

广州酒家 (603043.SH)

买入 (首次评级)

以餐饮门店为轴，月饼和预制菜驶入发展快车道

当前价格: 17.29 元
 目标价格: 24.1 元

投资要点:

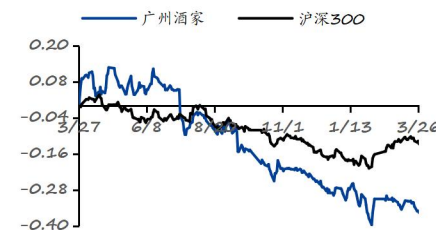
基本数据

➤ **食品+餐饮，一体两翼协同发展动能强劲。**餐饮业务历史悠久，强产品力及技术优势为食品业务赋能，公司双轮驱动主营业务，食品餐饮优势互补，业绩展现较强韧性。23Q1-Q3 公司实现营收 38.75 亿元，同比+16.03%；实现归母净利润 4.91 亿元，同比+4.54%，整体业绩呈现恢复性增长。

总股本/流通股本(百万股)	568.77/568.77
流通 A 股市值(百万元)	9,834.05
每股净资产(元)	6.29
资产负债率(%)	47.66
一年内最高/最低价(元)	31.60/15.55

➤ **连锁化进程加速，餐饮大赛道增长韧性不改，数字化助力广州酒家行稳致远。**餐饮业疫后复苏启航，从近期社零数据来看，23 年 1—12 月份，商品零售 471495 亿元，同比增长 7.2%；餐饮收入 52890 亿元，增长 20.4%，餐饮行业复苏启航。公司紧抓疫后行业复苏机遇，以自身连锁化优势为基础，紧抓大湾区市场，加速省外拓店，发力公司核心业务数字化管理，确立“堂食+外卖”双主场经营，公司有望持续发挥竞争优势，维持行业复苏期业绩增长。

一年内股价相对走势



➤ **食品业务亦是看点，公司有望乘预制菜东风，切入更大市场规模食品新赛道。**2016-2023 年间，我国月饼的销售额从 150.6 亿元增长到 271.3 亿元。强文化属性赋予月饼刚需特点，在月饼“大年”中，不仅销量普遍能有较快增长，提价能力也会更具弹性。预制菜方面，疫情催化预制菜行业有望维持快速增长，艾媒咨询的数据显示预计 26 年预制菜市场规模可突破 1 万亿元，公司立足重点市场，率先布局预制菜，战略与行业发展方向拟合，未来预制菜业务有望打开公司第二增长曲线。

团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
 lc30103@hfzq.com.cn
 分析师: 童杰(S0210523050002)
 tj30105@hfzq.com.cn

➤ **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 5.42/7.21/9.07 亿元，分别同比增长 4%/33%/26%。基于疫情后餐饮业复苏强势，并且公司“一核三翼”的跨区域产能布局也在稳健拓产，推动公司速冻产能爬坡，故给予公司 2024 年 19 倍 PE，对应目标价 24.10 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

相关报告

风险提示

产能建设不及预期；餐饮业务需求不及预期；市场竞争加剧风险；省外拓张不及预期；食品安全问题。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,890	4,112	4,900	5,589	6,392
增长率	18%	6%	19%	14%	14%
净利润(百万元)	558	520	542	721	907
增长率	20%	-7%	4%	33%	26%
EPS(元/股)	0.98	0.91	0.95	1.27	1.59
市盈率(P/E)	17.6	18.9	18.2	13.6	10.8
市净率(P/B)	3.3	3.0	2.7	2.4	2.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键假设

假设 1: 餐饮业务: 公司为首批“中华老字号”的餐饮企业，在疫情后全面复苏，与公司食品业务相互赋能，并不断拓宽市场规模，发力省外扩张，我们预计 2023-2025 年公司餐饮业务营收增速分别为 35%/15%/15%，毛利率为 7%/11%/11.5%。

假设 2: 月饼系列产品业务: 公司深耕月饼市场，产量持续提高，同时考虑到 2023 年和 2025 年为月饼行业“大年”，我们预计 2023-2025 年公司月饼系列产品业务销售量增速分别为 11%/2%/5%，吨价增速为 0.5%/0.5%/1%，营收增速分别为 11.56%/2.51%/6.05%，同时公司将持续加大研发，迭代优化设备，毛利率有望持续爬坡增长，该业务毛利率为 54.5%/55%/55%。

假设 3: 速冻食品业务: 国内预制菜市场规模逐年提升，消费者对于预制菜的需求持续增加，速冻食品赛道有望受益于市场对于预制菜的喜爱，使得该赛道需求提升，促进销量，同时新注册的预制菜企业数量从高峰回落，供给侧扩张放缓，吨价有望得到提升，公司深耕速冻食品市场有望因此受益，同时公司积极扩产，并拓展省外市场，预计 2023-2025 年公司速冻食品业务生产量增速分别为 20.48%/25.19%/18.58%，吨价增速为 0.5%/2%/3%，预计产销率为 100%/100%/100%，营收增速分别为 20.65%/27.69%/22.13%，公司新工厂全部升级完毕后，高效新设备迭代升级后预计将有效提高该业务毛利率水平，该业务毛利率为 36.5%/37%/37%。

区别于市场的观点

市场普遍认为在外部环境因素相对低迷和不稳定的社会现状下，广州酒家旗下月饼业务吨价将会进入下行通道，业务增长存在困难。但我们认为月饼产品有其传统文化赋予的需求特点，叠加 2023 年和 2025 年为月饼“大年”，预计月饼产品仍有较强提价能力。在双轮催化下，我们认为月饼业务吨价仍会缓慢上行。

股价上涨的催化因素

产能建设进度超预期；月饼系列产品吨价超预期；速冻食品业务吨价超预期。

估值和目标价格

考虑到公司为国内餐饮龙头企业之一，因此本文选取同样主要立足于国内餐饮市场同时也处于食品赛道的同庆楼以及同属食品加工赛道的桃李面包、味知香和五芳斋作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 25.74/18.98/15.84 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 5.42/7.21/9.07 亿元，分别同比增长 4%/33%/26%。基于疫情后餐饮业复苏强势，并且公司“一核三翼”的跨区域产能布局也在稳健拓产，推动公司速冻产能爬坡，故给予公司 2024 年 19 倍 PE，对应目标价 24.10 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

投资风险

产能建设不及预期；餐饮业务需求不及预期；市场竞争加剧风险；省外拓张不及预期；食品安全问题。



正文目录

1 餐饮立业食品放量，一体两翼协同发展.....	4
2 餐饮连锁化和数字化进程加速，持续扩张是引流保障.....	5
3 月饼+速冻双轮驱动，产能扩张爆品打造力保销售高增.....	7
4 粤菜复合健康化趋势，预制菜助力岭南食色飞入千家万户.....	9
5 盈利预测.....	11
6 投资建议.....	13
7 风险提示.....	13

图表目录

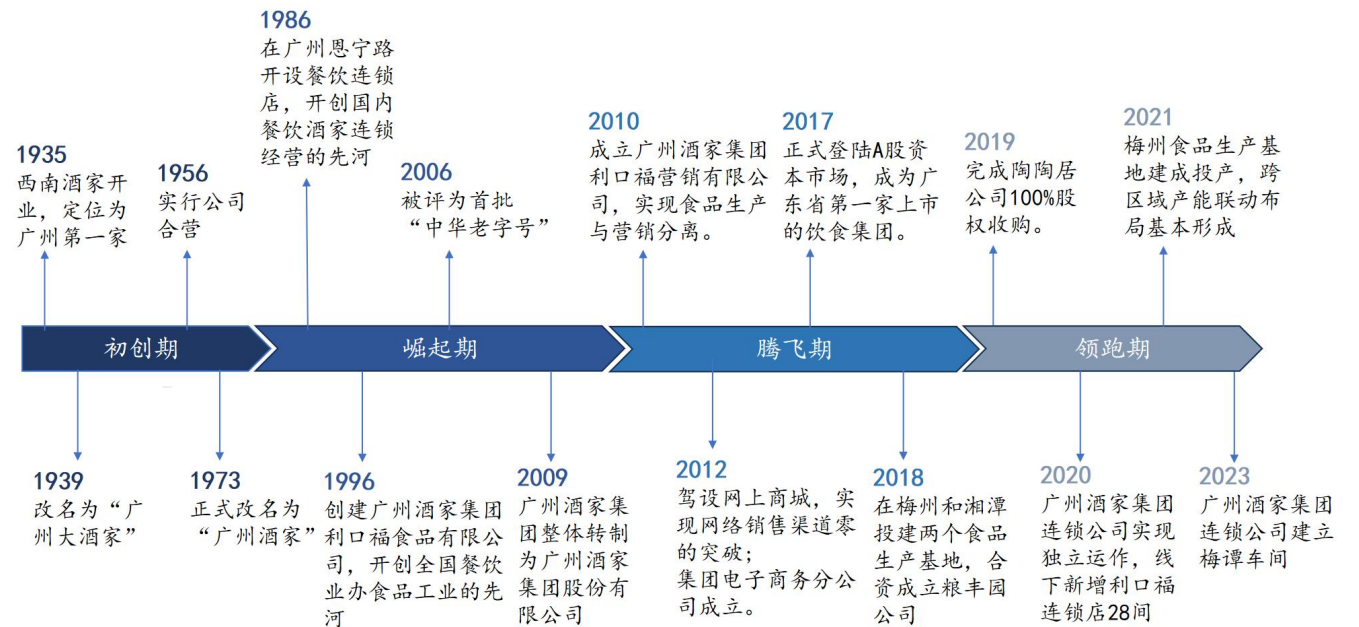
图表 1: 广州酒家发展历程.....	4
图表 2: 广州酒家 18-23Q3 主要业绩变化.....	5
图表 3: 广州酒家 18-23Q3 主营业务结构变化.....	5
图表 4: 餐饮及商品零售总额同比增速 (%).....	6
图表 5: 我国在线外卖行业市场规模及增速.....	7
图表 6: 2018-2022 年我国餐饮连锁化率.....	7
图表 7: 中国消费者购买速冻食品类金额 (元).....	8
图表 8: 广州酒家速冻毛利率与三全食品比较.....	8
图表 9: 中国月饼市场规模 (亿元) 以及同比.....	8
图表 10: 全销售渠道体系.....	9
图表 11: 我国预制菜市场规模 2026 年预计达到 10720 亿元.....	10
图表 12: 使用预制菜餐厅与传统餐厅成本各项对比.....	10
图表 13: 广州酒家预制菜餐品.....	11
图表 14: 公司速冻业食品营收占比逐年提升.....	11
图表 15: 公司业绩拆分预测表.....	12
图表 16: 可比公司估值表.....	13
财务预测摘要.....	15



1 餐饮立业食品放量，一体两翼协同发展

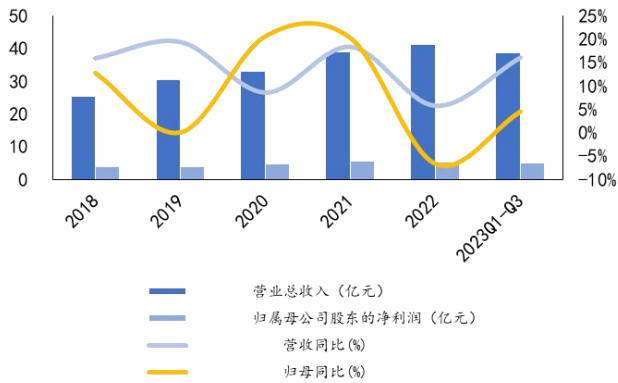
粤式餐饮领军人，品牌声望促发展。公司历史悠久，以“广州第一家”的经营理念刻画了“饮和食德”的基因。1973年公司正式更名为广州酒家，1986年公司参考国外连锁经营模式，引领行业之先，在广州恩宁路开设第一家餐饮连锁店，同年公司开创广州市第一间“超级面包西点饼屋”。悠久的历史 and 品质的沉淀给予公司好的口碑，2006年公司荣获首批“中华老字号”。以好口碑为锚，助推多元竞争优势，2012年公司架设网上商城，布局线上渠道。2017年6月公司正式登陆A股，成为广东省第一家餐饮上市集团。上市篇章不改公司奋斗基因，2018年公司不断扩大产能，布局全国市场，以质量、效率、动力助推公司高质量发展。2019年公司完成对老字号陶陶居公司100%股权收购，进一步丰富品牌矩阵。

图表 1: 广州酒家发展历程

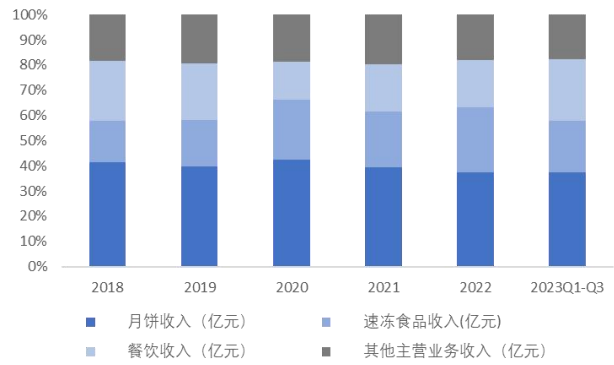


数据来源：公司官网、华福证券研究所

“食品+餐饮”双轮驱动，业态组合优势互补。餐饮业务的品牌优势、技术优势和渠道优势为食品业务奠基，疫情餐饮堂食受限时食品业务对餐饮业务的风险形成对冲。2022年公司实现营收41.12亿元，同比+5.72%；实现归母净利润5.20亿元，同比-6.68%，受疫情影响公司主营业务受到冲击，疫情期间公司业绩起伏。但整体来看，受益于公司“食品+餐饮”双轮驱动的战略方向，食品及餐饮板块优势互补，平滑疫情期间业绩压力，展现较强韧性。23Q1-Q3公司实现营收38.75亿元，同比+16.03%；实现归母净利润4.91亿元，同比+4.54%，整体业绩呈现恢复性增长。


图表 2: 广州酒家 18-23Q3 主要业绩变化


数据来源: Wind、华福证券研究所

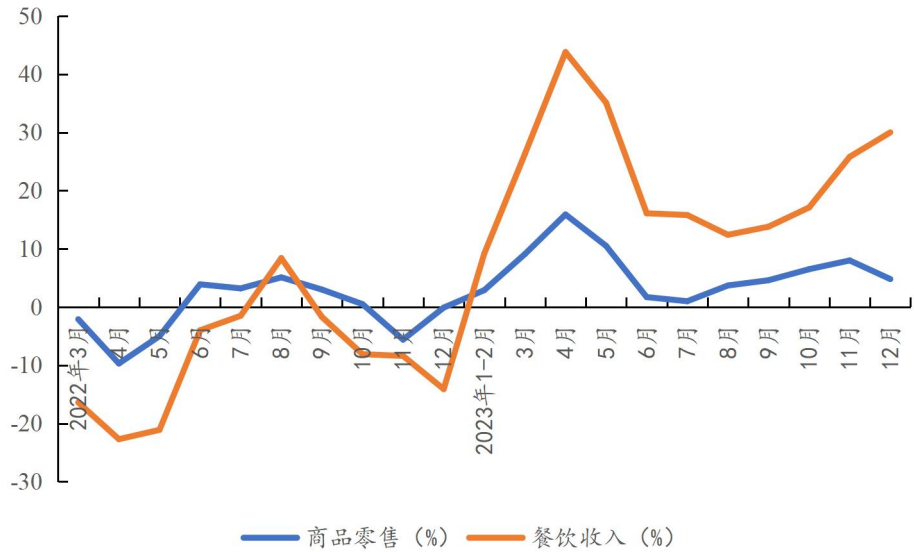
图表 3: 广州酒家 18-23Q3 主营业务结构变化


数据来源: Wind、华福证券研究所

餐饮跨区域逆势拓店，食品放量打造业绩增长极。公司推进强化餐饮品牌战略，持续发力渠道建设和全国化布局。目前公司旗下涵盖：广州酒家、天极品、陶陶居、星樾城等餐饮品牌。疫情期间公司逆势拓店，21年公司旗下各餐饮品牌合计新增门店13家，公司22年新增餐饮门店7家，其中广东省内新增5家门店。公司持续优化线上线下渠道建设，线下渠道通过打造私域小程序，强化产品复购，线上开拓新兴电商平台，推行“短视频+直播+新媒体”组合拳。食品端，公司顺应行业趋势，率先布局预制菜赛道，依托品牌及渠道优势发力预制菜。从预制菜行业来看，目前整个行业仍处在快速发展期，供需两旺，未来公司食品业务（冻品预制菜）有望持续贡献业绩增长。

2 餐饮连锁化和数字化进程加速，持续扩张是引流保障

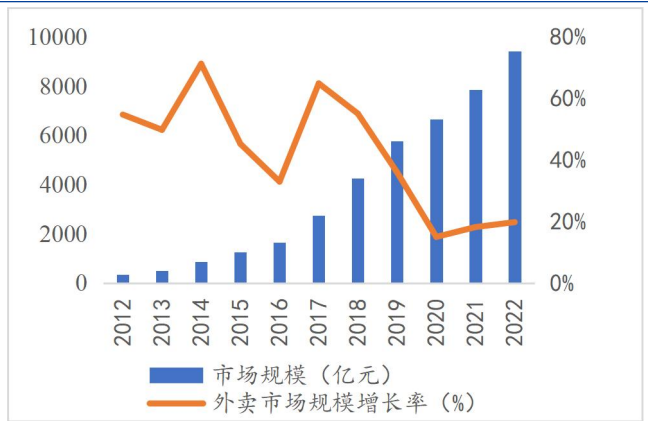
疫情不改餐饮大赛道韧性，餐饮行业复苏启航。受疫情影响，2022年全国餐饮行业收入为43941亿元，同比-6.3%。我国餐饮行业经济韧性强，是提升国民经济的重要产业，具备较强潜力，强韧性龙头具备穿越行业周期的潜力。2023年1—12月份，商品零售471495亿元，同比增长7.2%；餐饮收入52890亿元，同比增长20.4%。


图表 4: 餐饮及商品零售总额同比增速 (%)


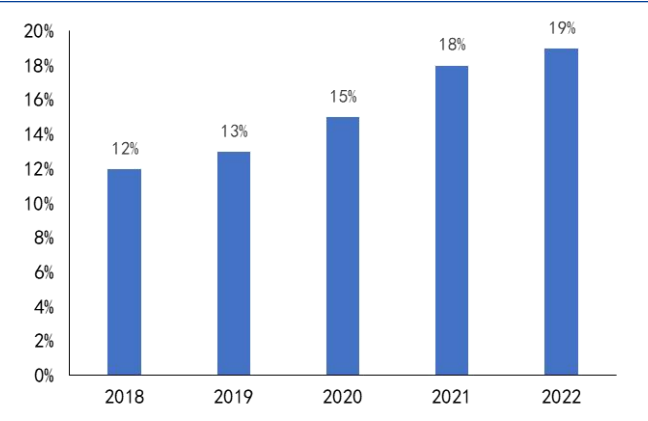
数据来源：国家统计局、华福证券研究所

疫后餐饮复苏反弹，数字化与连锁化势不可挡。疫情改变了人们的生活、消费方式，疫后堂食消费仍需逐渐恢复活力，餐饮业健康消费和便捷消费成为后疫情消费时代的边际增长点。目前来看，餐饮消费需求与优质供给不足之间的矛盾仍然存在，进行数字化改造，强化数字化经营意识，利用互联网外卖平台捕捉需求提升供给效率是实现疫后高质量发展的有效途径。根据艾媒网和观研天下数据显示 2022 年我国外卖市场规模较上年同期增长接近 20%，市场规模将超过 9000 亿元。预计疫后线上外卖行业恢复性增长势头显现，以线上外卖平台为轴，发力餐饮数字化或成为解决疫后餐饮行业发展短期困境的重要指引。

提升标准化，强化连锁化成为推动餐饮行业发展关键要素。疫后健康化消费导向下，持续发展连锁化是提升餐饮业服务品质、塑造品牌优势和稳定市场份额的保障。连锁化餐饮品牌通常具备完善的供应链体系及出餐流程，食品安全可追溯到生产工厂源头，餐饮品牌在食材和成本等方面具备一定的议价能力。我国餐饮业上游为农业养殖业，下游为消费者，产业链涉及范围较广，致使行业标准化和集中度均相对较低。根据上海证券报显示截至 2022 年我国餐饮行业连锁化率为 19%，对比美国 54% 的餐饮连锁化率仍有较大空间。提升标准化，强化连锁化是行业发展的必经之路。


图表 5: 我国在线外卖行业市场规模及增速


数据来源: 艾媒咨询、观研天下、华福证券研究所

图表 6: 2018-2022 年我国餐饮连锁化率


数据来源: 资产信息网、千际投行、美团研究院、中国连锁经营协会、上海证券报、华福证券研究所

数字化管理不落后，布局“堂食+外卖”双主场经营。公司早在 2019 年就启动了针对形象和经营理念的“老店换新”，以互联网数字化技术为抓手对经营店铺进行线上线下升级改造。据公司公开资料显示，2022 年广州酒家外卖订单量同比增长超过 75%，陶陶居同比增长超过 150%，增速高于餐饮大盘。

省内紧抓大湾区，省外拓店有望加速。公司餐饮业务虽以直营店连锁经营为主，但同时旗下餐饮品牌“陶陶居”也拥有自营及商标许可第三方经营两种模式。从主营业务经营模式来看，公司在餐饮连锁化发展轨迹下已经具备先发优势，控本控品，原材料采购端公司具备一定的议价能力，门店运营及管理标准化为公司赋能。好模式助力公司在疫情期间仍保持营收增长，业绩与行业发展韧性同频。

公司立足省内市场基本盘，借力行业复苏期，重点布局粤港澳大湾区优势市场，并逐步向周边地区辐射，加速填补沿海城市空白网点。积极拓展以上海为核心的华东区域潜力市场，目前已经完成广州酒家上海门店的建设及拓展其他重点城市的筹划。

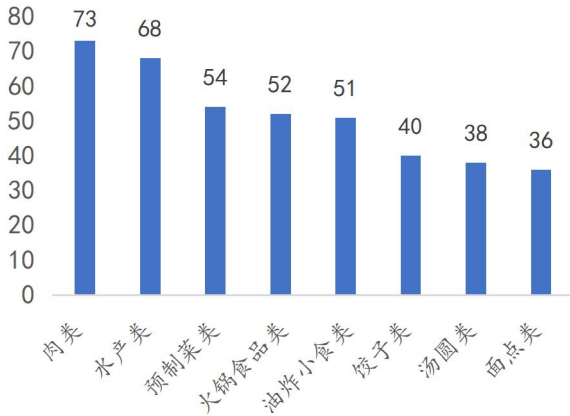
3 月饼+速冻双轮驱动，产能扩张爆品打造力保销售高增

速冻消费方兴未艾，产能释放推动高增长。速冻食品市场的规模不断扩张，根据艾媒咨询数据显示，2023 年中国消费者单次购买肉类速冻食品金额最高，达到 73 元；预制菜类排名第三，消费者单次购买花费金额达到 54 元。2022 年，广州酒家营业收入达 41.12 亿元，速冻食品营业收入为 10.58 亿元，占总营收的 25.7%，仅次于月饼系列产品所占比重。

广州酒家 8 月 7 日在投资者互动平台表示，速冻食品作为公司的重点发展品项，近年通过新建基地及技改挖潜扩大了速冻食品产能已可满足当前市场需求。随着产能的不断释放，公司在深耕广东省内市场的同时不断开拓省外地区，努力推动速冻品项的持续发展。

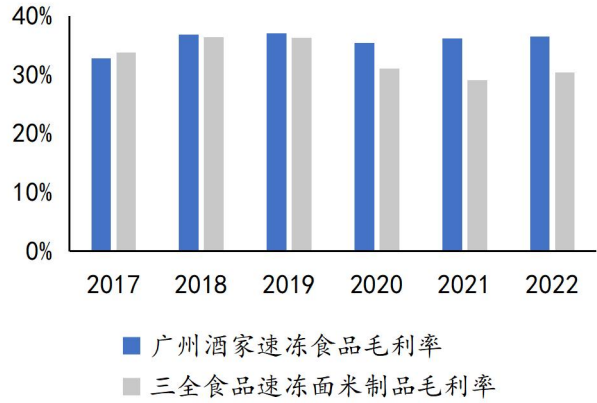


图表 7: 中国消费者购买速冻食品类金额 (元)



数据来源: 艾媒咨询、华福证券研究所

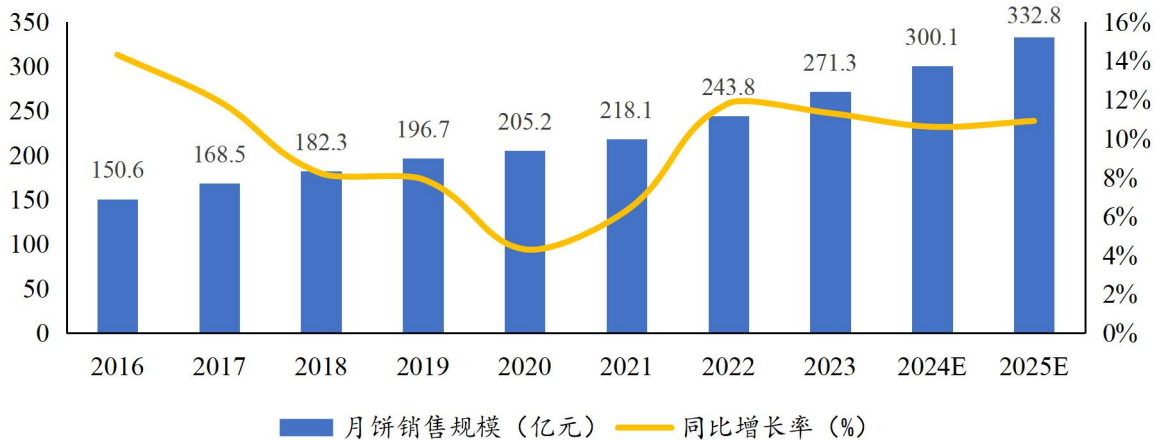
图表 8: 广州酒家速冻毛利率与三全食品比较



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

经济复苏消费回暖, 可支配收入增加有望促进月饼需求提高。 月饼消费呈现稳定增长态势, 2016-2023 年间, 我国月饼的销售额从 150.6 亿元增长到 271.3 亿元, 7 年 CAGR 为 8.8%。月饼消费存在季节性刚需的特点, 由于月饼是中秋佳节必备的节庆物品, 其传统文化属性赋予其刚性需求的特点, 故行业提价能力比较强。同时在月饼行业中, 月饼厂商会把中秋、国庆两节相隔一周以内的年份叫做“月饼大年”, 在“大年”中, 月饼不仅销量普遍能有较快增长, 提价能力也会更具弹性。随着国内人均可支配收入不断增加, 2023 年人均可支配收入以达到 3.92 万元, 消费者可以有更大的弹性空间用来配置给月饼类消费, 月饼需求因而有望迎来新高。

图表 9: 中国月饼市场规模 (亿元) 以及同比



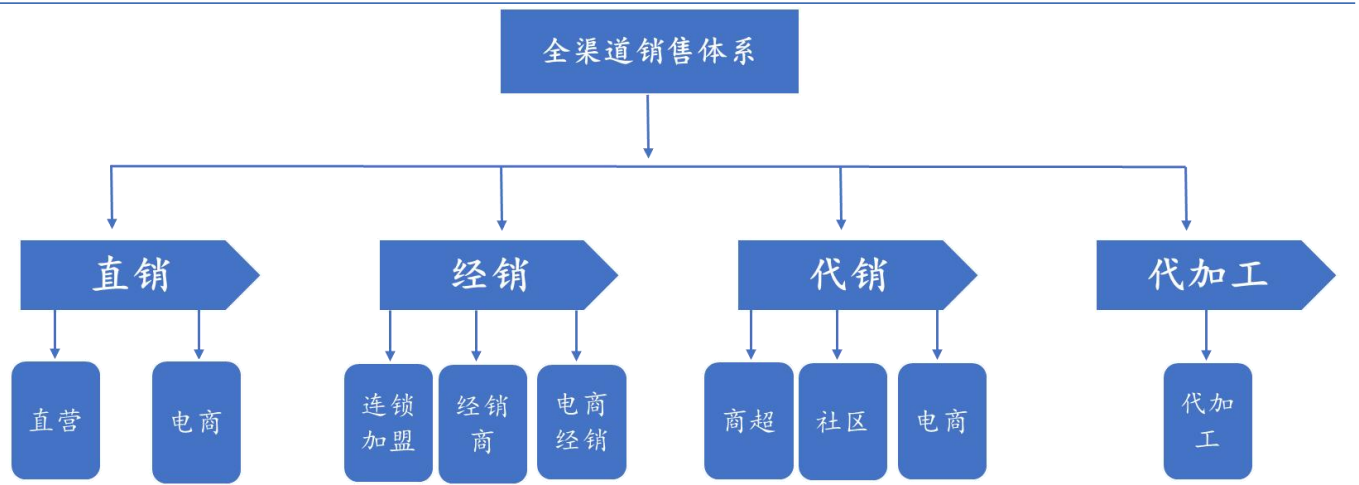
数据来源: 艾媒咨询、华福证券研究所

营销发力产能联动, 夯实食品发展基本盘。 公司坚持全渠道销售体系建设, 营销全国化布局。公司已全面建立起包括经销商渠道、电商渠道、线下连锁门店和商超渠道的体系, 通过差异化定位, 全面有效地覆盖线上线下各种消费场景。通过利用各端口差异化的销售模式, 有效实现消费场景线上线下全覆盖, 进一步匹配消费



者多元化需求。

图表 10: 全销售渠道体系



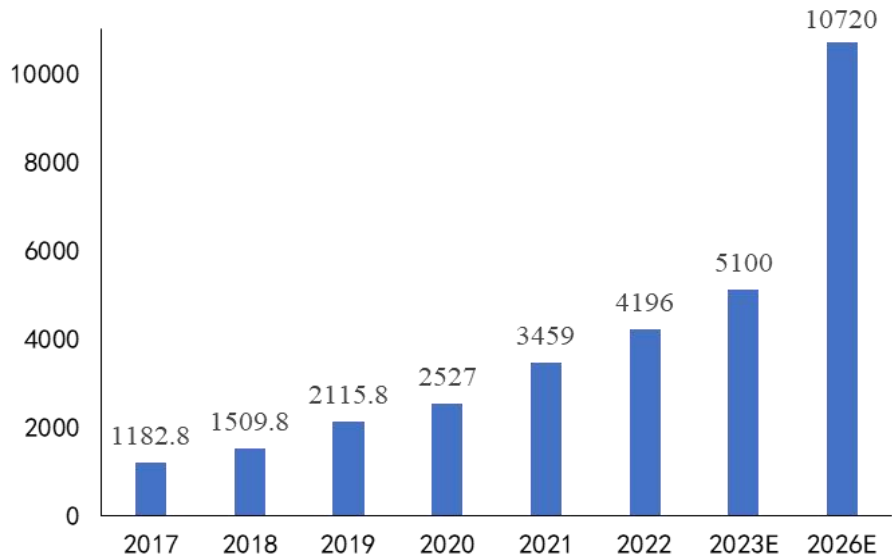
数据来源：公司公告、华福证券研究所

跨区域产能联动显成效，“一核三翼”布局效果显著。广东广州、茂名、梅州和湖南湘潭四大生产基地充分发挥产能的协同作用，有效保障了产品供应。梅州基地一期为 2022 年速冻增量发展做出极大贡献，推动速冻产能的爬坡增长；广州基地新增一条速冻生产线，湘潭基地正建设速冻食品生产车间，为公司速冻产业进行全面布局。

季节性食品消费高峰将考验公司对市场的研判能力、营销策划能力、销售策略的制定，研发创新能力、供应链的短时峰值供应能力，生产与销售及时动态调整能力，大规模集中生产品质控制能力；公司凭借其全渠道、全国化的营销模式，产能体系的配合以及老字号的品牌优势，在季节性销售高峰时，公司基本盘优势将更加凸显。

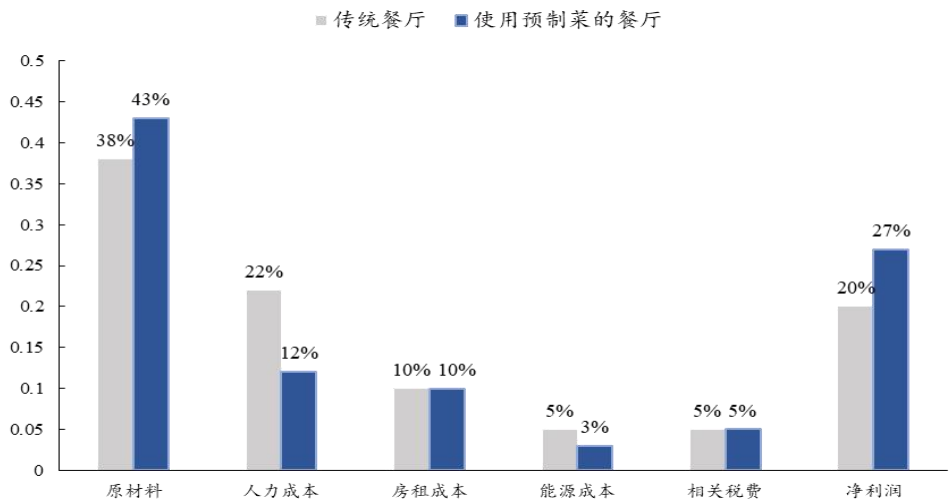
4 粤菜复合健康化趋势，预制菜助力岭南食色飞入千家万户

预制菜仍具备扩容空间，疫情催化行业高增。供需双驱动预制菜行业，从供给端来看，随着我国冷链物流技术的完善和发展，为预制菜在储藏、运输等过程中提供了较好渠道媒介和品质保障，进一步推动了预制菜向餐饮行业的渗透。从需求端来看，疫情期间社会面人员流动管控趋严，餐饮行业堂食消费场景消失，行业成本端承压，B 端餐饮企业有降本增效需求，从 C 端来看，疫情期间居家用餐需求增加，预制菜成为居家就餐消费行为下的备餐首选。疫情后，2022 年我国预制菜行业市场规模约为 4196 亿元，预计 2026 年将达 10720 亿元，CAGR 为 26.43%。我们认为预制菜在 C 端存在较大的发展潜力，未来增量市场十分可观。


图表 11: 我国预制菜市场规模 2026 年预计达到 10720 亿元


数据来源：中商产业研究院、新华网、华福证券研究所

预制菜使用提升餐厅净利率，疫情催化需求展现弹性。 尽管使用预制菜的餐厅原材料成本增加了 5pct，但人力及能源成本降低推动净利润提升 7pct。疫情初期，我国预制菜注册企业注册数量超过 1.6 万家。22 年底新增预制菜注册 2799 家，疫情催化需求，拉动预制菜市场发展潜力释放。

图表 12: 使用预制菜餐厅与传统餐厅成本各项对比


数据来源：财联社、《2021 年中国连锁餐饮行业报告》、中商产业研究院、华福证券研究所

立足重点市场，率先布局预制菜。 据广东省农业农村厅相关数据显示，广东省在 2021 年度的《中国预制菜产业指数省份排行榜》中，名列第一。广东省为重点经营市场，粤港澳大湾区具备消费市场具备巨大潜力，渠道网络成熟，丰富的农产品资源叠加完善的产业链，使其具备发展预制菜行业的天然优势。早在 90 年代初公司就已经推出半成品菜“超级面包西点饼屋”，之后相继推出了，“速冻点心”、“师奶菜系”系列，公司目前主打速冻盆菜，盐焗鸡、咕嚕肉、豉油鸡等粤菜。公司速



冻食品业务作为切入预制菜赛道的主要发力点，近年来营收占比逐年提升。公司计划持续增加在预制菜方面的投入，致力于研发新菜品，从预制菜供需及未来行业规模来看，未来公司预制菜业务有望助力公司业绩高增。

图表 13: 广州酒家预制菜餐品



数据来源：亚餐会、华福证券研究所

图表 14: 公司速冻业食品营收占比逐年提升



数据来源：公司公告、华福证券研究所

5 盈利预测

月饼系列产品业务：公司深耕月饼市场，产量持续提高，同时考虑到 2023 年和 2025 年为月饼行业“大年”，我们预计 2023-2025 年公司月饼系列产品业务销售量增速分别为 11%/2%/5%，吨价增速为 0.5%/0.5%/1%，营收增速分别为 11.56%/2.51%/6.05%，同时公司将持续加大研发，迭代优化设备，毛利率有望持续爬坡增长，该业务毛利率为 54.5%/55%/55%。

速冻食品业务：国内预制菜市场规模逐年提升，消费者对于预制菜的需求持续增加，速冻食品赛道有望受益于市场对于预制菜的喜爱，使得该赛道需求提升，促进销量，同时新注册的预制菜企业数量从高峰回落，供给侧扩张放缓，吨价有望得到提升，公司深耕速冻食品市场有望因此受益，同时公司积极扩产，并拓展省外市场，预计 2023-2025 年公司速冻食品业务生产量增速分别为 20.48%/25.19%/18.58%，吨价增速为 0.5%/2%/3%，预计产销率为 100%/100%/100%，营收增速分别为 20.65%/27.69%/22.13%，公司新工厂全部升级完毕后，高效新设备迭代升级后预计将有效提高该业务毛利率水平，该业务毛利率为 36.5%/37%/37%。

餐饮业务：公司为首批“中华老字号”的餐饮企业，疫后堂食消费场景恢复，公司餐饮业务在疫情后快速复苏，并持续拓宽市场规模，发力省外扩张，助力业务成长。广州酒家餐饮和食品结合的特殊业态，使得公司餐饮业务与公司食品业务相互赋能，不断提高毛利率水平。公司不断拓宽市场规模，发力省外扩张，预计 2023-2025 年公司餐饮业务营收增速分别为 35%/15%/15%，毛利率分别是 7%/11%/11.5%。

图表 15: 公司业绩拆分预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4112.35	4900.23	5589.21	6392.36
YoY	5.72%	19.16%	14.06%	14.37%
营业总成本 (百万元)	2646.93	3132.94	3509.58	4025.05
YoY	9.45%	18.36%	12.02%	14.69%
毛利率	35.63%	36.07%	37.21%	37.03%
营业成本/收入	64.37%	63.93%	62.79%	62.97%
分业务拆分:				
月饼系列产品业务				
收入 (百万元)	1518.60	1694.07	1736.60	1841.66
YoY	-0.13%	11.56%	2.51%	6.05%
毛利率	54.18%	54.5%	55.0%	55.0%
业务收入比例	36.93%	34.57%	31.07%	28.81%
速冻食品业务				
收入 (百万元)	1057.67	1276.13	1629.51	1990.17
YoY	24.75%	20.65%	27.69%	22.13%
毛利率	36.56%	36.5%	37.0%	37.0%
业务收入比例	25.72%	26.04%	29.15%	31.13%
餐饮业务				
收入 (百万元)	762.20	1028.98	1183.32	1360.82
YoY	5.14%	35.0%	15.0%	15.0%
毛利率	1.92%	7.0%	11.0%	11.5%
业务收入比例	18.53%	21.00%	21.17%	21.29%
其他商品销售业务				
收入 (百万元)	735.06	849.36	981.86	1135.03
YoY	-2.42%	15.6%	15.6%	15.6%
毛利率	28.20%	30%	34%	35%
业务收入比例	17.87%	17.33%	17.57%	17.76%
其他业务				
收入 (百万元)	38.82	51.69	57.92	64.67
YoY	-10.13%	33.18%	12.05%	11.65%
毛利率	87.55%	99.43%	99.42%	99.39%
业务收入比例	0.94%	1.1%	1.0%	1.0%

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



6 投资建议

考虑到公司为国内餐饮龙头企业之一，因此本文选取同样主要立足于国内餐饮市场同时也处于食品赛道的同庆楼以及同属食品加工赛道的桃李面包、味知香和五芳斋作为可比公司。2023-2025年可比公司平均PE分别为25.74/18.98/15.84倍。预计公司2023-2025年归母净利润将达到5.42/7.21/9.07亿元，分别同比增长4%/33%/26%。基于疫情后餐饮业复苏强势，并且公司“一核三翼”的跨区域产能布局也在稳健拓产，推动公司速冻产能爬坡，故给予公司2024年19倍PE，对应目标价24.10元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 16: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS(元)			PE(倍)			
		2024/3/27	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
605108	同庆楼	28.48	0.36	1.07	1.46	1.87	103.42	26.72	19.46	15.22
603866	桃李面包	6.20	0.48	0.36	0.4	0.45	32.07	21.35	15.51	13.78
605089	味知香	32.06	1.43	1.07	1.28	1.49	51.04	30.00	25.14	21.51
603237	五芳斋	26.80	1.36	1.18	1.7	2.08	34.55	24.89	15.79	12.86
	平均值						55.27	25.74	18.98	15.84
603043	广州酒家	17.29	0.91	0.95	1.27	1.59	18.90	18.15	13.63	10.85

数据来源：同庆楼、桃李面包、味知香、五芳斋基于2024年3月27日Wind一致预期，华福证券研究所

7 风险提示

1) 产能建设不及预期：公司新建工厂将为公司主营业务提供丰富产能，产能建设不及预期将影响公司主营业务成长。

2) 餐饮业务需求不及预期：餐饮业务为公司“立品牌”板块，但如果餐饮业务需求不及预期，会导致公司拓展缓慢，从而影响该业务发展。

3) 市场竞争加剧风险：食品业务收入为公司整体收入的高占比板块，当遇到市场竞争加剧风险，市场有可能会陷入价格竞争中，从而影响月饼与速冻食品的吨价导致价格波动，吨价承压将影响公司食品业务成长。

4) 省外拓张不及预期：公司为广州地区老字号餐饮与食品企业，未来省外拓张将作为公司重要战略帮助公司进一步成长，省外拓张如不及预期会影响公司食品业务的销量成长，同时还会影响公司餐饮业务的市场拓宽，使得公司餐饮业发展放缓，从而整体影响公司业绩水平。



5) **食品安全问题**: 速冻食品以及月饼业务为公司现阶段主营业务, 突发重大食品安全问题可能会导致舆论事件的发生, 影响速冻食品以及月饼业务后续发展。



财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	915	980	1,311	2,030
应收票据及账款	147	200	230	262
预付账款	20	20	21	27
存货	309	367	424	476
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	271	269	300	325
流动资产合计	1,662	1,836	2,286	3,119
长期股权投资	40	40	40	40
固定资产	1,710	1,750	1,743	1,723
在建工程	66	66	66	66
无形资产	157	149	144	137
商誉	152	152	152	152
其他非流动资产	2,060	2,063	2,089	2,119
非流动资产合计	4,185	4,220	4,234	4,237
资产合计	5,847	6,056	6,520	7,356
短期借款	261	189	100	100
应付票据及账款	297	315	354	407
预收款项	0	0	0	0
合同负债	185	203	233	273
其他应付款	370	370	370	370
其他流动负债	324	333	344	377
流动负债合计	1,436	1,410	1,402	1,528
长期借款	245	295	345	395
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	633	487	390	339
非流动负债合计	878	782	735	734
负债合计	2,314	2,192	2,137	2,261
归属母公司所有者权益	3,323	3,635	4,130	4,809
少数股东权益	210	229	254	286
所有者权益合计	3,532	3,864	4,384	5,095
负债和股东权益	5,847	6,056	6,520	7,356

现金流量表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	833	626	823	1,068
现金收益	615	695	888	1,073
存货影响	1	-58	-57	-52
经营性应收影响	-22	-53	-31	-38
经营性应付影响	46	19	39	53
其他影响	193	23	-15	31
投资活动现金流	-2,086	-192	-154	-160
资本支出	-682	-195	-157	-145
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-1,404	3	3	-15
融资活动现金流	192	-368	-338	-190
借款增加	516	-30	-39	50
股利及利息支付	-237	-254	-338	-418
股东融资	34	0	0	0
其他影响	-121	-84	39	178

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

利润表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,112	4,900	5,589	6,392
营业成本	2,647	3,133	3,510	4,025
税金及附加	38	44	50	58
销售费用	442	526	559	639
管理费用	380	481	503	575
研发费用	84	98	112	0
财务费用	-48	-29	-28	-37
信用减值损失	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	39	20	20	10
投资收益	3	3	3	3
其他收益	34	20	20	20
营业利润	640	685	922	1,160
营业外收入	7	3	3	3
营业外支出	2	5	15	20
利润总额	644	683	910	1,143
所得税	111	122	163	205
净利润	533	561	747	939
少数股东损益	12	19	25	32
归属母公司净利润	520	542	721	907
EPS (按最新股本摊薄)	0.91	0.95	1.27	1.59

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	5.7%	19.2%	14.1%	14.4%
EBIT 增长率	-9.6%	9.8%	34.8%	25.4%
归母公司净利润增长率	-6.7%	4.1%	33.2%	25.7%
获利能力				
毛利率	35.6%	36.1%	37.2%	37.0%
净利率	13.0%	11.4%	13.4%	14.7%
ROE	14.7%	14.0%	16.5%	17.8%
ROIC	23.2%	24.1%	28.9%	29.5%
偿债能力				
资产负债率	39.6%	36.2%	32.8%	30.7%
流动比率	1.2	1.3	1.6	2.0
速动比率	0.9	1.0	1.3	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	12	13	14	14
存货周转天数	42	39	41	40
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	0.95	1.27	1.59
每股经营现金流	1.47	1.10	1.45	1.88
每股净资产	5.84	6.39	7.26	8.45
估值比率				
P/E	19	18	14	11
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA				



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn