

广州酒家 (603043.SH)

2022 年业绩承压，期待食品增长与餐饮复苏

买入

核心观点

2022 年扣非业绩同比下滑 9%，略高于业绩快报。2022 年公司营收 41.12 亿元/+5.72%，归母业绩 5.20 亿元/-6.68%，扣非业绩 4.77 亿元/-9.43%（略高于此前业绩快报的归母/扣非业绩各 5.08/4.52 亿元），EPS0.92 元。2022Q4 收入 7.72 亿元/-11.62%，归母业绩 0.5 亿元/-56.04%，扣非业绩 0.18 亿元/-80.84%，主要系疫情、中秋较早季节性差异及销售费用同比增长综合影响。

速冻驱动收入增长，月饼基本持平，餐饮增速平稳。2022 年食品业务收入 32.53 亿元/+6.58%。其中产能扩张下，速冻收入 10.58 亿元/+24.75%；月饼收入 15.19 亿元/-0.13%，主要系中秋期间广深疫情影响。**餐饮收入 7.62 亿元/+5.14%，主要受直营店新增和海越陶陶居并表推动**（公司全年新开 7 家门店，省内/省外各 5 家/2 家，广州酒家/陶陶居/星樾城各 3 家/3 家/1 家）。截止 2022 年底，直营/特许经营各 36 家/23 家。

疫情扰动下省外经销商拓展略提速，但收入表现相对平淡。2022 年公司广东省内/省外/境外收入各增长+7.81%/-0.91%/+18.12%；截至 2022 年底公司共有 1040 家经销商，年内新增/减少/净增 295/266/29 家经销商，其中省内/省外/境外各-7/+29/+7 家，省外经销加速开拓，但疫情下省外收入持平。

今年 1-2 月开局复苏良好，期待月饼大年、速冻发力及餐饮复苏。今年 1-2 月公司营收 6.4 亿元/+12%、归母净利润 5947 万元/+34%，预计主要系餐饮复苏及食品稳增长助力。全年看，**食品业务**：1）出行放开叠加季节性大年（双节相隔 2 天），月饼主业有望良好增长；2）2022 年广州基地新增一条速冻生产线，湘潭二期速冻基地车间正在建设，有望助力产能扩容，未来销售布局和省外扩张加速有望助力速冻业务中线成长；3）公司拟合资设立基金并股权投资全国连锁餐饮、休闲食品、食材供应链、速冻、团餐等细分产业，且拟投资设立广东广梅预制菜产业投资基金，有望加速外延且与既有食品协同。**餐饮方面**，虽然文昌总店今年改造，但近两年多品牌拓店及陶陶居并表助力下，仍有望迎复苏弹性。

风险提示：宏观、疫情等风险，食品卫生安全，收购整合、产能释放不足。

投资建议：预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.54/1.81 元（23-24 年较此前 1.41/1.63 元略下调，主要考虑速冻新产能上线爬坡期及文昌店改造阶段影响），对应 23-25 年 PE 估值 23/19/16x。公司月饼业务奠基，未来异地扩张下，食品成长有支撑；餐饮门店拓展&出行放开下有望逐步复苏，伴随国企改革强化下公司主观动能仍有期待，维持“买入”。

公司研究 · 财报点评

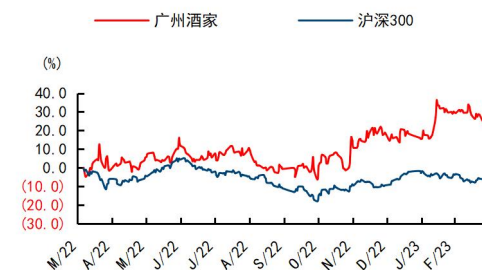
社会服务 · 酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 29.18 元
 总市值/流通市值 16597/16597 百万元
 52 周最高价/最低价 29.82/19.92 元
 近 3 个月日均成交额 138.72 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《广州酒家 (603043.SH) - 中秋月饼增长平稳，餐饮异地扩张提速》——2022-10-28
 《广州酒家 (603043.SH) - 速冻产能释放支撑业绩增长 月饼销售势头良好》——2022-08-30
 《广州酒家 (603043.SH) - 一季报增长稳健，产能释放省外扩张助力成长》——2022-04-28
 《广州酒家 (603043.SH) - 疫情下增势仍良好，产能释放、省外布局助力成长》——2022-03-31
 《广州酒家-603043-2021 年三季报点评：疫情扰动月饼销售，产能释放支撑业绩稳定增长》——2021-10-28

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,890	4,112	4,993	5,832	6,698
(+/-%)	18.3%	5.7%	21.4%	16.8%	14.8%
净利润(百万元)	558	520	727	876	1027
(+/-%)	20.3%	-6.7%	39.8%	20.5%	17.1%
每股收益(元)	0.99	0.92	1.28	1.54	1.81
EBIT Margin	15.9%	12.7%	17.4%	17.7%	18.1%
净资产收益率 (ROE)	18.7%	15.7%	19.0%	19.7%	19.9%
市盈率 (PE)	29.6	31.9	22.8	18.9	16.2
EV/EBITDA	26.0	30.4	18.2	15.5	13.5
市净率 (PB)	5.53	4.99	4.33	3.73	3.21

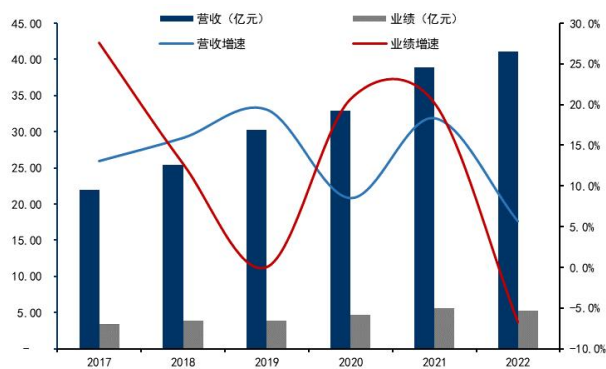
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 年业绩下滑 8.92%，略高于业绩快报。2022 全年公司实现营收 41.12 亿元/+5.72%，实现归母业绩 5.20 亿元/-6.68%，扣非业绩 4.77 亿元/-9.43%，（略高于此前业绩快报预计的归母/扣非业绩各 5.08/4.52 亿元），EPS0.92 元。

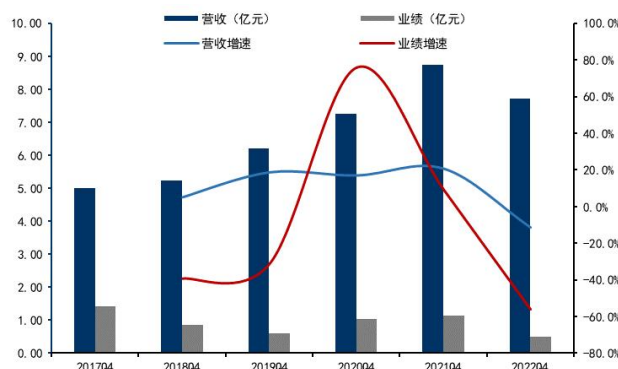
2022Q4 公司实现收入 7.72 亿元，同比下降 11.62%；实现归母业绩 0.5 亿元，同比下降 56.04%；扣非业绩 0.18 亿元，同比下降 80.84%。2022Q4，公司实现收入 7.72 亿元/-11.62%，实现归母业绩 0.50 亿元/-56.04%，实现扣非业绩 0.18 亿元/-80.84%。Q4 同比下滑明显，核心主要是因为 1、2022 年中秋较早带来季节性差异，且中秋期间遭遇疫情影响，导致月饼 Q4 收入下滑约 32%；2、Q4 疫情影响较大，餐饮承压明显，在扩店的情况下，公司餐饮收入 Q4 仍同比下滑 39%；3、速冻收入同比增长 28%，部分对冲但仍相对有限；4、成本相对刚性，同时 Q4 销售相关的仓储、物流等费用增加明显，导致销售费用同比增长 33%，绝对额增加 3279.77 万，直接影响 Q4 业绩表现。

图1：公司 2022 年收入及业绩增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司 2022Q4 收入及业绩增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

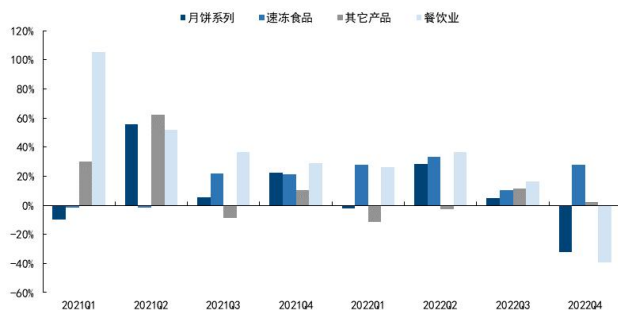
食品业务方面，月饼在季节性差异和疫情影响下持稳，速冻业务是公司收入增长的主要驱动力。2022 全年食品业务实现收入 32.53 亿元，同比增长 6.58%。其中速冻产品收入 10.58 亿元，同比增长 24.75%，22Q4 速冻收入同比增长 28%，增速较快，主要系产能改善后提升。月饼 2022 年全年收入 15.19 亿元，同比下滑 0.13%，主要系中秋节期间遭遇广深疫情影响。

图3：公司各业务收入增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司各业务季度收入增长情况

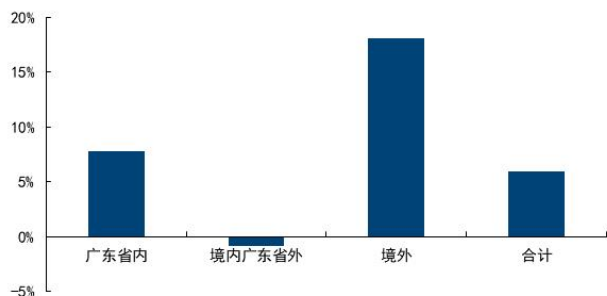


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

餐饮业务：2022 年公司新增 7 家门店，其中省内/省外各 5 家/2 家，广州酒家/陶陶居/星樾城各 3 家/3 家/1 家。截止 2022 年末，公司直营 36 家/特许 23 家。全年公司餐饮收入达 7.62 亿元，同比增长 5.14%，相对平平。

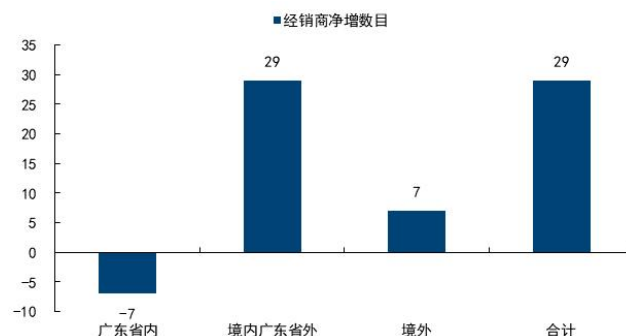
疫情扰动下省外经销商布局仍提速，但收入表现相对平淡。2022 年公司广东省内/省外/境外收入分别增长+7.81%/-0.91%/+18.12%，截至 2022 年底公司共有 1040 家经销商，年内新增/减少/净增 295/266/29 家经销商，其中省内/省外/境外各 -7/+29/+7 家，省外加速开拓，但疫情扰动下收入基本持平。

图5：2022 年公司省内外销售增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2022 年公司省内外经销商数量及变动情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

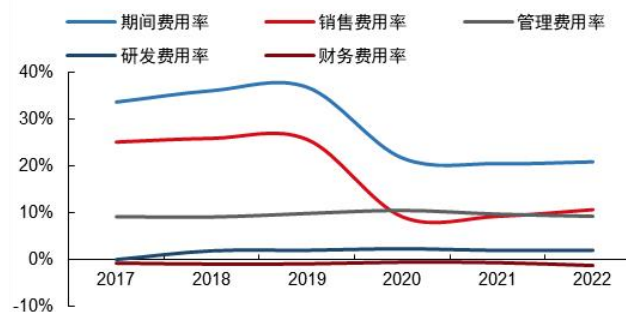
2022 年公司毛利率同比下降 2.2pct，销售费用率同增 1.4pct。2022 年公司主营业务毛利率为 35.63%/-2.2pct，期间费用率为 20.80%/+0.4pct，其中销售费用率同比增加 1.41pct，管理/研发/财务费用率分别-0.50/+0.05/-0.56pct。综合来看，公司净利率为 12.96%/1.56pct，其中 Q4 为 7.59%/-5.33pct，相对承压。

图7：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

今年 1-2 月开局复苏良好，全年看月饼大年、速冻发力及餐饮逐步复苏。今年 1-2 月公司营收 6.4 亿元/+12%、归母净利润 5947 万元/+34%，主要系餐饮复苏及速冻增长所致。**食品业务：**1) 出行放开叠加季节性大年，月饼主业有望良好增长；2) 2022 年广州新增一条速冻生产线，湘潭二期速冻基地车间正在建设，预计公司整体产能不断扩容，有望助力其食品业务尤其速冻业务增长，此外餐饮品牌异地拓展也助力食品业务省外扩张；3) 公司拟合资设立基金并股权投资全国连锁餐饮、休闲食品、食材供应链、速冻、团餐等细分产业，且拟投资设立广东广梅预制菜产业投资基金，有望加速外延且与既有食品协同。餐饮方面，近两年多品牌拓店及陶陶居并表助力有望助力餐饮业务复苏成长。尽管公司旗下餐饮品牌“广州酒家”文昌总店于 2023 年 3 月 21 日起暂时停业升级（预计停业一年半），但综合过去几年门店扩张与海越陶陶居的整合预计也有望助力餐饮复苏。

投资建议：预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.54/1.81 元（23-24 年较此前

1.41/1.63 元略下调，主要考虑速冻新产能上线爬坡期及文昌店改造等影响），对应 23-25 年 PE 估值 23/19/16x。公司月饼业务奠基，未来异地扩张下，食品成长有支撑；餐饮门店拓展&出行放开下有望逐步复苏，伴随国企考核强化下公司主观动能仍有期待，维持“买入”。

风险提示：宏观、疫情等风险，食品卫生安全，收购整合、产能释放不足。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E	
603043.SH	广州酒家	29.18	165.97	0.99	0.92	1.28	1.54	1.81	30	32	23	19	16	买入
605108.SH	同庆楼	33.7	87.62	0.55	0.53	0.96	1.27		61	63	35	27		增持
603345.SH	安井食品	160.19	469.83	2.79	3.64	4.65	5.81		57	44	34	28		无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：安井食品为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1937	915	1600	2054	2796	营业收入	3890	4112	4993	5832	6698
应收款项	174	197	205	240	275	营业成本	2418	2647	3041	3548	4062
存货净额	310	309	382	448	515	营业税金及附加	35	38	44	52	60
其他流动资产	80	103	100	87	100	销售费用	363	442	480	548	618
流动资产合计	2521	1662	2426	2968	3825	管理费用	379	380	458	533	610
固定资产	1224	1776	1812	1785	1879	研发费用	77	84	99	117	135
无形资产及其他	157	157	152	147	141	财务费用	(24)	(48)	(0)	(20)	(43)
投资性房地产	887	2212	2212	2212	2212	投资收益	16	3	14	14	14
长期股权投资	41	40	45	46	47	资产减值及公允价值变动	38	39	15	15	0
资产总计	4829	5847	6647	7157	8105	其他收入	(92)	(56)	(99)	(117)	(135)
短期借款及交易性金融负债	88	358	455	100	100	营业利润	681	640	899	1084	1270
应付款项	247	297	318	373	429	营业外净收支	2	5	1	1	1
其他流动负债	750	782	921	1076	1233	利润总额	683	644	900	1085	1271
流动负债合计	1085	1436	1694	1549	1762	所得税费用	118	111	155	188	220
长期借款及应付债券	0	245	245	245	245	少数股东损益	7	12	17	21	25
其他长期负债	553	633	655	685	687	归属于母公司净利润	558	520	727	876	1027
长期负债合计	553	878	900	930	932	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1638	2314	2595	2479	2694	净利润	558	520	727	876	1027
少数股东权益	205	210	220	233	247	资产减值准备	19	(19)	0	0	0
股东权益	2987	3323	3832	4445	5164	折旧摊销	81	100	185	198	212
负债和股东权益总计	4829	5847	6647	7157	8105	公允价值变动损失	(38)	(39)	(15)	(15)	0
						财务费用	(24)	(48)	(0)	(20)	(43)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(318)	(1226)	105	151	99
每股收益	0.99	0.92	1.28	1.54	1.81	其它	(13)	25	10	13	15
每股红利	0.28	0.42	0.38	0.46	0.54	经营活动现金流	288	(638)	1013	1224	1352
每股净资产	5.28	5.85	6.74	7.82	9.09	资本开支	0	(667)	(201)	(151)	(301)
ROIC	21%	14%	19%	21%	26%	其它投资现金流	203	(119)	0	0	0
ROE	19%	16%	19%	20%	20%	投资活动现金流	173	(786)	(206)	(152)	(302)
毛利率	38%	36%	39%	39%	39%	权益性融资	(0)	34	0	0	0
EBIT Margin	16%	13%	17%	18%	18%	负债净变化	0	245	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(160)	(237)	(218)	(263)	(308)
收入增长	18%	6%	21%	17%	15%	其它融资现金流	131	351	97	(355)	0
净利润增长率	20%	-7%	40%	20%	17%	融资活动现金流	(189)	402	(122)	(618)	(308)
资产负债率	38%	43%	42%	38%	36%	现金净变动	271	(1022)	685	454	742
息率	1.0%	1.4%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	1665	1937	915	1600	2054
P/E	29.6	31.9	22.8	18.9	16.2	货币资金的期末余额	1937	915	1600	2054	2796
P/B	5.5	5.0	4.3	3.7	3.2	企业自由现金流	0	(1362)	809	1054	1013
EV/EBITDA	26.0	30.4	18.2	15.5	13.5	权益自由现金流	0	(766)	906	716	1049

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032