

省外扩展成效显著, 餐饮动能充分释放

投资要点

- 事件:** 广州酒家发布 2023 年年报, 全年实现营收 49.0 亿元, 同比+19.2%; 归母净利润 5.5 亿元, 同比+5.8%。其中 Q4 实现营收 10.2 亿元, 同比+32.7%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比+11.1%。
- 食品主业保持平稳, 餐饮业务持续高增。** 分产品看, 2023 年公司食品业务营收为 35.3 亿元, 同比+8.6%; 餐饮业务营收为 12.6 亿元, 同比+65.7%。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 16.7/10.6/8.0 亿元, 分别同比变动+9.9%/+0.3%/+18.8%。由于市场竞争激烈, 公司加大速冻食品促销力度, 速冻食品毛利率下降 5.8pp 至 30.8%。公司把握餐饮市场快速复苏的关键时机, 餐饮市场拓展取得扎实成效, 新增 14 家餐饮门店, 餐饮业务毛利率上升 18.0pp 至 19.9%。分地区看, 省内营收为 37.3 亿元, 同比+18.7%; 省外营收为 10.8 亿元, 同比+22.0%。公司在深耕华南区域市场的基础上, 加大促销力度拓展华东区域市场, 推动全国化发展, 省外迎来高速增长。
- 费用率保持稳定, 毛利率仍具韧性。** 公司整体毛利率为 35.6%, 同比+0.2pp; 净利率为 11.9%, 同比-0.9pp。在门店异地扩张成本前置, 叠加优惠促销活动影响, 公司毛利率仍具备较强韧性。公司销售/管理研发费用率分别为 10.3%/9.5%/1.8%, 同比-0.4/+0.3/-0.2pp, 整体费用率保持相对稳定。
- 食品营销畅渠道, 餐饮拓展固根基。** 公司秉持“餐饮强品牌, 食品扩规模”的战略, 以餐饮服务和食品营销为两大主要驱动力。一方面, 公司聚焦广式传统特色食品, 打造广州酒家、陶陶居、利口福、秋之风、粮丰园等食品品牌, 截至目前连锁门店超 220 家; 同时根据区域市场差异, 优化专供产品, 统筹发展资源向有成长性的品项倾斜。另一方面, 公司抓住优势区域的空白, 锚定重点城市新设餐饮门店, 推动门店分区管理机制落地提升管理效能; 截至目前公司拥有直营门店 43 家, 其中广州酒家门店 26 家、星樾城直营门店 2 家、陶陶居直营门店 20 家、陶陶居第三方特许经营门店 18 家。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.1 亿元、8.5 亿元、9.8 亿元, EPS 分别为 1.25 元、1.50 元、1.72 元, 对应动态 PE 分别为 14 倍、12 倍、10 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 食品安全、省外市场拓展不及预期、原材料价格上涨等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	49.01	57.47	65.73	72.87
增长率	19.17%	17.26%	14.38%	10.87%
归属母公司净利润(亿元)	5.50	7.09	8.53	9.77
增长率	5.78%	28.72%	20.42%	14.46%
每股收益 EPS(元)	0.97	1.25	1.50	1.72
净资产收益率 ROE	15.00%	16.27%	17.15%	17.25%
PE	18	14	12	10
PB	2.56	2.25	1.98	1.74

数据来源: Wind, 西南证券

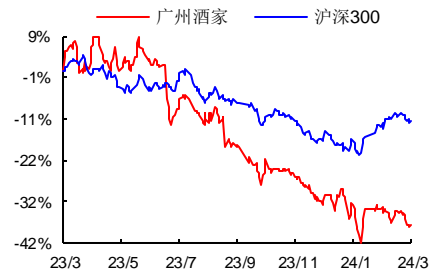
西南证券研究发展中心

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: duxy@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)	16.2-30.69
总市值(亿元)	99.48
总资产(亿元)	65.60
每股净资产(元)	6.43

相关研究

- 广州酒家(603043): 月饼销售平稳, 餐饮扩张可期 (2023-10-31)
- 广州酒家(603043): 餐饮加速恢复, 月饼旺季可期 (2023-09-05)
- 广州酒家(603043): 餐饮复苏良好, 利润修复可期 (2023-05-09)

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到月饼业务保持韧性，预计 2024-2026 年月饼销售量分别同比增长 10%、8%、5%；均价分别增长 2%、2%、2%；

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 2024-2026 年速冻食品销售量分别同比增长 15%、10%、5%；均价分别增长 1%、1%、1%；

假设 3：考虑到公司在异地加速门店扩张，预计 2024-2026 年餐饮业务增速分别为 30%、25%、20%；

假设 4：考虑到公司在其他食品领域的持续研发投入，预计 2024-2026 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 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	49.0	57.5	65.7	72.9
yoy	19.2%	17.3%	14.4%	10.9%
营业成本	31.4	36.6	41.6	45.9
毛利率	35.6%	36.3%	36.7%	37.0%
月饼				
收入	16.7	18.7	20.6	22.1
Yoy	9.9%	12.2%	10.2%	7.1%
销售量 (万吨)	16226	17849	19276	20240
销售量 yoy	10.6%	10.0%	8.0%	5.0%
均价 (万元/吨)	10.3	10.5	10.7	10.9
均价 yoy	-0.6%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	4.9	5.0	5.3	5.5
毛利率	3.0%	3.0%	5.0%	5.0%
速冻食品				
收入	10.6	12.3	13.7	14.5
Yoy	0.3%	16.2%	11.1%	6.1%
销售量 (万吨)	43374	49880	54868	57612
销售量 yoy	4.8%	15.0%	10.0%	5.0%
均价 (万元/吨)	2.4	2.5	2.5	2.5
均价 yoy	-4.3%	1.0%	1.0%	1.0%
成本	1.7	1.7	1.8	1.8
毛利率	4.4%	3.0%	2.0%	2.0%
餐饮				
收入	12.6	16.4	20.5	24.6

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy	65.7%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	10.1	12.6	15.0	17.2
毛利率	19.9%	23.0%	27.0%	30.0%
其他食品				
收入	7.4	8.1	8.9	9.8
yoy	-2.4%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	5.3	5.9	6.5	7.2
毛利率	28.2%	27.0%	26.5%	26.0%
其他业务				
收入	1.0	1.6	2.0	2.3
yoy	168.0%	50.0%	30.0%	15.0%
成本	0.5	0.5	0.7	0.8
毛利率	72.8%	65.0%	65.0%	65.0%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	49.01	57.47	65.73	72.87	净利润	5.83	7.19	8.63	9.87
营业成本	31.55	36.61	41.57	45.88	折旧与摊销	1.64	2.10	2.26	2.49
营业税金及附加	0.42	0.52	0.59	0.66	财务费用	-0.19	0.55	0.68	0.59
销售费用	5.06	5.86	6.57	7.29	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.66	5.40	5.98	6.63	经营营运资本变动	1.12	-2.03	0.59	0.53
财务费用	-0.19	0.55	0.68	0.59	其他	1.98	-0.05	-0.19	-0.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	10.38	7.76	11.97	13.28
投资收益	0.09	0.05	0.05	0.05	资本支出	-0.76	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.06	0.17	0.13	0.15	其他	-7.41	3.19	0.03	0.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8.17	-0.81	-3.97	-3.95
营业利润	7.18	8.75	10.52	12.02	短期借款	2.22	10.51	-1.56	-2.91
其他非经营损益	-0.01	0.02	0.01	0.01	长期借款	-0.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.17	8.76	10.53	12.03	股权融资	0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	1.34	1.58	1.90	2.17	支付股利	-2.28	-1.93	-2.48	-2.99
净利润	5.83	7.19	8.63	9.87	其他	-1.41	-1.80	-0.66	-0.57
少数股东损益	0.33	0.10	0.10	0.10	筹资活动现金流净额	-1.90	6.78	-4.70	-6.47
归属母公司股东净利润	5.50	7.09	8.53	9.77	现金流量净额	0.31	13.72	3.31	2.86
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9.26	22.99	26.29	29.15	成长能力				
应收和预付款项	2.40	3.00	3.40	3.75	销售收入增长率	19.17%	17.26%	14.38%	10.87%
存货	3.07	3.99	4.42	4.85	营业利润增长率	12.30%	21.81%	20.20%	14.33%
其他流动资产	3.90	1.04	1.17	1.28	净利润增长率	9.46%	23.21%	20.14%	14.29%
长期股权投资	0.47	0.47	0.47	0.47	EBITDA 增长率	19.62%	32.04%	18.03%	12.28%
投资性房地产	0.09	0.09	0.09	0.09	获利能力				
固定资产和在建工程	18.48	20.66	22.68	24.47	毛利率	35.62%	36.30%	36.75%	37.04%
无形资产和开发支出	3.08	3.02	2.96	2.90	三费率	19.44%	20.56%	20.13%	19.92%
其他非流动资产	24.85	24.76	24.69	24.62	净利率	11.90%	12.50%	13.13%	13.54%
资产总计	65.60	80.01	86.18	91.58	ROE	15.00%	16.27%	17.15%	17.25%
短期借款	4.83	15.34	13.77	10.86	ROA	8.89%	8.98%	10.02%	10.77%
应付和预收款项	5.57	6.64	7.52	8.28	ROIC	19.31%	22.02%	22.59%	23.00%
长期借款	1.96	1.96	1.96	1.96	EBITDA/销售收入	17.61%	19.83%	20.47%	20.73%
其他负债	14.36	11.90	12.60	13.27	营运能力				
负债合计	26.72	35.84	35.86	34.37	总资产周转率	0.79	0.79	0.79	0.82
股本	5.69	5.69	5.69	5.69	固定资产周转率	2.81	3.27	3.69	3.86
资本公积	5.08	5.08	5.08	5.08	应收账款周转率	31.71	33.99	31.25	31.50
留存收益	25.79	30.95	37.00	43.78	存货周转率	10.25	10.38	9.89	9.90
归属母公司股东权益	36.57	41.76	47.82	54.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.83%	—	—	—
少数股东权益	2.31	2.41	2.51	2.61	资本结构				
股东权益合计	38.88	44.17	50.33	57.21	资产负债率	40.73%	44.79%	41.60%	37.53%
负债和股东权益合计	65.60	80.01	86.18	91.58	带息债务/总负债	25.42%	48.27%	43.88%	37.31%
					流动比率	1.01	1.13	1.28	1.50
					速动比率	0.85	0.98	1.12	1.31
					股利支付率	41.33%	27.19%	29.06%	30.58%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	8.63	11.40	13.45	15.10	每股收益	0.97	1.25	1.50	1.72
PE	18.07	14.04	11.66	10.19	每股净资产	6.84	7.77	8.85	10.06
PB	2.56	2.25	1.98	1.74	每股经营现金	1.83	1.36	2.11	2.33
PS	2.03	1.73	1.51	1.37	每股股利	0.40	0.34	0.44	0.53
EV/EBITDA	8.73	6.20	4.88	3.96					
股息率	2.29%	1.94%	2.49%	3.00%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
