

24 年业绩承压，激励计划彰显信心

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，全年实现营收 51.2 亿元，同比+4.6%；实现归母净利润 4.9 亿元，同比-10.3%；其中 24Q4 单季度实现营收 10.2 亿元，同比-0.4%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比-22.1%。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.80 元（含税）。
- **餐饮业务实现较快增长，外埠及境外市场表现良好。**分产品看，24 全年公司月饼产品实现收入 16.3 亿元，同比-2%；月饼业务增速表现平淡，主要受今年整体消费需求恢复偏弱影响。速冻食品业务全年实现收入 10.3 亿元，同比-3%；主要系 C 端速冻消费需求疲软影响。全年餐饮业务实现营收 14.6 亿元，同比+15.2%；受益于年内新设直营餐饮门店 8 家，餐饮业务维持良好增长。分区域看，24 全年广东省内/境内外/境外分别实现收入 37.8/12.3/0.7 亿元，同比+1.5%/+13.6%/+41.6%；基地市场维持平稳增长，外埠市场维持较快增长，此外公司食品业务境外招商顺利，海外市场实现高增。
- **产品结构变化致使全年盈利能力承压。**24 全年公司毛利率为 31.7%，同比-3.9pp；其中 Q4 单季度毛利率同比-6.6pp 至 26%。毛利率下降主要因高毛利率的食品业务收入占比下降，叠加低毛利率的餐饮业务收入占比提升所致。费用率方面，24 全年公司销售费用率为 9.8%，同比-0.5pp；主要系公司积极控制费用投放力度；管理费用率同比-0.4pp 至 9.1%。综合来看，受产品结构变动影响，24 全年公司净利率同比-1.8pp 至 10.1%。
- **深化全渠道营销体系构建，激励计划落地彰显未来发展信心。**1、食品业务方面，通过以点带面巩固以粤港澳大湾区为核心的华南市场，重点开拓华东、华北等区域的主要城市，不断完善跨区域业务布局。公司自有品牌产品通过全渠道销售体系有效实现消费场景线下线上全覆盖，进一步拓展会员制商超、社区团购、兴趣电商等新渠道。省外食品业务发展迅速，新城市经销体系稳步落地，有效拓宽粤港澳大湾区销售布局。2、餐饮业务方面，坚持按战略布局拓展门店，品牌布局实现北上广深全覆盖。随着后续公司持续发力食品业务扩容与餐饮品牌省外扩张，公司中长期业绩值得期待。3、公司 3 月发布股权激励草案，拟授予激励对象不超过 1035 万股；考核目标为以 2023 年营收为基础，2025-2027 年收入增长率分别不低于 16%/28%/40.85%；公司本次激励目标制定合理，有助于充分调动员工积极性，彰显未来发展信心。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.99 元、1.11 元、1.22 元，对应动态 PE 分别为 16、15、13 倍。考虑公司速冻业务和餐饮业务动能充沛，给予公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 19.8 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	51.24	56.94	62.95	69.11
增长率	4.55%	11.12%	10.55%	9.79%
归属母公司净利润 (亿元)	4.94	5.64	6.29	6.95
增长率	-10.29%	14.22%	11.48%	10.55%
每股收益 EPS (元)	0.87	0.99	1.11	1.22
净资产收益率 ROE	12.57%	12.66%	12.84%	12.91%
PE	19	16	15	13
PB	2.21	2.02	1.84	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@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)	13.09-18.56
总市值(亿元)	90.55
总资产(亿元)	64.89
每股净资产(元)	6.82

相关研究

1. 广州酒家 (603043): 双主业协同发展, 期待旺季来临 (2024-09-03)
2. 广州酒家(603043): 餐饮业务延续高增, 省外市场拓展顺利 (2024-05-03)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着公司不断优化产品矩阵，打造更具竞争力的速冻、月饼、饼酥等产品矩阵，进一步巩固食品主业“基本盘”。针对当前市场需求，加大力度发展“养生、健康、绿色”系列产品，不断升级糖水系列、薄盐系列等产品。同时公司加速推进异地市场布局，根据当地的口味，加大区域产品铺货。我们预测 2025-2027 年公司月饼业务销量增速为 3%、4%、5%；速冻食品业务销量增速为 5%、5%、5%；

假设 2：通过在餐饮行业近 90 年的匠心打造，公司不仅积累了良好的品牌口碑和持久的顾客忠诚度；此外公司坚持技艺传承与创新，聚焦打造泛场景化消费体验，持续强化“广州酒家”、“陶陶居”两大中华老字号品牌调性，实现两者优势互补与错位发展。随着国内餐饮需求的持续复苏，我们预测 2025-2027 年公司餐饮业务收入增速分别为 20%、15%、15%；毛利率分别为 18%、19%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
月饼	收入	1,636.0	1,735.6	1,841.2	1,952.6
	增速	-2.0%	6.1%	6.1%	6.1%
	毛利率	51.8%	52.5%	52.9%	53.2%
速冻食品	收入	1,029.7	1,113.6	1,192.7	1,264.8
	增速	-3.0%	8.2%	7.1%	6.1%
	毛利率	26.1%	27.5%	28.2%	29.6%
其他产品	收入	904.5	994.9	1144.1	1270.0
	增速	12.5%	10.0%	15.0%	11.0%
	毛利率	31.2%	30.0%	31.0%	31.5%
餐饮服务	收入	1,455.1	1746.1	2008.0	2309.3
	增速	15.2%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	16.0%	18.0%	19.0%	20.0%
其他业务合计	收入	98.4	103.3	108.5	113.9
	增速	-5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	43.5%	43.2%	43.2%	43.2%
合计	收入	5,123.7	5,693.6	6,294.5	6,910.6
	增速	4.6%	11.1%	10.6%	9.8%
	毛利率	31.7%	32.9%	33.3%	33.6%

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 2025 年 20 倍 PE，对应目标价 19.8 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			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603237.SH	五芳斋	18.59	1.7	1.6	1.7	1.8	25	24	21	20
605108.SH	同庆楼	20.40	1.1	2.8	4.1	-	47	19	13	-
603345.SH	安井食品	80.61	15	17	19	-	16	14	13	-
平均值							30	19	16	20
603043.SH	广州酒家	15.92	4.9	5.6	6.3	7.0	19	16	15	13

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	51.24	56.94	62.95	69.11	净利润	5.19	5.74	6.39	7.05
营业成本	34.98	38.19	42.00	45.87	折旧与摊销	1.91	2.19	2.35	2.58
营业税金及附加	0.42	0.51	0.57	0.62	财务费用	-0.32	0.34	0.44	0.40
销售费用	5.02	5.86	6.58	7.36	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.66	5.12	5.67	6.36	经营营运资本变动	-0.35	-1.57	0.42	0.35
财务费用	-0.32	0.34	0.44	0.40	其他	2.48	0.00	-0.06	-0.05
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8.92	6.71	9.54	10.34
投资收益	0.05	0.05	0.05	0.05	资本支出	0.31	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.03	0.04	0.03	0.04	其他	-4.44	8.47	-0.07	-0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4.13	4.47	-4.07	-4.06
营业利润	6.37	6.99	7.78	8.59	短期借款	-0.49	7.70	-0.68	-1.23
其他非经营损益	0.02	0.01	0.01	0.01	长期借款	-1.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.39	7.00	7.79	8.60	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1.20	1.26	1.40	1.55	支付股利	-2.73	-1.73	-1.97	-2.20
净利润	5.19	5.74	6.39	7.05	其他	-1.91	-1.36	-0.42	-0.38
少数股东损益	0.25	0.10	0.10	0.10	筹资活动现金流净额	-7.09	4.61	-3.07	-3.81
归属母公司股东净利润	4.94	5.64	6.29	6.95	现金流量净额	-2.30	15.79	2.40	2.46
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6.99	22.77	25.18	27.64	成长能力				
应收和预付款项	2.03	2.52	2.71	2.96	销售收入增长率	4.55%	11.12%	10.55%	9.79%
存货	3.23	3.74	4.03	4.41	营业利润增长率	-11.29%	9.66%	11.33%	10.38%
其他流动资产	9.28	0.92	0.98	1.08	净利润增长率	-11.01%	10.61%	11.28%	10.38%
长期股权投资	0.54	0.54	0.54	0.54	EBITDA 增长率	-7.80%	19.70%	10.97%	9.46%
投资性房地产	0.99	0.99	0.99	0.99	获利能力				
固定资产和在建工程	18.12	20.25	22.22	23.96	毛利率	31.72%	32.92%	33.27%	33.63%
无形资产和开发支出	3.10	3.04	2.98	2.92	三费率	18.27%	19.90%	20.15%	20.43%
其他非流动资产	20.62	20.49	20.38	20.27	净利率	10.13%	10.08%	10.15%	10.20%
资产总计	64.89	75.26	80.00	84.75	ROE	12.57%	12.66%	12.84%	12.91%
短期借款	4.34	12.04	11.36	10.13	ROA	8.00%	7.63%	7.99%	8.32%
应付和预收款项	5.42	6.40	6.92	7.53	ROIC	15.57%	17.15%	16.90%	16.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.53%	16.73%	16.79%	16.74%
其他负债	13.83	11.48	11.96	12.48	营运能力				
负债合计	23.59	29.91	30.24	30.14	总资产周转率	0.79	0.81	0.81	0.84
股本	5.69	5.69	5.69	5.69	固定资产周转率	2.92	3.32	3.62	3.76
资本公积	5.08	5.08	5.08	5.08	应收账款周转率	31.88	33.94	32.26	32.77
留存收益	28.00	31.91	36.22	40.98	存货周转率	11.11	10.95	10.80	10.87
归属母公司股东权益	38.78	42.72	47.04	51.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.98%	—	—	—
少数股东权益	2.52	2.62	2.72	2.82	资本结构				
股东权益合计	41.30	45.35	49.76	54.61	资产负债率	36.35%	39.74%	37.80%	35.56%
负债和股东权益合计	64.89	75.26	80.00	84.75	带息债务/总负债	18.40%	40.25%	37.56%	33.60%
					流动比率	1.23	1.26	1.37	1.51
					速动比率	1.05	1.10	1.20	1.32
					股利支付率	55.28%	30.64%	31.40%	31.66%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	7.96	9.53	10.57	11.57	每股收益	0.87	0.99	1.11	1.22
PE	18.52	16.21	14.54	13.16	每股净资产	7.26	7.97	8.75	9.60
PB	2.21	2.02	1.84	1.67	每股经营现金	1.57	1.18	1.68	1.82
PS	1.79	1.61	1.45	1.32	每股股利	0.48	0.30	0.35	0.39
EV/EBITDA	8.65	6.26	5.33	4.54					
股息率	2.99%	1.89%	2.16%	2.41%					

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn