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 年 08 月 28 日

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,029	3,579	4,769	6,053
同比（%）	19.4%	18.2%	33.2%	26.9%
归母净利润（百万元）	384	432	618	810
同比（%）	0.1%	12.5%	43.1%	31.1%
每股收益（元/股）	0.95	1.07	1.53	2.01
P/E（倍）	44.80	39.83	27.84	21.24

事件：公司发布 20 年中报，1H20 总营收 9.69 亿元（+1.9%），归母净利 0.11 亿元（-82.3%），扣非归母净利 0.16 亿元（-68.7%）。

■ **1H20 业绩整体承压，Q2 营收环比改善。**公司上半年营收 9.69 亿元（+1.9%），归母净利 0.11 亿元（-82.3%），非经常性损益 465.4 万，较上年同期增加 1765.88 万，扣非归母净利 0.16 亿元（-68.7%）；20Q2 单季营收 436.33 万（+4.2%），归母净利-81.8 万（-104.4%），扣非归母净利 351 万（-62.8%），利润端承压主要由于餐饮业务亏损/停工非常损失 643.3 万/对外捐赠 233.4 万/费用投入增加。

■ **速冻营收超预期，预计粽子销量良好，餐饮复苏持续。**

1）20 年上半年公司食品制造业务受益于速冻&其他产品增长，营收 7.85 亿（+31.7%）。分品类看，上半年主力业务速冻食品持续受益“宅”经济延续高增长态势，上半年实现营收 4.27 亿（+64.41%），Q2 单季营收 2.02 亿（+84.4%，增速环比+34.6pct），超市场预期；其他产品营收 3.40 亿（+12.22%），Q2 营收 1.3 亿（+12.1%），预计与端午粽子销售情况良好有关；月饼产品 1H20 营收 1918.15 万（-43.93%），Q2 单季营收 987 万（-66.7%），截至 6 月末公司尚未启动月饼预收款工作；

2）公司餐食收入主要集中 Q1，上半年餐饮营收 1.69 亿（-49.83%）；Q2 营收 8497 万（-44.7%，环比 Q1+9.4pct），复苏持续；同时上半年公司积极开展外卖业务，改造 2 家大店并新设华夏路门店，当前直营门店 18 家。

■ **经销收入高增，期待渠道拓展打开月饼市场。**

1）上半年直销渠道销售额 3.92 亿元（-25.5%），Q2 增速-28.1%，环比 Q1-4.8pct，预计与疫情及公司独立设置连锁公司进行门店整合有关，目前利口福食品连锁门店超过 160 家；经销渠道销售收入 5.63 亿元（+38%），Q2 同增 49.1%，增速环比增长 19.2pct，主要与速冻收入高增长有关；Q1 新增经销商 38 个、Q2 新增 45 个（上半年共新增 83 个），经销商发展加速，截止 1H20 经销商共 675 个（较 19 年底增加 7 家）；

2）上半年省内销售额 8.2 亿元（-0.6%），Q2 省内收入同增 6%（Q1 为-5.4%），省内市场稳健发展；境内省外上半年销售额 1.16 亿元（+27.3%），预计受益于线上销售。由于疫情上半年增加的经销商中 26 家为省内经销商，Q1 和 Q2 分别净增境内省外经销商-33、11 个，至 1H20 境内省外经销商达到 179 个（占比 27%），预计下半年月饼旺季省外经销商数量将持续提升。

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)	42.60
一年最低/最高价	23.73/47.56
市净率(倍)	8.26
流通 A 股市值(百万元)	17210.24

基础数据

每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	24.68
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）：微量常规减持无碍经营，龙头战略扩张持续》2020-08-13

2、《广州酒家（603043）：供需共振，后疫情时代龙头迎扩张良机》2020-08-04

3、《广州酒家（603043）：19 年稳健经营，20Q1 承压显著，静待消费复苏》2020-04-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **毛利率因产品结构调整下滑，费用投入影响短期利润。**

1）公司 1H20 整体毛利率达 42.98%（-4.80pct），Q2 毛利率下滑-4.99pct，主要与疫情下餐饮业务承压，低毛利速冻收入占比提升有关；

2）上半年销售费用率受益疫情下营销支出减少，达 27.05%（-0.54pct），20Q2 为 27.54%(-2.86pct)；管理费用率 1H20 为 12.34%(+0.70pct)，20Q2 环比+2.12pct，主要系人工成本、租金及折旧摊销费用增加，其中人工成本 0.63 亿元，同时公司新设速冻产线，推进梅州基地与门店建设，固定资产较上年同期+113.1%；财务费用率 1H20 为-0.97%（+0.21pct），20Q2 为-1.12%（+0.68pct），主要是汇兑损失、其他财务费用下降所致；

