广州酒家（603043）

Q3 业绩超预期，线上&省外扩张持续

买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,029	3,457	4,518	5,649
同比（%）	19.4%	14.1%	30.7%	25.0%
归母净利润（百万元）	384	432	574	735
同比（%）	0.1%	12.3%	33.0%	28.1%
每股收益（元/股）	0.95	1.07	1.42	1.82
P/E（倍）	37.44	33.33	25.06	19.56

事件：公司 20 前三季度营收 26.5 亿(+10.1%)，扣非净利 3.6 亿(+16.0%)。单三季度扣非归母净利 3.4 亿（+32.7%），表现超预期。

■ **Q3 业绩超预期，环比改善显著。**

1）公司 20 前三季度营收 26.5 亿(+10.1%)，归母净利 3.6 亿(+10.6%)，扣非净利 3.6 亿（+16.0%），持续恢复。**单三季度：**营收 16.8 亿（+15.5%，环比+11.3pct），归母净利 3.5 亿(+33.5%，环比+137.9pct)，**扣非归母净利 3.4 亿元（+32.7%，环比+96pct），利润端增速超预期，环比 Q2 改善明显**。前三季度获政府补助 697 万（+49.5%）；经营现金流量净额达 10 亿元（+36.8%），主要系销售额增长所致。

2）20Q1-3 毛利率 51.0%（较上年同期-3.3pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.2%/11.5%/2.5%/-0.5%，销售及管理费用率同比+1.8pct/+0.7pct，整体费用率上升主要受上半年营收下滑影响。**单三季度：**毛利率 55.6%（同比-3.0pct，环比+12pct），预计月饼 2B 业务毛利相对较低，影响整体毛利率；管理费用率 7.9%（同比-0.6cpt，环比-5.6pct），**销售费用率 18.7%，受益疫情下品牌认知度提升，营销投放减少同比-6.9pct，归母净利率达 20.7%（同比+2.8pct）**。

■ **整体收入稳健，食品业务符合预期，餐饮复苏持续。**20Q1-3 月饼营收 12.4 亿（+16.9%），速冻营收 6 亿（+51.5%），其他产品营收 4.7 亿（+10.6%），餐饮营收 3.2 亿（-36.6%），整体符合预期。**Q3 单季:**月饼营收 12.2 亿（+19%，环比+85.7pct），速冻营收 1.8 亿（+27.4%，环比-57pct），主要系疫情防控向好及天气转暖需求放缓，预计有望在 Q4 提速；其他产品营收 1.3 亿（+6.5%）。餐饮业务营收 1.5 亿，复苏至去年同期 91%水平，环比+35.7pct，当前直营门店约 18 家，表现稳健。

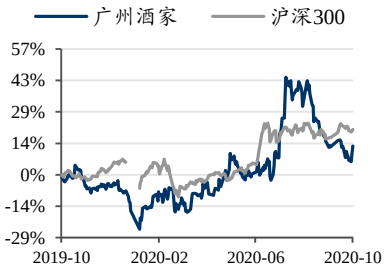
■ **省内市场稳增，线上及省外渠道建设成效凸显。**

1）20Q1-3 直接销售营收 10.9 亿元(-0.5%，环比 H1+25pct)，**Q3 单季:**直销收入 7 亿元（+22.6%）。**线上端公司借助直播带货、品牌联名等方式持续发力，据淘数据显示 9 月公司天猫门店销售额达 1.2 亿（+63%），表现亮眼**。疫情下公司进行线下门店整合，预计目前利口福食品连锁门店超过 160 家；前三季度经销营收 15.4 亿元（+19.6%），**Q3 单季:**经销收入 9.8 亿元（+11.1%）

