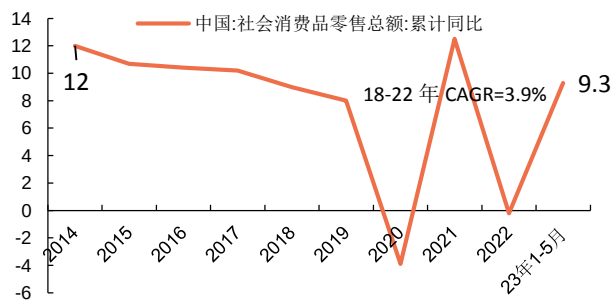
图11：中秋国庆间隔天数



资料来源：万年历，申港证券研究所

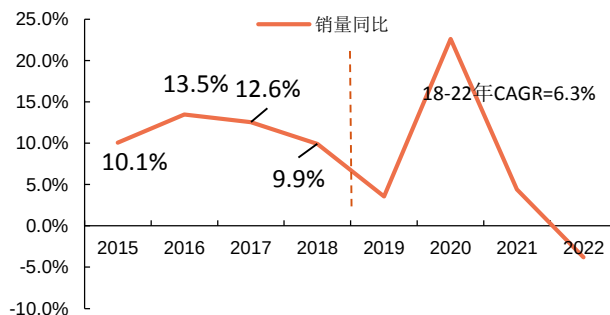
- ◆ 由于月饼具有商务送礼及社交属性，与经济增速具有相关性。我们复盘广州酒家自 2015 年以来销量增速，考虑到受公共卫生事件影响，18-22 年间社零和广州酒家月饼销量波动较大，采用 18-22 年 CAGR 进行比拟，广州酒家月饼销量增速与社零增速相关性较强。23 年为公共卫生事件影响后经济复苏的第一年，叠加 23 年为月饼大年，预计广州酒家全年销量增速为 15% 左右。

图12：我国社零增速 (%)



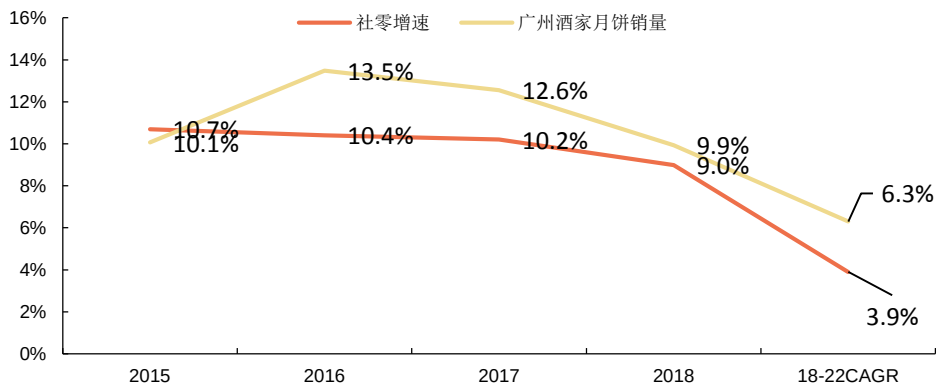
资料来源：wind，申港证券研究所

图13：广州酒家月饼销量增速



资料来源：《广州酒家首次公开发行股票招股说明书》，“2017-2022”公司年报，申港证券研究所

图14：广州酒家月饼销量与社零相关性较强

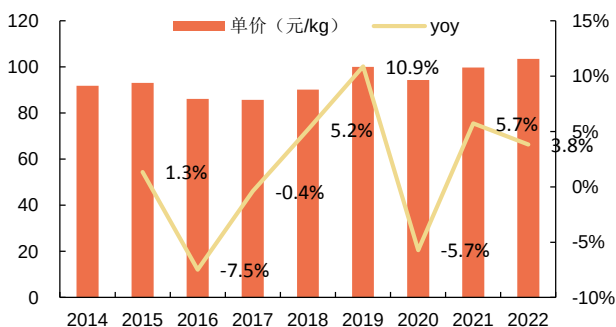


资料来源：《广州酒家首次公开发行股票招股说明书》，“2017-2022”公司年报，wind，申港证券研究所

由于原材料同比回落幅度较大，预计 23 年公司毛利率有较大幅度提升：

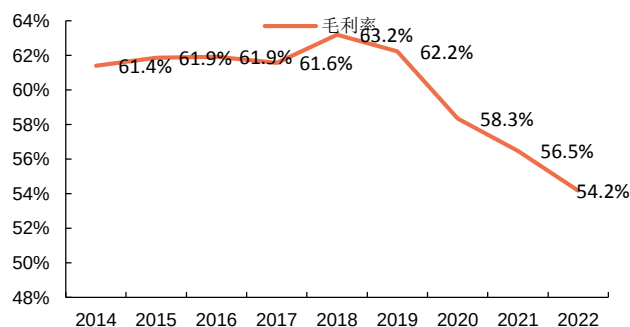
- ◆ 2016 年广州酒家月饼单价下跌 7.5%，主要与 2016 年月饼成本下跌 7.5% 有关，广州酒家让利消费者，主动下调月饼单价，当年毛利率环比持平。
- ◆ 2020 年广州酒家月饼单价下跌 5.7%，主要与公共卫生事件突发，为刺激消费降价促销有关，同时由于原材料成本上升，导致毛利率较 2019 年大幅下滑 3.9% 至 58.3%。
- ◆ 2021 年和 2022 年，月饼单价均同比提升，主要与原材料价格大幅上涨有关。
- ◆ 考虑到公共卫生事件影响后，23 年消费开始复苏，叠加 23 年中秋国庆假期相连，月饼消费需求及送礼需求提升，预计月饼单价将提升 2%，自 23 年初开始，包材及上游原材料油脂等价格均有所回落，预计月饼毛利率将提升至 58.7%。

图15：广州酒家月饼单价近两年提升



资料来源：《广州酒家首次公开发行股票招股说明书》，“2017-2022”公司年报，wind，申港证券研究所

图16：由于成本提升广州酒家毛利率下滑



资料来源：wind，申港证券研究所

3. 餐饮业务：三年逆势扩店 23 年曙光初现

3.1 餐饮业务多品牌发展

多品牌发展拓宽消费群体，增强品牌影响力。2020 年末公司收购海越陶陶居，陶陶居餐饮业务在 2021 年 6 月并表，公司以“广州酒家”和“陶陶居”双品牌打开市场空间，同时明确了“陶陶居”品牌差异化发展策略。

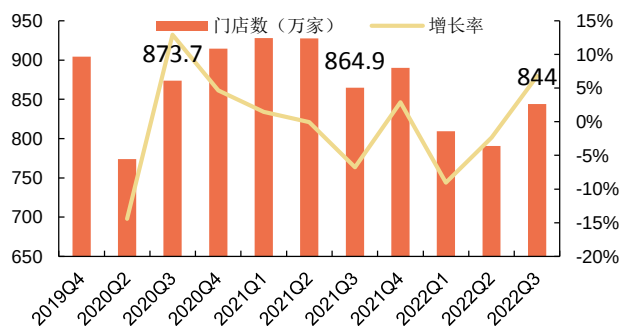
- ◆ 广州酒家坚持粤菜文化传承者的品牌定位，结合菜品服务、服务群体的差异化，创新性打造商务时尚、传统经典不同系列的餐饮场景，为消费者带来美好的美食体验。广州酒家定位中高端人群，以满足家庭聚会、商务宴请需求为主，门店面积较大，部分门店含宴会厅，选址对于物业要求较高，人均消费位于150元-300元左右。
- ◆ “陶陶居”聚焦粤菜新潮品牌，围绕年轻、时尚、国潮的品牌调性，推出更受潮流人群欢迎的新派粤菜。陶陶居目标客户为Z时代年轻人，主要满足年轻人追求时尚、网红地打卡的休闲潮流聚餐需求，以2-4人小桌为主，店铺面积相对更小，选址空间更灵活，定价更亲民，人均消费位于100元-120元左右。
- ◆ 此外，公司推出了粤菜高端品牌“天极品”和东南亚餐厅“星樾城”，多品牌运营策略拓宽了公司客户覆盖群体，既满足了年轻群体的休闲潮流聚餐需求，又满足了高端消费群体的宴请需求，增强公司在粤式餐饮中的品牌影响力。

3.2 三年逆势扩店

餐饮关店率上升及店铺租金下滑为广州酒家逆势扩店提供有利条件。广州酒家定位中高端餐饮，选址多位于繁华商圈，随着近几年部分品牌的加速淘汰，部分优质物业待租，公司选址空间更广阔，且开店成本有所下降，为广州酒家逆势扩店提供有利条件。

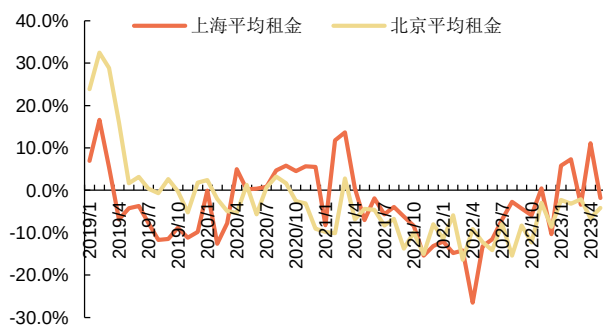
- ◆ **公共卫生事件影响导致餐饮关店率上升。**从闭店数据来看，企查查数据显示，2022年共有51.9万家餐饮相关企业注销吊销。2020-2022年全国有超170万家餐饮相关企业注销吊销，超过了过去十年注销吊销数据的总和，众多知名品牌也陷入了闭店潮。从存量门店数据来看，2020Q2、2021Q3、2022Q1和2022Q2，存量门店数据显著下滑，2022Q3随着公共卫生事件有所控制，餐饮门店数再次回升，截止2022Q3中国餐饮市场有约844万家门店，但仍低于20Q3同期规模。
- ◆ **店铺租金下滑。**以北京、上海为例，截至2023年5月，上海和北京店铺租金分别为7.02元/日/平米和7.09元/日/平米，分别较2019年末下跌13.7%和22.5%，商铺租金整体承压。

图17：22Q3 餐饮门店数低于前两年同期规模



资料来源：辰智科技《2022年中国餐饮大数据白皮书》，申港证券研究所

图18：店铺平均租金持续下滑



资料来源：wind，申港证券研究所

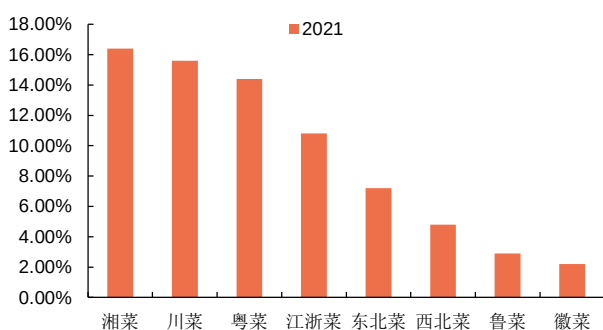
广州酒家近三年扩店速度明显提升。2020年，公司新增门店6家，2021年公司逆势新开和复业门店7家，并购海越陶陶居门店6家，合计新增门店13家，2022年新增7家餐饮门店。截至2022年底，公司拥有餐饮直营门店36家，其中“广

州酒家”直营门店 22 家，“星樾城”直营门店 3 家，“陶陶居”直营门店 11 家，公司授权第三方经营“陶陶居”特许经营门店 23 家。

粤菜在全国范围内接受度高，为公司跨区域扩店提供有利条件。

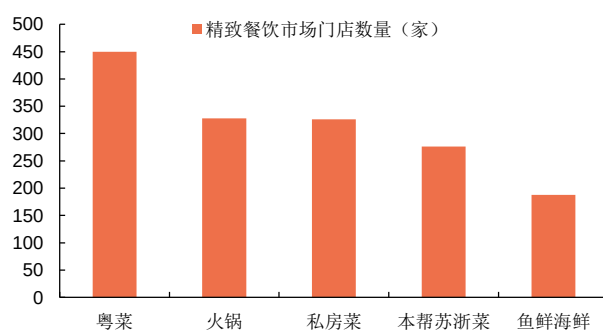
- ◆ **政策助推粤菜发展。**2018 年广东省委省政府提出实施“粤菜师傅”工程，2023 年 1 月 1 日新颁布的《广东省粤菜发展促进条例》也将正式实施，规定广东省人民政府市场监督管理、商务、卫生健康等部门应当加强粤菜标准体系的规划、制定和实施。相关政策和标准的不断完善，将有力促进粤菜的全国化扩张。
- ◆ **粤菜为中式精致餐饮的代表，受消费者欢迎。**粤菜是 2022 年中国精致餐饮市场门店数量最多的菜系，根据黑珍珠发布的数据，精致餐饮市场门店中，粤菜上榜 450 家，在所有菜系中位列第一。

图19：粤菜门店数占比排名第 3



资料来源：红餐大数据《中国餐饮发展报告 2022》，申港证券研究所

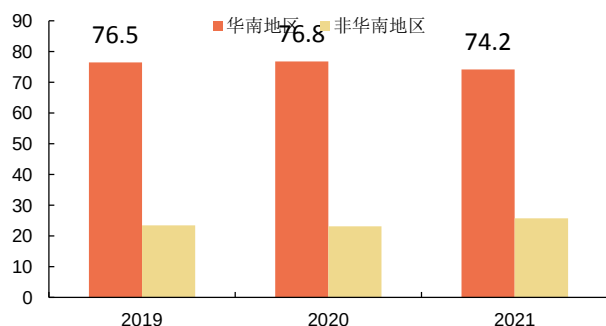
图20：粤菜是 2022 年中国精致餐饮市场门店数量最多的菜系



资料来源：凤凰网美食《唐燕：粤菜的门店数量和客单价均位列第一》，黑珍珠数据，申港证券研究所

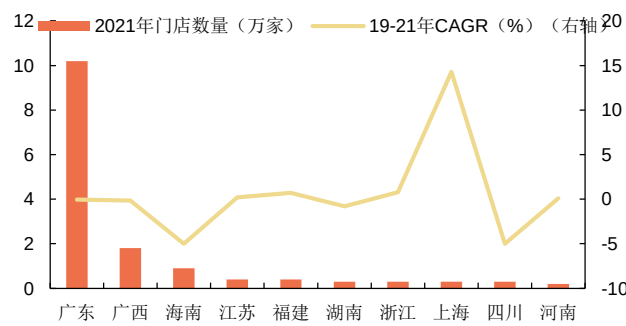
粤菜在上海地区拓展速度最快。从区域分布来看，粤菜主要集中于华南地区，占比在 75% 左右，但门店规模下跌；从年均复合增长率来看，仅华东及华北地区门店规模呈正增长。以省份/直辖市 TOP10 门店分布来看，广东省的两广粤菜餐厅门店最多，广西省 2019 年至 2021 年 3 年复合增长率跌幅最大，达到 15.7%；2021 年上海市门店数量虽然只有 3 千左右，但 2019 年至 2021 年 3 年复合增长率已达 14.3%，未来还有较大的增长空间。

图21：粤菜主要集中于华南地区 (%)



资料来源：辰智科技《2022 两广粤菜大数据分析报告》，申港证券研究所

图22：上海粤菜门店 3 年 CAGR 最快



资料来源：辰智科技《2022 两广粤菜大数据分析报告》，申港证券研究所

广州酒家选择深圳、上海等对粤菜接纳度较高的一线城市作为扩店重点。公司立足于省内重点城市布局的基础上，加快推动旗下餐饮业务跨区域发展步伐，推动市场进一步向粤东、粤西、华中以及华东等地区辐射延伸。未来拓店重点会选择

深圳、上海等一线城市，其次是强二线城市，“广州酒家”会以每年 2-3 家左右速度拓店，“陶陶居”由于其定位比较年轻化，单店体量较小，拓店速度会相对广州酒家更快。

- ◆ 2022 年公司新增 7 家餐饮门店，其中广东省内新增 5 家餐饮门店，广东省外完成湖南长沙“广州酒家”和四川成都“陶陶居”门店的开业，落实公司餐饮业务跨区域发展重要布局。
- ◆ 以上海为中心的华东区域是公司异地发展的重要区域。2022 年公司成立上海餐饮管理公司，大力推进广州酒家上海门店的建设工作，以餐饮门店为据点，加快推动华东地区业务发展。深入贯彻餐饮业务“强品牌”战略，赋能公司食品业务异地加速开拓。

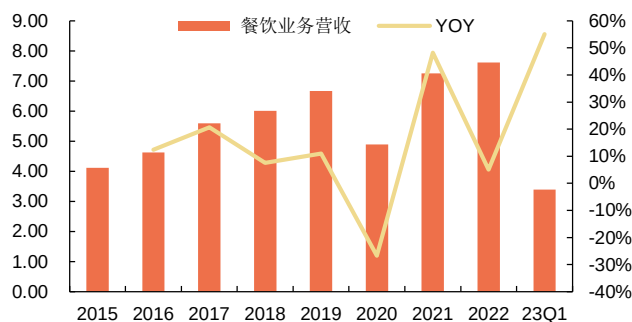
3.3 23 年餐饮业务明显修复

2023 年以来餐饮业明显修复。2023 年以来社会消费品零售额恢复每月同比正增长，其中，由于公共卫生事件影响解除后线下餐饮需求集中释放，餐饮零售明显修复，2023 年 5 月餐饮收入总额同比增速 35.1%，相比 2021 年增长 6.6%，相比 2019 年增长 9.4%，行业景气度超过 2019 年水平。

逆势开店使得公司餐饮业务营收增速快于行业，预计公司 23 年餐饮业务收入同比增长 51%：

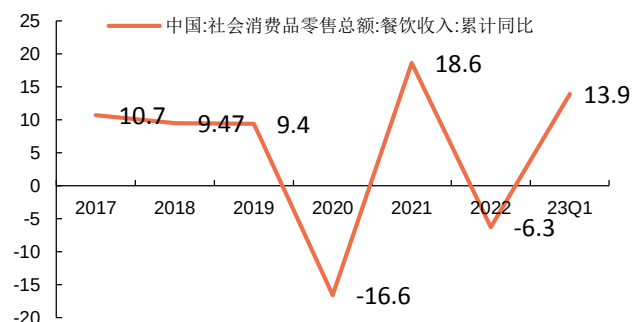
- ◆ 2020 年餐饮业受到公共卫生事件影响较大，其中“广州酒家”门店消费场景为商务宴请和家庭聚会，受到影响大于其他类别的餐饮，因此公司餐饮业务营收增速下滑更显著。
- ◆ 2021 年公司餐饮业务营收增速高于行业 29.7pct，一方面有陶陶居并表的影响，另一方面也有公司 2020 年逆势拓店的贡献。
- ◆ 2022 年公司餐饮业务营收增速高于行业 11.4pct，主要与公司过去两年逆势拓店有关。
- ◆ 23Q1，公司餐饮业务营收增速高于行业 41.2pct，除了与逆势拓店有关外，还与广东区域 22Q1 低基数效应有关。
- ◆ 预计公司餐饮业务 23 年全年营收增速将下滑至 51%。从餐饮收入环比增速来看，4 月和 5 月餐饮收入分别环比增长 1.2%和 8.5%，Q2 餐饮业仍处于快速复苏阶段。而从 5 月公布的经济指标来看，表明经济快速复苏的阶段已过，预计自 Q3 开始餐饮快速复苏势头将有所减弱，公司餐饮业务收入将逐季下降。

图23: 广州酒家餐饮业务营收高增 (亿元)



资料来源: wind, 公司公告《2023 年第一季度经营数据的公告》, 申港证券研究所

图24: 23Q1 我国餐饮收入修复 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

表3: 广州酒家餐饮业务收入拆分

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2E	23Q3E	23Q4E	2023E
餐饮业务收入 (万元)	21831.1	17604.7	23353.4	13431.3	33867.2	30808.3	26856.4	23504.7	115036.6
同比	26.1%	36.5%	16.2%	-39.5%	55.1%	75.0%	15.0%	75.0%	50.9%

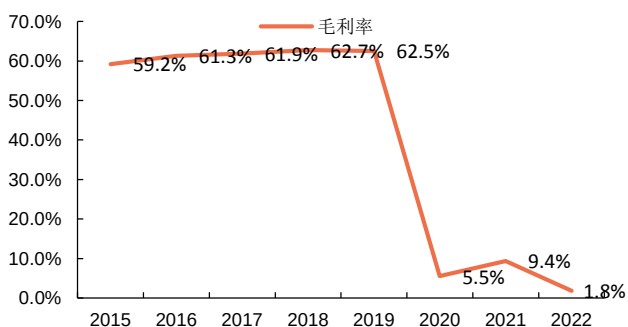
资料来源: 《2022 年第一季度经营数据的公告》, 《2022 年半年度经营数据的公告》, 《2022 年前三季度经营数据公告》, 《2023 年第一季度经营数据的公告》,

wind, 申港证券研究所

考虑到线下餐饮需求恢复及合同履约成本下降, 预计公司 2023 年毛利率将高于 2021 年, 或达到 10%:

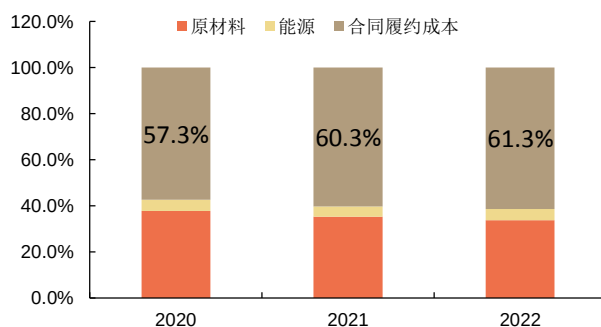
- ◆ 公司 2020 年毛利率出现大幅下跌主要是由于公司执行新收入准则, 将期间费用中产品运输费、餐饮店租金、餐饮店人工成本等合同履约成本调整至营业成本所致。
- ◆ 公司餐饮业务 2020 年和 2022 年毛利率较低主要受到公共卫生事件影响, 其中 2022 年毛利率下降幅度较大主要由于公司逆势扩店带来的履约成本增加。
- ◆ 预计公司 2023 年毛利率将高于 2021 年, 或达到 10%。一方面, 2023 年公共卫生事件影响解除, 线下餐饮需求集中释放, 对价格端形成一定支撑, 另一方面, 餐饮业务成本中餐饮店租金、餐饮店人工等合同履约成本占比约 60%。2023 年北京、上海等一线城市商铺租金相较 2019 年同期分别下跌约 22.5%和 13.7%, 且人均可支配收入放缓, 预计餐饮店人工成本亦有所下降。

图25: 广州酒家餐饮业务毛利率下跌



资料来源: wind, 申港证券研究所

图26: 广州酒家餐饮业务合同履约成本约占总成本的 60%



资料来源: “2020-2022” 公司年报, 申港证券研究所

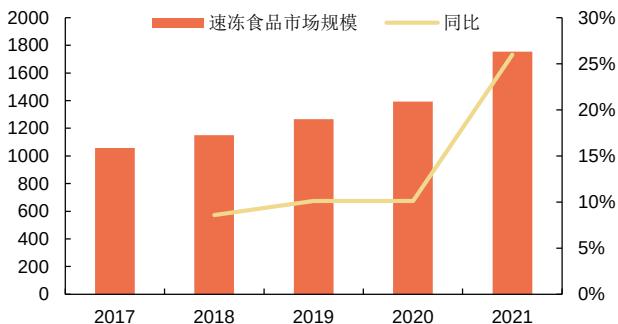
4. 速冻食品业务：产能扩建突破产能瓶颈

4.1 速冻食品具有较大市场空间

速冻食品市场增速快。随着生活节奏的加快和人口年龄结构、收入结构的变化，消费者对于处理方式更为便利的速冻食品的需求不断上升，推动我国速冻食品行业市场规模的增长。据智研咨询数据，2021 年我国速冻食品市场规模达到 1755 亿元，同比高增 26%。

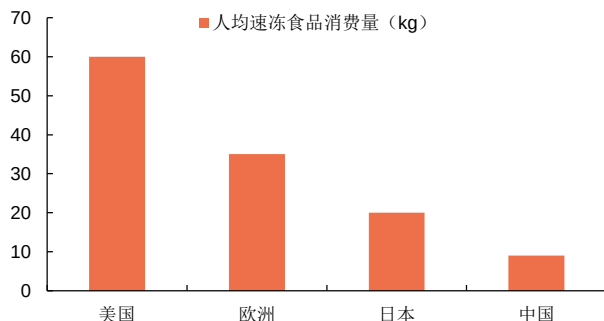
我国人均速冻食品消费量具有增长空间。2021 年，我国人均速冻食品消费量仅为 9 千克左右，不到日本的人均消费量的一半。未来随着居民消费水平的提升以及生活节奏日益加快，速冻食品被越来越多人接受并成为日常饮食的一部分，我国对速冻食品的消费需求将逐渐与发达国家靠拢，未来市场空间较大。

图27：速冻食品增速快（亿元）



资料来源：智研咨询《2023 年速冻食品行业市场现状：下游需求持续扩大》，申港证券研究所

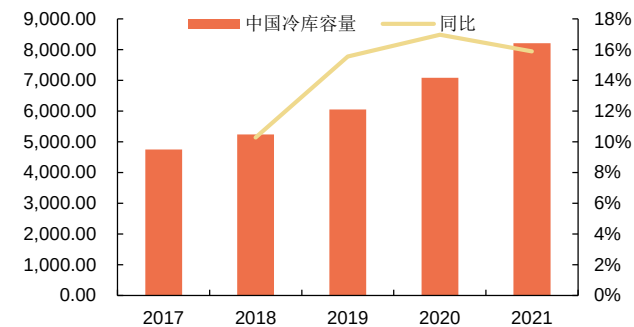
图28：我国人均速冻食品消费量显著偏低



资料来源：中商产业研究院《2023 年中国速冻食品市场现状及发展前景预测分析》，申港证券研究所

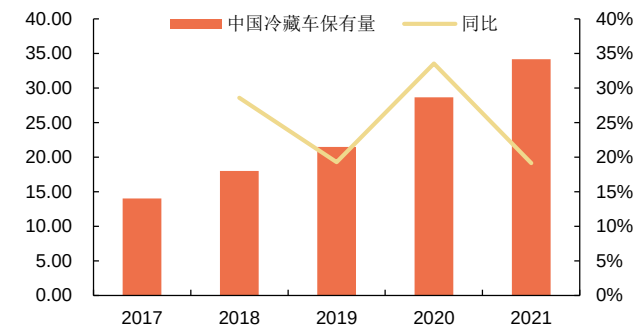
- ◆ **政策利好行业发展。**2023 年中央一号文件提到：“提升净菜、中央厨房等产业标准化和规范化水平。培育发展预制菜产业。”这是预制菜首次被写入中央一号文件。
- ◆ **需求增长促进行业发展。**从需求来看，对于餐饮端客户而言，近几年我国餐饮行业稳步发展，餐饮连锁化趋势日益显现，而速冻食品可以提高出菜速度、减少后厨面积、丰富品类、降本控效等；对于零售端客户而言，速冻食品既可以节省烹饪时间，同时考虑到宅经济发展、居民生活水平提高、人口结构变化等因素催化，预计我国速冻食品需求有较大的提升空间。
- ◆ **物流行业技术进步推动行业发展。**速冻食品产业链条较长，从中游生产到下游产品销售需要全程冷链运输。为确保速冻食品的鲜度和品质，从急冻制造、存货、运输、销售的整个经营过程都要求在低温环境中完成，因此速冻食品行业经营受冷链物流的影响较大。根据智研咨询数据，2021 年我国冷库总量达到 8205 万吨，2017-2021 年 CAGR 达到 14.6%。2021 年我国冷藏车市场保有量达到 34 万辆，2017-2021 年 CAGR 达到 25%。冷链物流体系的快速建设为速冻食品行业发展提供坚实保障。

图29：我国冷库总量快速增长（万吨）



资料来源：智研咨询《一文看懂2022中国速冻食品行业产业链分析》，申港证券研究所

图30：我国冷藏车保有量快速增长（万辆）

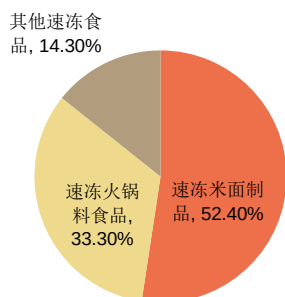


资料来源：智研咨询《一文看懂2022中国速冻食品行业产业链分析》，申港证券研究所

4.2 定位粤式点心 差异化竞争

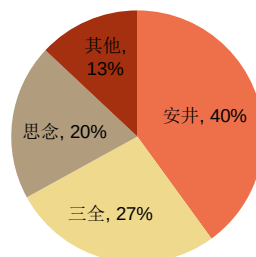
速冻食品以米面为主，行业格局较为稳定。我国速冻食品行业中，速冻米面食品占比最大，达52.4%；其次为速冻火锅料食品，占比为33.30%；其他速冻食品占比为14.30%。目前，我国速冻食品种类繁多、企业数量众多，但消费者更倾向于选择知名企业。从市场份额来看，我国速冻食品品牌前三名为安井、三全和思念。

图31：速冻米面食品占比最大



资料来源：智研咨询《2023年速冻食品行业市场现状：下游需求持续扩大》，申港证券研究所

图32：速冻食品品牌集中度高



资料来源：智研咨询《2023年速冻食品行业市场现状：下游需求持续扩大》，申港证券研究所

广州酒家定位粤式点心，实现差异化竞争：

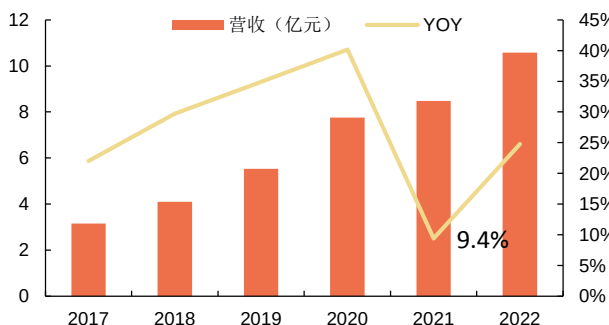
- ◆ 目前速冻食品市占率前三名的安井食品、三全和思念分别定位火锅食材和汤圆水饺等传统面点，而广州酒家主打粤式菜品和点心，更注重差异化发展，把握错位竞争下的成长机会。
- ◆ 粤式点心类产品的研发与生产相较传统面点更加复杂，新进入者需要投入大量时间和资金去培育相关产品和市场，广州酒家为深耕粤式茶点多年，在品牌端和产品端先发优势较为明显，在华南地区顾客群体已具备消费粘性。

4.3 产能扩建突破瓶颈

公司速冻食品发展快，产品供给端紧张。公司速冻食品营收增速较快，17-22年5年CAGR为27.3%，其中21年速冻食品营收增速偏低，为9.4%，主要受到了产能端瓶颈的制约。从产销率角度来看，公司自17年起产销率维持在100%左右的

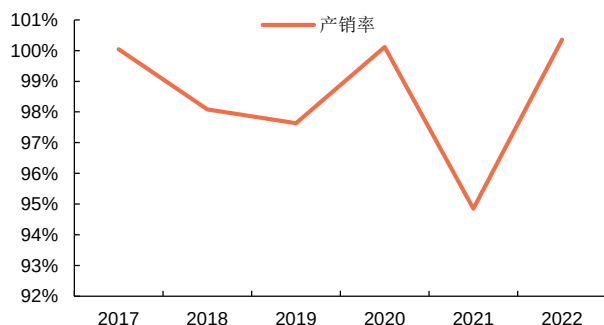
水平，呈现供给紧张的局面。

图33：广州酒家速冻食品营收增速快



资料来源：wind，申港证券研究所

图34：公司产销率维持在 100%左右



资料来源：“2017-2022”公司年报，申港证券研究所

公司持续推进产能建设项目，有效缓解产能瓶颈制约。公司现拥有广东广州、茂名、梅州和湖南湘潭 4 大食品生产基地，形成了“一核三翼”的食品生产网络，四大生产基地充分发挥产能的有效协同，保障产品供应。

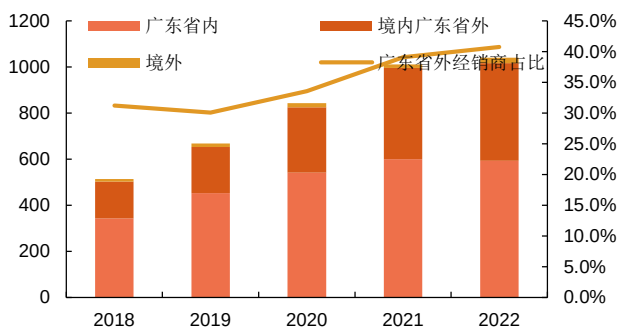
- ◆ 2021 年速冻食品发展受到产能掣肘，公司主要通过梅州基地一期加快推动速冻产能爬坡，为 2022 年速冻增量发展做出贡献。
- ◆ 广州基地通过内部技改挖潜，新增一条速冻生产线，持续打磨工艺，推动产能加速释放，为 2023 年速冻业务的增长提供支撑，
- ◆ 预计 23 年末湘潭二期产能投入生产将有效缓解目前产能紧张的局面，为未来速冻食品的增长布局。湘潭二期预计于 2023 年底试生产，年产量约 3.85 万吨，约为 2022 年速冻食品销量的 93.1%。

4.4 跨区域布局初现成效

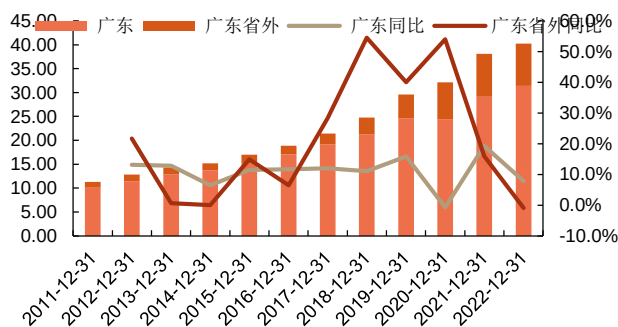
公司速冻业务跨区域布局。公司积极开拓以上海为核心的华东区域，重点布局粤港澳大湾区优势市场，辐射周边区域，加快填补沿海城市空白网点。

- ◆ 2022 年 3 月，公司全资子公司利口福与宏辉家家乐在上海市合资设立公司，以华东区域作为主要销售市场，主要从事速冻食品、短保冷藏食品等产品的生产经营。有望加快推动公司在华东地区的食品业务发展速度，提升公司产品在华东市场的品牌影响力和市场占有率。
- ◆ 自 2022 年开始，公司打造“趣叹早茶巴”开进上海、杭州、苏州等华东地区城市，系列快闪活动，打破场景和地域限制，让华东地区消费者加强对广府饮茶习俗了解和提升消费者对公司速冻点心的认知，助力公司产品在华东市场开拓。

公司跨区域布局初现成效。广东省外经销商数量比例稳定增加，由 2018 年的 31.2% 提升至 2022 年的 40.8%。各市场区域中广东省内收入占比较高，2022 年占比达 78%。但伴随公司跨区域发展的持续布局，省外收入增速较快，2017-2022 年 CAGR 达 30.8%，营收占比不断提升。

图35：广东省外经销商数量比例稳定增加（个）


资料来源：公司公告《2019 年年度经营数据的公告》，《2020 年年度经营数据的公告》，《2021 年年度经营数据的公告》，《关于 2022 年年度经营数据的公告》，申港证券研究所

图36：广东省外的销售比例持续增长（亿元）


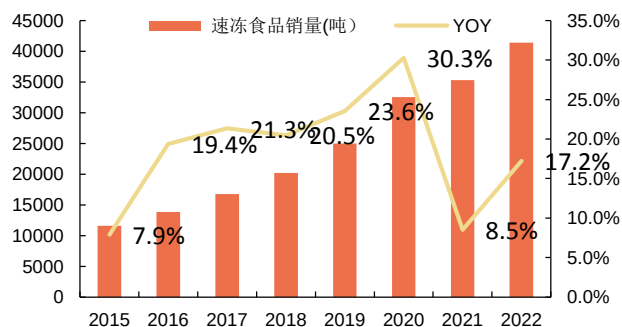
资料来源：wind，申港证券研究所

4.5 规模效应和原材料价格下跌带动产品毛利率提升

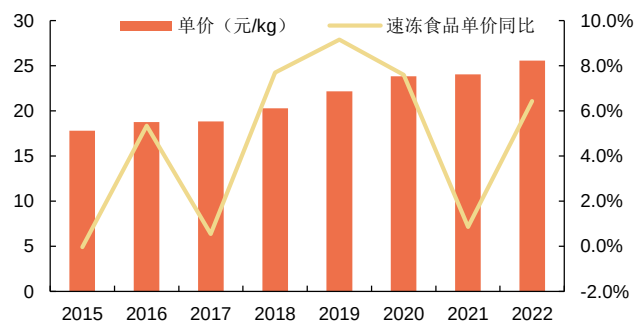
速冻食品行业正处在高速发展期，伴随公司产能释放，预计销量将维持较高增速，毛利率有望得到提升：

公共卫生事件促进速冻市场发展，预计未来数年速冻产品需求端仍将享受高速增长。16-19 年，公司速冻食品产品销量增速维持在 20% 左右，20 年公共卫生事件突发，促进居民居家消费需要提升，加速速冻食品的渗透率，公司速冻食品销量增速提升至 30%，除 21 年受产能限制外，公司速冻食品在公共卫生事件影响期间仍保持双位数增长，速冻食品行业正处高速发展期。考虑到现阶段我国速冻食品渗透率与美国的巨大差距，协同疫后复苏大势，我们预计未来数年速冻产品需求端仍将享受高速增长。伴随公司梅州一期、梅州二期和湖南湘潭二期基地陆续爬坡或投产，借力自身下游餐饮渠道，产能释放配合疫后复苏，以产定销协同渠道促销，我们预计速冻产品销量 2023 增长 20%。

伴随产能释放规模效应逐步显现和上游原材料成本下降，公司速冻食品毛利率有望提升。公司速冻食品单价持续提升，主要与成本上涨及品类变化有关，自 2018 年起公司速冻食品毛利率基本维持在 36% 左右的水平。预计 23 年伴随消费复苏及新品开拓，速冻食品单价提升 2%，同时伴随规模效应逐步显现和上游原材料成本下降，毛利率预期在未来三年呈现上升趋势，预计 2023 年速冻食品毛利率为 37%。

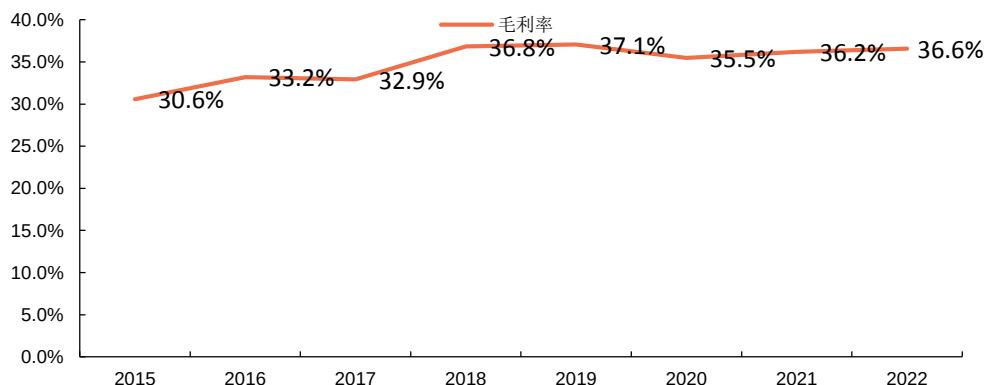
图37：广州酒家速冻食品销量增速较快


资料来源：《广州酒家首次公开发行股票招股说明书》，“2017-2022” 公司年报，申港证券研究所

图38：广州酒家速冻食品单价提升


资料来源：《广州酒家首次公开发行股票招股说明书》，“2017-2022” 公司年报，wind，申港证券研究所

图39：广州酒家速冻食品毛利率较稳定



资料来源：wind，申港证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

预计公司 23-25 年营收同比增长 23.4%/10.6%/10.8%，分业务方面：

月饼业务方面，23 年为月饼消费大年，增速较快，预计 23-25 年营收同比增长 17.3%/6.1%/11.1%：

- ◆ 销量方面，月饼销量主要与大消费环境和中秋国庆假期间隔相关，2023 年中秋（9 月 29 日）和国庆假期相连，且消费复苏，预计为月饼消费大年，24 年中秋（9 月 17 日）与国庆假期相隔时间较长，且消费复苏速度放缓，预计月饼销量增速将下滑，25 年中秋（10 月 6 日）与国庆假期再次重合，预计月饼销量增速将提升，23-25 年月饼销量同比增长 15%/5%/10%。
- ◆ 价格方面，考虑到礼盒装需求占比提升，预计 23-25 年月饼单价同比增长 2%/1%/1%。
- ◆ 毛利率方面，考虑到自 23 年初开始，包材及上游原材料淀粉、油脂等价格均有所回落，预计月饼毛利率将有所提升，23-25 年毛利率分别为 58.7%/59.5%/59.9%。

餐饮业务方面，23 年明显修复，自 24 年起回归常态，预计 23-25 年营收同比增长 50.9%/10%/8%：

- ◆ 营收方面，过去三年间逆势开店使得公司餐饮业务营收增速快于行业，2023 年以来餐饮业明显修复，预计公司 23 年餐饮业务收入同比增长 51%，自 2024 年开始，低基数效应消失，叠加消费回归常态化复苏，餐饮业务收入同比增速将放缓，预计 24-25 年餐饮业务收入同比增长 10%/8%。
- ◆ 毛利率方面，考虑到线下餐饮需求恢复及合同履约成本下降，餐饮业务毛利率将明显修复，预计公司 23-25 年毛利率分别为 10%/10.5%/11%。

速冻食品业务方面，行业正处在高速发展期，伴随公司产能释放，销量将维持较高增速，预计 23-25 年营收同比增长 22.4%/19.2%/16.2%：

- ◆ 销量方面，考虑到现阶段我国速冻食品渗透率与美国的巨大差距，协同疫后复

苏大势，我们预计未来数年速冻产品需求端仍将享受高速增长。伴随公司梅州一期、梅州二期和湖南湘潭二期基地陆续爬坡或投产，借力自身下游餐饮渠道，产能释放配合疫后复苏，以产定销协同渠道促销，我们预计速冻产品销量 23-25 年增速分别为 20%/18%/15%。

- ◆ 价格方面，预计 23 年开始伴随消费复苏及新品开拓，速冻食品单价 23-25 年分别提升 2%/1%/1%。
- ◆ 毛利率方面，伴随规模效应逐步显现和上游原材料成本下降，毛利率预期在未来三年呈现上升趋势，预计 23-25 年速冻食品毛利率为 37%/37.2%/37.4%。

表4：公司业绩预测拆分

产品系列		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
月饼	收入（亿元）	13.8	15.2	15.2	17.8	18.9	21.0
	同比增速	15.6%	10.4%	-0.1%	17.3%	6.1%	11.1%
	销量（吨）	14610.5	15252.9	14673.0	16874.0	17717.6	19489.4
	同比增速	22.6%	4.4%	-3.8%	15.0%	5.0%	10.0%
	单价（元/kg）	94.3	99.7	103.5	105.6	106.6	107.7
	同比增速	-5.7%	5.7%	3.8%	2.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	58.3%	56.5%	54.2%	58.7%	59.5%	59.9%
速冻食品	收入占比	41.9%	39.1%	36.9%	35.1%	33.7%	33.8%
	收入（亿元）	7.8	8.5	10.6	12.9	15.4	17.9
	同比增速	40.1%	9.4%	24.8%	22.4%	19.2%	16.2%
	销量（吨）	32526.4	35288.8	41370.0	49644.0	58579.9	67366.9
	同比增速	30.3%	8.5%	17.2%	20.0%	18.0%	15.0%
	单价（元/kg）	23.8	24.0	25.6	26.1	26.3	26.6
	同比增速	7.6%	0.9%	6.4%	2.0%	1.0%	1.0%
餐饮业务	毛利率	35.5%	36.2%	36.6%	37.0%	37.2%	37.4%
	收入占比	23.6%	21.8%	25.7%	25.5%	27.5%	28.8%
	收入（亿元）	4.89	7.25	7.62	11.50	12.65	13.66
	同比增速	-26.69%	48.26%	5.10%	50.90%	10.00%	8.00%
综合	毛利率	5.52%	9.38%	1.84%	10.00%	10.50%	11.00%
	收入占比	14.9%	18.6%	18.5%	22.7%	22.5%	22.0%
主营业务收入（亿元）		32.9	38.9	41.1	50.8	56.1	62.1
综合毛利（亿元）		12.6	14.3	14.3	18.7	20.9	23.5
综合毛利率		38.32%	36.81%	34.79%	36.93%	37.22%	37.86%

资料来源：wind，申港证券研究所

公司为中华老字号餐饮品牌，旗下业务涵盖月饼、餐饮和速冻食品。短期看，23 年为月饼消费大年，公司作为广式月饼龙头企业，有望取得高速增长，此外 23 年餐饮修复趋势明显，过去三年公司逆势扩店，有望取得快于行业的增速。长期看，公司大力发展速冻食品业务，凭借粤式餐饮的多年深耕，选择定位粤式点心细分赛道，与速冻食品龙头差异化竞争，随着 23 年末产能投放，将突破产能瓶颈，未来速冻食品将贡献主要业绩增量。我们预计公司 23-25 年营收为 50.74 亿元/56.1 亿元/62.14 亿元，同比+23.4%/+10.6%/+10.8%，归母净利润为 7.24 亿元/7.99 亿元/9.04 亿元，同比+39.2%/+10.3%/+13.2%，EPS 分别为 1.27、1.41、1.59，对应 PE 分别为 22.21、20.14、17.79。参考可比公司估值，给予公司 23 年 25X PE，对应目标价为 31.75 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比上市公司估值（更新至 20230713）

代码	名称	总市值	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002216.SZ	三全食品	140 亿	1.01	1.14	1.27	15.75	13.98	12.56
603237.SZ	五芳斋	42 亿	1.59	2.03	2.53	18.28	14.34	11.48

605018.SH	同庆楼	91 亿	1.06	1.47	1.89	33.04	23.92	18.64
603445.SH	安井食品	443 亿	4.99	6.28	7.81	30.23	24.04	19.33
605089.SH	味知香	54 亿	1.32	1.65	2.02	29.68	23.84	19.42
平均估值						25.40	20.02	16.29