3）1H20 公司经营性现金流净额-7955.2 万（-134.1%），新增 1 亿元疫情专项借款用于短期经营，保障现金流稳定。

■ **产能推进持续，厚积而薄发。**19 年底茂名工厂速冻产线、湘潭工厂双双投产，为 1H20 食品制造业务提供有效支撑。速冻方面，公司梅州基地一期建设稳步推进，预计有望于 20 年底建成，进一步提升产品规模化生产效率，充分支撑省外及线上增长空间；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：**

➢ **从需求端来看**：**1）月饼业务**受益疫情行业供给收缩，在礼品消费需求旺盛叠加中秋国庆双节拉长消费需求，公司或将承接更多 B 端及 C 端订单，我们预计月饼全年营收有望达到 15.6 亿（+30.7%）；**2）速冻业务**受益宅经济下居家消费，需求激增且有望保持较高增长，预计全年增长将达到 42.4%；**3）其他食品业务**多元化发展，叠加消费者教育逐步完成，预计未来将持续贡献新增量；**4）下半年疫情形势向好，预计餐饮业务也将逐渐复苏**，有望于 Q4 前恢复至同期正常水平。

➢ **从供给端来看**：1）公司未来三年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。预计月饼/速冻产能 19-22 年复合增速达 24.0%/27.5%，产销率将维持 95%以上水平；2）疫情催化下广州酒家有望进一步提升市占率。同时，公司省外经销商渠道培育情况良好，凭借省外月饼生产基地，发力华中、华东等地月饼市场或打开全新成长空间。

基于短期内月饼业务高增长、速冻表现亮眼且餐饮逐步复苏，长期公司持续深化全国布局，销售规模与市占率有望双升等假设，并根据中报调整盈利预测，我们预计公司 20-22 年总营收 35.8、47.7、60.5 亿元，同比增速分别为 18.2%、33.2%、26.9%；预计公司 20-22 年归母净利润为 4.32、6.18、8.10 亿元，同比增速分别为 12.5%、43.1%、31.1%，最新收盘价对应动态 PE 为 40、28、21 倍，当前时点我们认为广州酒家估值仍具较大提升空间，全国月饼龙头未来可期，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：收入分部预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
月饼（百万元）	**1,191.97**	**1,558.42**	**2,027.35**	**2,677.85**
yoy	*14.79%*	*30.74%*	*30.09%*	*32.09%*
产量(吨)	12,544.96	15,610.95	19,360.64	24,149.49
yoy	*8.45%*	*24.44%*	*24.02%*	*24.74%*
销量(吨)	11,916.33	15,579.73	19,302.55	24,052.89
yoy	*3.55%*	*30.74%*	*23.90%*	*24.61%*
产销率	*94.99%*	*99.80%*	*99.70%*	*99.60%*
单价（元/kg）	100.03	100.03	105.03	111.33
yoy	*10.85%*	*0.00%*	*5.00%*	*6.00%*
速冻（百万元）	**553.24**	**787.93**	**1,025.71**	**1,178.57**
yoy	*34.79%*	*42.42%*	*30.18%*	*14.90%*
产量(吨)	25,576.17	34,702.44	44,304.57	49,931.25
yoy	*24.13%*	*35.68%*	*27.67%*	*12.70%*
销量(吨)	24,971.84	34,528.92	43,640.00	48,682.97
yoy	*23.56%*	*38.27%*	*26.39%*	*11.56%*
产销率	*97.64%*	*99.50%*	*98.50%*	*97.50%*
单价（元/kg）	22.15	22.82	23.50	24.21
yoy	*9.09%*	*3.00%*	*3.00%*	*3.00%*
其他食品（百万元）	**580.74**	**679.46**	**815.36**	**978.43**
yoy	*26.20%*	*17.00%*	*20.00%*	*20.00%*
餐饮（百万元）	**666.82**	**368.73**	**693.46**	**759.63**
yoy	*10.95%*	*-44.70%*	*88.07%*	*9.54%*
门店数	22	21	23	25
单店收入（百万元）	30.31	17.56	30.15	30.39
yoy	*0.86%*	*-42.07%*	*71.72%*	*0.78%*
其他收入（百万元）	**71.29**	**85.54**	**102.65**	**123.18**
总收入（百万元）	**3,028.70**	**3,579.47**	**4,768.89**	**6,052.67**
yoy	*19.38%*	*18.19%*	*33.23%*	*26.92%*

归母净利（百万元）	**384.13**	**432.09**	**618.20**	**810.21**
	0.1%	*12.48%*	*43.07%*	*31.06%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司核心数据

