

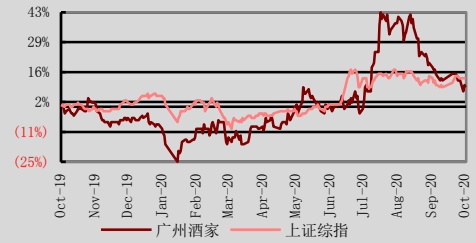
603043.SH

买入

市场价格：人民币 34.42

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.5	(7.6)	5.0	8.6
相对上证指数	5.7	(7.8)	4.9	(4.5)

发行股数(百万)	404
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	13,906
3 个月日均交易额(人民币 百万)	214
净负债比率(%)(2020E)	(53)
主要股东(%)	
广州市人民政府国有资产监督管理委员会	68

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 10 月 21 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料:食品加工

证券分析师：毕翘楚
(8610)83949415
qiaochu.bi@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520040001

证券分析师：汤玮亮
(86755)82560506
weiliang.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

广州酒家

“食品+餐饮”协同发展，老品牌焕发新活力

老字号企业迎来发展机遇，广州酒家首次覆盖报告。

支撑评级的要点

- **中华老字号企业，“食品+餐饮”协同发展。**公司始创于 1935 年，经过多年的“食品+餐饮”双轮驱动协同发展已成为深具岭南特色的大型集团，享有“食在广州第一家”的美誉。公司收入、利润均以食品制造为主，月饼具有季节性，上半年疫情对餐饮影响较大。
- **收购陶陶居，确立三大品牌，继续聚焦“食品+餐饮”主业；公司拟通过陶陶居引进战略投资者，有望实现国企混改。**对陶陶居收购的完成利于公司继续聚焦“食品+餐饮”主业，落实食品和餐饮两大主业板块多品牌、差异化拓展。2020 年 10 月 15 日公告，公司拟通过对全资子公司陶陶居以增资扩股方式引入战略投资者，预计增资不低于 2.25 亿元，完成增资扩股后，公司在陶陶居公司的持股比例为 55%，战略投资者在陶陶居公司的持股比例为 45%。我们判断此次引入战略投资者，有望实现国企混改。**同时，公司三大品牌确立：广州酒家传统老字号、陶陶居年轻化、粮丰园差异化，共同打造餐饮板块谋发展。**
- **短期看月饼爆发+速冻高增长+腊味支持，长期看“食品+餐饮”协同发展。**今年国庆、中秋双节联过，上半年压抑的礼赠需求有望爆发，同时，经销商在疫情期间更加谨慎，选择抗风险能力强的“大品牌”，我们判断今年月饼有望实现高增长。速冻梅州基地将于今年底落成投产，建成全部投产后，将贡献 2.4 万吨的产能，比现有速冻产能增长接近 1 倍，速冻产能将对销售增长形成有力支撑。长期：“食品+餐饮”协同发展，老品牌焕发新活力。

估值

- 我们预测广州酒家 20-22 年 EPS 为 1.09、1.44、1.77 元，同比+15%、31%、23%。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 员工激励机制有待加强；食品安全风险；项目达产不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	2,537	3,029	3,384	4,284	5,258
变动(%)	16	19	12	27	23
净利润(人民币 百万)	384	384	441	580	716
全面摊薄每股收益(人民币)	0.950	0.951	1.092	1.436	1.772
变动(%)	12.8	0.1	14.9	31.4	23.4
全面摊薄市盈率(倍)	36.2	36.2	31.5	24.0	19.4
价格/每股现金流量(倍)	60.7	30.7	22.4	17.4	14.5
每股现金流量(人民币)	0.57	1.12	1.54	1.97	2.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	23.4	21.1	15.9	12.6
每股股息(人民币)	0.400	0.300	0.345	0.453	0.559
股息率(%)	1.2	0.9	1.0	1.3	1.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

