万联证券 WANLIAN SECURITIES

速冻增长靓丽超预期，静待餐饮恢复月饼释放

——广州酒家（603043）半年报点评报告

买入（维持）

日期：2020 年 08 月 28 日

事件：

8月27日，公司发布2020年半年度报告，上半年实现营收9.7亿元，同比+1.93%，归母净利润1139.31万元，同比-82.28%，扣非归母净利润1604.74万元，同比-68.72%，其中，Q2实现营收4.36亿元，同比+4.21%，归母净利润-81.82万元，同比-104.36%，Q2亏损主因餐饮拖累及非经常性损益，Q2扣非归母净利润350.96万元，同比-62.77%。

投资要点：

- **食品板块：Q2速冻食品营收加速增长，利口福门店精细化管理。**20H1食品制造业务实现收入7.96亿元（YoY+30.72%），占比上升至82.13%，利口福食品公司营收/净利润分别同比增长13%/76%。**月饼系列产品**20H1实现营收1918.15万元（YoY-43.93%），Q2实现营收987.04万元（YoY-66.74%），主因今年中秋节较去年推迟，市场启动较晚，该业务收入确认节奏延后。Q2是月饼淡季，我们应更加关注Q3旺季的销售情况，虽然受疫情影响及中秋延后，部分经销商处观望状态，**但我们认为以下因素仍利好广酒月饼旺季释放：**①中秋遇国庆，叠加国庆假期延长刺激走亲访友场景；②广酒作为广式月饼龙头，品牌力强，供应链优势突出；③湘潭一期基地加快推进并已正式投入使用，为公司近年月饼系列产品的供应提供保障。④主要竞争对手受疫情影响供给受限，酒楼系月饼厂商或因资金压力减少供应。**速冻食品**20H1实现营收4.27亿元，同比+64.41%，Q2实现营收2.02亿元，同比+84.41%，较Q1提升34.64pct，需求端受益于疫情下“宅经济”以及Q2补库存需求，公司速冻食品快速放量，供给端公司梅州一期建设工作也在有序推进中，速冻食品的靓丽增长是公司H1收入增长的主要驱动力。**我们长期看好公司速冻食品的需求空间以及潜在休闲属性，产能瓶颈突破后，有望依托公司的强品牌力以及与餐饮业务的协同，借电商渠道发展之风，加快抢占全国市场。**此外，公司单独设立子公司加强优势区域利口福门店管理，整合后利口福食品连锁门店精简至160+家，2019年底超200家。

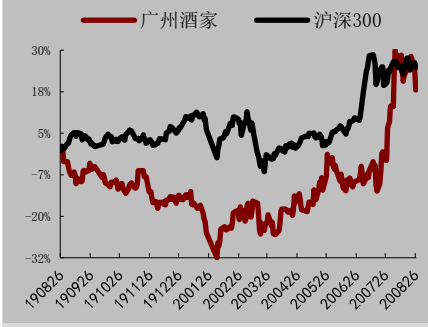
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	30.29	35.08	42.79	50.14
增长比率(%)	19.38	15.83	21.99	17.18
净利润(亿元)	3.84	4.03	5.06	6.01
增长比率(%)	0.06	5.04	25.39	18.83
每股收益(元)	0.95	1.00	1.25	1.49
市盈率(倍)	44.27	42.14	33.61	28.28

资料来源：Wind，万联证券研究所 注：净利润为归母净利，股价采用8.27收盘价

基础数据

行业	食品饮料
公司网址	
大股东/持股	广州市人民政府国有资产监督管理委员会/67.7%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	404.00
流通A股（百万股）	404.00
收盘价（元）	42.09
总市值（亿元）	170.04
流通A股市值（亿元）	170.04

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 08 月 27 日

相关研究

万联证券研究所 20200807_公司首次覆盖_AAA_广州酒家（603043）首次覆盖报告

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

- **餐饮板块：餐饮业务大幅下滑拖累公司收入业绩，静待H1餐饮恢复。**餐饮业务20H1实现营收1.69亿元（YoY-49.83%），Q2疫情得到进一步控制，餐饮业务有所改善，但仍恢复较慢，实现营收8497.25万元（YoY-44.72%）。餐饮管理公司20H1净利润为-175.73万元，同比大幅下跌263%。公司疫情下一方面积极开展外卖业务、探索新产品，也在积极开拓新店，新开华夏路店，启动两家大店的装修改造。我们认为疫情影响逐步消散后，公司餐饮端也将迎来恢复，中长期稳健增长可期。

- **Q2经销渠道销售额加速提升，H1广东省外市场增长。**20H1经销渠道销售额为5.63亿元，同比+38%，直销渠道销售额为3.92亿元，同比-25.47%。Q2经销渠道销售额加速增长，同比+49.07%，较Q1提升19.19pct，直销渠道销售额达到1.7亿元，同比-28.13%，较Q1下降4.83pct。20H1广东省内销售额为8.20亿元，同比-0.59%，Q2省内销售额3.75亿元，经销商净增加26个，其中Q2净增加9个；广东省外（含境外）20H1销售额达到1.35亿元，同比+23.81%，Q2省外销售额5169.19万元，同比-4.18%，较Q1下降55.46pct，经销商净减少22个，其中Q2净增加11个。

- **H1毛利率下降、期间费用率上行拖累净利率，Q2费用管控较好：**在疫情打击餐饮、猪肉等原料价格上涨以及低毛利率速冻占比上升的影响下，20H1毛利率为42.98%，同比-4.80pct。20H1期间费用率为40.75%，同比+0.43pct：销售费用率27.05%，同比-0.53cpt，主因销售人工成本缩减，但广告宣传费用大幅提升，预计为。由于新生产基地与新门店人工费用、摊销成本增加，H1管理费用率为14.68%，同比+0.76pct， 20H1净利率为1.13%，同比-5.53pct。Q2期间费用率为42.51%，同比-3.4pct，销售/管理费用率为27.5%/13.5%，同比-2.9/-0.4pct.

- **盈利预测与投资建议：**根据公司半年报情况，我们下调20-22年盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润为4.03/5.06/6.01亿元（前次为4.41/5.98/6.95亿元），同比增长5.0%/25.4%/18.8%（前次为14.7%/35.7%/16.2%），对应EPS为1.00/1.25/1.49元（前次为1.09/1.48/1.72元），8月27日股价对应PE为42/34/28倍，20/21年PE对比食品可比公司估值仍较低，维持“买入”评级。

- **风险因素：**1.宏观经济下行风险 2.食品安全风险 3.原材料上涨风险 4.产能释放与销量增长不匹配风险

图表 1：广州酒家单季度利润表及重要财务比率

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业总收入	445	347	1223	523	533	419	1457	620	533	436
营业收入	445	347	1223	523	533	419	1457	620	533	436
营业总成本	396	328	946	424	480	395	1128	558	519	435
其中：营业成本	233	181	494	243	281	215	603	331	307	246
营业税金及附加	3	1	16	6	3	2	17	5	2	3
销售费用	118	110	324	106	135	127	372	144	142	120
管理费用	45	45	90	59	53	58	123	66	61	59
研发费用			14	26	7	14	21	18	11	11
财务费用	-5	-6	-5	-6	-4	-8	-8	-7	-5	-5
资产减值损失	3	-4	14	-10						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	7	3	4	1	1	1	-1	0
资产处置收益			0	0	0	0	0	0		
营业利润	50	21	285	104	58	26	310	72	17	3
营业外收入	0	4	0	4	0	0	0	2	0	0
营业外支出	0	0	0	2	0	0	0	1	6	3
利润总额	50	24	285	106	58	26	310	73	12	-1
所得税	11	4	45	21	13	8	49	14	0	0
净利润	39	20	239	85	45	18	261	59	12	-1
少数股东损益	1	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	20	239	86	46	19	261	59	12	-1
EPS	**0.10**	**0.05**	**0.59**	**0.21**	**0.11**	**0.05**	**0.65**	**0.15**	**0.03**	**0.00**
主要财务比率										
毛利率	47.7%	47.8%	59.6%	53.6%	47.1%	48.6%	58.6%	46.6%	42.5%	43.6%
营业税金率	0.7%	0.4%	1.3%	1.2%	0.6%	0.4%	1.2%	0.8%	0.4%	0.7%
销售费用率	26.5%	31.7%	26.5%	20.3%	25.4%	30.4%	25.5%	23.2%	26.6%	27.5%
管理费用率	10.1%	13.0%	7.3%	11.3%	9.9%	13.9%	8.4%	10.7%	11.4%	13.5%
营业利润率	11.3%	6.0%	23.3%	19.8%	10.9%	6.3%	21.3%	11.6%	3.3%	0.6%
实际税率	21.7%	17.9%	15.9%	19.4%	22.2%	30.5%	15.9%	18.5%	2.5%	-28.8%
净利率	8.8%	5.8%	19.6%	16.3%	8.5%	4.4%	17.9%	9.6%	2.2%	-0.2%
营业总收入YoY	15.5%	14.7%	21.9%	4.9%	19.8%	20.8%	19.2%	18.5%	0.1%	4.2%
营业利润YoY	37.7%	34.7%	35.8%	-31.9%	15.1%	26.5%	8.9%	-30.9%	-70.0%	-90.4%
归母净利YoY	43.7%	39.0%	51.9%	-39.2%	17.9%	-5.0%	8.9%	-31.3%	-73.2%	-104.4%
收入占比	17.5%	13.7%	48.2%	20.6%	17.6%	13.8%	48.1%	20.5%	-	-

资料来源：公司公告，万联证券研究所

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,726	1,766	1,751	1,895
货币资金	1,296	1,306	1,191	1,243
应收票据及应收账款	119	118	147	176
其他应收款	31	33	41	48
预付账款	11	11	14	16
存货	233	261	322	375
其他流动资产	36	36	36	36
非流动资产	1,206	1,626	2,035	2,435
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	616	864	1,096	1,311
在建工程	266	366	476	596
无形资产	146	198	246	290
其他长期资产	166	186	206	226
资产总计	2,932	3,392	3,786	4,329
流动负债	651	849	915	1,069
短期借款	0	100	0	0
应付票据及应付账款	213	246	302	350
预收账款	108	127	155	182
其他流动负债	329	376	459	538
非流动负债	70	70	70	70
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	70	70	70	70
负债合计	720	919	985	1,139
股本	404	404	404	404
资本公积	571	571	571	571
留存收益	1,210	1,472	1,801	2,192
归属母公司股东权益	2,189	2,452	2,780	3,171
少数股东权益	22	22	21	20
负债和股东权益	2,932	3,392	3,786	4,329

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	481	530	642	749
净利润	383	403	505	600
折旧摊销	67	60	79	98
营运资金变动	41	69	66	62
其它	-10	-1	-8	-12
投资活动现金流	-268	-476	-478	-486
资本支出	-391	-463	-466	-476
投资变动	90	0	0	0
其他	33	-13	-12	-10
筹资活动现金流	-160	-43	-279	-210
银行借款	0	100	-100	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	3	0	0	0
其他	-162	-143	-179	-210
现金净增加额	54	10	-115	52
期初现金余额	1,241	1,296	1,306	1,191
期末现金余额	1,295	1,306	1,191	1,243

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,029	3,508	4,279	5,014
营业成本	1,431	1,736	2,096	2,443
营业税金及附加	27	33	39	46
销售费用	779	909	1,113	1,304
管理费用	300	333	402	466
研发费用	61	70	86	100
财务费用	-26	-49	-49	-50
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	7	8	10
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	466	493	613	728
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	6	1	1
利润总额	467	490	614	730
所得税	84	87	109	130
净利润	383	403	505	600
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	384	403	506	601
EBITDA	498	488	623	754
EPS（元）	0.95	1.00	1.25	1.49

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	19.4%	15.8%	22.0%	17.2%
营业利润	1.4%	5.9%	24.3%	18.9%
归属于母公司净利润	0.1%	5.0%	25.4%	18.8%
获利能力				
毛利率	52.8%	50.5%	51.0%	51.3%
净利率	12.7%	11.5%	11.8%	12.0%
ROE	17.5%	16.5%	18.2%	19.0%
ROIC	16.0%	13.7%	16.0%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	24.6%	27.1%	26.0%	26.3%
净负债比率	-58.6%	-48.8%	-42.5%	-39.0%
流动比率	2.65	2.08	1.91	1.77
速动比率	2.28	1.76	1.55	1.41
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.03	1.13	1.16
应收账款周转率	25.39	29.65	29.04	28.55
存货周转率	6.13	6.65	6.52	6.51
每股指标（元）				
每股收益	0.95	1.00	1.25	1.49
每股经营现金流	1.19	1.31	1.59	1.85
每股净资产	5.42	6.07	6.88	7.85
估值比率				
P/E	44.27	42.14	33.61	28.28
P/B	7.77	6.94	6.12	5.36
EV/EBITDA	22.02	23.44	18.39	15.13

资料来源：公司公告，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场