广州酒家（603043）

公司研究/深度报告

区域优势稳固，新增产能平稳释放保证中长期成长性

深度研究报告/食品饮料行业　　2020 年 7 月 6 日

报告摘要：

- **核心逻辑一：月饼及餐饮业务稳步增长，压仓中长期业绩**

  公司旗下的广式月饼产品销售规模多年稳居全国前列，营收占比稳定在 40%左右，毛利率水平稳定，2015 年以来收入端年均增速在 12%左右，是公司业绩的压舱石。基于对中秋月饼消费刚性的判断，预计月饼业务有望保持长期稳定增长。

  截至 2019 年末，公司共拥有 20 家餐饮直营店，深圳品牌店已开业经营。公司餐饮业务逐步走出广州，预计未来珠三角及省外市场将成为新增门店主要开设方向，餐饮门店将每年保持新增 1~2 家的扩张速度。

- **核心逻辑二：多个生产基地陆续投产，缓解产能瓶颈增强业绩弹性**

  公司新建湘潭基地和梅州基地，目前湘潭基地一期已逐步投产；梅州基地预计 20 年年底前试生产，主要为速冻食品提供产能支持。截至 2019 年末，公司食品端产能主要分布在广州番禺、茂名及湘潭。其中，广州番禺为主，粮丰园为辅，湘潭为试产阶段。粮丰园主要在 2019 年为公司月饼及速冻产能进行了少量补充，其余产能仍为利口福提供，湘潭生产基地一期已于 2019 年投建完毕，2020 年起将对月饼系列产品产能提供支持，湘潭二期处于拿地及规划阶段。2020Q1 疫情有效刺激了速冻食品的下游需求，公司两大基地的陆续投产将从产能上保证公司速冻业务的高成长性。

- **核心逻辑三：积极布局外埠渠道建设**

  2019 年，广州酒家在境内广东省外的营业收入达到了 5.00 亿元，同比+40.10%，增速较为强劲，占比从 2018 年的 14.21%提升至 16.70%。随着新基地的投入及产能的释放，公司产品将进一步向粤东、粤西、华中以及华东等地区辐射延伸。公司还将加大线上互联网营销的投入，2019 年线上收入 3.96 亿元，同比+27.79%，占比达 13.08%，同比+0.86 个百分点，毛利率为 59.60%，和公司总毛利率相当。2020Q1 疫情期间，公司经销商渠道和省外收入均出现快速增长，整体渠道布局更趋健康。

- **盈利预测与投资建议**

  预计 20-22 年公司实现收入 34.60/40.82/47.26 亿元，同比+14.2%/+18.0%/+15.8%；归母净利润为 4.38/5.55/6.41 亿元，同比+14.1%/+26.6%/+15.5%，对应 EPS 为 1.09/1.37/1.59 元，目前股价对应 PE 为 29/23/20 倍。公司估值水平低于 SW 食品综合板块 38 倍估值；考虑到未来产能扩张及门店扩张带来的成长空间，给予“推荐”评级。

- **风险提示**

  宏观经济下行风险；疫情冲击负面影响超预期；食品制造募投项目进展不及预期；餐饮业务异地扩张不及预期；食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,029	3,460	4,082	4,726
增长率（%）	19.4%	14.2%	18.0%	15.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	384	438	555	641
增长率（%）	0.1%	14.1%	26.6%	15.5%
每股收益（元）	0.95	1.09	1.37	1.59
PE（现价）	33.1	29.0	22.9	19.8
PB	5.8	5.1	4.3	3.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格（元）：　31.47

交易数据	2020-7-3
近 12 个月最高/最低	34.99/23.73
总股本（百万股）	404.00
流通股本（百万股）	404.00
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	127.14
流通市值（亿元）	127.14

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：　S0100118080028

电话：　0755-22662056

邮箱：　xionghang@mszq.com

相关研究

目录

一、公司介绍：双主业是成长性的核心驱动力，股权激励计划加强经营活力 3
（一）餐饮、食品制造双主业巩固品牌地位 3
（二）经营地域性色彩浓厚 4
（三）股权结构清晰稳定，股权激励计划有助于提高经营活力 4
二、行业分析：月饼、速冻产品仍有发展空间，餐饮行业增速稳健 7
（一）月饼市场逐步回暖，速冻市场有较大提升空间 7
（二）餐饮行业稳健增长，广东餐饮业收入成全国领头羊 9
三、食品制造板块：新项目陆续投产，产能扩张支持长期发展 11
（一）月饼业务：广式月饼行业龙头，月饼业务稳步增长 11
（二）速冻业务：广式速冻点心代表，长期成长性可期 12
（三）积极建设多个生产基地，缓解食品制造产能瓶颈 13
（四）IPO 募投项目以技改为主，主要着眼于加强生产效率 14
四、餐饮板块：门店稳步扩张保证餐饮业务平稳增长 16
五、渠道端：持续优化现有渠道，积极布局省外渠道 18
（一）现有渠道以直营店+经销商为主，线上销售快速增长 18
（二）积极布局省外渠道建设，承接产能释放 18
六、财务分析与收入拆解 20
（一）财务分析：营收增速平稳，费用率略有上升 20
（二）收入拆解 21
七、盈利预测与风险提示 22
（一）盈利预测与估值分析 22
（二）风险提示 22
插图目录 24
表格目录 24

一、公司介绍：双主业是成长性的核心驱动力，股权激励计划加强经营活力

（一）餐饮、食品制造双主业巩固品牌地位

广州酒家是深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，素有“食在广州第一家”美誉，迄今已有 80 多年历史。广州酒家被国家商务部评为“中国十大餐饮品牌企业”，2012 年荣获“中国驰名商标”称号。公司主要业务有餐饮服务和食品工业，不断致力于发掘传统粤菜文化和创新菜品服务，通过“广州酒家”积累的品牌优势、技术优势和渠道优势，延伸产业链，逐渐形成餐饮和食品制造并行的双主业模式。2019 年 7 月，公司支付现金 2.01 亿元，取得陶陶居食品有限公司 100%股权，从而持有陶陶居这一老字号品牌。

（1）餐饮服务：公司拥有 20 家直营门店，主要提供“广州酒家”、“天极品”品牌的粤式中餐及“西西地”、“好有形”、“星樾城”等品牌的简餐服务。截至 2017 年底，“陶陶居”共有 8 家餐饮门店（广州 7 家，厦门 1 家）。

（2）食品制造业务：公司食品制造板块主要以“利口福”、“秋之风”、“陶陶居”等品牌生产和销售月饼系列产品、速冻食品、腊味、饼酥、面包、西点等产品。截至 2019 年末，公司拥有利口福食品零售门店 200 家（含加盟店）。月饼系列是公司核心产品，为广式月饼的代表，连续多年产销量位居全国第一；速冻系列产品近年增长迅速；腊味、饼酥、面包、西点等系列产品属于培育型业务，也是公司进一步多元化经营的储备业务。

表 1：广州酒家食品制造板块主要产品

系列名称	经典产品		
中秋月饼			
速冻食品			
广式腊味			
即食食品			
端午粽子			

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

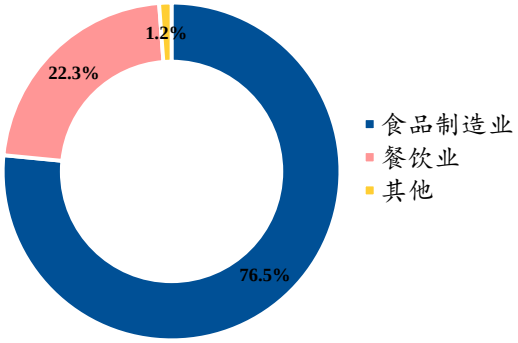
（二）经营地域性色彩浓厚

截至 2019 年末，公司餐饮业务主要分布在广州市内，仅在深圳和上海有少量开店，未来预计将维持每年 1~2 家新开店的节奏。公司食品制造基地主要分布在广州、茂名和湘潭，梅州基地仍在建设中。公司目前食品制造业务的销售重心仍在华南地区，预计 2020 年以后公司将进一步向全国扩张。

2019 年公司实现营业收入 30.29 亿元，同比+19.38%；归属于上市公司股东的净利润 3.84 亿元，同比+0.06%，其中食品制造业务实现销售收入 22.91 亿元，同比+21.07%；餐饮业务实现销售收入 6.67 亿元，同比+10.95%。食品制造业务成长性高于餐饮业务。2019 年利润端增速受阶段性费用上升及原材料成本上升等因素影响出现下滑。上述导致利润增速下滑的负面因素均为短期影响，中长期成长性仍然良好。

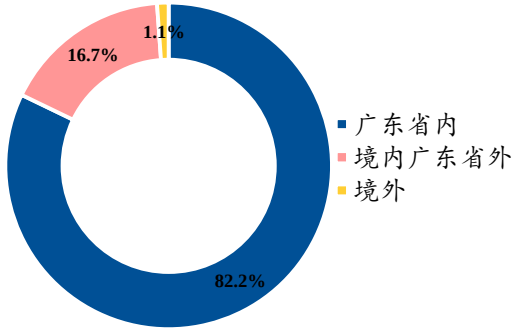
从收入构成来看，公司月饼、腊味、速冻食品在营收中的占比已远超餐饮业务，达 75%以上，因此公司内核实质为食品制造类公司；从销售地域看，公司地区色彩依然浓厚，广东省内销售占比超过 8 成，广东省外销售占比仍然有待提高。

图 1：2019 年广州酒家主营业务分行业情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：2019 年广州酒家主营业务分地区情况



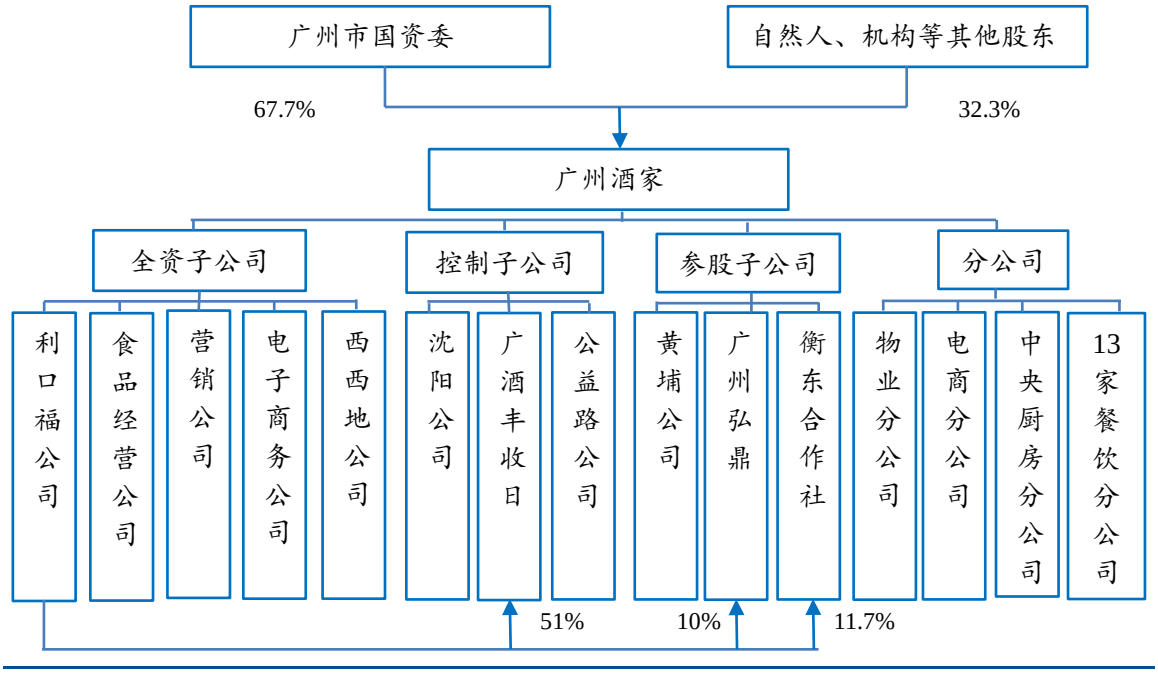
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）股权结构清晰稳定，股权激励计划有助于提高经营活力

广州酒家是经广州市国资委批准，由广州酒家有限公司吸收合并原文昌公司、滨江西公司、体育东公司后整体变更设立的股份有限公司。本次股票发行前，广州市国资委持有公司股份比例为 78.67%，是公司的控股股东、实际控制人，剩余 21.33%股权为原文昌公司、滨江西公司、体育东公司的 181 名职工。IPO 股票发行后，广州市国资委持有本公司股份比例为 67.7%，仍是公司的控股股东、实际控制人。公司上市后，广州市国资委持股比例从 78.7%下降到 67.7%，但依然保留对公司的绝对控制权。

公司管理团队皆为业务骨干出身，目前核心高管团队持有少量股份。2019 年 1 月，公司通过股权激励方案，对包括董事会秘书、副总经理、财务总监等在内的 256 名中高层核心管理人员进行股权激励。激励方案要求，2019~2021 年公司年均复合增速不得低于 10%，公司加权 ROE 不得低于 16%且现金分红比例不得低于 30%。此举将公司整体利益与高管个人利益深度绑定，对业绩表现有较强的正向激励作用，有助于调动管理层积极性。

图 3：广州酒家股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：股权激励行权要求

行权期	行权要求
第一个行权期	（1）2019 年公司实现的净利润与 2018 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 年实现的净利润不得低于公司 2016 年和 2017 年实现的合计净利润的简单算术平均值； （2）2019 年公司实现的营业收入与 2018 年相比增长率不低于（含）10%且当年度营业收入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； （3）2019 年公司的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； （4）2019 年度公司现金分红比例不低于（含）30%。
第二个行权期	（1）2020 年公司实现的净利润与 2019 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； （2）2020 年公司实现的营业收入与 2019 年相比增长率不低于（含）10%且当年度营业收入实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值； （3）2020 年公司的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； （4）2020 年度公司现金分红比例不低于（含）30%。
第三个行权期	（1）2021 年公司实现的净利润与 2020 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； （2）2021 年公司实现的营业收入与 2020 年相比增长率不低于（含）10%且当年度营业收入实现值不低于对应年份对标企业 75 分位值； （3）2021 年公司的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； （4）2021 年度公司现金分红比例不低于（含）30%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：股权激励分配方案

姓名	职位	获授股票期权数量（万份）	获授总额占总数比	获授总额占当前总股本比例
潘建国	副总经理	5.00	1.24%	0.0124%
卢加	财务总监	5.00	1.24%	0.0124%
中层管理人员、核心骨干（共 253 人）		384.05	95.29%	0.9506%
合计		403.50	100.00%	0.9977%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

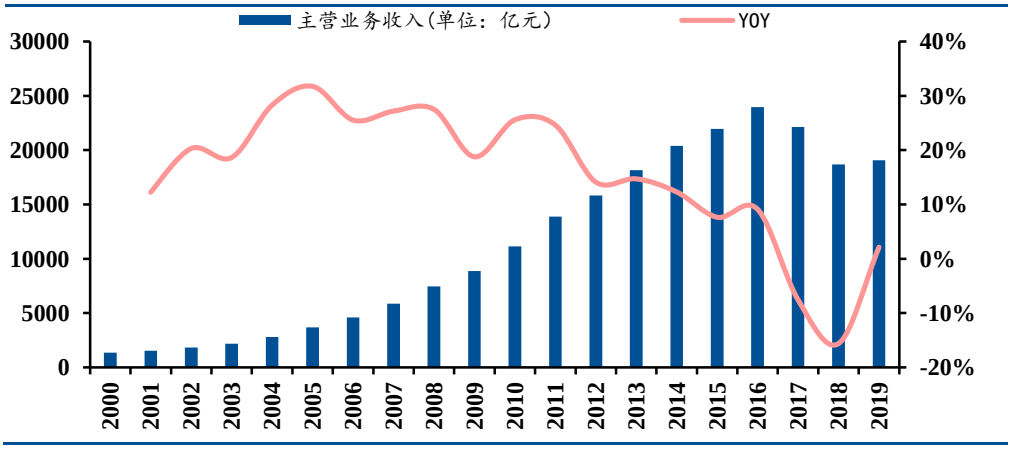
由于部分激励对象离职，公司注销离职人员持有的 23.10 万份期权。此外，公司 2019 年度业绩目标未能实现， 2019 年扣非归母净利润 3.72 亿元，同比+1.10%，未达到第一年度行权条件，因此对 247 位激励对象所持有的共 126.27 万份期权进行注销。上述事项合计注销期权 149.37 万份，占股票期权总数的 37.16%。调整后公司股权激励对象由 255 人调整为 247 人，授予但尚未行权的第二、三期股票期权数量调整后为 252.57 万份。长期看，二、三期股票期权仍然有效，员工切身利益仍与公司高度绑定。

二、行业分析：月饼、速冻产品仍有发展空间，餐饮行业增速稳健

（一）月饼市场逐步回暖，速冻市场有较大提升空间

随着我国经济快速发展，人均可支配收入不断提高，食品制造行业快速发展。但近年来随着中国经济增长进入新常态，行业增长开始放缓。不过，相对于行业增速的整体放缓，部分细分市场受益于消费升级带来的结构转换，增速好于行业整体。

图 4：2000-2019 年食品制造业主营业务收入



资料来源：Wind，民生证券研究院

1. 月饼市场回暖，广式月饼仍占主导地位

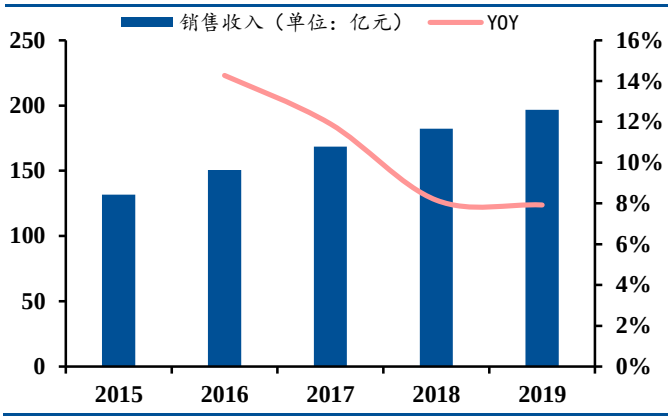
2012 年后受反腐力度趋严，2013-2014 年我国月饼行业经历了两年的衰退期。2015 后月饼市场开始逐步回暖、回归正常增长。2019 年全国月饼销售收入为 1967 亿元，同比+7.92%。行业经过几年的调整，淘汰了部分落后产能，品牌集中度越来越高，目前已经基本回归传统食品和文化的自然属性。

传统月饼种类丰富，如广式、苏式、京式、滇式等。其中广式月饼仍占有不可撼动的地位，长期在月饼市场中占有最高份额，2019 年市占率达 65%。虽然近几年各品牌厂商为迎合年轻消费者推出各式新式月饼，但传统产品、传统口味仍是主流。预计 2020 年广式月饼市场规模将在 2019 年基础上保持 8%左右增长，预计今后几年月饼销量将保持平稳。

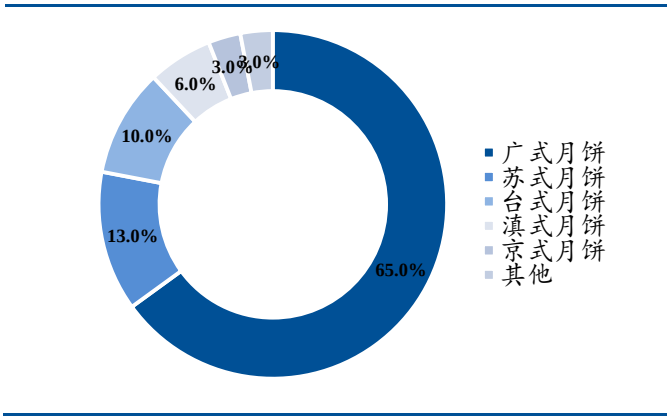
月饼是一种具有传统特性的食品，不同区域消费者口味不一，因此月饼行业集中度较低。目前，行业中较为知名的品牌有广州酒家、美心、元朗荣华、华美、GANSO 元祖等。

图 5：2015-2019 年月饼行业销售情况

图 6：2019 年各类月饼市场份额



资料来源：艾媒数据，民生证券研究院



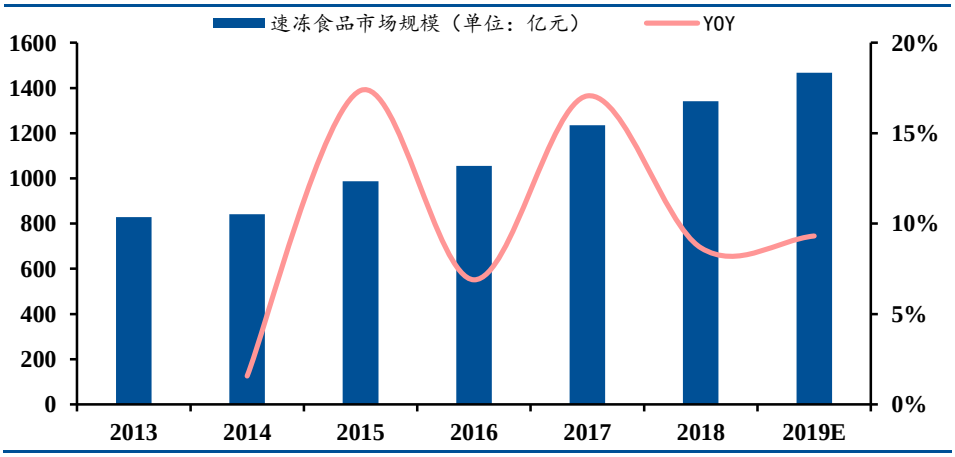
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

2. 速冻食品行业发展空间大

20Q1 新冠疫情发生以后，居民居家消费需求上升，速冻食品需求短期出现大幅上升。从长期趋势看，随着居民收入逐步提高，消费升级的内在需求将长期压低低端产品的需求，从而拖累行业整体增速。以速冻水饺市场为例，20 元/kg 左右的中低端产品市场份额不断收缩，30 元/kg 以上的高端水饺市场份额却增长迅速。

横向对比看，我国速冻食品人均年消费量为 9 千克，美国、欧洲的人均速冻食品年消费量分别为 60 千克、30-40 千克，日本的人均速冻食品年消费量也达到 20 千克，我国与这些发达国家相比还有广阔的提升空间，速冻食品行业发展空间巨大。

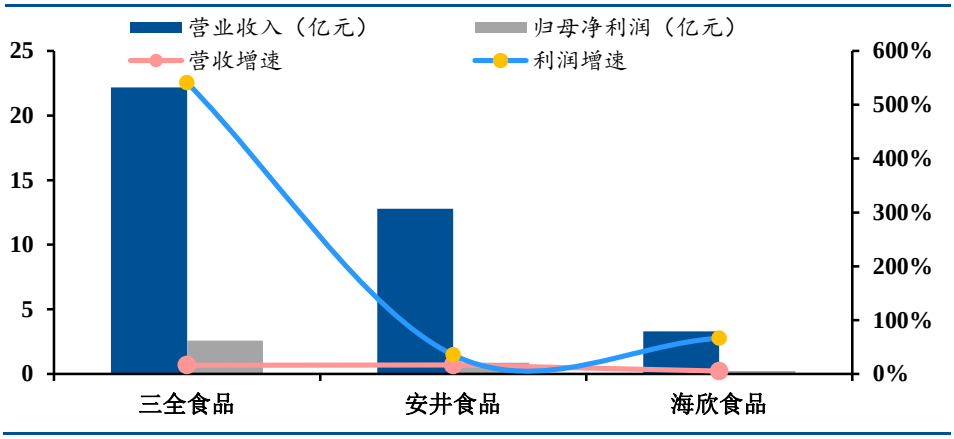
图 7：2013-2019 年速冻食品市场规模



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

2020Q1 疫情爆发以来，受居家隔离、复工率低等因素影响，居民居家消费的需求出现大幅提高，受此影响，国内速冻食品销量出现明显提高。2 月是疫情爆发高峰期，各地封闭政策执行严格，速冻食品线上销量同比大幅上升。以速冻行业头部上市公司为例，2020Q1 各家营收规模同比均出现双位数增长。受下游需求旺盛影响，各公司货折及销售费用大幅减少，高毛利产品投放比例上升，利润端增速大幅高于营收端。

图 8：2020Q1 速冻食品头部企业业绩表现良好

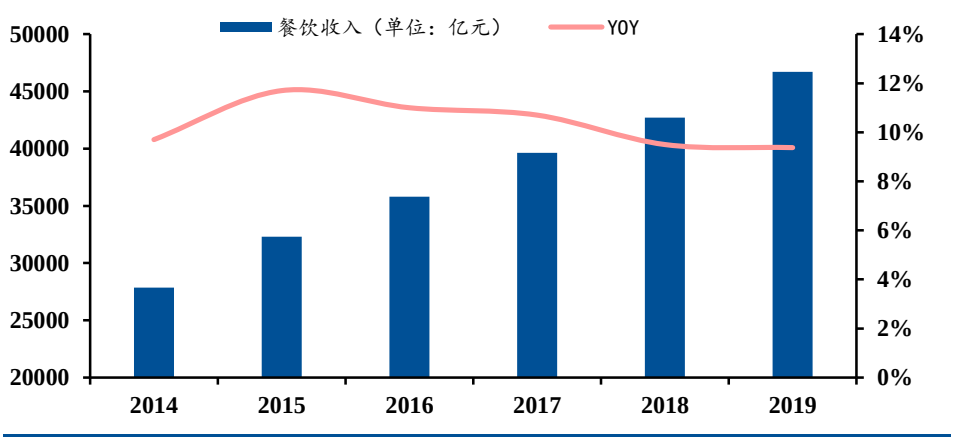


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

（二）餐饮行业稳健增长，广东餐饮业收入成全国领头羊

近年来我国餐饮行业成功实现转型，保持稳健增长，餐饮的消费结构加快向多样化、特色化、品质化升级，品质品牌餐饮引领作用显著。根据中国饭店业协会数据，2019 年全国餐饮收入 46721 亿元，同比+9.38%，自 2014 年以来，餐饮业增速维持在 10%左右。

图 9：2014-2019 年全国餐饮收入及增速

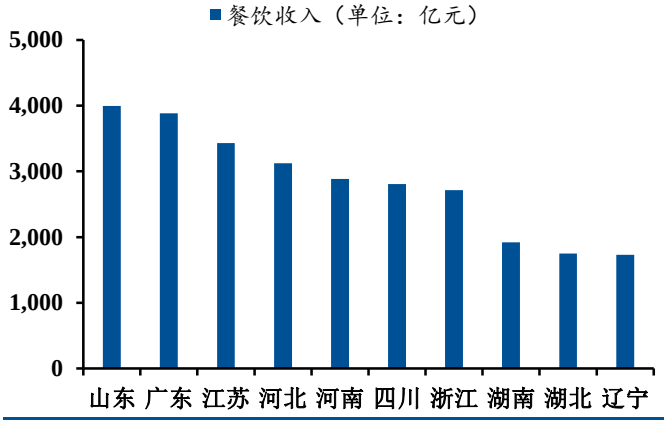


资料来源：wind，民生证券研究院

分地区来看，2018 年前 10 大省市餐饮营业收入共计 28246 亿元，占全国餐饮业营业收入的 66.13%。分种类来看，正餐的平均毛利率为 52.89%，同比+2.45 个百分点，平均净利率为 11.76%，同比+2.45 个百分点。

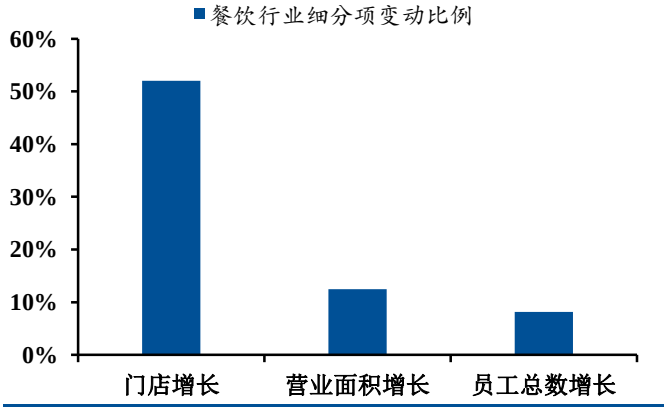
受地域及经济的影响，广东地区得以较早形成极具特色的饮食文化。在当前餐饮市场继续呈现稳步增长态势的背景下，广东省的餐饮在老字号企业的基础上创新发展。根据中国饭店业协会数据，2018 年广东省实现餐饮收入 3884 亿元，居全国第二位，同比+5.55%。

图 10：2018 年全国各省市餐饮收入 TOP10



资料来源：中国饭店协会，民生证券研究院

图 11：2018 年餐饮行业细分项变动比例



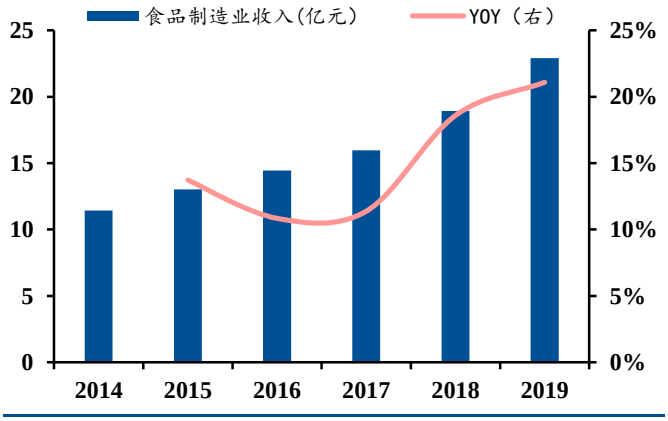
资料来源：中国饭店协会，民生证券研究院

三、食品制造板块：新项目陆续投产，产能扩张支持长期发展

广州酒家食品制造板块产品丰富，主要以“利口福”、“秋之风”等品牌生产和销售月饼系列产品、速冻食品、腊味、饼酥、面包、西点等产品。其中，月饼系列产品是公司核心产品；速冻系列产品为公司重点拓展的常态产品，也是近年增长较快的产品；腊味、饼酥、面包、西点等系列产品属于培育型业务，也是公司进一步多元化经营的储备业务。

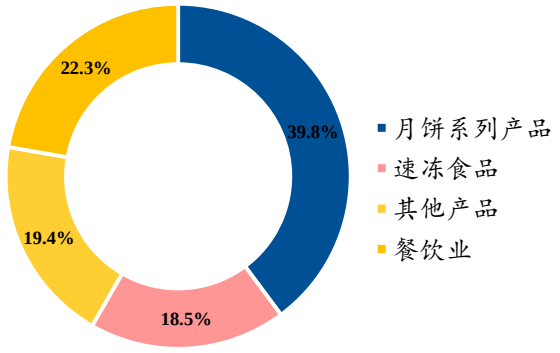
食品制造业务占公司主导地位，2017~2019 年实现收入 15.96 亿、18.92 亿、22.91 亿，同比增长 11.38%、18.59%、21.09%，占总收入比重分别为 74.06%、75.89%、77.45%。

图 12：2014-2019 年广州酒家食品制造业收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：2019 年广州酒家分产品收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（一）月饼业务：广式月饼行业龙头，月饼业务稳步增长

利口福月饼是广式月饼知名品牌，月饼系列产品产销量多年位居全国前三，是广州酒家的主要收入来源。2019 年月饼系列销售收入为 11.92 亿元，占食品制造业务的 52.04%，占公司营业总收入的 39.83%；2018 年和 2019 年毛利率分别为 63.22%和 62.27%，毛利率水平保持稳定，和同行业公司元祖股份同期 63.98%、65.85%的毛利率水平相当。但由于月饼销售具有明显的应季性，导致公司业绩也具有明显的季节性特征。

表 4：2019 年广州酒家月饼及速冻食品的生产及销售情况

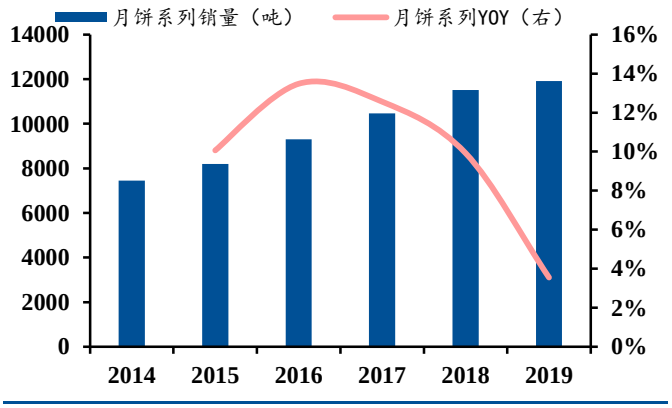
	生产量（吨）	销售量（吨）	库存量（吨）	营业收入（亿元）	占营业收入比重	毛利率
月饼系列产品	12545	11916	376.30	11.92	39.83%	62.27%
YOY	+8.45%	+3.55%	+177.00%	+14.79%	-3.73%	-0.95pct
速冻食品	25576	24972	2522.37	5.53	18.49%	37.12%
YOY	+24.13%	+23.56%	+26.24%	+34.79%	+13.05%	+0.20pct

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2020Q1，公司月饼业务收入 931.11 万元，同比+105.33%。不过公司月饼业务主要收入核心来自于 Q3，目前看 Q1 疫情对月饼业务的动销并无明显影响。4 月以后，随着复工复产率的提升，疫情的短期负面影响在逐步消退。假设中秋期间国内疫情不出现大幅度反

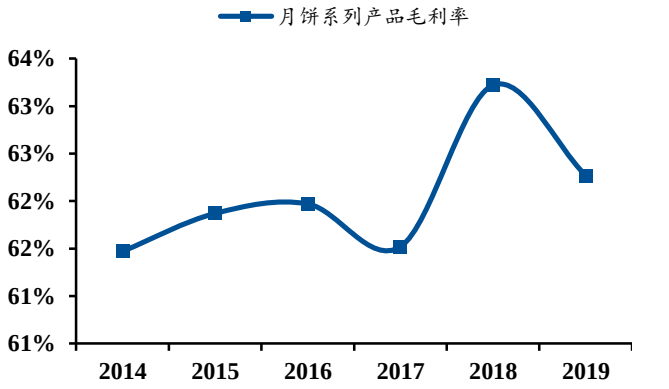
弹，那么预计公司月饼业务的动销节奏将与往年基本一致，有望保持稳步增长。

图 14：2014-2019 年月饼销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：月饼毛利率变化



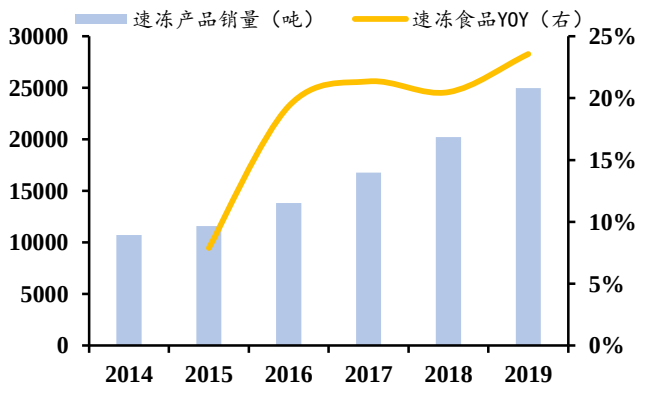
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）速冻业务：广式速冻点心代表，长期成长性可期

借助“广州酒家”、“利口福”、“秋之风”、“陶陶居”等老字号品牌及餐饮门店推广的天然优势，公司速冻食品目前处于发力阶段，产销量增长较快，销售额占比也在逐步提升。2019 年，速冻食品实现收入 5.53 亿元，收入增幅 10.95%，产销量均有 20%以上的增长，毛利率为 37.12%，同比+0.20%，增长较快的主要原因包括：产品结构向高端产品转换，带动单价提升；腊味烘房改造后，单位产品燃料及动力成本下降。

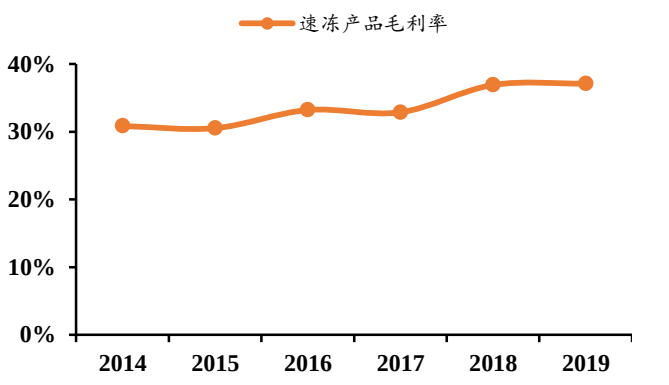
2020Q1，公司速冻食品收入 2.24 亿元，同比+49.77%，此业务受益疫情影响较为明显。疫情期间，居家饮食需求上升，公司速冻食品动销良好，营收增速明显快于 2019 年全年 35%的水平。2019 年公司速冻食品产销率达到 97%以上，产能较为紧张。2019 年末湘潭基地投产为 20Q1 的高增长打下了产能基础。按照正常建设进度，2020 年末梅州基地将进入试生产，公司速冻食品的高增长态势将至少延续到 2021 年。

图 16：2014-2019 年速冻食品销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：速冻食品毛利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司速冻食品以广式点心为主，包括流沙包、糯米鸡、虾饺、核桃包等，岭南地域特色较明显。同行业头部公司中，安井主要以火锅制品、米面制品等品类为主；三全、思念

偏向汤圆、水饺、面点等主食类，可见行业头部企业产品受众面较广但地域特色稍显不足。公司产品品类结构与其他企业有较大差异，同时以高质量口感赢得消费者口碑。我们预计公司未来仍将与其他公司保持差异化竞争，在坚持特色产品的基础上，不断丰富产品品类。

表 5：速冻行业头部上市公司主要产品一览

系列名称	主要产品			
广州酒家				
	流沙包	糯米鸡	虾饺	核桃包
三全食品				
	肉馅水饺	素馅水饺	汤圆	香菇素菜包
安井食品				
	鱼豆腐	鱼籽包	龙虾味球	奶香馒头
海欣食品				
	爆汁小鱼丸	包心鳕鱼丸	虾滑	蟹柳

资料来源：各公司天猫旗舰店，民生证券研究院整理

（三）积极建设多个生产基地，缓解食品制造产能瓶颈

长期以来，公司食品制造业务的主要瓶颈在产能不足，目前产能利用率接近 100%。截至 2019 年末，公司食品端产能主要分布在广州番禺、茂名及湘潭，其中以广州番禺为主，粮丰园为辅，湘潭为试产阶段。粮丰园主要在 2019 年为公司月饼及速冻产能进行了少量补充，其余产能仍为利口福提供，湘潭生产基地已于 2019 年投建完毕，2020 年起将对月饼系列产品产能提供支持；目前梅州生产基地目前正在建设中，主要为速冻食品提供产能支持。未来上述新增产能达产后，公司产能瓶颈有望得到彻底解决。

从新增产能建设看，公司未来主要新增产能将来自于所投建的湘潭基地和梅州基地，预计全部达产后月饼产能扩张 4000 吨/年、速冻产品产能扩张 24000 吨/年、腊肉产品产能扩张 8000 吨/年。2019 年 8 月，湘潭基地一期产能已部分释放，馅料及月饼生产线逐步投产，产能扩展空间仍大。梅州基地目前已开工建设，预计 2020 年中秋前开始释放产能。预计梅州基地年底前将试生产，湘潭二期仍在拿地及规划建设阶段。

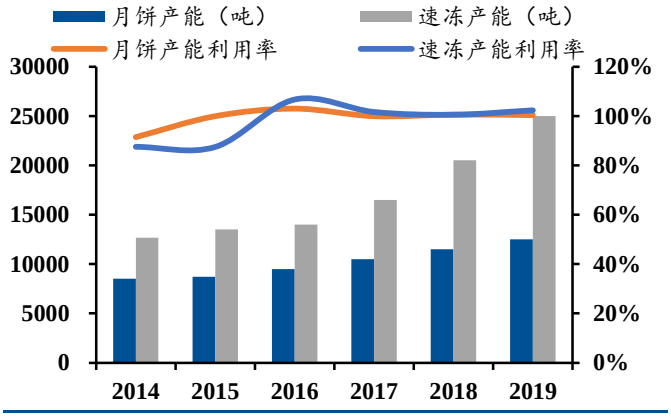
表 6：新生产基地建设计划

投资项目	项目金额	项目预计产能/收入	开始建设时间	建设周期
梅州生产基地	4.5 亿元人民币（自筹 2.5 亿元，上下游企业进驻投资 2 亿元）	（1）月饼类产品产能不低于 2000 吨/年 （2）速冻类产品产能不低于 12000 吨/年 （3）腊肉类产品不低于 2000 吨/年	2018 年 9 月	24 个月
湘潭生产基地	4.5 亿元人民币（自筹 3.58 亿元，上下游企业投资 0.92 亿元）	（1）月饼类产品产能不低于 2000 吨/年 （2）速冻类产品产能不低于 12000 吨/年 （3）腊肉类产品不低于 6000 吨/年	2018 年年初	一期 18 个月，整体项目 36 个月
利口福粮丰园食品有限公司	1.115 亿人民币（其中利口福出资 7700 万元，粮丰园出资不超过 3800 万元）	3 年累计净利润不低于 3500 万元，截至 2018 年 12 月 31 日，公司净利润亏损 458.28 万元	2018 年 6 月	已贡献产能

资料来源：公司公告，民生证券研究院

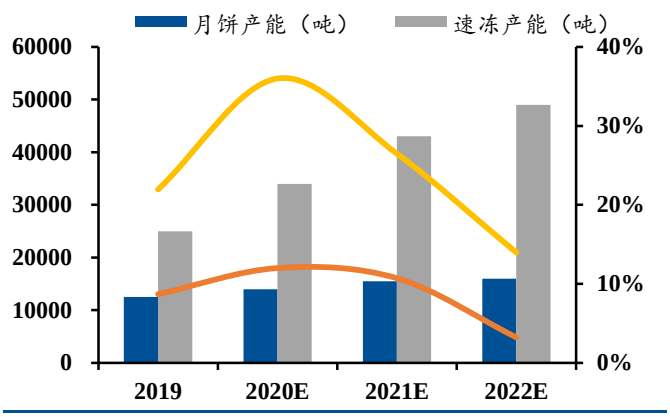
从新增产能释放节奏看，过去几年公司每年通过技改能保持月饼产能 10%左右的年化增长；保持速冻产能 20%左右的年化增长。但是目前月饼、速冻食品的产能利用率均接近 100%。按照新基地的建设与投产计划，预计 2020 年三季度梅州基地将竣工投产；湘潭基地一期已于 2019 年底试生产，湘潭基地二期有望在 2022 年投产。受新冠疫情影响，我们认为产能释放进度将会充分考虑下游需求，预计将会以较为平缓的增速进行。

图 18：2014~2019 年产能变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：基地投产后产能估算



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（四）IPO 募投项目以技改为主，主要着眼于加强生产效率

公司 2017 年 6 月上市募集资金共 6.14 亿元，专注于食品制造业务的产能扩张、销售渠道的拓宽以及技术研发。对产能游直接促进作用的项目包括富力盈通店装修工程和速冻食品二期改造项目。其他项目主要生产辅助性投入。

公司现有门店几乎都集中在广州市的中心区，在广州市外围区域及周边其他城市仅有零星布点，未能形成网络化、规模化发展优势。为了拓宽销售渠道，公司实施了广州酒家集团利口福食品有限公司食品零售网络项目，在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地建设 230 家直营店，项目总投资为 1.2 亿元，达产后预计可实现年均销售收入 4.74 亿元，税

后内部收益率达到 20.35%，静态投资回收期（税后，含建设期）为 6.21 年。2018 年该项目变更部分投资金额投向至广州酒家湘潭食品生产基地项目（一期）。

表 7：广州酒家各募投项目达产情况（截止 2019 年底）

项目名称	预算数（万元）	开始时间	预计达产时间	工程进度	资金来源
富力盈通店装修工程	5487	2017 年 6 月	已达产	100%	募投
利口福厂区东北部单体仓库建设项目	5400	2017 年 6 月	2020 年 12 月	28%	募投
利口福技术研发中心建设项目	4387	2017 年 6 月	2020 年 7 月	25%	募投
利口福车间设备技改项目	2040	2017 年 6 月	2020 年 7 月	85%	募投/自筹
利口福腊味车间修缮和节能改造	430	2017 年 6 月	2020 年 7 月	52%	募投
食品零售网络项目	4959	2017 年 6 月	2020 年 12 月	9%	募投/自筹
利口福速冻二期改造项目	1200	2017 年 6 月	2020 年 7 月	75%	募投

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司重视人才培养及技术研发，目前已拥有一批高层次的专业技术人才，但仍存在研发场地不足、研发及检测设备欠缺的情况。因此公司拟在厂区北片区新建研发中心综合楼，项目建筑面积共计 7766 平方米，建成后将配有 22 个功能室以及相应的研发试验设备。

四、餐饮板块：门店稳步扩张保证餐饮业务平稳增长

2019 年末，公司关停 3 家广州酒家品牌餐饮店（1 家为 2020 年初关停），新开 3 家餐饮直营店（广州 2 家、深圳 1 家）。其中，深圳“广州酒家”品牌店已于 2019 年开业。目前，公司共拥有 20 家餐饮直营店。2019 年餐饮业务实现销售收入 6.67 亿元，同比增长 10.98%；毛利率达 62.57%，同比-0.14 个百分点。

表 8：2019 年末广州酒家餐饮直营店

开店地点	店名	性质
广州	文昌店、文昌公司	公司餐饮直营店
广州	滨江西店、滨江西公司	公司餐饮直营店
广州	体育东店、体育东公司	公司餐饮直营店
广州	东山店、东山公司	公司餐饮直营店
广州	江畔红楼店、江畔红楼公司	公司餐饮直营店 （2020 年 3 月起停业，现正办理注销手续）
广州	白云新城店、白云分公司	公司餐饮直营店
广州	珠江国际大厦店、越华分公司	公司餐饮直营店
广州	逸景店、逸景分公司	公司餐饮直营店
广州	临江大道店、临江大道分公司	公司餐饮直营店
广州	南昆山店、南昆山分公司	公司餐饮直营店 （已停业，现正办理注销手续）
广州	黄埔大道店、黄埔大道分公司	公司餐饮直营店
广州	昌岗中店、昌岗中分公司	公司餐饮直营店
广州	环市东店、环市东分公司	公司餐饮直营店
广州	白云机场店、白云机场分公司	公司餐饮直营店
广州	沿江中路店，沿江中路分公司	广州餐管公司分公司， 公司餐饮直营店
广州	星樾城	广州餐管公司分公司， 公司餐饮直营店
广州	花地大道中路店， 花地大道中路分公司	广州餐管公司分公司， 公司餐饮直营店
广州	好有形店、好有形分公司	公司餐饮直营店
广州	西西地流行前线店， 流行前线分公司	公司餐饮直营店
广州	黄埔店、黄埔公司	公司餐饮参股经营店 （2019 年 2 月底已停业，现正办理注销手续）
广州	华夏路店，华夏路分公司	公司餐饮直营店（暂未正式营业）
广州	南沙店，南沙分公司	公司餐饮直营店（暂未正式营业）
深圳	深南中路店，深南中路分公司	公司餐饮直营店

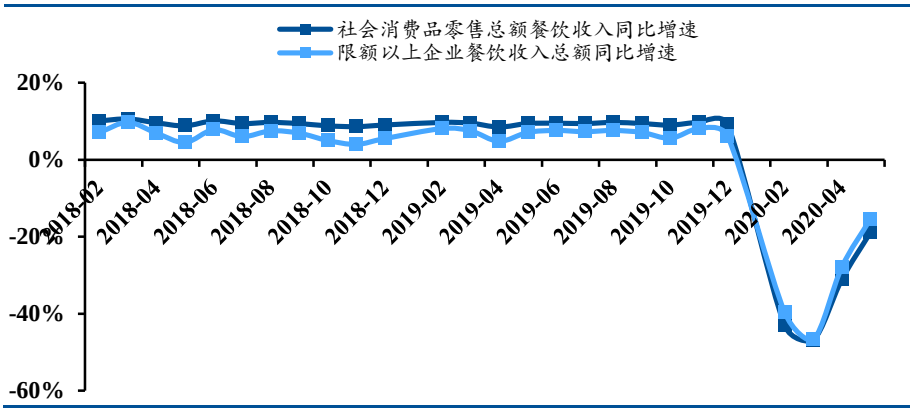
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2020Q1 受疫情影响，公司餐饮门店客流量出现明显下滑，当季实现营收 0.84 亿元，同比-54.10%，成为拖累整体业绩表现的主要原因。3 月份以后，广东省内企业复工率明显上升，企业用工需求持续提升，餐饮业务逐步出现复苏。预计本年度 Q2~Q4，公司餐饮业务将稳步复苏至往年平均水平，全年餐饮业务收入将小幅度下滑。

受疫情影响，20Q1 餐饮行业门店开工率较低，全国社会消费品零售总额中餐饮行业

收入 2 月/3 月同比分别-43.10%/-46.80%。3 月中下旬以来，随着全社会复工率稳步提升，餐饮业务稳步复苏。4 月/5 月餐饮行业收入同比-31.10%/-18.90%，降幅环比改善明显。2020 年 1~5 月，广州市社会消费品零售总额同比-11.9%，降幅比 1~4 月收窄 1.5 个百分点，广州餐饮行业景气度随复产复工和疫情缓解得到提升。4 月份，广州美团外卖上的活跃商家数位居全国第二；5 月 9 日，广州应急响应级别下调至三级。广州市 1~5 月网络订餐增长迅速，限上住宿餐饮企业线上餐费收入同比+45.5%，但比 1~4 月回落 5.9 个百分点，也侧面说明居民线下餐饮消费的比重开始逐步上升。

图 20：2019 年 3 月以来餐饮行业复苏明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、渠道端：持续优化现有渠道，积极布局省外渠道

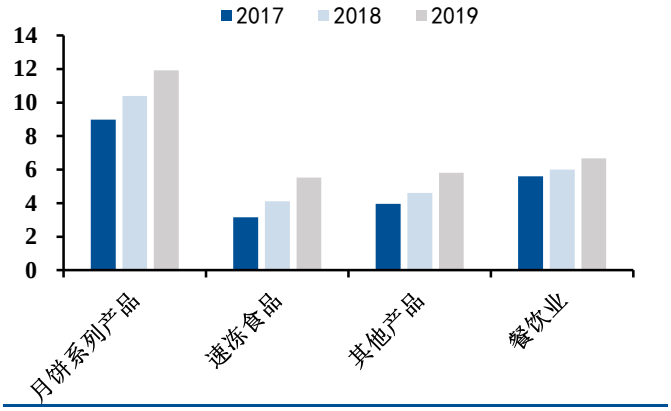
（一）现有渠道以直营店+经销商为主，线上销售快速增长

渠道方面，公司已经逐渐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，采用直接销售和经销模式，以直营店模式为主，结合网络销售等多种形式实现产品跨区域、24 小时销售。目前，公司食品制造板块拥有覆盖珠三角地区超过 170 家饼屋门店，销售渠道全方位立体覆盖市场。

2019 年，公司线上销售营业收入 3.96 亿元，同比增幅达到 27.79%，占比也从 12.22%上升至 13.08%，增幅显著。2019 年公司将进一步扩大品牌影响力，通过异地设立生产基地、跨区域铺设品牌直营门店、加大省外推广、完善线上渠道等方式拓展跨区域终端市场，提高市占率。

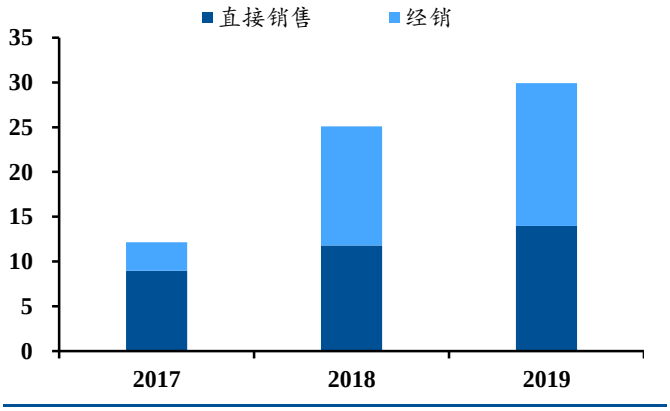
2020Q1 疫情期间，公司经销渠道实现收入 3.06 亿元，同比+29.89%，从区域看，广东省内实现销售 4.45 亿元，同比-5.37%；广东省外实现销售 0.74 亿元，同比+47.35%。总体看，公司利用疫情期间需求上升的有力实际，扩大经销商渠道建设，同时加强在广东省外的销售力度，实现经销商渠道和广东省外区域销售的高速增长。疫情有效补强公司的经销商体系和广东省外的扩张力度。

图 21：广州酒家分产品营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：广州酒家分渠道营业收入（单位：亿元）



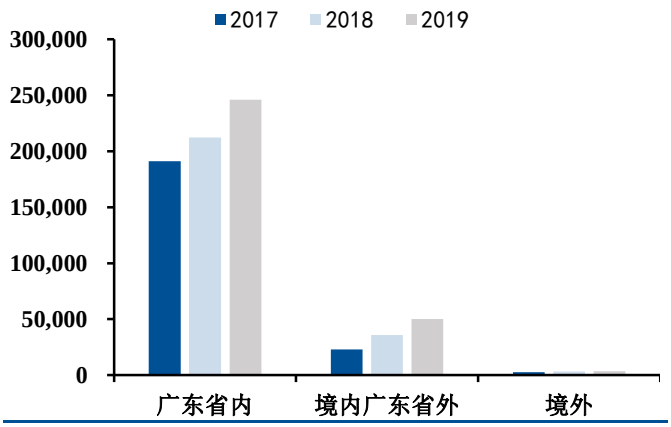
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）积极布局省外渠道建设，承接产能释放

2019 年，广州酒家在境内广东省外的营业收入达到了 5.00 亿元，同比+40.10%，增速较为强劲，占比从 2018 年的 14.21%提升至 16.70%。随着新基地的投入及产能的释放，公司产品将进一步向粤东、粤西、华中以及华东等地区辐射延伸。

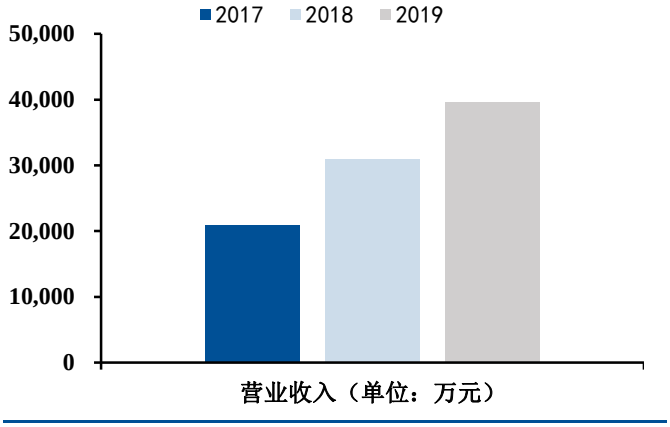
同时广州酒家还加大线上互联网营销的投入，有效拓展线上虚拟商圈和移动微渠道商圈，2019 年线上销售营业收入 3.96 亿元，同比+27.79%，营收占比达 13.08%，同比+0.86 个百分点，线上销售毛利率为 59.60%，和公司的总毛利率大致相当。

图 23：2017-2019 年分地区营业收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：2017-2019 年广州酒家线上销售营业收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

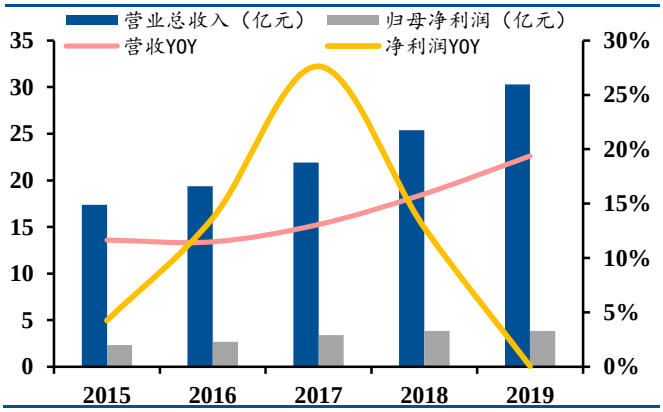
未来广州酒家会在巩固广东省内头部位置的基础上，进一步延伸至珠三角其他城市，既会落实募投项目门店开设计划，也会逐步向外拓展，突破区域限制，拓展邻近省区业务，用以点带面的方式在线上线下扩大省内外市场。

六、财务分析与收入拆解

（一）财务分析：营收增速平稳，费用率略有上升

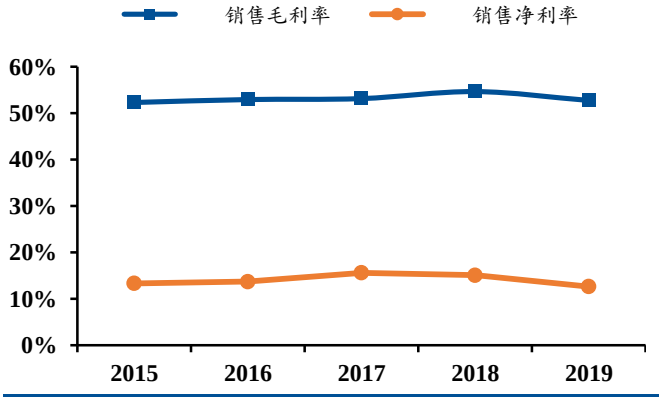
公司 2015~2019 年分别实现营收 17.37/19.36/21.89/25.37/30.29 亿元，同比分别+11.65%/+11.49%/+13.08%/+15.89%/+19.38%，营收增速逐年提高，显示出较好的成长性。2015~2019 年归母净利润分别为 2.35/2.67/3.40/3.84/3.84 亿元，同比分别+4.26%/+13.67%/+27.62%/+12.79%/+0.06%，利润增速波动较营收增速更大。2020Q1，公司营收/净利润同比+0.14%/-73.80%，疫情对公司餐饮业务冲击较大，Q1 餐饮业务同比-54%，但影响偏短期，未来随着复工率的提高，餐饮业务有望逐步复苏。

图 25：2015~2019 年营收及净利润



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 26：2015~2019 年毛利率与净利润率

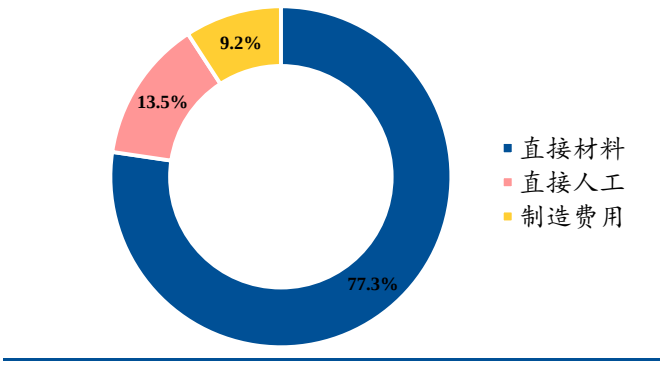


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2019 年公司食品制造成本为 11.50 亿元，其中直接材料是食品制造成本的主要部分，为 8.90 亿元，同比+26.10%，直接人工 1.55 亿元，同比+28.20%；制造费用 1.06 亿元，同比+24.27%。

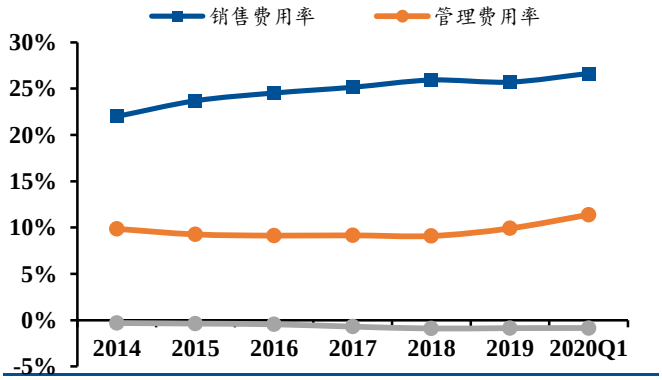
2019 年公司期间费用率所有提升，主要是为了推进利口福技术研发中心建设，长远来看有利于新品研发。2019 年销售费用率为 25.71%，同比-0.22 个百分点；管理费用率为 11.93%，同比+0.93 个百分点；财务费用率为-0.86%，同比+0.04 个百分点。研发费用 0.61 亿元，同比+27.08%。整体期间费用率为 36.03%，同比+2.42 个百分点。

图 27：2019 年广州酒家食品制造板块成本构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28：广州酒家费用率变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）收入拆解

收入拆分方面，我们预计 2020~2022 年，食品制造大类中月饼食品增速中枢在 12%左右；速冻食品增速较快，增速中枢为 35%左右；其他主营业务增速中枢在 14%左右。餐饮业务预计增速中枢在 15%左右，增速主要取决于新店扩张速度。

表 9：广州酒家收入拆解

收入构成	2019	2020E	2021E	2022E
月饼系列产品（亿元）	11.92	13.35	15.09	16.75
YOY	14.84%	12.00%	13.00%	11.00%
速冻食品（亿元）	5.53	7.85	10.37	12.96
YOY	34.88%	42%	32%	25%
其他主营业务（亿元）	5.81	6.62	7.48	8.53
YOY	26%	14%	13%	14%
餐饮业务（亿元）	6.67	6.47	7.57	8.71
YOY	11%	-3%	17%	15%
其他业务（亿元）	0.36	0.30	0.31	0.32
YOY	33%	-17%	3%	3%
收入合计	30.29	34.93	41.21	47.71
YOY	19.44%	15.32%	17.97%	15.78%

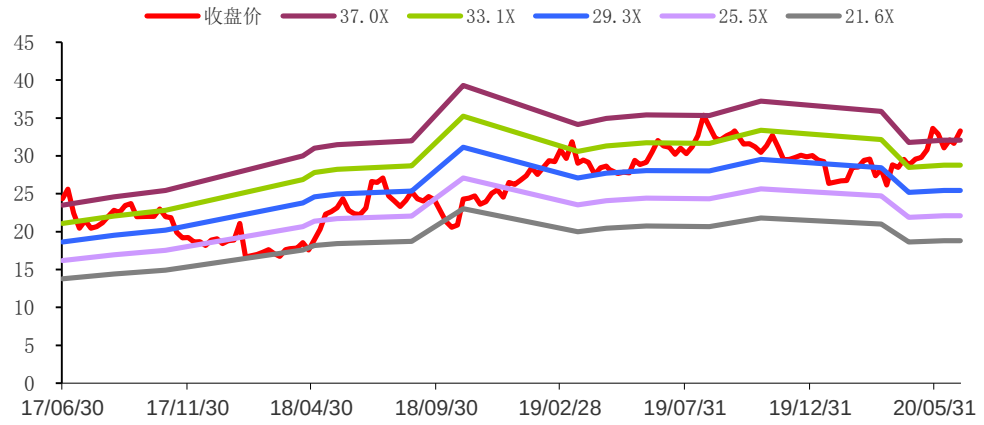
资料来源：民生证券研究院整理

七、盈利预测与风险提示

（一）盈利预测与估值分析

预计 20-22 年公司实现收入 34.60/40.82/47.26 亿元，同比+14.2%/+18.0%/+15.8%；归母净利润为 4.38/5.55/6.41 亿元，同比+14.1%/+26.6%/+15.5%，对应 EPS 为 1.09/1.37/1.59 元，目前股价对应 PE 为 29/23/20 倍。公司估值水平低于 SW 食品综合板块 38 倍估值；考虑到未来产能扩张及门店扩张带来的成长空间，给予“推荐”评级。

图 29：广州酒家 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）风险提示

宏观经济下行风险；疫情冲击负面影响超预期；食品制造募投项目进展不及预期；餐饮业务异地扩张不及预期；食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,029	3,460	4,082	4,726
营业成本	1,431	1,596	1,849	2,198
营业税金及附加	27	33	38	44
销售费用	779	943	1,098	1,219
管理费用	300	329	380	430
研发费用	61	70	83	96
EBIT	431	489	634	739
财务费用	(26)	(26)	(25)	(23)
资产减值损失	0	2	3	2
投资收益	6	9	8	8
营业利润	466	528	672	775
营业外收支	1	6	6	6
利润总额	467	531	674	778
所得税	84	94	120	138
净利润	383	438	554	640
归属于母公司净利润	384	438	555	641
EBITDA	498	572	750	891

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1296	1234	1154	1427
应收账款及票据	119	114	148	164
预付款项	11	10	13	14
存货	233	194	316	288
其他流动资产	36	36	36	36
流动资产合计	1726	1606	1707	1948
长期股权投资	12	21	29	37
固定资产	616	1016	1366	1716
无形资产	146	202	251	302
非流动资产合计	1206	1694	2148	2537
资产合计	2932	3299	3856	4485
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	213	220	265	309
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	651	698	834	965
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	70	70	70	70
非流动负债合计	70	70	70	70
负债合计	720	768	904	1034
股本	404	404	404	404
少数股东权益	22	22	20	19
股东权益合计	2212	2531	2951	3451
负债和股东权益合计	2932	3299	3855	4485

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	19.4%	14.2%	18.0%	15.8%
EBIT 增长率	1.8%	13.4%	29.8%	16.5%
净利润增长率	0.1%	14.1%	26.6%	15.5%
盈利能力				
毛利率	52.8%	53.9%	54.7%	53.5%
净利润率	12.7%	12.7%	13.6%	13.6%
总资产收益率 ROA	13.1%	13.3%	14.4%	14.3%
净资产收益率 ROE	17.5%	17.5%	18.9%	18.7%
偿债能力				
流动比率	2.7	2.3	2.0	2.0
速动比率	2.3	2.0	1.7	1.7
现金比率	2.0	1.8	1.4	1.5
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	11.1	10.4	10.7	10.5
存货周转天数	50.0	48.0	49.0	48.5
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标（元）				
每股收益	1.0	1.1	1.4	1.6
每股净资产	5.4	6.2	7.3	8.5
每股经营现金流	1.2	1.5	1.5	2.3
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	33.1	29.0	22.9	19.8
PB	5.8	5.1	4.3	3.7
EV/EBITDA	20.4	17.9	13.9	11.4
股息收益率	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	383	438	554	640
折旧和摊销	62	85	118	154
营运资金变动	41	105	(48)	160
经营活动现金流	470	615	614	943
资本开支	391	550	560	530
投资	90	0	0	0
投资活动现金流	(268)	(550)	(560)	(530)
股权募资	3	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(160)	(127)	(134)	(140)
现金净流量	43	(61)	(80)	273

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：2019 年广州酒家主营业务分行业情况 4
图 2：2019 年广州酒家主营业务分地区情况 4
图 3：广州酒家股权结构 5
图 4：2000-2019 年食品制造业主营业务收入 7
图 5：2015-2019 年月饼行业销售情况 7
图 6：2019 年各类月饼市场份额 7
图 7：2013-2019 年速冻食品市场规模 8
图 8：2020Q1 速冻食品头部企业业绩表现良好 9
图 9：2014-2019 年全国餐饮收入及增速 9
图 10：2018 年全国各省市餐饮收入 TOP10 10
图 11：2018 年餐饮行业细分项变动比例 10
图 12：2014-2019 年广州酒家食品制造业收入 11
图 13：2019 年广州酒家分产品收入占比 11
图 14：2014-2019 年月饼销量 12
图 15：月饼毛利率变化 12
图 16：2014-2019 年速冻食品销量 12
图 17：速冻食品毛利率变化 12
图 18：2014~2019 年产能变化 14
图 19：基地投产后产能估算 14
图 20：2019 年 3 月以来餐饮行业复苏明显 17
图 21：广州酒家分产品营业收入（单位：亿元） 18
图 22：广州酒家分渠道营业收入（单位：亿元） 18
图 23：2017-2019 年分地区营业收入（单位：万元） 19
图 24：2017-2019 年广州酒家线上销售营业收入 19
图 25：2015~2019 年营收及净利润 20
图 26：2015~2019 年毛利率与净利润率 20
图 27：2019 年广州酒家食品制造板块成本构成 20
图 28：广州酒家费用率变化情况 20
图 29：广州酒家 PE-Band 22

表格目录

表 1：广州酒家食品制造板块主要产品 3
表 2：股权激励行权要求 5
表 3：股权激励分配方案 6
表 4：2019 年广州酒家月饼及速冻食品的生产及销售情况 11
表 5：速冻行业头部上市公司主要产品一览 13
表 6：新生产基地建设计划 14
表 7：广州酒家各募投项目达产情况（截止 2019 年底） 15
表 8：2019 年末广州酒家餐饮直营店 16
表 9：广州酒家收入拆解 21

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。