

广州酒家 (603043.SH)

增持 (下调评级)

公司点评
证券研究报告

月饼旺季表现平稳，期待利润率改善

事件

2023年10月27日公司披露2023年三季度，Q1-3实现营收38.76亿元/+16.03%，归母净利润4.92亿元/+4.54%，扣非归母净利润4.75亿元/+3.56%。3Q23实现营收21.42亿元/+11.77%，归母净利润4.12亿元/-1.02%，扣非归母净利润4.01亿元/-1.94%。

点评

Q3月饼大年表现相对平稳，餐饮受益异地拓展+同店恢复增长较快。3Q23月饼/速冻食品/其他食品/餐饮业务分别实现营收14.1/2.4/1.7/3.1亿元，同比+7.1%/+7.0%/+30.3%/+34.0%，月饼业务在月饼大年情况下增速表现较为平稳（考虑节日季度错位影响，加总23年Q2、Q3月饼收入为14.3亿元、较22年同期+5.5%）；速冻业务增速环比Q2转正；餐饮受益新店开张（如上海广州酒家、陶陶居首店）及需求回暖维持较高增速。省内外拆分看，3Q23广东省内收入为15.9亿元/+16.7%，境内省外收入为5.1亿元/-2.3%；渠道拆分看，直接销售9.4亿元/+10.7%、经销渠道12.0亿元/+12.9%，公司于广东省内竞争力维持较强、省外拓展有待持续推进。

盈利能力受餐饮新店成本前置等影响仍有提升空间。3Q23综合毛利率为42.3%/-2.2pct，毛利率下降推测与部分原材料成本上升（如面粉）以及低毛利率的餐饮业务收入占比提高（3Q23占收入14.6%/+2.4pct）等相关；销售费用率为8.2%/+0.3pct，管理费用率为6.8%/-0.4pct，研发费用率1.5%/+0.2pct，其中管理费用延续Q2同比下降趋势；毛利率有所承压情况下，归母净利率19.2%/-2.5pct，扣非归母净利率18.7%/-2.3pct。

投资建议

短期Q3月饼旺季表现较平淡，明年为月饼小年，公司看点主要为餐饮异地拓展、新工厂产能利用率爬坡及省外市场拓展计划加快推进。我们预计23E-25E公司归母净利润6.0/7.4/8.7亿元，对应23-25E PE为20.8/17.0/14.4X，下调至“增持”评级。

风险提示

月饼需求承压风险，省外市场拓展速度不及预期，原材料价格上涨等。

社会服务组

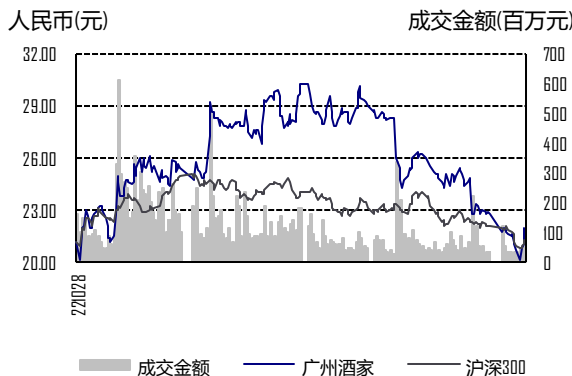
分析师：叶思嘉 (执业S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.96元

相关报告：

- 1.《广州酒家公司点评：Q1符合预期，期待旺季及产能释放》，2023.4.27
- 2.《广州酒家公司点评：业绩符合预期，看好复苏+扩产》，2023.3.30
- 3.《广州酒家公司点评：餐饮回暖带动1-2月业绩亮眼》，2023.3.14



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,890	4,112	4,763	5,377	6,121
营业收入增长率	18.33%	5.72%	15.82%	12.90%	13.83%
归母净利润(百万元)	558	520	601	736	869
归母净利润增长率	20.28%	-6.68%	15.48%	22.52%	18.06%
摊薄每股收益(元)	0.986	0.916	1.057	1.295	1.528
每股经营性现金流净额	1.29	1.47	1.68	1.85	2.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.67%	15.66%	16.26%	17.51%	17.93%
P/E	24.40	28.20	20.78	16.96	14.37
P/B	4.56	4.42	3.38	2.97	2.58

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,287	3,890	4,112	4,763	5,377	6,121
增长率		18.3%	5.7%	15.8%	12.9%	13.8%
主营业务成本	-1,995	-2,418	-2,647	-3,045	-3,390	-3,840
%销售收入	60.7%	62.2%	64.4%	63.9%	63.1%	62.7%
毛利	1,293	1,472	1,465	1,718	1,987	2,281
%销售收入	39.3%	37.8%	35.6%	36.1%	36.9%	37.3%
营业税金及附加	-28	-35	-38	-43	-48	-55
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-303	-363	-442	-452	-500	-563
%销售收入	9.2%	9.3%	10.7%	9.5%	9.3%	9.2%
管理费用	-349	-379	-380	-467	-511	-569
%销售收入	10.6%	9.7%	9.2%	9.8%	9.5%	9.3%
研发费用	-77	-77	-84	-95	-108	-122
%销售收入	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	535	617	521	661	820	971
%销售收入	16.3%	15.9%	12.7%	13.9%	15.2%	15.9%
财务费用	17	24	48	-11	10	20
%销售收入	-0.5%	-0.6%	-1.2%	0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-5	-21	-3	0	0	0
公允价值变动收益	2	19	39	40	40	40
投资收益	7	16	3	10	10	10
%税前利润	1.2%	2.3%	0.5%	1.4%	1.1%	0.9%
营业利润	578	681	640	720	900	1,061
营业利润率	17.6%	17.5%	15.6%	15.1%	16.7%	17.3%
营业外收支	-12	2	5	5	1	1
税前利润	566	683	644	724	901	1,062
利润率	17.2%	17.6%	15.7%	15.2%	16.8%	17.4%
所得税	-101	-118	-111	-116	-158	-186
所得税率	17.9%	17.3%	17.3%	16.1%	17.5%	17.5%
净利润	464	565	533	608	743	876
少数股东损益	1	7	12	7	7	7
归属于母公司的净利润	464	558	520	601	736	869
净利率	14.1%	14.3%	12.7%	12.6%	13.7%	14.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	464	565	533	608	743	876
少数股东损益	1	7	12	7	7	7
非现金支出	98	212	243	191	217	244
非经营收益	-21	-28	-55	-20	-25	-25
营运资金变动	267	-20	113	176	119	140
经营活动现金净流	808	729	833	954	1,054	1,236
资本开支	-287	-308	-813	808	-419	-399
投资	-220	143	-1,325	40	40	40
其他	-122	38	53	10	10	10
投资活动现金净流	-629	-127	-2,086	858	-369	-349
股权募资	0	15	34	0	0	0
债权募资	100	-100	509	-325	-114	0
其他	91	-245	-351	-276	-273	-274
筹资活动现金净流	191	-330	192	-600	-387	-274
现金净流量	370	271	-1,060	1,212	298	613

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,665	1,937	915	2,106	2,380	2,967
应收款项	163	174	197	207	230	253
存货	212	310	309	334	362	410
其他流动资产	272	99	241	237	239	242
流动资产	2,313	2,521	1,662	2,884	3,211	3,872
%总资产	60.3%	52.2%	28.4%	46.8%	47.3%	50.3%
长期投资	31	108	107	107	107	107
固定资产	1,052	1,224	1,776	2,027	2,234	2,397
%总资产	27.4%	25.3%	30.4%	32.9%	32.9%	31.1%
无形资产	233	429	475	495	514	532
非流动资产	1,525	2,309	4,185	3,274	3,577	3,833
%总资产	39.7%	47.8%	71.6%	53.2%	52.7%	49.7%
资产总计	3,837	4,829	5,847	6,158	6,788	7,705
短期借款	100	88	358	114	0	0
应付款项	776	632	667	845	958	1,104
其他流动负债	318	365	412	440	499	566
流动负债	1,194	1,085	1,436	1,399	1,457	1,671
长期贷款	0	0	245	245	245	245
其他长期负债	85	553	633	601	657	711
负债	1,279	1,638	2,314	2,245	2,359	2,627
普通股股东权益	2,537	2,987	3,323	3,696	4,205	4,847
其中：股本	404	566	568	568	568	568
未分配利润	1,320	1,661	1,924	2,298	2,807	3,449
少数股东权益	22	205	210	217	224	231
负债股东权益合计	3,837	4,829	5,847	6,158	6,788	7,705

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.148	0.986	0.916	1.057	1.295	1.528
每股净资产	6.280	5.281	5.846	6.499	7.394	8.522
每股经营现金净流	1.999	1.289	1.466	1.679	1.855	2.174
每股股利	0.300	0.400	0.400	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	18.27%	18.67%	15.66%	16.26%	17.51%	17.93%
总资产收益率	12.08%	11.55%	8.90%	9.76%	10.85%	11.28%
投入资本收益率	16.29%	15.38%	10.30%	12.86%	14.35%	14.94%
增长率						
主营业务收入增长率	8.54%	18.33%	5.72%	15.82%	12.90%	13.83%
EBIT 增长率	24%	15%	-16%	27%	24%	18%
净利润增长率	21%	20%	-7%	15%	23%	18%
总资产增长率	30.9%	25.85%	21.06%	5.32%	10.23%	13.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.1	12.7	12.5	12.7	12.5	12.0
存货周转天数	40.7	39.4	42.7	40.0	39.0	39.0
应付账款周转天数	43.9	38.7	37.1	38.0	40.0	42.0
固定资产周转天数	97.6	107.1	151.8	142.6	135.0	124.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.85%	-58.53%	-12.74%	-48.17%	-51.33%	-56.33%
EBIT 利息保障倍数	-31.2	-25.7	-10.8	60.3	-82.3	-48.1
资产负债率	33.32%	33.91%	39.58%	36.45%	34.75%	34.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-30	买入	21.78	28.20~28.20
2	2022-07-13	买入	22.50	28.03~28.03
3	2022-08-30	买入	23.61	28.54~28.54
4	2022-10-28	买入	22.98	N/A
5	2023-03-05	买入	28.13	N/A
6	2023-03-14	买入	28.19	N/A
7	2023-03-30	买入	29.18	N/A
8	2023-04-27	买入	29.94	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806