单位：百万元	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业总收入	1222.62	523.25	532.56	418.70	1457.26	620.19	533.28	436.33
yoy	*21.9%*	*4.9%*	*19.8%*	*20.8%*	*19.2%*	*18.5%*	*0.1%*	*4.2%*
归母净利润	239.46	86.09	45.51	18.79	260.67	59.16	12.21	(0.818)
yoy	*51.9%*	*-39.2%*	*17.9%*	*-4.9%*	*8.9%*	*-31.3%*	*-73.2%*	*-104.4%*
扣非净利润	233.95	80.72	41.87	9.43	259.32	62.11	12.54	3.51
yoy	*49.4%*	*-39.7%*	*10.8%*	*-41.8%*	*10.8%*	*-23.1%*	*-70.1%*	*-62.8%*
毛利率	59.6%	53.6%	47.1%	48.6%	58.6%	46.6%	42.5%	43.6%
期间费用率	34.5%	35.3%	35.9%	45.9%	34.9%	35.8%	39.3%	42.5%
其中：销售费用率	26.5%	20.3%	25.4%	30.4%	25.5%	23.2%	26.6%	27.5%
管理费用率（含研发费用）	8.5%	16.2%	11.2%	17.3%	9.9%	13.6%	13.5%	16.1%
财务费用率	-0.4%	-1.2%	-0.7%	-1.8%	-0.5%	-1.1%	-0.8%	-1.1%
归母净利率	**19.6%**	**16.5%**	**8.5%**	**4.5%**	**17.9%**	**9.5%**	**2.3%**	**-0.2%**
ROE	13.75%	4.52%	2.31%	0.97%	13.09%	2.74%	0.56%	-0.04%
pct	*3.13%*	*-4.15%*	*0.07%*	*-0.20%*	*-0.66%*	*-1.77%*	*-1.75%*	*-1.01%*
资产负债率	34.63%	20.31%	16.69%	27.85%	34.21%	24.57%	23.17%	24.68%
pct	*-2.83%*	*0.96%*	*0.72%*	*2.48%*	*-0.42%*	*4.26%*	*6.48%*	*-3.17%*
存货	140.08	164.19	122.89	234.45	191.86	233.34	195.86	251.93
较上年同比增减	*7.00*	*33.96*	*18.06*	*57.33*	*51.78*	*69.16*	*72.98*	*17.48*
存货周转天数	40.20	46.06	45.89	72.23	43.71	50.00	62.95	79.00
较上年同比增减	*-3.19*	*2.66*	*0.42*	*5.34*	*3.50*	*3.94*	*17.06*	*6.77*
应收账款	180.35	67.78	106.79	79.81	250.83	119.28	126.11	101.82
较上年同比增减	*7.52*	*0.44*	*19.59*	*23.05*	*70.47*	*51.50*	*19.32*	*22.02*
应收账款周转天数	16.60	9.59	14.75	13.96	17.86	11.12	20.71	20.52
较上年同比增减	*-2.27*	*-1.17*	*-0.89*	*-0.15*	*1.25*	*1.53*	*5.96*	*6.56*
应付账款及应付票据	294.36	145.49	112.60	165.12	364.62	213.38	133.33	158.31
较上年同比增减	*30.13*	*23.11*	*6.14*	*42.18*	*70.26*	*67.89*	*20.73*	*-6.81*
预收账款	215.17	95.23	77.94	383.13	165.25	108.26	0.00	0.00
较上年同比增减	*5.17*	*27.83*	*17.94*	*94.85*	*-49.92*	*13.03*	*-77.94*	*-383.13*
经营性现金流净额	772.75	476.02	(41.27)	233.13	727.49	481.38	(85.15)	(79.55)
较上年同比增减	*0.17*	*0.13*	*0.38*	*0.34*	*-0.06*	*0.01*	*1.06*	*-1.34*
筹资性现金流净额	(141.37)	(141.38)	-	(159.78)	(159.48)	(159.69)	99.80	
较上年同比增减	*-1.33*	*-1.33*		*0.12*	*0.13*	*0.13*		
资本开支	139.44	104.64	53.85	163.06	114.10	60.05	44.03	50.63
较上年同比增减	*5.25*	*1.89*	*0.27*	*12.65*	*-0.18*	*-0.43*	*-0.18*	*-0.69*

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 3：经营数据拆分

单位：万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020H1	2018	2019
按产品分									
月饼系列产品	453	2,968	102,914	12,862	931	987	1,918	103,842	119,197
yoy	*27.5%*	*130.2%*	*14.9%*	*2.0%*	*105.3%*	*-66.7%*	*-43.9%*	*15.7%*	*14.8%*
速冻食品	14,985	10,970	13,930	15,439	22,444	20,231	42,674	41,044	55,324
yoy	*32.7%*	*11.4%*	*51.1%*	*44.5%*	*49.8%*	*84.4%*	*64.4%*	*29.9%*	*34.8%*
其他产品	18,664	11,594	11,920	15,895	20,961	12,998	33,956	46,018	58,074
yoy	*17.3%*	*18.2%*	*45.7%*	*31.2%*	*12.3%*	*12.1%*	*12.2%*	*16.3%*	*26.2%*
餐饮	18,365	15,372	16,173	16,771	8,429	8,497	16,927	60,101	66,682
yoy	*12.1%*	*16.4%*	*12.4%*	*4.0%*	*-54.1%*	*-44.7%*	*-49.8%*	*7.5%*	*11.0%*
按渠道分									
直接销售	28,928	23,662	56,703	30,668	22,190	17,007	39,196	118,060	139,961
yoy	*15.0%*	*22.3%*	*13.7%*	*29.5%*	*-23.3%*	*-28.1%*	*-25.5%*	*11.1%*	*18.6%*
经销	23,540	17,242	88,234	30,299	30,576	25,703	56,279	132,946	159,316
yoy	*25.3%*	*16.5%*	*23.4%*	*8.8%*	*-29.9%*	*49.1%*	*38.0%*	*20.3%*	*19.8%*
按区域分									
广东省内	46,974	35,509	104,575	58,824	44,453	37,541	81,994	212,213	245,882
yoy	*17.3%*	*18.0%*	*12.1%*	*20.4%*	*-5.4%*	*5.7%*	*-0.6%*	*11.0%*	*15.9%*
经销商（个）	340				496	478	478		
新增	24				32	29	61		
减少	27				15	20	35		
境内广东省外	5,022	4,123	39,251	1,577	7,399	4,246	11,645	35,669	49,972
yoy	*52.0%*	*38.0%*	*43.6%*	*-23.0%*	*47.3%*	*3.0%*	*27.3%*	*54.2%*	*40.1%*
经销商（个）	155				168	179	179		
新增	7				6	12	18		
减少					39	1	40		
境外	473	1,272	1,112	567	913	923	1,836	3,124	3,423
yoy	*-22.4%*	*17.6%*	*37.0%*	*-8.8%*	*93.1%*	*-27.4%*	*5.3%*	*20.3%*	*9.6%*

经销商（个）	10	14	18	18	
新增		0	4	4	
减少		1	-	1	
经销商合计（个）	505	651	675	675	668
新增	31	38	45	83	249
减少	39	55	21	76	94

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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**	**1,928**	**2,821**	**3,213**
现金	1,296	1,605	2,157	2,636
应收账款	119	69	214	142
存货	233	206	334	341
其他流动资产	78	48	116	94
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**	**3,235**	**4,233**	**4,689**
流动负债	**651**	**657**	**1,169**	**1,012**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	213	198	348	333
其他流动负债	437	458	821	679
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**	**714**	**1,230**	**1,072**
少数股东权益	22	22	21	20
归属母公司股东权益	2,189	2,500	2,982	3,598
负债和股东权益	**2,932**	**3,235**	**4,233**	**4,689**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	481	581	843	767
投资活动现金流	-268	-181	-196	-145
筹资活动现金流	-160	-91	-95	-143
现金净增加额	54	309	552	479
折旧和摊销	67	91	107	96
资本开支	391	112	95	61
营运资本变动	41	113	171	-70

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,029**	**3,579**	**4,769**	**6,053**
减:营业成本	1,431	1,684	2,214	2,768
营业税金及附加	27	36	46	59
营业费用	779	954	1,259	1,592
管理费用	300	368	472	608
财务费用	-26	-31	-41	-52
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**	**522**	**748**	**982**
加:营业外净收支	1	4	4	4
利润总额	**467**	**526**	**752**	**986**
减:所得税费用	84	95	135	177
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	**384**	**432**	**618**	**810**
EBIT	428	482	696	914
EBITDA	495	574	803	1,010

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.95	1.07	1.53	2.01
每股净资产(元)	5.42	6.19	7.38	8.91
发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
ROIC(%)	15.8%	15.6%	18.9%	20.7%
ROE(%)	17.3%	17.1%	20.6%	22.4%
毛利率(%)	52.8%	53.0%	53.6%	54.3%
销售净利率(%)	12.7%	12.1%	13.0%	13.4%
资产负债率(%)	24.6%	22.1%	29.1%	22.9%
收入增长率(%)	19.4%	18.2%	33.2%	26.9%
净利润增长率(%)	0.1%	12.5%	43.1%	31.1%
P/E	44.80	39.83	27.84	21.24
P/B	7.86	6.88	5.77	4.78
EV/EBITDA	32.23	27.30	18.81	14.48

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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