广州酒家（603043）

供需共振，后疫情时代龙头迎扩张良机

买入（上调）

2020 年 08 月 03 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,029	3,590	4,864	6,109
同比（%）	19.4%	18.5%	35.5%	25.6%
归母净利润（百万元）	384	435	636	828
同比（%）	0.1%	13.4%	46.1%	30.2%
每股收益（元/股）	0.95	1.08	1.57	2.05
P/E（倍）	41.63	36.72	25.14	19.30

投资要点

- **食品+餐饮双轮驱动，老字号日久弥新。**公司历史悠久，是华南地区大型食品工业及餐饮服务公司，目前已形成“餐饮立品牌、食品创规模”双轮驱动经营模式。**2019 年总收入达 30.3 亿（+19.4%）。食品制造营收 22.9 亿元（+20.0%），占比主营业务收入 75.6%**，预计未来月饼/速冻产品将持续放量，提升贡献；餐饮营收达 6.7 亿（+11.0%）。**2019 年归母净利 3.8 亿(14-19 年 CAGR 11.3%)，归母净利率达 12.7%**。

- **优质月饼产品需求旺盛，双节叠加待增长。**广式月饼龙头广州酒家定位中高端，优质产品力带来良好口碑，2019 年公司分列品牌热度/网络口碑指数第四/第一位。**得益供需共振，公司今年月饼销量或将有望超预期**，从需求端看：月饼经销商预定情况良好，**预计优势区域预付款收入同增或达 30%+**。**国人送礼、应节等消费需求仍然旺盛**，叠加中秋、国庆双节临门，拉长消费时间窗口；**B 端企业商务需求稳健**，今年有望对接更多 B 端企业客户，放量持续。从供给端看：**疫情持续严重冲击中小厂商及及境外月饼企业，供给收缩**；**公司得益于湘潭厂产能释放，供给充分**。

- **冻持续受益宅经济，产能支撑打开长期成长空间。**据 Frost & Sullivan 预计 2018 年速冻面米市场规模达 736 亿元（+17%），龙头空间广阔。**公司主打核桃包、奶黄包，与上市成熟速冻品类差异较大，有助于快速抢占细分市场**。疫情下速冻食品需求激增，20Q1 公司速冻营收 2.2 亿（+49.8%），单季收入达上年 40.5%。茂名、粮丰园两条速冻生产线疫情后复工较早，预计 3 月底满产；**今年新增梅州基地一期产能也将以速冻为主，预计将于年底试产，产能支持充分，速冻营收有望持续高增长**。

- **餐饮承压持续，静待下半年复苏。**截至 2019 年底，公司直营门店达到 20 家。疫情下春节酒席大面积取消，2020Q1 餐饮实现营收 0.84 亿元（-54.10%），承压显著。下半年国内疫情防控形势向好，餐饮客流逐步复苏背景下，公司经营有望回暖。

- **产能为基，龙头全面扩张进行时。**公司持续通过并购、技改及新建等方式逐步扩产解决产能瓶颈，伴随梅州、湘潭等新基地逐步落地，**预计未来 3 年产能将快速提升**。截至 2019 年 Q3，公司经营旺季经销商数量达到 656 家，其中**境内省外经销商数量 207 家（同比 18 年底+29.4%），扩张持续**。在产能充分支持下，公司未来有望借助覆盖全国经销网络较快实现异地扩张，打开成长空间。2019 年线上渠道营收 4.0 亿，（16-19 年 CAGR 31.37%），直播带货新时尚，把握年轻消费者。今年 6 月公司与头部主播薇娅合作，试水直播带货。直播间浏览量 2058 万次，累计成交额超 350 万元，成效显著。预计月饼系列也将发力直播销售，积极把握年轻消费者。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年总营收 35.9、48.6、61.1 亿元，同比增速分别为 18.5%、35.5%、25.6%；预计公司 20-22 年归母净利润为 4.35、6.36、8.28 亿元，同比增速分别为 13.4%、46.1%、30.2%，当前股价对应动态 PE 为 37、25、19 倍，对标餐饮公司 21 年平均 PE 34 倍，多家月饼、速冻等食品制造公司 21 年 PE 基本保持 40 倍以上水平，广州酒家估值仍具较大提升空间，全国月饼龙头未来可期，上调评级至“买入”。

- **风险提示：**疫情反复带来宏观经济波动；月饼/速冻销售不及预期；食品安全风险。

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.58
一年最低/最高价	23.73/41.28
市净率(倍)	7.26
流通 A 股市值(百万元)	15990.17

基础数据

每股净资产(元)	5.45
资产负债率(%)	23.17
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）：19 年稳健经营，20Q1 承压显著，静待消费复苏》2020-04-29
2、《广州酒家（603043）：Q3 并表业绩好于预期，月饼承压，速冻亮眼》2019-10-30
3、《广州酒家（603043）：19H1 收入增长势头良好，费用投入有利长期发展》2019-08-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 广州酒家：老骥伏枥，日久弥新 4
1.1. 主业优势突出，深耕华南助成长 4
1.2. 管理层励精图治，股权激励促活力 5
2. 产品力优势凸显，月饼/速冻持续高增长 7
2.1. 优质月饼产品需求旺盛，双节叠加待增长 7
2.1.1. 礼品经济催化，传统口味月饼需求高涨 7
2.1.2. 传统强势业务，广式老字号焕新辉 8
2.1.3. 供需共振，后疫情时代月饼龙头迎良机 9
2.2. 速冻持续受益宅经济，产能支撑打开长期成长空间 10
2.2.1. 速冻行业前景广阔，增长可期 10
2.2.2. 主打广式，差异化竞争打开市场 11
2.2.3. 受益宅需求爆发，认知提升与多元化打开长期成长空间 13
2.3. 餐饮承压持续，静待下半年复苏 14
3. 产能为基，龙头全面扩张进行时 18
3.1. 长期产能支撑充分，省外渠道助力异地分销 18
3.2. 电商零售：线上渠道茁壮成长，新营销捕获年轻受众 19
4. 盈利预测与投资评级 22
5. 风险提示 25

图表目录

图 1：公司营收规模持续扩大 4
图 2：食品制造业务收入贡献有望持续提升 4
图 3：公司主要营收来源为广东省内 5
图 4：广东省外收入贡献逐步提升 5
图 5：需求驱动市场长期发展 7
图 6：月饼市场销售额增长持续 7
图 7：2019 年月饼品牌热度指数 Top5 8
图 8：2019 年月饼品牌网络口碑指数 Top5 8
图 9：2016 年广州酒家礼盒产品价格分布 9
图 10：陶陶居联名颐和园“颐和一盒”系列 9
图 11：19 年月饼收入达到 11.9 亿元 9
图 12：历年产销率维持高位，20 年产能瓶颈或有所突破 10
图 13：速冻食品行业规模 2017 年超过 1200 亿 11
图 14：规模以上速冻食品企业数量迅速增长 11
图 15：2018 年速冻食品市场分类占比，面米占比过半 11
图 16：速冻面米行业规模持续增长 11
图 17：广州酒家代表速冻产品 12
图 18：广州酒家速冻营收快速增长 13
图 19：2017 年我国速冻食品人均消费低于发达国家 14
图 20：2019 年其他食品收入增速达 26% 14
图 21：近 5 年社零餐饮累计收入（亿元） 14
图 22：近 5 年社零限额以上餐饮累计收入（亿元） 15
图 23：广州酒家官方商城 20
图 24：广州酒家天猫旗舰店 20
图 25：电商渠道收入（百万元）及增速 20
图 26：电商渠道占食品销售额比例持续提升 20
图 27：与头部主播薇娅合作效果良好 21

表 1：公司高级管理层运营经验丰富 5
表 2：股权激励具体政策 6
表 3：各月饼种类及代表品牌对比 8
表 4：速冻行业主要厂商竞品对比 12
表 5：2019 年中国正餐集团 10 强 15
表 6：广州酒家各直营餐饮店相关指标 16
表 7：18 年参股协同子公司 18
表 8：广州酒家技改及生产基地建设 19
表 9：截至 2019 年 Q3 广州酒家经销商数量（家） 19
表 10：收入分部预测 22
表 11：可比公司估值（单位：亿元） 23

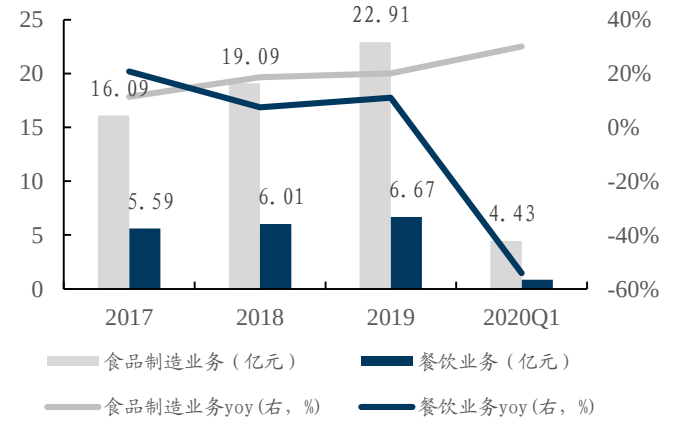
1. 广州酒家：老骥伏枥，日久弥新

1.1. 主业优势突出，深耕华南助成长

食品+餐饮双轮驱动，老字号日久弥新。广州酒家是华南地区大型食品工业及餐饮服务公司，自 1935 年创立至今已有 85 年历史。公司以餐饮业务起家，并于 1989 年开设首家分店。1995 年公司成立利口福食品有限公司切入月饼等食品加工及销售业务，逐步形成“食品+餐饮”双轮驱动经营模式。此后公司荣获商务部 10 大餐饮品牌并于 2017 年成功登陆上交所，借助募投打开产能瓶颈，以优质产品力扩张全国市场。

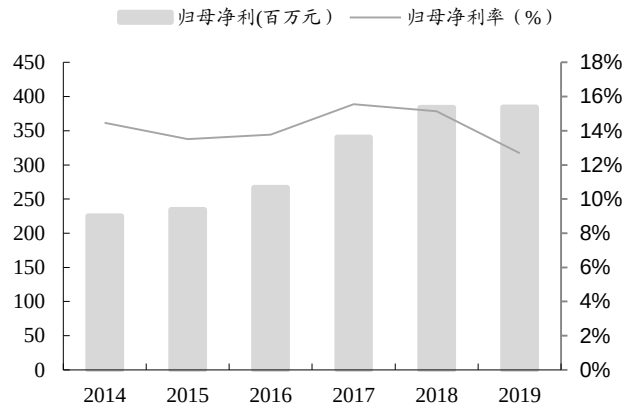
月饼、速冻产品放量持续，业绩稳健成长。2019 年公司总收入达 30.29 亿（yoy+19.38%）。食品制造业务营收 22.91 亿元（yoy+19.99%），占比主营业务收入 75.63%（+0.39pct），未来月饼、速冻及腊味产品持续放量，食品业务营收贡献提升将帮助公司持续扩大经营规模；餐饮业务营收达到 6.67 亿元（yoy+10.95%），餐饮门店逐步贡献稳定业绩。2019 年公司归母净利润达 3.84 亿元（14-19 年 CAGR 为 11.29%），2014-2019 年平均归母净利率达到 14.2%。

图 1：公司营收规模持续扩大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：食品制造业务收入贡献有望持续提升

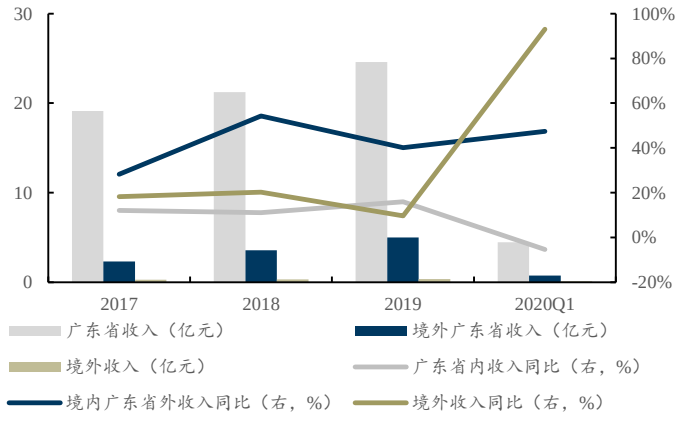


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深耕广东，省外市场贡献提升。2019 年公司广东省内营收 24.59 亿元（yoy+15.9%），优势区域增长稳健。同时，公司加速推进华中、华东等地经销渠道，省外市场收入增速快且贡献不断提升。2019 年境内广东省外营收 5.00 亿元（+40.1%），收入贡献达 16.7%（+2.5pct）。20Q1 由于疫情省外运输限制，境内省外渠道收入占比略有下滑，但长期来看公司以省外生产基地逐步向全国扩张趋势未改，预计未来省外渠道扩张将打开增量业绩成长空间。

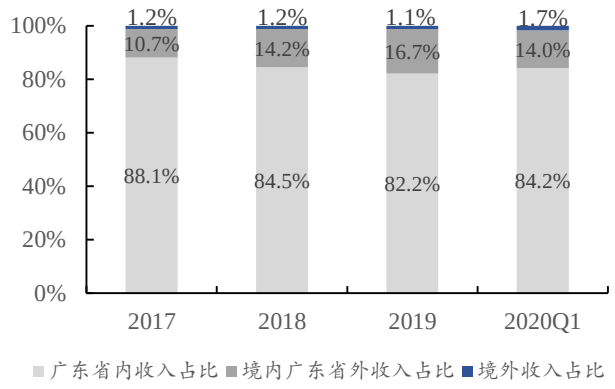
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：公司主要营收来源为广东省内



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：广东省外收入贡献逐步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 管理层励精图治，股权激励促活力

股权结构清晰，管理层深耕行业。截至 2020 年 6 月 29 日，广州市国资委控股公司 67.7%股权，股权结构稳定。核心高管成员深耕行业多年，董事长徐伟兵作为二级点心师并曾任滨江西路店总经理，运营经验丰富。此外公司广纳各方人才，党委副书记孙晓莉曾任广州市政府研究室城市发展处副处长，副总经理潘建国曾任广州百货企业集团有限公司副总经理等职，助力全面发展。

表 1：公司高级管理层运营经验丰富

姓名	年龄	职务	简介
徐伟兵	50	董事长、党委书记	华南理工大学 EMBA，二级点心师。曾任滨江西公司总经理，广酒总经理助理
赵利平	49	副董事长、总经理	华南理工 EMBA，助理经济师。曾任广酒有限办公室副主任，广酒办公室主任，市场部经理，总经理助理
孙晓莉	46	党委副书记	华南理工 EMBA，助理经济师。曾任广州市政府研究室城市发展处副处长，广酒办公室主任，市场部经理，总经理助理
潘建国	55	副总经理	理学博士，食品专业高级工程师(教授级)，高级经济师。曾任广州百货企业集团有限公司副总经理、党委委员、广百地产投资有限公司董事长
卢加	45	财务总监	中级会计师。曾任广东羊城会计师事务所有限公司项目经理，广酒财务部经理，广东华联建设投资管理股份有限公司财务总监，广酒财务副总监
陈扬	47	董秘、总经理助理	曾任北京中天衡平国际资产评估有限公司常务副总，首席评估师

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

员工持股激发企业活力，期权激励再添动力。公司于 18 年 3 月推出股票期权激励计划，涉及高管三人、中层及骨干 253 人，行权价为 18.21 元，业绩考核要求 2019-2021 年较上年营收、净利润增长均不低于 10%，并且不低于对应年份对标企业 75 分位值。但由于原料成本涨价、月饼销量不及预期等原因，公司首期激励计划未达行权计划，激励对象下调至 247 人。2020 年公司虽然疫情影响，但旺季产能支撑充分，中秋国庆双节延长消费需求叠加 2019 年低基数效应，有望逆势解锁激励条件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：股权激励具体政策

行权价格		18.21 元
初始激励对象		共 256 人（其中高管 3 人，中层管理人员、核心骨干 253 人），后下调至 247 人
授予股份数		403.05 万股
业绩考核指标	**考核时间**	2019-2021 年（与行权时间对应）
	净利润	公司实现的净利润与上年相比增长率不低于（含）10%且当年度净利润实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值（其中：公司 2018 年实现的净利润不低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计净利润的简单算术平均值）
	营业收入	较上年增长率不低于（含）10%且当年度营业收入不低于对应年份对标企业 75 分位值（其中：公司 2018 年实现的营业收入不得低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计营业收入的简单算术平均值）
	加权净资产收益率	加权净资产收益率不低于（含）16%且不低于对应年份对标企业 75 分位值
	分红	现金分红比例不低于（含）30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 产品力优势凸显，月饼/速冻持续高增长

2.1. 优质月饼产品需求旺盛，双节叠加待增长

2.1.1. 礼品经济催化，传统口味月饼需求高涨

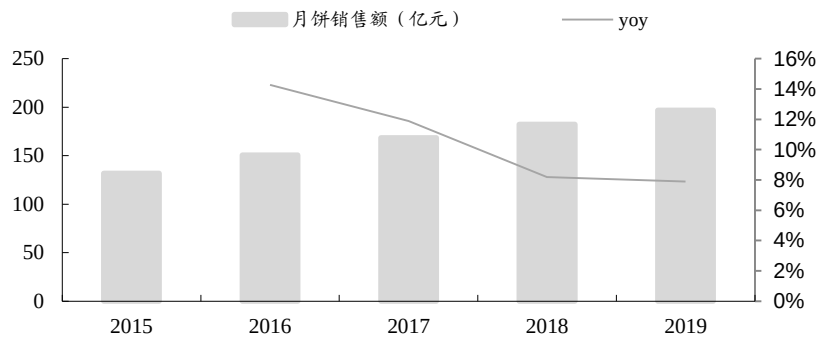
礼品经济促发展，月饼市场增长稳健。月饼素来为我国企业、大众消费者中秋佳节送礼首选，在礼物食品行业地位举足轻重。伴随近年国民对传统文化及节日重视程度提升，送礼、应节需求拉动月饼市场稳健增长。据艾媒咨询数据显示，我国月饼代表品牌包括广州酒家、稻香村、美心等，2019 年月饼市场销售额达到 196.7 亿元（15-19 年 CAGR 为 10.53%）。单饼平均售价约 14.3 元，我们预计产品价格逐年提升背景下市场仍将持续稳健增长。

图 5：需求驱动市场长期发展



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图 6：月饼市场销售额增长持续



注：2019 年数据截至当年中秋节；

数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

广式月饼持续热销，新式月饼创新不断。传统月饼市场包括广式、苏式等各具地方特色月饼类型，代表品牌包括广州酒家、杏花楼等。其中广式月饼由于口味甜、保质期长且易于运输等特点，2018 年市场份额达到 65%。此外，滇式、京式及在选料、工艺方面不断创新的新式月饼也逐步受到全国消费者喜爱，星巴克、哈根达斯等国际知名品牌纷纷入局，推出冰皮、冰淇淋等新式月饼，占据市场一席之地。

表 3：各月饼种类及代表品牌对比

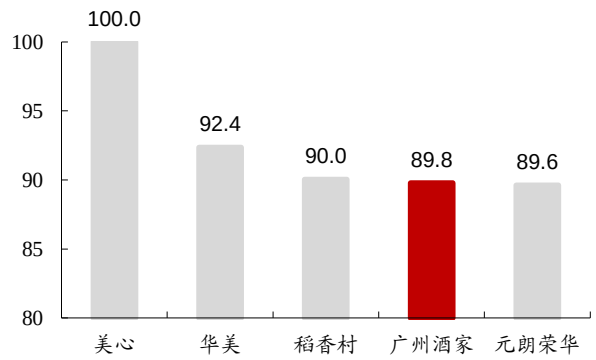
月饼种类	特点	代表产品	2018 年市占率
广式月饼	皮薄松软、造型美观、图案精致、清油重糖	莲蓉月饼、豆沙月饼、五仁月饼	65%
苏式月饼	外皮酥软、内陷丰富、甜度高	清水玫瑰月饼、精致白果月饼	13%
滇式月饼	云南火腿、鲜花为馅，香味独特	云腿月饼、鲜花饼	6%
京式月饼	口感疏松、口味清甜	自来红/白月饼	3%
新式月饼	馅料、制作工艺不断改良创新	冰皮月饼，冰淇凌月饼	-

数据来源：华经艾凯咨询，东吴证券研究所

2.1.2. 传统强势业务，广式老字号焕新辉

广式月饼龙头，优质产品打造口碑。广州酒家月饼主要有传统五仁、蛋黄莲蓉及新式冰皮、水果馅等口味，曾先后荣获“中国月饼第一家”、“广式月饼传承代表”等众多荣誉。在艾媒咨询《2019 中国月饼市场与消费者行为研究》报告中，广州酒家分列品牌热度/网络口碑指数第四/第一位。

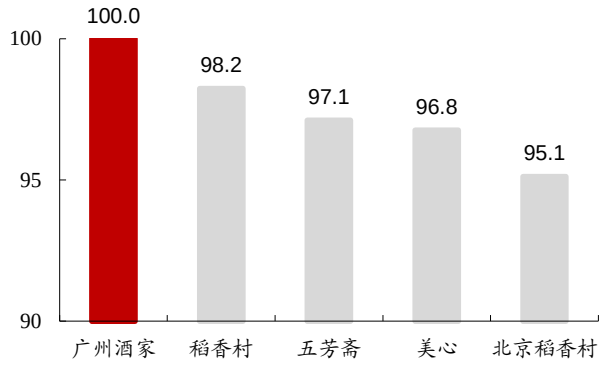
图 7：2019 年月饼品牌热度指数 Top5



注：数据均已进行百分化处理；

数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图 8：2019 年月饼品牌网络口碑指数 Top5



注：数据均已进行百分化处理；

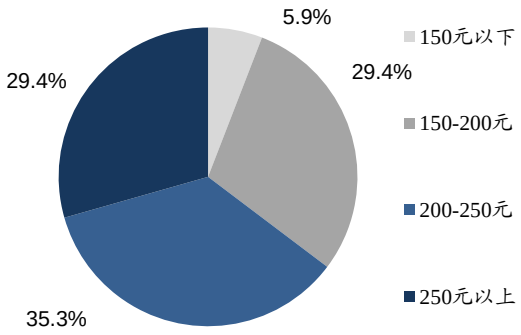
数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

定位中高端，深挖大众消费。在定位上，广州酒家与美心、元朗荣华等均定位中高端。“三公消费”整治后，公司及时调整战略，高价礼盒及系列产品种类由 14 年的 23 个调减至 16 年的 17 个品种，月饼礼盒销量和销售额占比分别下降至 16%和 27%

（16 年）；**80%的月饼礼盒装零售价格在 200 元以下，重点深挖大众消费**。

并购陶陶居多元化协同。2019 年 7 月公司以 2 亿元收购广州老字号陶陶居 100%股权。长期来看：1）陶陶居主营与广酒定位差异化，利于公司月饼、点心、餐饮客群延伸，渠道同样能够实现共享和互利。2）公司湘潭基地 19 年起逐步投产，产能释放后有望与陶陶居生产协同；3）2018 年陶陶居营收 9650 万元，净利润 744.07 万元，净利率约 7.71%，显著低于广州酒家 2018 年的 15.11%，生产协同与管理整合提效有望于未来逐步提升陶陶居盈利能力，持续增厚公司业绩。

图 9：2016 年广州酒家礼盒产品价格分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：陶陶居联名颐和园“颐和一盒”系列