2）20Q1-3 广东省内销售收入 20.1 亿元(+7.7%)，境内省外收入 5.9 亿元（+21.4%），境外收入 2822 万元(-1.2%)。**Q3 单季:**广东省内营收+14.3%，境内省外营收受益经销商增长，同比+20.1%，境外营收-11.3%。截至 20Q3 经销商合计达 834 个（较 19 年底净增 166 个，+24.9%），广东省内经销商达 560 个（净增 108 个，+23.9%），境内省外经销商 256 个(净增 55 个,+27.3%)，境外经销商 18 个(+20%)。

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.60
一年最低/最高价	23.73/47.56
市净率(倍)	5.91
流通 A 股市值(百万元)	14382.26

基础数据

每股净资产(元)	6.02
资产负债率(%)	38.33
总股本(百万股)	404.00
流通 A 股(百万股)	404.00

相关研究

1、《广州酒家（603043）：1H20 速冻营收超预期，期待 Q3 月饼旺季提振业绩》2020-08-28
2、《广州酒家（603043）：微量常规减持无碍经营，龙头战略扩张持续》2020-08-13
3、《广州酒家（603043）：供需共振，后疫情时代龙头迎扩张良机》2020-08-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **战投引入，产能推进，厚积而薄发。**

1）公司 10 月 15 日宣布对全资子公司陶陶居食品（2019 年营收 1.2 亿，+22%；净利润 1203.5 万元，+61.7%）增资扩股引入产业战投，**预计本次战投增资不低于 2.25 亿元，交易完成后公司/战投分别持股 55%/45%**。此前，购物中心陶陶居门店以品牌授权方式由【食尚国味】运营，不排除其后续可能作为混改投资者进入，进一步优化其股权结构，以市场化机制增强盈利能力，助力餐饮门店扩张，以品牌力赋能食品制造业务。

2）产能建设持续推进，**梅州基地将优先扩建 4 条速冻产线，并有望于明年逐步释放**，进一步提升产品规模化生产效率，消费者教育逐步完成伴随省外及线上渠道扩张，速冻营收有望持续高增；月饼方面，受公司跨区域发展战略推进需求，湘潭食品生产基地一期产能逐步释放，为公司今年月饼系列产品的供应提供保障；**湘潭二期用地也已顺利拍获，预计将在 2022 年完工，达产产能计划超 2 万吨/年**。同时公司在新基地建设中将同时配套建设纵向贯通、横向集成、协同联动的数字化平台，加强跨地区基地联动，提升管控效率及控制力。

■ **盈利预测与投资评级：**基于三季报及跟踪情况调整盈利预测，我们预计公司 20-22 年总营收 34.6、45.2、56.5 亿元，同比增速分别为 14.1%、30.7%、25.0%；预计公司 20-22 年归母净利润为 4.3、5.7、7.4 亿元，同比增速分别为 12.3%、33.0%、28.1%，最新收盘价对应动态 PE 为 33、25、20 倍。长期来看，公司将持续通过改扩建方式扩充产能，梅州、湘潭生产基地相继落地将为公司产品放量提供有力支撑。在渠道端持续深化全国布局，拓展线上及省外渠道初见成效，预计未来销售规模与市占率有望持续提升，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

