

603043.SH

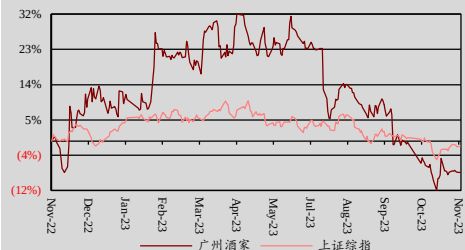
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 21.15

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(15.1)	(1.9)	(17.1)	(8.5)
相对上证综指	(12.8)	(0.6)	(12.6)	(7.2)

发行股数 (百万)	568.77
流通股 (百万)	568.77
总市值 (人民币 百万)	12,029.50
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	51.99
主要股东	
广州市城市建设投资集团有限公司	50.72

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 11 月 13 日收市价为标准

相关研究报告

《广州酒家》20230906
《广州酒家》20221102
《广州酒家》20220903

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：休闲食品

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

广州酒家

3 季度月饼销售平稳增长，盈利能力指标承压

公司发布 2023 年 3 季报，1-3Q23 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%；EPS 0.86 元。单 3Q 收入 21.4 亿元，同比+11.8%；归母净利润 4.1 亿元，同比-1.0%。3Q23 公司月饼收入 14.1 亿元，实现平稳增长，同比+7.1%；速冻收入 2.44 亿元，同比+7.0%；餐饮业务收入高增至 3.13 亿元，同比+34.0%。受毛利率下降拖累，3Q23 归母净利率下降 2.5pct。餐饮+食品双主业协同发展，成长逻辑顺畅，省外版图持续扩张，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 月饼收入平稳增长，速冻收入转正，餐饮业务增长较快。公司 1-3Q23 实现收入 38.8 亿元，同比+16.1%。（1）分品类来看，1-3Q23 月饼/速冻/其他产品/餐饮分别同比 +5.7%/+4.1%/+21.1%/+50.1%（3Q23 分别同比 +7.1%/+7.0%/+30.3%/+34.0%）。3 季度双节旺季下月饼收入小幅增长，礼赠需求表现平淡。餐饮收入受益于餐饮业态的逐步复苏，在低基数上实现快速反弹，同时门店继续扩张，餐饮收入同比实现高增。速冻 2 季度收入下滑，随着基数降低，3 季度收入增速转正。（2）分地区来看，1-3Q23 广东省内/广东省外/境外分别同比+20.1%/+3.9%/17.0%（其中 3Q23 分别同比+16.7%/-2.3%/+68.9%）。3 季度省内市场基本盘稳固，省外市场略有萎缩，境外业务增长迅速。（3）分渠道来看，1-3Q23 直销/经销分别同比+23.3%/+10.3%（其中 3Q23 分别同比+10.7%/+12.9%）。（4）从经销商数量来看，截至 3Q23 共计 1038 家，环比 2Q23 净减少 4 家。
- 受毛利率下降拖累，3Q23 归母净利率下降 2.5pct。（1）1-3Q23/3Q23 毛利率 36.4%/42.3%，同比-0.9pct/-2.2pct。毛利率下降或因月饼加大终端支持力度，以及毛利率较低的餐饮业务占比提升。（2）1-3Q23/3Q23 销售费用率 9.5%/8.2%，同比+0.2pct/+0.3pct，管理费用率 8.1%/6.8%，同比-0.3pct/-0.4pct，销售费用率和管理费用率波动较小。（3）受毛利率下降的拖累，1-3Q23/3Q23 归母净利率为 12.7%/19.2%，同比-1.4pct/-2.5pct。
- 餐饮+食品双主业协同发展，成长逻辑顺畅，省外版图持续扩张。（1）公司通过餐饮来树品牌，再通过食品业务做增量，餐饮+食品双主业协同发展，成长逻辑顺畅。截至上半年，公司拥有餐饮直营门店 39 家，其中“广州酒家”直营门店 24 家。我们认为，公司依托粤菜文化传承者的品牌定位，可顺利向各种广式传统特色食品进行延伸。（2）1-3Q23 公司优化及新增经销商 242 家，减少 244 家，其中省外净新增经销商 21 家，重点布局华东区域，目前广州酒家部分产品现已进入华东地区的盒马、永辉、沃尔玛、Costco 等超市。广州酒家和陶陶居在上海新开门店，有望结合华东经销网络扩张，为公司的食品业务赋能。

估值

- 我们判断公司“餐饮+食品”协同发展成长逻辑顺畅，省外版图持续扩张，速冻板块市场持续扩张叠加梅州产能释放。根据最新财报调整盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 1.09、1.27、1.46 元，同比+19.4%、+16.1%、+14.9%，对应 PE 为 19.4/16.7/14.5 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- （1）经济环境下行，餐饮需求不及预期；（2）省外扩张不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	3,890	4,112	4,745	5,380	6,030
增长率(%)	18.3	5.7	15.4	13.4	12.1
EBITDA(人民币 百万)	787	758	966	1,085	1,219
归母净利润(人民币 百万)	558	520	622	722	829
增长率(%)	20.3	(6.7)	19.4	16.1	14.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.98	0.91	1.09	1.27	1.46
原先股本摊薄每股收益(人民币)			1.22	1.44	1.66
变化幅度(%)			-10.7	-11.8	-12.0
市盈率(倍)	21.6	23.1	19.4	16.7	14.5
市净率(倍)	4.0	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA(倍)	15.8	18.5	11.0	9.3	7.8
每股股息 (人民币)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
股息率(%)	1.7	1.5	2.3	2.6	3.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,890	4,112	4,745	5,380	6,030
营业收入	3,890	4,112	4,745	5,380	6,030
营业成本	2,418	2,647	3,050	3,464	3,873
营业税金及附加	35	38	47	56	63
销售费用	363	442	451	511	573
管理费用	379	380	403	452	507
研发费用	77	84	95	108	121
财务费用	(24)	(48)	(30)	(63)	(91)
其他收益	25	34	34	34	34
资产减值损失	(19)	0	0	0	0
信用减值损失	(3)	(3)	0	0	0
资产处置收益	0	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	19	39	0	0	0
投资收益	16	3	3	3	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	681	640	765	889	1,022
营业外收入	4	7	7	7	7
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	683	644	769	893	1,026
所得税	118	111	133	154	177
净利润	565	533	636	739	849
少数股东损益	7	12	15	17	20
归母净利润	558	520	622	722	829
EBITDA	787	758	966	1,085	1,219
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.98	0.91	1.09	1.27	1.46

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,521	1,662	2,370	2,628	3,575
货币资金	1,937	915	1,505	1,725	2,548
应收账款	135	147	178	191	223
应收票据	0	0	0	0	0
存货	310	309	405	406	500
预付账款	11	20	15	25	20
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	128	271	268	281	283
非流动资产	2,309	4,185	3,539	3,802	3,568
长期投资	96	95	95	95	95
固定资产	1,142	1,710	1,780	1,839	1,882
无形资产	157	157	152	148	143
其他长期资产	914	2,222	1,511	1,721	1,447
资产合计	4,829	5,847	5,909	6,430	7,143
流动负债	1,085	1,436	1,403	1,488	1,720
短期借款	0	261	0	0	0
应付账款	247	292	329	376	412
其他流动负债	838	884	1,074	1,112	1,308
非流动负债	553	878	608	621	614
长期借款	0	245	0	0	0
其他长期负债	553	633	608	621	614
负债合计	1,638	2,314	2,011	2,109	2,334
股本	566	568	569	569	569
少数股东权益	205	210	224	242	261
归属母公司股东权益	2,987	3,323	3,674	4,080	4,547
负债和股东权益合计	4,829	5,847	5,909	6,430	7,143

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	565	533	636	739	849
折旧摊销	190	240	267	296	325
营运资金变动	(236)	37	113	46	109
其他	210	23	563	(364)	55
经营活动现金流	729	833	1,580	717	1,339
资本支出	(312)	(815)	(247)	(247)	(247)
投资变动	145	(80)	0	0	0
其他	40	(1,191)	3	3	3
投资活动现金流	(127)	(2,086)	(244)	(244)	(244)
银行借款	(100)	506	(506)	0	0
股权融资	(744)	(392)	(271)	(315)	(362)
其他	513	77	30	63	91
筹资活动现金流	(330)	192	(746)	(253)	(272)
净现金流	272	(1,060)	590	221	823

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.3	5.7	15.4	13.4	12.1
营业利润增长率(%)	17.7	(6.0)	19.6	16.2	14.9
归属于母公司净利润增长率(%)	20.3	(6.7)	19.4	16.1	14.9
息税前利润增长率(%)	12.4	(13.1)	34.8	13.0	13.3
息税折旧前利润增长率(%)	26.3	(3.6)	27.4	12.4	12.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	20.3	(6.7)	19.4	16.1	14.9
获利能力					
息税前利润率(%)	15.3	12.6	14.7	14.7	14.8
营业利润率(%)	17.5	15.6	16.1	16.5	16.9
毛利率(%)	37.8	35.6	35.7	35.6	35.8
归母净利润率(%)	14.3	12.7	13.1	13.4	13.8
ROE(%)	18.7	15.7	16.9	17.7	18.2
ROIC(%)	24.3	14.8	22.9	26.9	33.1
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.5)	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.4)
流动比率	2.3	1.2	1.7	1.8	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	28.9	29.2	29.2	29.2	29.2
应付账款周转率	15.2	15.3	15.3	15.3	15.3
费用率					
销售费用率(%)	9.3	10.7	9.5	9.5	9.5
管理费用率(%)	9.7	9.2	8.5	8.4	8.4
研发费用率(%)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
财务费用率(%)	(0.6)	(1.2)	(0.6)	(1.2)	(1.5)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	0.9	1.1	1.3	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	1.5	2.8	1.3	2.4
每股净资产(最新摊薄)	5.3	5.8	6.5	7.2	8.0
每股股息	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	21.6	23.1	19.4	16.7	14.5
P/B(最新摊薄)	4.0	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	15.8	18.5	11.0	9.3	7.8
价格/现金流(倍)	16.5	14.4	7.6	16.8	9.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371