

广州酒家 (603043.SH) 买入 (首次评级)

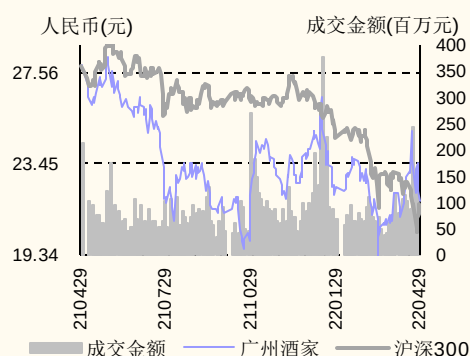
公司深度研究

市场价格 (人民币): 21.78 元

目标价格 (人民币): 28.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.67
已上市流通 A 股(亿股)	5.67
总市值(亿元)	123.54
年内股价最高最低(元)	28.25/19.34
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047



食品+餐饮双驱发展，品牌+产销凸显优势

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,287	3,890	4,604	5,393	6,274
营业收入增长率	8.54%	18.33%	18.35%	17.15%	16.33%
归母净利润(百万元)	464	558	640	749	877
归母净利润增长率	20.69%	20.28%	14.74%	17.08%	17.11%
摊薄每股收益(元)	1.148	0.986	1.128	1.321	1.547
每股经营性现金流净额	2.00	1.29	1.62	1.85	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.27%	18.67%	18.82%	19.10%	19.19%
P/E	33.75	24.40	19.31	16.49	14.08
P/B	6.17	4.56	3.63	3.15	2.70

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 月饼收入确定性高、盈利能力强；速冻增速快、主打广式点心进行差异化竞争；餐饮实现多品牌连锁，维持稳定拓店速度。食品与餐饮业务收入比例为 8: 2，其中月饼业务营收稳定，11-21 CAGR 为 11.5%，占比/毛利率最高，21 年分别为 39.1%/56.5%，作为节日礼品需求较刚性；自带礼品属性使得顾客较为看重品牌；生产销售周期短，对公司产销能力要求高。公司具备品牌和产能优势，月饼业务确定性高；速冻系列在公司产能扩张以及疫情时期井喷式消费需求的推动下增速较快，11-21 年 CAGR 达 21.2%，公司主打广式点心，与龙头企业进行错位竞争；餐饮方面，公司打造差异化品牌矩阵，并购陶陶居并引入外部管理人，门店有望继续保持每年 1-2 家的开店速度。
- 成功的品牌运用与强大的产销配合使得公司未来业绩确定性强。1) 品牌运用方面，打造差异化品牌矩阵满足不同消费者需求，公司旗下既有知名度较高、拥有百年历史的老字号品牌“广州酒家”、“陶陶居”等；又有创新餐饮品牌“星樾城”等。除此之外，公司利用在餐饮业积累的品牌优势、技术优势和渠道优势，开展标准化、规范化、工业化的食品制造业，品牌复用降低营销开支，21 年营销费用率为 9.3%，处于同业低位。2) 产销配合方面，通过集采和参股供应商的形式形成稳定供货渠道、加强品控、提升采购效率；上市后积极扩产，速冻产能大幅提升；重视研发创新，并将部分经过餐饮验证的菜品转化为方便食品，降低试错成本，旗下利口福公司多年被评为高新技术企业，可享受 15% 的所得税政策；公司深化全渠道销售体系，线上占比逐年提升，21 年为 21.1%/+3.3pct；同时加强线下直销/经销渠道把控，21 年经销商增加 168 家，省外扩张业务以华东为重点展开。

投资建议及估值

- 预计公司 22E-24E 归母净利润为 6.4/7.5/8.8 亿元，同增 14.7%/17.1%/17.1%，对应 EPS 为 1.13/1.32/1.55 元，当前股价对应 PE 为 19.3/16.5/14.1 倍。可比公司 22E 估值中位数为 PE 26x，我们给予公司 22E PE 25x，目标价 28.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 省外拓展不及预期，行业竞争加剧，疫情反复风险，原材料成本波动，股东和高管减持风险，食品安全风险，人工成本上涨。

李敬雷

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

叶思嘉

 联系人
 yesijia@gjzq.com.cn

鲍秋宇

 联系人
 baoqiuyu@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司概况：餐饮为基，食品变现，深耕岭南味道	5
1.1、业务简析：月饼占比大盈利高，速冻增速快潜力强，餐饮逆势扩张	5
2、行业概况：月饼较刚需，速冻潜力大，餐饮连锁化	7
2.1、月饼行业：季节性刚需，对企业品牌力与产销配合能力要求高	7
2.2、速冻行业：头部化趋势明显，疫情下需求激增	9
2.3、餐饮行业：竞争激烈，向连锁化、高效供应链方向发展	11
3、品牌运用+产销配合，契合业务需求、打造竞争优势	13
3.1、品牌差异化+品牌复用，强化消费者认知、降低销售费率	14
3.2、产销配合体系助力公司扩产扩销	15
4、公司历史及股权情况：历史悠久，国资控股	18
5、财务分析：月饼高盈利助力高 ROE，速冻餐饮增长可期	20
5.1、成长能力：餐饮复苏、陶陶居并表推动 21 年营收高增	20
5.2、盈利能力：月饼为利润基本盘，ROE 常年维持 15%以上水平	20
5.3、营运能力及现金流：营运效率较高、现金流充足	22
6、盈利预测与投资建议	23
6.1、未来看点：月饼为业绩支撑，关注速冻产能释放、餐饮疫后恢复	23
6.2、盈利预测	24
6.3、投资建议及估值	25
7、风险提示	26

图表目录

图表 1：公司分业务收入情况	5
图表 2：公司食品制造业分产品收入情况	6
图表 3：公司食品制造业分产品毛利率情况（%）	6
图表 4：公司单季收入情况	6
图表 5：公司单季归母净利润情况	6
图表 6：食品业务营收同比增速（%）	7
图表 7：餐饮业务营收同比增速（%）	7
图表 8：公司旗下陶陶居股权结构	7
图表 9：中国月饼市场规模情况	8
图表 10：2021 消费者偏好月饼风味 TOP5	8
图表 11：2020 年中秋节月饼线上销售份额	8
图表 12：2020 年月饼行业集中度	8
图表 13：月饼品种与代表品牌分析	9
图表 14：中国速冻食品规模及预测	10
图表 15：2020 年速冻食品市占率情况	10
图表 16：速冻食品公司 SKU 与单价对比	11

图表 17: 广州酒家速冻毛利率自 2018 年后高于安井、三全 (%)	11
图表 18: 中国餐饮行业规模 (亿元)	12
图表 19: 2020 年广东餐饮规模位居全国第二 (亿元)	12
图表 20: 中国各菜系占比, 广东菜排第三	12
图表 21: 各级城市餐饮连锁化率均处上升趋势 (%)	13
图表 22: 连锁品牌门店规模分布 (%)	13
图表 23: 规模以上餐企原料、人力成本占比较大	13
图表 24: 规模以上餐饮企业中央厨房、养殖基地拥有情况 (%)	13
图表 25: 公司旗下品牌分析	14
图表 26: 公司销售费用率较低 (%)	15
图表 27: 公司扩建工程情况	16
图表 28: 公司研发费用率显著高于同业 (%)	16
图表 29: 广东省内/外收入情况	17
图表 30: 广州酒家全渠道展示	17
图表 31: 公司线上销售不断提升	17
图表 32: 公司经销商数量情况 (家)	18
图表 33: 公司直销、经销渠道情况	18
图表 34: 公司产能利用率情况 (%)	18
图表 35: 公司产销率情况 (%)	18
图表 36: 公司历史情况	19
图表 37: 公司股权结构情况 (截至 2022/3/21)	20
图表 38: 可比公司营收情况 (亿元)	20
图表 39: 可比公司营收增长率情况 (%)	20
图表 40: 可比公司毛利率情况 (%)	21
图表 41: 可比公司毛销差情况 (%)	21
图表 42: 可比公司管理费用率情况 (%)	21
图表 43: 可比公司净利润情况 (亿元)	22
图表 44: 可比公司净利润增长率情况 (%)	22
图表 45: 可比公司 ROE 水平 (%)	22
图表 46: 可比公司净利率水平 (%)	22
图表 47: 可比公司总资产周转率 (%)	22
图表 48: 可比公司权益乘数	22
图表 49: 可比公司存货周转天数 (天)	23
图表 50: 可比公司净现比 (%)	23
图表 51: 可比公司应收账款周转天数 (天)	23
图表 52: 可比公司应付账款周转天数 (天)	23
图表 53: 月饼与速冻量价拆分情况	24
图表 54: 公司分产品收入预测	25
图表 55: 公司费用端预测	25

图表 56: 可比公司估值比较 (市盈率法)	26
------------------------------	----

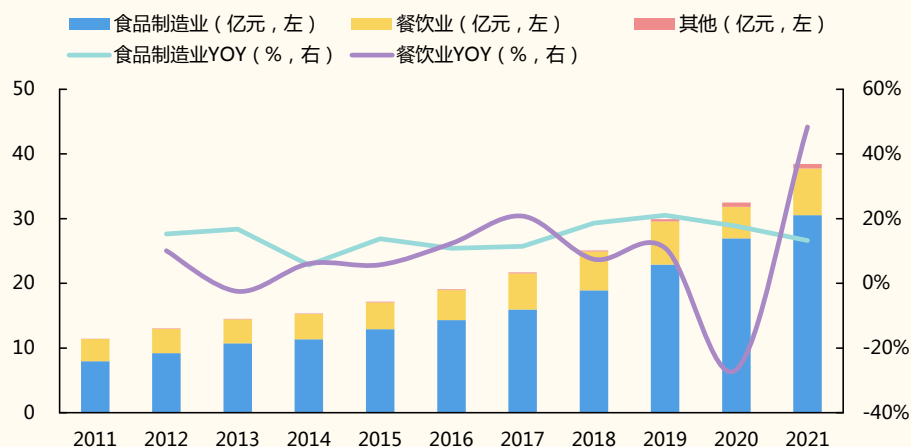
1、公司概况：餐饮为基，食品变现，深耕岭南味道

- 广州酒家始创于 1935 年，是具有岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，将餐饮老字号多年沉淀的品牌优势，通过月饼等食品销售进行规模生产和变现，在品牌、研发、生产、销售等方面积累了较大的竞争优势。在食品制造方面，公司致力于研发、生产和销售月饼、速冻食品、腊味、饼酥、西点等多种品类。在餐饮业务方面，以经典粤菜为基础，结合现代烹饪技艺不断创新和改良，延伸菜系品类，截至 2022 年 4 月 1 日公司拥有餐饮直营门店共 34 家，特许经营门店 22 家，主要分布于华南地区。

1.1、业务简析：月饼占比大盈利高，速冻增速快潜力强，餐饮逆势扩张

- 公司始终坚持“餐饮立品牌、食品创规模”战略，2021 年食品制造与餐饮服务营收比例约为 8: 2。2021 年公司总营收达 38.9 亿元，2011-2021 营收 CAGR 达 12.8%。分业务来看，食品/餐饮/其他收入 2011-2021 年 CAGR 分别为 14.3%/7.8%/31.8%，2021 年占比分别为 78.5%/18.6%/0.5%，同比-3.5pct/+3.8pct/不变。食品制造收入因 2017 年上市之后产能扩张、提速明显，2019/2020/2021 年增速分别为 21.1%/17.7%/13.2%，2021 年因产能制约有所放缓；而餐饮服务因门店扩张较慢和疫情影响，2020 年收入下滑 26.7%，2021 年疫情缓和下随着餐饮业整体复苏、公司逆势拓店、叠加陶陶居并表，餐饮收入反弹达 7.2 亿元/+48.3%。

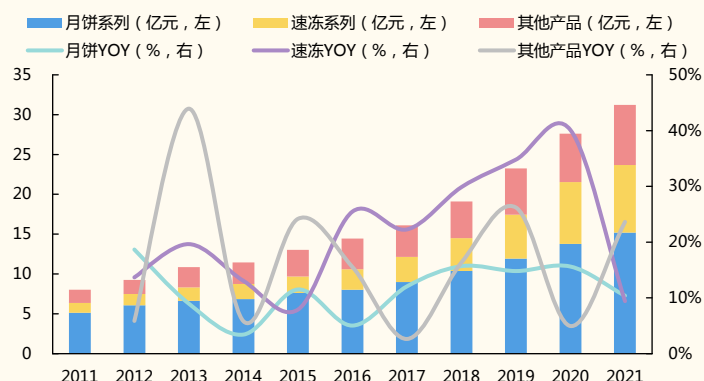
图表 1：公司分业务收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

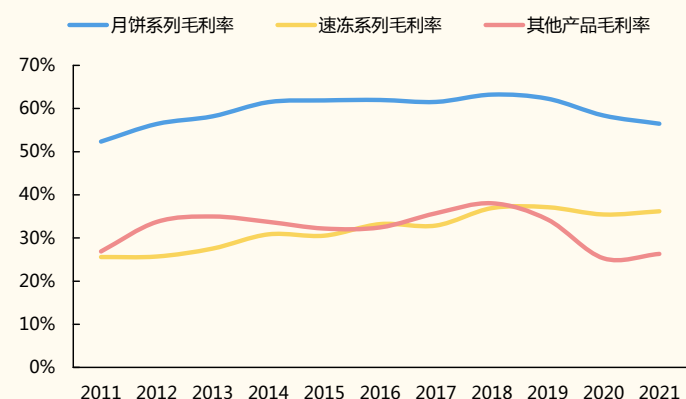
- 食品制造业务中，月饼占比大增速稳毛利高，速冻增速快。2021 年食品业务中月饼/速冻/其他产品占营收比例分别为 39.1%/21.8%/18.6%，月饼营收占比最大，节日食品的属性使其需求较刚性，因此增速较稳定，2019/2020/2021 年月饼增速为 14.8%/15.6%/10.4%，2H21 疫情反复，中秋节走亲访友需求变少，月饼增速有所下滑。速冻产品在疫情期间作为外出就餐的替代，需求急速增长，公司 2019/2020/2021 年速冻增速为 34.8%/40.1%/9.4%，2021 年增速不高主因产能制约。其他产品（腊味、饼酥、西点等）增长波动大，2019/2020/2021 年增速分别为 26.2%/4.9%/23.6%。月饼毛利率远高于速冻和其他品类，盈利能力强，月饼/速冻/其他产品 2021 年毛利率分别为 56.5%/36.2%/26.3%，同比-1.9pct/+0.8pct/+1.0pct。

图表 2：公司食品制造业分产品收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

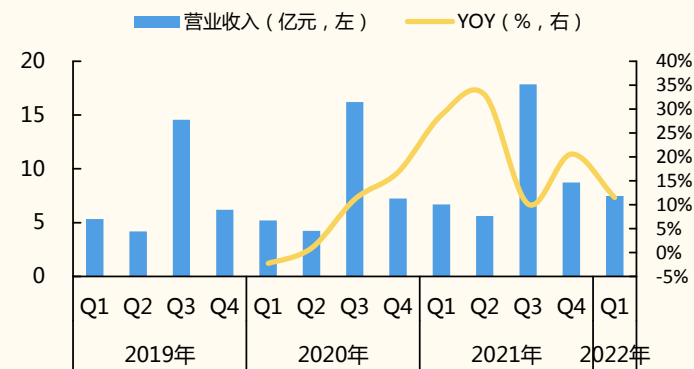
图表 3：公司食品制造业分产品毛利率情况 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

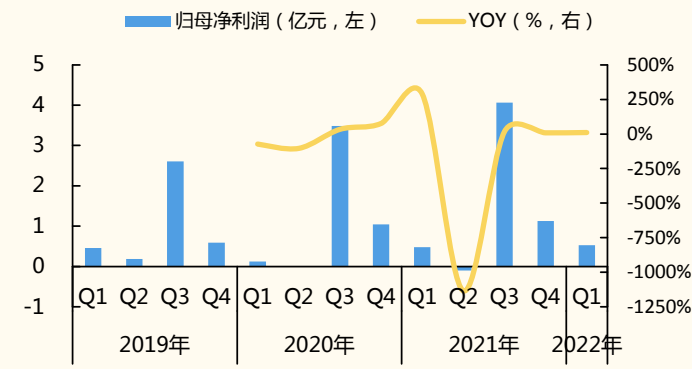
■ **收入季节性突出，Q3 是绝对旺季。**从公司各业务来看，月饼季节性最突出，基本集中在 Q3 销售，速冻和其他食品业务的销售分布相对更平均。由于公司业务中月饼收入和盈利占比较高，从而带动公司收入和业绩呈现同样的季节特征，3Q21 收入/利润占比高达 45.9%/72.0%，2021 年 5 月因广州疫情对餐饮业务影响较大，叠加近年新开店较多，许多门店尚处爬坡期，同时 2Q21 为其他食品业务淡季，致 2Q21 整体亏损。公司食品业务受疫情影响有限，月饼业务受中秋节归属季度的影响（2019/2020/2021 年中秋节分别归属 Q3/Q4/Q3），收入季度增速波动较大，总体来看 2021 年各产品收入相较 2019 年增速明显，其中速冻品类表现最优，疫情下刚需属性凸显，迈入 2022 年，1Q22 收入/归母净利润分别增长 11.5%/10.4%，其中速冻/餐饮收入分别增长 27.7%/26.1%，表现亮眼，主因产能释放与陶陶居并表，预计公司未来将继续保持稳健增长。

图表 4：公司单季收入情况



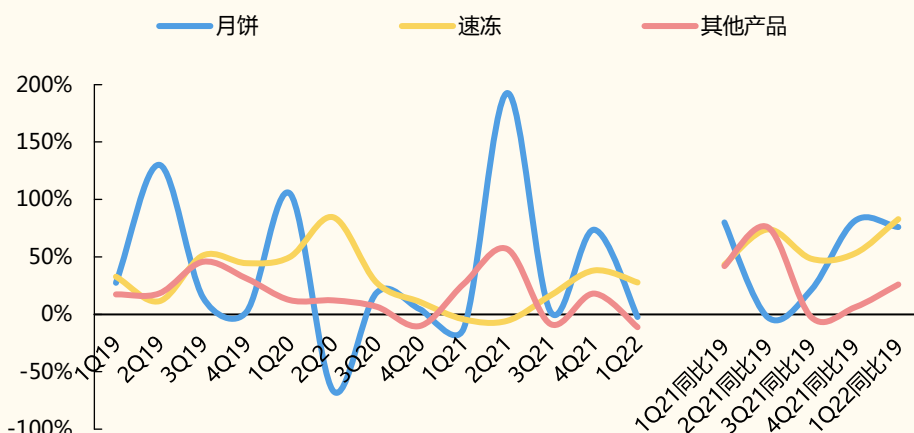
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司单季归母净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

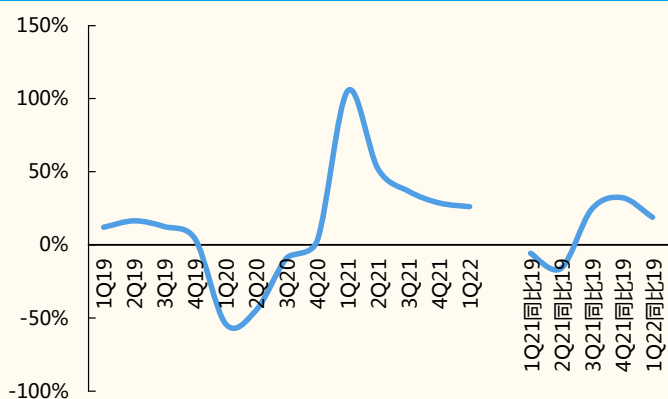
图表 6：食品业务营收同比增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

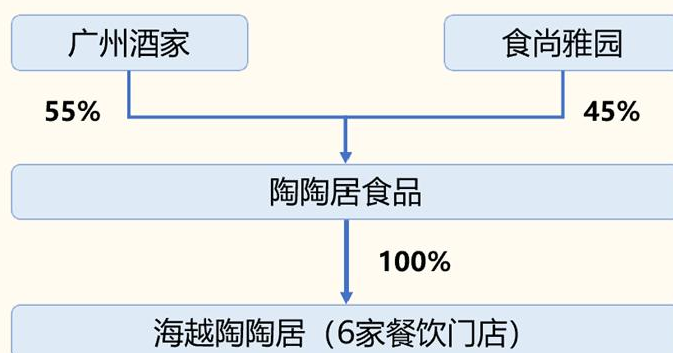
- **餐饮业务方面，2021 年实现逆势扩张、陶陶居并表，开启全国化篇章。** 2021 年公司逆势新开和复业“广州酒家”、“陶陶居”、“星樾城”各品牌门店共 7 家，完成并购海越陶陶居门店 6 家，合计新增门店 13 家。截至 2021 年末，公司直营的广州酒家、陶陶居、天极品、星樾城、味来餐厅品牌经营门店分别为 21/8/2/2/1 家，授权第三方经营的陶陶居特许经营门店 22 家。2021 年餐饮业务同比 2020 年大幅提升，由于疫情扰动 1Q21/2Q21 恢复至 2019 年的 94.2%/83.9%，但 3Q21/4Q21/1Q22 相比 2019 年分别增长 24.3%/32.3%/18.9%，疫情缓和下餐饮业绩反弹明显。2020 年 12 月公司子公司陶陶居食品有限公司以 1.8 亿元完成对食尚雅园旗下海越陶陶居（6 家陶陶居餐厅，门店经营总面积 5000 平米）的收购；海越陶陶居 2020 年 10-12 月实现收入及净利润 5644.4 万元和 898.9 万元，2021/7/1 实现并表。公司通过混改方式引入外部优秀管理团队食尚雅园（参股 45%）实现优势互补，结合上市公司的资源以及专业管理者的运营，有效盘活老字号品牌，带动陶陶居全国化布局持续推进。

图表 7：餐饮业务营收同比增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司旗下陶陶居股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

2、行业概况：月饼较刚需，速冻潜力大，餐饮连锁化

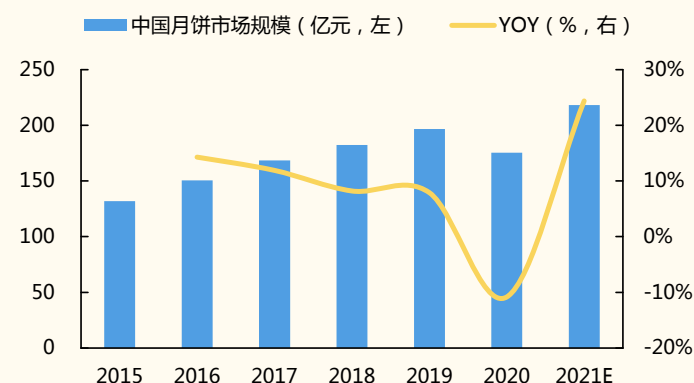
2.1、月饼行业：季节性刚需，对企业品牌力与产销配合能力要求高

- **月饼作为中国传统节庆食品，呈现季节性刚需。** 月饼作为中秋节节庆食品，被赋予文化意义，行业增速不快但刚性需求难颠覆，受经济周期影响小。2020 年我国月饼销售额约 205 亿元，2015-2020CAGR 为 5.9%。从月饼

种类来看，广式月饼是最受欢迎的品类，广州酒家作为广式月饼的代表，在月饼线上市场的市占率达 8.0%以上。

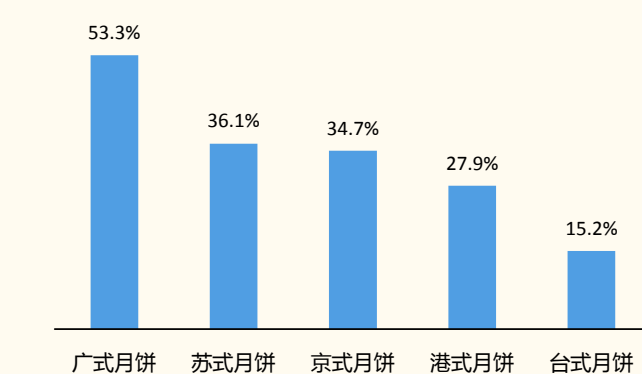
- 月饼消费侧重商品品牌，叠加短期季节性消费对企业产销配合要求高，行业龙头企业优势愈发凸显。月饼具备礼品属性，消费者出于送礼需求更看重商品品牌，老字号品牌更受消费者认可。月饼是高度季节性产品，对企业短期产销能力要求非常高。月饼生产多集中于 7-8 月，销售主要集中于 8-9 月，生产销售过程较短，且销售高峰一般集中于中秋前 10 多天，因此一方面要预判销售情况，提前采购原材料和计划产量，另一方面需要完善的销售网络铺垫支撑才能在短期内实现大规模销售，对短期产销配合要求高。月饼龙头公司依托其品牌优势、产销体系支持，优势凸显。从市场集中度来看，月饼行业呈现较为集中的格局，线上线下 CR5 均约为 61%。

图表 9：中国月饼市场规模情况



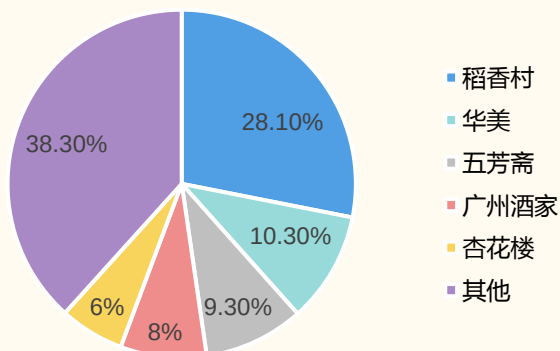
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 10：2021 消费者偏好月饼风味 TOP5



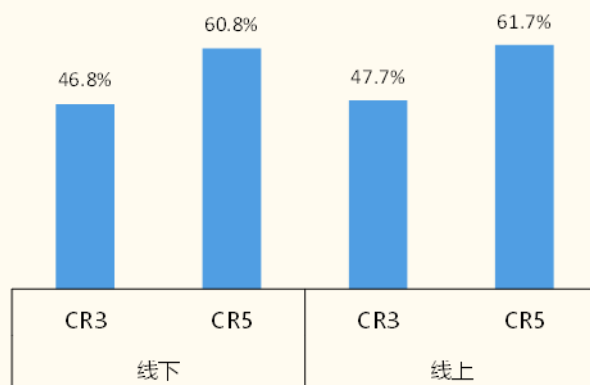
来源：艾媒咨询，国金证券研究所；注：调研时间为 2021 年 6 月

图表 11：2020 年中秋节月饼线上销售份额



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 12：2020 年月饼行业集中度



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

- 对比同业，广州酒家月饼定位中高端，具备品牌及规模化优势。港式月饼美心定位高端、工艺要求苛刻，平均单价可达中高端月饼的 2-3 倍，社交属性强、需求弹性大；苏式、京式、滇式月饼等定位中端，实用性强，多为烘焙糕点企业经营、工业化及规模化能力强；台式月饼、广式月饼定位中高端，兼具社交属性和实用性、需求确定性高。广州酒家、陶陶居均为广式月饼老字号、具备品牌及规模化优势，未来可通过提价获得增量收益。目前区域性龙头仍为当地消费者首选，使得消费者对于其他地域流行的月饼认知较少，随着各企业在当地市场份额趋近饱和，部分企业也开始布局全国化，此时研发能力强、渠道完善、营销水平突出的企业将更具竞争优势。

图表 13：月饼品种与代表品牌分析

月饼品种	特点	代表品牌	成立时间/起源地	品牌定位	价格区间 (元/100g)	主营业务	发展特色
广式月饼	一般呈圆形或方形，皮薄馅大，造型美观、色泽金黄花纹清晰、轻油重糖、不易破碎、选材广博。馅料方面主要分成甜、咸两种，甜类一般为莲蓉或各种果茸馅，咸类则一般为五仁馅或腊肠馅	广州酒家	1935年/广州	中高端	16.0-32.0	餐饮+食品双轮驱动，主营粤菜餐饮、月饼、速冻食品、腊味、饼酥、西点等多种品类食品	“食在广州第一家”，广式传统经典+新式口味结合
		陶陶居	1880年/广州	中高端	40.0-59.0	餐饮+食品双轮驱动，主营粤式茶点、月饼、菜肴、糕点	光绪年间被誉为“月饼泰斗”，为粤菜品牌老字号，餐饮拓展更加市场化，月饼系列产品更加年轻化
		东莞华美	1991年/东莞	中高端	18.2-38.0	主要从事以烘焙为主的月饼、饼干、糕点等食品的产销	集上游供应链及下游销售体系的一体化烘焙企业，上游供应链包括机械设备、包装、塑胶等制造企业以及原料基地，下游包括东莞华美、湖北华美、欧丽沙食品、欧麦咖工房烘焙连锁等企业及终端销售体系
苏式月饼	直接手握定型，不需模具，皮层酥松、色泽美观、馅料肥而不腻、花色品种分甜、咸或烤、烙两类，甜月饼有玫瑰、白果、椒盐、豆沙等品种	稻香村	1773年/苏州	中端	3.4-7.9	制作糕点、月饼的传统企业	中国糕点行业现存历史悠久的企业之一，重视电商渠道开拓。2009年“稻香村苏式月饼制作技艺”被列入江苏省非物质文化遗产保护名录，2021年在中国品牌价值评价中，其品牌价值达到167.3亿元
		五芳斋	1921年/浙江	中端	16.6-23.5	主要从事以糯米食品为主导的食品研发、生产和销售	以粽子为主导，集月饼、汤圆、糕点、蛋制品、其他米制品等食品为一体的产品群，拥有黑龙江优质稻米基地和江西野生簕叶基地，在嘉兴、成都建立了两大食品生产配送基地，并建立起覆盖全国的商贸、连锁门店、电商的全渠道营销网络，号称“江南粽子大王”
		杏花楼	1851年/上海	中端	8.6-10.6	餐饮+食品，主要经营粤式餐饮及月饼、中西糕点、粽子腊味等产品的生产和销售	杏花楼是上海乃至全国餐饮业老字号品牌集聚最多的企业，杏花楼月饼传统的豆沙、莲蓉、椰蓉、五仁已成为“四大金刚”
京式月饼	比广式更加扁平小巧，甜度及皮馅比适中，一般皮馅比为2:3，重用麻油，口味清甜，口感脆松，也有甜咸之分	北京稻香村	1895年/北京	中端	6.5-13.6	生产糕点、肉食、速冻食品、月饼、元宵、粽子等特色食品，共16大类600多个品种。	在继承“厂店一家、自产自销”传统经营模式精髓基础上探索出“一体两翼、工商互动”的事业发展模式——以稻香村企业为主体，一手抓食品加工业，一手抓商业销售，二者互动，打造品牌；月饼系列主打自来红、自来白月饼
港式月饼	饼皮分蛋皮、混糖皮和酥皮，馅料以五仁、豆沙、冰糖、芝麻、火腿为主，港式月饼以广式月饼为基础，融合多地饮食风味，主要有甜、咸、咸甜、麻辣等味型，口味丰富	香港美心	1956年/中国香港	高端	63.3-110.6	香港大型月饼生产商之一及多元化餐饮集团，经营范围包括中餐、亚洲菜、西餐、快餐、西饼、咖啡店、回转寿司店等	月饼零售网点丰富、国内经销体系发达，据ACNielsen市场调查，公司连续十一年（1997-2008年）成为全港销量冠军
		香港荣华	1950年/中国香港	中高端	32.2-47.5	主要经营酒楼茶室、中式礼饼以及月饼、腊肠业务	主要经营酒楼业务，后集团不断扩展，进军食品加工业，首创白莲蓉月饼，除了传统的月饼及中式礼饼外，还有精制曲奇饼、蛋卷、杏仁饼、芝麻饼及加工腐竹等，产品畅销美加、英国及澳洲等地
台式月饼	外观呈圆饼状，饼皮分糕皮和油酥皮，内馅以枣泥、莲蓉、豆沙、伍仁、椰子、可可等为多，湿润度不及广式月饼	元祖股份	1981年/中国台湾	中高端	25.4-45.3	主要从事烘焙食品的研发、生产与销售，专业生产蛋糕、月饼、中西式糕点等	全产业链运营模式，“中央工厂+门店直销”。自创立以来，不断演绎民俗、创新传统，努力成为家喻户晓的“精致礼品名家”，与中华节令相结合，为消费者带来了“忠于原味、崇尚自然”的传统美食
滇式月饼	外观呈扁平状，饼皮疏松，皮酥馅美，甜咸适中，色泽澄黄，油而不腻，多为火腿和鲜花口味	嘉华食品	1988年/云南	中端	11.9-14.0	产品涉及面包、蛋糕、中式点心等200多个单品，其中云南的传统特色点心产品占比达到30%以上	滇式月饼市占率第一，被评为“云南省质量信得过免检产品”、连续多年被中国焙烤协会授予“中国名饼”等荣誉称号；主打极富云南地方特色的糕点嘉华鲜花饼

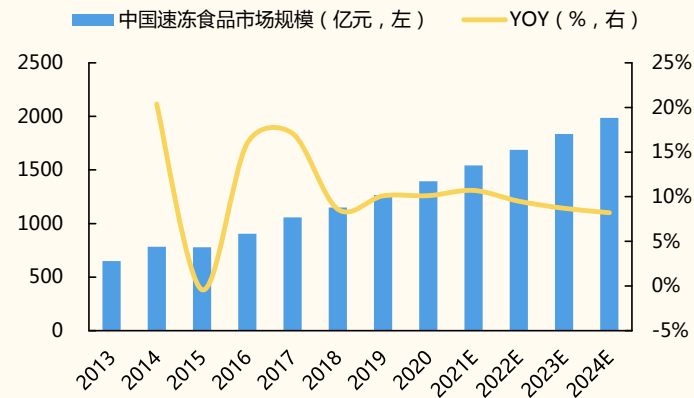
来源：百度百科，淘宝平台，公司官网，国金证券研究所；注：以平均价格区分品牌定位

2.2、速冻行业：头部化趋势明显，疫情下需求激增

- 速冻食品抗环境风险能力已在疫情期间得到验证，To B/To C端均有较大提升空间。对于C端客户来说，由于当下整体生活节奏加快，年轻消费群体逐渐减少下厨时间，速冻食品有易操作、快出餐、保存时间长等优点，并且逐步向品质化、便捷化、营养化的方向发展；叠加疫情反复，居民外出就餐需求减少，速冻食品相比外卖来说避免人员接触，更加安全放心，在疫情期间较为刚需。对于B端来说，速冻预制菜肴可以帮助餐饮门店有效缩短整体备餐时间，同时兼顾食品质量和食品安全，在餐企标准化发展下速冻产品的需求日益旺盛，因此我们认为，国内速冻食品行业有望维持目前较高的景气度及成长性，行业处于升级加速期。艾媒咨询数据显示，

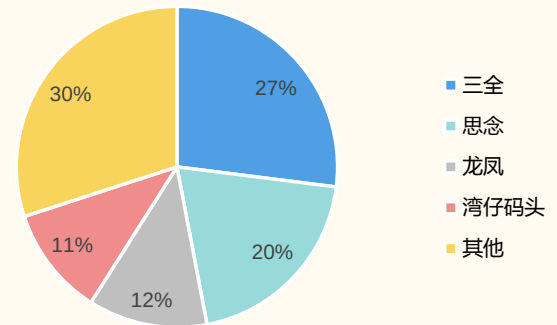
2020 年我国速冻市场规模在 1400 亿元左右，2013-2020 年 CAGR 为 11.5%，市场增速较快，预计到 2024 年可达约 2000 亿规模。

图表 14：中国速冻食品规模及预测



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 15：2020 年速冻食品市占率情况



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

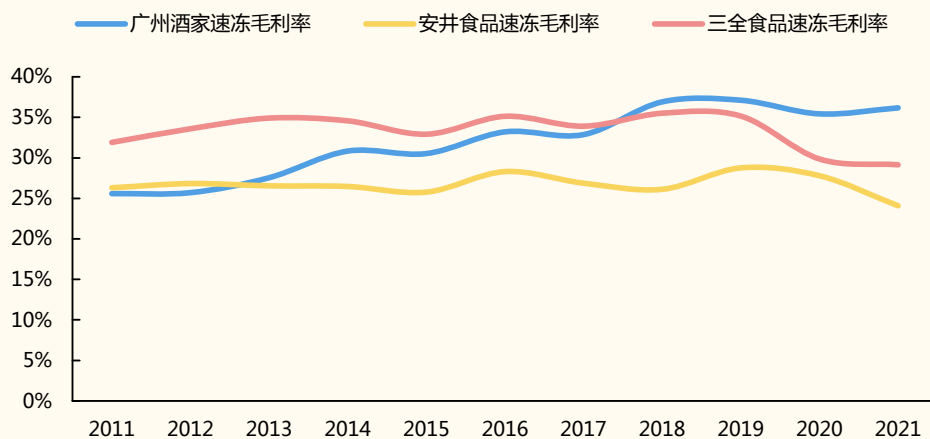
- **速冻米面赛道集中度高，广州酒家速冻业务以粤式点心为突破口，地域特色明显，主打 C 端市场，进行错位竞争。**从竞争格局看，速冻米面格局稳固，三全+思念+湾仔码头合计市占率超 60%。三全、思念和湾仔码头以传统面点水饺、汤圆等为主，其中三全、思念主打 B 端，定价更亲民，而湾仔码头定价更高。安井主要以火锅底料、米面制品等为主。广州酒家作为速冻食品领域的后起之秀，**更注重差异化发展**，以粤式点心（核桃包、虾饺、糯米鸡、凤爪等）这类细分新品领域为突破口，叠加公司品牌沉淀支撑，给予速冻业务在错位竞争下的成长机会。此外，粤式点心类的产品研发与生产较为复杂，竞争者进军这一细分品类需要花费大量时间、财力去培育相关产品和市场，广州酒家的先发优势较为明显，在华南地区已形成粘性顾客群。此外，**公司速冻业务 C 端贡献较大**，速冻毛利率持续优化，2021 年达 36.2%/+1.2pct，分别高于安井食品 12.1pct、三全食品 7.0pct。随着产能跨越式发展，公司有望凭借口碑与研发实力，成为国内速冻粤式点心市场龙头之一。

图表 16：速冻食品公司 SKU 与单价对比

	细分品类	SKU					平均单价 (元/100g)				
		广州酒家	三全	安井	思念	湾仔码头	广州酒家	三全	安井	思念	湾仔码头
包点类	蒸包	10	5	9	5	6	3.2-12.0	4.4-5.5	2.7-8.3	2.9-3.5	3.8-5.4
	煎包	0	0	1	0	0					
点心类	烧麦	2	1	1	1	0	7.1-9.5	7.8	5.3	5.7	
	糕类	4	1	4	0	0	3.2-8.3	7.5	4.3-5.2		
	小笼包	2	1	1	1	1	4.2-4.3	4.9	5.2	4.4	8.3
	春卷	1	2	0	2	0	3.2	4.1		6.5	
	广式茶点	7	0	0	0	0	5.5-12.8				
馒头/花卷类	馒头	1	2	3	4	1	2.0	2.7	2.7-3.5	1.6-4.8	3.8
	花卷	1	1	1	1	0	3.0	2.9	2.3	3.0	
汤圆类	大汤圆	3	15	2	28	3	4.0	2.8-5.9	3.6-6.5	4.8-10.4	4.6
	小汤圆	0	3	1	8	0		5.0	3.1	1.7-9.6	
饺子/馄饨类	煎蒸饺	2	8	2	2	0	4.2-5.0	3.6-7.6	5.5	6.6	
	水饺	0	61	0	42	11		3.5-7.5		3.7-11.9	5.6-10.0
	馄饨/云吞	1	6	0	10	2	5.8	3.0		6.5-12.6	5.7
火锅类	丸滑类	2	0	16	0	0	12.5-18.7		15.0-20.8		
其它类	馅饼	0	2	3	1	0		4.3	5.0	4.5	
	手抓饼	0	2	2	2	0		4.0	2.5	3.0	
	油条	0	2	0	1	0		3.5-6.2		3.8	

来源：淘宝平台，国金证券研究所

图表 17：广州酒家速冻毛利率自 2018 年后高于安井、三全 (%)

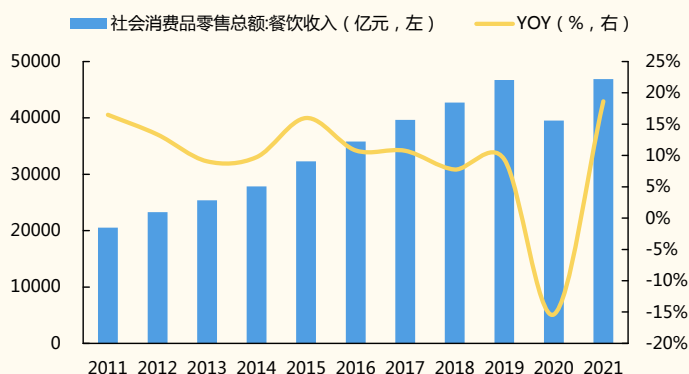


来源：公司公告，国金证券研究所

2.3、餐饮行业：竞争激烈，向连锁化、高效供应链方向发展

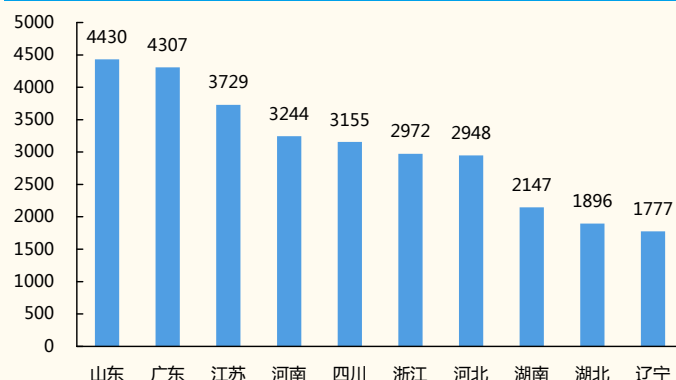
- 餐饮行业持续发展，受疫情影响较大，广东为中国餐饮大省。随着居民收入增长，外出就餐机会增加，餐饮行业持续发展。2021 年规模达 4.7 万亿元，2011-2021 年 CAGR 为 8.6%，2020 年受疫情影响餐饮行业整体承压，收入下滑，2021 年基本恢复至 2019 年水平。从餐饮业消费的地域分布来看，广东省餐饮业收入 2020 年以 4307.2 亿元位居第二，占全国餐饮收入 10.9%，是中国主要餐饮消费省区。

图表 18: 中国餐饮行业规模 (亿元)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

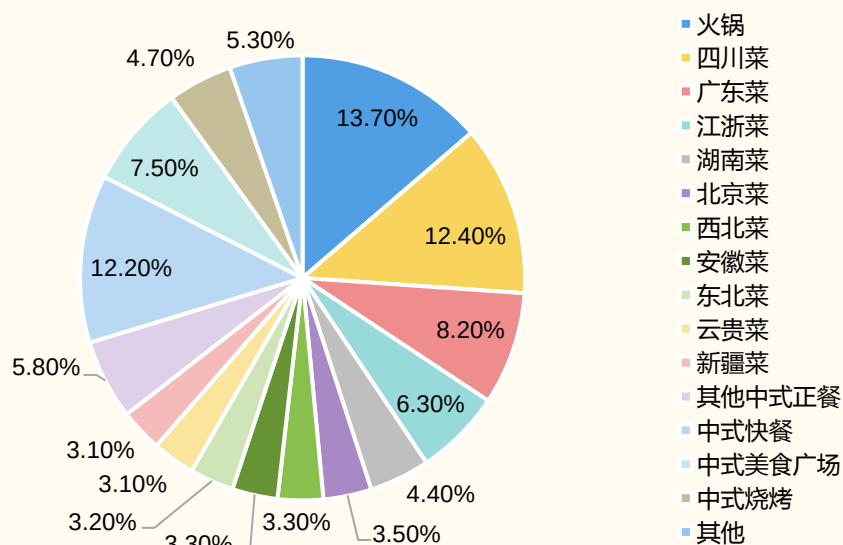
图表 19: 2020 年广东餐饮规模位居全国第二 (亿元)



来源: 中国饭店协会, 国金证券研究所

- 从菜系市场份额来看, 火锅占比最高、达 13.7%, 川菜排名第二占到 12.4%, 粤菜占比 8.2% 位居第三。粤菜口味比较清淡, 用量精而细, 配料多而巧, 装饰美而艳, 并且善于在模仿中创新, 品种繁多。

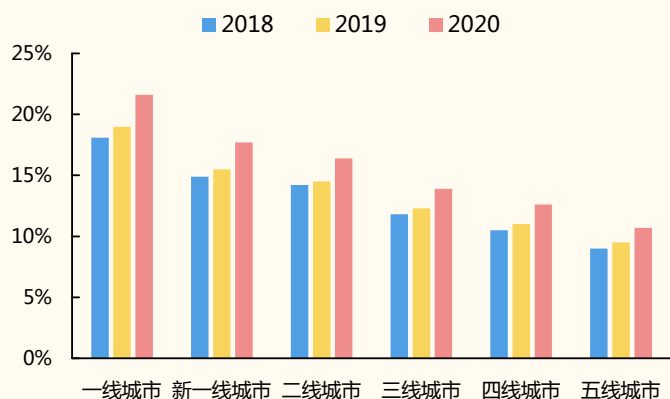
图表 20: 中国各菜系占比, 广东菜排第三



来源: 《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 国金证券研究所

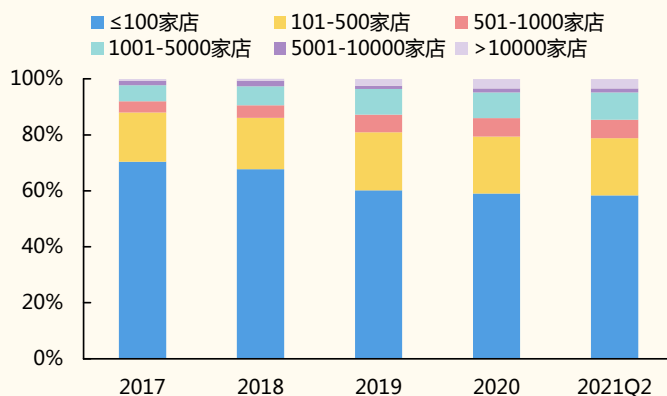
- 我国餐饮行业不断向连锁化、标准化方向发展。餐饮行业呈现进入门槛低、竞争激烈、淘汰率高的特点, 尤其在疫情影响下, 线下消费整体承压, 加速餐饮行业供给出清, 此时具备连锁化、标准化特点的餐厅在竞争激烈的市场中立足更稳。美团数据显示, 近年各级城市餐饮连锁化率均处于上升趋势。中国烹饪协会数据显示, 2Q21 拥有 1000 家门店数量以上的企业占比为 14.5%, 相比 2017 年增长 6.6pct。

图表 21: 各级城市餐饮连锁化率均处上升趋势 (%)



来源:《美团:中国餐饮大数据 2021》,国金证券研究所

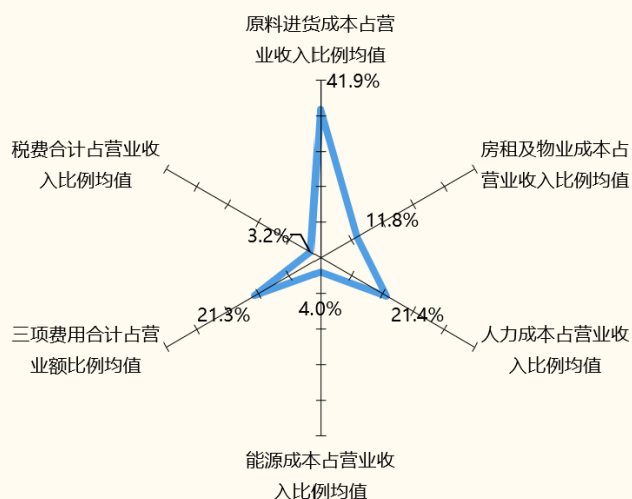
图表 22: 连锁品牌门店规模分布 (%)



来源:《中国烹饪协会:2021年中国餐饮大数据白皮书》,国金证券研究所

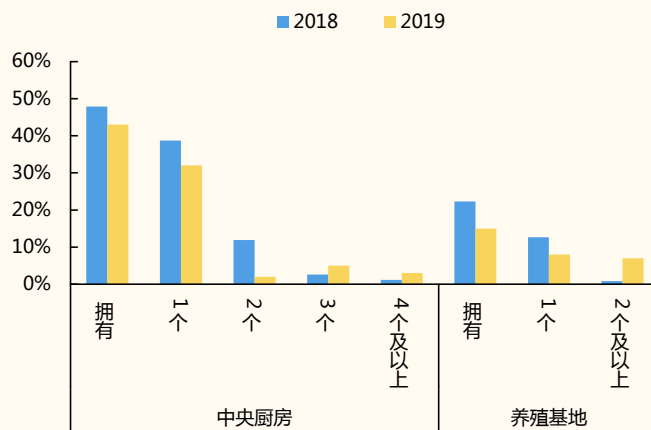
- 餐企纵向一体化助力企业在运营管理方面降本增效,但存在规模门槛。餐企原料、人力成本占比较大,自建高效供应链能有效保证食品安全与品质、提高采购和物流效率、控制食材成本;中央厨房深加工后的食材,在门店只需进行简易的加工即可上菜,有利于减少门店厨房使用面积、降低人耗,从而减少租金负担、厨房重设备支出、人工费用等,可进一步提升运营效率。
- 然而,餐饮企业向上游延伸有一定难度,中央厨房、养殖基地等前期投入较大,存在资产变重、现金流短缺风险;即使与第三方 OEM 合作,中小餐饮企业也存在议价能力、订单规模不足问题。根据中国饭店业协会对百家规模以上餐企调研数据,2019 年拥有中央厨房、养殖基地的企业占比分别为 43%/15%,同比分别下降 4.9pct/7.3pct,但拥有 3 个中央厨房/4 个及以上中央厨房/2 个及以上养殖基地的企业占比分别同增 2.4pct/1.8pct/6.1pct,由此可见餐企向上游延伸存在规模门槛,马太效应较明显。广州酒家向上布局食品产业链,一方面能为自身餐饮门店提供预制菜产品、利于降本增效,另一方面可进行单独食品制造业务,贯彻落实食品+餐饮双驱发展策略。

图表 23: 规模以上餐企原料、人力成本占比较大



来源:中国饭店协会,国金证券研究所;注:调研餐饮企业共计 100 家,2019 年营收 88%超过 2000 万、68%超过 1 亿元。

图表 24: 规模以上餐饮企业中央厨房、养殖基地拥有情况 (%)



来源:中国饭店协会,国金证券研究所;注:调研餐饮企业共计 100 家,2019 年营收 88%超过 2000 万、68%超过 1 亿元。

3、品牌运用+产销配合,契合业务需求、打造竞争优势

- 品牌运用主要契合月饼和餐饮业务需求，公司拥有百年老字号品牌“广州酒家”、“陶陶居”，市场认知度较高，满足月饼作为礼品消费对品牌要求高的特点；餐饮搭建差异化品牌矩阵，可吸引不同需求消费者，品牌复用下有效降低销售费率。产销配合主要契合月饼和速冻业务需求，公司强产销配合能力支持月饼短期快速生产销售；产能持续扩张支持疫情环境下速冻需求加速增长。

3.1、品牌差异化+品牌复用，强化消费者认知、降低销售费率

- **以老字号品牌为基，打造差异化品牌矩阵。**公司旗下既有百年老字号品牌“广州酒家”、“陶陶居”等，先后获得多项荣誉称号，在历届世界性、全国性及地区性的烹饪大赛中屡获大奖，同时也积极进行新品牌的尝试，迎合年轻消费群体。“传统”与“新潮”的碰撞让老字号焕发新活力，多品牌战略满足不同类型消费者的多样化需求。在多年的经营和维护下，公司的品牌在业内拥有较高的知名度和影响力。
- **1) 在餐饮板块方面，以粤菜为主，尝试创新菜系与经营模式。**广州酒家和陶陶居均为中华百年老字号的粤菜品牌，拥有较高的市场认知度和美誉度，广州酒家传统韵味更足，陶陶居则更加年轻化，多开设于购物中心并逐渐向省外延展；新品牌天极品定位精品店、以豪华商务宴席为亮点；星樾城则是以新加坡、越南、泰国菜系为主的东南亚餐厅；2021年，公司首家智慧餐厅——一味来餐厅开业，餐厅全面应用集点菜、结账、充电、宣传于一身的智能点菜机，配套24小时无人销售柜，以科技赋能餐饮服务，有效提升顾客体验。**2) 在食品板块方面，以经典口味为招牌产品，同时不断研发月饼新口味，与知名IP展开跨界合作。**利口福、陶陶居、粮丰原均主打月饼产品，利口福月饼在经典口味（双黄纯白莲蓉月饼、五仁月饼等）之外，还推出部分形象和口味时尚年轻的产品，如2020年中秋与宝可梦卡通IP联名推出“伯爵红茶流心月饼”，“抹茶红豆流心月饼”等；陶陶居品牌下月饼种类丰富，口味多样，并设计低糖品类、冰沙品类等创新品种，2020年中秋节推出与若来联名的月饼礼盒，随盒附送手办，进行跨界创新营销，迎合年轻人喜好。

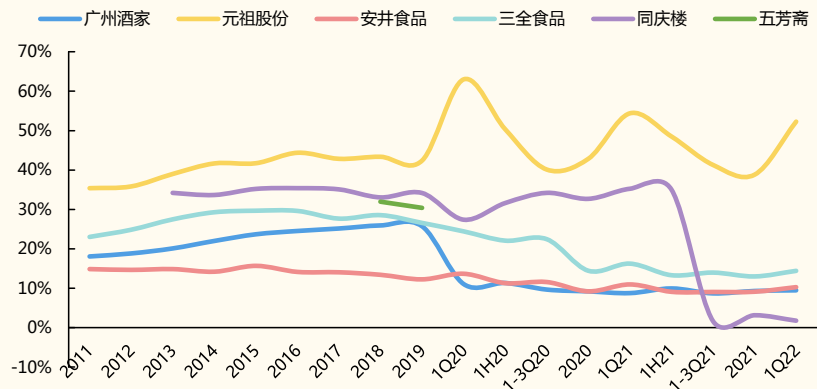
图表 25：公司旗下品牌分析

	广州酒家	陶陶居	利口福	秋之风	粮丰园	天极品	星樾城	一味来餐厅
成立时间	1935年	1886年	1998年	1998年	2005年	2011年	2019年	2021年
餐饮业务	粤菜餐厅	粤菜餐厅	-	-	-	粤菜餐厅	东南亚餐厅	智慧餐厅
食品业务	-	月饼、糕点、冷冻品、腊味食品、坚果炒货	月饼、速冻、糕点、粽子、馅料、盆菜、烘焙等	腊味食品	月饼、饼酥蛋卷、糕点、速冻、农副产品	-	-	-
风格	传统	传统	传统	传统	传统	传统；商务精品	新式	配备智能点菜机+无人销售柜，打造智慧餐厅
餐饮/零售门店数量及分布	餐饮门店：广东省（21家）	餐饮门店：广东（16）、深圳（7）、上海（5）、北京（1）、厦门（1） 其中：直营门店（8家） 特许经营门店（22家）	零售门店：近200家	-	-	餐饮直营门店：广东省（2家）	餐饮直营门店：广东省（2家）	餐饮直营门店：广东省（1家）
平均单价	餐饮：95-130元/人 月饼：90-235元/斤 包子：19-26元/袋 汤圆：8-13元/袋	餐饮：95-186元/人 月饼：78-254元/斤 腊味：96-121元/斤 冷冻品：49-180元/斤 糕点：94-146元/斤	月饼：80-160元/斤 速冻点心：16-64元/斤 糕点饼食：53元/斤 广东粽：58元/斤 馅料：16-50元/斤 盆菜：30-124元/斤	腊味食品：60-78元/斤	月饼：80-100元/斤	餐饮：123元/人	餐饮：92元/人	餐饮：106元/人

来源：公司公告，天猫旗舰店，大众点评，国金证券研究所

- **餐饮强品牌、食品创规模，实现品牌复用。**公司坚持餐饮+食品双业态经营模式，充分利用在餐饮业积累的品牌优势、技术优势和渠道优势，开展标准化、规范化、工业化的食品制造业。品牌复用有利于降低品牌营销开支、实现规模化变现，历年来公司的销售费用率均维持在 20%左右，处于行业低位，2020 年会计准则发生变化，2021 年公司销售费用率为 9.3%/+0.1pct，处于行业低位水平。

图表 26：公司销售费用率较低 (%)



来源：Wind，国金证券研究所；注：同庆楼 3Q21 数据出现异常下降主因会计准则调整

3.2、产销配合体系助力公司扩产扩销

- **通过参股上游等方式整合产业链优质资源，有效把控产品成本和质量。**在采购方面，公司一方面通过集中采购和参股重点原材料供应商的形式形成稳定供货渠道、加强品控、提升采购效率，如参股馅料的德利丰（持股 40%）、包材的美时（持股 35%）等，达到产业链纵向一体化的协同效果；另一方面也会实施战略性采购，通过把控采购时间节点、引入竞争者等，有效控制成本。
- **公司上市后产能得以突破性扩张，食品板块以自产为主，还能为企业代工。**食品板块以自产为主，公司 2012 年至 2018 年连续 7 年月饼产销量蝉联全国首位，但 2016 年公司月饼、速冻产能利用率均超过 100%，产能制约明显。2017 年公司上市后自建、收购、参股多管齐下，积极扩充产能，现已在广东广州、茂名、梅州和湖南湘潭建立生产基地，配有月饼、速冻、腊味、面包西点生产线等，严格把控每道生产工序，保证产品质量稳定。各产能在一定程度上可实现转化，如月饼生产线在月饼淡季可以生产其他烘焙产品，人力也可在各产品之间灵活调配，支持产量增长，2020 年由于疫情影响，公司速冻业务在市场的井喷需求下，收入增速达 40.1%/+5.3pct，直到目前公司不仅可以满足自产自销需求还能通过 OEM/ODM 等方式为其他企业进行代工（多为月饼产品代工）。公司 2021 年速冻增速仅为 9.4%/-30.7pct，主因梅州产能尚处爬坡期，关注未来梅州产能释放进程。

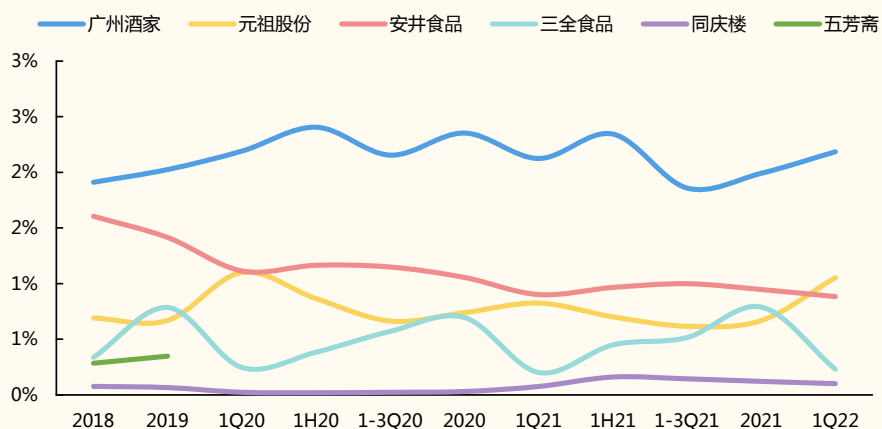
图表 27：公司扩建工程情况

	项目	目标	完成时间
广州（扩建）	冷链配送中心、速冻车间及改造、中央配餐车间	产能规模约为3.9万吨/年，其中月饼0.8万吨、速冻2.6万吨	2020年12月全部完成
梅州（自建）	速冻、腊味、月饼类	预计一期4条产线（1条为备用），速冻产能2.4万吨/年	3Q21试产，初期开3条产线，理想情况下2022年达设计产能的7成
湘潭（自建）	一期为月饼系列产品产能 二期预计为速冻和烘焙概念中心	一期达产后将新增月饼/馅料/速冻产能不低于0.2/0.6/1.2万吨/年、年销售收入3.8亿元；二期预计年产量3.85万吨	一期2019年下半年正式投产；二期预计2023年完成
茂名粮丰园（收购）	月饼、速冻等产能的补充	月饼及速冻产能约为0.4万吨	2020年初完成升级改造

来源：公司公告，国金证券研究所

- **重视研发创新、享受税收优惠，打造餐饮食品研发联动体系。**公司设有研发中心专门从事产品研发与创新，2021年底共有研发人员397人，研发费用率达2.0%，高于同业水平。下属利口福公司连续多年被认定为广东省高新技术企业，注重自身研发实力的提升，同时与高校、科研机构合作建立产学研合作基地，为公司研发成果向产业化转变提供强力支撑，获得了“广东省博士工作站”的称号，并且作为高新技术企业可连续三年（最近一次认定时间为2020年12月1日）享受按15%的税率缴纳企业所得税（此前为25%），因此公司整体有效税率可下降至17.5%左右，考虑到公司未来有望继续保持技术研发优势、不断加大技术投入、增加专利，我们认为未来公司被认定为高新技术企业的可能性仍然较大，在相关财政扶持政策延续下，预计利口福公司未来仍有望继续享受所得税优惠。
- **餐饮方面，公司建立粤菜大师工作室，推陈出新，打造粤式新经典，同时致力研制广式点心、半成品粤菜菜式，从而为公司食品产业储备、输送新产品，之后食品部门可将部分经过餐饮验证的点心、菜品研发转化为预制菜类食品，由此打造餐饮食品研发联动体系，降低试错费用。**

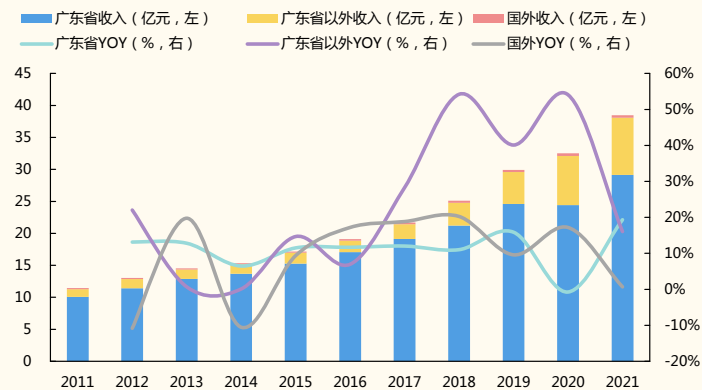
图表 28：公司研发费用率显著高于同业（%）



来源：Wind，国金证券研究所

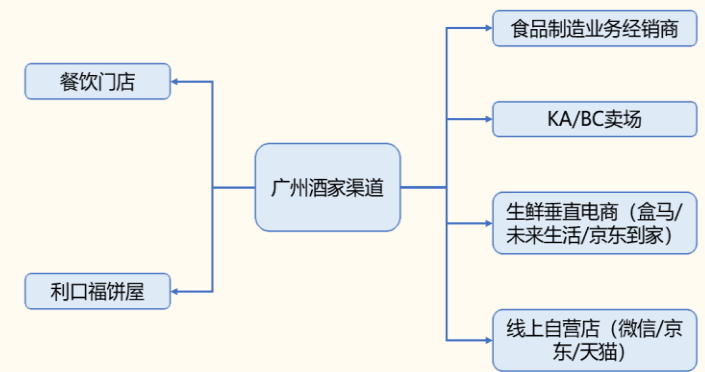
- **不断深化销售渠道，建立全渠道销售体系。**公司目前建立了实体门店、经销商、电子商务的全渠道销售体系，拓宽对消费者的触达面积。在广州市内主要以线下直营餐饮与利口福饼屋为主，广州市外主要以商超、电商等渠道销售。广东省内实现营收占总收入的 74.9%，仍为主要市场，省外收入近年来增速较快，2021 年同比增加 16.0%，占比达到 23.0%/-0.4pct。

图表 29：广东省内/外收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

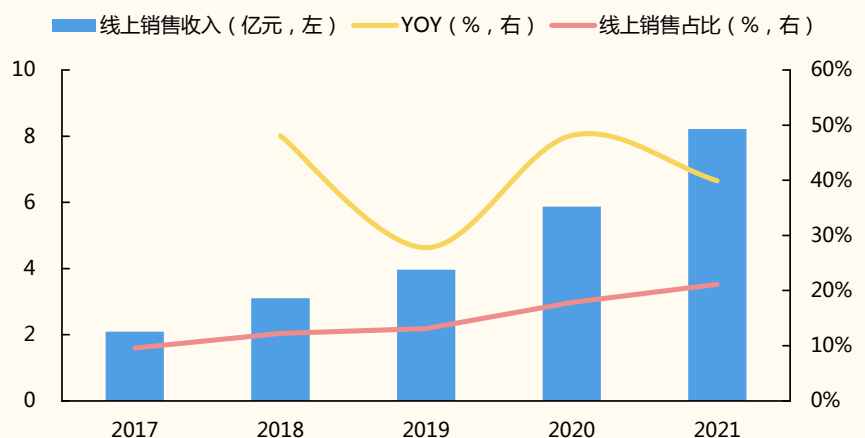
图表 30：广州酒家全渠道展示



来源：公司公告，国金证券研究所

- **电商渠道不断发力：**公司于 2012 年设立电商分公司，积极拓宽线上渠道，通过自主经营、主流电商全覆盖、开发特供商品、发展电商经销商等，增加产品辐射广度，推动线上业务快速发展，公司线上主要合作平台是阿里和京东。2021 年电商占比 21.1%/+3.2pct，线上渠道占比逐年提升。

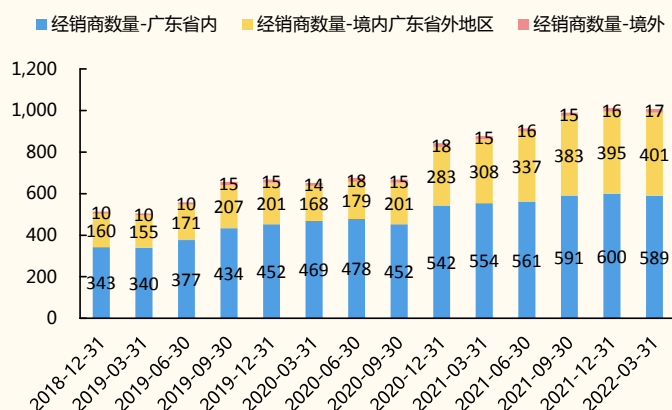
图表 31：公司线上销售不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

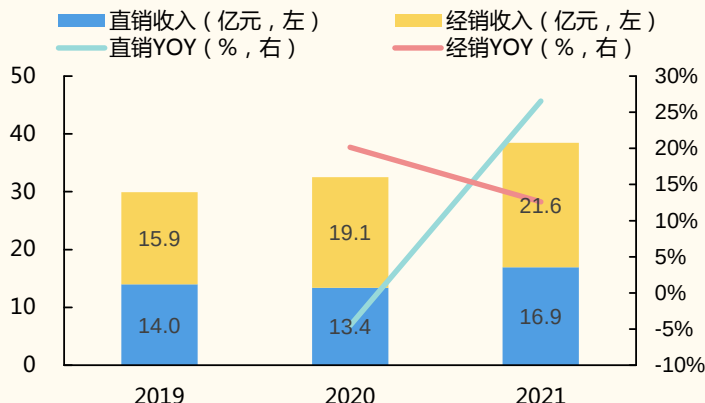
- **线下渠道不断完善：**公司重新梳理线下利口福食品连锁门店，加强线下优势区域门店管理，2021 年底公司共有利口福食品连锁门店（含加盟）近 200 家。同时加大经销渠道的开发力度，保持商超渠道、终端直销渠道的经营建设，近年来经销商数量稳步增加，2019/2020/2021 年分别为 668/843/1011，其中公司从 2020 年开始提高省外经销商拓展速度，2020/2021 年分别增加省外经销商数量 82/112 家，公司全国化布局逐步推进。2021 年公司直销/经销渠道收入增长 26.5%/12.6%，在餐饮恢复、电商占比提升等直销渠道增长带动下，2021 年直销收入增长迅速，占比达到 44.0%/+2.9pct，预计未来公司将维持直销、经销共同发展格局。

图表 32：公司经销商数量情况（家）



来源：公司公告，国金证券研究所

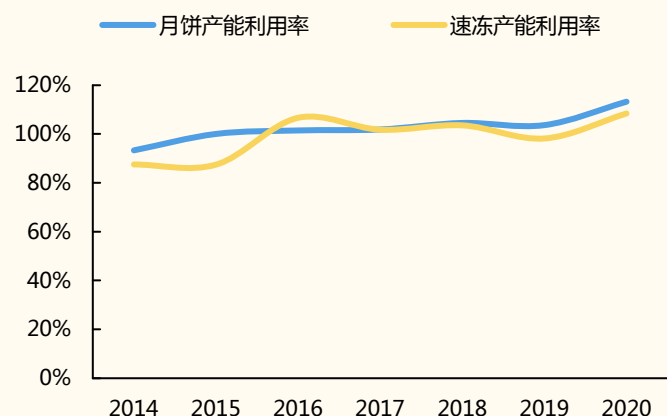
图表 33：公司直销、经销渠道情况



来源：公司公告，国金证券研究所

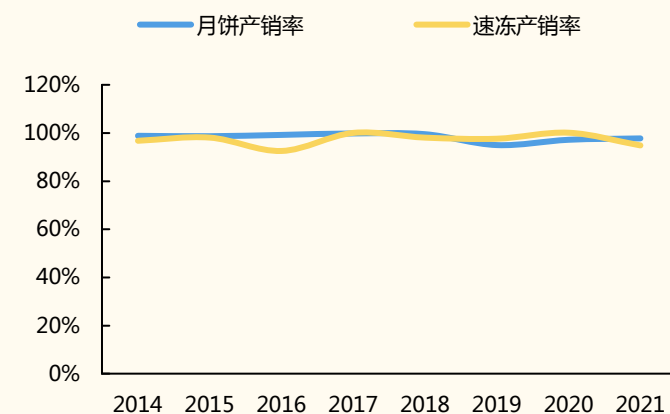
- **规模化生产和完善的销售网络相互配合支撑了公司高产销率。**公司上市以来月饼和速冻产能利用率逐年提升，产销率维持在 100% 左右，2021 年公司月饼/速冻产销率分别为 97.8%/94.9%，反映公司食品销售情况良好，产销能力配合佳，高产销率同时也为公司进一步扩产扩销提供动力。

图表 34：公司产能利用率情况 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：公司产销率情况 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

4、公司历史及股权情况：历史悠久，国资控股

- **广州酒家是中华老字号企业，以粤菜驰名。**1935 年西南酒家开业，正式开启品牌筑基时期，后更名为广州酒家。1986 年开设餐饮连锁店、1995 年成立利口福食品有限公司，探索食品加工之路。2009 年股改，2017 年于上交所上市。上市后加速扩张，投建梅州、湘潭、粮丰园等生产基地扩充产能，2019 年收购陶陶居丰富品牌矩阵，进一步落实餐饮+食品双驱发展战略。

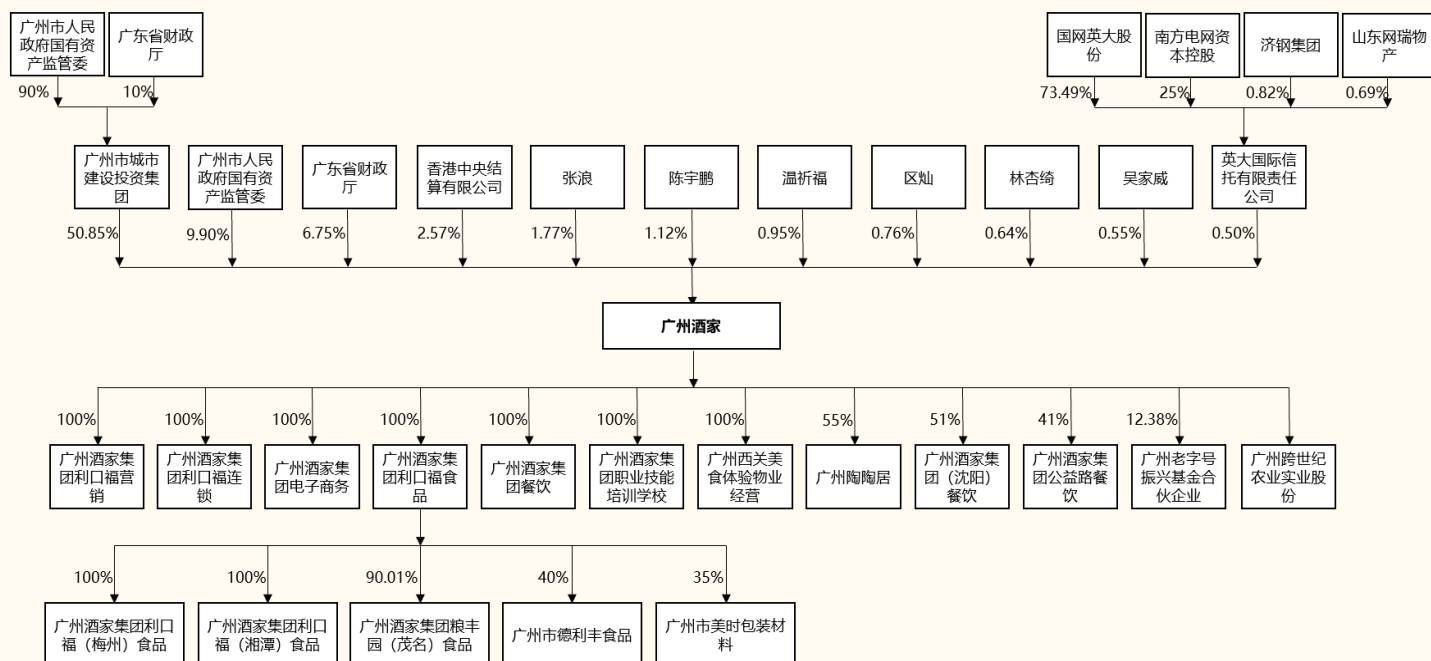
图表 36：公司历史情况

阶段	时间	事件
品牌筑基：粤式经典	1935年	西南酒家开业
	1956年	公私合营后成为国营企业
	1973年	正式改名为“广州酒家”
业务探索：餐饮连锁化、探索食品加工	1986年	于广州恩宁路开设餐饮连锁店，开创了国内餐饮酒家连锁经营的先河
	1989年	开设第一分店——滨江西店
	1990年	广州酒家厨师参加卢森堡世界烹饪大赛获得团体赛金牌
	1991年	成立广州酒家企业集团
	1996年	创建大型食品生产基地——广州酒家集团利口福食品有限公司
	2002年	研制出“南越王宴”，获“广东十大主题名宴”称号
	2005年	开始由广州市国资委控股
	2006年	广州酒家被评为首批“中华老字号”
改革上市：股改上市，实现线上转型	2009年	广州酒家集团整体改制为广州酒家集团股份有限公司
	2010年	成立广州酒家集团利口福营销有限公司，实现食品生产与营销分离
	2012年	广州酒家集团电子商务分公司成立
	2017年	登录A股资本市场，成为广东省第一家上市的饮食集团
加速扩张：品牌与地域扩张	2018年	梅州、湘潭食品生产基地投建，并合资成立粮丰园公司，不断扩大产能
	2019年	完成陶陶居公司100%股权收购
	2020年	陶陶居增资扩股后公司持股55%
	2022年	利口福与宏辉家家唛在上海市合资设立公司，进一步开拓华东区域市场

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- **公司控股股东广州城投持股 51%，实际控制人为广州市国资委。**公司由广州市国资委和 182 名自然人（原广酒有限三家子公司员工）发起设立。2018 年出台第一期股票期权激励计划，向高管及骨干人员授予 402 万份股票期权，占总股本近 1%，解锁条件为 2019-2021 年每年收入和扣非归母净利润同比增速均不低于 10%，且加权净资产收益率均不低于 16%、现金分红比例均不低于 30%，收入、业绩及加权净资产收益率不低于当年对标企业 75 分位值。2021 年末第一期股权激励计划圆满完成，有效调动了中高层积极性，新的激励政策目前还在考量中。

图表 37: 公司股权结构情况 (截至 2022/3/21)



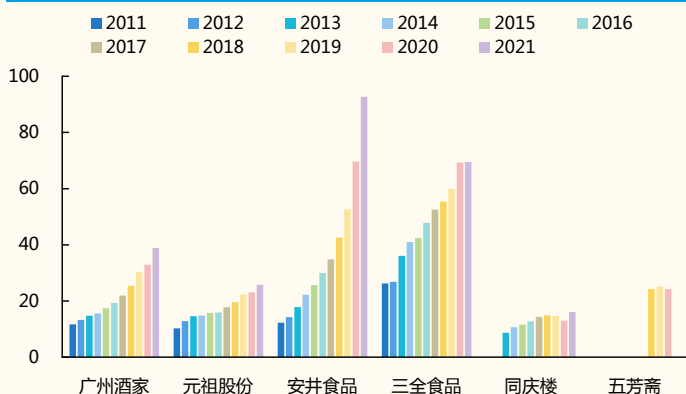
来源: 公司公告, 国金证券研究所

5、财务分析: 月饼高盈利助力高 ROE, 速冻餐饮增长可期

5.1、成长能力: 餐饮复苏、陶陶居并表推动 21 年营收高增

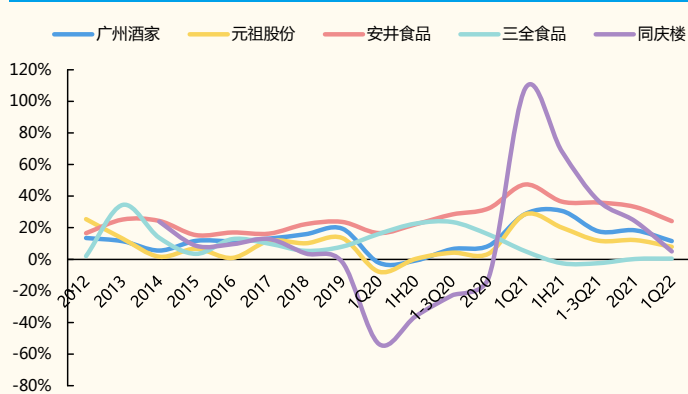
- 2021 年公司主营收入 38.9 亿元/+18.3%, 营收增速处于行业中上水平。主因 2021 年疫情缓和, 利好餐饮行业复苏, 叠加陶陶居于 2021/7/1 并表, 公司餐饮业务 2021 年实现同增 48.3%。食品制造业务由于产能制约增速有所放缓。

图表 38: 可比公司营收情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 可比公司营收增长率情况 (%)



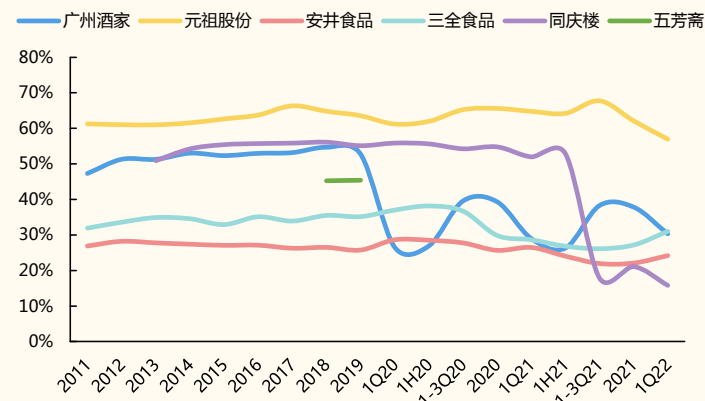
来源: Wind, 国金证券研究所

5.2、盈利能力: 月饼为利润基本盘, ROE 常年维持 15%以上水平

- 月饼毛利高、占比大推动公司整体毛利率处于行业高位。月饼自带礼品属性, 毛利较高, 速冻食品因冷冻储存需求等毛利率不及月饼制造。公司业务以月饼制造为主, 速冻食品主要面向 C 端, 毛利率高于以速冻为主业、

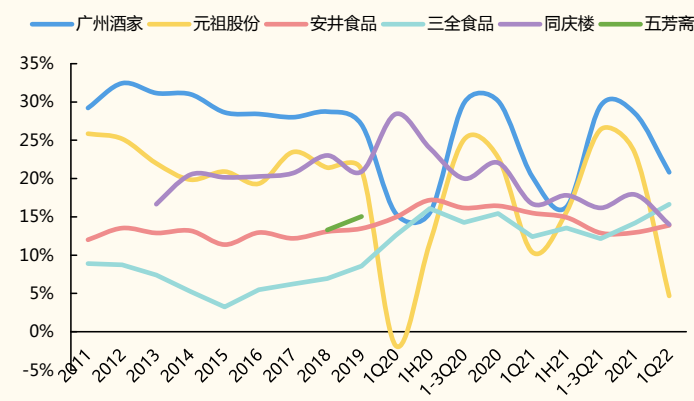
主要面向 B 端的安井食品和三全食品，2020 年因公司会计准则调整，毛利率明显下滑，2021 年毛利率为 37.8%；从毛销差上看，公司的优势更为明显，2021 年公司毛销差为 28.5%，主因毛利率水平较高叠加品牌复用下销售费用率较低。公司管理费用率维持稳定偏高水平，2021 年为 9.7%/-0.9pct，主因管理人员员工成本较高。

图表 40：可比公司毛利率情况 (%)



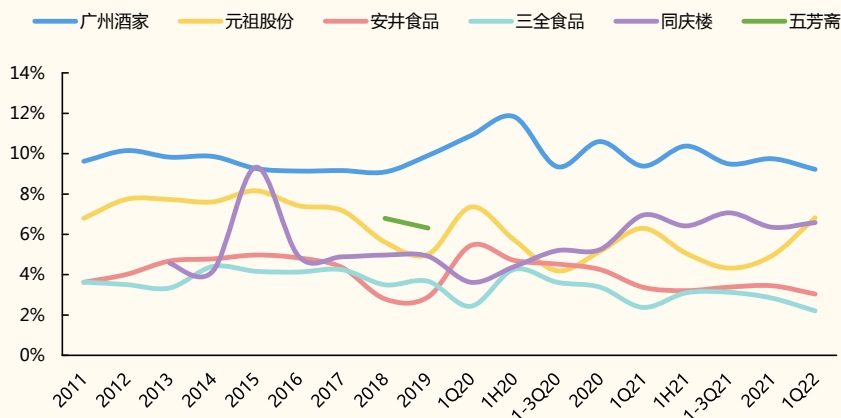
来源：Wind，国金证券研究所。注：同庆楼 1-3Q 毛利率异常下降主因会计准则变化

图表 41：可比公司毛销差情况 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

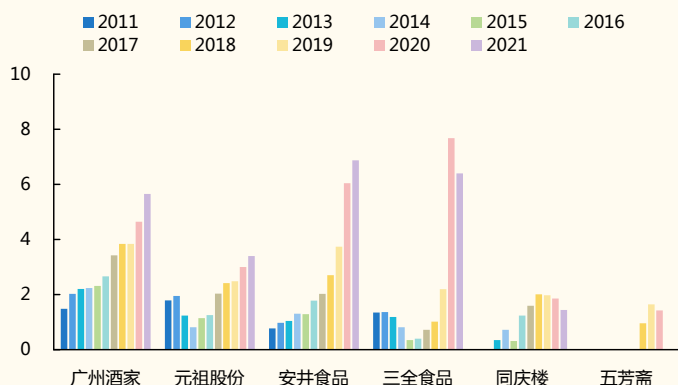
图表 42：可比公司管理费用率情况 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

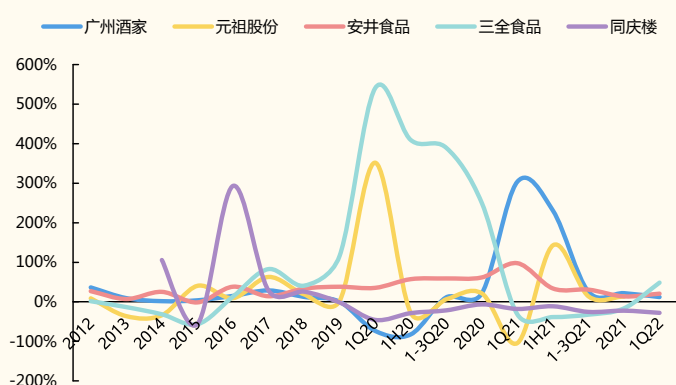
- 月饼为公司利润基本盘，公司整体利润弹性不及以速冻为主业的安井、三全。2021 年公司净利润为 5.6 亿元/+21.7%，净利润在 2019 年前高于同业，主因月饼产品利润高且稳定。2020 由于疫情暴发，速冻产品井喷式需求带动以速冻为主营业务的安井食品、三全食品净利润增速显著上升。

图表 43: 可比公司净利润情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

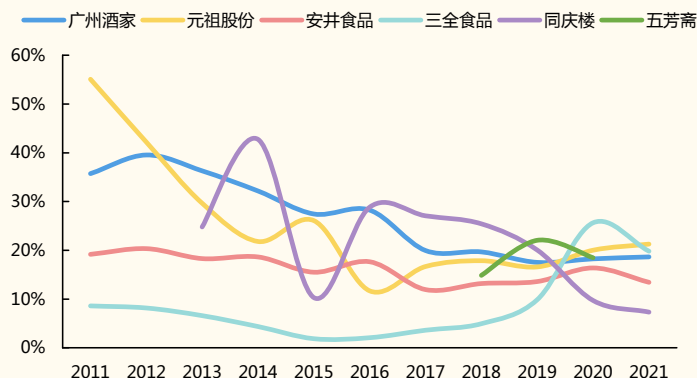
图表 44: 可比公司净利润增长率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

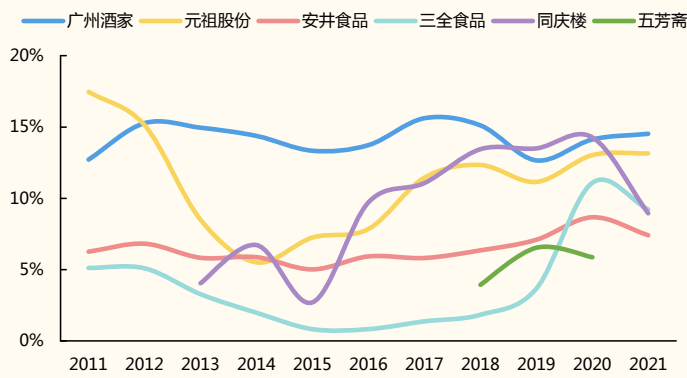
- 公司历年 ROE 水平高于 15%，基本高于同业，主因净利率水平较高。公司历年 ROE 都处于高位，2021 年 ROE 为 18.7%/+0.4pct，经杜邦拆分，我们发现公司高 ROE 主要来自其高净利率，2021 年为 14.5%/+0.4pct，高净利率主要来自主营产品月饼的高毛利率，并且公司速冻产品由于主打 C 端净利率也高于同业。公司权益乘数显著低于同业，ROE 的增长驱动因素较为优质。

图表 45: 可比公司 ROE 水平 (%)



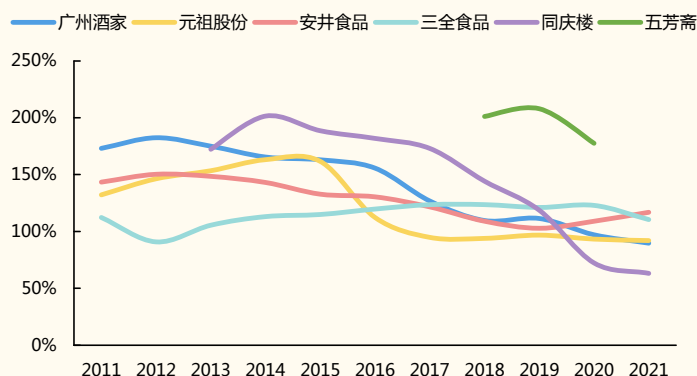
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 可比公司净利率水平 (%)



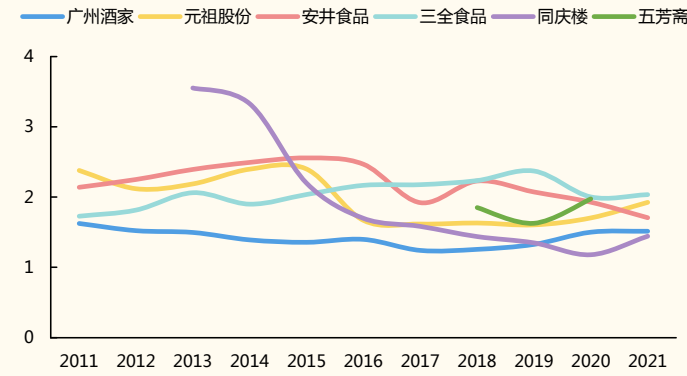
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 可比公司总资产周转率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 可比公司权益乘数

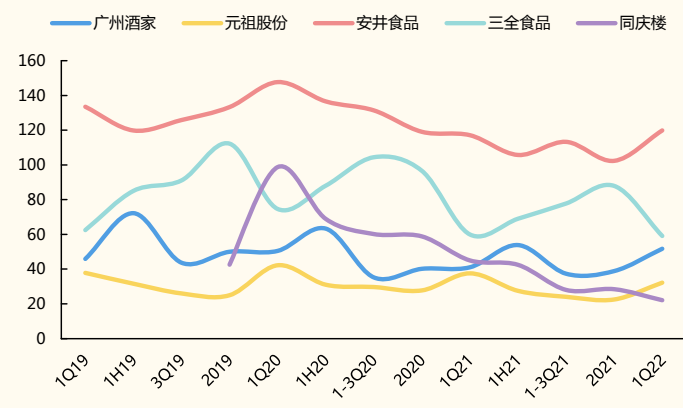


来源: Wind, 国金证券研究所

5.3、营运能力及现金流：营运效率较高、现金流充足

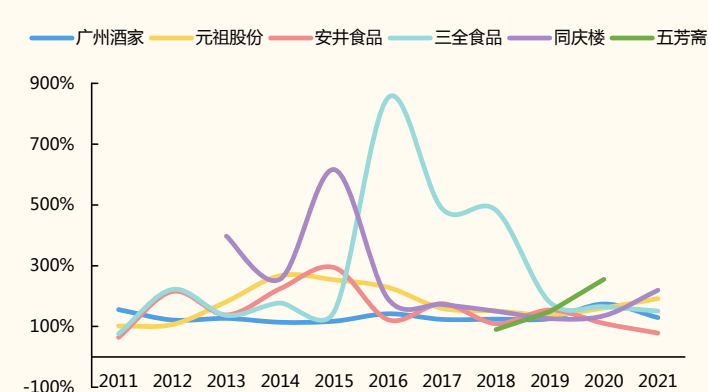
- **公司存货周转天数小于安井食品和三全食品，营运效率较高。**公司存货周转天数较低，2021 年为 38.9 天，同比减少 1.3 天，主因月饼销售周期短，对公司产销配合能力要求高；1Q22 公司存货周转天数为 51.7 天，同比增加 10.7 天，或因 1Q22 多地处于疫情封控状态，物流效率较低。
- **公司净现比大于 100%，现金流状况较好。**公司 2021 年净现比为 129.0%，自身盈利质量较好，1Q22 公司账上货币资金为 18.2 亿元，现金较为充裕，自身造血能力较好。
- **公司应收账款周转天数与应付账款周转天数较为稳定。**由于其速冻业务大多为 To C 端，历年应收账款周转天数低于以 To B 端为主的三全食品，公司 2021 年应收账款周转天数，应付账款周转天数分别为 18.4 天/-1.4 天、38.2 天/-5.1 天，较为稳定。

图表 49：可比公司存货周转天数（天）



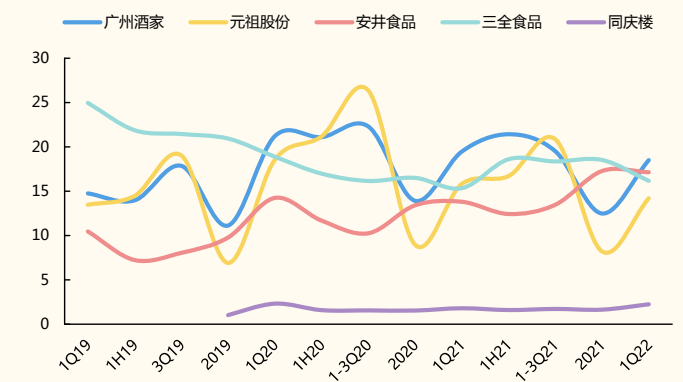
来源：Wind，国金证券研究所

图表 50：可比公司净现比（%）



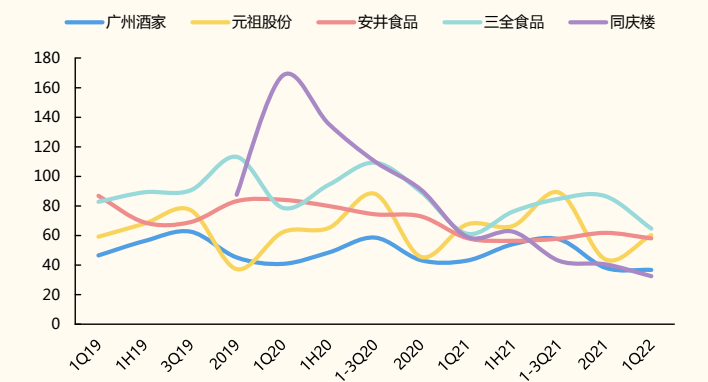
来源：Wind，国金证券研究所

图表 51：可比公司应收账款周转天数（天）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：可比公司应付账款周转天数（天）



来源：Wind，国金证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、未来看点：月饼为业绩支撑，关注速冻产能释放、餐饮疫后恢复

- **公司将继续推动食品+餐饮双主业发展，月饼为业绩支撑，关注速冻产能释放和餐饮业务恢复情况。**1) 食品业务方面，依旧以月饼制造为主业，产能逐年扩张，梅州速冻食品生产基地已于 3Q21 试产，设计产能 2.4 万吨，计划只开 3 条生产线，满产可达 1.8 万吨。假设 2022/2023/2024 每年释放产能达到设计产能的 55%/85%/100%，即 1.0/1.5/1.8 吨，理论上 2022 年梅州产能释放可支撑 28.1%的速冻产量提升空间；湘潭二期速冻项目持续

推进，预计 2023 年 3.85 万吨速冻产能将逐步投产；2021 年 3 月公司与宏辉家家唛成立合资公司，在华东市场进行产能布局，以贴近当地市场需求。除此之外，公司目前预制菜业务以盆菜的形式居多，未来将在预制菜业务上持续投入，结合近期广东省发布《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》，预制菜业务有望加速发展。2）市场扩充方面，公司深化全渠道布局，省内以大湾区为基地，加快在市区大型社区、商业街道和主要交通枢纽点的零售门店布局，省外重点投资开拓华东市场，线上持续优化头部平台的资源投放，进行创新营销。公司依托自身强品牌力与产销能力未来在省外拓展有望提速。3）餐饮业务方面，陶陶居引入外部优秀管理人，关注疫后餐饮业恢复情况、省外拓展情况，以及老店升级改造。

6.2、盈利预测

- **食品制造业：**1）对月饼、速冻进行量价拆分，假设月饼产能利用率和产销率均为 100%，考虑月饼增速一直以来相对平稳，2021 年因疫情影响增速减缓，预计 2022 年增速有所回升，假设月饼 2022-2024 年月饼销量增速达 12.0%/8.0%/8.0%，单价增速达 2.0%/4.0%/4.0%，则营收增速为 14.2%/12.3%/12.3%，毛利率为 56.6%/57.0%/57.2%。2）速冻产品方面，假设速冻产能利用率和产销率均为 98%，1Q22 疫情较为严重，速冻需求量激增，结合上节对速冻产能提升的分析，我们假设公司速冻销量增速为 26.9%/22.0%/18.0%，单价增速为 1.0%/2.0%/2.0%，因此估计 2022-2024 年速冻增速为 28.2%/24.4%/20.4%，毛利率为 36.5%/36.7%/37.0%；3）因疫情影响 2022 年春节走亲访友需求减少，对传统年宵食品及礼盒需求降低，1Q22 其他食品收入同减 11.3%，但考虑到后续公司多元化产品发展，我们假设 2022-2024 年其他食品营收增速为 13.6%/20.0%/20.0%，毛利率为 26.5%/26.7%/27.0%；因此 2022-2024 年食品制造营收预计为 36.8/43.3/50.5 亿元，增速为 17.9%/17.7%/16.7%。

图表 53：月饼与速冻量价拆分情况

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
月饼销量（吨）	10469.1	11508.1	11916.3	14610.5	15252.9	17083.3	18449.9	19925.9
YOY		9.9%	3.5%	22.6%	4.4%	12.0%	8.0%	8.0%
月饼单价（元/kg）	85.8	90.2	100.0	94.3	99.7	101.7	105.8	110.0
YOY		5.2%	10.9%	-5.7%	5.7%	2.0%	4.0%	4.0%
月饼收入（亿元）	9.0	10.4	11.9	13.8	15.2	17.4	19.5	21.9
YOY		15.7%	14.8%	15.6%	10.4%	14.2%	12.3%	12.3%
速冻销量（吨）	16774.1	20209.5	24971.8	32526.4	35288.8	44796.8	54652.0	64489.4
YOY		20.5%	23.6%	30.3%	8.5%	26.9%	22.0%	18.0%
速冻单价（元/kg）	18.8	20.3	22.2	23.8	24.0	24.3	24.8	25.2
YOY		7.8%	9.1%	7.5%	0.8%	1%	2%	2%
速冻收入（亿元）	3.2	4.1	5.5	7.8	8.5	10.9	13.5	16.3
YOY		29.9%	34.8%	40.1%	9.4%	28.2%	24.4%	20.4%

来源：Wind，国金证券研究所

- **餐饮业务：**1Q22 公司餐饮业务收入同增 26.1%，主因海越陶陶居 6 家门店 2021 年下半年并表贡献，2022 年 4 月广州疫情加剧，线下餐饮门店于部分时段暂停堂食，但恢复速度较快，我们分季度预测 2Q22/3Q22/4Q22 餐饮业务增速分别为 15.0%/20.0%/20.0%，可得 2022 年增速为 20.6%，结合门店每年扩张 1-2 家店、以及门店爬坡期，假设 2022-2024 年餐饮营收增速为 20.6%/15.0%/15.0%，则 2022-2024 年餐饮营收预计为 8.7/10.1/11.6 亿元。
- **其他业务：**假设其他业务收入增速保持 15.0%。综上，预计 2022-2024 年营业收入为 46.0/53.9/62.7 亿元，增速为 18.3%/17.1%/16.3%。综合毛利率预计为 37.9%/38.0%/38.1%。

图表 54：公司分产品收入预测

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30.29	32.87	38.90	46.04	53.93	62.74
YOY		8.5%	18.3%	18.3%	17.1%	16.3%
毛利率	52.8%	39.3%	37.8%	37.9%	38.0%	38.1%
食品制造业	23.26	27.62	31.22	36.80	43.31	50.52
YOY		18.8%	13.0%	17.9%	17.7%	16.7%
%收入占比	76.8%	84.0%	80.3%	79.9%	80.3%	80.5%
月饼系列	11.92	13.78	15.21	17.37	19.51	21.92
YOY		15.6%	10.4%	14.2%	12.3%	12.3%
%收入占比	39.4%	41.9%	39.1%	37.7%	36.2%	34.9%
毛利率	62.3%	58.4%	56.5%	56.6%	57.0%	57.2%
速冻系列	5.53	7.75	8.48	10.87	13.53	16.28
YOY		40.1%	9.4%	28.2%	24.4%	20.4%
%收入占比	18.3%	23.6%	21.8%	23.6%	25.1%	26.0%
毛利率	37.1%	35.4%	35.4%	36.5%	36.7%	37.0%
其他系列	5.81	6.09	7.53	8.56	10.27	12.32
YOY		4.9%	23.6%	13.6%	20.0%	20.0%
%收入占比	19.2%	18.5%	19.4%	18.6%	19.0%	19.6%
毛利率	34.3%	25.3%	25.3%	26.5%	26.7%	27.0%
餐饮业	6.67	4.89	7.25	8.74	10.05	11.56
YOY		-26.7%	48.3%	20.6%	15.0%	15.0%
%收入占比	22.0%	14.9%	18.6%	19.0%	18.6%	18.4%
毛利率	62.6%	5.4%	40.0%	10.0%	11.0%	12.0%
其他业务	0.36	0.37	0.43	0.50	0.57	0.66
YOY		1.6%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%

来源：Wind，国金证券研究所

- 费用端：考虑到省外扩张所需的销售费用处于增长趋势，假设销售费用率为 9.3%/9.4%/9.5%，管理费用率保持 9.7%，研发费用率保持 2.0%。

图表 55：公司费用端预测

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30.29	32.87	38.90	46.04	53.93	62.74
YOY		8.5%	18.3%	18.3%	17.1%	16.3%
销售费用	7.79	3.03	3.63	4.28	5.07	5.96
%Rev	25.7%	9.2%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%
管理费用	3.00	3.49	3.79	4.47	5.23	6.09
%Rev	9.9%	10.6%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
研发费用	0.61	0.77	0.77	0.92	1.08	1.25
%Rev	2.0%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
归母净利润	3.84	4.64	5.58	6.40	7.49	8.77
YOY		20.7%	20.3%	14.7%	17.1%	17.1%

来源：Wind，国金证券研究所

- 综合收入、成本费用端预测，我们预计公司 2022E~2024E 归母净利润为 6.4/7.5/8.8 亿元，同增 14.7%/17.1%/17.1%，对应 EPS 分别为 1.13/1.32/1.55 元。

6.3、投资建议及估值

- 我们用相对估值法（市盈率法）预期公司 2022 年目标价 28.20 元，对应合理估值 25 倍，首次覆盖给予“买入”评级。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.4/7.5/8.8 亿元，同增 14.7%/17.1%/17.1%，对应 EPS 为 1.13/1.32/1.55 元，对应公司 2022-2024 年对应 PE 为 19.3/16.5/14.1 倍。我们选取 6 家业务相近的可比公司对公司按市盈率法进行估值，可比餐饮及食品同业 22E PE 中位值在 26.3x，广州酒家作为粤式老字号，成功的品牌运营叠加强大产销配合能力，在经济基本面不确定或承压时，业绩确定性高，我们给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应公司 2022 年目标价 28.20 元，相比 2022 年 4 月 28 日收盘价 21.78 元，尚有 29.5% 的上升空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 56：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	证券简称	股价	EPS					PE					总市值
		2022/4/29	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
603345.SH	安井食品	129.42	2.55	2.79	3.29	4.23	5.23	75.60	61.18	39.37	30.56	24.74	379.60
603886.SH	元祖股份	16.96	1.25	1.42	1.60	1.80	2.01	13.63	16.63	10.61	9.44	8.43	40.70
002216.SZ	三全食品	19.70	0.96	0.73	0.85	0.95	1.08	27.01	27.73	23.25	20.71	18.27	173.20
605338.SH	巴比食品	30.43	0.71	1.27	1.04	1.27	1.53	53.37	27.52	29.36	23.99	19.87	75.47
605089.SH	味知香	59.20	1.67	1.33	1.86	2.33	-	-	71.51	31.87	25.45	-	59.20
605108.SH	同庆楼	17.28	0.93	0.55	1.04	1.29	-	25.73	33.03	16.66	13.36	-	44.93
	中位数		1.11	1.30	1.32	1.54	1.77	27.01	30.38	26.30	22.35	19.07	
603043.SH	广州酒家	21.78	1.15	0.99	1.13	1.32	1.55	33.75	24.40	19.31	16.49	14.08	123.54

来源：Wind，国金证券研究所；注：PE 估值为截至 2022/4/29 万得一致预期数据

7、风险提示

- **省外拓展不及预期。**公司省外拓展已开始加速，由于不同地域存在不同的饮食习惯，广式速冻品类在省外的接受度或不及预期，从而影响省外销售情况。
- **行业竞争风险。**餐饮及食品市场竞争激烈，如何应对竞争、逐渐提升市场份额对公司内部运营、产品创新、销售渠道等都有一定的挑战。在速冻产品方面，公司以广式点心这一品类为突破口，进行差异化竞争，但由于速冻行业门槛较低，若其他大型食品制造公司有意进军这一细分赛道，公司或将面临竞争加剧风险。
- **疫情反复影响线下门店收入。**餐饮行业受疫情影响严重，若出现大规模疫情反复情况，公司门店或将面临限制营业风险。
- **股东和高管减持风险。**在 2020 年 9 月 4 日至 2021 年 3 月 3 日的减持计划期间，公司董事长徐伟兵先生以集中竞价方式减持公司股份 198,500 股，约占公司总股本的 0.0491%；副董事长、总经理赵利平先生以集中竞价方式减持公司股份 27,000 股，约占公司总股本的 0.0067%。若未来高管继续减持或对公司股价产生不利影响。2022 年 5 月 25 日至 2022 年 11 月 24 日减持期间，公司董事长徐伟兵先生计划减持不超过 209,000 股，约占公司股份 0.0369%。
- **利口福所得税优惠政策取消。**利口福公司作为高新技术企业可连续三年（最近一次认定时间为 2020 年 12 月 1 日）享受按 15% 的税率缴纳企业所得税（此前为 25%），因此公司整体有效税率可下降至 17.5% 左右，若利口福公司未来无法被认定为高新技术企业或国家对此的所得税优惠政策取消，都会影响公司净利润水平。
- **食品安全风险。**公司从事于食品制造和餐饮行业，对食品安全要求非常高，并且具有生产链条长、管理环节多的特性，或因管理疏忽等原因导致产品质量问题发生。国家食品安全监管力度不断加强，媒体、社会舆论对于产品质量、食品安全的关注度不断深入，一旦出现食品安全问题将对公司品牌声誉造成严重不良影响。

- **原材料成本是公司生产成本的重要组成部分，原材料的变动会对公司产品成本造成重大影响。**公司从事食品制造业和餐饮业所需的主要原材料为农产品和农副产品。近年来，国内外部分农产品、副产品的市场价格存在一定波动，公司利润端或因原材料价格上涨而承压。
- **人工成本增加。**目前中国的平均劳动力成本逐年上升，粤菜较为依赖新鲜食材和厨师厨艺，省外开拓难度远高于火锅与川菜，人工成本的上涨或对公司业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,029	3,287	3,890	4,604	5,393	6,274
增长率		8.5%	18.3%	18.3%	17.1%	16.3%
主营业务成本	-1,431	-1,995	-2,418	-2,860	-3,343	-3,881
%销售收入	47.2%	60.7%	62.2%	62.1%	62.0%	61.9%
毛利	1,598	1,293	1,472	1,744	2,050	2,393
%销售收入	52.8%	39.3%	37.8%	37.9%	38.0%	38.1%
营业税金及附加	-27	-28	-35	-41	-49	-56
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-779	-303	-363	-428	-507	-596
%销售收入	25.7%	9.2%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%
管理费用	-300	-349	-379	-447	-523	-609
%销售收入	9.9%	10.6%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
研发费用	-61	-77	-77	-92	-108	-125
%销售收入	2.0%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	431	535	617	736	864	1,007
%销售收入	14.2%	16.3%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
财务费用	26	17	24	28	30	41
%销售收入	-0.9%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	19	0	0	0
投资收益	6	7	16	18	20	22
%税前利润	1.3%	1.2%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%
营业利润	466	578	681	782	914	1,070
营业利润率	15.4%	17.6%	17.5%	17.0%	17.0%	17.1%
营业外收支	1	-12	2	2	2	2
税前利润	467	566	683	784	916	1,072
利润率	15.4%	17.2%	17.6%	17.0%	17.0%	17.1%
所得税	-84	-101	-118	-137	-160	-188
所得税率	17.9%	17.9%	17.3%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	383	464	565	647	756	884
少数股东损益	-1	1	7	7	7	7
归属于母公司的净利润	384	464	558	640	749	877
净利率	12.7%	14.1%	14.3%	13.9%	13.9%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	383	464	565	647	756	884
少数股东损益	-1	1	7	7	7	7
非现金支出	73	98	212	142	169	197
非经营收益	-16	-21	-28	-20	-18	-19
营运资金变动	41	267	-20	151	144	160
经营活动现金净流	481	808	729	920	1,051	1,222
资本开支	-391	-287	-308	-479	-418	-338
投资	90	-220	143	0	0	0
其他	33	-122	38	18	20	22
投资活动现金净流	-268	-629	-127	-461	-398	-316
股权募资	3	0	15	0	0	0
债权募资	0	100	-100	-104	-33	-32
其他	-162	91	-245	-248	-251	-252
筹资活动现金净流	-160	191	-330	-352	-284	-284
现金净流量	54	370	271	107	370	622

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,296	1,665	1,937	2,019	2,362	2,954
应收款项	151	163	174	228	263	297
存货	233	212	310	313	357	415
其他流动资产	47	272	99	116	119	122
流动资产	1,726	2,313	2,521	2,677	3,101	3,789
%总资产	58.9%	60.3%	52.2%	49.3%	50.0%	53.1%
长期投资	33	31	108	108	108	108
固定资产	882	1,052	1,224	1,521	1,773	1,922
%总资产	30.1%	27.4%	25.3%	28.0%	28.6%	27.0%
无形资产	250	233	429	500	521	540
非流动资产	1,206	1,525	2,309	2,749	3,099	3,343
%总资产	41.1%	39.7%	47.8%	50.7%	50.0%	46.9%
资产总计	2,932	3,837	4,829	5,426	6,201	7,131
短期借款	0	100	88	65	32	0
应付款项	435	776	632	795	949	1,124
其他流动负债	216	318	365	427	499	579
流动负债	651	1,194	1,085	1,287	1,480	1,703
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	70	85	553	527	580	631
负债	720	1,279	1,638	1,814	2,060	2,333
普通股股东权益	2,189	2,537	2,987	3,400	3,922	4,572
其中：股本	404	404	566	567	567	567
未分配利润	1,020	1,320	1,661	2,074	2,596	3,247
少数股东权益	22	22	205	212	219	226
负债股东权益合计	2,932	3,837	4,829	5,426	6,201	7,131

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.951	1.148	0.986	1.128	1.321	1.547
每股净资产	5.419	6.280	5.281	5.993	6.914	8.060
每股经营现金净流	1.192	1.999	1.289	1.622	1.853	2.154
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	17.55%	18.27%	18.67%	18.82%	19.10%	19.19%
总资产收益率	13.10%	12.08%	11.55%	11.79%	12.08%	12.30%
投入资本收益率	15.73%	16.29%	15.38%	16.33%	16.92%	17.16%
增长率						
主营业务收入增长率	19.38%	8.54%	18.33%	18.35%	17.15%	16.33%
EBIT增长率	1.76%	24.21%	15.31%	19.18%	17.45%	16.51%
净利润增长率	0.06%	20.69%	20.28%	14.74%	17.08%	17.11%
总资产增长率	17.16%	30.88%	25.85%	12.35%	14.28%	15.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.3	14.1	12.7	12.7	12.5	12.0
存货周转天数	50.7	40.7	39.4	40.0	39.0	39.0
应付账款周转天数	45.8	43.9	38.7	38.0	40.0	42.0
固定资产周转天数	74.3	97.6	107.1	106.1	102.3	96.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.58%	-69.85%	-58.53%	-54.65%	-56.73%	-61.97%
EBIT利息保障倍数	-16.6	-31.2	-25.7	-25.9	-28.4	-24.4
资产负债率	24.57%	33.32%	33.91%	33.44%	33.22%	32.72%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	8	28	35	39	61
增持	6	14	14	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.43	1.33	1.29	1.26	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402