

强烈推荐-A (维持)

广州酒家 603043.SH

目标估值: 47-53 元

当前股价: 42.6 元

2020 年 08 月 30 日

速冻销售再提速, Q2 整体盈亏平衡

基础数据

上证综指	3404
总股本 (万股)	40400
已上市流通股 (万股)	40400
总市值 (亿元)	172
流通市值 (亿元)	172
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	15.9
资产负债率	24.7%
主要股东	广州市人民政府国有
主要股东持股比例	67.7%

股价表现



相关报告

- 1、《广州酒家 (603043) — 食品业务快速增长, 餐饮拖累 Q1 业绩》2020-05-05
- 2、《广州酒家 (603043) — 月饼收入稳增, 常态产品表现亮眼》2019-10-30
- 3、《广州酒家 (603043) — 收入延续扩张节奏, 月饼销售预期良好》2019-08-28

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn  
S1090520070003

事件:

8 月 27 日, 广州酒家发布 2020 年半年报。2020 上半年公司实现收入 9.7 亿元/增长 1.93%, 归母净利润 1139 万元/下降 82.28%, 扣非后归母净利润 1605 万元/下降 68.72%, 基本每股收益 0.03 元/下降 82.29%。其中, 2020Q2 实现收入 4.4 亿元/增长 4.2%, 归母净利润亏损 82 万元/下降 104%, 扣非后归母净利润 351 万元/下降 62.77%。

评论:

**1、公司收入持续扩张, 19Q4 成本费用上涨。**2020 上半年公司收入小幅增长, 主要是速冻和其他食品销量提升; 扣非利润同比下滑 68.72%, 主要是猪肉等原材料价格上涨, 新基地带来的管理费用提升以及餐饮收入下滑所致。其中 Q2 收入增长 4.2%, 增速稍快于 Q1, 扣非净利润下降 62.77%, 主要是 Q2 原材料成本上升较多。

**2、速冻板块发展迅猛, 餐饮月饼同比下滑。**2020 上半年公司食品制造业务实现收入 7.85 亿元/增长 31.72%, 对应利口福食品公司收入 5.8 亿元, 净利润 3152 万元/同比增长 76.2%, 其中:

- 1) 2020 上半年月饼业务实现销售收入 3421 万元/同比下降 43.93%, 其中 Q2 收入 987 万元/同比下降 67%, 主要是 2019 年中秋在 9 月 13 日, 较今年 (10 月 1 日) 提前, 部分月饼销售体现在二季度所致;
- 2) 2020 上半年速冻业务实现销售收入 4.3 亿元/同比增长 64.4%, 其中 Q2 收入 2.0 亿元/同比增长 84%, 较 Q1 (+50%) 进一步提速, 受益于市场需求增加和产能增加, 一方面, 自去年下半年以来, 公司新增生产线; 另一方面, 疫情期间外出就餐需求下降, 速冻等长期存储食品需求提升。
- 3) 2020 上半年公司腊味、酥饼等其他食品业务收入 3.4 亿元/同比增长 12.2%, 其中 Q2 收入 1.3 亿元/同比增长 12%, 增速与 Q1 相当。
- 4) 2020 上半年公司餐饮业务收入 1.7 亿元/同比下降 49.8%, 其中 Q2 收入 8497 万元/同比下降 45%, 较 Q1 (-54%) 略有恢复, 疫情期间, 公司新设了华夏路餐饮门店, 启动了两家大店的装修改造。

**3、经销渠道增长较快，省外业务加速扩张。**2020 上半年公司直销收入 3.9 亿元/同比下降 25.5%，若剔除餐饮业务，直销渠道收入 2.2 亿元/增长 18%，经销收入 5.6 亿元/增长 38%，截止 2020 年 6 月末，公司拥有经销商 675 个。公司互联网营销建设效果逐步显现，提高华东、华中等区域的销售覆盖，2020 上半年广东省内收入 8.2 亿元/同比下降 0.6%，境内广东省外收入 1.2 亿元/同比增长 27.3%。2020 上半年，公司电子商务公司收入 1.3 亿元，实现净利润 727 万元/同比增长 107%。

**4、毛利率大幅回落，管理费用小幅上升。**2020 上半年公司毛利率 43.0%/同比下降 4.8pct，主要因相对低毛利的速冻占比提升，已经猪肉等原材料价格上涨；销售费用率 27.0%/下降 0.5pct，公司加强费用管控并受益于疫情优惠政策；管理费用率（含研发）14.7%/提升 0.8pct，主要是人工成本、租金及折旧摊销增加。

**5、基地建设突破产能瓶颈，加强渠道管理。**2020 上半年，公司加快了湘潭食品生产基地一期的推进并已正式投入使用，为今年月饼销售提供保障，湘潭二期用地也已顺利拍获，建设方案正处于规划中；速冻方面，去年下半年新增生产线，梅州基地一期建设工作也正在有序推进中。疫情期间，公司单独设立连锁公司重新梳理线下利口福食品连锁门店，加强优势区域线下门店管理，经整合后利口福食品连锁门店超 160 家，同时也尝试“网红+直播+互动”的新模式。

**6、投资建议：**Q2 公司速冻业务增长继续提速，净利润下滑受累成本费用上涨，外省和电商渠道表现靓丽。2020 年中秋节与国庆节重合是月饼大年，湘潭项目释放产能提升销量，美心月饼疫情减少竞争；公司速冻产品供不应求，2019 年下半年新增产线后收入迅速放量，梅州项目建成投产后，速冻和腊味的产能有望释放；公司积极完善线上线下渠道，有望加速打开非广州和广东省外的市场，作为区域龙头，公司未来成长空间广阔。我们预计公司 20-22 年归母净利润 3.8/5.4/6.4 亿元，同比增长 0%/41%/18%，对应 PE 为 45x/32x/27x，维持“强烈推荐-A”投资评级。

**7、风险提示：**经济消费下行；疫情反复风险；区域市场风险；产能扩张不达预期。

表 1：广州酒家分产品收入及增速

单位：万元	2019Q1	同比	2019Q2	同比	2019Q3	同比	2019Q4	同比	2020Q1	同比	2020Q2	同比
月饼系列	356	28%	2,968	130%	102,914	15%	12,862	2%	931	105%	987	-67%
速冻食品	11294	33%	10,970	11%	13,930	51%	15,439	44%	22,444	50%	20,231	84%
其他产品	15913	17%	11,594	18%	11,920	46%	15,895	31%	20,961	12%	12,995	12%
餐饮业	16388	12%	15,372	16%	16,173	12%	16,771	4%	8,429	-54%	8,497	-45%
合计	43951	19%	40,904	20%	144,937	19%	60,967	18%	52,765	1%	42,710	4%

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：广州酒家分渠道收入及增速

单位：万元	2019Q1	同比	2019Q2	同比	2019Q3	同比	2019Q4	同比	2020Q1	同比	2020Q2	同比
直接销售	25,160	15%	23,662	22%	56,703	14%	30,668	29%	22,190	-23%	17,006.69	-28%
经销	18,791	25%	17,242	17%	88,234	23%	30,299	9%	30,576	30%	25,703.32	49%
合计	43,951	19%	40,904	20%	144,937	19%	60,967	18%	52,765	1%	42,710.01	4%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：广州酒家分区域收入及增速

单位：万元	2019Q1	同比	2019Q2	同比	2019Q3	同比	2019Q4	同比	2020Q1	同比	2020Q2	同比
广东省内	40,037	17%	35,509	18%	104,575	12%	58,824	20%	44,453	-5%	37,541	6%
广东省外	3,304	52%	4,123	38%	39,251	44%	1,577	-23%	7,399	47%	4,246	3%
境外	609	-22%	1,272	18%	1,112	37%	567	-9%	913	93%	923	-27%

