

月饼销售平稳，餐饮扩张可期

投资要点

- **事件：**广州酒家发布2023年三季报，前三季度实现营收38.8亿元，同比+16.0%；归母净利润4.9亿元，同比+4.5%。其中Q3实现营收21.4亿元，同比+11.8%；归母净利润4.1亿元，同比-1.0%。
- **月饼主业保持平稳，餐饮业务持续高增。**分产品看，2023Q3公司食品业务营收为18.2亿元，同比+8.9%；餐饮业务营收为3.1亿元，同比+34.0%。食品业务方面，分产品看月饼/速冻食品/其他产品及商品分别实现收入14.1/2.4/3.1亿元，分别同比变动+7.1%/+7.0%/+34.0%。受弱消费背景叠加中秋较晚销售计入Q4影响，月饼创收表现相对较为平淡。餐饮业务方面，随着异地门店扩张和线下消费恢复延续高增态势。分地区看，省内营收为15.9亿元，同比+16.7%；省外营收为5.1亿元，同比-2.3%；省内营收保持高速增长，省外营收略微下滑。
- **费用率保持稳定，盈利能力承压。**公司整体毛利率为42.3%，同比-2.2pp；净利率为19.2%，同比-2.5pp。因门店异地扩张成本前置，叠加优惠促销活动影响，毛利率、净利率同比均小幅下滑。公司销售/管理/财务/研发费用率分别为8.2%/6.8%/1.5%，同比+0.3/-0.4/+0.2pp，整体费用率保持相对稳定。
- **渠道开拓进展顺利，异地扩张潜力充足。**目前公司已进驻盒马鲜生、永辉超市、沃尔玛、华润万家等多家大型商超，同时持续加大对非季节类产品的资源投入，均衡食品业务结构。报告期内，公司新增经销商242家，减少244家，期末经销商数量为1038家，其中广东省内净减少24家，省外净增21家。公司持续推进经销商优化，省外经销商持续增加，为异地扩张奠定坚实基础。中长期看，公司新建速冻产能亟待释放，同时公司重点布局华东地区，陶陶居异地扩张蓄力待发。
- **投资建议：**预计2023-2025年归母净利润分别为5.8亿元、7.1亿元、8.5亿元，EPS分别为1.01元、1.25元、1.50元，对应动态PE分别为22倍、18倍、15倍。我们给予公司2024年22倍估值，对应目标价27.5元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能建设不及预期、省外市场拓展不及预期、原材料价格上涨等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	41.12	47.81	56.67	67.25
增长率	5.72%	16.25%	18.53%	18.69%
归属母公司净利润(亿元)	5.20	5.75	7.08	8.50
增长率	-6.68%	10.41%	23.28%	20.04%
每股收益EPS(元)	0.92	1.01	1.25	1.50
净资产收益率ROE	15.08%	14.84%	16.09%	16.93%
PE	24	22	18	15
PB	3.53	3.17	2.80	2.47

数据来源：Wind，西南证券

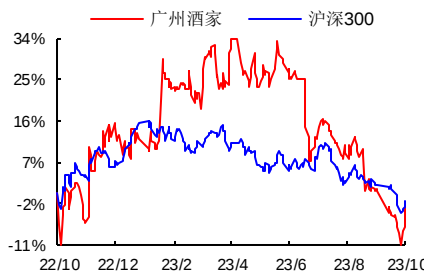
西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

联系人：杜雨聪
电话：18716686475
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.69
流通A股(亿股)	5.69
52周内股价区间(元)	20.12-30.69
总市值(亿元)	124.90
总资产(亿元)	73.16
每股净资产(元)	6.29

相关研究

1. 广州酒家（603043）：餐饮加速恢复，月饼旺季可期（2023-09-05）
2. 广州酒家（603043）：餐饮复苏良好，利润修复可期（2023-05-09）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到月饼业务保持韧性，预计 23-25 年月饼销售量分别同比增长 5%、8%、10%；均价分别增长 3%、4%、5%；

假设 2：考虑到梅州和湘潭基地的陆续投产，速冻产能有望持续提升，预计 23-25 年速冻食品销售量分别同比增长 5%、8%、10%；均价分别增长 3%、4%、5%；

假设 3：考虑到公司在异地加速门店扩张，预计 2023-2025 年餐饮业务增速分别为 50%、40%、30%；

假设 4：考虑到公司在其他食品领域的持续研发投入，预计 2023-2025 年其他食品增速分别为 10%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	41.12	47.81	56.67	67.25
yoy	5.7%	16.3%	18.5%	18.7%
营业成本	26.42	30.81	36.80	43.40
毛利率	35.8%	35.6%	35.1%	35.5%
月饼				
收入	1518.6	1642.4	1844.7	2130.6
Yoy	-0.1%	8.2%	12.3%	15.5%
销售量（万吨）	14673	15407	16639	18303
销售量 yoy	-3.8%	5.0%	8.0%	10.0%
销售均价（万元/吨）	10.3	10.7	11.1	11.6
销售均价 yoy	3.8%	3.0%	4.0%	5.0%
成本	4.7	5.0	5.3	5.5
毛利率	9.2%	6.0%	5.0%	4.0%
速冻食品				
收入	1057.7	1143.9	1284.8	1484.0
Yoy	24.7%	8.1%	12.3%	15.5%
销售量（万吨）	41,370	43,439	46,914	51,605
销售量 yoy	17.2%	5.0%	8.0%	10.0%
销售均价（万元/吨）	2.6	2.6	2.7	2.9
销售均价 yoy	6.4%	3.0%	4.0%	5.0%
成本	1.6	1.7	1.8	1.8
毛利率	5.8%	5.0%	4.0%	3.0%
餐饮				
收入	762.2	1143.3	1600.6	2080.8

亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
yoy	5.1%	50.0%	40.0%	30.0%
成本	747.6	971.8	1,312.5	1,664.6
毛利率	1.9%	15.0%	18.0%	20.0%
其他食品				
收入	735.1	808.6	889.5	978.4
yoy	-2.4%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	527.8	590.3	653.8	724.0
毛利率	28.2%	27.0%	26.5%	26.0%
其他业务				
收入	38.8	42.7	46.9	51.6
yoy	-10.2%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以五芳斋、安井食品、三全食品作为可比公司，考虑到广州酒家作为粤式老字号，成功的品牌运营叠加强大产销配合能力，外加消费复苏和月饼大年机遇，业绩确定性高，参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 22 倍估值，对应目标价 27.5 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603237.SH	五芳斋	27.29	1.4	2.1	2.7	3.3	35	18	15	12
603345.SH	安井食品	126.43	11.0	15.2	18.6	23.1	43	24	20	16
002216.SZ	三全食品	14.61	8.0	8.6	9.5	10.5	20	15	14	12
平均值							33	19	16	13
603043	广州酒家	21.96	5.2	5.8	7.1	8.5	24	22	18	15

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41.12	47.81	56.67	67.25	净利润	5.33	5.85	7.16	8.57
营业成本	26.47	30.81	36.80	43.40	折旧与摊销	1.30	1.92	2.08	2.31
营业税金及附加	0.38	0.43	0.49	0.57	财务费用	-0.48	0.46	0.61	0.59
销售费用	4.42	5.02	5.38	6.73	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.80	4.40	5.16	6.05	经营营运资本变动	-0.18	-0.43	0.28	0.81
财务费用	-0.48	0.46	0.61	0.59	其他	2.37	-0.35	-0.36	-0.36
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8.33	7.45	9.77	11.93
投资收益	0.03	0.05	0.08	0.10	资本支出	-5.69	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.39	0.32	0.34	0.34	其他	-15.16	0.24	0.27	0.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-20.86	-3.76	-3.73	-3.71
营业利润	6.40	7.07	8.64	10.35	短期借款	2.61	9.49	0.10	-0.93
其他非经营损益	0.05	0.01	0.02	0.02	长期借款	2.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.44	7.08	8.66	10.37	股权融资	0.35	0.00	0.00	0.00
所得税	1.11	1.23	1.50	1.80	支付股利	0.00	-1.82	-2.01	-2.48
净利润	5.33	5.85	7.16	8.57	其他	-3.49	-1.38	-0.59	-0.57
少数股东损益	0.12	0.10	0.08	0.07	筹资活动现金流净额	1.92	6.29	-2.50	-3.98
归属母公司股东净利润	5.20	5.75	7.08	8.50	现金流量净额	-10.60	9.98	3.54	4.24
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9.15	19.12	22.67	26.90	成长能力				
应收和预付款项	2.17	2.46	2.92	3.47	销售收入增长率	5.72%	16.25%	18.53%	18.69%
存货	3.09	3.66	4.41	5.16	营业利润增长率	-6.03%	10.49%	22.29%	19.75%
其他流动资产	2.21	2.24	2.44	2.63	净利润增长率	-5.68%	9.71%	22.54%	19.67%
长期股权投资	0.40	0.40	0.40	0.40	EBITDA 增长率	-4.67%	31.04%	19.90%	16.89%
投资性房地产	0.12	0.12	0.12	0.12	获利能力				
固定资产和在建工程	17.76	20.06	22.20	24.11	毛利率	35.63%	35.56%	35.06%	35.47%
无形资产和开发支出	3.09	3.03	2.98	2.92	三费率	18.81%	20.67%	19.68%	19.88%
其他非流动资产	20.48	20.44	20.43	20.41	净利率	12.96%	12.23%	12.64%	12.75%
资产总计	58.47	71.54	78.56	86.13	ROE	15.08%	14.84%	16.09%	16.93%
短期借款	2.61	12.10	12.20	11.27	ROA	9.11%	8.17%	9.12%	9.95%
应付和预收款项	4.97	5.88	6.93	8.21	ROIC	19.50%	20.34%	21.32%	22.00%
长期借款	2.45	2.45	2.45	2.45	EBITDA/销售收入	17.55%	19.78%	20.01%	19.70%
其他负债	13.12	11.72	12.44	13.58	营运能力				
负债合计	23.14	32.16	34.02	35.51	总资产周转率	0.77	0.74	0.76	0.82
股本	5.69	5.69	5.69	5.69	固定资产周转率	2.88	2.82	3.27	3.64
资本公积	5.03	5.03	5.03	5.03	应收账款周转率	25.16	25.78	26.01	26.11
留存收益	22.49	26.42	31.49	37.51	存货周转率	8.55	9.13	9.12	9.07
归属母公司股东权益	33.23	37.18	42.26	48.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.38%	—	—	—
少数股东权益	2.10	2.20	2.28	2.35	资本结构				
股东权益合计	35.32	39.38	44.53	50.63	资产负债率	39.58%	44.95%	43.31%	41.22%
负债和股东权益合计	58.47	71.54	78.56	86.13	带息债务/总负债	21.86%	45.25%	43.06%	38.64%
					流动比率	1.16	1.18	1.29	1.43
					速动比率	0.94	1.02	1.11	1.24
					股利支付率	0.00%	31.70%	28.39%	29.16%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.01	1.25	1.50
					每股净资产	6.22	6.93	7.84	8.91
					每股经营现金	1.47	1.31	1.72	2.10
					每股股利	0.00	0.32	0.35	0.44
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	7.22	9.45	11.34	13.25					
PE	23.98	21.72	17.62	14.68					
PB	3.53	3.17	2.80	2.47					
PS	3.04	2.61	2.20	1.86					
EV/EBITDA	14.02	10.53	8.46	6.84					
股息率	0.00%	1.46%	1.61%	1.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn