

餐饮业务延续高增，省外市场拓展顺利

投资要点

- 事件:** 广州酒家发布2024年一季报, 24Q1实现营收10.1亿元, 同比+10.0%; 归母净利润0.7亿元, 同比+2.2%; 一季度业绩符合市场预期, 收入稳健增长, 利润略微承压。
- 餐饮业务延续高增, 省外市场拓展顺利。** 分产品看, 2024Q1公司食品业务营收为6.0亿元, 同比+9.0%; 餐饮业务营收为3.8亿元, 同比+13.3%。食品业务方面, 月饼/速冻食品/其他产品及商品分别实现收入0.09/3.0/0.1亿元, 分别同比-20.1%/-4.1%/-26.1%, 一季度为月饼传统淡季, 月饼类产品普遍销量偏低, 本季度月饼营收短期承压主要由于去年同期月饼业务高基数影响, 本季度月饼同比下降为合理波动。餐饮业务方面, 受益于门店扩张和行业复苏, 餐饮势能强劲收入延续高增。分区域看, 2024Q1公司省内/境内省外/境外营收分别为4.5/1.4/0.1亿元, 分别同比+7%/+14%/+71%, 广东省外营收增速快于省内主要系公司加大省外投入, 而境外营收高增主要系2023Q1低基数所致。
- 产品结构变化致毛利率承压, 费用控制有效。** 2024Q1公司毛利率为29.8%, 同比-2.6pp; 净利率为8.0%, 同比-0.6pp; 毛利率下降主要因高毛利率的月饼系列产品收入占比下降而低毛利率的餐饮业务收入占比提升。公司销售/管理/研发费用率分别为9.8%/8.4%/1.8%, 分别同比-0.4/-0.7/+0.1pp, 公司加强费用管控, 销售和管理费用率均有小幅改善。
- 经销网络优化调整, 产能空间亟待释放。** 公司持续调整优化经销商, 经销商数量净减少42家, 其中广东省内净减少15家, 境内广东省外净减少28家, 境外净增加1家。公司现有食品制造业务经销商与代理商共1030家, 后续公司将在维护传统渠道的基础上, 大力开拓新兴渠道, 保障直营渠道成长, 省外经销网络仍有较大拓展空间。目前公司产品已进入盒马、山姆、Costco、Ole、麦德龙等超市。食品扩产助力持续发展, 公司目前拥有广东广州、茂名、梅州和湖南湘潭四大食品生产基地, 湘潭速冻生产项目基本完成, 未来产能仍有扩容空间。立足中长线, 公司旗下的广州酒家/陶陶居/利口福品牌承接餐饮行业发展增量, 老字号品牌长期成长空间可观。
- 盈利预测与投资建议:** 公司是粤菜餐饮老字号, 通过品牌和研发优势赋能食品业务, 双主业协同发展。目前公司渠道端已建成线上+线下销售体系, 并不断推动省外市场布局, 支撑食品业务增长, 同时多餐饮品牌预计将有效承接消费者餐饮需求释放。尽管短期受国内宏观消费环境疲软影响, 公司食品业务增速有所放缓, 但中长期看, 随着公司速冻产能持续放量以及餐饮品牌门店加速异地扩张, 后续增长动能强劲, 业绩有望持续兑现。考虑到上半年食品行业竞争加剧影响, 我们下调2024-2026年归母净利润预测至6.5亿元、7.4亿元、8.4亿元, EPS分别为1.13元、1.31元、1.48元。给予公司2024年20倍PE, 对应目标价22.6元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 食品安全风险、省外市场拓展或不及预期、原材料价格上涨风险等。

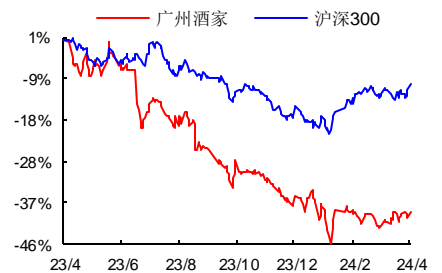
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	49.01	56.63	64.44	72.00
增长率	19.17%	15.56%	13.78%	11.73%
归属母公司净利润(亿元)	5.50	6.45	7.43	8.42
增长率	5.78%	17.12%	15.22%	13.38%
每股收益EPS(元)	0.97	1.13	1.31	1.48
净资产收益率ROE	15.00%	15.04%	15.42%	15.57%
PE	19	16	14	12
PB	2.69	2.40	2.14	1.91

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: zhzh@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)	16.2-30.62
总市值(亿元)	104.65
总资产(亿元)	63.76
每股净资产(元)	6.55

相关研究

- 广州酒家(603043): 省外扩展成效显著, 餐饮动能充分释放 (2024-04-02)
- 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)

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 2024-2026 年月饼销售量分别同比增长 7%、6%、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 12%、10%、8%；均价分别增长 1%、1%、1%；

假设 3：考虑到公司省外市场开拓顺利，异地门店加速扩张，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 5%、5%、5%。

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	56.6	64.4	72.0
yoy	19.2%	15.6%	13.8%	11.7%
营业成本	31.4	37.0	42.0	47.1
毛利率	35.6%	34.8%	34.8%	34.5%
月饼				
收入	16.7	18.2	19.7	21.1
Yoy	9.9%	9.1%	8.1%	7.1%
销售量 (万吨)	1.6	1.7	1.8	1.9
销售量 yoy	10.6%	7.0%	6.0%	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	5.2	5.3
毛利率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
速冻食品				
收入	10.6	12.0	13.3	14.5
Yoy	0.3%	13.1%	11.1%	9.1%
销售量 (万吨)	4.3	4.9	5.3	5.8
销售量 yoy	4.8%	12.0%	10.0%	8.0%
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%	2.0%	2.0%	2.0%
餐饮				
收入	12.6	16.4	0.5	24.6

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy	65.7%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	10.1	13.1	16.0	18.7
毛利率	19.9%	20.0%	22.0%	24.0%
其他食品				
收入	8.0	8.4	8.9	9.3
yoy	9.4%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	5.5	5.9	6.0	6.5
毛利率	31.2%	30.0%	32.0%	30.0%
其他业务				
收入	1.0	1.6	2.0	2.4
yoy	168.0%	50.0%	30.0%	20.0%
成本	0.5	0.8	1.0	1.2
毛利率	72.8%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面,我们以五芳斋、同庆楼、安井食品作为可比公司。公司是粤菜餐饮老字号,通过品牌和研发优势赋能食品业务,双主业协同发展。目前公司渠道端已建成线上+线下销售体系,并不断推动省外市场布局,支撑食品业务增长,同时多餐饮品牌预计将有效承接消费者餐饮需求释放。参考可比公司估值,给予公司 2024 年 20 倍 PE,对应目标价 22.6 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 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603237.SH	五芳斋	27.74	1.7	2.1	2.5	2.8	25	20	16	14
605108.SH	同庆楼	27.63	3.0	3.7	4.8	6.0	26	21	15	12
603345.SH	安井食品	91.29	14.8	17.6	20.9	22.6	21	17	13	12
平均值							24	19	15	13
603043.SH	广州酒家	18.40	5.5	6.5	7.4	8.4	19	16	14	12

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)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	49.01	56.63	64.44	72.00	净利润	5.83	6.55	7.53	8.52
营业成本	31.55	36.95	42.00	47.13	折旧与摊销	1.64	2.10	2.26	2.49
营业税金及附加	0.42	0.51	0.58	0.65	财务费用	-0.19	0.55	0.70	0.64
销售费用	5.06	5.66	6.31	6.91	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.66	5.21	5.86	6.48	经营营运资本变动	0.76	-1.76	0.57	0.62
财务费用	-0.19	0.55	0.70	0.64	其他	2.34	-0.18	-0.12	-0.14
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	7.27	10.93	12.13
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	7.97	9.17	10.38	短期借款	2.22	10.66	-0.91	-1.93
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	7.98	9.18	10.39	股权融资	0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	1.34	1.44	1.65	1.87	支付股利	-2.28	-1.93	-2.26	-2.60
净利润	5.83	6.55	7.53	8.52	其他	-1.41	-1.81	-0.68	-0.62
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	6.93	-3.85	-5.15
归属母公司股东净利润	5.50	6.45	7.43	8.42	现金流量净额	0.31	13.39	3.12	3.02
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	22.65	25.78	28.80	成长能力				
应收和预付款项	2.40	2.93	3.31	3.68	销售收入增长率	19.17%	15.56%	13.78%	11.73%
存货	3.07	4.02	4.47	4.98	营业利润增长率	12.30%	10.96%	15.05%	13.25%
其他流动资产	3.90	1.03	1.15	1.26	净利润增长率	9.46%	12.26%	14.99%	13.21%
长期股权投资	0.47	0.47	0.47	0.47	EBITDA 增长率	19.62%	23.05%	14.14%	11.46%
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%	34.76%	34.82%	34.54%
无形资产和开发支出	3.08	3.02	2.96	2.90	三费率	19.44%	20.17%	19.98%	19.49%
其他非流动资产	24.85	24.76	24.69	24.62	净利率	11.90%	11.56%	11.68%	11.84%
资产总计	65.60	79.64	85.60	91.28	ROE	15.00%	15.04%	15.42%	15.57%
短期借款	4.83	15.50	14.58	12.65	ROA	8.89%	8.22%	8.79%	9.34%
应付和预收款项	5.57	6.69	7.59	8.48	ROIC	19.31%	20.32%	20.21%	20.42%
长期借款	1.96	1.96	1.96	1.96	EBITDA/销售收入	17.61%	18.75%	18.81%	18.77%
其他负债	14.36	11.95	12.66	13.46	营运能力				
负债合计	26.72	36.10	36.79	36.55	总资产周转率	0.79	0.78	0.78	0.81
股本	5.69	5.69	5.69	5.69	固定资产周转率	2.81	3.22	3.61	3.82
资本公积	5.08	5.08	5.08	5.08	应收账款周转率	28.44	28.94	27.94	27.94
留存收益	25.79	30.31	35.48	41.30	存货周转率	10.25	10.42	9.89	9.98
归属母公司股东权益	36.57	41.12	46.30	52.12	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	43.53	48.81	54.73	资产负债率	40.73%	45.33%	42.98%	40.04%
负债和股东权益合计	65.60	79.64	85.60	91.28	带息债务/总负债	25.42%	48.36%	44.97%	39.98%
					流动比率	1.01	1.10	1.22	1.37
					速动比率	0.85	0.96	1.06	1.20
					股利支付率	41.33%	29.88%	30.38%	30.87%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.13	1.31	1.48
					每股净资产	6.84	7.65	8.58	9.62
					每股经营现金	1.83	1.28	1.92	2.13
					每股股利	0.40	0.34	0.40	0.46
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	8.63	10.62	12.12	13.51					
PE	19.01	16.23	14.09	12.43					
PB	2.69	2.40	2.14	1.91					
PS	2.14	1.85	1.62	1.45					
EV/EBITDA	9.33	7.19	5.95	4.96					
股息率	2.17%	1.84%	2.16%	2.48%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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
	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	wyf@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
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	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
