

“食在广州第一家”，产能释放&异地扩张打开成长空间

——广州酒家（603043）首次覆盖报告

买入（首次）

日期：2020年08月07日

报告关键要素：

公司以食品制造和餐饮服务为主营业务，坚持“餐饮立品牌、食品创规模”的发展方向。食品板块随产能释放及销售网络的扩张，中长期成长空间有望被打开；餐饮板块，稳中求进，以广东省为突破点，长期有望成为全国知名品牌。食品及餐饮均以“粤式”为主打，相互协同作用明显，此外，公司强强联手老字号品牌陶陶居，食品及餐饮业务均相似，未来协同作用释放可期。短期受疫情影响，餐饮业务受挫，但速冻食品需求被激活，月饼供给端境外竞争对手受疫情打击，叠加2020年为月饼大年，食品板块有望保持高增长。

投资要点：

- **食品板块：**①**月饼产品竞争优势：**广式月饼市占率较高，公司作为广式月饼领头雁，品牌力突出，定位中高端，价格亲民具有优势；品类丰富，深耕传统口味的同时，积极开发新兴口味，顺应潮流。**速冻产品竞争优势：**速冻食品行业增速快，空间广阔，速冻米面制品集中度较高，公司速冻食品定位粤式点心，差异化竞争抢占细分赛道，与餐饮业务高度协同，增速及毛利率均处于上升通道，领先同业竞争对手。②**增长逻辑一：**近年来食品产能利用率在100%附近波动，产销率近100%未来食品制造产能稳步释放，据我们测算2022年月饼/速冻产能将增加至2.14/5.22万吨，产能瓶颈突破后为业绩增长提供支撑。**增长逻辑二：**线下渠道省内外扩张可期，2019/2020Q1省外收入增速高达38%/51%；线上电商渠道高速增长，15-19年CAGR达到36%，乘直播电商之风，老字号品牌焕发新活力。
- **餐饮板块：**①**竞争优势：**公司餐饮业务主要经营粤菜以及广式点心，“广州酒家”品牌已经成为粤菜的典型代表，品牌矩阵丰富，覆盖消费者范围广，在竞争激烈的广州餐饮市场已形成品牌优势，规模虽小但增速快于同业竞争对手，成本及质控机制同样十分优秀。②**增长逻辑：**门店数量扩张节奏稳健，维持一年1-2个的扩张速度，疫情过后门店扩张及异地拓展节奏有望加快，新开门店的坪效未来有望提升，门店数量扩张叠加坪效提高驱动餐饮板块稳健增长。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	30.29	35.64	46.83	54.87
增长比率(%)	19.38	17.67	31.42	17.17
净利润(亿元)	3.84	4.41	5.98	6.95
增长比率(%)	0.06	14.70	35.67	16.22
每股收益(元)	0.95	1.09	1.48	1.72
市盈率(倍)	46.58	40.61	29.93	25.76

资料来源：Wind，万联证券研究所注：净利润为归母净利润

基础数据

行业	食品饮料
公司网址	
大股东/持股	广州市人民政府国有资产监督管理委员会 /67.7%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	404.00
流通A股(百万股)	404.00
收盘价(元)	44.29
总市值(亿元)	178.93
流通A股市值(亿元)	178.93

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年08月06日

相关研究

分析师：	陈雯
执业证书编号：	S0270519060001
号：	
电话：	18665372087
邮箱：	chenwen@wlzq.com.cn
研究助理：	王鹏
电话：	15919158497
邮箱：	wangpeng1@wlzq.com.cn

- **投资建议:** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润达到 4.41/5.98/6.95 亿元, 同比增长 14.7%/35.7%/16.2%, 对应 EPS 为 1.09/1.48/1.72 元, 8 月 6 日股价对应 PE 为 40.6/29.9/25.8 倍, 20 年动态 PE 对比食品可比公司估值仍较低, 分业务进行估值 2021 年目标市值约 220 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素:** 1. 宏观经济下行风险 2. 食品安全风险 3. 原材料上涨风险 4. 产能释放与销量增长不匹配风险

目录

1、中华老字号，盈利能力突出	6
1.1 “食在广州第一家”，悠久历史为品质背书	6
1.2 股权结构稳定集中，股权激励落地为公司经营注入活力	9
1.3 业绩稳健增长，重研发有望继续享受税收优惠	10
2、食品板块：月饼、速冻双管齐下，打造粤式食品王国	13
2.1 月饼：广式月饼龙头，毛利率保持高位	14
2.1.1 月饼行业市场规模稳定增长，广式月饼市占率高，传统口味仍受青睐	14
2.1.2 老字号和丰富的产品线构建优势，量价齐升高毛利驱动盈利能力提升	17
2.2 速冻食品：定位广式点心，差异化竞争	21
2.2.1 速冻食品行业 B/C 端共振增速快、空间广，速冻米面制品行业集中度较高	21
2.2.2 广式速冻食品细分赛道待掘金，价量齐增实现高增长	25
2.3 增长逻辑：产能释放叠加渠道扩张打开增长空间	28
2.3.1 逻辑一：产能逐渐释放，突破瓶颈，带动新增量	28
2.3.2 逻辑二：多渠道协同发展，线上销售增长迅速	31
3、餐饮业务：老字号释放品牌红利，业绩增长稳定	33
3.1 餐饮业短期受疫情影响业绩承压，长期仍呈增长态势	33
3.2 老字号竞争优势明显，扩张节奏稳健	36
3.3 增长逻辑：“单店效益提升+门店扩张”，并购陶陶居贡献收益	39
4、盈利预测与估值	40
4.1 盈利预测及核心假设	40
4.2 估值分析	41
5、投资建议及风险因素	42
5.1 投资建议	42
5.2 风险因素	43
图表 1：广州酒家发展历程	6
图表 2：广州酒家品牌矩阵	7
图表 3：陶陶居股权结构变化	8
图表 4：广州酒家股权结构	9
图表 5：激励对象及对应股票分配权	10
图表 6：公司层面业绩考核要求	10
图表 7：公司历年营收及同比增速	11
图表 8：公司历年归母净利润及同比增速	11
图表 9：公司毛利率、期间费用率、净利率	11
图表 10：公司历年期间费用率	11
图表 11：公司历年来现金分红、分红占归母净利润比例	12
图表 12：公司历年来经营流动性良好	12
图表 13：公司历年来 ROE 及对应杜邦分解情况	12
图表 14：广酒研发费用及占总营收比例	12
图表 15：可比公司研发费用占总营收比例	12
图表 16：2019 年广州酒家研发投入情况	13
图表 17：广州酒家及同业公司所得税/利润总额 (%)	13

图表 18: 利口福净利润占比约 70%	13
图表 19: 公司主营业务规模及增速	14
图表 20: 公司历年来各主营收入分业务占比情况	14
图表 21: 公司历年来分业务毛利率情况 (%)	14
图表 22: 月饼行业销售规模及增速	15
图表 23: 各式月饼概览	15
图表 24: 2019 各式月饼市场占有率	16
图表 25: 月饼行业 CR3 占比超三分之一	16
图表 26: 2019 年中国消费者对新口味月链接受情况	16
图表 27: 各价格区间月饼消费占比	16
图表 28: 广州酒家和其他知名月饼公司主要经营区域和产品	17
图表 29: 广州酒家和其他知名月饼公司 2019 年中秋节前一个月阿里系平台热销礼盒 No. 1 及销售单价	18
图表 30: 广酒月饼和元祖月饼营收规模和增速对比	18
图表 31: 14-19 年广酒月饼销量和均价情况	19
图表 32: 15-19 年广酒月饼销售额、销量、均价 YoY	19
图表 33: 广酒月饼产量、销量、产销率情况	19
图表 34: 广酒月饼产能、产量、产能利用率情况	19
图表 35: 广酒月饼、元祖月饼和桃李面包毛利率情况	20
图表 36: 广酒月饼单位成本和均价同比增速	20
图表 37: 广酒月饼分季度营收和同比增速	20
图表 38: 广酒营收分季度和产品拆分	20
图表 39: 中国速冻食品市场规模及增速	21
图表 40: 2017 年全球主要国家速冻食品人均消费量 (kg)	21
图表 41: 速冻行业细分赛道市场结构梳理	22
图表 42: 疫情期间速冻食品线上销售激增	23
图表 43: 我国餐饮市场快速发展	23
图表 44: 2017 年各类型餐饮企业增长对比	23
图表 45: 2018 年不同年龄层级中国消费者每月在家做饭次数少于三次 TGI	24
图表 46: 国内外餐饮连锁程度对比	24
图表 47: 我国冷链物流市场快速发展	24
图表 48: 广州酒家和其他知名公司速冻食品产品	25
图表 49: 2011 年-2019 年广酒速冻食品营收规模和增速	26
图表 50: 速冻食品线上销售额增长迅猛	26
图表 51: 广酒速冻食品销量及均价	26
图表 52: 广酒速冻食品销售额、销量、均价同比增速	26
图表 53: 速冻食品销售规模增速同行业对比	27
图表 54: 广酒、安井、三全速冻业务产量、销量、产销率对比	27
图表 55: 广酒、安井、三全速冻业务均价对比	27
图表 56: 广酒、三全、安井速冻业务毛利率对比	28
图表 57: 广酒速冻毛利率、单位成本、均价情况	28
图表 58: 公司食品制造业务产能利用率	28
图表 59: 公司食品制造业务产销率	28
图表 60: 公司产能扩建项目情况一览	29
图表 61: 公司产能释放测算	30
图表 62: 广州酒家主营业务销售模式构成	31

图表 63: 利口福广佛地区营业的门店 (截至 2020 年 6 月)	31
图表 64: 利口福食品零售网络项目募投计划变更历程	32
图表 65: 公司经销商情况	32
图表 66: 公司省内外收入及同比增速	32
图表 67: 薇娅直播间助力线上销售	33
图表 68: 公司线上销售收入及营收占比	33
图表 69: 全国餐饮业收入及增速	34
图表 70: 广东省餐饮业收入及占全国比重	34
图表 71: 广州市餐饮业零售总额及增速	34
图表 72: 广州市城镇居民人均消费支出及增速	34
图表 73: 中国餐饮百强企业分类	35
图表 74: 80、90 后新中产消费者外出就餐花销更多	35
图表 75: 年轻消费者选择餐饮的注重因素	35
图表 76: 广州酒家餐饮业务主要竞争对手	36
图表 77: 菜式生产流程图	37
图表 78: 广州酒家餐饮业务营收规模和增速对比可比公司可比业务	37
图表 79: 广州酒家旗下餐饮品牌门店单店收益模型	38
图表 80: 广州酒家旗下餐饮品牌门店信息汇总	38
图表 81: 广州酒家部分门店 14-16 年每平方米收益情况	39
图表 82: 盈利预测拆分表 (单位: 百万元)	41
图表 83: 广州酒家历史 PE-TTM (数据截至: 2020 年 8 月 6 日)	41
图表 84: 可比公司估值表 (数据截至: 2020 年 8 月 6 日)	42
图表 85: 食品、餐饮分业务估值	42

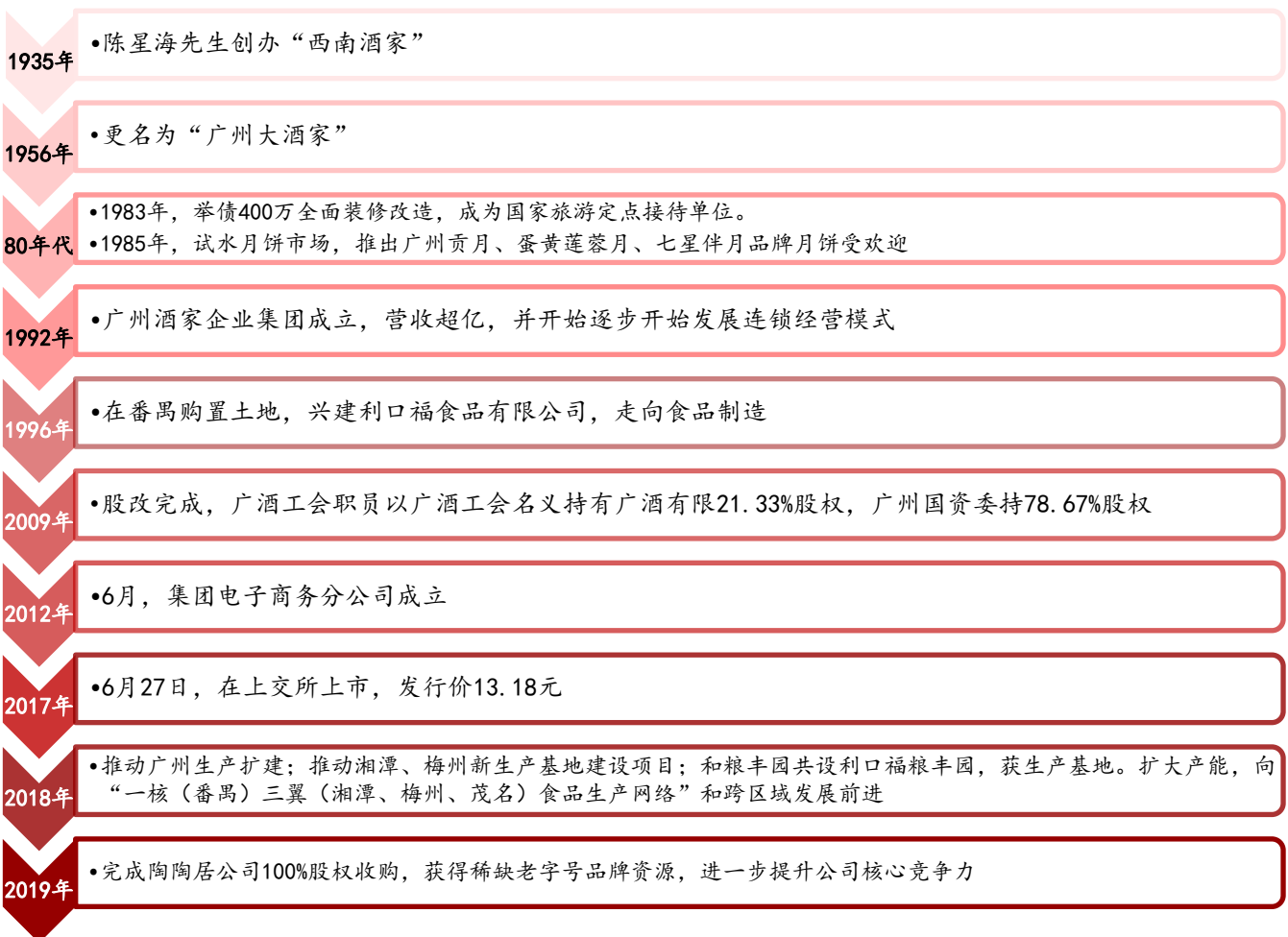
1、中华老字号，盈利能力突出

1.1 “食在广州第一家”，悠久历史为品质背书

广州酒家，中华老字号，以经营传统粤菜驰名。公司是华南地区深具岭南特色的“中华老字号”食品制造及餐饮服务集团，素有“食在广州第一家”的美誉，并以“粤菜烹饪技艺”入选广州市第四批市级非物质文化遗产名录。

公司创建于1935年，90年代初组建企业集团，是广东地区第一家上市饮食集团。公司起源于陈星海先生1935年创办的“西南酒家”，也就是现在的广州酒家文昌总店，后取意“食在广州”更名为“广州酒家”，迄今已有80多年历史。公司最初以经营传统粤菜驰名，1956年公私合营后成为国营企业，90年代初组建企业集团，开始发展连锁经营模式。1996年，成立利口福食品有限公司，正式开展食品加工业务，此后逐步从一间餐饮店发展成为如今华南地区深具岭南特色的大型餐饮食品集团。2005年广州市政府授权广州市国资委代为履行出资人职责。2010-2014年，公司开始尝试上市，但因收入占比最高的月饼业务受去三公影响波动而被迫中止，此后通过多元化业务布局重启上市。2017年，公司下属子公司利口福被认定为广东省2017年第二批高新技术企业。同年6月，广州酒家在上海证券交易所成功挂牌上市，步入资本市场，成为广东地区第一家上市饮食集团。

图表 1：广州酒家发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，公司官网，万联证券研究所

公司以食品制造和餐饮服务为主营业务，坚持“餐饮立品牌、食品创规模”的发展方向，建立起两大主业之间的联动经营模式和专业管理体系。食品制造方面，在广州、湘潭、茂名、梅州设有生产基地，拥有超过200家利口福连锁门店，产品畅销海内外；餐饮服务方面，以“广州酒家”、“天极品”、“星樾城”、“陶陶居”等餐饮品牌为载体，深耕华南地区，谋求稳健扩张。

食品制造业务占据主导地位，且近两年增长快于餐饮业务。2017-2019年，食品制造业务分别营收16.09亿元、19.09亿元、23.26亿元，分别同比增长11.35%、18.62%、21.84%，2011-2019年CAGR为14.21%。2017-2019年，餐饮业务分别营收5.59亿元、6.01亿元、6.67亿元，分别同比增长20.78%、7.46%、10.95%，近8年CAGR为8.69%，低于食品制造业务。

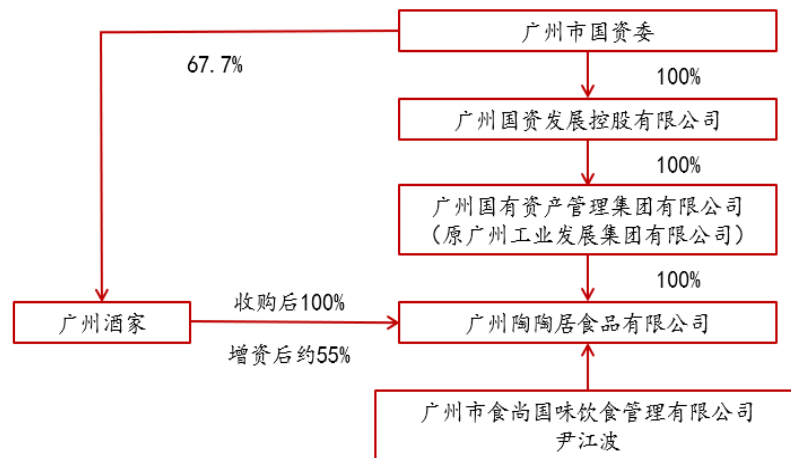
图表2：广州酒家品牌矩阵



资料来源：公司官网，万联证券研究所

陶陶居并购落地，老字号品牌资源提升公司核心竞争力。公司充分利用上市公司资金及平台优势，通过一系列资本运作配合公司战略发展布局。一是完成陶陶居公司100%股权收购，获得稀缺老字号品牌资源，进一步提升公司核心竞争力，形成1+1>2的协同效能。二是深化股权合作，与产业链优质企业成立合资公司，推动产业链延伸及业务拓展取得突破。陶陶居起源于1880年，至今已经有约140年的历史，1993年，陶陶居被授予“中华老字号”称号，此后又相继获得国家特级酒家、广州市登记保护文物保护单位、广东省著名商标证书、年度经济风云榜“创新奖”、广州品牌百强企业等荣誉。广州酒家与陶陶居同为粤式食品餐饮的老字号品牌，品牌力突出，品牌价值高，此次收购可谓是强强联合，利于公司进一步扩充食品及餐饮平台的老字号品牌，提升品牌影响力，与公司原有品牌形成互补并产生协同效应，增强核心竞争力，最大化公司股东利益。2019年12月5日，广州酒家与食尚国味、尹江波签署《合作框架协议》，拟以现金及资产出资方式对陶陶居公司增资。增资完成后，广州酒家持有陶陶居公司约55%股权且为控股股东及实际控制人，合作方合计持有陶陶居公司约45%股权。

图表3：陶陶居股权结构变化



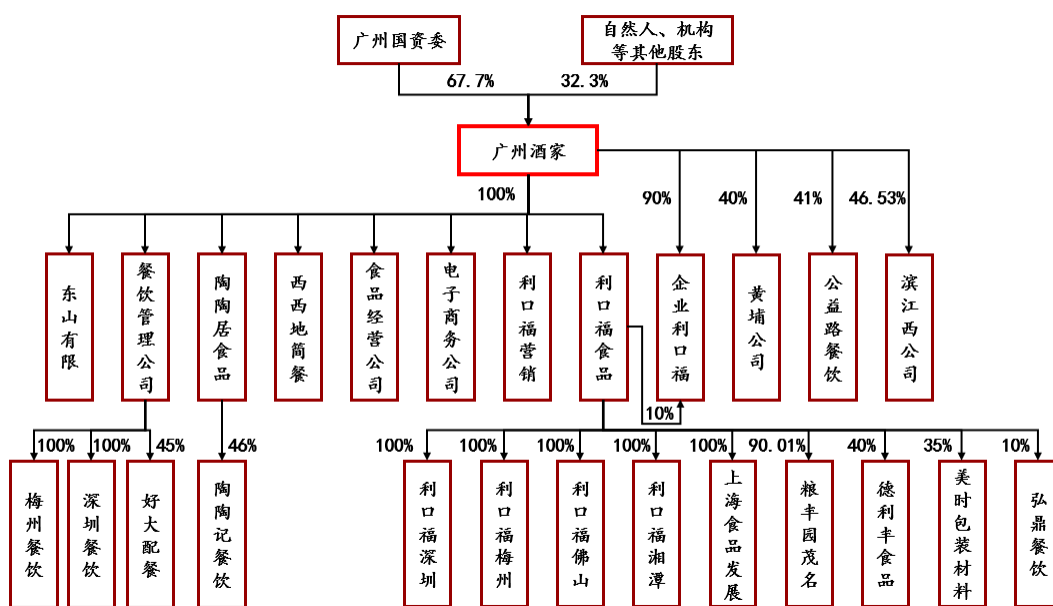
资料来源：公司公告，万联证券研究所

陶陶居与广州酒家业务相似，优势互补。陶陶居的主营构成（粤式食品+餐饮）与广州酒家类似，在营销、渠道、采购、研发及管理等多维度协同效应明显，有助于公司推进食品+餐饮两大主业板块多品牌、差异化拓展。食品业务板块以月饼为主。但广州酒家月饼定位于中高端大众消费市场，而陶陶居则更偏向于中低端市场，二者差异化的品牌定位将为广州酒家带来更加广阔的消费者覆盖面，助力其客户群体的延伸。从产能的角度分析，陶陶居食品加工规模受限，广州酒家募投扩建广州生产基地，建设湘潭及梅州食品基地，目前处于产能扩张后期，即将迎来产能释放，陶陶居的加入不仅可以丰富广州酒家食品板块的产品矩阵，也将拉升新增产能利用率，提升效率。

1.2 股权结构稳定集中，股权激励落地为公司经营注入活力

公司由广州市国资委和181名自然人发起设立，广州国资委为公司控股股东和实际控制人。截至2020年第一季度，广州国资委持股比例为67.7%，处于绝对控股地位。公司全资子公司有利口福公司、食品经营公司、餐饮管理公司、利口福营销有限公司、电子商务有限公司、西西地简餐有限公司、广州餐饮管理公司等。其中，利口福公司主要从事月饼、速冻食品、腊味、面包西点等食品制造业务，是公司业务核心，电子商务公司主管公司的线上直销及经销等业务，西西地简餐主营西式简餐和融合餐厅等业务。另外还有部分控股子公司、参股子公司和分公司，其中分公司包括物业分公司、电商分公司、中央厨房分公司以及10余家餐饮分公司，也是公司直营门店。

图表4：广州酒家股权结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

股权激励计划落地，绑定管理层及骨干利益，为公司经营注入活力。2018年10月公司股权激励计划草案获广东省国资委、广州市国资委批准。2018年11月股东大会批准实施此后授予第一期，自第一期股票期权激励计划授予完成登记之日起满24个月后，激励对象可在未来36个月内分三期行权。本次股权激励行权价格17.86元/股。本次股权激励授予255名激励对象401.95万份股票期权，以中层为主，覆盖较广泛。公司2019年度实现的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为37,272.19万元，与2018年度同类指标相比增长率为1.10%，未能达到公司第一年度行权条件财务业绩考核目标。此外，原激励对象中有8人离职，由255人调整为247人，注销的股票期权数量为1,493,705份。

图表5：激励对象及对应股票分配权

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、董事会秘书	9	2.24%	0.02%
潘建国	副总经理	5	1.24%	0.01%
卢加	财务总监	5	1.24%	0.01%
中层管理人员、核心骨干 (共252人)		382.95	95.28%	0.95%
合计		401.95	100.00%	0.99%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表6：公司层面业绩考核要求

行权期	业绩考核指标
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%。

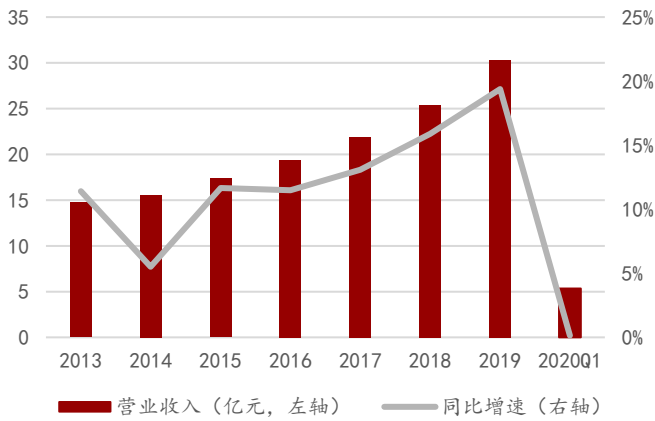
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

1.3 业绩稳健增长，重研发有望继续享受税收优惠

营收加速提升，净利率下降主因毛利率下降与期间费用率上升。2019年，公司实现营收30.29亿元，同比增长19.38%；归母净利润达到3.84亿元，同比增长0.06%。公司2019年毛利率为52.75%，同比降低1.91pct，净利率为12.66%，同比降低2.45pct，主因原材料成本上升带来的毛利率下滑以及期间费用率上升，其中管理费用率提高明显。

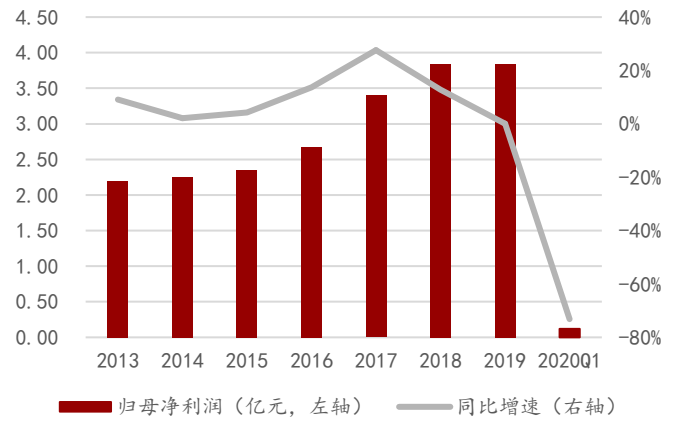
受疫情影响，20Q1归母净利润下降。2020Q1，公司实现营收5.33亿元，同增0.14%；归母净利润达到0.12亿元，同比下降73.17%，系受疫情影响。毛利率42.47%，净利率为2.21%。疫情下，消费者外出减少，餐饮业务受到重挫，但如速冻类等食品制造业业务因此受益，弥补了餐饮业务部分损失。

图表7：公司历年营收及同比增速



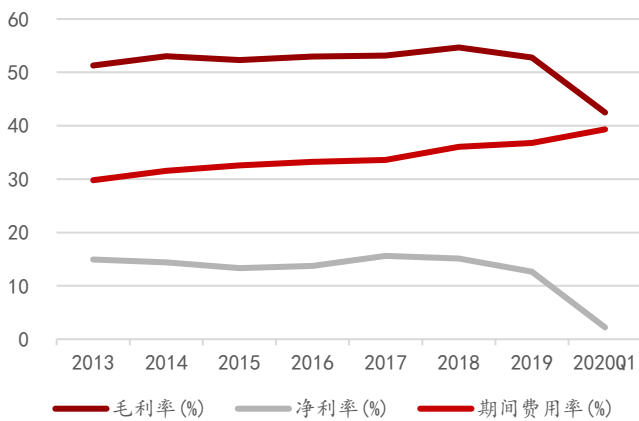
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表8：公司历年归母净利润及同比增速



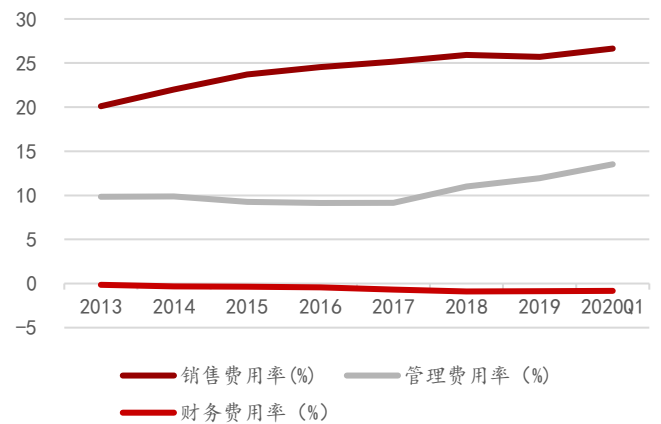
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表9：公司毛利率、期间费用率、净利率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

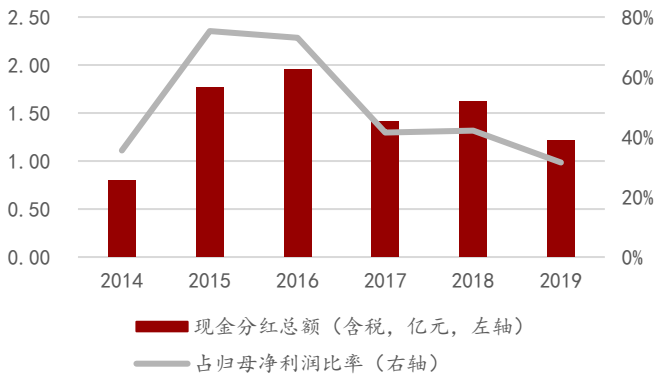
图表10：公司历年期间费用率



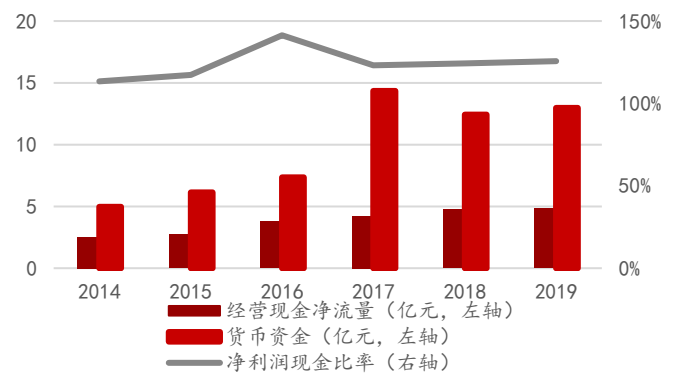
资料来源：公司公告，万联证券研究所

收益质量高，ROE下滑主因资产规模扩张。近3年，公司保持高分红，股利支付率分别是41.5%/42.1%/31.6%。2017-2019年公司净利润现金比率保持在120%以上且呈上升趋势，收益质量高。2020Q1，经营现金净流量转负，主因疫情下资金周转受阻。2019年底公司账面货币资金12.96亿元，近年来都保持在12亿元以上，现金流充沛。从净资产收益率来看，公司历年ROE维持较高水平，2011-2019年整体下滑，主要是资产规模扩张。

图表11: 公司历年来现金分红、分红占归母净利润比例



图表12: 公司历年来经营流动性良好



资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所整理

资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

图表13: 公司历年来ROE及对应杜邦分解情况

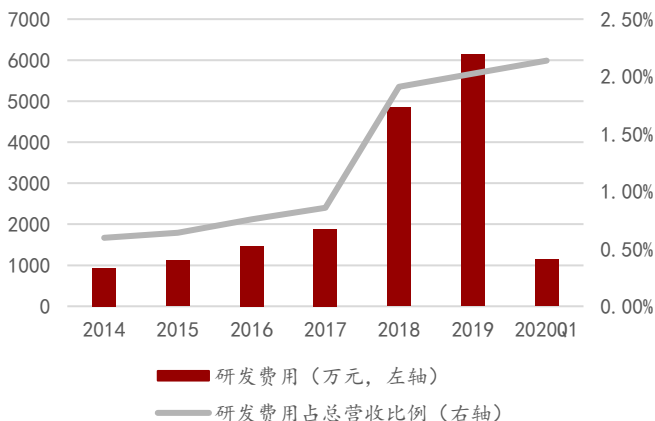
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE (%)	43.64	39.42	34.44	30.20	29.66	25.70	21.01	18.56
销售净利率 (%)	15.27	14.95	14.47	13.51	13.78	15.55	15.13	12.68
权益乘数	1.57	1.51	1.44	1.37	1.38	1.30	1.27	1.31
资产周转率 (%)	1.82	1.75	1.65	1.63	1.56	1.27	1.10	1.11

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

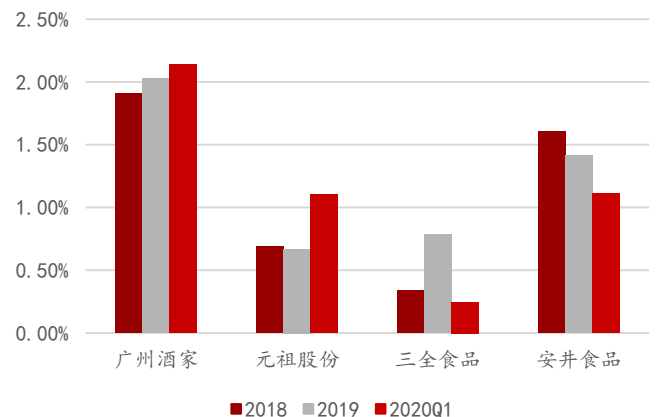
注: 此处销售净利率=归母净利润/营业总收入

立足研发创新助力产品创新, 获评高新技术企业享税收优惠。为紧抓市场消费趋势以及不同消费群体的个性化需求, 公司重视研发, 不断探索, 不但提升产品品质与标准, 通过与高校、科研机构合作建立产学研合作基地, 为公司研发成果向产业化转变提供强力支撑。对标可比公司, 广酒研发费用率及研发人员占比均有优势。受益于技术创新, 公司下属全资子公司, 也是公司主要利润来源, 利口福食品有限公司被认定为广东省2017年第二批高新技术企业, 可在2017-2019年内享受按15%的优惠税率征收企业所得税的税收政策。我们预计公司将保持重研发的特点, 提高研发能力, 有望继续获评以享受税收优惠。

图表14: 广酒研发费用及占总营收比例



图表15: 可比公司研发费用占总营收比例



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

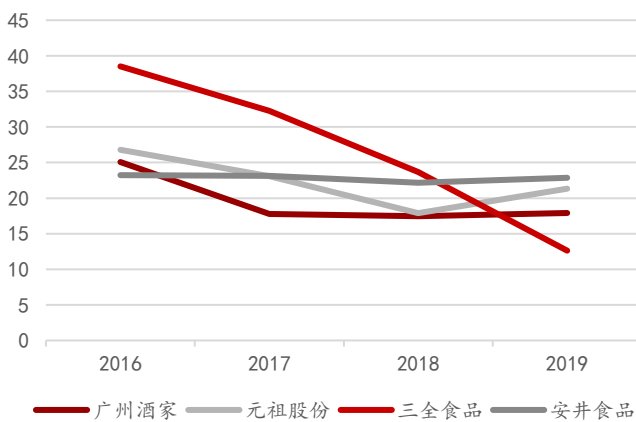
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表16: 2019年广州酒家研发投入情况

	广州酒家	元祖股份	三全食品	安井食品	全聚德
研发费用(万元)	6,133.70	1,487.51	4,705.26	7,452.00	108.28
研发费用占营业总收入比例(%)	2.03	0.67	0.79	1.41	0.07
研发人员数量(人)	292	74	109	266	68
研发人员数量占比(%)	5.63	1.63	1.61	2.43	1.64

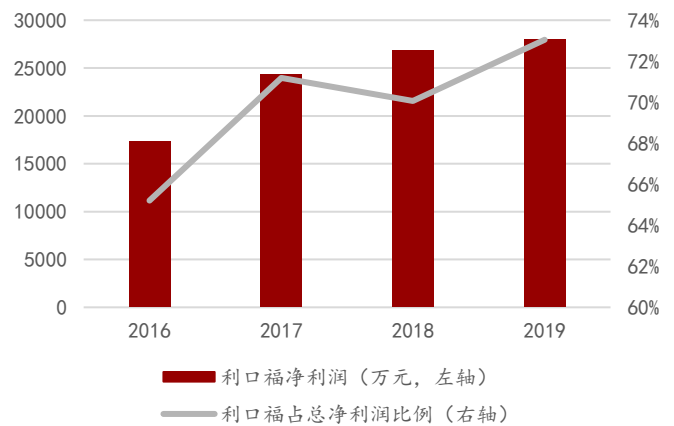
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表17: 广州酒家及同业公司所得税/利润总额(%)



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表18: 利口福净利润占比约70%

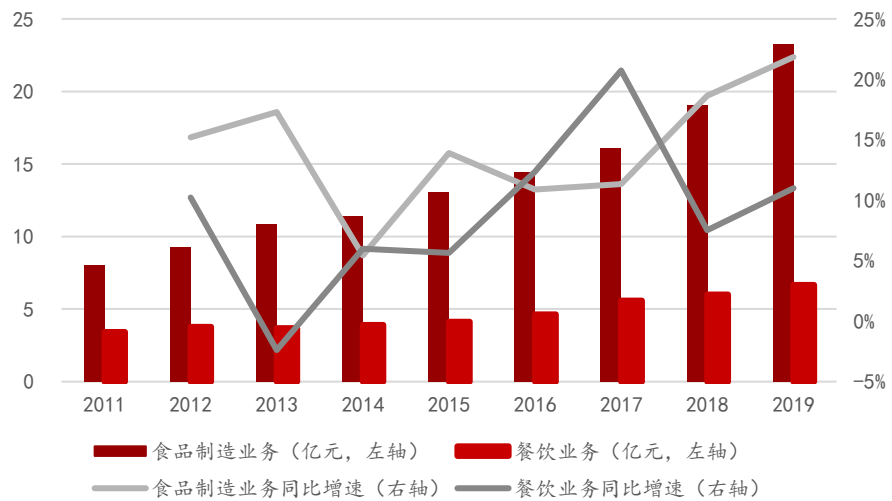


资料来源:公司公告, 万联证券研究所

2、食品板块: 月饼、速冻双管齐下, 打造粤式食品王国

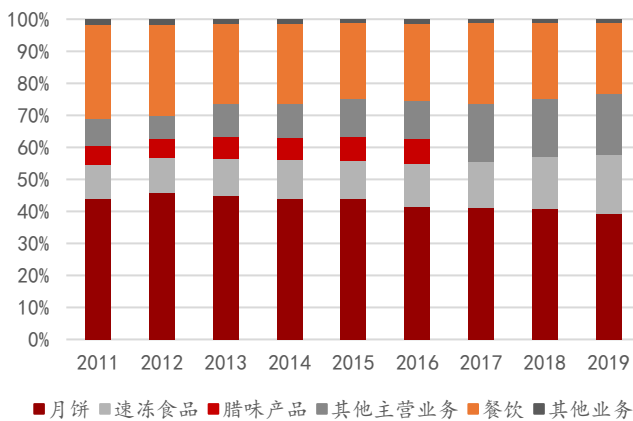
月饼为根, 速冻为矛。公司的食品板块主要包括月饼、速冻及腊味、饼酥、西点等品类。月饼是公司的基本盘业务, 也是公司的招牌主打产品, 2019年收入占比为39%, 占比近年呈下降趋势, 主因公司不断进行品类扩张。速冻则是近年公司重点打造的品类, 作为未来贡献业绩增长的明星产品, 近年收入快速增长, 14-19年CAGR达到24%, 2019年收入占比达到18%。腊味、饼酥、西点等其他产品仍处于培育期, 19年合计收入占比为19%。月饼的盈利能力最强, 2019年月饼系列产品毛利率为62%, 速冻/其他产品毛利率分别为37%/34%, 但速冻产品的毛利率提高趋势明显。

图表19：公司主营业务规模及增速



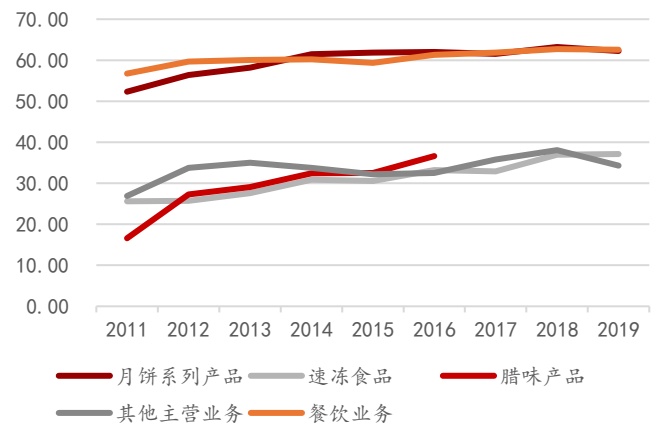
资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

图表20：公司历年来各主营收入分业务占比情况



资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

图表21：公司历年来分业务毛利率情况 (%)



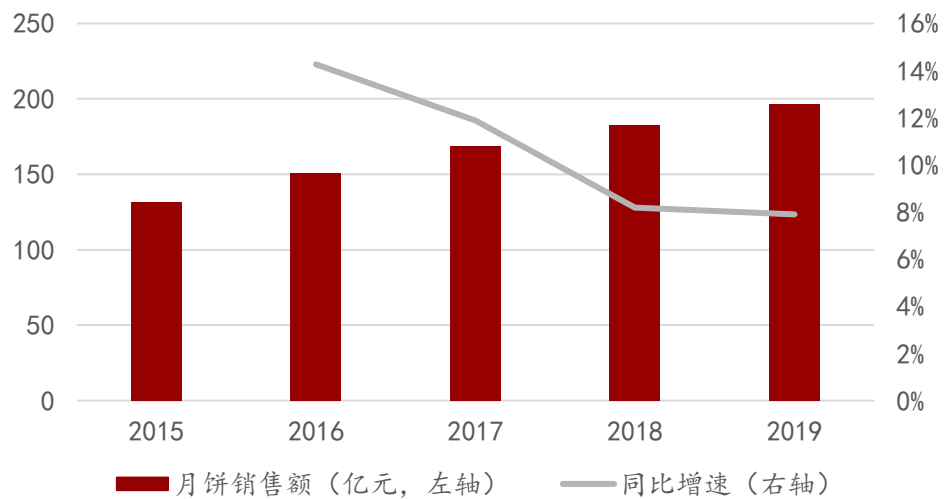
资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

2.1 月饼：广式月饼龙头，毛利率保持高位

2.1.1 月饼行业市场规模稳定增长，广式月饼市占率高，传统口味仍受青睐

月饼行业销售额稳定增长，2015-2019年CAGR为10.53%。据智研咨询数据，2019年我国月饼销售达13.8亿个，随着国民对传统节日重视程度加深，中秋月饼销售规模呈现稳步上升的趋势，此外各品牌积极发掘新口味，包装和营销方案不断创新，推动月饼消费不断上升。2017-2019年月饼销售额分别为168.5亿元，182.3亿元，196.7亿元，同比增长分别为11.89%，8.19%，7.90%，整体增速放缓但仍保持较高水平。

图表22：月饼行业销售规模及增速



资料来源：智研咨询, 万联证券研究所

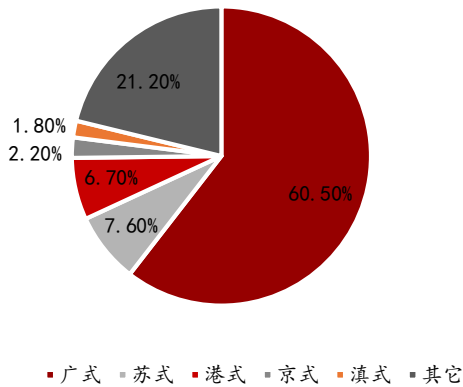
广式月饼市场占有率最高，月饼行业整体集中度较高。目前，市场上的月饼可以分为广式月饼、苏式月饼、滇式月饼、京式月饼、潮式月饼和新式月饼六大主要品类，前五类是按地域口味划分的传统月饼，新式月饼则是指近年来开发的创意产品，包括冰皮月饼和冰淇淋月饼等，很受消费者青睐。在市场占有率方面，据中国排行网数据，广式月饼市场占有率最高，占比达到60.50%，苏式月饼7.60%，位列第二，港式月饼占比6.70%，位列第三。据CNPP品牌研究院数据显示，我国月饼十大品牌分别是美心、利口福、元朗荣华、稻香村（北京）、华美、杏花楼、嘉华、元祖、稻香村、米旗。各大品牌具有较为显著的区域性，依托创始地巩固区域龙头地位，逐步向全国扩张。广州酒家发源于广州，逐步开拓华东、华中及西南地区；元祖优势区域在江浙地区以及四川；北京稻香村在北方辐射较广；美心和元朗荣华依托香港市场，逐步向内地推广。各品牌的市场占有率方面，京式月饼品牌稻香村以20.40%位列第一，广式月饼品牌华美以9.20%位居第二，苏式月饼品牌五芳斋以4.80%排行第三，行业集中度较高，CR3超过三分之一，同为广式月饼翘楚的广州酒家市占率约4.7%，位列第四。

图表23：各式月饼概览

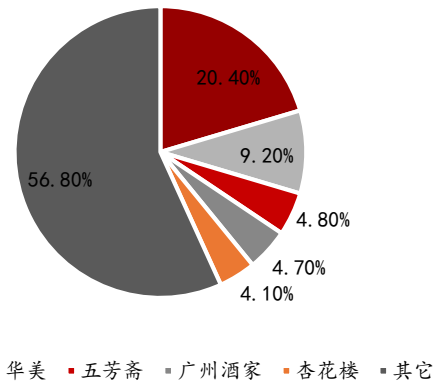
	代表品牌	代表月饼
广式月饼	广州酒家、莲香楼、华美、元朗荣华	莲蓉月饼、五仁/叉烧月饼
苏式月饼	杏花楼、五芳斋、功德林	清水玫瑰月饼、精致百果月饼
滇式月饼	嘉华、源贸园、月源	云腿月饼、鲜花饼
京式月饼	稻香村、老鼎丰、全聚德	自来白/红月饼、五仁月饼
潮式月饼	御食园、美心、荣诚	水晶月饼、芋饼、绿豆沙月饼
新式月饼	元祖、星巴克、哈根达斯	冰皮月饼、冰淇淋月饼等

资料来源：中商产业研究院, 万联证券研究所

图表24：2019各式月饼市场占有率



图表25：月饼行业CR3占比超三分之一

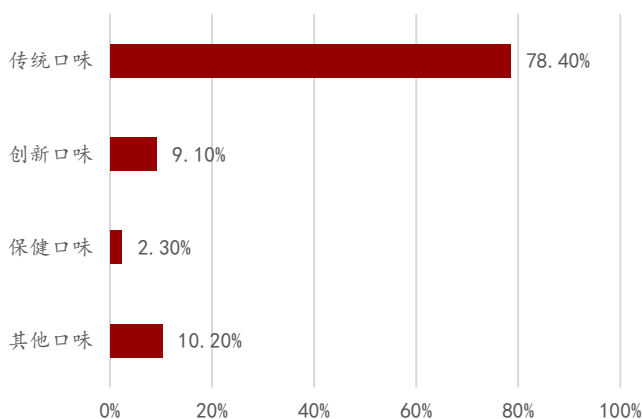


资料来源：中国排行网, 万联证券研究所

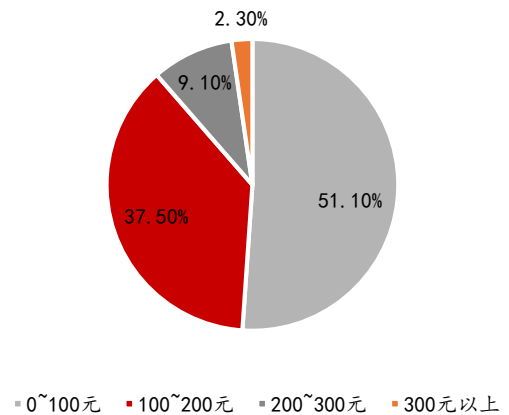
资料来源：中商产业研究院, 万联证券研究所

传统口味更受消费者青睐，价格带以中低端价格消费为主。随着我国经济的发展，时代对创新的要求越来越高，月饼这一传统行业也出现了一些适应时代的发展趋势。首先是产品种类，新产品“百花齐放”，各制造企业在以传统经典口味为主的同时，不断加大对新品的研发；其次是包装，包装形式更具时代感、环保特色；最后是价格，价格稳中略升，但橄榄型价格格局不变。2019年，商家推出了一系列创意口味月饼，如鲍鱼和燕窝月饼，以满足消费者的健康和保健需求，还有辣条、小龙虾、韭菜等奇特口味。据艾媒咨询调查数据显示，有78.4%的消费者还是更加青睐于传统口味，9.1%的消费者愿意尝试创新口味，有2.3%的消费者愿意尝试燕窝鲍鱼等保健口味。价格方面，根据中国排行网数据，51.10%的消费者选择100元以下的月饼，100至200元的产品有37.50%的消费者愿意消费，中低端产品占比接近90%。

图表26：2019年中国消费者对新口味月饼接受情况



图表27：各价格区间月饼消费占比



资料来源：艾媒咨询, 万联证券研究所

资料来源：中国排行网, 万联证券研究所

2.1.2 老字号和丰富的产品线构建优势，量价齐升高毛利驱动盈利能力提升

“老字号”的品牌沉淀，构筑无形资产壁垒。月饼不仅是食品，更具备寄情和社交属性，因而拥有感情沟通和社交表达的商品价值。广州酒家的月饼历史底蕴悠久，品质优良，利口福月饼多年产销量位居全国三甲，被誉为“中国月饼第一家”。经典铁盒系列可谓是根植于每一代消费者心中，“老字号”和“传统工艺”构筑了无形的资产壁垒和竞争优势。

广式传统经典+新式口味创新，广酒月饼产品矩阵丰富。除了备受欢迎的传统经典系列的广式月饼，面对消费者猎奇和产品更新的大趋势，广酒也积极培育新月饼产品，如流沙奶黄月饼、添加益生菌的流心月饼、冰皮月饼、果蔬月饼、健康的低糖月饼等。此举不仅丰富了产品矩阵，更在月饼品类逐渐丰富的行业背景下守住市场份额并加深护城河。

图表28：广州酒家和其他知名月饼公司主要经营区域和产品

公司	经营区域	月饼产品					
广州酒家	广州，开拓 华中，华东 和西南						
		广式经典	流沙奶黄月饼	冰皮月饼	果蔬月饼	低糖月饼	璀璨礼盒
美心集团	香港，向内 地拓展						
		传统月饼	低糖月饼	流心月饼	冰皮月饼	IP联名月饼	
香港荣华	香港，向珠 三角拓展						
		传统月饼	低糖月饼	流沙月饼	冰皮月饼	素食月饼	
元祖月饼	江浙沪、四 川						
		广式月饼	苏式月饼	雪月饼	冰皮月饼		
杏花楼	上海						
		广式月饼	流心月饼	新口味月饼 (如：芝士、咖啡)	苏式经典	海味月饼	
东莞华美	东莞，向全 国扩展						
		广式传统系列	流心月饼	苏式月饼	新式口味月饼 (如：蓝莓、蔓越莓、榴莲、燕窝、香芋)		

资料来源：公司官网，万联证券研究所整理

以广州为中心辐射，定位中高端市场，价格较为亲民，符合大众消费习惯。在月饼业务上，作为广式月饼的领头雁，广州酒家的主要竞争对手有美心集团、香港荣华、杏花楼和华美。在价格和品牌上，杏花楼和华美定位中低端市场，而广酒和美心、荣华定位于中高端，但广酒在价格上比起美心和荣华更为亲民。广酒月饼经营主要以广州为中心，和其他品牌在地缘上产生差异化。

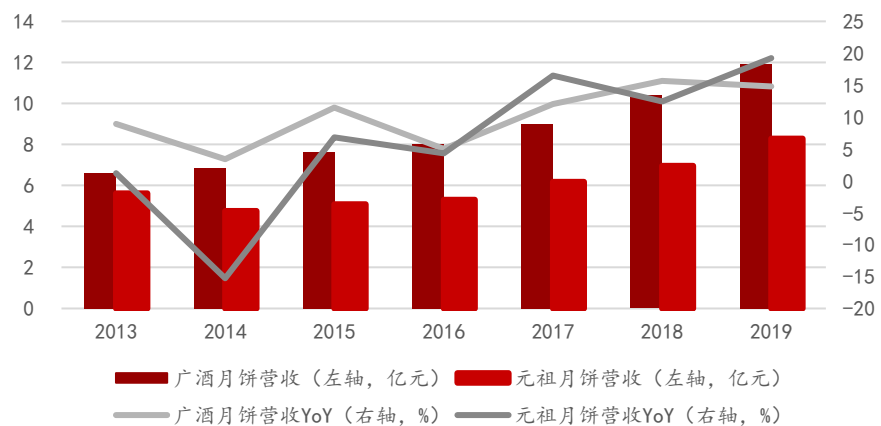
图表29：广州酒家和其他知名月饼公司2019年中秋节前一个月阿里系平台热销礼盒No. 1及销售单价

公司	热销产品 (2019. 8. 13-2019. 9. 13)	销售单价 (元/g)
广州酒家	好事成双月饼礼盒650g	0.23
美心集团	香港美心流心奶黄月饼礼盒360g	0.97
香港荣华	香港元朗荣华广式月饼礼盒740g	0.25
杏花楼	杏花楼嫦娥铁盒广式月饼中秋礼盒800g	0.11
东莞华美	华美月饼礼盒装广式880g双蛋黄白莲蓉中秋节月饼	0.05

资料来源：阿里系平台数据，万联证券研究所整理

上市月饼公司龙头，销售规模持续稳定增长。广州酒家月饼业务营收规模持续增长且增速稳定，2011-2019年CAGR为11.14%，高于元祖月饼业务2011-2019年CAGR(8.74%)。2014年受制于三公消费，元祖月饼定位高端，月饼业务营收出现-15%的负增长，而彼时广酒月饼营收仍保持了3.4%的增速，体现出价格优势以及较强的抗风险能力。近三年来，广酒月饼销售额同比增速有所提升，2019年实现收入11.92亿元，比元祖月饼业务2019年的销售规模高出3.63亿元。

图表30：广酒月饼和元祖月饼营收规模和增速对比



资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

拆分量价，15-17年量增驱动规模增长，18年以来量价齐升，价升驱动力加大。2015年至2017年，月饼销售额的增长主要靠量增驱动，广酒销量同比增速分别为10.06%、13.48%和12.55%，而价格却略呈下降趋势。2018年起，销量增速减缓，2018年和2019年，广酒销量同比增速分别为9.92%和3.55%，而均价在公司提价带动下提升幅度较大，分别同比增长5.22%和10.85%，在2019年达到了100.03元/kg，驱动销售额继续保持约

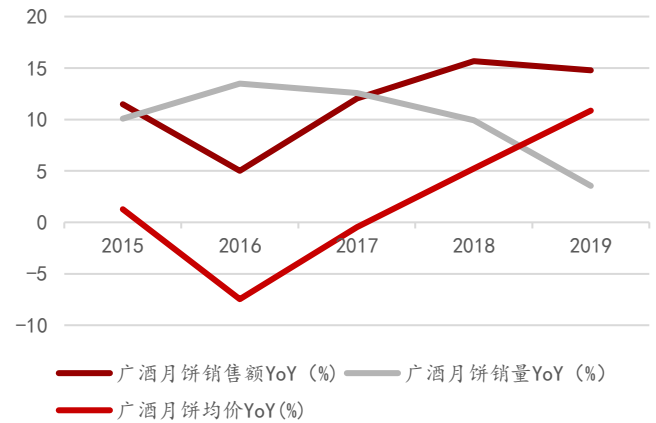
15%的增长。身兼食物功能和社交功能，具备品牌溢价，广州酒家仍具备价增空间，有望成为广酒月饼板块销售规模未来增长的重要驱动因素。

图表31：14-19年广酒月饼销量和均价情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

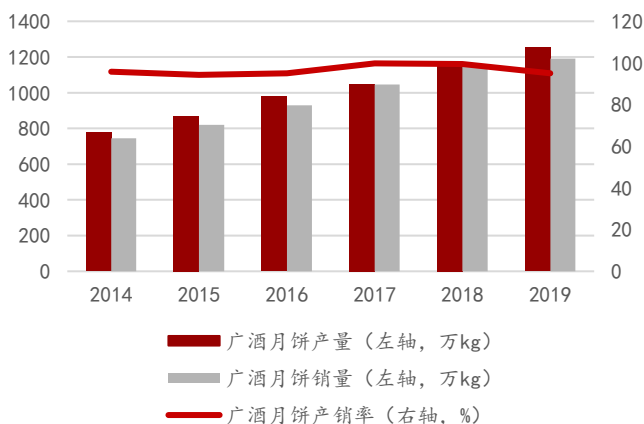
图表32：15-19年广酒月饼销售额、销量、均价YoY



资料来源：公司公告，万联证券研究所

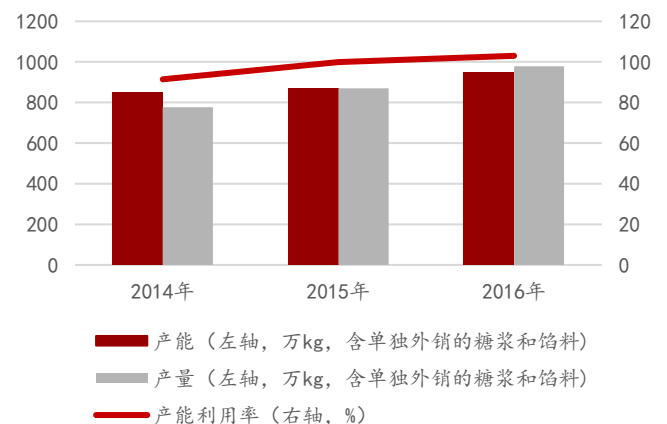
上市前产能达到天花板，产销率近100%，销售良好。广酒月饼于2014-2016年产能达到饱和，产能利用率在100%上下浮动。广酒月饼产销率高，2014年起便保持在95%以上的较高水平，2017/2018年达到99.8%/99.5%，充分反映出广酒月饼在市场上的受欢迎程度高、需求充足以及销售良好的态势。在此情况下，产能天花板成为制约广酒月饼业务发展的一大瓶颈。

图表33：广酒月饼产量、销量、产销率情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表34：广酒月饼产能、产量、产能利用率情况



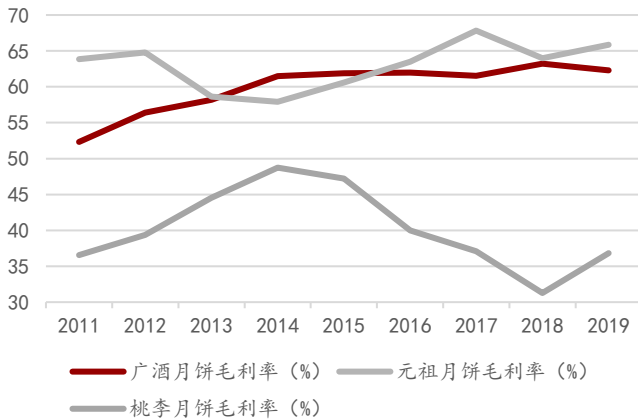
资料来源：公司公告，万联证券研究所

月饼具阶段性集中生产销售的特点，其他业务有助于提高月饼原材料及生产线的使用效率，构建成本优势，提高月饼业务盈利水平。短期集中生产销售容易产生产销不平衡问题以及生产线闲置时间过长问题。广州酒家的其他业务，一方面可以消化过剩原料，如多余的面粉可以进入烘焙生产线，多余的咸蛋黄可以做粽子、流沙包，多余的猪肉可以做腊肉等；另一方面，可以在非旺季利用闲置生产线，如生产糕点、速冻

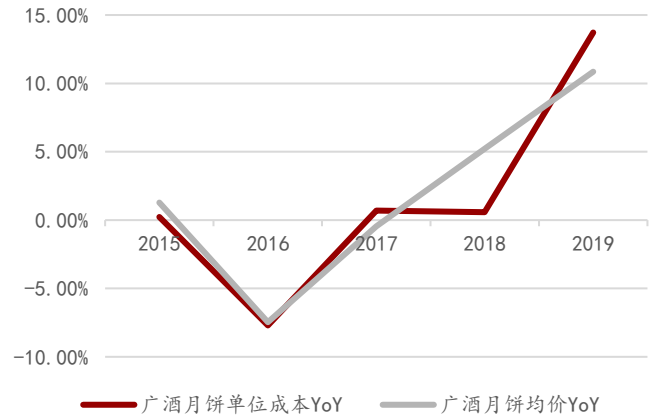
食品所需馅料等，降低生产成本。

月饼业务毛利率可观稳定，和同行业高水准相当。2011年来广州酒家月饼业务的毛利率总体呈稳步增长趋势，并在近年稳定维持在60%之上。2018年广酒月饼毛利率提升源于公司主动提价，月饼均价的同比增速高出单位营业成本同比增速4.65pct。2019年，由于猪肉等原材料价格的上升，公司月饼毛利率微降至62.77%。长期来看，公司月饼的强品牌力，叠加消费者对月饼的价格敏感度较低，公司月饼板块盈利能力有望进一步提升。

图表35：广酒月饼、元祖月饼和桃李面包毛利率情况



图表36：广酒月饼单位成本和均价同比增速

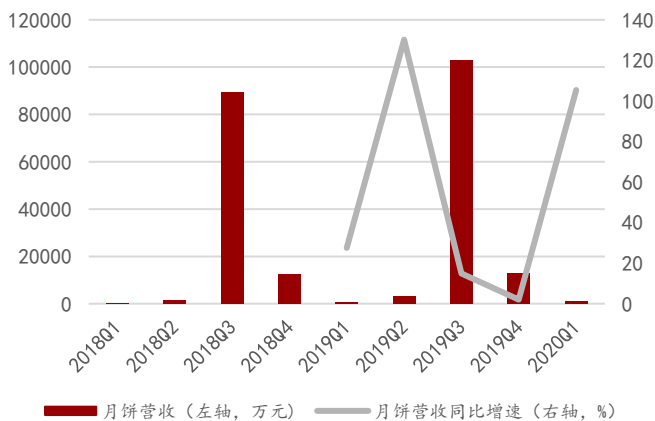


资料来源：Wind，万联证券研究所

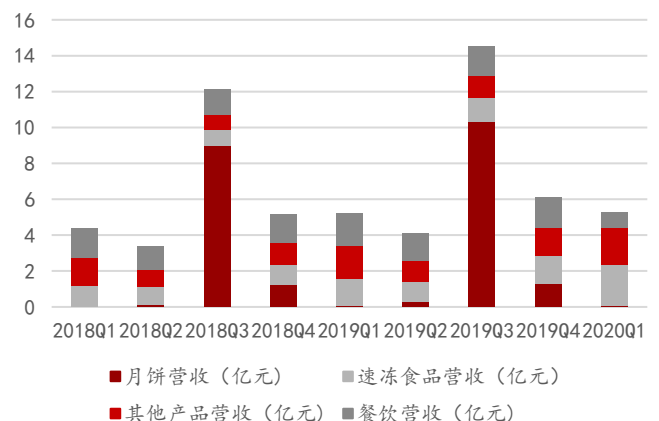
资料来源：Wind，万联证券研究所

月饼业务季节属性强，其他业务有助于平滑季节营收波动和宣传月饼品牌。月饼是中秋佳节传统美食，是中秋团圆必备食物，也是中秋前后互诉情感、表达祝福的礼物，因此在消费上季节属性强，消费时间往往集中在中秋前后，因此公司月饼业务第三季度的营收远远高于其他季度。速冻食品、腊味、烘焙等其他食品业务和餐饮业务不具备强季节属性，可以平滑公司分季度的总体营收。中秋佳节亦可选择在广酒的餐饮门店团聚，协同效应明显。

图表37：广酒月饼分季度营收和同比增速



图表38：广酒营收分季度和产品拆分



资料来源：公司公告，万联证券研究所

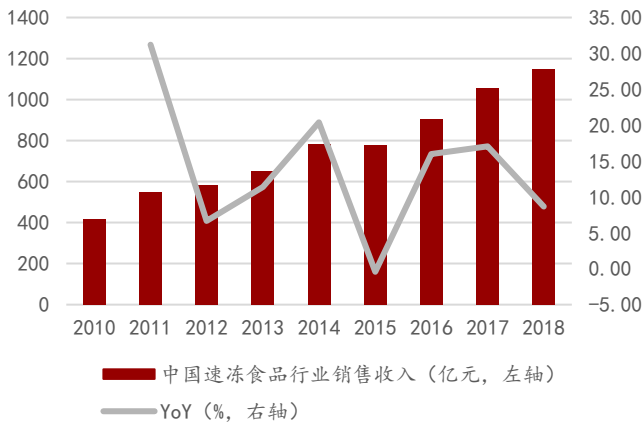
资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 速冻食品：定位广式点心，差异化竞争

2.2.1 速冻食品行业B/C端共振增速快、空间广，速冻米面制品行业集中度较高

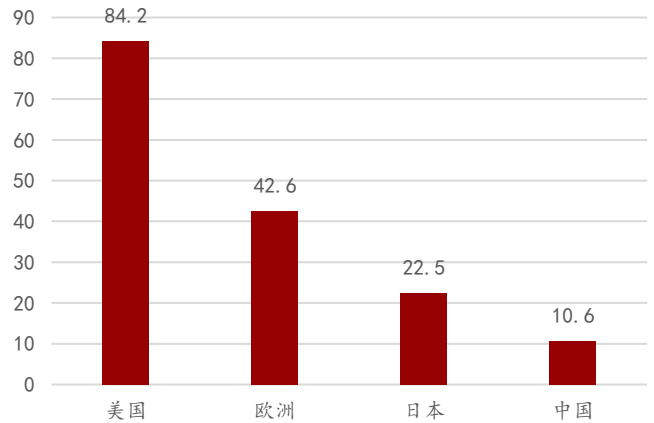
我国速冻食品市场规模超千亿，对标海外人均消费量仍有较大提升空间。我国速冻食品市场规模 2018 年约 1149 亿元，10-18 年 CAGR 达 13.5%。从人均消费量角度，国内水平远低于发达国家，仍有较大提升空间。据前瞻产业研究院统计，美国速冻食品品种达 3000 多种，人均年消费量为 84.2kg；欧洲/日本速冻食品人均年消费量为 42.6/22.5kg，而我国人均消费量仅为 10.6kg，是美国/欧洲/日本的 13%/25%/47%，花色品种也远落后于发达国家。

图表39：中国速冻食品市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表40：2017年全球主要国家速冻食品人均消费量 (kg)



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

速冻米面：赛道较成熟，消费者更重品质及口味，品类多元化是发展趋势。速冻米面赛道相对其他子赛道较成熟，市场集中度较高。为迎合消费者不同口味，各企业加大推出新品力度；销售渠道以C端商超为主，但C端线上渠道较为分散，主要品牌线上渠道市占率较低，同时也在向体量更大、盈利空间更广阔的餐饮渠道推进。

速冻火锅料：直接受益于火锅热，集中度较低。速冻火锅料行业目前市场集中度较低，广泛应用于各种消费场景，有望成为速冻食品行业发展的重点。伴随龙头加快扩张步伐以及监管强化，龙头企业的优势逐渐凸显，火锅料行业有望加速向头部企业集中。速冻火锅料的销售渠道为小型B端：中小型餐饮门店、酒店、外卖店等。随着火锅逐渐从餐厅走向家庭，C端渗透率有望进一步提高。

速冻预制菜肴：处于发展初期，有望成为新的蓝海风口赛道。根据欧睿数据统计，2018年我国速冻预制菜肴销售额为256亿元，较去年增长6.3%，CAGR为7.7%，预计以CAGR5.6%的速度增长。我国人均速冻菜肴消费量仅为0.56kg/人，与主要发达国家差距较大，美国/英国/日本分别是中国的7.89/4.89/5.68倍。由于中式餐饮口味众多，各企业仍在探索适用于标准化、规模化生产以及口味还原度较高的菜品，食品安全问题同样是需要考虑的关键要素之一；餐饮行业标准化程度不断提高，快捷安全成为发

展主流，同时餐饮业面临的原料采购、租金、劳动力等成本压力促进预制菜肴赛道的快速成长。

图表41：速冻行业细分赛道市场结构梳理

	市场规模(2018)	增速	竞争格局	渠道结构	核心要素
速冻米面	约263亿元	10%+	集中度较高，CR3=64.30%，三全、思念和湾仔码头的市场份额分别为28.30%/19.20%/16.80%。	C端消费占比高，向B端餐饮渗透中。	口味、品类、品牌等
速冻火锅料	约571亿元	10%+	集中度较低，CR5=15%，安井市占率为5%，其次是海霸王、海欣、惠发和升隆分别为4%/2%/2%/2%。	B端为主，C端加速渗透	产能、品类、供应链、经销商、性价比等
速冻预制菜肴	约256亿元	增速较快	集中度较低，代表企业有信良记、功夫鲜食汇	B端餐饮为主	标准化、规模化、性价比、食品安全、口味还原度等

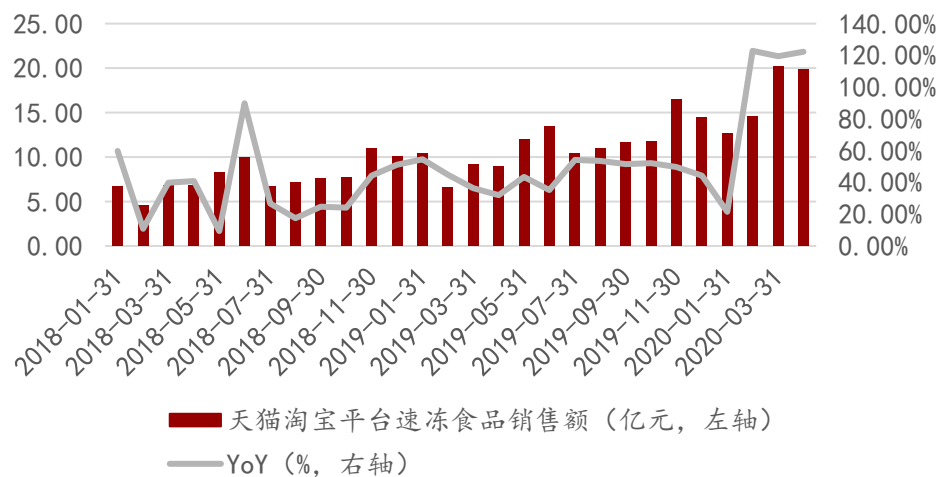
资料来源：Wind，公司公告，中商产业研究院，Euromonitor International，万联证券研究所

注：速冻米面市场规模测算逻辑：公司营收口径，采用三全及思念速冻米面制品2018营收，对应其市占率进行估算
速冻火锅料市场规模测算逻辑：公司营收口径，综合两种方法估算（取算数平均值）：①采用安井、海欣、惠发速冻火锅料2018营收，对应其市占率估算；②采用中商产业研究院2018年火锅餐饮市场总收入，假设如下：毛利率为50%，成本中食材占比35%，食材中速冻料占比50%，B端餐饮占比70%。

速冻预制菜肴市场规模采用Euromonitor统计终端零售口径数据。

C端：疫情期间，居家隔离加速“懒人经济”发展，虽然B端餐饮业受疫情冲击承压，但C端需求的增长拉动作用明显，极大刺激了速冻食品市场需求。因居家时间较长，人们偏向于选择存放时间较长同时可供选择品类较多的食物；防疫期间居家烹饪的频次增加，安全营养、方便烹饪的速冻食品成为主要人们又一大选择，速冻食品的需求量受到极大刺激。根据电商大数据服务机构ECdataway数据显示，2020年疫情期间火锅料和米面制品销量大幅增长，在天猫平台上，海鲜丸类总销量同增1675%，水饺馄饨类总销量同增78%，汤圆总销量同增60%。天猫淘宝平台速冻食品销售额自2月起同比增速快速拉升，4月仍保持高位。我们认为，快节奏的生活和繁忙的工作使得“懒人经济”应运而生，催生只需简单烹饪即可享用的速冻食品，满足消费者在忙碌的工作之余也可享受美食的需求；疫情为“懒人经济”按下加速键，外卖、生鲜电商的崛起也为速冻食品打开了新的渠道空间，优质速冻龙头更能把握住本次机遇，完成消费者培育。

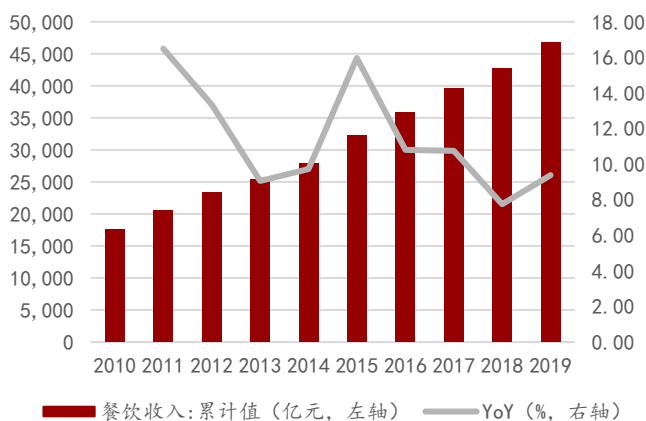
图表42：疫情期间速冻食品线上销售激增



资料来源：通联数据，万联证券研究所

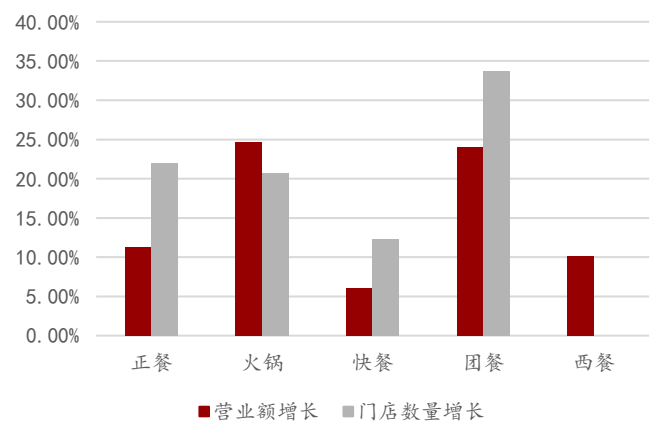
B端：我国餐饮市场维持高速增长，行业规模持续扩大，连锁化、标准化大势所趋带动上游速冻食品渗透率提高。2019年我国社零口径餐饮业收入达4.67万亿元，同比增长9.38%，2010年-2019年CAGR为11.43%，餐饮市场仍在快速扩容中。此外，根据中国饭店协会发布的报告显示，2017年火锅及团餐在各类餐饮企业中营业额和门店数量的增长速度领先于其他类型企业，火锅及团餐行业的高标准化和高速增长的市场规模为上游速冻食品行业增长提供动力。**从餐饮业需求端看**，随着人们消费水平的不断提高，对于饮食的多元化需求让更多人选择外出就餐，餐饮行业市场扩容有支撑，根据艾瑞统计数据显示，90后消费者相对于其他年龄段消费者更偏向于外出就餐。**从餐饮业供给端看**，一方面，互联网的普及带动外卖行业的发展，为餐饮行业带来更多的客流和订单，外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度，叠加各项成本压力的上升倒逼餐饮企业选择标准化程度较高的速冻食品；另一方面，餐饮行业连锁化趋势日益明显（对标海外仍有较大提升空间），对于食材标准的要求进一步提升，消费者对于食品安全的重视使餐饮企业采购原材料选择高品质供应商，规模化程度较高的速冻食品企业优先受益。

图表43：我国餐饮市场快速发展



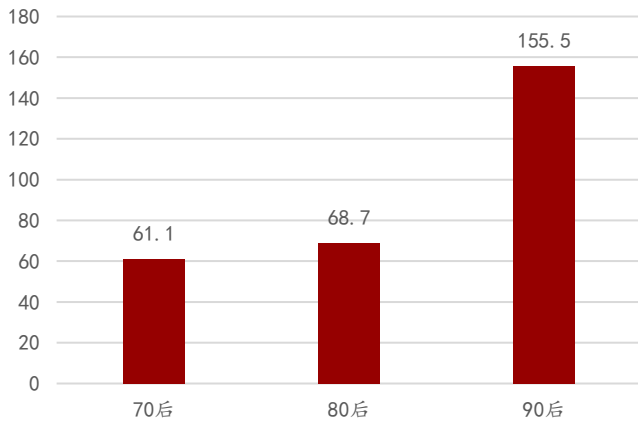
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表44：2017年各类型餐饮企业增长对比



资料来源：中国饭店协会，万联证券研究所

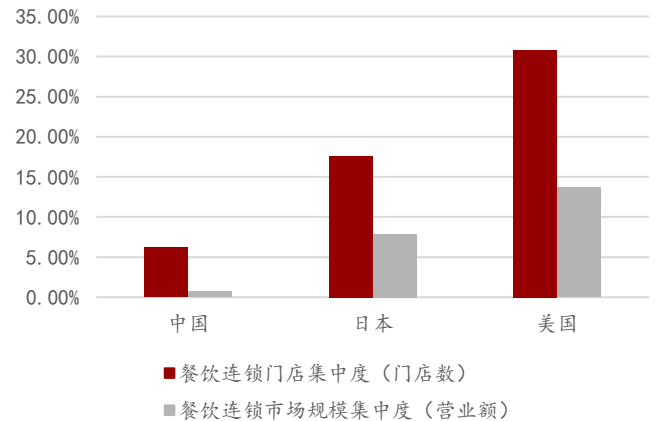
图表45：2018年不同年龄层级中国消费者每月在家做饭次数少于三次TGI



资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

注：TGI指数= [目标群体中具有某一特征的群体所占比例/总体中具有相同特征的群体所占比例]*标准数100，TGI值越高代表该群体特征越明显

图表46：国内外餐饮连锁程度对比

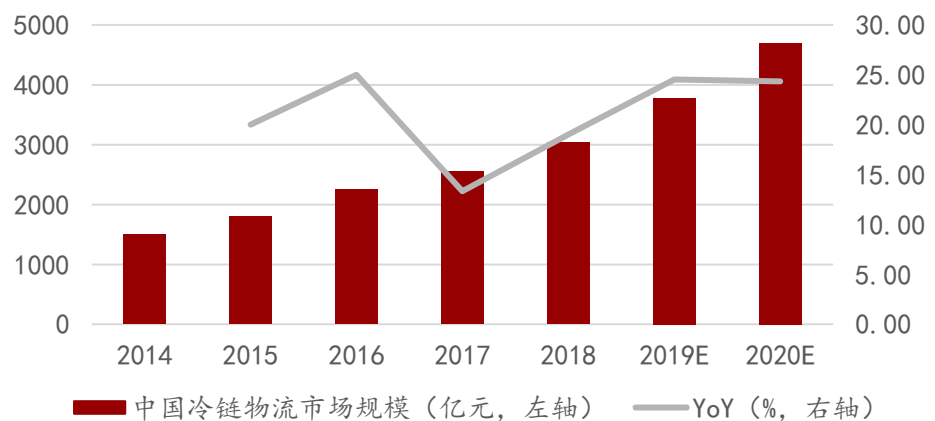


资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

注：采用中国前 133 家餐饮连锁企业 (“本土连锁 130 强+中国麦当劳、百胜、星巴克”)、日本 72 强餐饮连锁、美国 70 强餐饮连锁企业的门店数占比 (即餐饮连锁门店集中度)、和营业额占比 (即餐饮连锁市场规模集中度)

冷链技术进步为速冻行业发展提供支持。我国冷链物流市场规模持续增长，2018 年达到 3035 亿元，近年增速保持在 20%以上，2019 年预计将达到 3780 亿元。速冻食品在厂家生产、经销商储运、零售商陈列和消费者使用等过程中对温度控制要求极高，冷藏技术和冷链物流的发展是速冻食品行业发展的重要基础，也是此前制约我国速冻食品发展的重要因素。近几年来，各项政策出台鼓励冷链基础设施建设，为速冻食品行业发展营造良好环境。人们对食品安全愈加重视，更注重食材的新鲜程度，消费升级和食品安全意识提升也推动着冷链技术的不断进步，为速冻食品行业发展提供保障。

图表47：我国冷链物流市场快速发展



资料来源：艾媒咨询，中物流冷链委，万联证券研究所

2.2.2 广式速冻食品细分赛道待掘金，价量齐增实现高增长

依托广式点心特色，广酒速冻食品实现差异化竞争，抢占细分市场。广州酒家在速冻食品业务上的竞争对手有湾仔码头、三全食品、思念食品、安井食品等。三全食品、湾仔码头和思念食品主营受众较广的汤圆、饺子、馄饨、包点等；安井食品主营火锅料等，以餐饮渠道为主。速冻米面制品行业集中度高，要突破行业龙头的阻力进入市场难度较高，广州酒家另辟蹊径，借助粤系特色和自身在餐饮上的建树，产品以广式点心为主，如虾饺皇、酱凤爪、豉汁排骨等，占据粤系速冻食品的细分市场，实现差异化竞争。同时，广酒也发展火锅配料、水饺、汤圆等常态速冻产品。此外，我们认为相较于偏果腹的普通速冻米面制品外，速冻粤式点心具有偏休闲的特点，更易占领较高价格带以及进行产品的向上升级。

广酒餐饮业务是活招牌，发挥协同作用。广酒餐饮以广式美食声名远播，是速冻食品的活招牌。从消费者角度来看，一方面，消费者在餐饮门店尝试过美味的点心后，可在电商或线下购买广酒旗下的速冻食品；另一方面，消费者若对广酒速冻食品的口味产生好奇，也可在广酒餐饮门店先尝试再购买。从公司角度讲，餐饮门店的销售情况和顾客反馈也可以成为对可速冻化产品的考察。

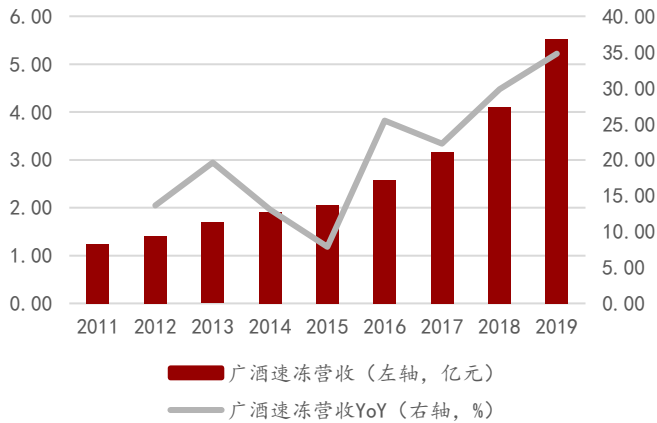
图表48：广州酒家和其他知名公司速冻食品产品

公司	产品
广州酒家	 <p>虾饺 酱凤爪 核桃包 糯米鸡 火锅配料 水饺 排骨</p>
湾仔码头	 <p>水饺 馄饨/云吞 汤圆 面食 包点</p>
三全食品	 <p>水饺 方便米饭 自热米饭 汤圆 包点 馄饨 手抓饼</p>
思念食品	 <p>水饺 云吞 包点 油条 煎饺 飞饼</p>

资料来源：天猫官网，万联证券研究所整理

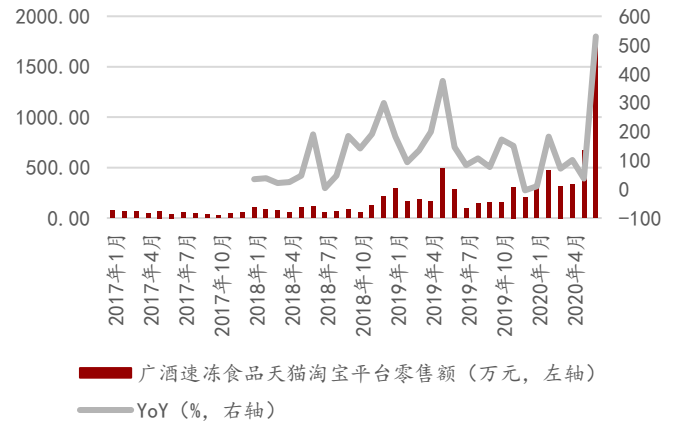
公司速冻食品发展迅猛，2011-2019年CAGR达到20.52%，营收同比增速加快，2019年增速达34.79%。公司的速冻食品业务处于快速增长期，营收规模从2011年的1.24亿元增至2019年的5.53亿元，2011-2019年CAGR达20.52%，且增速呈上升趋势，2017年、2018年和2019年的营收同比增速分别为22.26%、29.86%和34.79%。近年广酒速冻产品于天猫淘宝平台销售火爆，20H1在疫情宅家以及618购物节的刺激下同比高增147%。

图表49：2011年-2019年广酒速冻食品营收规模和增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

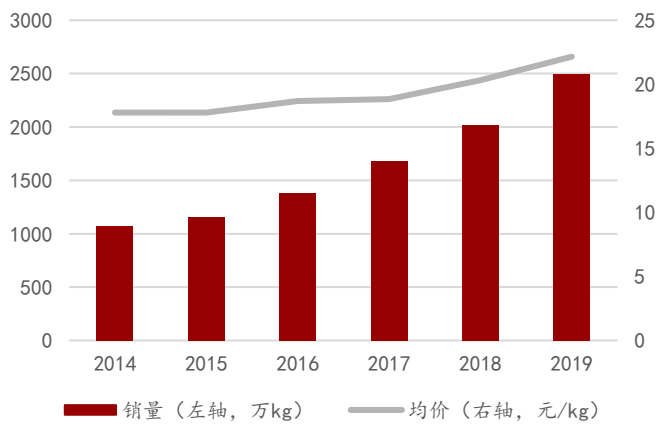
图表50：速冻食品线上销售额增长迅猛



资料来源：通联数据，万联证券研究所

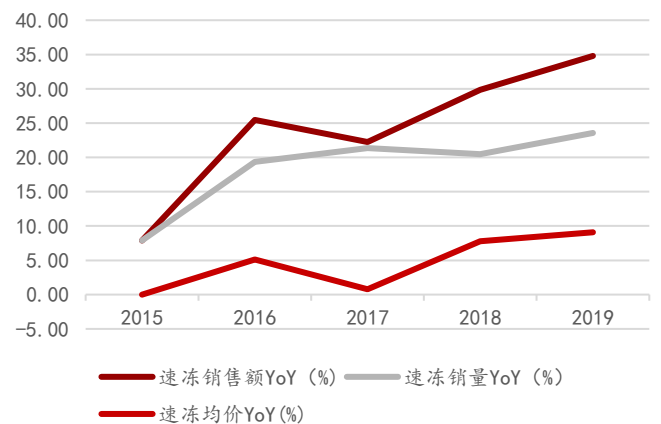
拆分价量，量价齐升促增长，量增为主要驱动。近年来公司速冻食品随着产能的逐步释放，叠加近100%的产销率，销量快速增长，2017-2019年销量同比增速稳定在20%以上，同时，速冻食品的价格也在稳步提升，2018年、2019年均价同比增速分别为7.79%和9.09%，2019年年均价达到22.15元/kg，量价齐升驱动速冻食品营收高速增长。

图表51：广酒速冻食品销量及均价



资料来源：公司公告，万联证券研究所

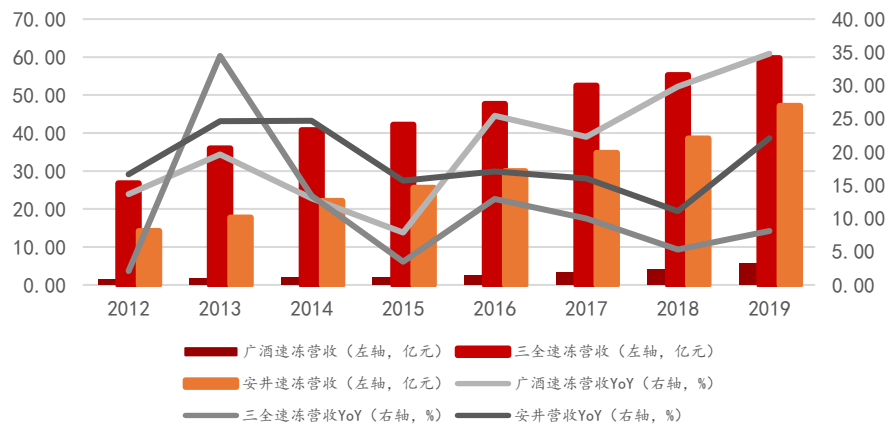
图表52：广酒速冻食品销售额、销量、均价同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

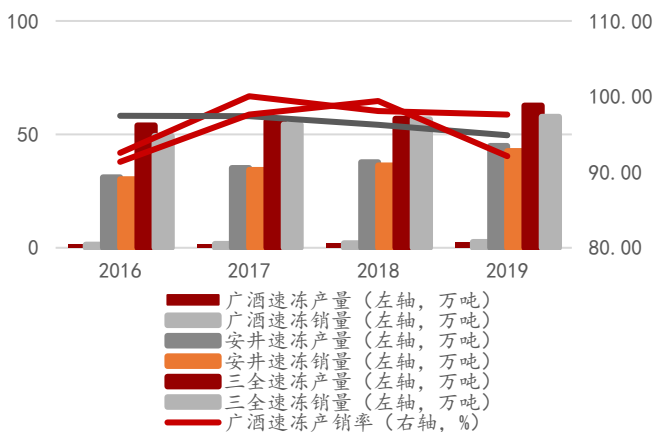
对标可比公司，广酒速冻食品业务规模较小，增速较快。广酒速冻业务2019年营收规模5.53亿元，较三全食品59.74亿元和安井47.13亿元的速冻业务营收而言，体量较小。从营收同比增速来看，广酒速冻业务增速领先，近三年营收同比增速在30%左右，而三全和安井速冻业务营收同比增速分别在5%-10%和10%-20%浮动。广酒产销量体量小，产销率优秀，均价高。相较于三全及安井的速冻业务，广酒产销量小，但产销率更为优秀，2019年产销率为97.64%，高于安井和三全可比业务94.88%和92.11%。从均价上看，由于广酒的速冻食品具备特色化的特征，均价几乎是安井和三全可比业务产品均价的两倍。

图表53：速冻食品销售规模增速同行业对比



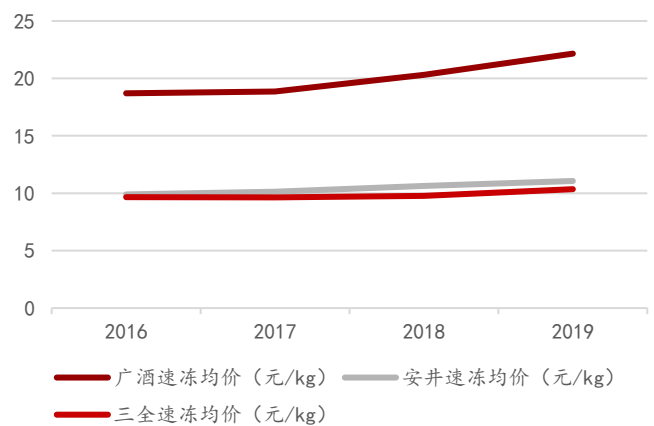
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表54：广酒、安井、三全速冻业务产量、销量、产销率对比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

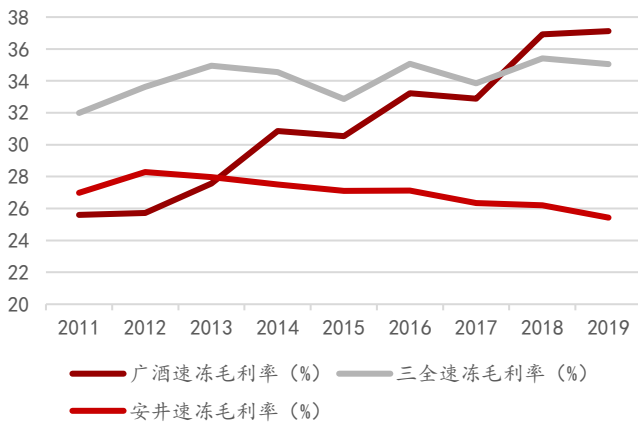
图表55：广酒、安井、三全速冻业务均价对比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

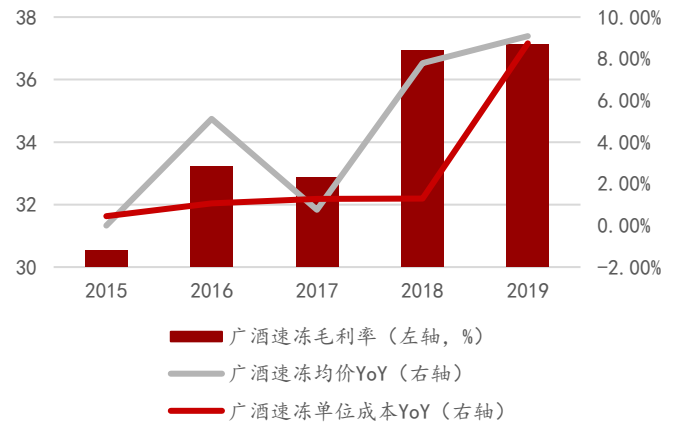
广酒速冻业务毛利率后来居上，盈利能力突出。公司速冻业务毛利率呈快速上升的趋势，自2011年的25.6%升至2019年的37.12%，超越三全的速冻业务毛利率35.05%，后来居上。近年来公司速冻业务毛利率2016年和2018年上升速度快，2016年均价增速比单位成本增速高4.05pct，2018年均价增速比单位成本增速高6.49pct。

图表56: 广酒、三全、安井速冻业务毛利率对比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表57: 广酒速冻毛利率、单位成本、均价情况



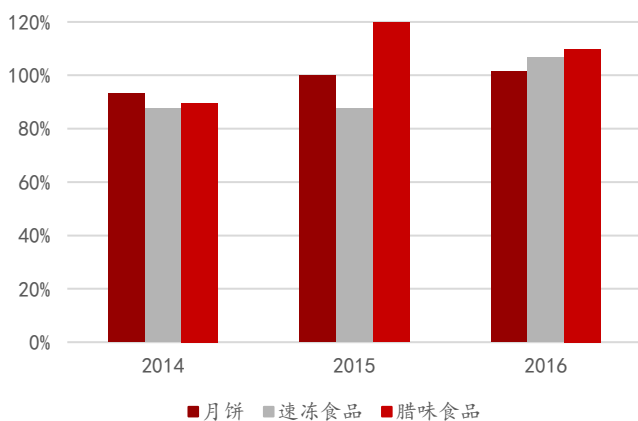
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2.3 增长逻辑: 产能释放叠加渠道扩张打开增长空间

2.3.1 逻辑一: 产能逐渐释放, 突破瓶颈, 带动新增量

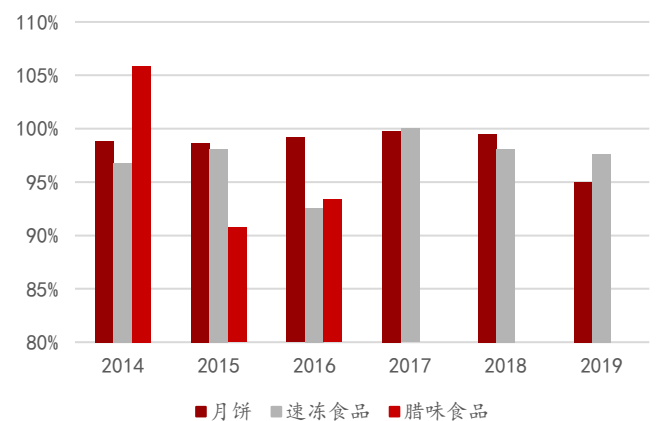
产能利用率和产销率较高, 产能限制销售规模。公司食品制造业务产能利用率一直处于高位, 2014-2016年公司月饼、速冻食品和腊味食品产能利用率全部在85%以上, 且逐年上升, 到2016年, 公司食品制造业务产能利用率超过100%, 其中月饼产能利用率为101.38%, 速冻食品为106.68%, 腊味食品为109.87%。公司产销率依托其老字号品牌影响力以及上乘的产品质量也一直在90%以上, 月饼和速冻食品产销率几乎长年处于95%左右。因此, 产能瓶颈是制约公司业务规模增长的实质障碍, 公司于2017年IPO募资建设生产基地, 解决产能痛点。

图表58: 公司食品制造业务产能利用率



资料来源: 招股说明书, 万联证券研究所

图表59: 公司食品制造业务产销率



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 万联证券研究所
注: 2017年之后腊味食品数据与糕点类等合并

公司积极寻求多种方式实现产能扩增，突破产能瓶颈。

1) 参控股新公司，获取新生产基地。①2017年，公司的子公司利口福食品参股德利丰，获取40%的股份，获得饼酥等产品产能。②2018年，利口福食品和广州粮丰园共同出资设立广酒集团粮丰园，置入茂名的粮丰园食品生产基地，获得月饼、烘焙和速冻产能，2019年8月利口福食品再次收购广酒集团粮丰园股份，目前，利口福食品持有广酒集团粮丰园90.01%的股份。

2) 对原有生产基地进行技改和扩建，扩大产能。①2017年公司规划使用IPO募集资金和自有资金对广州番禺的生产基地进行技改和扩建，充分扩张月饼、速冻、烘焙、腊味等产能。2019年3月，该项目已为公司扩大产能7040吨，同时项目更改方向，专注于冷链配送中心、速冻车间及改造和中央配餐车间，预计2020年12月达到可使用状态，完全达产后可增加产能2.1万吨/年。②2019年年报显示，公司运用自筹资金对粮丰园生产基地进行升级改造，项目预算5025万元，工程进度逾8成。

3) 投入新生产基地建设，形成“多点支撑、协同发展”的产业格局。2018年公司先后在梅州成立孙公司和在湖南湘潭成立全资子公司，布局梅州生产基地和湘潭生产基地，推动跨区域产能协同。①湘潭生产基地项目（一期）已经于2019年8月开始逐步投产，并将于2020年12月达到预计可使用状态，待完全达产，可新增月饼类产能不低于2000吨/年，馅料类产能不低于6000吨/年。2020年6月，湘潭生产基地项目（二期）竞得土地使用权，1.2万吨/年的速冻产能建设在路上。②梅州生产基地项目（一期）投资3.5亿元，2018年末投入建设，预计于2021年6月达到可使用状态，达产后可增加速冻产品产能不低于2.4万吨/年。③梅州生产基地项目（二期）：梅州基地在18年初规划时计划了月饼、速冻和腊味的产能，但由于2020年4月募投项目变更，原本面向腊味的募投资金转向梅州（一期）的速冻，合理预期后续梅州生产基地（二期）将投入建设月饼生产线，按照初始规划，达产后月饼产能预计不低于2000吨/年。

待公司在广州番禺、梅州、湘潭、茂名的生产基地逐步完善和建成投产，“多点支撑、协同发展”的产业格局会初步形成。一核三翼的生产格局助力“广州酒家”从珠三角区域向华中、华东、西南等区域直至全国市场的渗透，进一步提升产品在全国范围的市场份额，推动公司实现跨越式发展。我们根据公司公告大致推算公司未来3年的产能投放节奏，预计2022年月饼产能达2136万kg，速冻产能达5218万kg，产能利用率和产销率仍在高位，拉动食品制造业务营收增长。

图表60：公司产能扩建项目情况一览

类别	具体内容/项目	项目用途	项目进度	达可使用状态 时间预计	达产后预计产能 释放
参控股新公司	参股德利丰	烘焙	持股40%	2017年	
	广酒集团粮丰园（茂名）	速冻、烘焙	持股90.01%	2018年	
原有生产基地 改扩建	广州基地改扩建（广州募投）	速冻、腊味、 烘焙	2019年3月已扩大产 能7040吨	2020年12月	2.1万吨/年
	粮丰园生产基地项目升级改造	饼酥、月饼	2019年年报显示工程 进度已完成82%	2020年	
新基地建设	湘潭生产基地项目（一期）	月饼、馅料、 烘焙	2019年8月试产，部 分投产，未来逐步投产	2020年12月	月饼类产能不低 于0.2万吨/年，

				馅料类产能不低于0.6万吨/年
湘潭生产基地项目（二期）	速冻	2020年6月获得土地使用权		速冻类产品产能预计不低于1.2吨/年
梅州生产基地项目（一期）	速冻	2019年年报显示工程进度3.64%	2021年6月	速冻产品产能不低于2.4万吨/年
梅州生产基地项目（二期）	月饼	2018年8月获得土地使用权		月饼类产品产能预计不低于2000吨/年

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表61：公司产能释放测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
月饼系列（含馅料）									
产能（万kg）	850	870	950	970	1086	1287	1602	1886	2136
新增（较2016年）				20	136	337	652	936	1186
产量（万kg）	777	869	978	1049	1157	1254	1521	1848	2115
产能利用率	91.4%	99.9%	103.0%	108.1%	106.5%	97.5%	95.0%	98.0%	99.0%
销量（万kg）	745	820	930	1047	1151	1192	1506	1839	2104
产销率	95.8%	94.3%	95.1%	99.8%	99.5%	95.0%	99.0%	99.5%	99.5%
速冻系列									
产能（万kg）	1267	1350	1400	1623	1939	2211	3061	4353	5218
新增（较2016年）				223	539	811	1661	2953	3818
产量（万kg）	1109	1181	1494	1677	2060	2558	3214	4353	5113
产能利用率	87.5%	87.5%	106.7%	103.3%	106.2%	115.7%	105.0%	100.0%	98.0%
销量（万kg）	1073	1158	1382	1677	2021	2497	3214	4353	5113
产销率	96.8%	98.1%	92.6%	100.0%	98.1%	97.6%	100.0%	100.0%	100.0%

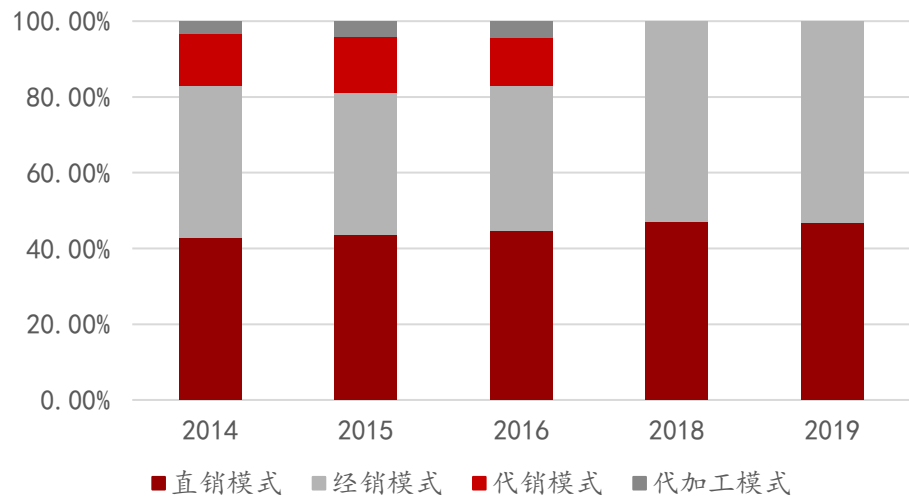
资料来源：公司公告，万联证券研究所测算

注：2017年起产能为推算值

2.3.2 逻辑二：多渠道协同发展，线上销售增长迅速

顺应趋势，全渠道布局。公司已经逐渐建立起包括门店销售渠道、经销商渠道、电子商务渠道的全渠道销售体系，利口福食品销售网络覆盖全国30多个省市。降低单一区域、单一方式经营风险。

图表62：广州酒家主营业务销售模式构成



资料来源：公司公告，万联证券研究所

渠道加速拓展和布局，创造营收增量空间。

1) 线下：直销加盟零售网络+经销商双轮驱动，战略转移线下零售业态布局

公司深入布局广佛地区直营、加盟利口福零售门店，深耕广佛，省内渗透率提升可期。近年来，公司在广佛地区积极布局利口福门店，覆盖广佛地区重点区域，渗透率不断提高。公司公告显示，2020年4月之前，公司募投项目（利口福零售网络项目）的在广州的40家直营门店已经建设完毕。同时，加盟招募仍在进行中。这些举措有助于公司食品制造业务进一步深耕广佛区域，创造新增量，截至2020年6月，广佛地区利口福零售门店合计为160个。

图表63：利口福广佛地区营业的门店（截至2020年6月）

城市	地区	直营数量 (个)	加盟数量 (个)
广州	天河区	20	6
广州	越秀区	19	4
广州	海珠区	25	6
广州	荔湾区	13	3
广州	白云区	16	5
广州	黄埔区	1	9
广州	番禺区	9	5
广州	增城区	-	4
广州	花都区	-	4
广州	南沙区	-	1
广州	从化区	-	1

佛山	南海区	7	1
	禅城区	1	-
合计		111	49

资料来源：利口福公众号，万联证券研究所整理

战略转移线下零售业态布局，降低经营风险。广州酒家多次更改利口福零售网络的募投内容，考虑近年来线下零售业态因电商渠道火爆、租金成本和人工成本攀升而受到较大冲击，同时考虑2020年新型冠状病毒肺炎疫情影响，公司将放缓连锁门店建设，在已完成广州40家直营店建设后，不再使用IPO募集资金进行直营门店扩张，降低投资和经营风险。

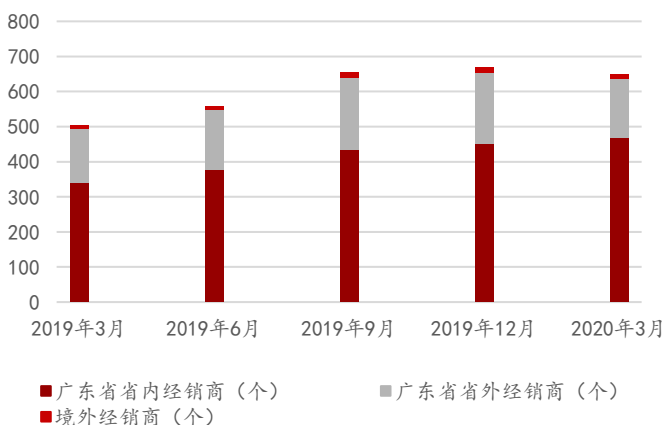
图表64：利口福食品零售网络项目募投计划变更历程

时间	利口福食品零售网络项目募投计划变更后内容
2017年IPO	本项目为利口福公司食品零售网络建设项目，实施主体为利口福公司，拟在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地建设230家直营店。
2019年3月	在广州市建设60家直营店，在佛山建设20家直营店
2020年4月	在广州市建设40家直营店

资料来源：公司公告，万联证券研究所

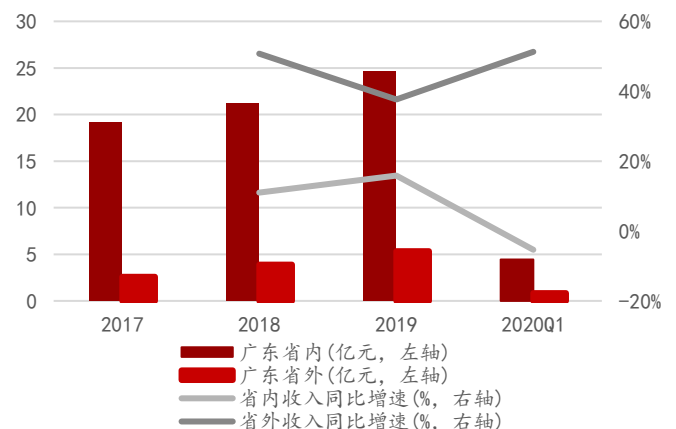
稳定拓展与省内经销商的合作，重点开发省外开发商，打开增量空间。广酒食品制造业渠道以经销模式为主，近年来占比一直在50%以上，其次是直销，2014-2016年占比在20%以上。公司积极推进和食品经销商以及连锁超市的合作，将食品销售网络向全国铺开，并销往美国、加拿大等海外地区。截至2020年第一季度，公司已有广东省省内经销商469个，广东省省外经销商168个，境外经销商14个，数量分别同比增长38%、8%和40%。广东省内和省外（含境外）销售情况方面，广东作为公司主要销售区域，营收占比较高，销售收入稳步增长，2019年广东省内销售收入达到24.59亿元，同比增长15.87%，营收占比达到82.16%。近年来公司加速拓展省外销售业务，省外销售收入增长速度较快，2019年广东省外实现销售收入5.34亿元，同比增长38%，2020Q1销售收入增速加速，同比增长51%。

图表65：公司经销商情况



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表66：公司省内外收入及同比增速



资料来源：公司年报，万联证券研究所

注：广东省外包含境外数据

2) 线上：电商渠道增长迅速，探索直播电商等新兴模式寻求转型及增长点

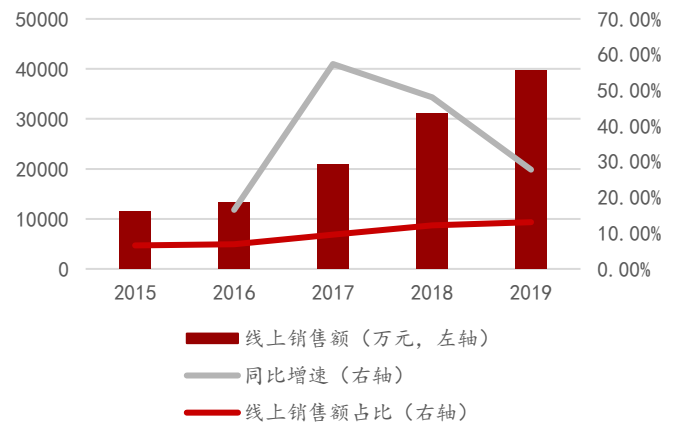
电子商务渠道增长迅速，2015-2019年CAGR达到36.49%。2017-2019年，公司电商渠道营收分别为2.09亿元、3.10亿元和3.96亿元，分别同比增长57.37%、48.09%和27.79%。占总营收比例也不断提高，从2015年的6.57%增至2019年的13.08%，说明公司越来越重视电商渠道的开拓。未来，随着公司投入的增加，线上线下业务齐头并进，电商渠道将成为公司全渠道销售体系的重要支撑之一。

持续发力直播电商等新兴模式，探索数字化转型，焕发老字号品牌新活力。广州酒家积极培育直播电商等新零售方式。2020年6月8日，广州酒家参与首届直播节。直播节期间，利口福糕点、粽子、速冻食品等产品亮相京东、淘宝、抖音等全平台直播间，头部主播、演艺明星、知名主持人、政府领导参与带货，助力广州酒家焕发新活力。2020年6-8日期间，广州酒家天猫旗舰店进店流量增长超60%，秒杀产品秒空，单场直播最高成交单数超2万单，成绩亮眼。

图表67：薇娅直播间助力线上销售



图表68：公司线上销售收入及营收占比



资料来源：互联网资料整理，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

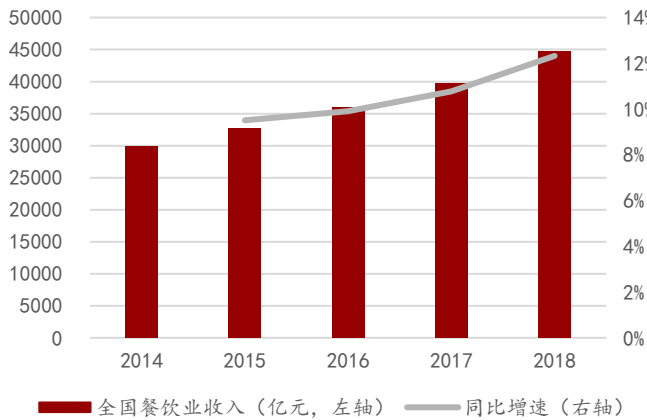
3、餐饮业务：老字号释放品牌红利，业绩增长稳定

3.1 餐饮业短期受疫情影响业绩承压，长期仍呈增长态势

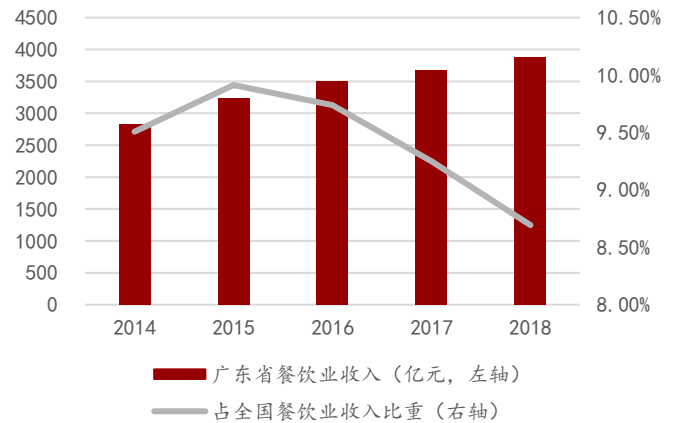
全国餐饮行业规模超4万亿元，广东省内餐饮业收入增速低于全国水平。随着我国人均可支配收入提高，大众化餐饮持续升温，中国餐饮业稳健增长。2014年，中国餐饮业总收入为29837.39亿元，到2018年，我国餐饮业规模已超4万亿元，达到44687.10亿元，同比增长12%，2014-2018年CAGR为10.63%。广东省内餐饮整体呈上升态势，2018年全省餐饮业总收入达到3884.60亿元，但增速低于全国增速，占全国比重呈下降态势，2018年占全国餐饮业总收入的8.69%。由于餐饮行业门槛相对较低，模仿性、替代性较强，行业集中度较低。

广州地区餐饮业发展迅速。2018年，广州市餐饮业零售额达1160.93亿元，同比增长7.74%，占广州市社会消费品零售总额的比重为12.54%，增速比2017年增加了1.08个百分点。2019年广州市城镇居民家庭人均消费支出达到45049元，同比增长6.80%，居民外出就餐消费意愿不断增强，使得餐饮业多年保持快速发展势头；全年共接待过夜旅游人数达6773.15万人次，比上年增长3.69%，旅游人数的增加同样将带动当地餐饮业的发展。

图表69：全国餐饮业收入及增速



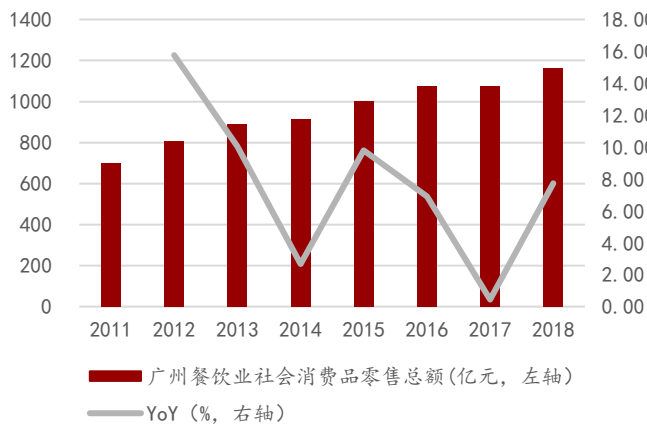
图表70：广东省餐饮业收入及占全国比重



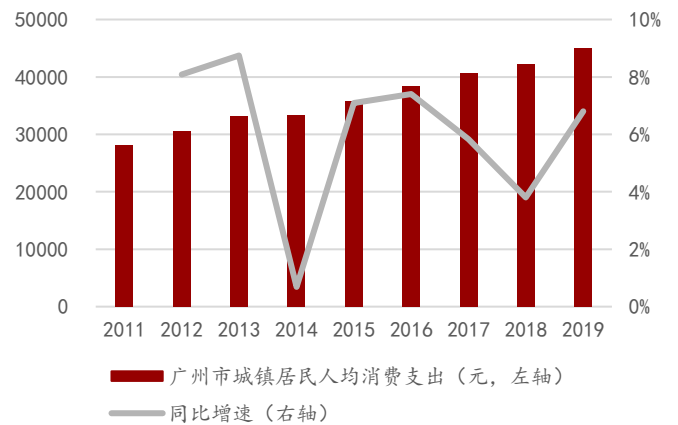
资料来源：中国饭店业协会，万联证券研究所
注：数据不包含港澳台，下同

资料来源：中国饭店业协会，万联证券研究所

图表71：广州市餐饮业零售总额及增速



图表72：广州市城镇居民人均消费支出及增速



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

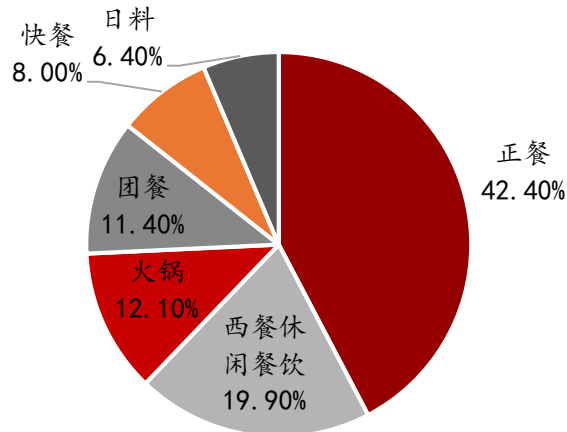
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

我国餐厅以正餐为主，80、90后新中产是消费主力。据中国产业信息网数据显示，中国餐厅类型以全服务餐厅（正餐）为主，2019年数量为764.67万家，占比达77.09%；有限服务餐厅（快餐）数量为175.15万家，占比17.66%；2018年中国餐饮百强企业以正餐业态居多，占比达42.40%，其次西餐休闲餐饮占比达19.90%，而火锅的占比以12.10%居于第三位。年轻群体为餐饮业消费主力，品牌与特色成为餐饮业发展主要方向。有68%的80、90后新中产外出就餐会消费100元以上。根据大众点评数据，26.70%年轻消费群体的餐饮消费注重追求新鲜事物，22.20%关注消费过程中的独特体验，20.60%注重消费便利务实。随着消费升级，餐饮业整体朝特色、文化餐饮方向发展，而餐饮老字号是文化和消费的载体，是餐饮企业品牌化，特色化战略中的重要一环，具有品牌力及特色的餐饮企业发展空间广阔。

外卖将成为餐饮业营收和利润长期增长点。根据中国贸促会研究院发布《外卖业务对

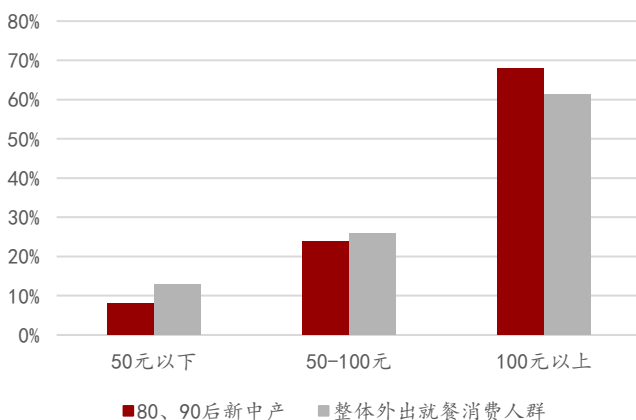
餐饮业高质量发展的作用研究》报告，54.95%的受访消费者表示因为餐饮外卖服务而增加了每周的餐饮支出，五分之一的消费者会使用餐饮外卖服务享受下午茶与夜宵，外卖业务为餐饮业培养了消费者，从需求端为餐饮行业创造更多的市场机会。上文报告数据显示，在餐饮业总营收与总利润的增量中，分别有75%和65%是由外卖拉动的。最近三年，所有样本城市外卖对收入总额的贡献率逐年增长，至2019年已经达到17.44%。

图表73：中国餐饮百强企业分类



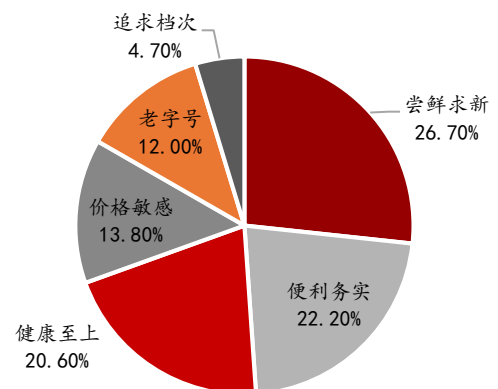
资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图表74：80、90后新中产消费者外出就餐花销更多



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图表75：年轻消费者选择餐饮的注重因素



资料来源：大众点评，万联证券研究所

受疫情影响，短期餐饮业需求下降，目前正处于复苏状态。2020年新冠疫情爆发后，为控制疫情，消费者被要求在家自我隔离、减少聚餐，餐饮业门店大量关停，业绩受到很大影响。随着我国疫情控制逐渐好转，复工复产复学加快步伐，营业门店数量逐渐增加，餐饮业正逐步复苏。

3.2 老字号竞争优势明显，扩张节奏稳健

公司餐饮业务主营粤菜和广式点心，以直营店模式为主。公司餐饮业务主要经营粤菜以及广式点心，“广州酒家”品牌已经成为粤菜的典型代表，“粤菜烹饪技艺”已入选广州市第四批市级非物质文化遗产名录，在粤菜集中的广州地区，以其品牌效应形成了同档次餐饮企业中较强的竞争优势地位，连续多年被广东省餐饮服务行业协会评为广东餐饮50强。2019年，公司有直营店22家，其中江畔红楼店于2020年3月起停业，现正办理注销手续，南昆山店已注销，华夏路店和南沙店暂未正式营业，好有形店于2019年9月停业。

广州餐饮竞争激烈，广酒具有品牌优势。广州市餐饮业发达，素有“食在广州”的美誉，餐饮品牌众多，竞争激烈。在粤菜方面，广州酒家的主要竞争对手有广州鸿兴、广州炳胜、广州幸运楼；除粤菜竞争外，广酒还面临其他菜系的市场侵占，川、湘等地方菜系相继进入广州饮食市场，并占有一席之地，日韩料理、东南亚、意大利、法国等国外菜系也在羊城登陆。面对激烈的市场竞争，广酒在稳定粤菜龙头地位的同时，积极开拓其他品牌，与其他菜系竞争，目前已初步形成多元化的品牌矩阵。主品牌广州酒家主要定位大众餐饮，人均消费在50-160元，符合大部分主力消费人群的预算范围；陶陶居并购落地，陶陶居品牌定位于中高端粤菜，天极品定位于高端粤菜；星槎城提供新加坡、泰国等东南亚菜。

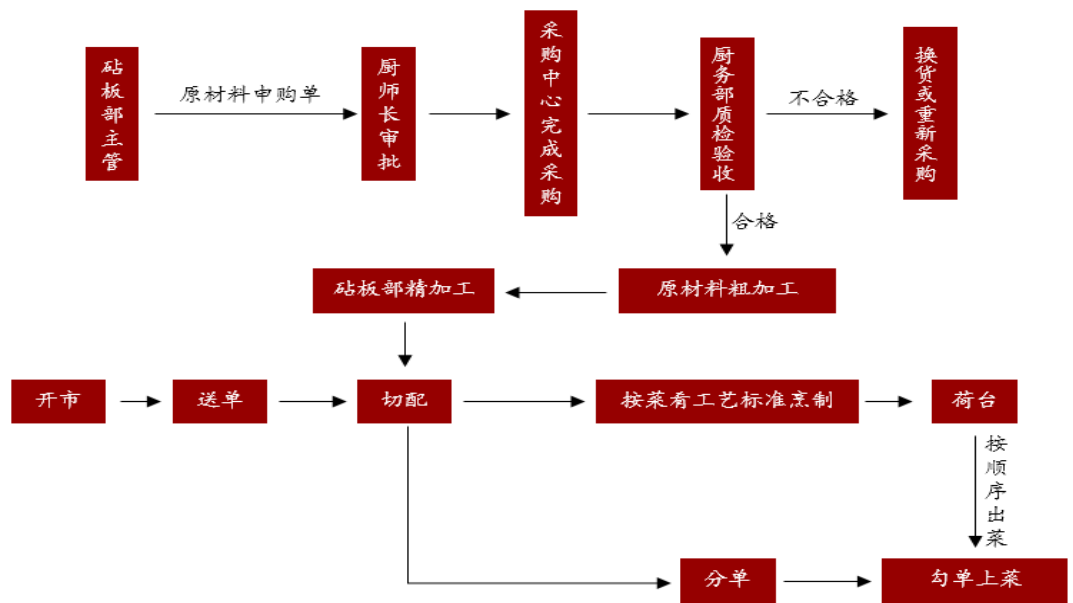
图表76：广州酒家餐饮业务主要竞争对手

主要竞争对手	创建时间	公司简介
广州鸿兴	1990年	以经营粤菜海鲜为主，先后在广州、上海、南京、佛山等地开设海鲜酒家分店，旗下拥有“东江海鲜酒家”、“鸿星海鲜酒家”和“渔民新村”
广州炳胜	1996年	主要经营特色粤菜，以“鱼生”著称，沿用顺德独特的风味，旗下品牌有“炳胜品味、炳胜公馆、炳胜私厨、禅意茶素、金矿食唱、小炳胜”六个品牌
广州幸运楼	1992年	旗下运营“幸运楼”、“南园”等品牌的酒楼

资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

成本、质量控制机制优秀，门店扩张加快异地市场开拓。为了节约成本和控制质量波动，广州酒家于2014年7月成立了中央厨房分公司，采用统一采购配送的方式，集中对公司各餐饮店所需要的原辅材料统一加工和统一配送，参股经营店、加盟店可参照公司与供应商达成的采购价格，向供应商采购原辅材料。具体操作流程为：各餐饮店每天提前将所需半成品计划单报送至中央厨房，中央厨房对各店计划单予以汇总，并报送采购中心采购。采购中心采购后发送原材料至中央厨房，中央厨房按各店所需进行生产、包装及分拣，之后安排冷藏物流车运送到各店公司，而后各餐饮店作为独立运行的个体，独立制作菜品。在这个过程中，有独立严格的质检部门进行质量检查，保证了原材料的质量；统一的采购和统一加工成半成品，形成规模效应，边际成本下降使总成本下降。此外，缩短了各餐饮店制作菜品的时间，给顾客更加良好的用餐体验。广州酒家现有门店主要集中在广州市的中心区，近年来，门店扩张有加快趋势，有助于公司扩大知名度，加快异地市场开拓的步伐，进一步形成辐射范围更广的餐饮网络。目前深圳深南大道的汉国中心店已经开业，是广州酒家落地深圳的首家餐饮门店，有望以此为依托进一步开拓深圳市场。

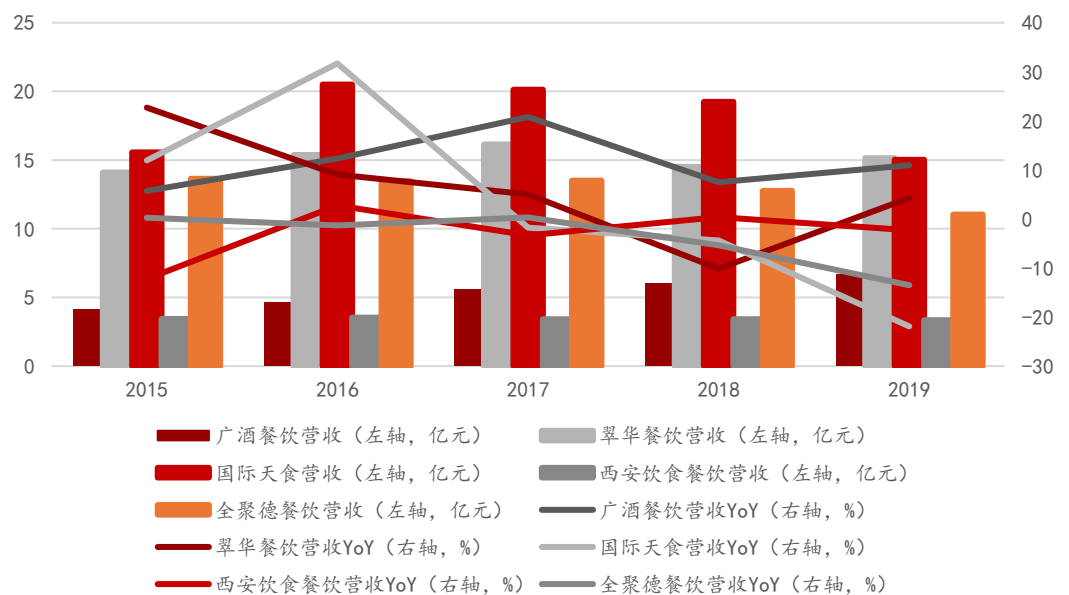
图表77：菜式生产流程图



资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所整理

公司餐饮业务规模较小，增速可观、稳定。广州酒家餐饮业务由于门店数量较少，均价中档，相较可比公司翠华控股、国际天食、全聚德的餐饮业务而言，营收规模较小，但高于西安饮食的餐饮业务规模。从增速来看，公司餐饮营收2017年、2018年和2019年同比增速分别为20.78%、7.46%和10.95%，高于图中所列示的可比公司的餐饮业务的营收同比增速，并且近两年增速较为稳定。

图表78：广州酒家餐饮业务营收规模和增速对比可比公司可比业务



资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

公司开店节奏稳健，维持一年1-2个的扩张速度，拉动营收稳步提升。2017年营收增速较快源于2016年中下旬开业的两个门店和17年年初新增门店在2017年全年贡献营收，2019年营收增速较高主因收购了陶陶居并表所致。目前公司餐饮业务门店积极布局广州各区，2020年广州酒家富力盈通店和南沙店也在开业筹划中。

图表79：广州酒家旗下餐饮品牌门店单店收益模型

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业的门店数(个)	13	13	16	17	19	39
--广州酒家+广酒天极品	11	11	13	14	16	17
--加盟/参股	2	2	2	1	1	0
--西西地简餐			1	2	2	2
--星樾城						1
--陶陶居(并表)						19
餐饮业务营收(万元)	38997.03	41228.85	46307.76	55931.02	60100.90	66681.72
有效门店数(不含陶陶居)(个)	11	10.83	12.83	15.08	16.67	17.25
单店收入(不含陶陶居)(万元/个)	3545.18	3805.74	3608.40	3708.13	3606.05	3730.74

资料来源：公司招股说明书，公司公告，公开资料，万联证券研究所整理

注：有效门店数与当年新增门店开业时间长短相关，如一个门店6月开店，则当年计入有效门店数0.5个

图表80：广州酒家旗下餐饮品牌门店信息汇总

餐饮品牌	门店	门店位置	开业时间	经营面积
广州酒家(天极品)	白云新城店(天极品)	广州市白云区云霄街353栋5号停机坪三层A区L3017N	2011年	4020 m ²
广州酒家(天极品)	珠江国际大厦店(天极品)	广州市越秀区越华路112号珠江国际大厦5、6层	2011年	4926 m ²
广州酒家	滨江西店	广州市海珠区滨江西路20号	2000年	5470 m ²
广州酒家	文昌店	广州市荔湾区文昌南路2号1-4楼	2001年	6816 m ²
广州酒家	体育东店	广州市天河区体育东路112号1、3、4楼	2002年	5000 m ²
广州酒家	东山店	广州市越秀区龟岗大马路501、502、601、602	2006年	2960 m ²
广州酒家	江畔红楼店	广州市荔湾区红楼路55-65号(2020年3月停业，注销中)	2010年	3373 m ²
广州酒家	临江大道店	广州市天河区临江大道57号201房	2013年	2959 m ²
广州酒家	逸景店	广州市海珠区逸景路珠江国际纺织城6楼	2013年	5209 m ²
广州酒家	南昆山店	广州市增城派潭镇锦绣香江御泉山庄锦绣香江大道1号(已注销)	2015年	2488 m ²
广州酒家	环市东店	广州市越秀区环市东路371-375号 广州世界贸易中西大厦裙楼第六层602号商铺	2015年	2141.5 m ²
广州酒家	昌岗中店	广州市海珠区昌岗中路238号四层	2016年	4336.7 m ²
广州酒家	花都新华店	广州市花都区公益路47号金宏利大厦	2016年	920 个餐位

		2-4楼		
广州酒家	黄埔大道店	广州市天河区黄埔大道西495号广州嘉冠国际酒店5楼	2017年	2541 m ²
广州酒家	沿江中路店	广州市越秀区沿江中路233号	2018年	350 个餐位
广州酒家	白云机场店	广州市花都区广州白云国际机场二号航站楼主楼四层陆侧餐饮集中区T24D07商铺	2018年	230 个餐位
广州酒家	深圳深南中路店	深圳市福田区深南中路3031号汉国中心五楼	2019年	450 个餐位
广州酒家	花地大道店	广州市荔湾区花地大道中路66号荔胜广场5楼	2019年	280 个餐位
广州酒家	富力盈通店	广州市天河区华夏路30号富力盈通大厦4层	2020年	180 个餐位
广州酒家	南沙店	广州南沙城广场进港大道6号3层301房	尚未开业	1800 m ²
西西地简餐	西西地简餐	广州市天河区体育东路112号百福广场首层01铺	2016年	120 m ²
西西地简餐	西西地简餐	广州市越秀区地铁一号线烈士陵园站A出口	2017年	
星樾城	星樾城店	广州市天河区体育东路112号百福广场首层105铺	2019年	1068 m ²

资料来源：公司招股说明书，公司公告，广州酒家公众号，万联证券研究所整理

注：西西地于2020年4月26日正式结业

3.3 增长逻辑：“单店效益提升+门店扩张”，并购陶陶居贡献收益

开店时间增长推动新店单店效益提升，近年新增门店有望在未来拉动单店收益。从2014年-2016年部分门店每平方米的效益来看，2011年之后新开门店的坪效在2014年、2015年、2016年多呈增长趋势，而2000年左右开的老店的每平方米收益在14-16年波动不大。我们可合理预计近年新开门店坪效在未来3-4年呈增长态势，驱动单店效益提升。

图表81：广州酒家部分门店14-16年每平方米收益情况

店名	开业时间	2014年坪效 (元/m ²)	2015年坪效 (元/m ²)	2016年坪效 (元/m ²)
滨江西店	2000年	9908	9732	8971
文昌店	2001年	10525	10958	10778
体育东店	2002年	16890	17717	17098
东山店	2006年	7107	7782	6890
江畔红楼店	2010年	6695	6553	6588
白云新城店	2011年	6357	6661	6953
珠江国际大厦店	2011年	6498	7396	7722
临江大道店	2013年	8694	11059	11956
逸景店	2013年	4834	5700	5539

资料来源：招股说明书，万联证券研究所测算

省内省外门店扩张布局未来可期。广州酒家作为备受美誉的广式餐厅，收获了全国各地消费者的喜爱，公司在广东省除广州的城市外和北上杭等地区也均鲜有布局，深圳是广酒走出广州的第一步，市场份额空白较多，未来开店预计保持每年1-2家的稳健节奏。长期来看，若公司凭借自身品牌实力走出去，可构建新增量空间，并同时提升“广州酒家”品牌力，协同带动月饼系列和速冻系列产品增长。

陶陶居品牌所有权和经营权分离，但广酒仍能从中获益。2015年7月，广州食尚国味饮食集团（下称“食尚国味”）中标“陶陶居”商标中的餐馆服务项目许可。陶陶居公司将除了上下九本店以外的餐饮品牌连锁经营权出让于食尚国味，协议期至2024年，品牌使用费将以营业额抽点方式收取，保底金额为279.11万元，当前商标许可使用费率为0.5%，2020年8月起上调至1%，预计授权许可合同到期后采用1.5%的市场许可费率，在原合同商标许可期限满后，若陶陶居公司继续对外公开许可“陶陶居”商标在餐馆范围内使用，食尚国味承诺参加竞标。此外，陶陶居与食尚国味约定“5年内开设不少于8家总店面”，目前，陶陶居酒家共有19家门店，13家位于广州，3家位于深圳，1家位于福建厦门，2家位于上海，未来三年，陶陶居将积极布局华东板块——人间天堂苏杭。陶陶居一路北上，异地扩张思路及进程较为顺畅，广州酒家携手陶陶居，有望加快跨区域扩张节奏，进一步提高市占率。

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测及核心假设

食品板块：我们根据上文对产能释放节奏、产能利用率及产销率的推算，叠加2020年月饼大年及疫情刺激速冻食品销售的逻辑，预计2020-2022年食品板块营收为30.3/38.6/45.4亿元，同比增长30%/27%/18%。

餐饮板块：我们根据公司计划开店节奏，叠加2020年COVID-19疫情打击餐饮消费的逻辑，预计2020-2022年餐饮板块营收为4.9/7.7/8.8亿元，同比增长-26.32%/57.14%/14.55%。

毛利率：根据产能释放节奏判断，低毛利的速冻食品收入占比将上升，叠加或加大促销力度消化释放产能的逻辑，我们认为公司综合毛利率面临下行压力，预计2020-2022年毛利率为51.6%/52.2%/52.1%。

费用：我们认为随着产能释放，公司营销网络及渠道网络的扩张将驱动销售费用率上行，预计2020-2022年销售费用率将达到25.9%/26.0%/26.0%。随着规模效应显现，管理费用率预计呈下降趋势，预计2020-2022年达到9.5%/9.4%/9.3%。

图表82：盈利预测拆分表（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3028.70	3563.78	4683.36	5487.38
YoY	19.38%	17.67%	31.42%	17.17%
食品板块	2325.96	3025.74	3855.21	4538.51
YoY	21.84%	30.09%	27.41%	17.72%
月饼系列产品	1191.97	1559.37	1961.07	2310.99
YoY	14.79%	30.82%	25.76%	17.84%
速冻产品	553.24	740.44	1023.04	1225.75
YoY	34.79%	33.84%	38.17%	19.81%
其他食品	580.74	725.92	871.11	1001.77
YoY	26.20%	25.00%	20.00%	15.00%
餐饮板块	666.82	491.34	772.10	884.41
YoY	10.95%	-26.32%	57.14%	14.55%
毛利率	52.75%	51.58%	52.21%	52.08%
销售费用率	25.71%	25.90%	26.00%	26.00%
管理费用率	9.91%	9.50%	9.40%	9.30%

资料来源：公司公告，万联证券研究所测算

4.2 估值分析

对标历史估值水平：广州酒家近半年来市盈率(TTM)不断走高，2020年3月起突破2017年8月以来的估值中枢，并在2020年8月初突破50倍。我们认为，随着食品产能的释放预期进一步强烈，未来估值看向食品板块，叠加省外拓展带来的潜在空间，公司估值中枢有望抬升。

图表83：广州酒家历史PE-TTM（数据截至：2020年8月6日）



资料来源：Wind，万联证券研究所整理

对标可比公司分业务估值：对比食品板块可比公司，公司目前动态估值仍处于较低水平，根据可比公司估值水平，我们选择分别给予2021年食品/餐饮38/25倍的估值，测算2021年目标市值为220亿元，距8月6日市值水平仍有约23%的增长空间。

图表84：可比公司估值表（数据截至：2020年8月6日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE				19-22 EPS CAGR	PEG	股价 (元)
			2019A	2020E	2021E	2022E	PE-TTM	2020E	2021E	2022E			
03043.SH	广州酒家	178.93	0.95	1.09	1.48	1.72	51.00	40.61	29.93	25.76	0.22	1.86	44.29
食品板块													
002216.SZ	三全食品	218.20	0.28	0.61	0.64	0.76	49.88	44.77	42.84	36.00	0.40	1.11	27.30
603345.SH	安井食品	334.24	1.58	1.81	2.49	3.14	84.35	78.21	56.90	44.98	0.26	3.03	141.40
603886.SH	元祖股份	42.65	1.03	1.13	1.29	1.45	19.06	15.73	13.80	12.26	0.12	1.31	17.77
000895.SZ	双汇发展	1,783.45	1.64	1.81	2.03	2.27	31.72	29.61	26.47	23.63	0.12	2.56	53.73
002695.SZ	煌上煌	146.31	0.43	0.55	0.70	0.88	65.99	51.45	40.47	32.21	0.27	1.89	28.50
603866.SH	桃李面包	379.84	1.04	1.27	1.48	1.75	47.64	45.35	39.00	32.87	0.19	2.37	57.65
食品均值							49.77	44.19	36.58	30.32			
餐饮板块													
002186.SZ	全聚德	39.17	0.14	0.05	0.24	0.47	-71.86	279.74	53.29	26.92	0.48	5.79	12.70
0520.HK	呷哺呷哺	82.74	0.27	0.10	0.46	0.58	25.73	76.50	16.63	13.19	0.30	2.59	7.65
餐饮均值							-23.07	178.12	34.96	20.06			

资料来源：Wind，万联证券研究所测算

注：广州酒家采用万联证券研究所预测值，其余采用Wind一致预期；股价采用2020年8月6日收盘价

图表85：食品、餐饮分业务估值

	收入 (百万元)	净利润 (百万元)	PE	目标市值 (亿元)
	2021E	2021E	2021E	2021E
食品	3855.21	559.01	38	212.42
餐饮	772.10	30.88	25	7.72
合计	4627.31	589.89		220.14

资料来源：Wind，万联证券研究所测算

注：净利率参考广酒对应业务子公司水平

5、投资建议及风险因素

5.1 投资建议

公司以食品制造和餐饮服务为主营业务，坚持“餐饮立品牌、食品创规模”的发展方向。食品板块随产能释放及销售网络的扩张，中长期成长空间有望被打开；餐饮板块，稳中求进，以广东省为突破点，长期有望成为全国知名品牌。食品及餐饮均以“粤式”为主打，相互协同作用明显，短期受疫情影响，餐饮业务受挫，但速冻食品需求被激活，月饼供给端境外竞争对手受疫情打击，叠加2020年为月饼大年，食品板块有望保

持高增长。

综上，我们预计公司2020-2022年归母净利润达到4.41/5.98/6.95亿元，同比增长14.7%/35.7%/16.2%，对应EPS为1.09/1.48/1.72，8月6日股价对应PE为40.6/29.9/25.8倍，20年动态PE对比食品可比公司估值仍较低，分业务进行估值2021年目标市值约220亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

5.2 风险因素

宏观经济下行风险：公司食品制造和餐饮业务与宏观经济有很大关系，宏观经济下行将影响居民可支配收入，最终导致公司业绩下降。

食品安全风险：食品安全是消费者关注的重点，当企业爆发食品安全问题的时候，消费者对企业产品甚至整个行业的消费意愿将急剧下降。

原材料上涨风险：公司产品价格弹性大，原材料价格上涨导致成本上升，将对业绩造成较大影响。

产能释放与销量增长不匹配风险：公司未来业绩主要看点在于食品制造产能释放带动销售规模扩大，若生产基地的建设和投产不及预期，将严重影响公司业绩预期；若销售网络的扩张和销量增长不及预期，则有可能造成产量过剩。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,726	1,789	1,902	2,125	营业收入	3,029	3,564	4,683	5,487
货币资金	1,296	1,328	1,301	1,422	营业成本	1,431	1,726	2,238	2,629
应收票据及应收账款	119	120	161	192	营业税金及附加	27	33	43	51
其他应收款	31	34	45	53	销售费用	779	923	1,218	1,427
预付账款	11	11	15	18	管理费用	300	339	440	510
存货	233	260	343	404	研发费用	61	71	94	109
其他流动资产	36	36	36	36	财务费用	-26	-50	-52	-56
非流动资产	1,206	1,626	2,035	2,435	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	12	12	12	12	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	616	864	1,096	1,311	投资净收益	6	7	9	11
在建工程	266	366	476	596	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	146	198	246	290	营业利润	466	538	724	842
其他长期资产	166	186	206	226	营业外收入	3	3	3	3
资产总计	2,932	3,415	3,936	4,559	营业外支出	1	6	1	1
流动负债	651	848	982	1,155	利润总额	467	535	726	844
短期借款	0	100	0	0	所得税	84	95	129	150
应付票据及应付账款	213	244	322	377	净利润	383	440	597	694
预收账款	108	130	169	199	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	329	374	490	579	归属母公司净利润	384	441	598	695
非流动负债	70	70	70	70	EBITDA	498	532	730	859
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.95	1.09	1.48	1.72
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	70	70	70	70					
负债合计	720	918	1,052	1,224	主要财务比率				
股本	404	404	404	404	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	571	571	571	571	成长能力				
留存收益	1,210	1,496	1,885	2,336	营业收入	19.4%	17.7%	31.4%	17.2%
归属母公司股东权益	2,189	2,476	2,864	3,316	营业利润	1.4%	15.5%	34.6%	16.2%
少数股东权益	22	22	21	19	归属于母公司净利润	0.1%	14.7%	35.7%	16.2%
负债和股东权益	2,932	3,415	3,936	4,559	获利能力				
					毛利率	52.8%	51.6%	52.2%	52.1%
					净利率	12.7%	12.3%	12.7%	12.6%
					ROE	17.5%	17.8%	20.9%	21.0%
					ROIC	16.0%	15.0%	18.5%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率	24.6%	26.9%	26.7%	26.8%
					净负债比率	-58.6%	-49.2%	-45.1%	-42.6%
					流动比率	2.65	2.11	1.94	1.84
					速动比率	2.28	1.79	1.57	1.47
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	1.04	1.19	1.20
					应收账款周转率	25.39	29.65	29.04	28.55
					存货周转率	6.13	6.65	6.52	6.51
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.95	1.09	1.48	1.72
					每股经营现金流	1.19	1.40	1.88	2.10
					每股净资产	5.42	6.13	7.09	8.21
					估值比率				
					P/E	46.58	40.61	29.93	25.76
					P/B	8.17	7.23	6.25	5.40
					EV/EBITDA	22.02	31.31	22.73	19.17

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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

证券分析师承诺

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

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

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

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场