

月饼销售平稳增长，餐饮业务持续修复

——广州酒家（603043）点评报告

买入（维持）

2023 年 10 月 30 日

报告关键要素：

10 月 27 日，公司发布 2023 年第三季度报告。报告显示，公司前三季度实现营业收入 38.76 亿元（YoY+16.03%），实现归母净利润 4.92 亿元（YoY+4.54%），实现扣非归母净利润 4.75 亿元（YoY+3.56%）。其中，23Q3 实现营业收入 21.42 亿元（YoY+11.77%），实现归母净利润 4.12 亿元（YoY-1.02%），实现扣非归母净利润 4.02 亿元（YoY-1.94%）。

投资要点：

餐饮业务表现亮眼，直营渠道持续发力。按产品分类，2023 年前三季度公司月饼/餐饮/速冻食品/其他产品及商品分别实现营业收入 14.38/9.43/7.87/6.82 亿元，同比+5.71%/+50.12%/+4.08%/+21.12%，月饼业务表现较为平淡。餐饮业务营收大幅增长主因公司去年同期受到外部因素影响，餐饮业务收入去年同期数据基数较低，2023 年随着国内餐饮消费形势持续好转，公司餐饮经营业绩比去年同期大幅增长。**按渠道分类**，2023 年前三季度公司直销/经销渠道收入分别为 19.16/19.33 亿元，同比+23.25%/10.32%。公司直销收入大幅增长主因公司餐饮业务收入较去年同期出现较大增长。**按地区分类**，2023 年前三季度公司广东省内/境内广东省外/境外营收分别为 30.16/7.79/0.54 亿元，同比+20.13%/+3.87%/+17.01%，公司在广东省内的经营情况恢复较好。2023 年前三季度广东省内/境内广东省外/境外经销商数量分别净增-24/21/1 家至 569/445/24 家

毛利率及净利率均有所下降，管理费用率管控较好。2023 年前三季度/2023Q3 公司毛利率分别为 36.41%/42.33%，同比-0.94pct/-2.44pcts，毛利率下降主因产品结构有所变化，毛利率较高的月饼业务营收占比下降，而毛利率较低的餐饮业务营收占比有所提升；2023 年前三季度/2023Q3 公司净利率分别为 13.37%/19.69%，同比-0.83pct/-2.23pcts。2023 年前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 9.47%/8.14%/1.70%，同比+0.22pct/-0.32pct/-0.14pct。2023Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.15%/6.83%/1.53%，同比+0.25pct/-0.41pct/+0.15pct。总体来看，销售费用率略有提升，管理费用率管控较好。

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4112.35 | 4743.01 | 5358.68 | 5967.10 |
| 增长比率(%) | 5.72 | 15.34 | 12.98 | 11.35 |
| 归母净利润(百万元) | 520.38 | 620.36 | 743.64 | 846.51 |
| 增长比率(%) | -6.68 | 19.21 | 19.87 | 13.83 |
| 每股收益(元) | 0.91 | 1.09 | 1.31 | 1.49 |
| 市盈率(倍) | 24.00 | 20.13 | 16.80 | 14.75 |
| 市净率(倍) | 3.76 | 3.38 | 3.02 | 2.69 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 总股本(百万股) | 568.77 |
| 流通A股(百万股) | 568.77 |
| 收盘价(元) | 21.96 |
| 总市值(亿元) | 124.90 |
| 流通A股市值(亿元) | 124.90 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

餐饮业务表现亮眼，期待 Q3 月饼旺季
Q1 业绩超预期，餐饮业务表现尤其亮眼
受 Q4 业绩拖累全年增收不增利，速冻业务表现亮眼

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

李晨熾

电话：18079728929

邮箱：licw@wlzq.com.cn

盈利预测与投资建议：公司持续推动“餐饮+食品”双主业高质量协同发展，并有望进一步延伸产业链，同时各生产基地持续技改挖潜提升产能，降本增效严控成本，深耕市场优化渠道助力销售业绩保持增长。考虑到公司月饼旺季表现不及预期，根据最新数据下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.20/7.44/8.47 亿元(更新前 2023-2025 年归母净利润为 7.23/8.45/9.75 亿元)，同比增长 19.21%/19.87%/13.83%，对应 EPS 为 1.09/1.31/1.49 元/股，10 月 27 日股价对应 PE 为 20.13/16.80/14.75 倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、食品安全风险、原材料上涨风险、产能释放与销量增长不匹配风险。

利润表（百万元）

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 4112 | 4743 | 5359 | 5967 |
| 同比增速 (%) | 5.72 | 15.34 | 12.98 | 11.35 |
| 营业成本 | 2647 | 2967 | 3293 | 3662 |
| 毛利 | 1465 | 1776 | 2065 | 2305 |
| 营业收入 (%) | 35.63 | 37.44 | 38.54 | 38.62 |
| 税金及附加 | 38 | 43 | 50 | 55 |
| 营业收入 (%) | 0.93 | 0.91 | 0.92 | 0.92 |
| 销售费用 | 442 | 522 | 600 | 674 |
| 营业收入 (%) | 10.74 | 11.00 | 11.20 | 11.30 |
| 管理费用 | 380 | 446 | 500 | 558 |
| 营业收入 (%) | 9.24 | 9.40 | 9.32 | 9.35 |
| 研发费用 | 84 | 96 | 109 | 122 |
| 营业收入 (%) | 2.04 | 2.01 | 2.03 | 2.05 |
| 财务费用 | -48 | -51 | -61 | -91 |
| 营业收入 (%) | -1.17 | -1.08 | -1.13 | -1.53 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 34 | 35 | 42 | 45 |
| 投资收益 | 3 | 11 | 9 | 12 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| 营业利润 | 640 | 766 | 916 | 1042 |
| 营业收入 (%) | 15.55 | 16.14 | 17.10 | 17.46 |
| 营业外收支 | 5 | -2 | 2 | 1 |
| 利润总额 | 644 | 764 | 918 | 1043 |
| 营业收入 (%) | 15.66 | 16.10 | 17.13 | 17.49 |
| 所得税费用 | 111 | 132 | 159 | 180 |
| 净利润 | 533 | 632 | 759 | 863 |
| 营业收入 (%) | 12.96 | 13.32 | 14.17 | 14.47 |
| 归属于母公司的净利润 | 520 | 620 | 744 | 847 |
| 同比增速 (%) | -6.68 | 19.21 | 19.87 | 13.83 |
| 少数股东损益 | 12 | 11 | 16 | 17 |
| EPS（元/股） | 0.91 | 1.09 | 1.31 | 1.49 |

基本指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 0.91 | 1.09 | 1.31 | 1.49 |
| BVPS | 5.84 | 6.50 | 7.28 | 8.17 |
| PE | 24.00 | 20.13 | 16.80 | 14.75 |
| PEG | -3.59 | 1.05 | 0.85 | 1.07 |
| PB | 3.76 | 3.38 | 3.02 | 2.69 |
| EV/EBITDA | 18.68 | 13.40 | 11.04 | 9.66 |
| ROE | 15.66% | 16.79% | 17.96% | 18.21% |
| ROIC | 10.01% | 11.83% | 12.99% | 13.07% |

资产负债表（百万元）

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 915 | 713 | 949 | 1381 |
| 交易性金融资产 | 139 | 139 | 139 | 139 |
| 应收票据及应收账款 | 147 | 167 | 190 | 211 |
| 存货 | 309 | 364 | 394 | 443 |
| 预付款项 | 20 | 18 | 22 | 23 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 132 | 135 | 145 | 150 |
| 流动资产合计 | 1662 | 1536 | 1839 | 2348 |
| 长期股权投资 | 40 | 49 | 62 | 70 |
| 固定资产 | 1710 | 1977 | 2096 | 2197 |
| 在建工程 | 66 | 51 | 36 | 36 |
| 无形资产 | 157 | 161 | 166 | 169 |
| 商誉 | 152 | 190 | 240 | 269 |
| 递延所得税资产 | 77 | 80 | 82 | 85 |
| 其他非流动资产 | 1983 | 2074 | 2189 | 2214 |
| 资产总计 | 5847 | 6117 | 6710 | 7388 |
| 短期借款 | 261 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 297 | 318 | 361 | 397 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 185 | 196 | 224 | 246 |
| 应付职工薪酬 | 168 | 200 | 216 | 244 |
| 应交税费 | 32 | 32 | 39 | 42 |
| 其他流动负债 | 755 | 567 | 600 | 662 |
| 流动负债合计 | 1436 | 1314 | 1440 | 1590 |
| 长期借款 | 245 | 245 | 245 | 245 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 51 | 60 | 65 | 68 |
| 其他非流动负债 | 582 | 582 | 582 | 582 |
| 负债合计 | 2314 | 2201 | 2332 | 2485 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 3323 | 3695 | 4141 | 4649 |
| 少数股东权益 | 210 | 221 | 237 | 253 |
| 股东权益 | 3532 | 3916 | 4378 | 4903 |
| 负债及股东权益 | 5847 | 6117 | 6710 | 7388 |

现金流量表（百万元）

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 833 | 976 | 1130 | 1270 |
| 投资 | -1325 | -10 | -13 | -7 |
| 资本性支出 | -813 | -633 | -561 | -472 |
| 其他 | 53 | -9 | -11 | -8 |
| 投资活动现金流净额 | -2086 | -651 | -586 | -487 |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 509 | -261 | 0 | 0 |
| 筹资成本 | -237 | -266 | -309 | -350 |
| 其他 | -114 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 192 | -526 | -309 | -350 |
| 现金净流量 | -1060 | -201 | 235 | 432 |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场