

**投资评级 优于大市 维持**

## 1Q23 收入增 23.1%，月饼收入增速加快

### 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 04月27日收盘价(元)  | 30.11       |
| 52周股价波动(元)    | 19.92-31.00 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 569/569     |
| 总市值/流通市值(百万元) | 17126/17126 |

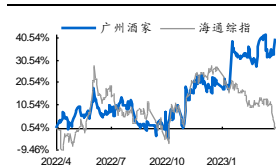
### 相关研究

《1-2月餐饮已回暖，看好复苏弹性&产能释放》2023.04.01

《1H22收入增15.5%，老字号创新提质增效》2022.09.01

《2021年收入增18%，产能释放&渠道优化助力增长》2022.04.05

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M   | 2M  | 3M   |
|---------|------|-----|------|
| 绝对涨幅(%) | 10.7 | 6.7 | 17.1 |
| 相对涨幅(%) | 11.3 | 8.0 | 21.7 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

联系人:王祎婕

Tel:(021)23219768

Email:wjy13985@haitong.com

### 投资要点:

公司4月27日发布2023年一季报。1Q23实现收入9.20亿元，同比增长23.1%；归母净利润0.69亿元，同比增长31.9%；扣非归母净利润0.66亿元，同比增长29.8%；摊薄EPS为0.12元，加权平均净资产收益率2.06%，每股经营性现金流0.27元。

### 简评及投资建议

**1、公司1Q23营业总收入同比上升23.1%至9.2亿元，毛利率同比增2.1pct至32.4%，归母净利润同比上升31.9%至0.69亿元。**公司1Q23实现营业收入9.2亿元，同比增长23.1%，毛利率为32.4%，同比增长2.1pct，归母净利润为0.7亿元，同比增长31.9%。公司1Q归母净利润大幅增长主因餐饮业务营业收入大幅增长，综合毛利率有所提升，带动公司净利润增长。

**月饼板块高增长，餐饮板块快速回暖。**1Q23广州酒家月饼系列营业收入0.11亿元(+41.62%)，主要系公司馅料销售同比增长；速冻食品系列营业收入3.08亿元(+12.34%)；餐饮业营业收入3.39亿元(+55.13%)，主因1Q22受外部因素影响基数较低，1Q23随国内餐饮消费形势持续好转。

**省内业务增长，直接销售发力。**1Q23公司直接销售收入发展迅速，为5.22亿元(+40.59%)，占比57.32%(+6.79pct)，主要系公司餐饮业务较去年同期出现较大增长，经销收入3.89亿元(+6.92%)，占比42.68%(+6.79pct)；从营业收入地区分布来看，广东省内发展迅速，1Q销售收入7.82亿元(+27.86%)，境内省外小幅上升(+7.24%)，境外略有下降(-27.84%)；省外经销商数量快速发展，广东省内，境内广东省外，境外经销商数量环比增加0.17%、1.42%和4.35%。

**2.期间费用率略增1.1pct至21.6%，管理费用率管控良好。**1Q23，①**销售费用率**：同比增加0.7pct至10.2%，销售费用增长31.6%至0.93亿元。②**管理费用率**：同比减少0.1pct至9.1%，管理费用增长21.9%至0.84亿元。③**研发费用率**：同比减少0.5pct至1.7%，研发费用减少2.3%至0.16亿元。④**财务费用**为0.05亿元(1Q22财务净收入0.03亿元)，其中利息费用0.12亿元，利息收入0.08亿元。

### 主要财务数据及预测

|             | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 3890  | 4112  | 5024  | 5797  | 6564  |
| (+/-)YoY(%) | 18.3% | 5.7%  | 22.2% | 15.4% | 13.2% |
| 净利润(百万元)    | 558   | 520   | 703   | 836   | 981   |
| (+/-)YoY(%) | 20.3% | -6.7% | 35.1% | 18.8% | 17.4% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.98  | 0.91  | 1.24  | 1.47  | 1.73  |
| 毛利率(%)      | 37.8% | 35.6% | 37.8% | 37.9% | 38.2% |
| 净资产收益率(%)   | 18.7% | 15.7% | 18.5% | 19.0% | 19.0% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利预测。**我们预计 2023-2025 年收入各 50.24 亿元、57.97 亿元、65.64 亿元，同比增长 22.2%、15.4%、13.2%；归母净利润各 7.03 亿元、8.36 亿元、9.81 亿元，同比增长 35.1%、18.8%、17.4%，EPS 各 1.24 元、1.47 元、1.73 元。

**维持对公司的判断。**我们看好公司强品牌力、产品力，食品、餐饮双轮驱动，未来有望充分发挥广州酒家、陶陶居等知名品牌优势，立足广东辐射全国。①**餐饮：**我们认为，疫后客流修复叠加稳步拓店，春节旺季已迅速回暖，全年业绩弹性较大；②**月饼：**23 年国庆中秋双节相连，月饼大年叠加消费复苏，收入增速有望提振；③**速冻：**湘潭二期有望 23 年投产，达产后年产量约 3.85 万吨，随速冻产能持续释放，中长期有望支撑业绩成长。

我们选取速冻、烘焙类食品企业作可比公司，PE 估值方法：给予 2023 年 25-30 倍 PE，对应合理价值区间 30.91-37.09 元。维持“优于大市”评级。

**风险提示：食品安全风险、市场经营风险、原材料价格上涨风险。**

**表 1 公司主营业务收入预测分拆表 (百万元)**

|          | 2021  | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 食品制造     | 3052  | 3253   | 3913  | 4469  | 5046  |
| yoy(%)   | 13.22 | 6.58   | 20.29 | 14.21 | 12.91 |
| 餐饮业务     | 725   | 762    | 991   | 1189  | 1367  |
| yoy(%)   | 48.32 | 5.14   | 30.00 | 20.00 | 15.00 |
| 其他       | 69    | 58     | 73    | 87    | 96    |
| yoy(%)   | 4.75  | -16.08 | 25.00 | 20.00 | 10.00 |
| 主营业务营业收入 | 3847  | 4074   | 4977  | 5746  | 6510  |
| yoy(%)   | 18.33 | 5.90   | 22.18 | 15.45 | 13.30 |
| 主营业务营业成本 | 2415  | 2642   | 3119  | 3596  | 4048  |
| yoy(%)   | 21.28 | 9.40   | 18.03 | 15.30 | 12.57 |
| 毛利率(%)   | 37.22 | 35.14  | 37.34 | 37.42 | 37.82 |

资料来源：公司招股书，2021-2022 年年报，海通证券研究所

**表 2 分季度合并损益表**

|                  | 4Q2021 | 1Q2022 | 2Q2022 | 3Q2022 | 4Q2022 | 1Q2023 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)      | 873.5  | 747.4  | 676.2  | 1916.7 | 772.1  | 919.9  |
| 同比增长 (%)         | 20.6   | 11.5   | 20.3   | 7.4    | -11.6  | 23.1   |
| 营业成本 (百万元)       | 556.0  | 520.9  | 509.5  | 1062.3 | 554.2  | 622.0  |
| 毛利率 (%)          | 36.4   | 30.3   | 24.7   | 44.6   | 28.2   | 32.4   |
| 营业税金及附加 (百万元)    | 4.7    | 5.4    | 5.0    | 23.6   | 4.5    | 298.0  |
| 营业税金及附加/营业收入 (%) | 0.5    | 0.7    | 0.7    | 1.2    | 0.6    | 0.4    |
| 销售费用 (百万元)       | 99.9   | 70.9   | 86.6   | 151.4  | 132.7  | 93.4   |
| 销售费用率 (%)        | 11.4   | 9.5    | 12.8   | 7.9    | 17.2   | 10.2   |
| 管理费用 (百万元)       | 93.0   | 68.9   | 74.8   | 138.8  | 97.7   | 84.0   |
| 管理费用率 (%)        | 10.6   | 9.2    | 11.1   | 7.2    | 12.7   | 9.1    |
| 研发费用 (百万元)       | 21.4   | 16.3   | 18.7   | 26.4   | 22.4   | 15.9   |
| 研发费用率 (%)        | 2.4    | 2.2    | 2.8    | 1.4    | 2.9    | 1.7    |
| 财务费用 (百万元)       | -5.8   | -2.8   | -14.4  | -1.3   | -29.8  | 5.3    |
| 财务费用率 (%)        | -0.7   | -0.4   | -2.1   | -0.1   | -3.9   | 0.6    |
| 资产减值损失 (百万元)     | -18.5  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 投资净收益 (百万元)      | 9.8    | -0.4   | -1.2   | 3.0    | 1.8    | -0.3   |
| 营业利润 (百万元)       | 152.3  | 65.8   | 1.5    | 507.4  | 64.8   | 96.3   |
| 同比增长 (%)         | 13.6   | 12.3   | -110.0 | 4.7    | -57.5  | 46.2   |

|                     |       |      |        |       |       |      |
|---------------------|-------|------|--------|-------|-------|------|
| 营业外收入 (百万元)         | 0.8   | 0.7  | 0.9    | 0.5   | 4.9   | 1.2  |
| 营业外支出 (百万元)         | 0.1   | 0.0  | 1.5    | 0.5   | 0.5   | 0.5  |
| 利润总额 (百万元)          | 153.0 | 66.5 | 0.9    | 507.4 | 69.2  | 97.0 |
| 同比增长 (%)            | 17.8  | 13.2 | -107.1 | 4.8   | -54.8 | 45.8 |
| 所得税费用 (百万元)         | 40.2  | 13.3 | 0.1    | 87.2  | 10.7  | 18.1 |
| 有效所得税率 (%)          | 26.3  | 20.0 | 8.6    | 17.2  | 15.4  | 18.7 |
| 净利润 (百万元)           | 112.8 | 53.2 | 0.8    | 420.2 | 58.6  | 78.8 |
| 少数股东损益 (百万元)        | -1.2  | 0.7  | -1.1   | 4.4   | 8.5   | 9.6  |
| 归属于母公司所有者的净利润 (百万元) | 114.0 | 52.5 | 1.9    | 415.8 | 50.1  | 69.2 |
| 同比增长 (%)            | 9.5   | 10.4 | -119.2 | 2.4   | -56.0 | 31.9 |
| 净利润率 (%)            | 12.9  | 7.1  | 0.1    | 21.9  | 7.6   | 8.6  |
| 扣除非经常损益后的净利润 (百万元)  | 94.7  | 50.7 | -1.9   | 409.6 | 18.1  | 65.9 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 合理价值区间测算

|                 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 合理市值<br>(百万元, 人民币) | 合理价值<br>(元/股, 人民币) |
|-----------------|------|-------|-------|-------|--------------------|--------------------|
| 归母净利 (百万元, 人民币) | 520  | 703   | 836   | 981   |                    |                    |
| PE (倍, 下限)      |      | 25    |       |       | 17581              | 30.91              |
| PE (倍, 上限)      |      | 30    |       |       | 21097              | 37.09              |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 广州酒家可比公司估值表 (根据 2023 年 4 月 27 日收盘价)

|                | 桃李面包  | 安井食品  | 煌上煌   | 三全食品  | 平均    |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE (倍, 2023 年) | 23.71 | 34.44 | 34.67 | 16.68 | 27.37 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表 (百万元)          | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |              |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>4112</b> | <b>5024</b>  | <b>5797</b>  | <b>6564</b>  |
| 每股收益               | 0.91         | 1.24         | 1.47         | 1.73         | 营业成本               | 2647        | 3124         | 3601         | 4053         |
| 每股净资产              | 5.84         | 6.68         | 7.75         | 9.07         | 毛利率%               | 35.6%       | 37.8%        | 37.9%        | 38.2%        |
| 每股经营现金流            | 1.47         | 1.85         | 1.84         | 2.18         | 营业税金及附加            | 38          | 46           | 53           | 60           |
| 每股股利               | 0.40         | 0.40         | 0.40         | 0.40         | 营业税金率%             | 0.9%        | 0.9%         | 0.9%         | 0.9%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |              |              |              |              | 营业费用               | 442         | 475          | 545          | 608          |
| P/E                | 32.91        | 24.35        | 20.50        | 17.45        | 营业费用率%             | 10.7%       | 9.5%         | 9.4%         | 9.3%         |
| P/B                | 5.15         | 4.51         | 3.89         | 3.32         | 管理费用               | 380         | 453          | 512          | 572          |
| P/S                | 4.16         | 3.41         | 2.95         | 2.61         | 管理费用率%             | 9.2%        | 9.0%         | 8.8%         | 8.7%         |
| EV/EBITDA          | 19.42        | 17.57        | 15.58        | 13.16        | EBIT               | 521         | 830          | 974          | 1143         |
| 股息率%               | <b>1.3%</b>  | <b>1.3%</b>  | <b>1.3%</b>  | <b>1.3%</b>  | 财务费用               | -48         | 11           | 1            | -5           |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |              |              |              |              | 财务费用率%             | -1.2%       | 0.2%         | 0.0%         | -0.1%        |
| 毛利率                | 35.6%        | 37.8%        | 37.9%        | 38.2%        | 资产减值损失             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 净利润率               | 12.7%        | 14.0%        | 14.4%        | 15.0%        | 投资收益               | 3           | 10           | 11           | 12           |
| 净资产收益率             | 15.7%        | 18.5%        | 19.0%        | 19.0%        | <b>营业利润</b>        | <b>640</b>  | <b>867</b>   | <b>1028</b>  | <b>1209</b>  |
| 资产回报率              | 8.9%         | 10.4%        | 11.1%        | 11.5%        | 营业外收支              | 5           | 5            | 5            | 5            |
| 投资回报率              | 9.5%         | 13.2%        | 13.8%        | 14.3%        | <b>利润总额</b>        | <b>644</b>  | <b>872</b>   | <b>1033</b>  | <b>1214</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |              |              |              |              | EBITDA             | 761         | 974          | 1089         | 1263         |
| 营业收入增长率            | 5.7%         | 22.2%        | 15.4%        | 13.2%        | 所得税                | 111         | 151          | 179          | 211          |
| EBIT 增长率           | -15.5%       | 59.2%        | 17.4%        | 17.3%        | 有效所得税率%            | 17.3%       | 17.4%        | 17.3%        | 17.3%        |
| 净利润增长率             | -6.7%        | 35.1%        | 18.8%        | 17.4%        | 少数股东损益             | 12          | 17           | 18           | 23           |
| <b>偿债能力指标</b>      |              |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>520</b>  | <b>703</b>   | <b>836</b>   | <b>981</b>   |
| 资产负债率              | 39.6%        | 40.6%        | 38.5%        | 36.3%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 1.16         | 1.42         | 1.43         | 1.52         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 速动比率               | 0.93         | 1.15         | 1.15         | 1.23         | 货币资金               | 915         | 1203         | 1348         | 1690         |
| 现金比率               | 0.64         | 0.83         | 0.84         | 0.94         | 应收账款及应收票据          | 147         | 182          | 208          | 236          |
| <b>经营效率指标</b>      |              |              |              |              | 存货                 | 309         | 371          | 431          | 482          |
| 应收帐款周转天数           | 13.06        | 13.24        | 13.08        | 13.13        | 其它流动资产             | 291         | 296          | 309          | 322          |
| 存货周转天数             | 42.60        | 43.38        | 43.70        | 43.41        | 流动资产合计             | 1662        | 2052         | 2296         | 2730         |
| 总资产周转率             | 0.70         | 0.74         | 0.77         | 0.77         | 长期股权投资             | 40          | 40           | 40           | 40           |
| 固定资产周转率            | 2.40         | 2.25         | 2.13         | 2.03         | 固定资产               | 1710        | 2229         | 2721         | 3235         |
|                    |              |              |              |              | 在建工程               | 66          | 56           | 89           | 94           |
|                    |              |              |              |              | 无形资产               | 157         | 185          | 202          | 219          |
|                    |              |              |              |              | 非流动资产合计            | 4185        | 4719         | 5262         | 5797         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>5847</b> | <b>6772</b>  | <b>7558</b>  | <b>8527</b>  |
| 净利润                | 520          | 703          | 836          | 981          | 短期借款               | 261         | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | 12           | 17           | 18           | 23           | 应付票据及应付账款          | 297         | 351          | 398          | 451          |
| 非现金支出              | 243          | 144          | 114          | 120          | 预收账款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 非经营收益              | -55          | 22           | 17           | 16           | 其它流动负债             | 879         | 1096         | 1209         | 1349         |
| 营运资金变动             | 113          | 169          | 61           | 101          | 流动负债合计             | 1436        | 1447         | 1607         | 1800         |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>833</b>   | <b>1055</b>  | <b>1046</b>  | <b>1241</b>  | 长期借款               | 245         | 666          | 666          | 666          |
| 资产                 | -813         | -673         | -652         | -650         | 其它长期负债             | 633         | 633          | 633          | 633          |
| 投资                 | -1325        | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 878         | 1299         | 1299         | 1299         |
| 其他                 | 53           | 10           | 11           | 12           | <b>负债总计</b>        | <b>2314</b> | <b>2746</b>  | <b>2906</b>  | <b>3099</b>  |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-2086</b> | <b>-663</b>  | <b>-640</b>  | <b>-638</b>  | 实收资本               | 568         | 569          | 569          | 569          |
| 债权募资               | 509          | 160          | 0            | 0            | 归属于母公司所有者权益        | 3323        | 3799         | 4407         | 5161         |
| 股权募资               | 34           | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 210         | 226          | 245          | 267          |
| 其他                 | -351         | -265         | -261         | -261         | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>5847</b> | <b>6772</b>  | <b>7558</b>  | <b>8527</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>192</b>   | <b>-104</b>  | <b>-261</b>  | <b>-261</b>  |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-1060</b> | <b>288</b>   | <b>145</b>   | <b>342</b>   |                    |             |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业  
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 名创优品, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 中教控股, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井

### 投资评级说明

|   | 类别     | 评级   | 说明                                |
|---|--------|------|-----------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;             |
|   |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;     |
|   |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;          |
|   |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。      |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。                  | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;        |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间; |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。