疫情反复带来宏观经济波动。由于国内疫情尚未结束，且国外疫情仍处爆发阶段，我国疫情仍存二次爆发可能，对宏观经济造成冲击。

月饼销售不及预期。可能存在月饼行业竞争加剧的风险，月饼行业品牌较多，在异地扩张的过程中可能遇到本土品牌竞争，销量不达预期等风险。

速冻产品推广不及预期。速冻行业对物流运输和保存要求较高，可能存在渠道扩张、产品分发不及预期的风险。

食品安全风险。公司主营的月饼、速冻等产品，以及餐饮门店均可能遇到由于卫生等问题引发的风险。

表 1：公司核心数据

单位：百万元	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	523.25	532.56	418.70	1457.26	620.19	533.28	436.33	1683.10
yoy	*4.9%*	*19.8%*	*20.8%*	*19.2%*	*18.5%*	*0.1%*	*4.2%*	*15.5%*
归母净利润	86.09	45.51	18.79	260.67	59.16	12.21	(0.818)	348.11
yoy	*-39.2%*	*17.9%*	*-4.9%*	*8.9%*	*-31.3%*	*-73.2%*	*-104.4%*	*33.5%*
扣非净利润	80.72	41.87	9.43	259.32	62.11	12.54	3.51	344.18
yoy	*-39.7%*	*10.8%*	*-41.8%*	*10.8%*	*-23.1%*	*-70.1%*	*-62.8%*	*32.7%*
毛利率	53.6%	47.1%	48.6%	58.6%	46.6%	42.5%	43.6%	55.6%
期间费用率	35.3%	35.9%	45.9%	34.9%	35.8%	39.3%	42.5%	28.3%
其中：销售费用率	20.3%	25.4%	30.4%	25.5%	23.2%	26.6%	27.5%	18.7%
管理费用率（含研发费用）	16.2%	11.2%	17.3%	9.9%	13.6%	13.5%	16.1%	9.8%
财务费用率	-1.2%	-0.7%	-1.8%	-0.5%	-1.1%	-0.8%	-1.1%	-0.1%
归母净利率	**16.5%**	**8.5%**	**4.5%**	**17.9%**	**9.5%**	**2.3%**	**-0.2%**	**20.7%**
ROE	4.52%	2.31%	0.97%	13.09%	2.74%	0.56%	-0.04%	15.42%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

pct	*-4.15%*	*0.07%*	*-0.20%*	*-0.66%*	*-1.77%*	*-1.75%*	*-1.01%*	*2.32%*
资产负债率	20.31%	16.69%	27.85%	34.21%	24.57%	23.17%	24.68%	38.33%
pct	*0.96%*	*0.72%*	*2.48%*	*-0.42%*	*4.26%*	*6.48%*	*-3.17%*	*4.12%*
存货	164.19	122.89	234.45	191.86	233.34	195.86	251.93	171.31
较上年同比增减	*33.96*	*18.06*	*57.33*	*51.78*	*69.16*	*72.98*	*17.48*	*-20.55*
存货周转天数	46.06	45.89	72.23	43.71	50.00	62.95	79.00	42.04
较上年同比增减	*2.66*	*0.42*	*5.34*	*3.50*	*3.94*	*17.06*	*6.77*	*-1.66*
应收账款	67.78	106.79	79.81	250.83	119.28	126.11	101.82	304.17
较上年同比增减	*0.44*	*19.59*	*23.05*	*70.47*	*51.50*	*19.32*	*22.02*	*53.34*
应收账款周转天数	9.59	14.75	13.96	17.86	11.12	20.71	20.52	21.55
较上年同比增减	*-1.17*	*-0.89*	*-0.15*	*1.25*	*1.53*	*5.96*	*6.56*	*3.69*
应付账款及应付票据	145.49	112.60	165.12	364.62	213.38	133.33	158.31	459.42
较上年同比增减	*23.11*	*6.14*	*42.18*	*70.26*	*67.89*	*20.73*	*-6.81*	*94.80*
预收账款	95.23	77.94	383.13	165.25	108.26	0.00	0.00	0.00
较上年同比增减	*27.83*	*17.94*	*94.85*	*-49.92*	*13.03*	*-77.94*	*-383.13*	*-165.25*
经营性现金流净额	476.02	(41.27)	233.13	727.49	481.38	(85.15)	(79.55)	995.24
较上年同比增减	*0.13*	*0.38*	*0.34*	*-0.06*	*0.01*	*1.06*	*-1.34*	*0.37*
筹资性现金流净额	(141.38)	-	(159.78)	(159.48)	(159.69)	99.80		(23.31)
较上年同比增减	*-1.33*		*0.12*	*0.13*	*0.13*			*-0.85*
资本开支	104.64	53.85	163.06	114.10	60.05	44.03	50.63	83.63
较上年同比增减	*1.89*	*0.27*	*12.65*	*-0.18*	*-0.43*	*-0.18*	*-0.69*	*-0.27*

数据来源：wind，东吴证券研究所；

注：经营及筹资现金流为当年内累积值。

表 2：经营数据拆分（季度）

单位：万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
按产品分							
月饼系列产品	453	2,968	102,914	12,862	931	987	122,439
yoy	*27.5%*	*130.2%*	*14.9%*	*2.0%*	*105.3%*	*-66.7%*	*19.0%*
速冻食品	14,985	10,970	13,930	15,439	22,444	20,231	17,742
yoy	*32.7%*	*11.4%*	*51.1%*	*44.5%*	*49.8%*	*84.4%*	*27.4%*
其他产品	18,664	11,594	11,920	15,895	20,961	12,998	12,697
yoy	*17.3%*	*18.2%*	*45.7%*	*31.2%*	*12.3%*	*12.1%*	*6.5%*
餐饮	18,365	15,372	16,173	16,771	8,429	8,497	14,709
yoy	*12.1%*	*16.4%*	*12.4%*	*4.0%*	*-54.1%*	*-44.7%*	*-9.1%*
按渠道分							
直接销售	28,928	23,662	56,703	30,668	22,190	17,007	69,539

yoy	*15.0%*	*22.3%*	*13.7%*	*29.5%*	*-23.3%*	*-28.1%*	*22.6%*
经销	23,540	17,242	88,234	30,299	30,576	25,703	98,049
yoy	*25.3%*	*16.5%*	*23.4%*	*8.8%*	*-29.9%*	*49.1%*	*11.1%*
按区域分							
广东省内	46,974	35,509	104,575	58,824	44,453	37,541	119,479
yoy	*17.3%*	*18.0%*	*12.1%*	*20.4%*	*-5.4%*	*5.7%*	*14.3%*
经销商（个）	340				496	478	560
新增	24				32	29	85
减少	27				15	20	3
境内广东省外	5,022	4,123	39,251	1,577	7,399	4,246	47,123
yoy	*52.0%*	*38.0%*	*43.6%*	*-23.0%*	*47.3%*	*3.0%*	*20.1%*
经销商（个）	155				168	179	256
新增	7				6	12	81
减少					39	1	4
境外	473	1,272	1,112	567	913	923	986
yoy	*-22.4%*	*17.6%*	*37.0%*	*-8.8%*	*93.1%*	*-27.4%*	*-11.3%*
经销商（个）	10				14	18	18
新增					0	4	-
减少					1	-	-
经销商合计（个）	505				651	675	834
新增	31				38	45	166
减少	39				55	21	7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：经营数据拆分

单位：万元	2018H1	2019H1	2020H1	2018Q1-3	2019Q1-3	2020Q1-3	2018	2019
按产品分								
月饼系列产品	1,645	3,421	1,918	91,234	106,335	124,357	103,842	119,197
yoy		*108.0%*	*-43.9%*		*16.6%*	*16.9%*	*15.7%*	*14.8%*
速冻食品	21,142	25,955	42,674	30,358	39,885	60,416	41,044	55,324
yoy		*22.8%*	*64.4%*		*31.4%*	*51.5%*	*29.9%*	*34.8%*
其他产品	25,723	30,259	33,956	33,959	42,179	46,654	46,018	58,074
yoy		*17.6%*	*12.2%*		*24.4%*	*10.6%*	*16.3%*	*26.2%*

餐饮	29,590	33,737	16,927	43,974	49,910	31,636	60,101	66,682
yoy		*14.0%*	*-49.8%*		*13.5%*	*-36.6%*	*7.5%*	*11.0%*
按渠道分								
直接销售	44,513	52,590	39,196	94,374	109,293	108,735	118,060	139,961
yoy		*18.1%*	*-25.5%*		*15.8%*	*-0.5%*	*11.1%*	*18.6%*
经销	33,587	40,782	56,279	105,096	129,017	154,328	132,946	159,316
yoy	*19.2%*	*21.4%*	*38.0%*		*22.8%*	*19.6%*	*20.3%*	*19.8%*
按区域分								
广东省内	70,117	82,483	81,994	163,375	187,058	201,473	212,213	245,882
yoy		*17.6%*	*-0.6%*		*14.5%*	*7.7%*	*11.0%*	*15.9%*
经销商（个）		377	478		434	560		452
新增		61	61		142	146		163
减少		27	35		51	38		54
境内广东省外	6,292	9,145	11,645	33,621	48,395	58,768	35,669	49,972
yoy		*45.3%*	*27.3%*		*43.9%*	*21.4%*	*54.2%*	*40.1%*
经销商（个）		171	179	0	207	256		201
新增		23	18		75	99		80
减少		12	40		28	44		39
境外	1,691	1,744	1,836	2,502	2,856	2,822	3,124	3,423
yoy		*3.2%*	*5.3%*		*14.2%*	*-1.2%*	*20.3%*	*9.6%*
经销商（个）		10	18		15	18		15
新增		-	4		6	4		6
减少		-	1		1	1		1
经销商合计（个）		558	675	117	656	834		668
新增		84	83		223	249		249
减少		39	76		80	83		94

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广州酒家三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,726**	**1,948**	**2,681**	**3,083**
现金	1,296	1,622	2,067	2,531
应收账款	119	63	205	127
存货	233	217	298	339
其他流动资产	78	46	111	86
非流动资产	**1,206**	**1,307**	**1,412**	**1,476**
长期股权投资	12	17	22	27
固定资产	616	721	811	885
在建工程	266	253	242	234
无形资产	146	189	231	228
其他非流动资产	166	127	106	103
资产总计	**2,932**	**3,255**	**4,093**	**4,559**
流动负债	**651**	**677**	**1,074**	**987**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	213	209	312	330
其他流动负债	437	467	762	657
非流动负债	**70**	**57**	**61**	**60**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	70	57	61	60
负债合计	**720**	**733**	**1,135**	**1,047**
少数股东权益	22	22	21	20
归属母公司股东权益	2,189	2,500	2,938	3,492
负债和股东权益	**2,932**	**3,255**	**4,093**	**4,559**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	481	599	738	742
投资活动现金流	-268	-181	-196	-145
筹资活动现金流	-160	-92	-97	-132
现金净增加额	54	326	445	464
折旧和摊销	67	91	107	96
资本开支	391	112	95	61
营运资本变动	41	131	109	-24

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,029**	**3,457**	**4,518**	**5,649**
减:营业成本	1,431	1,729	2,113	2,610
营业税金及附加	27	34	44	55
营业费用	779	821	1,193	1,486
管理费用	300	338	447	568
财务费用	-26	-30	-39	-49
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	6	15	15	15
其他收益	3	10	10	10
营业利润	**466**	**521**	**695**	**891**
加:营业外净收支	1	4	4	4
利润总额	**467**	**525**	**699**	**895**
减:所得税费用	84	94	126	161
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	**384**	**432**	**574**	**735**
EBIT	428	482	643	826
EBITDA	495	573	750	922

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.95	1.07	1.42	1.82
每股净资产(元)	5.42	6.19	7.27	8.64
发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
ROIC(%)	15.8%	15.6%	17.8%	19.2%
ROE(%)	17.3%	17.1%	19.4%	20.9%
毛利率(%)	52.8%	50.0%	53.2%	53.8%
销售净利率(%)	12.7%	12.5%	12.7%	13.0%
资产负债率(%)	24.6%	22.5%	27.7%	23.0%
收入增长率(%)	19.4%	14.1%	30.7%	25.0%
净利润增长率(%)	0.1%	12.3%	33.0%	28.1%
P/E	37.44	33.33	25.06	19.56
P/B	6.57	5.75	4.90	4.12
EV/EBITDA	26.52	22.37	16.48	12.91

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn