

2019年09月18日

广州酒家 (603043.SH)

老字号 84 载深耕岭南味，双基地建设厚积薄发成长拟提速

■我们在18年5月发表第一篇广州酒家深度，重点对公司食品主业的中长期“产能扩产+区域扩张”逻辑做了深度梳理，第二篇深度则从公司月饼和速冻的产品力、渠道力、定价力、推广力四个维度论证公司月饼和速冻业务具备异地扩张实力。至19年8月，公司的湘潭基地一期已率先投产，二期预计在2021年投产（总建设期36个月）；梅州基地一期则预计2020年中旬投产，二期预计2021年中旬投产（总建设期24个月）。站在目前时点，从产能进度、渠道布局、以及员工激励三方面来看，我们预测2020年将在双节重叠月饼大年+速冻食品量价齐升+湘潭梅州双双投产带动下，或迎来2~3年的成长加速上行阶段，成为公司异地扩张的实质性落地元年，而目前市场对公司明年该一改变认知相对较少，继续坚定推荐！

■月饼行业2019年虽小年公司实现逆势提价，业绩仍有望稳健增长。湘潭项目因夏季雨水较多工期相比年初有所延后，于8月中旬完成一期建设，但预计19年月饼季产量贡献有限。叠加今年中秋与国庆相隔较远，整体月饼市场销售并不乐观，但凭借广州酒家的品牌力下实现逆势提价（核心品类如双白、七星等提价5.6%和13.2%，其他传统品类涨价5-9%不等），叠加下半年并表陶陶居，收入业绩仍有望稳健增长。

■2020年中秋国庆重叠迎来月饼大年，叠加湘潭一期等投产打破产能瓶颈，公司月饼有望迎来加速成长。①复盘2012~18年广州酒家的月饼营收增速与当年中秋与国庆相隔天数的关系，可得到基本规律为：如果当年中秋与国庆的相隔天数越短，则对应公司的当年月饼营收增速越快，且2012-18年连续7年均满足该一明显的“此起彼伏”规律。我们认为原因主要系国庆假期相比中秋更长，如果两节相隔越近或重叠，对应当年更多人将与家人团聚。月饼作为该特殊节日的社交或探亲礼品首选，需求量往往大幅增长。2020年对应的中秋节与国庆节完全重合，我们预计有望成为继2012年之后的再一次月饼销售大年，利好月饼需求。②细拆来看，中秋和国庆的相隔天数同样影响公司当年的月饼生产规划和提价策略。公司主打的月饼产品（100~250元的礼盒装）定位商务送礼和探亲礼品，属于刚需类的应节消费品，强品牌力下使得消费者对其价格敏感性较弱，因此公司具备月饼的主动定价权。从广州酒家的双黄白莲蓉经典铁盒月饼（750g，公司最热销的经典款之一，且包装过去7年间未改变）的每年提价幅度及整体月饼销量，与中秋&国庆相隔天数分别做对比，可以得到2013~18年间公司销售和定价基本呈现“大年靠销量，小年靠提价”的规律。因此，长期维度看，公司月饼收入即使在成熟市场内，仍具备稳健增长能力。③湘潭和梅州基地2020~21年产能落地，明年或成月饼业务异地加速扩张元年：公司月饼15年来产能利用率均在100%以上，产能在过去4年均为异地扩张的瓶颈，但该一局面在湘潭和梅州生产基地先后投产下有望被打破。我们预计两基地投产下，公司月饼总产能在2020-21年将分别增加24.4%和20.0%，并结合大小年月饼提价、渠道端的省内省外扩张，2020年或有望成为月饼业务异地扩张实质性推进的元年，迎来后续2~3年的成长加速。④中长期5~10年维度：公司月饼省外扩张的关键在于对当地中小月饼厂家的份额挤占，我们对公司广东省内/南方优势省份/其余省份的市占率进行中性/保守/乐观三种情景分别假设计算，对应公司2027年月饼业务的收入为22.7/18.6/29.9亿元，对应2017-27年CAGR为9.7%/7.6%/12.8%。

■19年来食品CPI大涨速冻却未提价，预计2020年速冻业务有望迎来量价齐升，且双基地投产下有望迎来3~5年较快增长。①短期维度：公司速冻主打粤式早点，和

公司深度分析

证券研究报告

其他食品

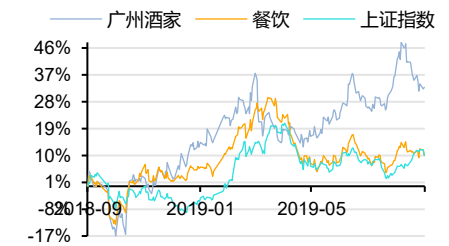
投资评级 买入-A
维持评级

12个月目标价：38.70元
股价（2019-09-17）32.09元

交易数据

总市值(百万元)	12,964.24
流通市值(百万元)	4,027.53
总股本(百万股)	404.00
流通股本(百万股)	125.51
12个月价格区间	20.35/35.72元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.19	5.28	19.81
绝对收益	-2.73	8.41	32.12

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

广州酒家：19H1 收入及预收账款增速良好，研发及股权激励费用影响短期业绩/刘文正	2019-08-30
广州酒家：18年快报业绩+12.2%，研发投入及异地扩张影响短期费用/刘文正	2019-03-29
广州酒家：募投项目变更优化产能配置及资金效率，助推中长期扩产及区域扩张/刘文正	2019-03-13
广州酒家：18Q3 业绩大增52%好于预期，扩产项目+区域扩张稳步推进/黄守宏	2018-10-31
广州酒家：中报业绩符合预期，中长期逻辑清晰/黄守宏	2018-09-02

三全思念差异化竞争，在 16 年以来产能利用率均在 100% 以上，并已对深圳和上海两大增量市场做了营销团队提前布局，省外的经销商和 KA 客户均在加速开拓，目前最大的制约就是产能瓶颈。根据公司目前公布的产能建设进度推测，公司梅州一期的速冻和腊味产能预计在 2020 年中旬投产（新增速冻产量 12,000 吨/年，相当于 18 年末公司速冻总产能的 66%），且 19 年食品 CPI 大幅提升下速冻未提价，2020 年有望带来价格补涨（公司速冻食品在 2013~18 年间的平均销售单价涨跌幅与食品 CPI 同比的趋势基本一致），速冻营收在 2020 年同样有望迎来量价齐升。②中期维度：根据公开资料推测，梅州项目一期预计 2020 年中旬投产，湘潭二期或将在 2020 年末至 2021 年投产，两者合计新增速冻产能估测 29000 吨/年，相比 18 年末增多 157%，或迎来 3~5 年收入快增阶段，为省外的速冻市场开拓带来实质性推进，预计公司 2019-22 年的速冻收入增速分别为 17.5%/27.5%/26.0%/23.5%。③长期维度：公司速冻的省外扩张潜力看当地对粤菜的接受程度和粤式速冻早点的市场培育。我们以全国各省粤式餐厅渗透率反映该地对粤菜接受程度，并将该比例等同于粤式速冻点心在培育成熟状态下占到该地速冻米面的比例。通过各省市分别测算，加总得全国 2027 年粤式速冻点心总市场为 47.35 亿元，以及公司的速冻中长期规模有望至 13.55 亿元，对应 2017-2027 年 CAGR 15.7%，相比 18 年末有望再增多 329%。

■投资建议：买入-A 投资评级。在食品主业的产能扩产和区域扩张下，预计营收未来 3~5 年维度下有望稳健增长。在业绩方面，公司 18 年及 19H1 业绩增速均慢于营收主要受研发中心建设的影响。考虑到高新技术企业的研发费率要求是 3% 以上，我们预计利口福子公司 19 年的研发费用率与 18 年持平为 3.11%，销售费用率虽在 2020 年 H1 费用先行下小幅提升，但在 2020 年 H2 速冻和月饼产能释放后下滑，全年相比 19 年小幅微升，2021-22 年有望开始基本保持稳定，业绩增速显著慢于营收增速有望得到改善。预计公司 2019-21 年的整体收入增速分别 13%/25%/20%，净利润 4.32 亿元/5.22 亿元/6.18 亿元，对应增速 13%/22%/19%，对应 PE 30.3x、25.0x、21.2x。考虑到 2020 年公司成长有望加速，给予 12 个月目标价 38.7 元，对应 2020 年 PE 30.0x。

■风险提示：食品安全风险、假设存在偏误风险、募投项目进度不及预期、省外扩张不及预期、市场经营、原材料价格上涨、管理风险、股权激励计划不及预期风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,189.2	2,537.1	2,873.3	3,589.9	4,323.4
净利润	340.4	383.9	432.0	522.8	617.6
每股收益(元)	0.84	0.95	1.07	1.29	1.53
每股净资产(元)	4.22	4.83	5.52	6.36	7.36
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	38.4	34.1	30.3	25.0	21.2
市净率(倍)	7.7	6.7	5.9	5.1	4.4
净利率	15.5%	15.1%	15.0%	14.6%	14.3%
净资产收益率	20.0%	19.7%	19.4%	20.3%	20.8%
股息收益率	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%
ROIC	264.4%	207.5%	63.9%	85.9%	97.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 短中期看点：双基地投产在即，2020年起或迎来省外加速扩张元年	6
1.1. 2019年：强品牌力下月饼逆势提价，19年业绩有望保持稳健增速.....	6
1.2. 2020年：双基地产能释放，省外扩张迎来质变，成长有望迎来加速.....	7
1.2.1. 月饼业务：湘潭梅州投产+国庆中秋重叠，2020年月饼收入有望提速.....	7
1.2.2. 速冻业务：梅州项目2020年中旬建成，异地扩张有望加速启动.....	9
1.2.3. 新兴业务：粽子、饼酥等潜力单品持续培育，2020年不排除超预期可能.....	11
2. 产品力+渠道力+股权激励，公司省外扩张有望逐步打开	13
2.1. 研发实力雄厚+餐饮深度协同，产品不断推陈出新.....	13
2.2. 全渠道布局+老字号加持，渠道拓展势头良好.....	14
2.3. 股权激励落地，助力中长期省外扩张.....	16
3. 速冻业务：中长期看粤式面点接受度，省外扩张下有望再增329%	17
3.1. 前提一：我国速冻米面行业未来成长加速.....	17
3.2. 前提二：粤式速冻面点是粤式餐厅的场景延伸.....	19
3.3. 前提三：公司速冻业务广东省内速冻米面市场渗透较为成熟.....	22
3.4. 测算结果：2027年营收有望达13.55亿元，10年CAGR达15.67%.....	23
4. 月饼业务：中长期看对省外中小竞品挤占，全国扩张或至23亿元	25
4.1. 前提一：中端广式月饼是未来月饼市场消费核心.....	26
4.2. 前提二：月饼行业加速向头部厂商集中.....	27
4.3. 测算结果：中长期营收有望达22.73亿元，10年CAGR为9.73%.....	28
5. 盈利预测：预计19-20年业绩增速13.4%/22.3%，明年有望提速	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 19H1 预收和存货+33%/+32%，H2 月饼有望稳增长.....	6
图 2: 陶陶居食品业务占营收估测 90%+，绝大多数为月饼.....	6
图 3: 国庆铁路客运多于中秋，两节重合利好月饼需求.....	7
图 4: 两节相隔天数与广州酒家的月饼整体营收增速联动.....	7
图 5: 中秋国庆相隔越远，对应需求越少，则月饼提价越多.....	8
图 6: 中秋国庆越近，对应需求越多，月饼提价少但销量大.....	8
图 7: 公司月饼营收持续增长，2011-18 年 CAGR 10.6%.....	8
图 8: 月饼产能利用率均接近 100%，成长核心受限于产能.....	8
图 9: 湘潭和梅州两地带动下，2020-21 年月饼产能预计集中释放，带来 2~3 年收入增速上行 9.....	9
图 10: 双地投产+省外扩张，20~22 年月饼收入有望加速.....	9
图 11: 公司掌握月饼定价权，中长期毛利率仍有望稳健微升.....	9
图 12: 公司速冻营收持续增长，2011-18 年 CAGR 18.6%.....	10
图 13: 速冻产能利用率略超 100%，对产能增量需求迫切.....	10
图 14: 广州酒家的速冻食品 2013~18 年间平均销售单价的涨跌幅与食品 CPI 的趋势基本一致.....	10
图 15: 19 年来食品 CPI 涨幅显著，但速冻未提价，2020 预计有望价格补涨.....	10
图 16: 2020-21 年受益湘潭和梅州投产，速冻产能预计集中释放，或带来 3~5 年收入较快增长.....	11
图 17: 公司粽子类产品.....	11
图 18: 公司饼酥类产品.....	11

图 19: 公司粽子体量远低于五芳斋, 基数尚小	12
图 20: 公司粽子多次入选端午粽子品牌力榜单 TOP10	12
图 21: 18 年研发中心建设下费用提升, 后续新款打造赋能	13
图 22: 研发中心包括月饼、速冻、烘焙等各品类新款研发	13
图 23: 广州酒家的餐饮以早茶出名, 更贴近一线市场需求	13
图 24: 公司的餐饮研发部同样为速冻等食品研发带来协同	13
图 25: 17 年起, 公司省外营收增速及占比双双加速	15
图 26: 17 年起省外营收增速明显高过省内	15
图 27: 2019 年前两季度新增经销商情况	15
图 28: 截至 2019H1, 公司省内外经销商占比情况	15
图 29: 公司线上营收及增速情况	16
图 30: 公司线上营收占比不断增加	16
图 31: 2018 年不同年龄每月在家做饭少于三次的 TGI	17
图 32: 我国冷链物流发展不断完善	17
图 33: 速冻米面制品是速冻食品的重要品类	18
图 34: 2017 年我国速冻米面需求量 618.5 万吨 (万吨)	18
图 35: 我国速冻产品消费量提升空间巨大 (单位: kg/人)	18
图 36: 包子在全国范围内接受度高	20
图 37: 粤式茶点是各类粤式餐厅的经典品类	20
图 38: 粤式速冻面点尚处于导入期 (单位: 万条)	20
图 39: 粤式餐厅先于粤式速冻面点在全国内得到推广	20
图 40: 我国各地区粤菜餐厅占当地餐饮店的比重	21
图 41: 公司经销商大多分布在省内	22
图 42: 公司营收大部分来自广东省内	22
图 43: 公司月饼系列产品整体受产品结构的影响, 平均价格提升不显著	25
图 44: 广州酒家双白铁盒同款月饼, 08~19 年均提价 6.2%	26
图 45: 广州酒家七星铁盒同款月饼, 08~19 年均提价 6.2%	26
图 46: 我国月饼行业近年来 2015-2017 年逐步回暖 (单位: 亿元)	26
图 47: 200 元以下的月饼占据主导地位	27
图 48: 2016 年线上各类月饼销量占比	27
图 49: 北京稻香村主要销售网点分布	28
图 50: 稻香村 DXC 全国销售网点分布	28
表 1: 公司 19 年月饼多款传统产品提价幅度在 5%~13% 区间	6
表 2: 公司的湘潭、梅州基地的产能情况	10
表 3: 五芳斋主打江浙粽子, 公司粽子主要为广东粽及相关改良口味, 且定价比五芳斋略高, 构成差异化竞争	12
表 4: 公司研发中心建设项目	12
表 5: 公司 2019 年主要月饼产品	14
表 6: 授予激励对象的人员名单及分配情况	16
表 7: 速冻米面市场中长期各省市场规模预测	19
表 8: 中长期粤式速冻面点市场规模测算	21
表 9: 细分领域内竞争对手为品牌力较弱的中小企业	22
表 10: 测算基准广东省市占率情况	23
表 11: 公司中长期速冻食品业务规模测算	23

表 12: 公司月饼系列产品的销量及营收今年来持续增长.....	25
表 13: 从公司同款的双白和七星月饼的经典铁盒装 08~19 年价格来看, 分别年均为 6.2%和 7.0%	25
表 14: 中长期月饼市场规模估算.....	27
表 15: 各大竞争品牌的优势地区.....	28
表 16: 3 个维度下不同地区市占率假设.....	29
表 17: 公司中长期月饼市场份额测算.....	29
表 18: 公司月饼系列产品在 2014~2021 年经营明细预测.....	31
表 19: 公司速冻食品在 2014~2021 年经营明细预测.....	31

1. 短中期看点：双基地投产在即，2020年起或迎来省外加速扩张元年

我们在18年5月发表第一篇广州酒家深度，重点对公司食品主业的中长期“产能扩产+区域扩张”逻辑做了深度梳理，第二篇深度则从公司月饼和速冻的产品力、渠道力、定价力、推广力四个维度论证公司月饼和速冻业务具备异地扩张实力。至19年8月，公司的湘潭基地一期已率先投产，二期预计在2021年投产（总建设期36个月）；梅州基地一期则预计2020年中旬投产，二期预计2021年中旬投产（总建设期24个月）。站在目前时点，从产能进度、渠道布局、以及员工激励三方面来看，我们预测2020年将在双节重叠月饼大年+速冻食品量价齐升+湘潭梅州双双投产带动下，或迎来2~3年的成长加速上行阶段，成为公司异地扩张的实质性落地元年，而目前市场对公司明年该一改变认知仍相对较少，继续坚定推荐！

1.1. 2019年：强品牌力下月饼逆势提价，19年业绩有望保持稳健增速

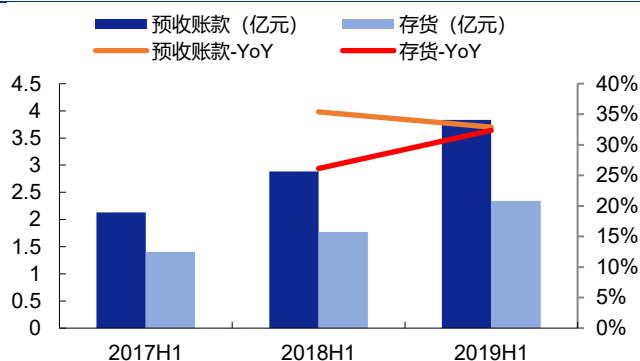
速冻食品19年仍有部分产量提升空间，月饼虽湘潭项目延期但提价显著，19年业绩小年但增长仍有望稳健。1) 速冻食品：19H1实现了营收同比增长22.8%（19Q1和Q2分别实现+32.7%和+11.4%，Q2主要受4月1日增值税调整，部分KA客户提前在一季度拿货所致），相比18全年速冻同比增长29.8%虽略有放缓，但考虑到18年广州利口福工厂的速冻技改项目落地大约提升30%的产能（18年估测已使用其中的20%、19年有望再使用其中10%），预计速冻19年仍有望保持15%左右增速。2) 月饼系列：在产量方面，湘潭项目因夏季雨水较多工期相比年初有所延后，虽于8月中旬完成一期项目建设，但预计对19年月饼季产量贡献有限。在提价方面，今年中秋与国庆相隔较远，整体月饼市场销售并不乐观，但凭借广州酒家的品牌力下实现逆势提价（核心品类如双白、七星等提价5.6%和13.2%，其他传统品类涨价5-9%不等），预计今年月饼业务仍有望实现10%左右的收入同比增长。3) 陶陶居并表：公司在今年8月12日宣布完成对陶陶居的股权转让，预计19H2有望实现并表增量（陶陶居18年收入为9650万元/+30.3%，净利润744万元/+15.2%）。陶陶居作为“月饼+餐饮”为主的粤式老字号品牌，具备较突出的品牌价值。本次收购，一方面有望与公司现有的“月饼+餐饮”主业实现协同，带来规模效应以及广式月饼的市占率提升；另一方面，为公司多品牌战略的发展上带来推动，让“老字号”陶陶居在广州酒家的资本推动下实现加速月饼等食品主业的发展，带来双赢。

表1：公司19年月饼多款传统产品提价幅度在5%~13%区间

月饼品类	18年价格	19年价格	提价
蛋黄纯白莲蓉	155	166	7.10%
双黄纯白莲蓉	176	186	5.68%
七星伴月-双黄纯白	228	258	13.16%

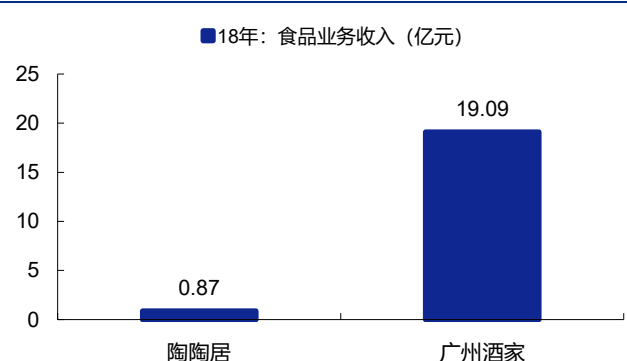
资料来源：公司线下门店18&19年价格对比，安信证券研究中心整理

图1：19H1预收和存货+33%/+32%，H2月饼有望稳增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图2：陶陶居食品业务占营收估测90%+，绝大多数为月饼



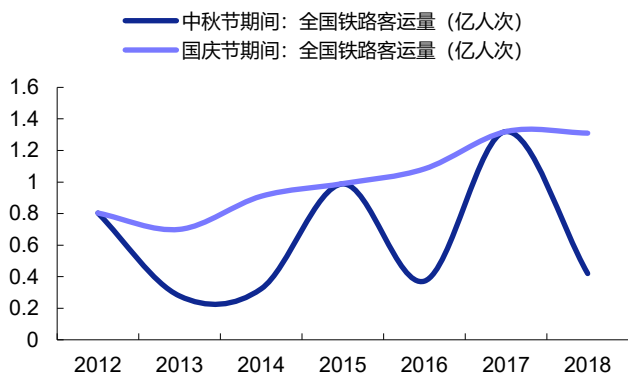
资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

1.2. 2020 年：双基地产能释放，省外扩张迎来质变，成长有望迎来加速

1.2.1. 月饼业务：湘潭梅州投产+国庆中秋重叠，2020 年月饼收入有望提速

2020 年为近 7 年以来国庆和中秋首次重合，国内月饼需求有望迎来量增大年。中秋节由于是农历八月十五，对应阳历通常在 9 月份或者 10 月份，与国庆节假期会有时长短的天数间隔。从出行来看，国庆节假期时间更长，方便社交聚会及旅游出行，而且选择在国庆节回家的人也要多于中秋节，但国庆节无传统的节庆礼品，若两节间隔时间较近，则月饼往往会成为整段假期的首选社交或探亲礼品。以广州酒家的月饼系列产品的 2012-18 年营收增速和当年国庆及中秋的相隔天数来看：当年中秋与国庆节的相隔天数越短，则对应当年月饼系列产品的营收增速就越快，二者在过去的连续 7 年时间内均呈现该一明显的“此起彼伏”规律（2018 年月饼营收剔除粮丰园并表因素后，同样符合该规律）。2020 年中秋节则对应阳历正好为 10 月 1 日，与国庆节完全重叠，对应明年中秋期间的社交聚会及家庭团聚活动有望明显增多，预计将迎来至 2012 年之后的再一次月饼销售大年（2012 年中秋月 9 月 30 日，国庆相隔 1 天，对应广州酒家月饼收入增速高达 18.6%，为近 7 年来最高水平）。

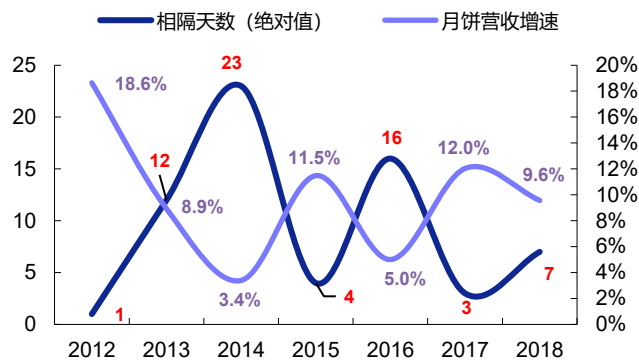
图 3：国庆铁路客运多于中秋，两节重合利好月饼需求



资料来源：人民网，央视网，安信证券研究中心

注：12 年、15 年及 17 年两节重叠，客流量为合计值

图 4：两节相隔天数与广州酒家的月饼整体营收增速联动



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

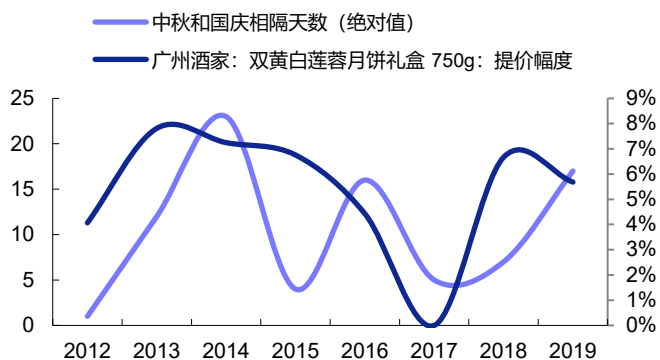
注：公司 18 年月饼营收已剔除粮丰园并表因素（假设 18 年粮丰园营收全部为大月饼业务，体量与 2017 年营收 5472 万元持平）。

细拆来看，中秋和国庆的相隔天数同样影响公司当年的月饼生产规划和提价策略，在过去 7 年期间总结得出的规律基本为：大年靠销量，小年靠提价。因此，长期维度来看，公司月饼收入即使在成熟市场，仍具备稳健增长能力。在提价方面，公司整体月饼系列产品的平均价格易受每年产品结构的不同而变动（流心月饼体积小，平均单价高，其销量占比高的年份往往平均单价高）。对此，我们选用广州酒家的双黄白莲蓉经典铁盒月饼（750g，为公司最热销的经典款之一，且包装过去 7 年间均未改变）的每年提价幅度与中秋&国庆相隔天数做对比，以及当年公司的月饼系列产品总销售量（万 kg）做比较，可以得到：

- 1) 当月饼大年时（中秋国庆相隔天数越小）：公司的月饼销量往往越好，且当年经典款月饼的提价往往越少；
- 2) 当月饼小年时（中秋国庆相隔天数越多）：公司的月饼销量往往越少，而当年经典款月饼的提价往往越多。

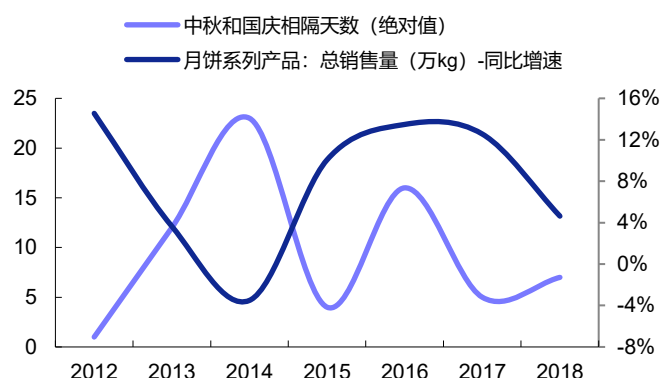
综合节日错位对销量和单价影响，可以得到规律是“大年靠销量，小年靠提价→双重保障每年稳健增长，但销量的影响仍大于提价。”

图 5：中秋国庆相隔越远，对应需求越少，则月饼提价越多



资料来源：公司历年经销商月饼价格表，安信证券研究中心

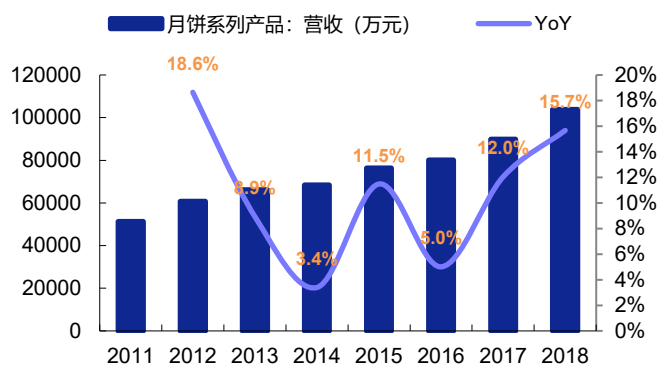
图 6：中秋国庆越近，对应需求越多，月饼提价少但销量大



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

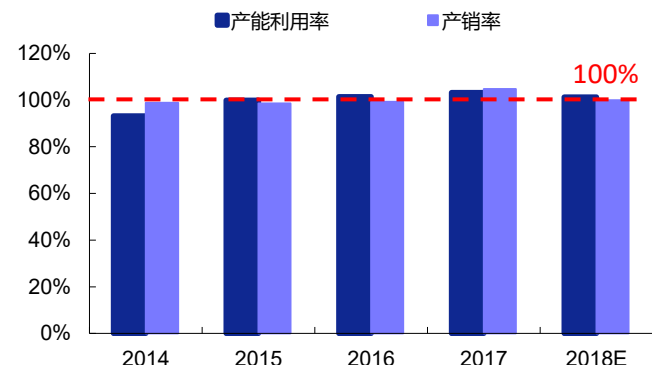
月饼产能过去均为异地扩张的瓶颈所在，湘潭&梅州基地产能释放后，月饼 2020 年有望成长加速。公司的月饼业务在 2015 年以来基本上产能利用率均在 100% 以上，且在过去 3 年公司依靠技术改造、收购粮丰园和德利丰虽然能带来的月饼产能小幅提升，但产能仍旧紧张。我们认为该一局面在 2020 年开始在湘潭和梅州生产基地先后投产下，在短中期维度有望被打破：1) 湘潭项目：一期项目已于 2019 年 8 月中旬建设完成，对应月饼产能不低于 2000 吨/年(相当于公司 18 年末月饼估测产能的 25%)；2) 梅州项目：一期均为速冻和腊味产能，二期预计将带来月饼类产能不低于 2000 吨/年。参考公司在 18 年外发的公告中指出梅州项目建设期为 24 个月，我们估测二期月饼产能或有望在 2021 年释放。整体来看，公司预计两个基地投产下，2020-21 年分别增多产能 24.4% 和 20.0%，并结合大小年月饼提价、渠道端的省内深圳、粤西等地，以及省外南方各省的异地扩张，公司月饼业务在 2020 年或有望成为异地扩张的元年，迎来后续 2~3 年的成长加速。

图 7：公司月饼营收持续增长，2011-18 年 CAGR 10.6%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

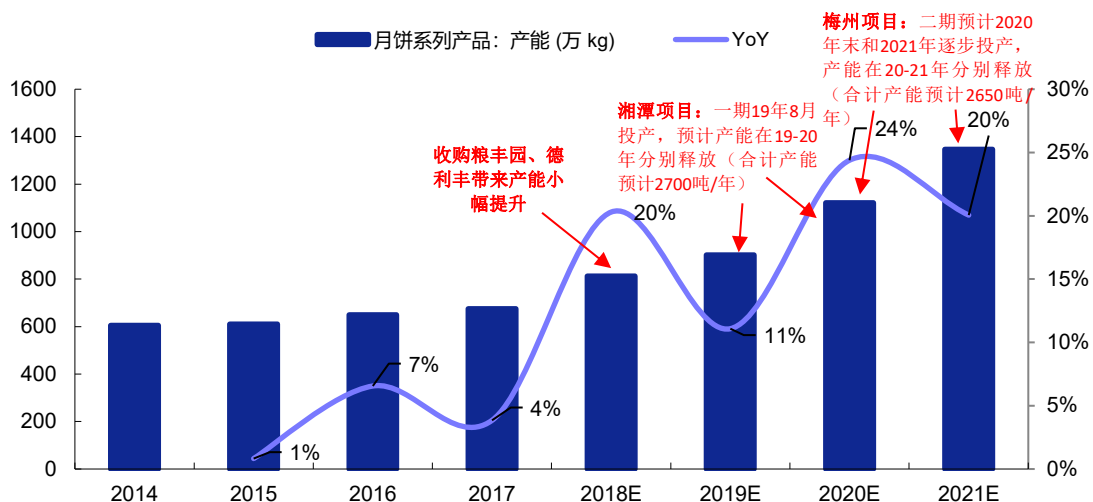
图 8：月饼产能利用率均接近 100%，成长核心受限于产能



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*注：2018 年产能利用率为估测值

图 9：湘潭和梅州两地带动下，2020-21 年月饼产能预计集中释放，带来 2~3 年收入增速上行

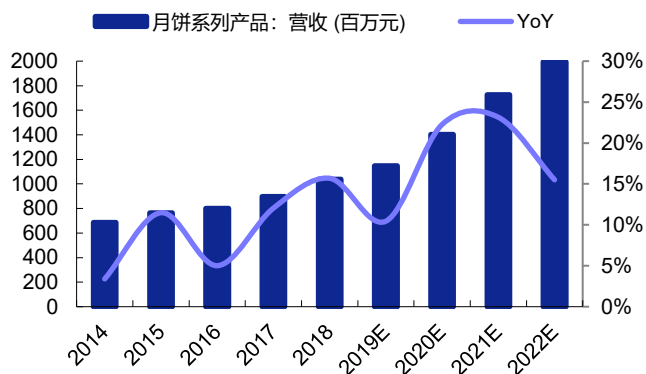


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

*注：①公司在 2014~17 年期间在招股书中有披露其月饼系列产品的产能，在 18 年开始年报未披露，为估测值；

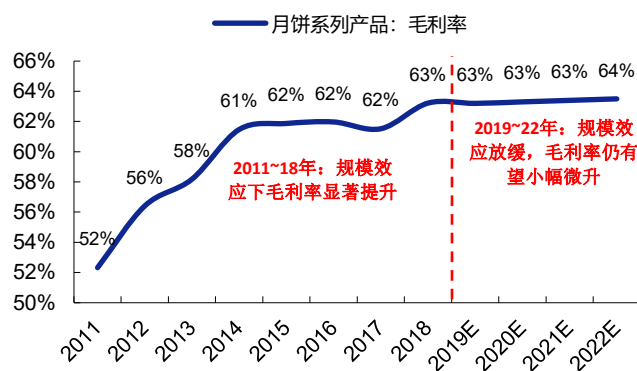
②由于存在技术改进和产能优化因素，预计湘潭和梅州两个生产基地最终实际投产的月饼产能将分别高于此前披露的最低值 2000 吨/年，我们估测后续投产的产能分别为 2700 吨/年和 2650 吨/年。

图 10：双地投产+省外扩张，20~22 年月饼收入有望加速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图 11：公司掌握月饼定价权，中长期毛利率仍有望稳健微升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

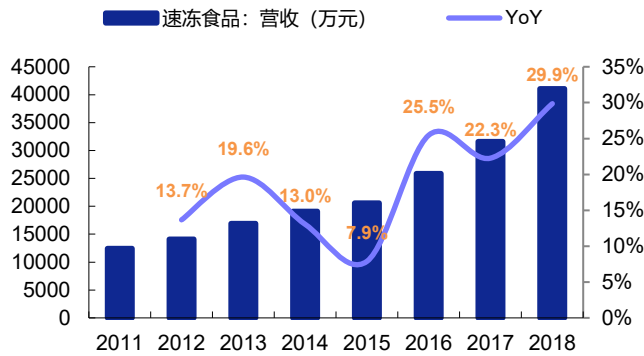
1.2.2. 速冻业务：梅州项目 2020 年中旬建成，异地扩张有望加速启动

公司速冻业务已在深圳、上海以及省外等地提前布局渠道，静待 2020 年产能释放。公司的速冻食品业务主要是经营粤式速冻早点，核心市场目前仍在以广州市为核心的省内市场，但深圳两家“广州酒家”餐饮门店预计分别有望在 2019 年下半年和 2020 年开业，且营销团队分别布局深圳和上海两大增量市场，并持续开拓省外的合作经销商及 KA 客户，公司速冻食品的短期收入增速最大制约目前同样是产能瓶颈（自 16 年以来产能利用率均在 100% 以上）。

梅州项目一期 2020 年投产释放速冻产能，公司速冻 2020 年有望实现量价齐升。1) 2020 年：根据公开资料推测，梅州项目一期的速冻和腊味预计 2020 年中旬投产（新增速冻产量 12,000 吨/年，相当于 18 年末公司速冻总产能的 66%，带动营收至少 2~3 年的快增）。从往年经验来看，公司速冻食品提价为大小年间隔（2014-18 年速冻食品的均价提升为 +3.9%/+0.0%/+5.1%/+0.8%），且公司的速冻食品在 2013~18 年间平均销售单价的涨跌幅与

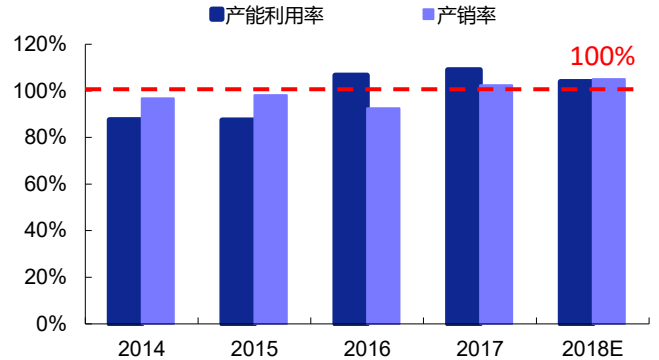
食品 CPI 的趋势基本一致 (如图 14 所示)。根据我们对公司直营饼屋和商超卖场的调研,速冻产品在 19 年期间未提价,而上游原材料如猪肉等在 19 年涨价较多,19 年初至今的食品 CPI 也涨幅显著,预计公司速冻食品在 2020 年有望再次提价。2) 2021 年:根据公司公告,湘潭项目一、二期项目整个工期为 36 个月,并在该期限内竞争投产。目前湘潭生产基地的一期已于 2019 年 8 月中旬实现投产,主要为月饼和莲蓉生产线,根据公司的产能规划及建设进度,我们预计湘潭的二期项目或将在 2020 年末或 2021 年实现投产,对应有望带来速冻产能不低于 12,000 吨/年 (相当于 18 年末公司速冻总产能的 66%)。

图 12: 公司速冻营收持续增长, 2011-18 年 CAGR 18.6%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

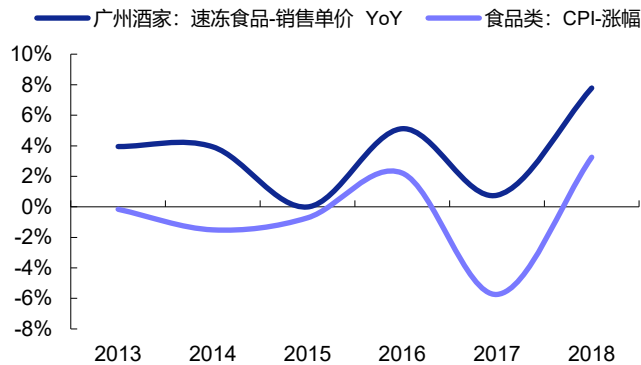
图 13: 速冻产能利用率略超 100%, 对产能增量需求迫切



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

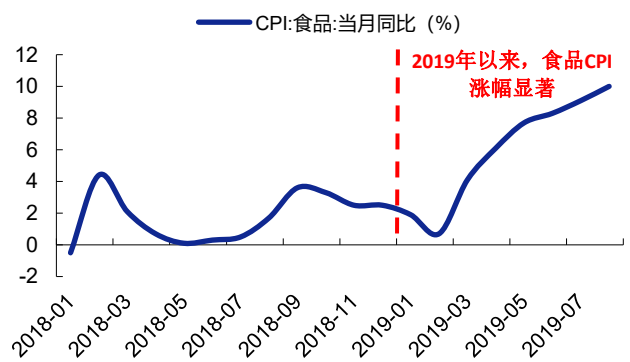
*注: 2018 年产能利用率为估测值

图 14: 广州酒家的速冻食品 2013~18 年间平均销售单价的涨跌幅与食品 CPI 的趋势基本一致



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 安信证券研究中心

图 15: 19 年来食品 CPI 涨幅显著, 但速冻未提价, 2020 预计有望价格补涨



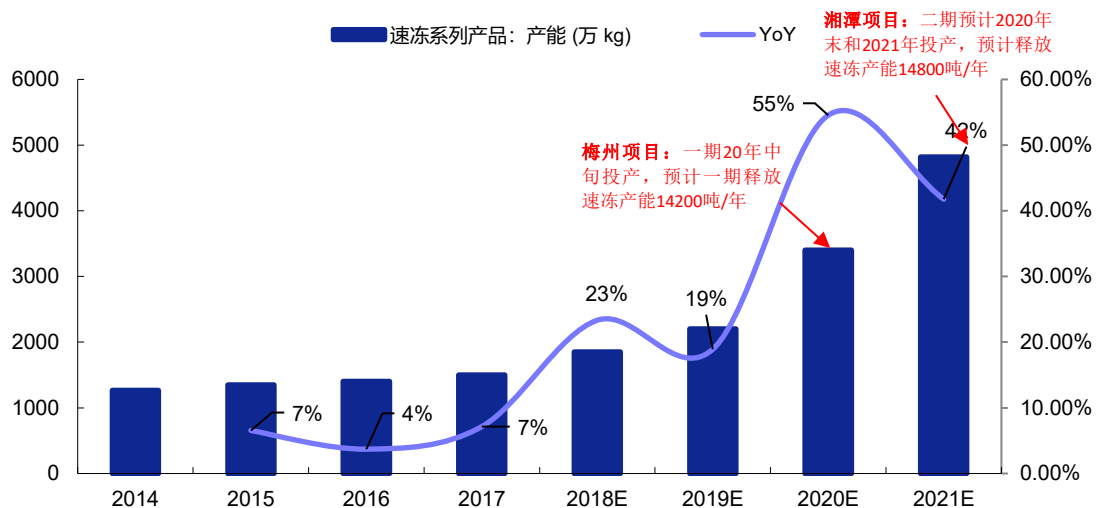
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

表 2: 公司的湘潭、梅州基地的产能情况

基地名称	总投资	建设期	产能情况	目前进展
湘潭基地	4.5 亿元	18 个月	月饼类产能不低于 2000 吨/年, 速冻类产能不低于 12000 吨/年, 馅料产能不低于 6000 吨/年	在建工程进度 38.3%, 一期月饼+馅料已完工, 19 年 8 月试产
梅州基地	4.5 亿元	24 个月	月饼类产能不低于 2000 吨/年, 速冻类产能不低于 12000 吨/年, 腊味类产能不低于 2000 吨/年	在建, 预计一期速冻项目 2020 年下半年投产

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 2020-21 年受益湘潭和梅州投产, 速冻产能预计集中释放, 或带来 3-5 年收入较快增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

*注: ①公司在 2014~17 年期间在招股书中有披露其速冻系列产品的产能, 在 18 年开始年报未披露, 为估测值;

②由于存在技术改进和产能优化因素, 预计梅州和湘潭两个生产基地最终实际投产的速冻产能将分别高于此前披露的最低值 12000 吨/年, 我们估测后续投产的产能分别为 14200 吨/年和 14800 吨/年。

1.2.3. 新兴业务: 粽子、饼酥等潜力单品持续培育, 2020 年不排除超预期可能

粽子等潜力单品培育中, 研发实力与产能保驾护航。公司目前还有粽子类、饼酥西点类产品尚在培育期。公司研发实力雄厚, 工艺成熟, 其粽子保存条件为常温且不含添加剂, “常温广式粽子护色及保质加工工艺的研究与应用”项目曾荣获“2017 年度广东省食品行业科学技术奖二等奖”。粽子属于季节性产品, 生产集中在端午节前, 需要短时期大量产能供应, 公司月饼生产淡季产能可转化为其他生产, 且湘潭、梅州项目产能储备充足, 满足短时期大量生产需要, 为更多单品的发展壮大保驾护航。

图 17: 公司粽子类产品



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 18: 公司饼酥类产品

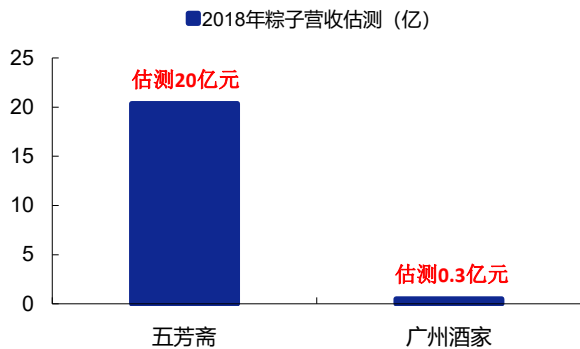


资料来源: 淘宝网, 安信证券研究中心

粽子体量不足五芳斋五分之一, 品牌优势下未来发展潜力大。五芳斋主打江浙粽子, 公司粽子主要为广东粽及相关改良口味, 且定价比五芳斋略高, 构成差异化竞争。五芳斋做粽子开始早, 体量大 (2018 年官网披露粽类产品销量 4.07 亿只, 按每只 5 元算营收总额 20 亿左右), 公司粽子产品开始较晚, 基数小 (根据草根调研 19 年上半年粽子营收 3、4 千万, 因粽子销售集中上半年, 预计全年营收不超过 5 千万)。公司作为老字号全国知名品牌, 粽

子品类认可度高，入选多家媒体粽子品牌排行榜，且粽子作为端午节的应节消费，同时具备商务和企业员工节日送礼等需求，在产能段可利用部分月饼生产线的错峰产能空间，在渠道端则具备一定的经销商资源共享优势，我们预计粽子等新品未来或有望持续较快发展，同样不排除超预期可能。