单位:万元	2019Q1	同比	2019Q2	同比	2019Q3	同比	2019Q4	同比	2020Q1	同比	2020Q2	同比
合计	43,951	19%	40,904	20%	144,937	19%	60,967	18%	52,765	1%	42,710	4%

资料来源:公司公告、招商证券

表 4: 广州酒家重要子公司 2020 上半年收入利润情况

	2020 上半年		
	收入(万元)	净利润(万元)	利润同比
广州酒家集团利口福食品有限公司	57,656	3,152	76.2%
广州酒家集团粮丰园(茂名)食品有限公司	6,774	252	138.8%
广州酒家集团利口福营销有限公司	41,836	892	55.9%
广州酒家集团电子商务有限公司	13,183	727	106.9%
广州酒家集团餐饮管理有限公司	2,966	-176	-262.8%
广州陶陶居食品有限公司	1,886	11	

资料来源:公司公告、招商证券

表 5: 公司业绩摘要(单位:百万元)

单位:百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	2019H1	2020H1
一、营业总收入	533	419	1,457	620	533	436	951	970
二、营业总成本	480	395	1,150	553	521	431	875	952
其中:营业成本	281	215	603	331	307	246	497	553
营业税金及附加	3.3	1.8	16.8	4.8	2.4	3.0	5.1	5.4
销售费用	135	127	372	144	142	120	262	262
管理费用	53	58	123	66	61	59	111	120
其中:研发费用	7.4	14.3	21.5	18.2	11.4	11.3	21.7	22.7
财务费用	-3.7	-7.5	-8.0	-6.7	-4.5	-4.9	-11.2	-9.4
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
三、其他经营收益	3.7	0.9	0.7	0.7	-0.5	-0.2	4.6	-0.8
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	-0.3
投资收益	3.7	0.9	0.7	0.7	-0.5	0.0	4.6	-0.5
资产处置收益	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
其他收益	1.3	1.6	1.8	7.0	-3.4	-0.6	2.9	3.0
四、营业利润	58	26	310	72	17	3	84	20
加:营业外收入	0.3	0.0	0.2	2.0	0.3	0.2	0.3	0.5
减:营业外支出	0.2	0.1	0.3	0.9	5.5	3.4	0.3	8.9
五、利润总额	58	26	310	73	12	-1	84	11
减:所得税	13	8	49	14	0	0	21	0
六、净利润	45	18	261	59	12	-1	63	11
减:少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	-1	0
七、归属母公司净利润	46	19	261	59	12	-1	64	11
EPS	0.11	0.05	0.65	0.15	0.03	0.00	0.16	0.03
主要比率								
毛利率	47.1%	48.6%	58.6%	46.6%	42.5%	43.6%	47.8%	43.0%
主营税金率	0.6%	0.4%	1.2%	0.8%	0.4%	0.7%	0.5%	0.6%
销售费率	25.4%	30.4%	25.5%	23.2%	26.6%	27.5%	27.6%	27.0%
管理费率	11.2%	17.3%	9.9%	13.6%	13.5%	16.1%	13.9%	14.7%
营业利润率	10.9%	6.3%	21.3%	11.6%	3.3%	0.6%	8.8%	2.1%
实际税率	22.2%	30.5%	15.9%	18.5%	2.5%	-29.1%	24.8%	4.3%
净利率	8.5%	4.4%	17.9%	9.6%	2.2%	-0.2%	6.7%	1.1%
YoY								

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	2019H1	2020H1
收入增长率	20%	21%	19%	19%	0%	4.2%	20%	2%
营业利润增长率	15%	26%	9%	-31%	-70%	-90%	18%	-76%
净利润增长率	15%	-9%	9%	-30%	-74%	-105%	7%	-83%

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1817	1726	1971	2448	2931
现金	1242	1296	1564	1953	2381
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	68	119	92	116	131
其它应收款	20	31	27	34	38
存货	164	233	243	298	334
其他	323	47	44	46	47
<b>非流动资产</b>	686	1206	1190	1253	1282
长期股权投资	7	12	6	6	6
固定资产	383	616	722	920	938
无形资产	95	146	127	127	128
其他	201	432	335	199	209
<b>资产总计</b>	<b>2503</b>	<b>2932</b>	<b>3162</b>	<b>3700</b>	<b>4212</b>
<b>流动负债</b>	477	651	693	854	958
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	145	213	216	264	296
预收账款	95	108	130	163	184
其他	236	329	348	427	478
<b>长期负债</b>	32	70	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他	32	70	32	32	32
<b>负债合计</b>	<b>508</b>	<b>720</b>	<b>725</b>	<b>887</b>	<b>990</b>
股本	404	404	404	404	404
资本公积金	567	576	567	567	567
留存收益	978	1210	1422	1800	2210
少数股东权益	45	22	43	42	42
归属于母公司所有者权益	1950	2189	2394	2772	3181
<b>负债及权益合计</b>	<b>2503</b>	<b>2932</b>	<b>3162</b>	<b>3700</b>	<b>4212</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	476	1130	470	677	755
净利润	383	383	382	538	635
折旧摊销	54	71	84	100	111
财务费用	0	(26)	(21)	(26)	(33)
投资收益	(13)	(6)	(6)	(7)	(7)
营运资金变动	53	663	62	66	43
其它	(2)	44	(32)	6	6
<b>投资活动现金流</b>	(526)	(585)	(63)	(155)	(133)
资本支出	(298)	(591)	(69)	(162)	(140)
其他投资	(228)	6	6	7	7
<b>筹资活动现金流</b>	(141)	(127)	(149)	(135)	(194)
借款变动	(0)	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	8	(8)	0	0
股利分配	(164)	(162)	(162)	(161)	(227)
其他	22	26	21	27	33
<b>现金净增加额</b>	<b>(192)</b>	<b>418</b>	<b>259</b>	<b>387</b>	<b>428</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2537	3029	3461	4353	4904
营业成本	1150	1431	1705	2089	2338
营业税金及附加	26	27	31	38	43
营业费用	658	779	869	1093	1227
管理费用	231	300	360	431	476
研发费用	48	61	70	97	109
财务费用	(23)	(26)	(21)	(26)	(33)
资产减值损失	3	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	4	9	0	0	0
投资收益	13	6	6	7	7
<b>营业利润</b>	460	466	448	631	746
营业外收入	8	3	3	3	3
营业外支出	3	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	464	467	450	633	748
所得税	81	84	67	95	112
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>384</b>	<b>384</b>	<b>383</b>	<b>539</b>	<b>637</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	16%	19%	14%	26%	13%
营业利润	11%	1%	-4%	41%	18%
净利润	12%	0%	0%	41%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.7%	52.8%	50.8%	52.0%	52.3%
净利率	15.1%	12.7%	11.0%	12.4%	13.0%
ROE	20.7%	18.2%	16.5%	20.5%	21.1%
ROIC	20.9%	19.1%	18.0%	22.5%	23.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.3%	24.6%	22.9%	24.0%	23.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.8	2.7	2.8	2.9	3.1
速动比率	3.5	2.3	2.5	2.5	2.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	2.0	1.8	1.8	1.9	1.9
应收帐款周转率	9.4	8.1	8.2	10.4	9.9
应付帐款周转率	2.1	2.0	2.0	2.2	2.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.95	0.95	0.95	1.34	1.58
每股经营现金	1.18	2.80	1.16	1.68	1.87
每股净资产	4.94	5.47	6.03	6.97	7.98
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.56	0.66
<b>估值比率</b>					
PE	44.8	44.8	44.9	31.9	27.0
PB	8.6	7.8	7.1	6.1	5.3
EV/EBITDA	19.3	18.1	17.5	12.7	10.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李秀敏：**社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，团队获2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，重点覆盖酒店、免税、餐饮板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。