中华老字号企业，“食品+餐饮”协同发展

公司始创于 1935 年，经过多年的“食品+餐饮”双轮驱动协同发展已成为深具岭南特色的大型集团，享有“食在广州第一家”的美誉。

（1）食品制造业务：以“广州酒家”、“陶陶居”、“利口福”、“秋之风”、“粮丰园”等多个品牌为依托，从事月饼系列产品、速冻食品、腊味、饼酥、西点等品类的研发、生产与销售，已在广东广州、梅州、茂名及湖南湘潭等地设立食品生产基地，通过跨区域产能联动，推动市场以粤港澳大湾区为据点向华中以及华东等地区辐射延伸。

（2）餐饮服务业务：立足于经典粤菜文化精髓的基础上，通过研发和创新，将传统技艺与现代烹饪技术相糅合，推出多元化的菜品满足市场需求。公司所属餐饮品牌“广州酒家”、“陶陶居”、“天极品”、“星樾城”在市场中享有较高知名度，深受消费者喜爱。截至目前，拥有餐饮直营店 18 家。

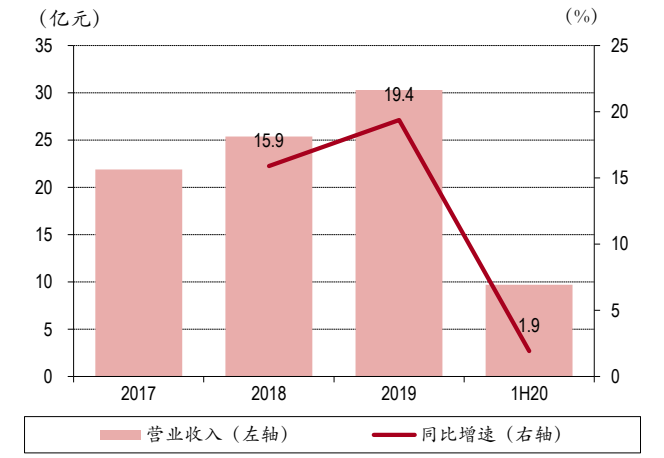
图表 77. 广州酒家品牌



资料来源：广州酒家官网，中银证券

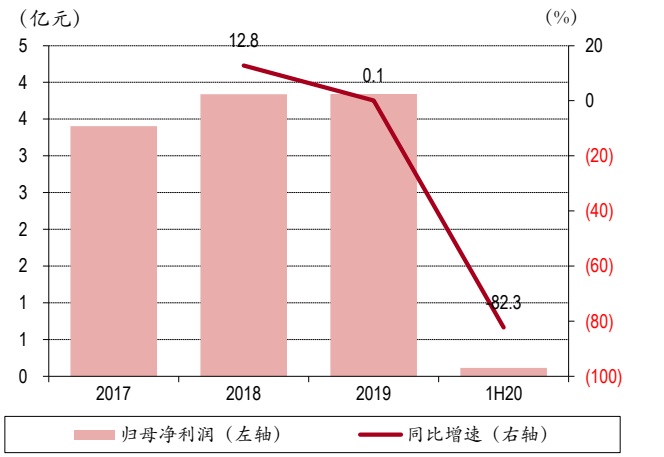
公司收入、利润均以食品制造为主，月饼具有季节性，上半年疫情对餐饮影响较大。从收入构成来看，公司食品制造占比 80%左右，餐饮占 20%：食品制造中，以月饼为主，占总收入比例的 40%，速冻占比 19%，其他占 22%。从利润构成来看，月饼由于毛利率较高贡献了接近一半的利润，速冻、其他产品、餐饮分别占 13%、27%、13%。年初的疫情对公司餐饮业务影响较大，上半年餐饮下滑 50%，但速冻增长 64%，对收入大幅贡献。

图表 78. 2017-1H20 营业收入及同比增速



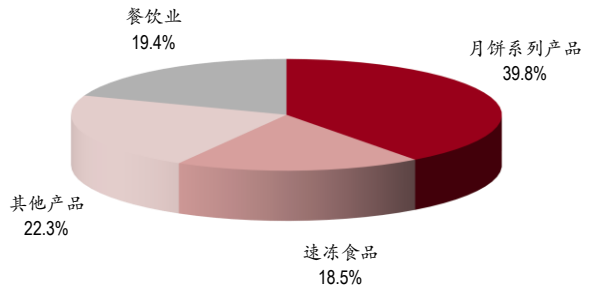
资料来源：公司公告，中银证券

图表 79. 2017-1H20 归母净利润及同比增速



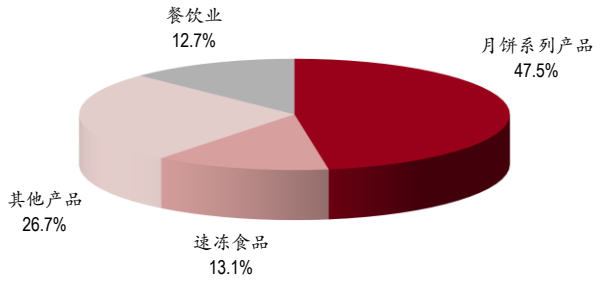
资料来源：公司公告，中银证券

图表 80. 主营业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

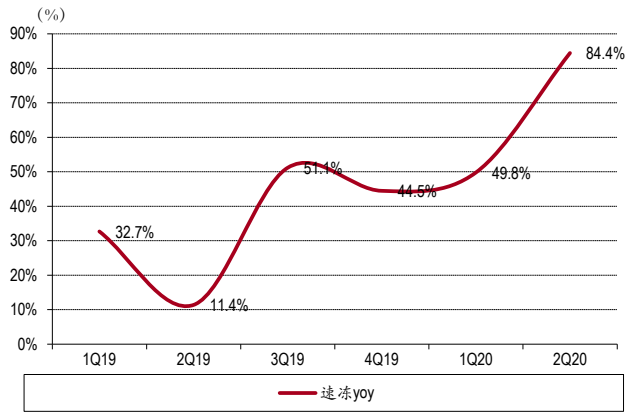
图表 81. 主营业务毛利润占比



资料来源：公司公告，中银证券

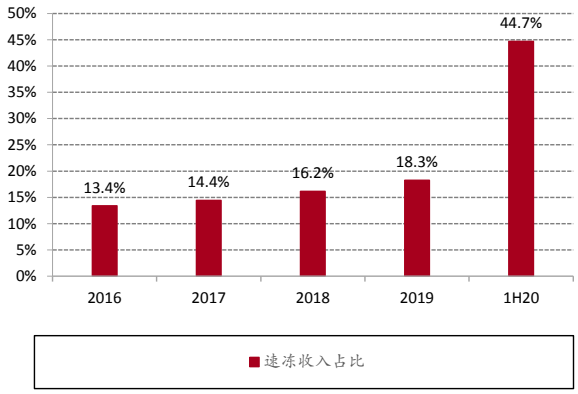
速冻是公司近年培育板块，专注“广式速冻”的研发和生产，实质上是广州酒家餐饮的延伸，主要在超市和公司直营门店售卖，自 19 年起（除 2Q19 外）维持超过 30%以上的速增长。其出厂价高于其他速冻企业（是三全的 2 倍），具有产品、品牌的壁垒。

图表 82. 速冻产品收入高速增长



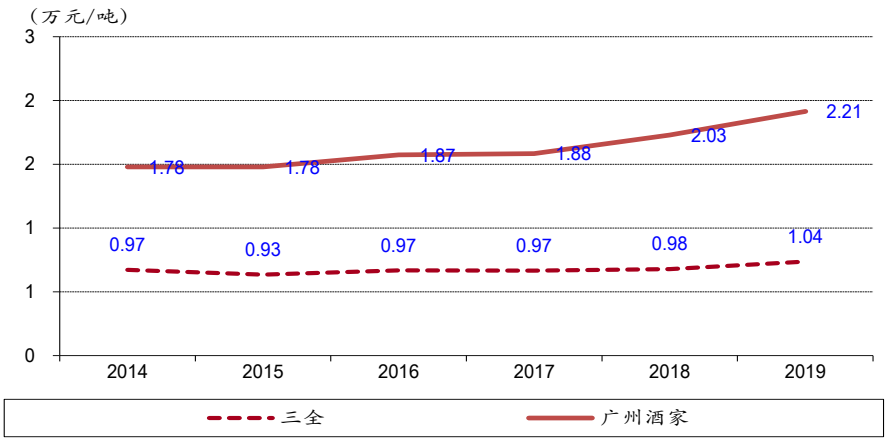
资料来源：公司公告，中银证券

图表 83. 速冻业务占比不断提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 84. 广州酒家速冻出厂价格是三全的 2 倍

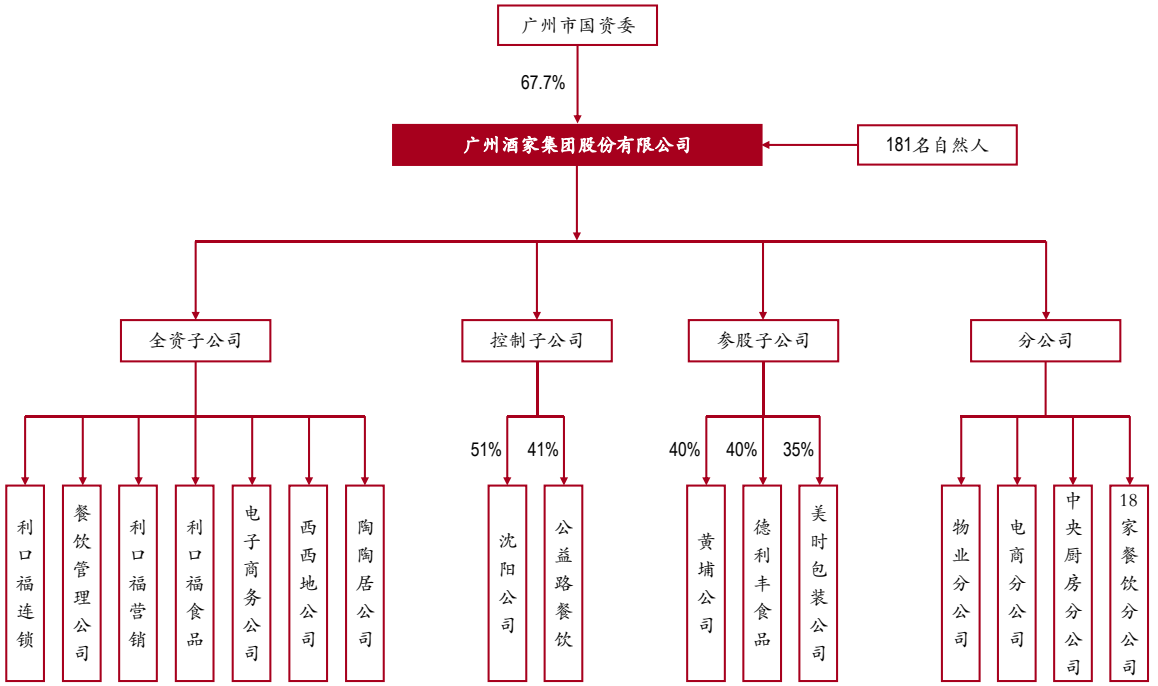


资料来源：公司公告，中银证券

广州市国资委控股，公司核心人员股权绑定

广州市国资委控股，181 名自然人股东持股，公司核心人员股权绑定。公司 2005 年由广州市国资委和 181 名自然人发起设立。2018 年公司推出股权激励计划，股票期权的行权条件为：2019 年至 2021 年公司各年度实现的营业收入和扣非归母净利润环比增长率均不低于（含）10%，19 年利润未达到激励目标，20 年初更换总经理由赵利平担任，后续不排除新激励计划的可能。

图表 85. 广州酒家股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

聚焦“食品+餐饮”，有望通过陶陶居实现国企混改

2019 年 7 月 29 日，公司与广州国有资产管理集团有限公司签订了《股权转让协议书》，公司以自有资金人民币 1.998 亿元收购陶陶居 100%股权。

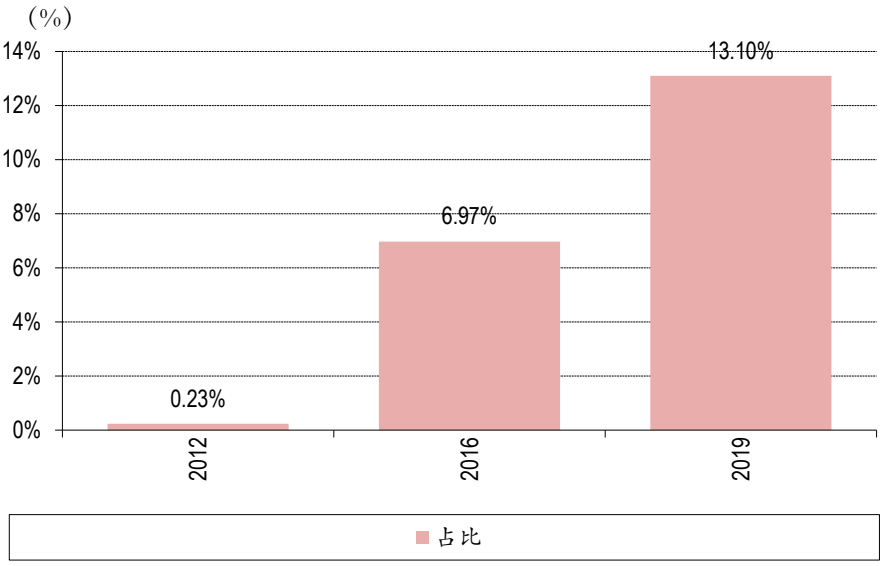
对陶陶居收购的完成利于公司继续聚焦“食品+餐饮”主业，落实食品和餐饮两大主业板块多品牌、差异化拓展，以进一步完善产业布局。在此次收购前，陶陶居公司在月饼和手信产品上已具备一定市场的基础，餐饮业务也具有较好的发展势头和空间，作为另一大老字号品牌，其品牌力和渠道和公司产生协同效应，形成优势互补。利于增强公司市场竞争力和提升公司效益，促进公司可持续发展，为股东带来长期、稳定及丰厚的回报。**同时，公司三大品牌确立：广州酒家传统老字号、陶陶居年轻化、粮丰园差异化，共同打造餐饮板块谋发展。**

2020 年 10 月 15 日公告，公司拟通过对全资子公司陶陶居以增资扩股方式引入战略投资者，预计增资不低于 2.25 亿元，完成增资扩股后，公司在陶陶居公司的持股比例为 55%，战略投资者在陶陶居公司的持股比例为 45%。**我们判断此次引入战略投资者，有望实现国企混改。**

短期看月饼爆发+速冻高增长+腊味支持，长期看“食品+餐饮”协同发展

今年国庆、中秋双节联过，上半年压抑的礼赠需求有望爆发，同时，经销商在疫情期间更加谨慎，选择抗风险能力强的“大品牌”。公司跟阿里深度合作，线上基因足，品牌兼具年轻化，我们判断今年月饼有望实现高增长。据京东数据，截止 9 月 15 日，京东平台整体月饼销量同比 19 年超+125%；重点品牌如稻香村、美心、广州酒家销售均达到去年同期 2 倍以上。虽然公司线上主要渠道在天猫，但京东数据可判断今年线上爆发。公司凭借“老字号”品牌跟阿里系深度合作，线上年轻基因充足。2012 年，电商初创时期，全年销售收入为 302.71 万元，占同期公司主营业务收入的 0.23%。2016 年，公司电商销售收入达 1.3 亿，占同期公司主营业务收入的 6.97%。2019 年公司线上收入 4.0 亿元，占比 13.1%。

图表 86. 月饼线上占比



资料来源：公司公告，中银证券

短期：速冻梅州基地将于今年底落成投产，建成全部投产后，将贡献 2.4 万吨的产能，比现有速冻产能增长接近 1 倍，速冻产能将对销售增长形成有力支撑。

长期：“食品+餐饮”协同发展，老品牌焕发新活力。

图表 87.食品制造产能汇总（万吨/年）

万吨	产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IPO 募投项目	月饼	0.03	0.06	0.12	0.18	0.22	0.22	0.22
	速冻	0.15	0.36	0.59	0.70	0.70	0.70	0.70
	腊味	0.06	0.10	0.15	0.18	0.20	0.20	0.20
	其他	0.15	0.40	0.77	1.25	1.43	1.43	1.43
	募投合计	**0.40**	**0.92**	**1.64**	**2.31**	**2.55**	**2.55**	**2.55**
梅州一期	速冻				1.44	1.92	2.40	2.40
湘潭一期	月饼			0.12	0.16	0.20	0.20	0.20
	馅料（蓉口）			0.36	0.48	0.60	0.60	0.60
	湘潭合计			**0.48**	**0.64**	**0.80**	**0.80**	**0.80**

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测和投资评级

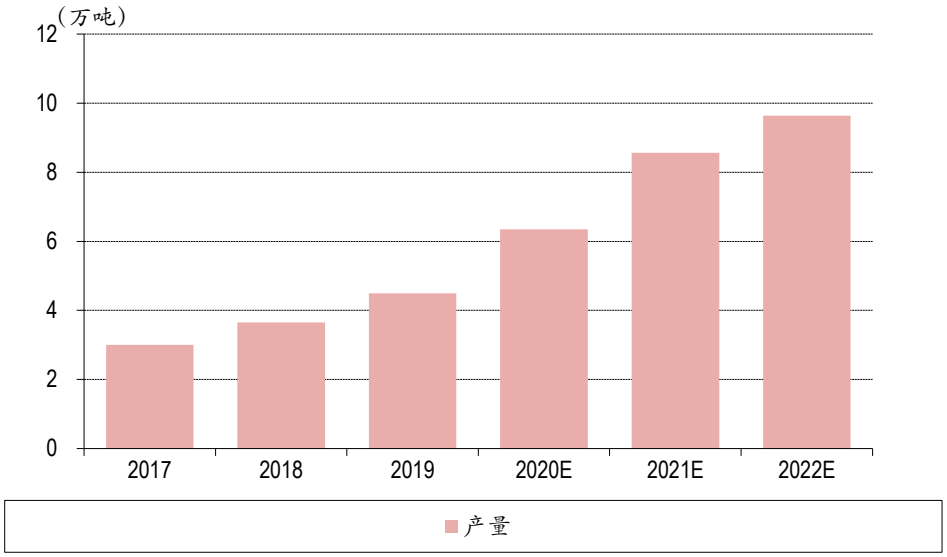
关键假设

基于前文的分析，我们对广州酒家未来盈利情况进行了如下假设：

1、公司主营业务收入分为食品制造和餐饮两个板块，其中食品制造包含月饼、速冻、腊味、蛋糕西点等，餐饮集中在广州和深圳。

2、食品制造业务的产能扩张以公司披露信息匡算，年产 2.4 万吨梅州项目计划于 20 年底逐步投产，速冻产能将增加一倍左右。湘潭一期自 19 年底开始投产，主要为月饼及馅料，20 年月饼新增产能由湘潭贡献。预计到 22 年，公司产量将达到 9.6 万吨。

图表 88. 广州酒家 20-22 年产量快速增加



资料来源：公司公告，中银证券

3、食品制造业务，上游原材料价格稳定，我们预计 2020-2022 年原材料对成本影响不大，产品平均单价随物价上涨。毛利率随产品结构调整和规模效应增大相应增加。

4、餐饮业务，今年受疫情影响较大，我们预计全年下滑 21%，21-22 年增长 20%和 10%。

5、整体费用率均维持稳定，销售费用率 20-21 年分别为 25.6%和 25%，管理费用率分别为 9.91%、9.20%，研发费用率和财务费用率保持不变。

6、公司所得税率不变，维持 2019 年 17.9%。

图表 89. 广州酒家收入预测表

（亿元）		2018	2019	2020E	2021E	2022E
食品制造业务	营业收入（亿元）	19.09	23.26	28.17	36.08	45.14
	yoy（%）	18.6	21.8	21.1	28.1	25.1
	毛利率（%）	51.5	49.3	48.7	47.9	48.1
餐饮业务	营业收入（亿元）	6.01	6.67	5.27	6.32	6.95
	yoy（%）	7.5	10.9	(21.0)	20.0	10.0
	毛利率（%）	62.7	62.6	61.0	62.6	63.0
合计（内生增长）	营业总收入（亿元）	25.37	30.29	33.84	42.84	52.58
	yoy（%）	15.9	19.4	11.7	26.6	22.7
	毛利率（%）	54.7	52.8	51.1	50.5	50.5

资料来源：万得，中银证券

相对估值和投资评级

我们从A股食品饮料行业速冻公司中选取另外4家公司进行估值对比，2020年PE中位值为60.8x，2021年为58.4x，广州酒家均低于行业中位值。

图表90.可比公司估值表

公司简称	股价	市值	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
	(元)	(亿元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
广州酒家	34.42	139.1	0.95	1.09	1.44	36.2	31.5	24.0
安井食品	180.5	427.2	1.62	1.94	2.53	111.4	93.1	71.5
三全食品	34.5	275.7	0.27	0.57	0.59	127.8	60.8	58.4
海欣食品	8.98	43.2	0.01	0.18	0.23	632.4	50.0	39.0
惠发食品	20.93	35.2	0.04	-	-	523.3	-	-

资料来源：万得，中银证券

注：安井食品、广州酒家、海欣食品EPS为中银证券预测，其他可比公司EPS为万得一致预期，收盘价截止2020年10月21日

我们预测广州酒家2020-2022年收入分别达到34亿、43亿、53亿，同比增长12%、27%、23%。对应净利润4.4亿、5.8亿、7.2亿，增速+15%、31%、23%。首次覆盖给予***买入***评级。

风险提示

员工激励机制有待加强；食品安全风险；项目达产不及预期。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	2,537	3,029	3,384	4,284	5,258
销售成本	(1,177)	(1,458)	(1,684)	(2,156)	(2,651)
经营费用	(859)	(1,032)	(1,103)	(1,350)	(1,653)
息税折旧前利润	501	539	597	778	954
折旧及摊销	33	47	99	115	131
经营利润(息税前利润)	469	492	498	662	823
净利息收入/(费用)	23	26	18	22	27
其他收益/(损失)	17	7	7	7	7
税前利润	460	466	535	704	869
所得税	(81)	(84)	(96)	(126)	(156)
少数股东权益	1	1	1	1	1
净利润	384	384	441	580	716
核心净利润	384	384	441	580	716
每股收益 (人民币)	0.950	0.951	1.092	1.436	1.772
核心每股收益 (人民币)	0.950	0.951	1.092	1.436	1.772
每股股息 (人民币)	0.400	0.300	0.345	0.453	0.559
收入增长(%)	16	19	12	27	23
息税前利润增长(%)	21	5	1	33	24
息税折旧前利润增长(%)	20	8	11	30	23
每股收益增长(%)	13	0	15	31	23
核心每股收益增长(%)	13	0	15	31	23

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,565	1,342	1,395	1,618	1,945
应收帐款	88	151	168	213	261
库存	164	233	270	345	425
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,817	1,726	1,833	2,177	2,632
固定资产	483	616	946	1,234	1,521
无形资产	95	146	138	131	124
其他长期资产	108	444	449	454	459
长期资产总计	686	1,206	1,533	1,819	2,104
总资产	2,503	2,932	3,366	3,996	4,736
应付帐款	145	213	247	316	388
短期债务	0	0	1	1	1
其他流动负债	331	437	498	625	765
流动负债总计	477	651	745	941	1,154
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	32	70	108	145	183
股本	404	404	404	404	404
储备	1,545	1,785	2,087	2,484	2,974
股东权益	1,949	2,189	2,491	2,888	3,378
少数股东权益	45	22	22	21	20
总负债及权益	2,503	2,932	3,366	3,996	4,736
每股帐面价值 (人民币)	4.83	5.42	6.17	7.15	8.36
每股有形资产 (人民币)	4.59	5.06	5.82	6.82	8.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.08)	(3.21)	(3.32)	(3.84)	(4.61)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	460	466	535	704	869
折旧与摊销	33	47	99	115	131
净利息费用	(23)	(26)	(17)	(21)	(26)
运营资本变动	(7)	(63)	(18)	(45)	(48)
税金	(75)	(81)	(93)	(123)	(152)
其他经营现金流	(158)	110	115	167	183
经营活动产生的现金流	229	452	621	797	957
购买固定资产净值	(299)	(391)	(400)	(350)	(350)
投资减少/增加	6	337	6	6	6
其他投资现金流	291	(124)	(42)	(61)	(75)
投资活动产生的现金流	(1)	(179)	(436)	(405)	(419)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(97)	22	1	0	0
支付股息	(162)	(121)	(139)	(183)	(226)
其他融资现金流	(162)	(121)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(420)	(220)	(139)	(183)	(226)
现金变动	(192)	53	47	210	312
期初现金	1,434	1,242	1,296	1,342	1,552
公司自由现金流	228	274	185	393	538
权益自由现金流	109	270	169	371	512

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.8	17.8	17.6	18.2	18.1
息税前利润率(%)	18.5	16.3	14.7	15.5	15.6
税前利润率(%)	18.1	15.4	15.8	16.4	16.5
净利率(%)	15.1	12.7	13.0	13.5	13.6
流动性					
流动比率(倍)	3.8	2.7	2.5	2.3	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(62.3)	(58.6)	(53.4)	(53.3)	(54.8)
速动比率(倍)	3.5	2.3	2.1	1.9	1.9
估值					
市盈率 (倍)	36.2	36.2	31.5	24.0	19.4
核心业务市盈率(倍)	36.2	36.2	31.5	24.0	19.4
市净率 (倍)	7.1	6.4	5.6	4.8	4.1
价格/现金流 (倍)	60.7	30.7	22.4	17.4	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	23.4	21.1	15.9	12.6
周转率					
存货周转天数	21.2	24.0	27.1	26.2	26.7
应收帐款周转天数	12.1	14.4	17.2	16.2	16.5
应付帐款周转天数	19.3	21.6	24.8	24.0	24.4
回报率					
股息支付率(%)	42.1	31.6	31.6	31.6	31.6
净资产收益率 (%)	21.0	18.6	18.9	21.6	22.8
资产收益率 (%)	16.7	14.9	13.0	14.8	15.5
已运用资本收益率(%)	25.3	23.4	21.1	24.4	26.1

资料来源：公司公告，中银证券预测