图 19：公司粽子体量远低于五芳斋，基数尚小



资料来源：五芳斋官网，草根调研，安信证券研究中心

图 20：公司粽子多次入选端午粽子品牌力榜单 TOP10



资料来源：中国品牌网，买购网，艾媒金媒，安信证券研究中心

表 3：五芳斋主打江浙粽子，公司粽子主要为广东粽及相关改良口味，且定价比五芳斋略高，构成差异化竞争

	重量 (g)	价格 (元)	单价 (元/g)	五芳斋粽子	重量 (g)	价格 (元)	单价 (元/g)
肇庆裹蒸粽	520	27	0.05	美味鲜肉粽	600	29.9	0.05
传统枧水粽	240	16	0.07	五芳大肉粽	1400	77.5	0.06
蛋黄肉粽	200	19.8	0.10	蛋黄鲜肉粽	280	17	0.06
豆沙粽	240	17	0.07	豆沙粽	840	39.9	0.05
黄咖喱牛腩粽	240	20	0.08	栗子鲜肉粽	840	45.9	0.05

资料来源：淘宝网，利口福团购网，安信证券研究中心

新研发中心建设中，未来更多休闲食品的单品推出值得期待。公司募投项目拟在广州新建技术研发中心，为新产品和新工艺的研发、企业技术创新战略决策以及技术交流提供平台。该研发中心建立后，公司将整合并拓展研发资源，加强产学研合作，同时培养和吸引创新专业人才，完善研发团队梯度结构。公司未来有望继续拓展品类，打造更多单品，新业务有望超预期。

表 4：公司研发中心建设项目

项目名称	广州酒家利口福食品有限公司技术研发中心建设项目
募集金额 (万元)	4387
建设期	2 年
项目实施计划	拟在利口福公司片区北片区新建研发中心楼，拟新建 22 个功能室

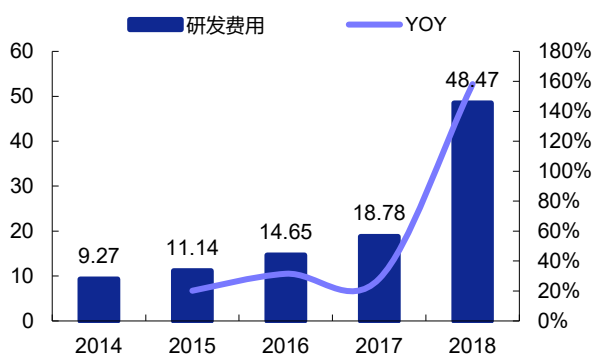
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 产品力+渠道力+股权激励，公司省外扩张有望逐步打开

2.1. 研发实力雄厚+餐饮深度协同，产品不断推陈出新

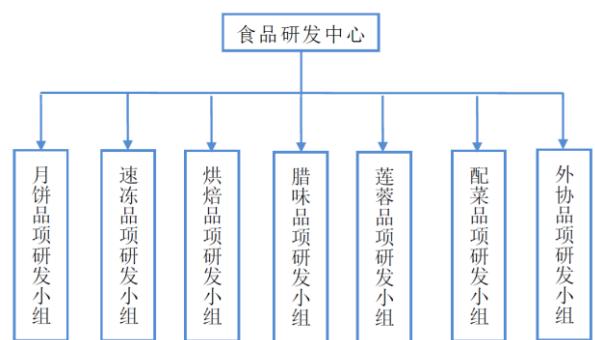
重视研发投入，研发团队实力雄厚。公司研发与激励机制完善，在本部和下属公司设施研发部门，食品研发中心下设月饼品研发小组、速冻品研发小组等。截至 18 年末，公司共有研发人员 289 人，并拥有 1 名全国技术能手，1 名中国烹饪大师，4 名广东烹饪名师，5 名高级点心师或高级厨师，5 名点心师或厨师。公司研发人员的收入与研发成果直接挂钩，保证人员研发动力。公司重视对研发人员的进修培训，不断加大对研发投入。2014-2018 年，公司研发费用逐年攀升，2018 年公司研发费用 0.48 亿元，同比增长 158.1%。公司未来还将建立利口福技术研发中心，巩固公司行业优势，为食品业务扩张提供保障。

图 21: 18 年研发中心建设费用提升为后续新款赋能(百万)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22: 研发中心包括月饼、速冻、烘焙等各品类新款研发



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

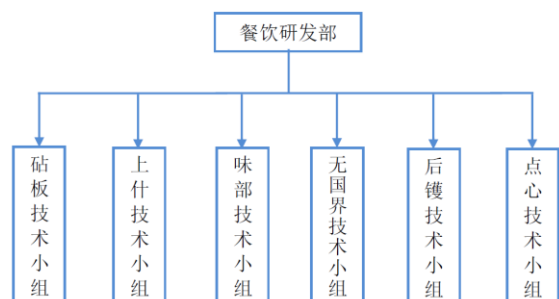
餐饮门店为公司新品研发深度赋能。公司广州酒家餐厅以经典的广式早茶闻名，根据艾媒咨询 2019 最受网民喜爱的早茶品牌排行榜，公司得分 75.63 位列金榜第十。公司餐饮部门设有专门的点心技术小组，餐厅师傅研发出新品后先在餐厅试销，得到顾客认可后再转到食品部门批量化生产。公司 16 年推出的速冻新品“核桃包”即依据此流程打造，推出后立即成为“网红产品”。餐饮部门相比食品部门更贴近一线市场需求，具备广泛的群众基础，可降低公司新品试错成本，为食品部门研发深度赋能。

图 23: 广州酒家的餐饮以早茶出名，更贴近一线市场需求



资料来源：吃货广州，安信证券研究中心

图 24: 公司的餐饮研发部同样为速冻等食品研发带来协同



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

经典品类稳扎稳打，新鲜元素不断注入。公司在保持原有传统经典品类的同时，紧跟市场需求，推陈出新。①月饼方面：经典主打产品为双黄白莲蓉月饼，传统品类礼盒中莲蓉、五仁、

豆沙三大主要口味多种组合，价格在 0.21-0.25 元/g 区间；同时公司不断尝试新品类，近年来相继推出芝士、水果、奶黄等新鲜口味，2019 年中秋开启跨界合作，与维他柠檬茶合作推出柠檬茶饼礼盒，与知名设计师合作推出“国潮来了”乳酸菌流心月饼及包包，新品定价在 0.3-0.8 元/g 不等。②速冻产品方面：公司产品品类涵盖广式早茶主要品种，如虾饺，凤爪，凤凰包等。16 年推出核桃包获得成功后，公司围绕核桃包产品延伸，推出“一个核桃包”“黑芝麻核桃包”等品类，不断探索新的增长点。

表 5：公司 2019 年主要月饼产品

名称	口味	重量 (g)	价格 (元)	单价 (元/g)
传统品类				
品尊月饼	五仁	650	158	0.24
好事成双	双黄白莲蓉	650	148	0.23
参祥得福	芝士流心奶黄，蛋黄纯白莲蓉，粒粒红豆沙	393	98	0.25
幸福的礼	蛋黄纯白莲蓉月饼，蛋黄纯红莲蓉月饼，蛋黄果仁红豆沙月饼，福碗沙月饼	420	88	0.21
珍情觅月	双黄纯白莲蓉	750	168	0.22
双黄纯白莲蓉	双黄纯白莲蓉	750	168	0.22
七星伴月	蛋黄纯红莲蓉，双黄纯白莲蓉，五仁月饼，福碗沙月饼	922.5	198	0.21
欢乐一家	蛋黄纯白莲蓉，蛋黄纯红莲蓉，蛋黄果仁红豆沙，椰子月饼	761	168	0.22
喜团圆	蛋黄黑芝麻豆沙，蛋黄白芝麻豆沙	630	138	0.22
五仁月饼	五仁	750	190	0.25
俩好	双黄红豆沙	750	158	0.21
低糖莲蓉	低糖纯白莲蓉，低糖纯红莲蓉	630	158	0.25
创新品类				
冰纷心语	草莓，雪梨，榴莲，巧克力，芝士，蓝莓	360	158	0.44
芝你心意	芝士流心奶黄，核桃流心奶黄，奶酥，芝士流心奶酥	400	208	0.52
岭南佳果	草莓，香芒，金桔，凤梨	786	228	0.29
小师傅	芝士流沙奶黄，蛋黄纯白莲蓉，奶酥	470	148	0.31
国潮包包	乳酸菌流心	262	198	0.76
大师手制	金腿五仁	750	398	0.53
维他	柠檬茶饼	393	168	0.43

资料来源：淘宝，安信证券研究中心整理

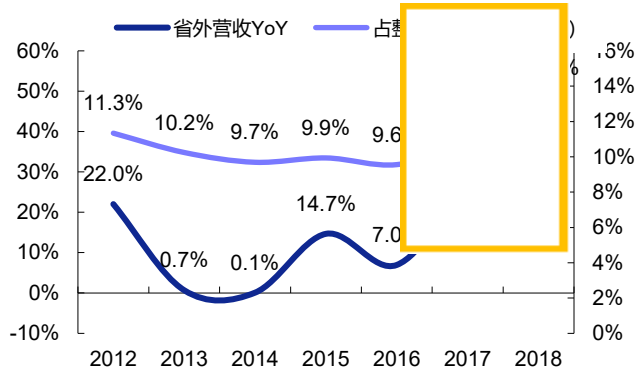
2.2. 全渠道布局+老字号加持，渠道拓展势头良好

建立全渠道销售体系，多渠道协同发展。目前，公司已建立起直销、经销以及线上销售的全渠道销售体系，2018 年直销渠道营收 11.81 亿元，占比 47%，经销渠道营收 13.29 亿元，占比 53%。①**直销模式**：公司主要在客流量大，消费力强的销售区域内建立饼屋直营店和餐饮直营店；②**经销模式**：公司选择与信誉良好，资金雄厚的经销商合作，目前已在北京，上海，重庆，昆明等地建立经销网络，同时大力发展饼屋加盟店和餐饮加盟店；③**线上渠道**：公司通过官网与天猫、京东等网上商城合作，发展出直营、代销、经销几种模式。公司的食品零售门店、餐饮酒楼、电子商务等多种渠道可共享商誉资源、物流仓库及广告宣传，形成多渠道协同效应，通过渠道间整合资源以及线上线下联动，保障渠道间互补良性发展。

餐饮老字号品牌力助力公司渠道扩张。作为提供传统粤菜餐饮服务的老字号酒家，“广州酒家”品牌在餐饮业消费群体中具有很高的认知度。公司在 2016 年度广东省餐饮 TOP100 企业中排名第 4，荣获 2016 年度“中国餐饮百强企业”，并曾先后获得“国际餐饮名店”、“国际中餐名店”、“全国十佳酒家”、“全国十佳中华老字号餐饮品牌”、“中国十大餐饮品牌企业”、“中国饭店粤菜创新知名品牌”等多项荣誉称号。公司餐饮业务虽然贡献业绩比重不大，但具备很强的品牌推广价值，可在全国范围内提升消费者对公司“广州酒家”品牌下食品业务的认知，为公司食品业务渠道的地域扩张打下良好的品牌基础。

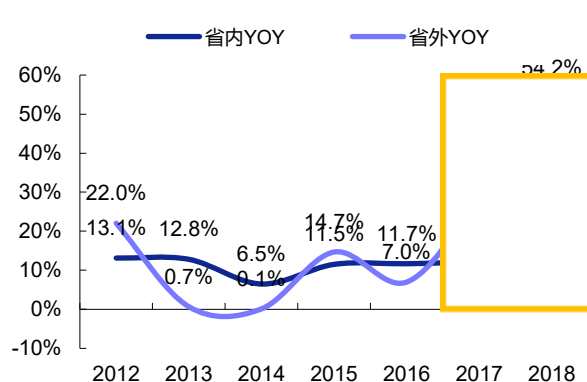
公司 17 年起省外营收及占比速度显著提升，异地扩展已开始加速。公司业务以广东省内为主，从营收占比看，2017 年以前省外营收占大陆收入比重基本保持在 10% 以下，17 年起，公司省外业务发力，17 年省外营收占比由 16 年 9.6% 提升至 10.8%，提高 1.2pct，18 年再提升 3.6pct 至 14.4%。从营收增速看，17 年以前省外营收增速围绕 10% 左右上下波动，省内营收增速稳定在 11%-12%，17 年开始，省内营收增速继续保持稳定，省外加速明显，17 年从 7% 跃升至 28.3%，18 年提升至 54.2%。

图 25：17 年起，公司省外营收增速及占比双双加速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26：17 年起省外营收增速明显高过省内

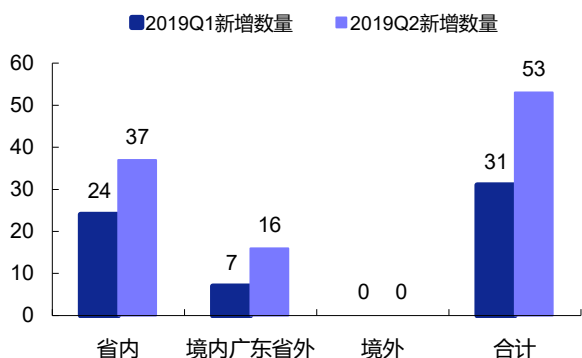


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

省外加速主要系经销商布局和线上渠道逐步发力。公司直营店主要位于省内，省外营收加速主要系经销商布局及线上渠道逐步发力。

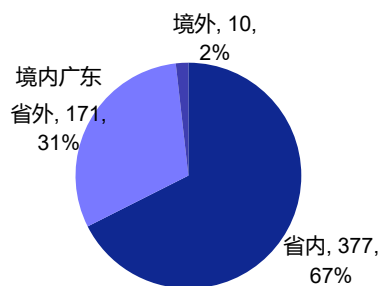
① **经销商：**公司在国内北京、上海、重庆、昆明、长沙等地发展经销商，经销网络日趋完善。从 2019 年数据看，2019Q1 省内新增经销商 24 家，省外新增 7 家，19Q2 省内新增 37 家，省外新增 16 家，省外经销商新增数目 Q2 环比增速 128.6%，高于省内经销商数目环比增速 54.2%。截至 2019H1，公司省外经销商 171 家，占比 31%。

图 27：2019 年前两季度新增经销商情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

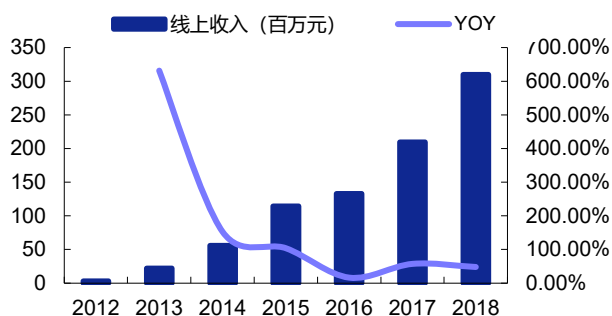
图 28：截至 2019H1，公司省内外经销商占比情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

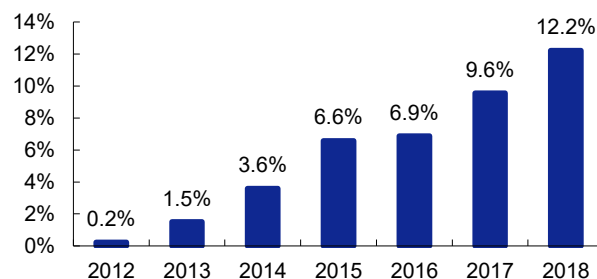
② **线上渠道**：公司 2012 年设立电商分公司，积极拓宽网络销售平台，通过官网及与天猫、京东、1 号店等网上商城合作。2014 年后所有电子商务业务开始自主运营。初期线上基数较小，营收增长迅猛，营收占比不断增加，2018 年线上实现营收 3.1 亿元，增速 48.09%，营收占比 12.2%。

图 29：公司线上营收及增速情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 30：公司线上营收占比不断增加



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司未来将重点布局华东华中，电商发展稳步推进，省外扩张空间可期。经销商方面，公司在以广东省为中心的华南区域基础上，辐射周边地区，在华东、华中等区域重点布局。电商方面，根据 17 年报，公司计划未来对电子商务平台的扶持力度继续加大，推动省外销量（公司现速冻的冷链运输均依托顺丰、京东等第一梯队的第三方物流运输）。中长期自有募投项目的电商平台将逐步扩建实施，并拟在广州、深圳、武汉、上海、北京和成都等城市建立分拣配送仓库，实现广东省外的营销网络及下游物流仓储的布局。

2.3. 股权激励落地，助力中长期省外扩张

2018 年 3 月，公司审议通过《股票期权激励计划(草案)》，拟向 256 名核心员工授予股票期权 403.05 万股（行权价格 18.21 元/股），占总股本比例 1.00%，行权考核条件为 2018-2021 年的 4 年复合增长率不低于 10%，且 2019-2021 年间的现金分红比例不低于 30%。2018 年 10 月第一期持股计划已获广州省国资委批准，并于 18 年 12 月完成股票期权授予登记。

表 6：授予激励对象的人员名单及分配情况

姓名	职位	获授的股票期权数量 (万份)	获授总额占授予总数的比例	获授总额占当前总股本比例
李立令	副总经理、董秘	9.00	2.23%	0.0223%
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		403.05	100.00%	0.9977%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我国《上市公司股权激励管理办法》规定，上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%，公司目前股权激励计划授予股票总数仅占公司总股本的 1.00%。公司尽管是国企，但因成立之初自然人股东较多，市场化程度高。第一期激励计划的顺利实施将公司利益进一步捆绑，为公司的持续快速发展注入新的动力，市场化激励传统有望延续。

3. 速冻业务：中长期看粤式面点接受度，省外扩张下有望再增 329%

速冻测算：省外粤式速冻点心空间看当地粤菜渗透率，全国铺开后可速冻营收有望再增多 329%。1) **供需端看速冻潜力：**粤菜凭借选料精细，清淡鲜美等适合大众口味的特征，成为全国四大菜系之首，在全国范围内实现扩张且接受程度高。粤式速冻点心作为粤式餐厅味道和服务半径的场景延伸，①从需求端来看，同时具备替代一部分粤式早茶用餐及速冻方便食品的需求，目前在全国尚未推广开，仍处市场导入阶段，未来成熟状态下，我们认为其在全国各省的速冻食品渗透率有望和当地的粤菜餐厅占整体餐厅的渗透率相当。②从供给端看，目前粤式速冻点心仍未出现龙头，公司的竞争者多为广东省内规模较小的速冻企业。得益于粤式老字号的品牌背书+两大基地产能储备+省外经销商/商超/电商的布局，预计公司的速冻点心有望逐步在全国范围内铺开。

2) **中长期收入估测：**我们基于三大假设：①假设一：便利化需求增加+代际变迁（90 后对速冻接受度更高）+冷链运输完善，我国速冻米面市场需求量有望从 2017 年的 618.5 万吨增长至 2027 年的 1350 万吨，预计 CAGR 8.12%（2011~2017 年 CAGR 为 10.45%），平均单价的提升则预计与未来 10 年食品类 CPI 每年增长 2.5%相等，10 年累计增长 28%（从 17 年的 1.29 亿元/万吨增长至 27 年 1.65 亿元/万吨），则对应行业的总规模约 2230 亿元。②假设二：以全国各省粤式餐厅渗透率反映该地对粤菜接受程度，并将该比例等同于粤式速冻点心在培育成熟状态下占到该地速冻米面的比例，计算得到全国粤式速冻点心总市场为 47.35 亿元。③假设三：我们预计公司 2017 年的速冻收入中 80%来自广东省内，计算得到公司的粤式速冻点心在广东省内的市占率为 31.7%，预计中长期有望达 35%。考虑到公司品牌影响力在广东省最强，未来重点开发区域华东及华中市场、以及剩余省份的市占率分别为 28%和 17.5%（相当于广东省 80%和 50%）、测算得公司中长期速冻业务规模 13.55 亿元。

3.1. 前提一：我国速冻米面行业未来成长加速

便利化需求+冷链运输完善驱动我国速冻食品行业快速发展。我国经济近年来发展迅速，社会生活节奏加快。从国际经验上看，一个国家经济越发达，生活节奏越快，社会分工越细，对速冻食品的需求就越旺盛。叠加我国新一代年轻人做饭经验更少，对便利化食物需求更加旺盛。根据艾瑞咨询的数据，2018 年我国 90 后每月在家做饭少于 3 次的 TGI 指数远高于 80 后和 70 后。另一方面，我国冷链物流的规模快速扩张，2013 年，冷链物流总量 0.77 亿吨，总额 2.1 万亿元，2017 年冷链物流总量已增长至 1.48 亿吨，总额 4 万亿元，同比增长 17.6%，占全国物流总额（252.8 万亿元）的 1.58%。速冻食品对运输环境要求较高，冷链运输配套设施的不断完善保证了我国速冻行业的快速发展。

图 31：2018 年不同年龄每月在家做饭少于三次的 TGI

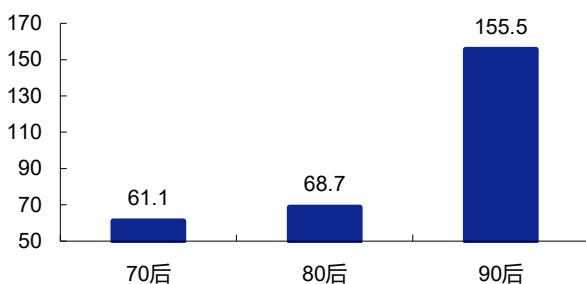
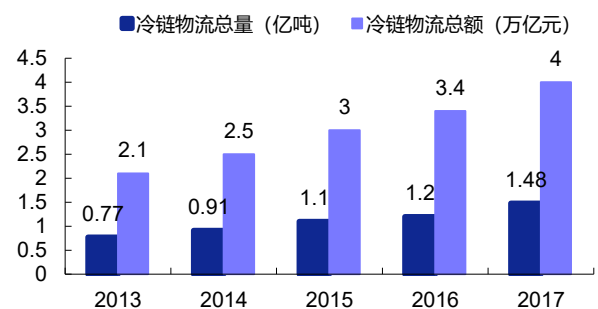


图 32：我国冷链物流发展不断完善

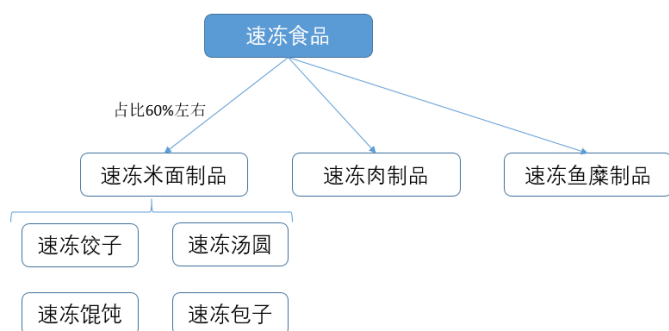


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心 注：TGI 指数=（目标群体中具有某一特征的群体所占比例/总体具有相同特征群体所占比例）*标准数 100，TGI 指数越高，该群体特征越明显。

资料来源：现代电商与物流研究院，安信证券研究中心

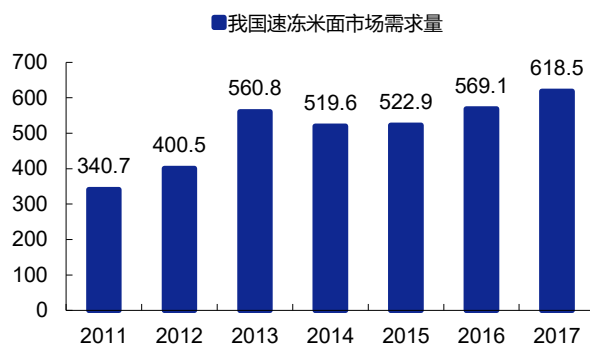
速冻米面制品是速冻食品重要品类，中长期市场规模有望达 2233 亿。速冻食品包括速冻米面食品，速冻肉制品，速冻鱼糜制品等。根据前瞻产业研究院及 Frost&Sullivan 的数据，2017 年我国速冻米面市场需求量 618.5 万吨，市场规模 742.2 亿元，占中国速冻食品市场规模 1235 亿的 60%。以我国当年常住人口 13.88 亿计算，我国 2017 年人均速冻米面消费量 4.46kg/年。与其他发达国家速冻食品行业相比，我国速冻食品尚处于起步阶段，根据智研咨询的数据，2017 年美国速冻食品消费量 84.3kg/人，欧盟 42.6kg/人，日本 22.5kg/人，分别是我国速冻食品消费量的 8.0/4.0/2.1 倍。速冻米面食品作为速冻食品行业的第一大品类，目前正处于快速发展阶段，2012-2017 年 5 年销量 CAGR 为 9%，以未来 10 年 CAGR 为 8%略放缓线性外推，预计 2027 年市场总销量 1350 万吨，人均消费量可达原来的 2.2 倍，即人均消费量 9.72kg（注：未来我国人口增量放缓，以 2017 年人口数计）。根据智研咨询数据，2017 年速冻米面行业单价 1.29 亿元/万吨，平均单价的提升预计与未来 10 年食品类 CPI 每年增长 2.5%相等，10 年累计增长 28%，中长期市场规模达 2232.61 亿。

图 33：速冻米面制品是速冻食品的重要品类



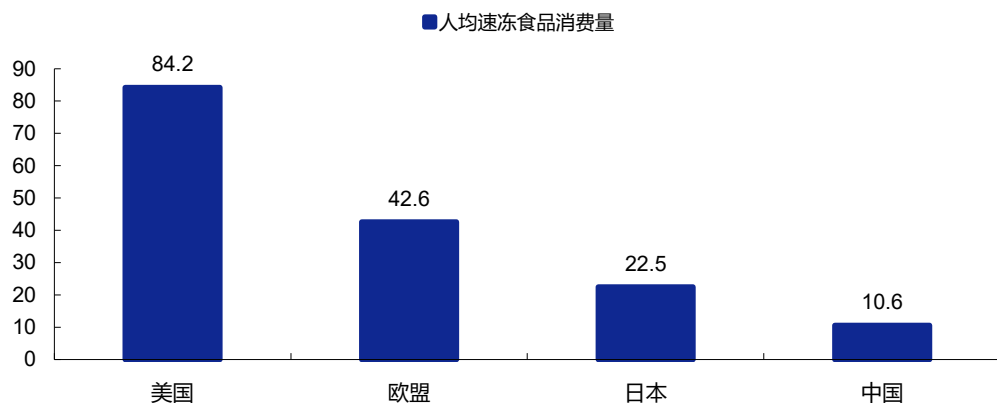
资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 34：2017 年我国速冻米面需求量 618.5 万吨（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 35：我国速冻产品消费量提升空间巨大（单位：kg/人）



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

表 7：速冻米面市场中长期各省市场规模预测

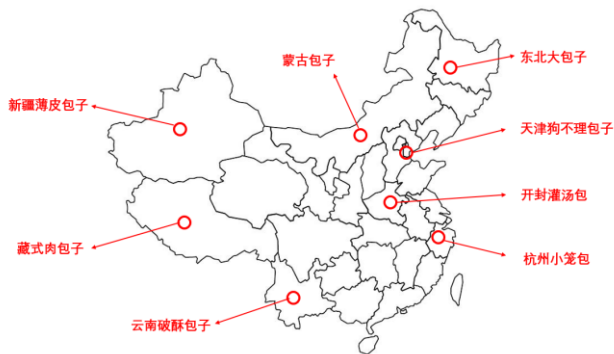
2017 年人均速冻米面消费量 (kg)	4.46	中长期人均速冻米面消费量预测 (kg)	9.72	注: 预计 2027 年市场总销量 1350 万吨, 以 2017 年人口数计
2017 年速冻米面单价 (亿元/万吨)	1.29	中长期人均速冻米面单价预测 (亿元/万吨)	1.65	注: 以中长期提价 28% 计
	2017 年常住人口 (万)	2017 年速冻米面销量 (万吨)	中长期市场销量 (万吨)	中长期市场规模 (亿元)
全国 (除港澳台)	138832.32	618.50	1350.00	2232.61
广东	11169	49.76	108.61	179.61
海南	925.76	4.12	9.00	14.89
广西	4885	21.76	47.50	78.56
福建	3911	17.42	38.03	62.89
江西	4622.1	20.59	44.95	74.33
湖南	6860.2	30.56	66.71	110.32
重庆	3075.16	13.70	29.90	49.45
青海	598.38	2.67	5.82	9.62
北京	2170.7	9.67	21.11	34.91
湖北	5902	26.29	57.39	94.91
贵州	3580	15.95	34.81	57.57
四川	8302	36.99	80.73	133.51
云南	4800.5	21.39	46.68	77.20
江苏	8029.3	35.77	78.08	129.12
浙江	5657	25.20	55.01	90.97
上海	2418.33	10.77	23.52	38.89
甘肃	2625.71	11.70	25.53	42.23
天津	1556.87	6.94	15.14	25.04
安徽	6254.8	27.87	60.82	100.59
河南	9558.13	42.58	92.94	153.71
陕西	3835.44	17.09	37.30	61.68
山西	3702.35	16.49	36.00	59.54
新疆	2444.67	10.89	23.77	39.31
西藏	337.15	1.50	3.28	5.42
山东	10005.83	44.58	97.30	160.91
辽宁	4368.9	19.46	42.48	70.26
宁夏	681.79	3.04	6.63	10.96
河北	7519.52	33.50	73.12	120.92
黑龙江	3788.7	16.88	36.84	60.93
吉林	2717.43	12.11	26.42	43.70
内蒙古	2528.6	11.26	24.59	40.66

资料来源: 前瞻产业研究院, 智研咨询, 各省统计局, 安信证券研究中心测算

3.2. 前提二：粤式速冻面点是粤式餐厅的场景延伸

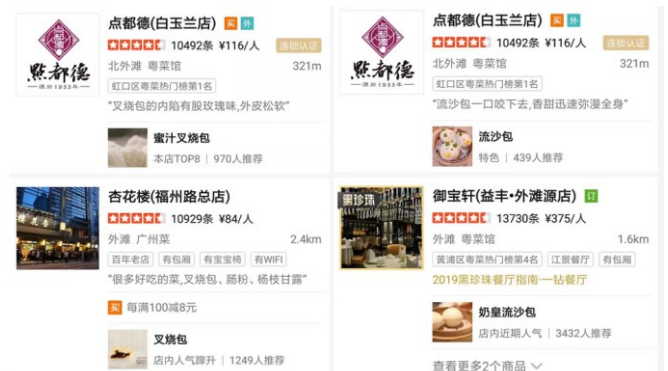
粤式速冻面点与市场主流速冻面点是不同就餐场景的延伸。目前市场上主流的速冻面点主要是速冻包子, 速冻饺子, 速冻汤圆等。包子、饺子等食物是很多地区的传统食物, 作为中国日常家庭吃饭常见面食, 其地域界限模糊, 全国范围内接受度高。包子饺子的速冻产品节省了家庭自制包子饺子的繁琐步骤, 是作为人们日常吃饭场景的便利化延伸。与包子、饺子等主流面点不同, 粤式面点起源并流行于广东地区, 其制作方式、所用食材及口味地域特征明显。对于全国大部分地区来说, 日常家庭较少会自制相关食物, 更多是外出就餐时“尝鲜”型的存在。粤式速冻面点节省了人们外出去粤式餐厅就餐的步骤, 是作为粤式餐厅味道和服务半径的场景延伸。

图 36：包子在全国范围内接受度高



资料来源：无忧文档，安信证券研究中心

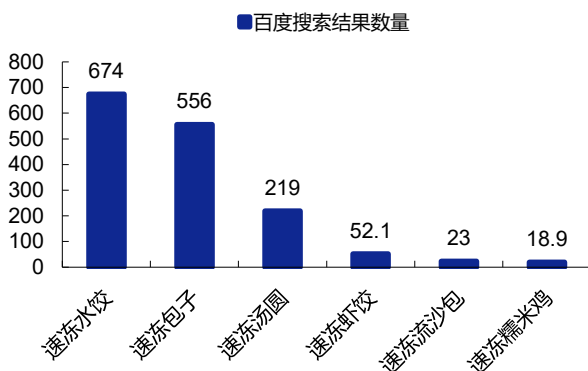
图 37：粤式茶点是各类粤式餐厅的经典品类



资料来源：大众点评，安信证券研究中心

需求端：粤式速冻面点尚处于导入期，发展体量与人们对粤菜接受程度息息相关。目前速冻食品市场上粤式速冻面点占据份额较小，尚处于导入阶段。传统速冻龙头三全、思念等品牌主要品类都是水饺、汤圆、馄饨等。百度搜索结果显示，速冻水饺、速冻包子等传统速冻产品关注度较高，搜索结果在百万条以上，而经典的广式早茶相关产品如速冻虾饺、速冻流沙包等搜索结果为几十万条，全国范围内接受程度存在提升空间。作为粤式餐厅的场景延伸，粤式速冻面点在各地区的接受程度与该地区对粤式餐饮的接受程度息息相关。相比粤式速冻面点，粤式餐厅在全国内推广较早，凭借清淡鲜美的口味将粤菜带至全国，截止 2017 年 10 月，全国粤菜系门店总体量达到 9 万多家。我们认为，粤式餐厅在各地区的渗透率可以基本反映该地区对粤式餐饮的接受程度，使该比例等于粤式速冻点心在培育成熟状态下占该地区速冻米面市场的比例，计算可得中长期各省粤式速冻点心市场，合计得中长期全国粤式速冻点心总市场为 47.35 亿元。

图 38：粤式速冻面点尚处于导入期（单位：万条）



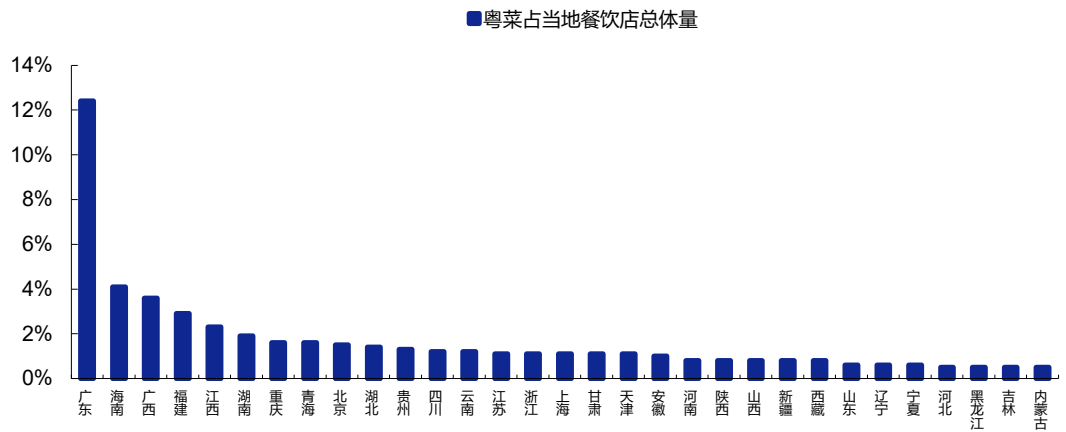
资料来源：百度搜索，安信证券研究中心

图 39：粤式餐厅先于粤式速冻面点在全国内得到推广



资料来源：辰智餐饮大数据研究中心，安信证券研究中心

图 40：我国各地区粤菜餐厅占当地餐饮店的比重



资料来源：中国粤菜产业发展报告，安信证券研究中心

表 8：中长期粤式速冻面点市场规模测算

	2027 年速冻米面市场规模 (亿元)	粤菜占当地餐饮比例	2027 年粤式速冻面点市场空间 (亿元)
全国	2232.61		47.35
广东	179.61	12.40%	22.27
海南	14.89	4.10%	0.61
广西	78.56	3.60%	2.83
福建	62.89	2.90%	1.82
江西	74.33	2.30%	1.71
湖南	110.32	1.90%	2.10
重庆	49.45	1.60%	0.79
青海	9.62	1.60%	0.15
北京	34.91	1.50%	0.52
湖北	94.91	1.40%	1.33
贵州	57.57	1.30%	0.75
四川	133.51	1.20%	1.60
云南	77.20	1.20%	0.93
江苏	129.12	1.10%	1.42
浙江	90.97	1.10%	1.00
上海	38.89	1.10%	0.43
甘肃	42.23	1.10%	0.46
天津	25.04	1.10%	0.28
安徽	100.59	1.00%	1.01
河南	153.71	0.80%	1.23
陕西	61.68	0.80%	0.49
山西	59.54	0.80%	0.48
新疆	39.31	0.80%	0.31
西藏	5.42	0.80%	0.04
山东	160.91	0.60%	0.97
辽宁	70.26	0.60%	0.42
宁夏	10.96	0.60%	0.07
河北	120.92	0.50%	0.60
黑龙江	60.93	0.50%	0.30
吉林	43.70	0.50%	0.22
内蒙古	40.66	0.50%	0.20

资料来源：中国粤菜产业发展报告，安信证券研究中心

供给端：细分领域竞争对手均为中小企业，公司粤菜餐饮老字号具备品牌绝对优势。目前粤式速冻面点领域处于发展初期，尚未出现行业龙头。市场上主要竞争对手为广东省内规模相对较小的食品企业，如汤婆婆、今逸食品等。这些公司规模较小，员工人数大多在300人以内，品牌知名度低。速冻粤式面点作为粤式餐饮的场景延伸，粤菜餐饮品牌具备较高认可度。公司“广州酒家”品牌为传统粤菜老字号品牌，全国知名度高（其中文昌总店具有80多年历史，一直是来广州旅游、吃传统广州早茶的首选之一），在粤式茶点领域品牌力显著，叠加公司产品力强，细分领域内优势明显。

表 9：细分领域内竞争对手为品牌力较弱的中小企业

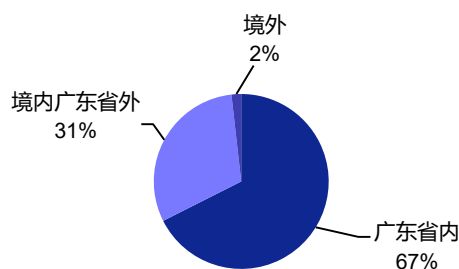
公司	品牌	产品种类	员工人数
广州酒家集团股份有限公司	利口福	广式糕点、汤圆、广东经典菜式	2098
佛山市宝湾贸易有限公司	宝湾	茶楼点心、肉类、现货海鲜	11
佛山市金城速冻食品有限公司	金城食品	港式点心、广式点心、月饼、包子、粽子	201-300
佛山市顺德区粤香食品制造有限公司	大笑	广式甜品点心类	小于 50
汤婆婆（广州）食材有限公司	汤婆婆，今逸等	广式糕点	5-50
广州采联会食品有限公司	康厨厨艺	广式茶点系列、肉类、海产类、核桃包	201
广州市南海一帆食品厂	丁三记食品	广东包点；传统河粉；猪肠粉；米粉	-
佛山市今逸食品有限公司	今逸	广式点心	10-99
汕头市老潮兴食品有限公司	老潮兴	水晶饺；潮式传统糕点	10

资料来源：阿里巴巴公司黄页，各公司官网，中国制造网，顺企网，1024 商务网，安信证券研究中心

3.3. 前提三：公司速冻业务广东省内速冻米面市场渗透较为成熟

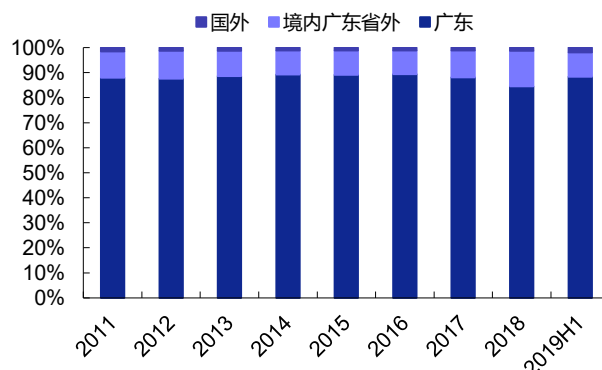
公司速冻产品主要是粤式茶点，一方面，粤式茶点起源并流行于广东，喝早茶是广东地区的传统文化，粤式速冻面点在广东省内市场推广速度快，假设目前已经达到成熟状态，我们以当前广东省粤式餐厅占总餐饮的比重等于当前广东省粤式点心占速冻米面市场的比重；另一方面，公司长期专注于广州市场。截至 2019H1，公司 558 家经销商中有 377 家位于广东省内，占比 67%。2016 年招股书数据显示，114 家饼屋直营店中有 113 家位于广东，43 家饼屋加盟店全部位于广东，广东省内营收占比长期保持 80% 以上。相比其他省份，公司对广东地区的渗透较为充分，但省内的深圳、粤西等市场仍有渗透率提升潜力。

图 41：公司经销商大多分布在省内



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 42：公司营收大部分来自广东省内



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

据此，我们以广东省为基准来测算全国其他省份的粤式速冻面点市占率。公司 2017 年速冻业务营收 3.16 亿，估计速冻粤式面点省内收入占比 80%，即 2.53 亿元。根据“前提一”中 2017 年人均速冻米面消费量、广东省粤式餐厅占比可得目前广东省粤式速冻面点市场规模为 7.97 亿元，结合公司粤式面点省内营收，可得公司 2017 年粤式面点在广东省速冻面点市占率为 31.7%，保守预计 2027 年可达 35%。

表 10：测算基准广东省市占率情况

2017 年公司速冻业务营收 (亿元)	3.16	2017 年广东速冻米面市场规模 (亿元)	64.29
2017 年公司广东省内粤式速冻面点营收 (亿元)	2.53	2017 年广东省内粤式速冻面点市场规模估算 (亿元)	7.97%
2017 年公司广东省内粤式速冻面点市场市占率	31.71%	2027 年公司广东省内粤式速冻面点市场市占率	35%

资料来源：中国粤菜产业发展报告，公司公告，国家统计局，安信证券研究中心

3.4. 测算结果：2027 年营收有望达 13.55 亿元，10 年 CAGR 达 15.67%

粤式速冻面点市场供给端竞争对手为区域性中小企业，公司优势显著，因此我们测算的假设关键在于公司自身的开拓规划。

市占率假设：1) 已开拓地区：广东地区市场开拓较为成熟，经计算 2017 年公司粤式面点在广东省速冻面点市占率为 31.7%。目前省内珠三角地区仍存在渗透空间，公司未来将继续深耕珠三角，并加大粤东和粤西市场开拓，保守估计 2027 年市占率达 35%。2) 待开拓地区：公司战略上优先考虑对粤菜接受度更高，饮食文化更为接近的省份。根据公司年报，公司未来省外拓展将重点提高华东和华中地区的销售覆盖。我们预计华东及华中范围内的 10 个省份将成为公司未来重点开发区域，中长期市场渠道开拓可达广东省水平的 80%，即市占率 28%。剩余省份公司在中长期也将全部覆盖，市场开拓程度为目前广东省水平的 50%，即市占率 17.5%。根据各省中长期粤式速冻面点市场规模，计算可得公司在各省速冻业务营收，合计达 13.55 亿元，2017-2027 十年 CAGR15.67%。

表 11：公司中长期速冻食品业务规模测算

省份	粤菜占当地餐饮店总体量	公司粤式速冻面点市场规模 (亿元)	各省中长期市占率假设	公司粤式速冻面点营收 (亿)
广东	12.4%	22.27	35%	7.80
海南	4.1%	0.61	17.5%	0.11
广西	3.6%	2.83	17.5%	0.49
福建	2.9%	1.82	28.00%	0.51
江西	2.3%	1.71	28.00%	0.48
湖南	1.9%	2.10	28.00%	0.59
重庆	1.6%	0.79	17.5%	0.14
青海	1.6%	0.15	17.5%	0.03
北京	1.5%	0.52	17.5%	0.09
湖北	1.4%	1.33	28.00%	0.37
贵州	1.3%	0.75	17.5%	0.13
四川	1.2%	1.60	17.5%	0.28
云南	1.2%	0.93	17.5%	0.16
江苏	1.1%	1.42	28.00%	0.40
浙江	1.1%	1.00	28.00%	0.28
上海	1.1%	0.43	28.00%	0.12
甘肃	1.1%	0.46	17.5%	0.08
天津	1.1%	0.28	17.5%	0.05
安徽	1.0%	1.01	28.00%	0.28

河南	0.8%	1.23	28.00%	0.34
陕西	0.8%	0.49	17.5%	0.09
山西	0.8%	0.48	17.5%	0.08
新疆	0.8%	0.31	17.5%	0.06
西藏	0.8%	0.04	17.5%	0.01
山东	0.6%	0.97	28.00%	0.27
辽宁	0.6%	0.42	17.5%	0.07
宁夏	0.6%	0.07	17.5%	0.01
河北	0.5%	0.60	17.5%	0.11
黑龙江	0.5%	0.30	17.5%	0.05
吉林	0.5%	0.22	17.5%	0.04
内蒙古	0.5%	0.20	17.5%	0.04
合计				13.55

资料来源：中国粤菜产业发展报告，安信证券研究中心测算

4. 月饼业务：中长期看对省外中小竞品挤占，全国扩张或至 23 亿元

从中长期看，公司月饼业务省外扩张的关键要素为在供给端与当地的月饼中小企业竞争。①需求端看，广式月饼早已度过从 0 到 1 的阶段，目前行业发展稳健，为大多数省份中秋送礼首选，未来市场空间发展较为确定。②供给端看，品质要求和社交属性驱动月饼行业集中度逐渐提升，中小企业加速出清，竞争的重点将为各月饼龙头企业之间市场空间的争夺。

表 12：公司月饼系列产品的销量及营收今年来持续增长

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
月饼系列产品：销量 (万 kg)	650	745	772	745	820	930	1047	1151
月饼系列产品：营收 (万元)	51,221	60,772	66,201	68,448	76,307	80,130	89,777	103,842
月饼系列产品：销售单价 (元/kg)	78.80	81.62	85.78	91.92	93.10	86.15	85.75	90.23
月饼系列产品：销售单价 YoY		3.58%	5.10%	7.15%	1.29%	-7.47%	-0.46%	5.22%

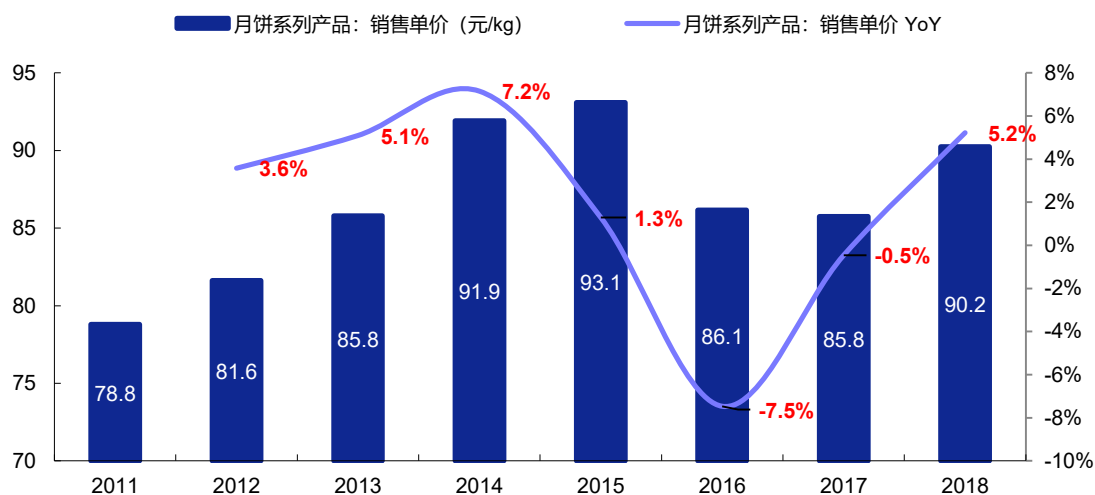
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

表 13：从公司同款的双白和七星月饼的经典铁盒装 08~19 年价格来看，分别年均为 6.2% 和 7.0%

广州酒家月饼品类	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11 年累 计提价	年均 提价
双黄白莲蓉月饼铁盒 750g-零售价 (元)	96	96	108	123	128	138	148	158	165	165	176	186		
每年提价		0.0%	12.5%	13.9%	4.1%	7.8%	7.2%	6.8%	4.4%	0.0%	6.7%	5.7%	93.8%	6.2%
七星伴月铁盒 922.5g-零售价 (元)	123	130	148	165	173	188	188	193	193	218	228	258		
每年提价		5.7%	13.8%	11.5%	4.8%	8.7%	0.0%	2.7%	0.0%	13.0%	4.6%	13.2%	109.8%	7.0%

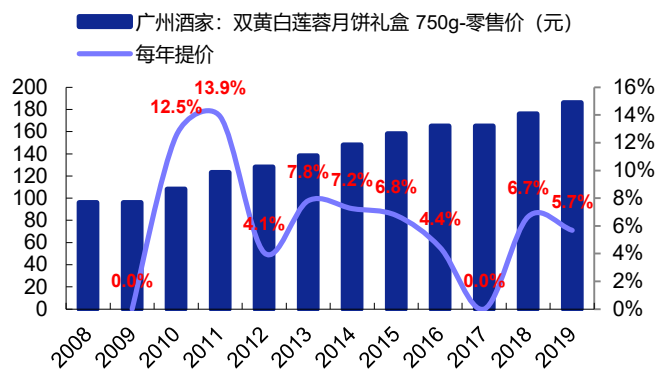
资料来源：广州酒家历年报价表，安信证券研究中心整理

图 43：公司月饼系列产品整体受产品结构的影响，平均价格提升不显著



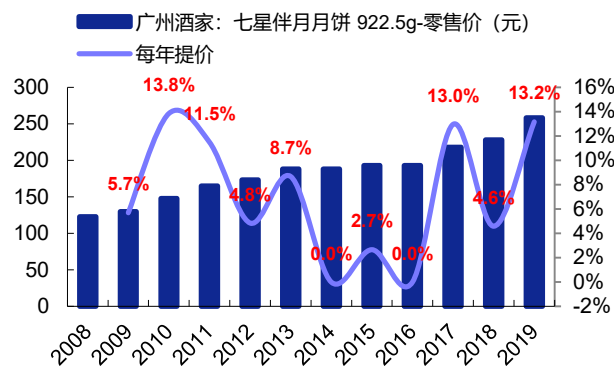
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 44：广州酒家双白铁盒同款月饼，08~19 年均提价 6.2%



资料来源：公司历年经销商月饼价格表，安信证券研究中心

图 45：广州酒家七星铁盒同款月饼，08~19 年均提价 6.2%

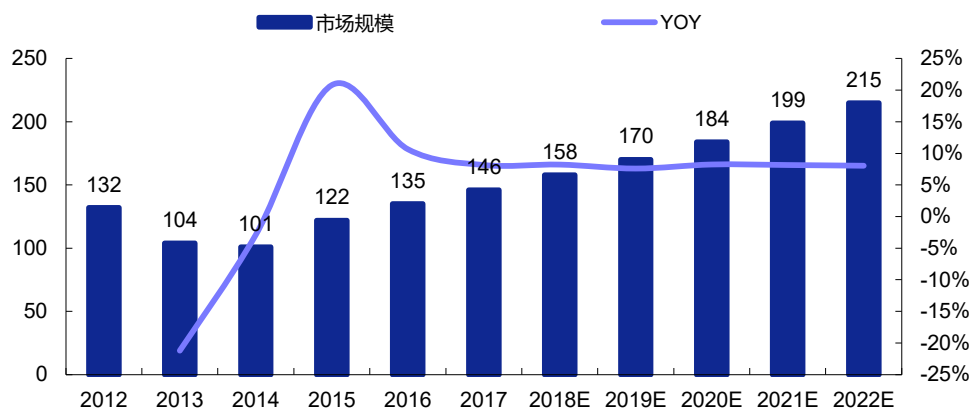


资料来源：公司历年经销商月饼价格表，安信证券研究中心

4.1. 前提一：中端广式月饼是未来月饼市场消费核心

月饼是传统的节庆食品，行业增长稳健。月饼是中国传统的中秋节庆食品，具备礼品与食品的双重属性。2012 年以来，受规范“三公消费”的政策影响，高端月饼销量下滑，月饼行业承压。经过几年的调整期后，月饼行业回归理性，主要受家庭自购消费和中端社交消费拉动。通过适应期行业内部的调整和产能优化升级，月饼行业迈入稳健发展的新阶段。根据中商产业研究院的数据，2015-2017 年月饼行业处于回升发展期，CAGR 达 9.4%，2017 年月饼市场规模 146 亿元（根据当年我国常住人口 13.88 亿计算，2017 年我国人均月饼消费量 10.5 元，预计未来 5 年行业 CAGR 保持 8%，2022 年市场销售规模达 215 亿元。据此保守估计中长期（5-10 年）月饼市场规模 280 亿，人均消费 20.17 元。

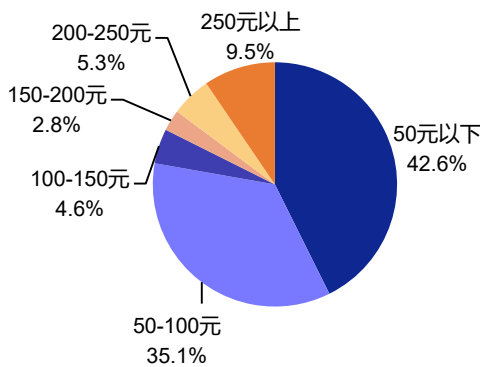
图 46：我国月饼行业近年来 2015-2017 年逐步回暖（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

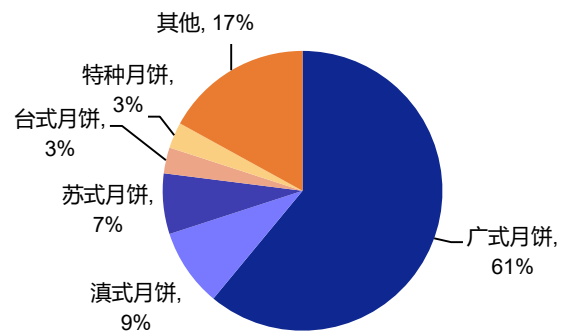
中端、广式月饼占据市场主流地位。规范三公消费以来，月饼的高端社交属性被削弱，家庭和大众社交的平价属性占据主导。根据浪潮大数据的统计，各月饼价格区间中，200 元以下的月饼占据绝对主导地位，占比 85.1%，200 元及以上的月饼占比约 14.9%。从月饼的种类看，广式月饼全国接受度最高，根据中商产业研究院的数据，2016 年广式月饼销量占比 57%，线上广式月饼销量占比 61%，其次是滇式、苏式月饼。广式月饼占比约 60%，可得中长期人均广式月饼消费 12.10 元，中端月饼占比约 80%。可得中长期人均中端广式月饼消费 9.68 元。

图 47：200 元以下的月饼占据主导地位



资料来源：浪潮大数据，安信证券研究中心

图 48：2016 年线上各类月饼销量占比



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

表 14：中长期月饼市场规模估算

	常住人口 (万)	月饼市场规模(亿 元)	人均消费 (元)	广式月饼人均消费 (元)	中端广式月饼人均消费 (元)
2017 年		146	10.52		
中长期估计 (5-10 年)	138832.32	280	20.17	12.10	9.68

资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心整理

4.2. 前提二：月饼行业加速向头部厂商集中

品质与社交要求驱动市场集中度提升。月饼具备自身消费与社交的双重属性。从自身消费而言，随着生活水平的提高，消费者越来越看重产品品质，大公司品牌背书更受消费者青睐。从社交而言，作为社交手段，月饼的选取不仅仅取决于月饼的质量和口味，还有月饼品牌的社会定位和认可度。月饼的品牌就是社交标签，驱动人们为品牌溢价买单。叠加国家不断出台相关政策规范食品安全，月饼行业门槛提高，行业将加速向头部品牌集中。**根据大麦电商网的统计，2016 年成交量前 20% 的品牌已占据市场 62% 的份额。**

行业竞争对手分析：不同厂商优势区域不同。根据网购网 2018-2019 年收集月饼行业 167 个品牌信息和 16560 个网友投票作为参考发布的月饼十大品牌排行榜，上榜品牌主要有美心月饼，元朗荣华，广州酒家等。其中美心月饼定价多在 200 元以上定位高端，嘉华月饼以滇式月饼为主，我们选取剩余七家作为广州酒家在中端广式月饼细分行业主要竞争对手。

其中，杏花楼月饼是上海市老字号，目前所有分店均位于上海；北京稻香村依托北京，北京及周边天津、河北、山东地区为其优势地区；稻香村 DXC 前身是苏州稻香村，目前全国共有近 700 家专卖专营店，优势地区为河北，辽宁，河南等省份；元祖月饼总部位于上海，优势地区主要为上海，江苏，浙江等东部及长江流域；华美月饼创于广东，深耕华南，拥有东莞、湖北、北京 3 个厂区；元朗荣华和莲花楼月饼主要优势区域位于广东。

图 49：北京稻香村主要销售网点分布



资料来源：北京稻香村官网，安信证券研究中心

图 50：稻香村 DXC 全国销售网点分布



资料来源：稻香村 (DXC) 官网，安信证券研究中心

表 15：各大竞争品牌的优势地区

竞争品牌	优势区域
元朗荣华	广东
北京稻香村	北京，天津，河北，山东
GANSO 元祖	上海，江苏，浙江，湖北，四川，重庆等东部及长江流域
杏花楼	上海
华美 Huamei	广东，湖北，北京，湖南
稻香村 DXC	河北，辽宁，河南，山东，安徽，
莲香楼	广东

资料来源：各公司官网，公司公告，安信证券研究中心整理

4.3. 测算结果：中长期营收有望达 22.73 亿元，10 年 CAGR 为 9.73%

中端广式月饼市场未来发展空间较为确定，我们测算的假设关键在于供给端与对手的竞争情况。

1) 人均月饼消费额假设：①**已开拓地区：**广东地区是广式月饼的发源地，中秋吃月饼的文化氛围浓厚，且广东省经济较发达，广式月饼消费量较高，阿里巴巴大数据和京东月饼消费报告均表明广东省月饼销量全国第一。2018 年苏宁数据显示广东地区月饼销量占全国 18%（广东省人口占全国的 8%，计算得 18 年广州月饼人均消费量约为全国平均水平 2 倍），结合“前提一”中估计中长期人均中端广式月饼消费 9.68 元，预计中长期广东省人均中端广式月饼消费为平均水平的 2 倍，即 19.36 元。②**待开拓地区：**我国广东省以外的其他省份中，北京、江苏、浙江和上海经济较发达，中秋吃月饼传统氛围浓厚，月饼销量较高，根据阿里巴巴及京东 2016-2019 年月饼销量数据，北上广及江浙地区月饼销量位居前列。但同时北京有京式月饼，江浙沪地区有苏式月饼，与广式月饼构成竞争关系，根据京东发布的 19 年月饼消费数据，预计中长期京及江浙沪人均中端广式月饼消费为平均水平的 1.4 倍，即 13.55 元；我国新疆及西藏地区少数民族较多，经济发展速度较慢，月饼文化较为薄弱，估计中长期新疆及西藏地区人均中端广式月饼消费为平均水平的 0.8 倍，即 7.74 元。根据中长期中端广式月饼市场规模倒算出剩余省份人均消费水平为 8.07 元。

2) 各地区市占率假设：①**已开拓地区：**公司 2018 年月饼收入 10.38 亿元，估计 80%来自广东地区，结合广东省中端广式月饼市场规模，倒算出公司在广东地区市占率 40%左右，预计中长期公司在广东省内月饼营收 8.65 亿元。②**待开拓地区：**北京、上海、山东、河北和湖北地区目前有两家及以上月饼 Top10 中端品牌占据优势，竞争较为激烈，公司打入较为困难，预计公司中长期中性/保守/乐观假设下市占率 5%/4%/8%左右；湖南、重庆、四川等地

目前有一家月饼 Top10 中端品牌占据优势，预计公司中长期中性/保守/乐观假设下市占率 10%/7%/15%左右；剩余地区目前主要为中小企业，随着行业集中度逐渐提升，预计公司中长期中性/保守/乐观假设下市占率 20%/14%/30%左右。

表 16：3 个维度下不同地区市占率假设

	中性假设	保守假设 (中性假设*0.7)	乐观假设 (中性假设*1.5)
竞争激烈地区	5%	4%	8%
竞争中性地区	10%	7%	15%
竞争不激烈地区	20%	14%	30%

资料来源：安信证券研究中心测算

在①、②的假设下，可得公司中长期未来在各省中端广式月饼市场的市场份额，中性/保守/乐观假设下合计为 22.73/18.63/29.89 亿元，2017-2027 年 CAGR 分别为 9.73%/7.57%/12.78%。

表 17：公司中长期月饼市场份额测算

省份	人均中端广式月饼消费额估计 (元)	2017 年常住人口 (万)	中端广式月饼中长期市场规模估算 (亿元)	公司中长期营收估算 (亿元)		
				中性假设	保守假设	乐观假设
广东	19.36	11169.0	21.62	8.65	8.65	8.65
海南	8.07	925.8	0.75	0.15	0.10	0.22
广西	8.07	4885.0	3.94	0.39	0.28	0.59
福建	8.07	3911.0	3.16	0.63	0.44	0.95
江西	8.07	4622.1	3.73	0.75	0.52	1.12
湖南	8.07	6860.2	5.53	0.55	0.39	0.83
重庆	8.07	3075.2	2.48	0.25	0.17	0.37
青海	8.07	598.4	0.48	0.10	0.07	0.14
北京	13.55	2170.7	2.94	0.15	0.12	0.24
湖北	8.07	5902.0	4.76	0.24	0.19	0.38
贵州	8.07	3580.0	2.89	0.58	0.40	0.87
四川	8.07	8302.0	6.70	0.67	0.47	1.00
云南	7.74	4800.5	3.72	0.74	0.52	1.12
江苏	13.55	8029.3	10.88	1.09	0.76	1.63
浙江	13.55	5657.0	7.67	1.53	1.07	2.30
上海	13.55	2418.3	3.28	0.16	0.13	0.26
甘肃	8.07	2625.7	2.12	0.42	0.30	0.64
天津	8.07	1556.9	1.26	0.13	0.09	0.19
安徽	8.07	6254.8	5.05	0.50	0.35	0.76
河南	8.07	9558.1	7.71	0.77	0.54	1.16
陕西	8.07	3835.4	3.09	0.62	0.43	0.93
山西	8.07	3702.4	2.99	0.60	0.42	0.90
新疆	7.74	2444.7	1.89	0.38	0.27	0.57
西藏	7.74	337.2	0.26	0.05	0.04	0.08
山东	8.07	10005.8	8.07	0.40	0.32	0.65
辽宁	8.07	4368.9	3.52	0.35	0.25	0.53
宁夏	8.07	681.8	0.55	0.11	0.08	0.17
河北	8.07	7519.5	6.07	0.30	0.24	0.49
黑龙江	8.07	3788.7	3.06	0.61	0.43	0.92
吉林	8.07	2717.4	2.19	0.44	0.31	0.66
内蒙古	8.07	2528.6	2.04	0.41	0.29	0.61

合计	138832.3	134.40	22.73	18.63	29.89
----	----------	--------	-------	-------	-------

资料来源：各地统计局，中商产业研究院，安信证券研究中心

5. 盈利预测：预计 19-20 年业绩增速 13.4%/22.3%，明年有望提速

在省内深耕&省外扩张下，我们预计公司的月饼系列产品在 2019~21 年营收增速预计分别为 10.5%/22.3%/19.3%，对应毛利率分别为 63.2%/63.3%/63.4%；速冻食品在 2019~21 年营收增速预计分别为 15.0%/35.5%/29.5%，对应毛利率分别为 34.8%/35.3%/35.4%。

表 18：公司月饼系列产品在 2014~2021 年经营明细预测

月饼系列产品	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产能 (万 kg)	605.00	610.00	650.00	675.00	812.00	902.00	1,122.00	1,305.00
募投项目扩产-增量					57.00			
梅州项目扩产-增量							130.00	93.00
湘潭项目扩产-增量						90.00	90.00	90.00
粮丰园-增量					80.00	0.00	0.00	0.00
YOY		0.83%	6.56%	3.85%	20.30%	11.08%	24.39%	16.31%
产量 (万 kg)	564.00	610.00	659.00	697.00	822.56	856.90	1,032.24	1,213.65
YOY		8.16%	8.03%	5.77%	18.01%	4.18%	20.46%	17.57%
产能利用率 (%)	93.22%	100.00%	101.38%	103.26%	101.30%	95.00%	92.00%	93.00%
产销率 (%)	98.87%	98.63%	99.20%	104.72%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万 kg)	557.65	601.62	653.70	729.89	822.56	856.90	1,032.24	1,213.65
YOY		7.88%	8.66%	11.66%	12.70%	4.18%	20.46%	17.57%
单价 (元/kg)	122.74	126.84	122.58	123.00	126.27	133.87	135.87	137.87
提价 (元/kg)					3.27	7.60	2.00	2.00
提价幅度 (%)					2.66%	6.02%	1.49%	1.47%
收入 (百万元)	684.48	763.07	801.30	897.77	1038.64	1147.13	1402.50	1673.26
yoy	3.39%	11.48%	5.01%	12.04%	15.69%	10.45%	22.26%	19.31%
成本	263.75	290.96	304.75	345.44	382.01	422.14	514.72	612.41
毛利	420.73	472.11	496.55	552.33	656.63	724.99	887.79	1060.85
yoy		12.21%	5.18%	11.23%	18.88%	10.41%	22.46%	19.49%
毛利率(%)	61.47	61.87	61.97	61.52	63.22	63.20	63.30	63.40

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

表 19：公司速冻食品在 2014~2021 年经营明细预测

速冻食品	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产能 (万 kg)	1,267.00	1,350.00	1,400.00	1,500.00	1,850.00	2,735.00	4,115.00	4,750.00
募投项目扩产-增量					350.00			
梅州项目扩产-增量							785.00	635.00
湘潭项目扩产-增量						885.00	595.00	
粮丰园-增量								
YOY		6.55%	3.70%	7.14%	23.33%	47.84%	50.46%	15.43%
产量 (万 kg)	1,109.00	1,180.00	1,493.51	1,635.00	1,924.00	2,270.05	3,003.95	3,800.00
YOY		6.40%	26.57%	9.47%	17.68%	17.99%	32.33%	26.50%
产能利用率 (%)	87.53%	87.41%	106.68%	109.00%	104.00%	83.00%	73.00%	80.00%
产销率 (%)	96.75%	98.14%	92.53%	102.45%	105.10%	100.00%	100.00%	100.00%
销量 (万 kg)	1,073.00	1,158.00	1,382.00	1,675.00	2,022.12	2,270.05	3,003.95	3,800.00
YOY		7.92%	19.34%	21.20%	20.72%	12.26%	32.33%	26.50%
单价 (元/kg)	17.80	17.79	18.71	18.87	20.27	20.77	21.27	21.77
提价 (元/kg)					1.40	0.50	0.50	0.50
提价幅度 (%)					7.42%	2.47%	2.41%	2.35%
收入 (百万元)	191.00	206.05	258.52	316.08	409.89	471.50	638.95	827.28
yoy	13.04%	7.88%	25.46%	22.27%	29.68%	15.03%	35.52%	29.47%
成本	132.07	143.12	172.64	212.16	258.56	307.65	414.04	534.83

毛利	58.93	62.93	85.88	103.92	151.33	163.85	224.91	292.44
毛利率(%)	30.85	30.54	33.22	32.88	36.92	34.75	35.20	35.35

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

投资建议：买入-A 投资评级。在食品主业的产能扩产和区域扩张下，预计营收未来有望 3~5 年维度下稳健增长；研发费用率方面预计利口福子公司 19 年仍与 18 年持平均为 3.11%，销售费用率预计 2020 年 H1 费用先行小幅提升，但在 2020 年 H2 速冻和月饼产能释放后下滑，全年相比 19 年小幅微升，但在 2021-22 年有望开始基本保持稳定。预计公司 2019-21 年的整体收入增速分别 13%/25%/20%，净利润 4.32 亿元/5.22 亿元/6.18 亿元，对应增速 13.4%/22.3%/18.8%，对应 PE 30.3x、25.0x、21.2x。考虑到 2020 年公司成长有望加速，给予 12 个月目标价 38.7 元，对应 2020 年 PE 30.0x。

6. 风险提示

- 1) **食品安全风险：**公司主业为食品，若发生食品安全事件将影响公司月饼、速冻等产品的销量。公司目前已对食品制造的各个环节严格把关，最大程度减少该类风险出现。
- 2) **假设存在偏误风险：**报告在中长期月饼和速冻的测算中用了大量的人均需求量、公司市占率、产品未来提价幅度等假设，由于该类假设较为主观，容易存在偏误风险，仅供投资人参考。
- 3) **市场经营风险：**市场渠道的成功扩张为消化新增产能的核心，因此若渠道开拓不及预期，或对公司产能是否能持续消化带来不确定性的影响。
- 4) **原材料价格上涨风险：**原材料的涨价受上游供需端的影响，为不可控因素。若原材料涨价较大，且公司无法将该提价转移至终端零售价的提升消化，则会对利润产生影响。
- 5) **省外扩张不及预期：**省外扩张为公司中长期的看点，但省外存在口味、市场、习俗等众多差异，公司是否能真正全部解决，并成为月饼和速冻全国性的龙头企业之一仍需紧密跟踪观察。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,189.2	2,537.1	2,873.3	3,589.9	4,323.4	成长性					
减:营业成本	1,025.6	1,150.4	1,340.8	1,680.0	2,038.1	营业收入增长率	13.1%	15.9%	13.3%	24.9%	20.4%
营业税费	24.7	26.2	29.6	35.9	43.2	营业利润增长率	18.1%	11.0%	13.3%	22.2%	18.1%
销售费用	550.6	657.9	738.4	929.8	1,119.8	净利润增长率	27.6%	12.8%	12.5%	21.0%	18.1%
管理费用	200.6	230.6	268.7	333.9	397.8	EBITDA 增长率	13.8%	22.4%	7.5%	23.6%	19.0%
财务费用	-15.4	-22.8	-16.4	-17.8	-18.6	EBIT 增长率	14.2%	23.2%	4.8%	22.6%	18.5%
资产减值损失	1.4	3.3	1.3	1.9	1.5	NOPLAT 增长率	27.9%	10.0%	15.4%	22.6%	18.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.1%	274.8%	-8.7%	4.4%	19.2%
投资和汇兑收益	4.3	12.6	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	80.2%	16.4%	14.2%	15.0%	15.4%
营业利润	414.1	459.6	520.9	636.3	751.7	利润率					
加:营业外净收支	1.5	4.9	4.9	-	-	毛利率	53.1%	54.7%	53.3%	53.2%	52.9%
利润总额	415.6	464.4	525.8	636.3	751.7	营业利润率	18.9%	18.1%	18.1%	17.7%	17.4%
减:所得税	73.9	81.1	92.0	111.3	131.5	净利润率	15.5%	15.1%	15.0%	14.6%	14.3%
净利润	340.4	383.9	432.0	522.8	617.6	EBITDA/营业收入	19.3%	20.4%	19.3%	19.1%	18.9%
						EBIT/营业收入	17.8%	19.0%	17.6%	17.2%	17.0%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	42	45	58	58	55
货币资金	1,433.9	1,242.3	1,606.3	1,934.3	2,233.4	流动资产周转天数	-25	-3	1	-10	-8
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	217	250	240	226	223
应收账款	78.3	87.6	111.9	133.9	159.1	应收帐款周转天数	13	12	13	12	12
应收票据	1.8	-	1.8	1.0	2.1	存货周转天数	20	21	21	21	21
预付帐款	1.5	5.4	0.2	7.3	2.7	总资产周转天数	284	328	331	306	294
存货	130.2	164.2	166.5	250.0	259.8	投资资本周转天数	24	59	78	61	57
其他流动资产	61.6	317.3	128.2	169.0	204.8	投资回报率					
可供出售金融资产	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	ROE	20.0%	19.7%	19.4%	20.3%	20.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	16.1%	15.3%	15.6%	15.8%	16.6%
长期股权投资	6.0	6.9	6.9	6.9	6.9	ROIC	264.4%	207.5%	63.9%	85.9%	97.5%
投资性房地产	14.2	12.1	12.1	12.1	12.1	费用率					
固定资产	252.9	383.2	535.1	630.1	701.1	销售费用率	25.2%	25.9%	25.7%	25.9%	25.9%
在建工程	25.9	99.8	50.0	40.0	38.0	管理费用率	9.2%	9.1%	9.4%	9.3%	9.2%
无形资产	24.7	95.2	91.8	88.4	85.1	财务费用率	-0.7%	-0.9%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
其他非流动资产	89.0	84.8	60.2	48.2	34.1	三费/营业收入	33.6%	34.1%	34.5%	34.7%	34.7%
资产总额	2,124.1	2,502.6	2,774.9	3,325.1	3,743.3	偿债能力					
短期债务	1.8	-	-	-	-	资产负债率	19.4%	20.3%	17.9%	21.2%	19.3%
应付帐款	258.3	290.0	314.7	463.9	481.1	负债权益比	24.0%	25.5%	21.9%	27.0%	23.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.17	3.81	4.15	3.61	4.08
其他流动负债	148.9	186.8	171.2	227.1	219.8	速动比率	3.86	3.47	3.80	3.25	3.71
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-25.36	-21.13	-30.81	-34.79	-39.44
其他非流动负债	2.0	31.6	12.1	15.3	19.7	分红指标					
负债总额	411.0	508.4	498.1	706.3	720.6	DPS(元)	0.35	0.40	0.37	0.45	0.54
少数股东权益	8.6	44.8	46.5	48.6	51.1	分红比率	41.5%	42.1%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	404.0	404.0	404.0	404.0	404.0	股息收益率	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%
留存收益	1,300.5	1,545.5	1,826.3	2,166.2	2,567.6						
股东权益	1,713.1	1,994.3	2,276.8	2,618.8	3,022.7						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	341.7	383.4	432.0	522.8	617.6	EPS(元)	0.84	0.95	1.07	1.29	1.53
加:折旧和摊销	58.6	53.7	51.3	68.3	84.4	BVPS(元)	4.22	4.83	5.52	6.36	7.36
资产减值准备	1.4	3.3	-	-	-	PE(X)	38.4	34.1	30.3	25.0	21.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.7	6.7	5.9	5.1	4.4
财务费用	0.0	-	-16.4	-17.8	-18.6	P/FCF	44.7	-137.3	26.8	26.3	26.2
投资损失	-4.3	-12.6	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	6.0	5.2	4.6	3.6	3.0
少数股东损益	1.4	-0.5	1.7	2.1	2.5	EV/EBITDA	15.1	18.6	20.6	16.2	13.3
营运资金的变动	-76.6	-157.9	180.1	67.8	-39.1	CAGR(%)	15.4%	17.4%	17.7%	15.4%	17.4%
经营活动产生现金流量	420.8	476.0	638.8	633.2	636.8	PEG	2.5	2.0	1.7	1.6	1.2
投资活动产生现金流量	-147.4	-526.5	-140.0	-140.0	-140.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	426.0	-141.4	-134.8	-165.2	-197.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

刘文正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034