资料来源: wind, 申港证券研究所

6. 风险提示

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们对公司业绩的预测主要基于各类业务的营收增速和毛利率。公司的实际经营成果可能不及我们的假设条件, 因此盈利预测与公司未来的业绩可能出现一定偏差。对于 2023 年业绩:

- ◆ 如果公司月饼业务营业收入增速较假设下降 1pct, 则归母净利润较假设-1.36%。
- ◆ 如果公司速冻食品业务营业收入增速较假设下降 1pct, 则归母净利润较假设-0.59%。
- ◆ 如果公司餐饮业务营业收入增速较假设下降 1pct, 则归母净利润较假设-0.7%。
- ◆ 如果公司月饼业务毛利率下降 1pct, 则归母净利润较假设-3.36%。
- ◆ 如果公司速冻食品业务毛利率下降 1pct, 则归母净利润较假设-2.59%。
- ◆ 如果公司餐饮业务毛利率下降 1pct, 则归母净利润较假设-2.38%。

主要原材料价格波动风险。公司生产所需的主要原材料农产品、农副产品以及食品包装材料的价格受市场供求、自然因素、国际贸易等多方面影响, 其价格波动会对公司的产品成本造成重大影响。如原材料价格发生波动, 而公司未提前或者及时做出相应调整, 公司会存在因原材料价格上涨而导致利润下降的风险。

产品质量和食品安全风险。食品安全关系到消费者的身体健康和生命安全。公司作为食品企业坚决扎实做好食品安全工作, 牢牢守住食品安全底线。公司谨慎选择原材料供应商, 严格检验原材料品质, 时刻把控产品生产流程、产品验收环节及产品配送过程等, 建立了完善的食品安全控制体系, 做到食品安全可追溯, 但由于食品制造业具有生产链条长和环节多的特点, 导致公司仍无法完全避免产品质量问题的发生。同时, 如果行业内发生严重的食品安全问题, 所产生的负面影响将会波及整个行业, 将对包括公司在内的食品制造企业的形象和消费者信心造成重大打击。

经营范围存在区域性风险。公司的餐饮服务和产品销售主要集中在广东地区市场, 经营范围的区域性特征明显。若公司省外市场拓展不能按计划有序进行, 找到新的业务增长点, 公司短期内的经营业绩将会受到不利影响和下降风险。

经营业务存在季节性波动风险。月饼系列产品是公司的主要收入和利润来源。月饼系列产品作为我国传统节日中秋节节令食品, 消费时间具有明显的季节性, 该系列产品销售旺季一般在第三季度。受此影响, 公司销售收入和现金流量呈现季节性波动的特征, 公司生产经营存在季节性波动的风险。

表6: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3890	4112	5074	5610	6214	流动资产合计	2521	1662	2728	2975	3280
营业成本	2418	2647	3201	3522	3861	货币资金	1937	915	1842	2020	2238
营业税金及附加	35	38	46	52	57	应收账款	135	147	179	199	220
营业费用	363	442	513	552	598	其他应收款	39	50	61	68	75
管理费用	379	380	379	458	498	预付款项	11	20	19	21	23
研发费用	77	84	77	105	115	存货	310	309	392	421	467
财务费用	-24	-48	19	18	36	其他流动资产	69	83	96	106	118
资产减值损失	-19	0	-9	-5	-7	非流动资产合计	2309	4185	3413	4051	4650
公允价值变动收益	19	39	29	40	34	长期股权投资	41	40	40	40	40
投资净收益	16	3	9	15	12	固定资产	1142	1710	1920	2446	2937
营业利润	681	640	893	984	1115	无形资产	157	157	162	166	171
营业外收入	4	7	6	6	6	商誉	152	152	152	152	152
营业外支出	2	2	2	2	2	其他非流动资产	29	1263	798	882	977
利润总额	683	644	896	988	1119	资产总计	4829	5847	6141	7025	7930
所得税	118	111	155	171	193	流动负债合计	1085	1436	1219	1551	1829
净利润	565	533	741	818	926	短期借款	0	261	0	298	540
少数股东损益	7	12	17	19	22	应付账款	247	292	335	369	404
归属母公司净利润	558	520	724	799	904	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	891	843	1068	1237	1425	一年内到期的非流动负债	88	97	97	97	97
EPS（元）	0.99	0.92	1.27	1.41	1.59	非流动负债合计	553	878	878	878	878
主要财务比率						长期借款	0	245	245	245	245
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	1638	2314	2097	2429	2707
营业收入增长	18.33%	5.72%	23.39%	10.56%	10.76%	少数股东权益	205	210	227	246	268
营业利润增长	17.73%	-6.03%	39.61%	10.25%	13.29%	实收资本（或股本）	566	568	568	568	568
归属于母公司净利润增长	20.28%	-6.68%	39.16%	10.27%	13.20%	资本公积	471	503	503	503	503
获利能力						未分配利润	1661	1924	2383	2881	3450
毛利率(%)	36.81%	34.79%	36.93%	37.22%	37.86%	归属母公司股东权益合计	2987	3323	3843	4405	5047
净利率(%)	14.52%	12.96%	14.61%	14.57%	14.90%	负债和所有者权益	4829	5847	6167	7080	8021
总资产净利润(%)	11.55%	8.90%	11.79%	11.37%	11.40%	现金流量表					
ROE(%)	18.67%	15.66%	18.85%	18.13%	17.91%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	729	833	743	948	1067
资产负债率(%)	33.91	39.58	34.01	34.31	33.74	净利润	565	533	741	818	926
流动比率	2.32	1.16	2.24	1.92	1.79	折旧摊销	81	100	156	234	274
速动比率	2.04	0.94	1.92	1.65	1.54	财务费用	-24	-48	19	18	36
营运能力						应付帐款减少	0	-12	-32	-20	-21
总资产周转率	0.90	0.77	0.84	0.85	0.82	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	28.85	29.17	31.15	29.69	29.67	投资活动现金流	-127	-2086	629	-849	-866
应付账款周转率	15.17	15.28	16.20	15.95	16.09	公允价值变动收益	19	39	29	40	34
每股指标（元）						长期股权投资减少	-30	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.99	0.92	1.27	1.41	1.59	投资收益	16	3	9	15	12
每股净现金流(最新摊薄)	0.48	-1.87	1.63	0.31	0.38	筹资活动现金流	-330	192	-446	80	16
每股净资产(最新摊薄)	5.28	5.85	6.76	7.75	8.88	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	245	0	0	0
P/E	28.7	30.91	22.21	20.14	17.79	普通股增加	162	3	0	0	0
P/B	5.36	4.84	4.19	3.65	3.19	资本公积增加	-107	32	0	0	0
EV/EBITDA	15.87	18.67	13.63	11.87	10.32	现金净增加额	272	-1060	927	179	217

资料来源: “2021-2022” 公司年报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上