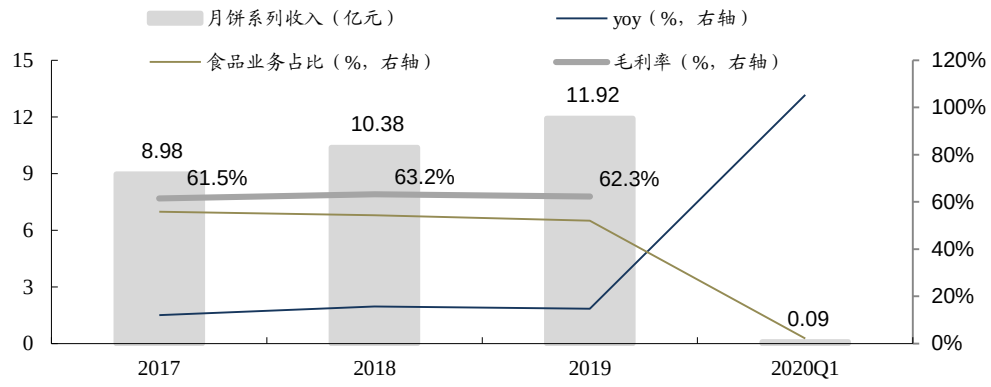


数据来源：陶陶居官网，东吴证券研究所

2.1.3. 供需共振，后疫情时代月饼龙头迎良机

疫情无碍主业经营，行业机遇或现。疫情下公司 20Q1 月饼营收 931.11 万元（yoy+105.33%），高热量月饼受益疫情居家餐食消费，增速+77.8pct。公司月饼营收主要集中于 Q3（19Q3 月饼营收 10.3 亿，占比全年 86.3%）。伴随 4 月以来疫情防控向好，将不会对公司月饼生产、销售产生显著影响。由于今年中秋将与国庆重叠消费需求有所延长，加之行业面利好本土龙头企业，公司月饼销量有望超预期，月饼食品毛利率 19 年达 62.3%，高于其他品类，收入贡献持续提升下净利率有望进一步增长。

图 11：19 年月饼收入达到 11.9 亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

需求端：国人消费有望于中秋国庆双节集中释放。

1）历年公司端午节粽子销售与月饼销售存在一定趋同性。我们预计今年公司端午粽子销售额增长在 30%左右（由于包材断货而未能生产更多礼品装产品，若突破包材瓶颈增速将超 30%）；今年公司积极准备中秋包材，并给予经销商更加灵活销售激励，**经销商月饼预付款已于 7 月中完成支付，预计优势区域公司预付款收入同比增长或将达 30%+**。国人送礼、应节等消费需求仍然旺盛，**叠加中秋、国庆双节临门，拉长消费时间窗口，月饼销售有望迎来高增长**；

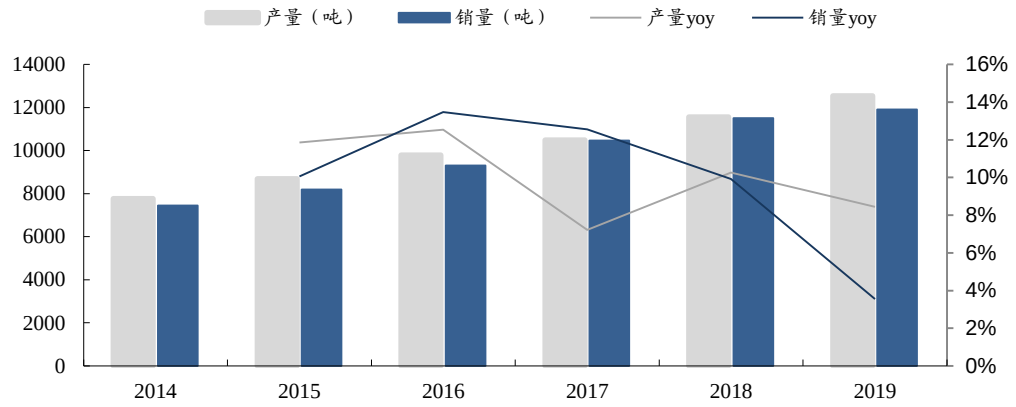
2）B 端企业商务需求稳健，此前曾帮助腾讯、顺丰等大厂定制专属月饼，凭借优质产品力，预计今年公司有望对接更多 B 端企业客户，放量持续。

供给端：竞对供给收缩，龙头逆势扩产。

1）疫情带来停工停产严重冲击行业供给，部分中小型月饼生产厂商皆因经营不善而退市；由于美心、元朗荣华等月饼商家产线多集中于境外，香港疫情仍未见明显好转情况下，大多数经销商为规避进口食品检测出新冠病毒而被封存风险，将订单转向大陆生产厂商；

2）广州酒家得益于湘潭厂产能释放，供给充分。2019 年公司月饼产销量超过 1200 万盒，连续八年月饼产销量位居全国第一。湘潭食品基地投产后，月饼产能超 200 万盒，助推月饼产能加速释放。疫情下公司对月饼重视程度进一步提升，今年 2 月起设置定期会议，及时进行客户调研，并根据疫情与市场趋势实时调整经营策略，在营销方面或尝试直播带货等新形式进行售卖，保障有效供给与销售。

图 12：历年产销率维持高位，20 年产能瓶颈或有所突破



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

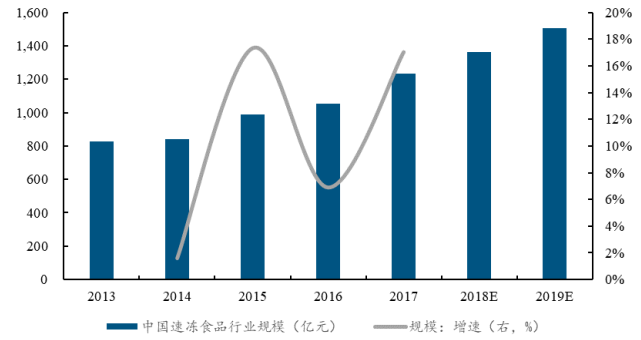
2.2. 速冻持续受益宅经济，产能支撑打开长期成长空间

2.2.1. 速冻行业前景广阔，增长可期

城镇化水平提高，快节奏生活推动速冻产业蓬勃发展。速冻食品行业伴随着城

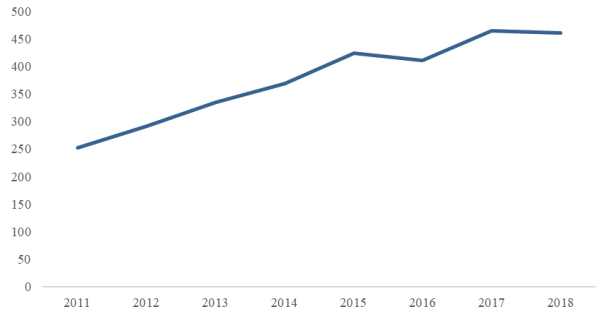
镇化不断推进，消费水平提升以及生活节奏加快而实现快速发展。据《中国速冻食品行业概览》报告显示，我国速冻食品市场规模于 2017 年达到 1235 亿元，13-17 年 CAGR 达到 10.5%，Frost & Sullivan 预计 2019 年速冻食品市场规模可达 1508 亿元。在城镇化步伐加快、居民可支配收入提高的背景下速冻食品实现快速发展，规模以上速冻食品制造业企业数量在 2018 年达到 461 家，增长迅速。

图 13：速冻食品行业规模 2017 年超过 1200 亿



数据来源：Frost& Sullivan，东吴证券研究所

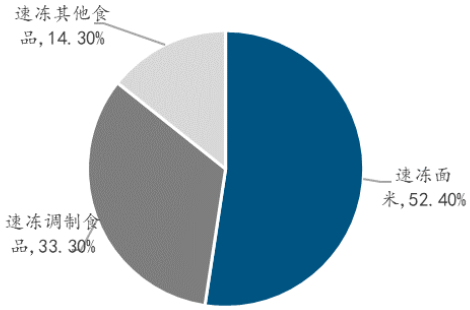
图 14：规模以上速冻食品企业数量迅速增长



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

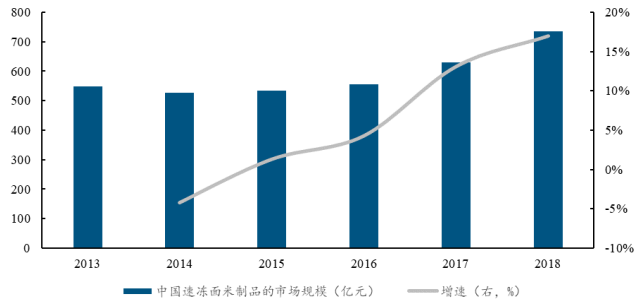
速冻面米占据速冻食品半壁江山，2018 年规模达 736 亿。速冻面米制品是速冻食品中规模最大品类，据 Frost & Sullivan 统计，2017 年中国速冻面米市场份额占比达到 50.9%。速冻面米市场规近 5 年中持续提升，2018 年速冻面米市场规模达 736 亿元（+17%），迎来快速发展期，龙头玩家市场空间广阔。

图 15：2018 年速冻食品市场分类占比，面米占比过半



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 16：速冻面米行业规模持续增长



数据来源：Frost& Sullivan，东吴证券研究所

2.2.2. 主打广式，差异化竞争打开市场

背靠优质粤餐品牌，广式速冻食品差异化定位打开市场。公司速冻食品主要包括核桃包、流沙包、水晶饼等广式面点以及糯米鸡等广式方便菜，依托广州酒家在粤菜行业的品牌及地位，复制输出优质菜品，在市场及用户接受度上具有先天优势。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 17：广州酒家代表速冻产品



数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

主打广式速冻面点，差异化定位打开市场。广州酒家主打核桃包、奶黄包、虾饺、烧卖等广式点心。老牌速冻厂商湾仔码头、三元食品、思念食品等主打的水饺、汤圆及非广式面点等竞争激烈，广酒优势产品与上市成熟速冻品类差异较大，有助于快速抢占细分市场，市占率有望进一步提高。

优选品质对标速冻龙头，定位中高端市场。公司主打的广式点心强调口味和品质，在竞品上定价高于三元食品，与湾仔码头较为接近，定位中高端市场。在奶黄包等公司优势主打产品上，三全食品、湾仔码头、思念食品单价分别比广州酒家低 51.2%、24.4%、63.0%，品牌溢价较高。

表 4：速冻行业主要厂商竞品对比

产品	企业	价格/规格	单价（元/千克）	单价比广州酒家高/低
奶黄包	广州酒家	38 元/675g	56.3	/
	三全食品	9.9 元/360g	27.5	-51.2%
	湾仔码头	14.9 元/350g	42.6	-24.4%
	思念食品	19.98 元/960g	20.8	-63.0%
叉烧包	广州酒家	52 元/675g	77.0	/
	湾仔码头	18.9 元/350g	54.0	-29.9%
	思念食品	17.9 元/360g	49.7	-35.5%
三鲜云吞	广州酒家	45 元/480g	93.8	/
	三全食品	15.9 元/500g	31.8	-66.1%
	湾仔码头	33.9 元/400g	84.8	-9.6%
	思念食品	21.5 元/400g	53.8	-42.7%
芝麻汤圆	广州酒家	25.6 元/400g	64.0	/

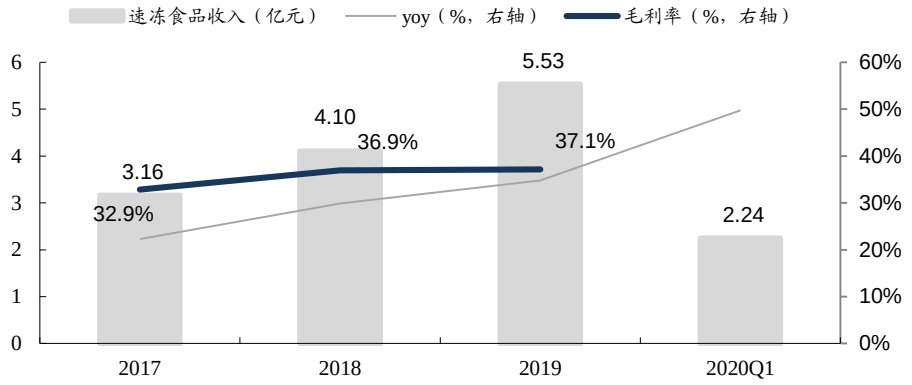
三全食品	14.9 元/320g	46.6	-27.2%
湾仔码头	8.8 元/200g	44.0	-31.3%
思念食品	23.9 元/320g	74.7	16.7%

注：数据收集适逢广州酒家速冻 4 件满 200 五折优惠活动，单件产品售价或高于正常水平；数据截至 7 月 31 日；数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所

2.2.3. 受益宅需求爆发，认知提升与多元化打开长期成长空间

持续受益宅经济，产能支持充分。疫情下速冻食品需求持续旺盛，20Q1 公司速冻产品营收 2.24 亿（yoy+49.8%，较 19 年底环比提升 15pct），单季收入已达到上年 40.5%水平。公司茂名、粮丰园两条速冻生产线疫情后复工较早，预计 3 月底满产；同时今年新增梅州基地一期产能也将以速冻为主，预计将于年底试产，产能支持充分，速冻营收有望持续高增长。

图 18：广州酒家速冻营收快速增长

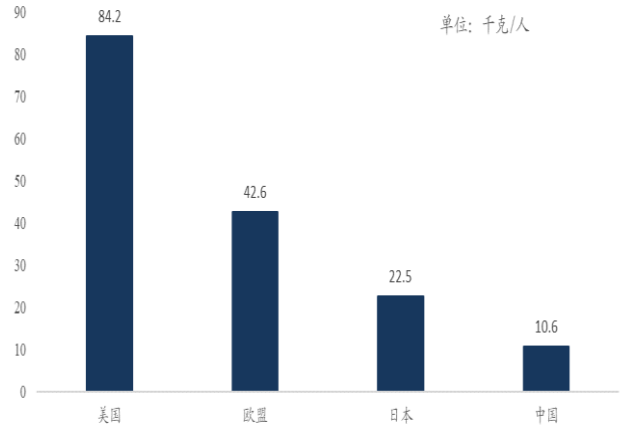


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情助力消费者教育，多元化打开公司长期成长空间。中国速冻食品起步于 20 世纪 70 年代，近十年在城镇化步伐加快、居民可支配收入提高背景下实现快速发展，2017 年我国人均速冻食品消费量为 10.6 千克/人，仅为美国 1/8、欧盟 1/4、日本 1/2，未来市场空间广阔。**伴随疫情下我国居民对速冻食品认知提升，预计人均消费将保持快速增长，公司作为细分品类龙头将持续受益行业发展红利**。

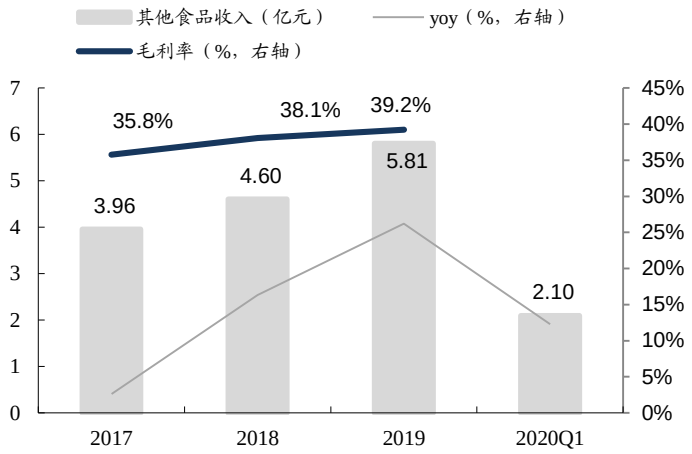
此外，公司积极培育腊味、面包、西点、饼酥等新产品，腊味品牌“秋之风”被评为“广东省著名商标”。2019 年培育型业务营收达 5.81 亿元(+26.2%，毛利率 39.2%)，未来公司将通过丰富产品线，把握多元化、个性化市场需求，持续挖掘新增长点。

图 19：2017 年我国速冻食品人均消费低于发达国家



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 20：2019 年其他食品收入增速达 26%

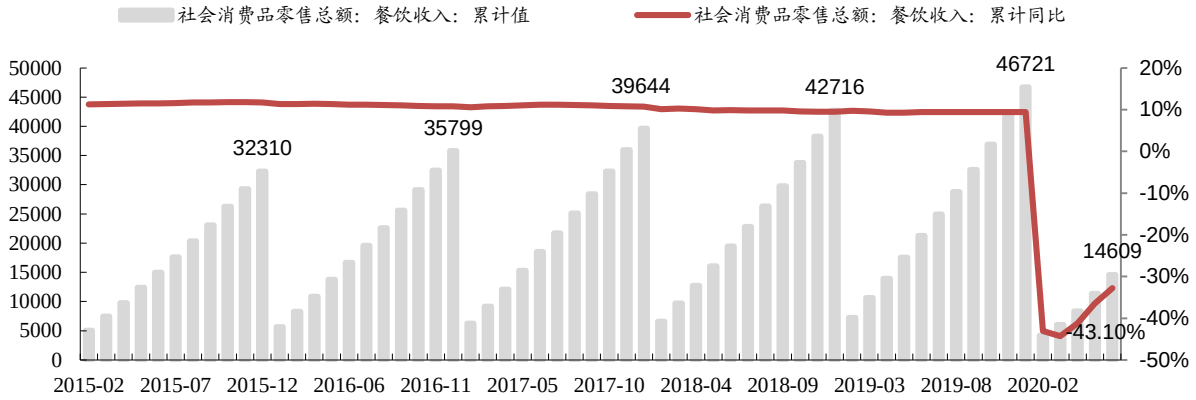


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 餐饮承压持续，静待下半年复苏

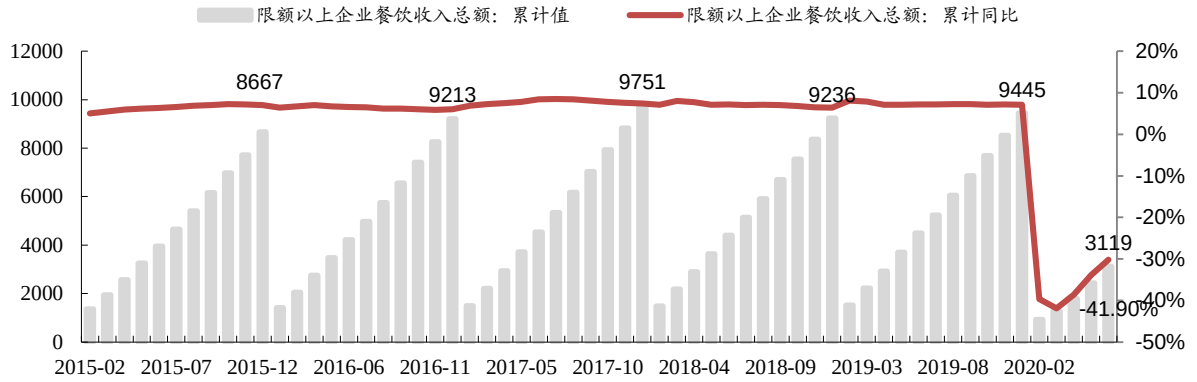
餐饮业规模大且增长稳定，限上餐饮恢复优于整体。2019 年我国餐饮社零收入达到 4.67 万亿（15-19 年 CAGR 为 9.66%）。受疫情影响，20Q1 餐饮门店开工率维持低位，4 月全国复工持续，餐饮业逐步复苏。20 年前 6 月餐饮社零收入为 1.46 万亿（yoy-31.35%），环比前 5 月跌幅收窄 4.02pct。2019 年限额以上餐饮社零收入达到 9445 亿（15-19 年 CAGR 为 2.17%），2020 年前 6 月限额以上餐饮社零收入为 3119 亿（-30.64%），复苏情况优于整体。

图 21：近 5 年社零餐饮累计收入（亿元）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 22：近 5 年社零限额以上餐饮累计收入（亿元）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

餐饮业集中度与连锁化率疫后迎双升，餐饮老字号持续受益。我国餐饮市场较为分散，2017 年自营连锁餐厅收入仅占餐饮市场销售 4.3%，新冠疫情下部分企业退出市场，行业进入集中度提升阶段。伴随消费者对品牌声誉、食品安全和服务质量的重视，依靠更强大资本品牌、更高品牌认知及声誉，以及更佳食品安全控制，Frost & Sullivan 预计自营连锁餐厅市场规模有望于 22 年 2931 亿，17-22 年 CAGR 有望达到 11.4%；据《2019 年中国餐饮年度报告》，排名前五的中国正餐集团中有 4 家拥有多个百年老字号品牌；随着各种菜系走向全国，被各地消费者接受和喜爱，名震一方老字号进一步向全国拓展。

表 5：2019 年中国正餐集团 10 强

排名	集团	品牌	菜系	定位	区域
1	杭州饮食服务	知味观、杭州酒家、奎元馆、天香楼	杭帮菜	老字号糕点+大众化面点+中高端餐饮	杭州
2	北京华天饮食	庆丰包子、同春园、惠丰酒家、同和居等 20 多家老字号品牌	中式正餐、快餐小吃、西餐	老字号大众、中高端全覆盖	北京
3	上海杏花楼	杏花楼	粤菜[1]	老字号大众餐饮+烘焙	上海市
4	山东凯瑞餐饮集团	老牌坊鲁菜名店、高第街 56 号港式餐厅、城南往事济南风味主题餐厅、皇城根北京风味主题餐厅、非尝锅气港味餐厅	鲁、粤、京菜	大众化餐饮	山东省、北京
5	*广州酒家	广州酒家、陶陶居、天极品、西西地、好有形	粤菜	老字号正餐、糕点+年轻化轻餐饮及简餐	广东省
6	北京西贝餐饮管理有限公司	西贝莜面村、腾格里塔拉	西北菜	西北民间菜肴	内蒙、京津沪深

7	外婆家餐饮集团有限公司	外婆家、指福门、炉鱼、第二乐章、锅小二、金牌外婆家、穿越、蒸年青、锅殿、动手吧等	江浙菜、创新菜	时尚健康的新式品质中餐	江浙地区及京津深
8	蓝海酒店	蓝海大饭店、现食主义	正餐	中高档正餐、婚宴、休闲餐饮	山东、内蒙、京沪
9	重庆陶然居饮食文化	陶然居风味庄、陶滋陶味	川菜	中高端特色餐饮、小吃	重庆
10	丰收日（集团）股份有限公司	丰收日、丰和日丽、丰收鱼米乡、云庐、罗记港式火锅、厢房、京云华、嵐、京锅屋等	中式正餐、简餐、点心、火锅、日式料理	融合外卖、外烩和新品牌的多元化方向	上海

数据来源：各集团官网，公司公告，《2019 年中国餐饮年度报告》，东吴证券研究所

注：*为上市企业

直营门店表现优于行业，业务成长稳健。截止 2019 年末，公司共有 20 家“广州酒家”、“天极品”、“陶陶居”（19 年 7 月全资收购）、“星樾城”等品牌直营门店，其中深圳“广州酒家”品牌店已于 2019 年开业，南沙店、华夏路店即将开业。2019 年餐饮业务实现销售收入 6.67 亿元（+10.98%）。

Q1 承压显著，静待疫后复苏。春节为公司餐饮旺季，从历史数据看，节内收入占比全年 20-25%左右。预计今年春节期间公司酒席数取消 2000 桌以上，2020Q1 餐饮实现营收 0.84 亿元（-54.10%），承压显著。在 20 下半年国内疫情防控形势向好，餐饮客流逐步复苏背景下，公司经营有望回暖，预计知名连锁品牌复苏情况将优于行业平均水平。

表 6：广州酒家各直营餐饮店相关指标

	开业时间	营业面积	单位营业面积营业收入（万元/m²）	人均劳效（万元/人）	每餐位营收（万元）	桌流转率（次/天）	pct	座流转率（次/天）	pct	人均消费（元）	yoy
文昌店	2001 年（创始于 1935 年）	6816	1.52	32.07	7.30	5.52	0.03	2.54	-0.05	78.79	3.2%
滨江西店	2000 年	5470	1.22	28.09	7.27	3.6	-0.03	2.24	-0.08	88.88	-0.8%
体育东店	2002 年	5000	2.27	42.94	10.46	2.84	0.03	2.22	-0.06	129.07	0.6%
东山店	2006 年	2960	0.96	27.88	4.75	2.94	-0.26	1.65	-0.19	78.91	2.1%
逸景店	2013 年	5209	0.66	42.41	4.54	1.38	-0.08	0.78	-0.05	159.43	7.5%
临江大道店	2013 年	2959	1.33	40.96	15.23	3.66	0.27	2.9	0.23	143.91	2.4%
环市东店	2015 年	2142	1.51	36.43	12.84	4.56	0.95	3.4	0.96	103.49	12.4%
昌岗中店	2016 年	4337	0.33	16.98	3.20	1.44	-	1.02	-	85.88	-
花都店	2016 年										
黄埔大道店	2017 年										
白云机场店	2018 年										

请务必阅读正文之后的免责声明部分

沿江中路店	2018 年										
花地大道店	2019 年										
深南中路店（深圳）	2019 年										
华夏路店-暂未营业											
南沙店-暂未营业											
白云“天极品”	2011	4020	0.87	31.56	7.61	2.51	0.33	1.54	0.17	135.37	-4.1%
“天极品”越华路店	2011 年	4926	0.90	27.56	9.35	2.45	0.09	1.95	0.05	131.32	5.0%
好有形店											
西西地简餐	2016 年	120	1.64	11.56	3.50	4.37	-	2.04	-	47.06	-
星樾城	2019 年										
正餐行业平均水平			**1.08**	**23.10**	**4.61**						

注：门店指标数据截至 2016 年，此后新开门店单店情况未披露

数据来源：公司公告，《2017 中国餐饮业年度报告》，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 产能为基，龙头全面扩张进行时

3.1. 长期产能支撑充分，省外渠道助力异地分销

产能瓶颈突出，多方式扩产。公司月饼系列具有应节食品特性，刚需集中；加之速冻、西点、腊味等食品规模逐步扩张，产能压制因素明显。**公司持续通过并购、技改及新建等方式逐步扩产解决产能瓶颈，伴随新基地逐步落地，预计未来 3 年产能将快速提升**。

战略投资解决短期产能不足，缓解燃眉之急。1）德利丰：18 年中旬成立德利丰（利口福持股 40%），合作加工饼酥馅料等烘焙食品及糕点，扩充产能。**2）广州酒家粮丰园**：公司全资子公司利口福 2018 年出资 7700 万元组建广州酒家粮丰园公司（利口福持股 66.96%，粮丰园持股 33.04%），弥补食品制造业务短期产能缺口，粮丰园主营烘培食品，产品包括饼酥、曲奇等，与广州酒家烘培类产品重叠度较高，快速补充产能。19 年利口福食品以 2651 万元现金收购粮丰园食品所持广州酒家粮丰园（茂名）23.05%股权，持续深度挖掘和扩展茂名、湛江、广西等周边市场。

表 7：18 年参股协同子公司

项目	计划投资总额	投产时间	概况	预计建成达产后效益
德利丰食品有限公司	-	2018 年	利口福持股 40%，用以协助利口福生产烘焙类产品，扩充产能	-
广州酒家粮丰园	7700 万	-	利口福持股 66.96%，用以及时弥补产能缺口，扩展茂名、湛江、广西等周边市场；19 年收购粮丰园少数股权，增持至 90.01%	承诺 3 年累计净利润不低于 3500 万元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

食品生产基地建设实践长期战略，产能扩张满足市场需求。

1）广州三号车间：上市募投项目广州利口福三号车间技术改进工程达产后年产能可达 2.55 万吨，达产年销售收入 7.6 亿元。该项目持续推进，产能逐步释放。

2）梅州生产基地：18 年 3 月投资设立利口福（梅州）公司，进一步扩大产能。计划投资 4.5 亿元，占地 200 亩。建设周期约为 2 年，由于疫情原因或在 20 年底前投产，达产产能有望超 1.6 万吨/年。

3）湘潭生产基地：18 年 3 月设立湖南基地，并计划于 2020 年底前在湘潭设立华中区域管理总部。该生产基地计划总投资约 4.5 亿元，占地 285.5 亩，湘潭一期工厂已在 19 年底试生产，预计二期将在 2022 年完工，达产产能计划超 2 万吨/年。

4）未来也将积极在华南和华中选址扩产，复制现有区域发展模式，逐步覆盖全国。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 8：广州酒家技改及生产基地建设

项目	计划投资总额	预计投产时间	概况	预计建成达产后产能/效益	选址	土地情况
广州车间技改	2.78 亿元	-	利口福三号车间改造，主要生产月饼、速冻腊味	达产产能 2.55 万吨/年，达产年销售收入 7.6 亿元	广州市利口福厂区内；市政配套完善	-
梅州生产基地	4.5 亿元（自筹资金约 2.5 亿元，上下游企业投资约 2 亿元）	2020 年底	主要生产速冻、月饼、腊味等	达产产能：月饼>0.2 万吨/年，速冻>1.2 万吨/年，腊味>0.2 万吨/年	梅州高新技术产业园区中心地带，交通便利，是梅州面向珠三角、沟通闽、赣、浙的交通枢纽	约 200 亩，使用年限 50 年
湘潭生产基地	4.5 亿元（自筹资金约 3.58 亿元，上下游企业投资约 0.92 亿元）	20 年（一期）22 年（二期）	主要生产月饼、速冻、馅料等	达产产能：月饼>0.2 万吨/年，速冻>1.2 万吨/年，馅料>0.6 万吨/年	位于湖南湘潭，中部地区的经济腹地，长江流域经济带和京广铁路经济带的交汇中心；农产品产量全省前茅	约 285.5 亩，使用年限 50 年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

经销为食品业务主要销售方式，省外经销商助力异地分销。公司食品制造业务以经销模式为主，该模式下公司将产品批发给各地经销商，在货物交付时完成收入确认，为鼓励经销商提升预付款额，公司给予 1-3%的预付款奖励。2016 年食品制造渠道经销模式收入 7.28 亿，占比 50.8%。截至 2019 年 Q3，公司经营旺季经销商数量达到 656 家，其中境内省外经销商数量 207 家（同比 18 年底+29.4%，占比 31.6%），规模扩张持续。在产能充分支持下，预计公司今年将采取更加灵活让利政策，激励经销商提货。伴随分销网络逐步完善，公司未来有望借助覆盖全国的经销网络以相对轻资产模式，较快实现异地扩张。

表 9：截至 2019 年 Q3 广州酒家经销商数量（家）

	经销商数量	同比 18 年底	新增	减少
广东省内	434	*+26.5%*	*142*	*51*
境内广东省外	207	*+29.4%*	*75*	*28*
境外	15	*+50.0%*	*6*	*1*
合计	656	*+27.9%*	*223*	*80*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 电商零售：线上渠道茁壮成长，新营销捕获年轻受众

线上协同线下，全渠道覆盖。目前公司已建立起包括实体门店渠道、经销商渠道、电子商务渠道的全渠道销售体系。线下门店扎根岭南，线上入驻主流电商，线上线下

协同配合，为客户提供便捷的消费体验，极大提高交易速度和数量，实现产品跨区域、24 小时销售。目前，公司已开发自营官方商城网站，并入驻天猫旗舰店、京东商城、京东自营旗舰店、微商城等。

图 23：广州酒家官方商城



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

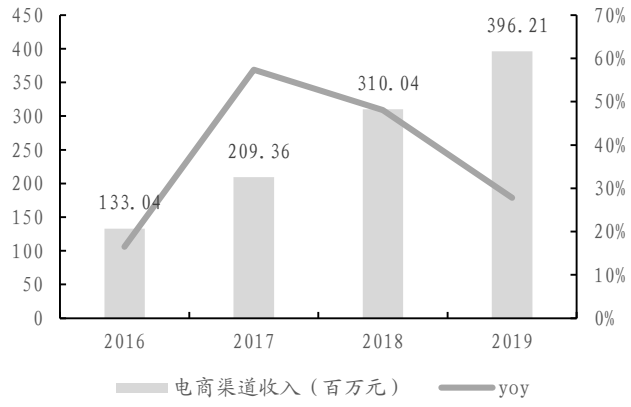
图 24：广州酒家天猫旗舰店



数据来源：天猫，东吴证券研究所

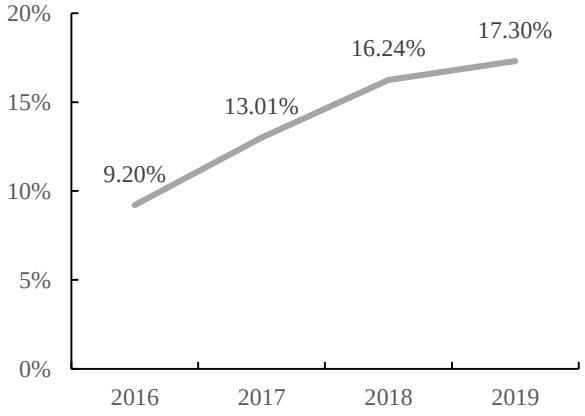
收入贡献不断提升，线上渠道或将持续高增长。随广州酒家“老字号”口碑提升，依托电商平台覆盖全区域销售，广州酒家电商收入持续提高，2019 年线上渠道营收 3.96 亿元（16-19 年 CAGR 达 31.37%，占食品销售收入的比重提升至 17.3%）。电商渠道已成为公司传统渠道的重要补充，发挥线上线下渠道协同效应。同年，广州酒家和京东达成战略合作意向，计划 2020 年广酒京东平台销售额同比增长 200%、未来 3 年广酒在平台累计销售突破 15 亿。

图 25：电商渠道收入（百万元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：电商渠道占食品销售额比例持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电商平台扩建，推动数字化、智能化转型。2019 年公司加大对电子商务平台扶持力度，投入超 3000 万用于电商办公场地建设。未来公司将逐步建立数据分析平台、加强数据采集跟踪，打造线上线下一体化会员管理体系，为全渠道精准营销体系打下坚实基础。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

直播带货新时尚，把握年轻消费者。为减轻疫情对实体门店客流量冲击，公司打开直播营销新方式。今年 6 月广州直播节期间公司与头部主播薇娅合作，直播间前 1 万份广酒速冻点心 15 秒内售罄，直播浏览量 2058 万次，累计成交额超 350 万元，带货成效显著。预计今年月饼系列产品将发力直播销售，积极把握年轻消费者，销售额有望持续亮眼表现。

图 27：与头部主播薇娅合作效果良好



资料来源：广州酒家官网、东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

从需求端来看：1）公司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，公司或将承接更多订单（预计 20 年优势区域经销商预付款较往年同期增长约 30%+，全年增速有望达到 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 36.3%；

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%/26.3%，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，预计公司 20-22 年总营收 35.9、48.6、61.1 亿元，同比增速分别为 18.5%、35.5%、25.6%；预计公司 20-22 年归母净利润为 4.35、6.36、8.28 亿元，同比增速分别为 13.4%、46.1%、30.2%，当前股价对应动态 PE 为 37、25、19 倍，对标餐饮公司 21 年平均 PE 37 倍，多家月饼、速冻等食品制造公司 21 年 PE 基本保持 40 倍以上水平，广州酒家估值仍具较大提升空间，全国月饼龙头未来可期，上调评级至“买入”。

表 10：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**	**753.81**	**999.21**	**1,148.12**
yoy	*34.79%*	*36.25%*	*32.55%*	*14.90%*
产量(吨)	25,576.17	33,199.84	43,159.79	48,641.08
yoy	*24.13%*	*29.81%*	*30.00%*	*12.70%*
销量(吨)	24,971.84	33,033.84	42,512.39	47,425.05
yoy	*23.56%*	*32.28%*	*28.69%*	*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**	**710.24**	**852.29**	**980.13**
yoy	*26.20%*	*22.30%*	*20.00%*	*15.00%*
餐饮（百万元）	**666.82**	**382.23**	**778.06**	**845.13**
yoy	*10.95%*	*-42.68%*	*103.56%*	*8.62%*
门店数	22	24	26	28
单店收入（百万元）	30.31	15.93	29.93	30.18
yoy	*0.86%*	*-47.46%*	*87.90%*	*0.86%*
其他收入（百万元）	**71.29**	**85.54**	**102.65**	**123.18**
总收入（百万元）	**3,028.70**	**3,589.63**	**4,863.93**	**6,109.42**
yoy	*19.38%*	*18.52%*	*35.50%*	*25.61%*
归母净利（百万元）	**384.13**	**435.48**	**636.03**	**828.36**
	0.1%	*13.4%*	*46.1%*	*30.2%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 11：可比公司估值（单位：亿元）

	19 年归母净利	yoy	20 年归母净利（E）	yoy	20PE	21 年归母净利（E）	yoy	21PE
广州酒家	**3.84**	**0.1%**	**4.35**	**13.4%**	**37**	**6.36**	**46.1%**	**25**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

海底捞	**23.45**	**42.4%**	**13.63**	**-41.9%**	**127**	**43.08**	**216.2%**	**40**
九毛九	**1.64**	**122.4%**	**1.03**	**-37.2%**	**169**	**4.25**	**311.8%**	**41**
全聚德	0.45	-38.9%	0.14	-68.6%	275	0.74	425%	52
呷哺呷哺	2.88	-37.7%	1.27	-55.8%	60	4.9	285.2%	16
餐饮平均					**158**			**37**
三全食品	2.20	115.9%	4.88	121.7%	46	5.10	4.5%	44
安井食品	3.73	38.1%	4.27	14.5%	79	5.87	37.5%	58
速冻平均					**63**			**51**
元祖股份	2.48	-2.38%	2.71	9.43%	15	3.09	14%	13
桃李面包	6.83	6.42%	8.38	22.57%	47	9.74	16.3%	41
酥点月饼平均					**31**			**27**

注：港币汇率取 0.90，未加粗标的采用 wind 一致预期，数据截至 8 月 3 日；

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 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。

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**	**1,933**	**2,866**	**3,233**
现金	1,296	1,609	2,186	2,662
应收账款	119	70	219	140
存货	233	206	343	335
其他流动资产	78	49	118	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**	**3,240**	**4,278**	**4,709**
流动负债	**651**	**658**	**1,194**	**999**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	213	199	356	327
其他流动负债	437	459	838	672
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**	**715**	**1,255**	**1,059**
少数股东权益	22	22	21	20
归属母公司股东权益	2,189	2,504	3,002	3,630
负债和股东权益	**2,932**	**3,240**	**4,278**	**4,709**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	481	584	869	769
投资活动现金流	-268	-181	-196	-145
筹资活动现金流	-160	-91	-95	-148
现金净增加额	54	313	578	476
折旧和摊销	67	91	107	96
资本开支	391	112	95	61
营运资本变动	41	114	181	-85

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,029**	**3,590**	**4,864**	**6,109**
减:营业成本	1,431	1,686	2,251	2,781
营业税金及附加	27	37	47	59
营业费用	779	957	1,284	1,607
管理费用	300	369	481	614
财务费用	-26	-31	-42	-53
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**	**526**	**770**	**1,004**
加:营业外净收支	1	4	4	4
利润总额	**467**	**530**	**774**	**1,008**
减:所得税费用	84	95	139	181
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	**384**	**435**	**636**	**828**
EBIT	428	487	717	936
EBITDA	495	578	824	1,031

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.95	1.08	1.57	2.05
每股净资产(元)	5.42	6.20	7.43	8.99
发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
ROIC(%)	15.8%	15.7%	19.4%	21.0%
ROE(%)	17.3%	17.2%	21.0%	22.7%
毛利率(%)	52.8%	53.0%	53.7%	54.5%
销售净利率(%)	12.7%	12.1%	13.1%	13.6%
资产负债率(%)	24.6%	22.1%	29.3%	22.5%
收入增长率(%)	19.4%	18.5%	35.5%	25.6%
净利润增长率(%)	0.1%	13.4%	46.1%	30.2%
P/E	41.63	36.72	25.14	19.30
P/B	7.30	6.39	5.33	4.40
EV/EBITDA	29.77	24.98	16.81	12.97

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