

广州酒家(603043)

报告日期: 2023年06月09日

国资餐饮老字号，食品+餐饮双主业协同共进

——广州酒家深度报告

投资要点

□ 国资餐饮老字号，双主业稳步发展

公司为国资餐饮老字号，拥有近 90 年品牌沉淀，主业横跨食品+餐饮 2 大领域，拥有广州酒家、陶陶居、利口福等知名餐饮及食品品牌。过往数年公司营收增长稳定，近五年 CAGR 达 13.6%；其中，食品业务为收入的主要来源，收入占比超 60%。疫后复苏当下，公司恢复态势强劲，2023Q1 归母净利润同比增长 31.87%，彰显极强品牌及运营能力。

□ 速冻仍处高速成长期，餐饮疫后复苏动能足

公司主业横跨食品+餐饮双赛道，食品赛道又可细分为速冻市场及以月饼为主的烘焙市场。分市场来看，速冻市场仍处高速成长期。对比美国，我国人均速冻食品消费量仍有 8 倍差距，渗透率提升空间巨大。当下产品同质化严重、品牌认知度低等特征，亟需有经验的优质企业引领行业进入品牌化新阶段。月饼市场进入新发展阶段。当下月饼自食比例增高，定制化、特色化月饼有较大增长空间。餐饮市场疫后复苏动能足。疫情 3 年餐饮行业整体受疫情影响严重，乘疫后复苏大势，1-4 月社零餐饮收入同比增长率达 20%。餐饮复苏动能足。

□ 食品+餐饮双轮驱动，疫后复苏态势强劲

1) 收购老字号陶陶居，进一步扩大品牌矩阵，夯实品牌影响力。2019 年起公司先后完成了对陶陶居食品和陶陶居餐饮品牌的收购，进一步扩大在粤菜领域的品牌影响力，并成功打造“国潮风”新式茶楼，顺应新时代的发展。2) 食品与餐饮双主业协同共进，产能加速全国布局。食品业务方面，在 2021 年已基本形成“一核三翼”的跨区域产能联动布局，湘潭、梅州新产能已蓄势待发；餐饮业务方面，不仅囿于粤式菜系，通过新品牌“星樾城”布局新式东南亚菜式等领域，不断丰富餐饮品牌矩阵。

□ 盈利预测与估值

广州酒家为国资餐饮老字号，结合速冻赛道高成长，伴随疫后复苏，食品+餐饮双主业驱动下，公司高成长可期。我们预计 2023-2025 年实现营收 49.38/57.67/65.12 亿元，实现归母净利润 7.04/8.62/10.20 亿元，同比分别增长 35.24%/22.51%/18.27%，对应 2023-2025 年 PE 预计为 23/19/16 倍。参考可比公司估值，并结合公司当下发展阶段，我们给予公司“增持”评级。

□ 风险提示：餐饮行业竞争风险、食品安全和质量风险、供应链管理风险、市场需求波动风险、品牌扩张风险等。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4112	4938	5767	6512
(+/-) (%)	5.72%	20.09%	16.78%	12.91%
归母净利润	520	704	862	1020
(+/-) (%)	-6.68%	35.24%	22.51%	18.27%
每股收益(元)	0.92	1.24	1.52	1.79
P/E	30.88	22.83	18.64	15.76

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：增持(首次)

分析师：马莉
 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

研究助理：钟烨晨
 zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 28.27
总市值(百万元)	16,079.15
总股本(百万股)	568.77

股票走势图



相关报告

正文目录

1 粤菜老字号，双主业稳步发展	4
1.1 近九十年历史品牌沉淀，食品餐饮双主营业务发展	4
1.2 八十年稳步发展，逐步提升核心竞争力	4
1.3 经营业绩稳中向好，疫情影响餐饮毛利	5
1.3.1 营收稳定增长，净利润疫后回春	5
1.3.2 速冻成为发展新方向，全国跨区域布局初见成效	6
1.3.3 高毛利占领食品优势，新收入准则调整餐饮毛利	7
1.3.4 费用控制良好，稳定研发支出	8
1.4 国资控股，积极深化国企改革	8
2 食品行业高竞争态势，餐饮行业享疫后复苏	10
2.1 月饼市场规模稳步发展，多方竞争抢占市场	10
2.2 速冻行业集中度高，品牌优势或成新突破点	11
2.3 餐饮行业三年起伏，消费市场正在复苏	13
3 餐饮强品牌优势，食品创高速增长，疫后回春态势强劲	14
3.1 双品牌老字号优势，陶陶居收购助力品牌布局	14
3.2 “食品+餐饮”双轮驱动，“一核三翼”产能布局	14
3.3 疫后复苏势态强劲，净利润增长超 30%	15
4 盈利预测和估值	16
4.1 食品产能预测	16
4.2 盈利预测	16
4.3 相对估值分析	17
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 广州酒家品牌从餐饮与食品布局.....	4
图 2: 广州酒家营收保持增长.....	6
图 3: 净利润受疫情影响下降后回春.....	6
图 4: 速冻食品营收持续增长.....	6
图 5: 餐饮营收占比减少, 速冻食品营收占比增加.....	6
图 6: 食品制造业营收占比提升.....	7
图 7: 广东省外营收占比提升.....	7
图 8: 毛利率受新收入准则影响下降.....	7
图 9: 费用控制较好, 销售费用大减.....	8
图 10: 广州酒家股权结构.....	8
图 11: 月饼市场规模稳步发展.....	10
图 12: 2021 年消费者购买月饼更多为自己食用.....	10
图 13: 竞争月饼业务的三类企业.....	11
图 14: 中国速冻食品市场空间持续增长.....	12
图 15: 2017 年中国人均速冻食品消费量距发达国家.....	12
图 16: 消费者常吃的速冻品牌有断层差距.....	12
图 17: 2021 年消费者获得速冻食品信息主要来源线下.....	12
图 18: 餐饮社零受疫情影响严重.....	13
图 19: 广州酒家分两步收购陶陶居全业务.....	14
图 20: 线上销售占营收比例持续上升.....	15
图 21: 2022 年公司经销占营收比例为 56%.....	15
表 1: 广州酒家发展历史.....	5
表 2: 国企改革下股权调整.....	9
表 3: “一核三翼”的跨区域产能联动布局基本形成.....	15
表 4: 分业务收入预测.....	16
表 5: A 股可比餐饮公司估值表.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

1 粤菜老字号，双主业稳步发展

1.1 近九十年历史品牌沉淀，食品餐饮双主营业务发展

广州酒家始创于 1935 年，作为传统粤菜制作的中华老字号闻名，目前已有近九十年历史。广州酒家于 1992 年组建集团，2009 年改制为广州酒家集团股份有限公司，于 2017 年 6 月 27 日在上海证券交易所挂牌上市，成为广东省率先上市饮食集团。公司及“广州酒家”品牌曾获得中国十大餐饮品牌企业、中国驰名商标、中国老字号新榜样等荣誉，是中国知名的餐饮品牌。

广州酒家的主营业务包括食品制造和餐饮服务，以“餐饮强品牌，食品创规模”为战略方针。公司在粤港澳大湾区、华中及华东地区布局餐饮业务，并在广州、茂名、湘潭、梅州等地建立食品生产基地，两业务联动推进市场的辐射延伸，形成跨区域联动的发展格局。目前，公司旗下品牌餐饮板块包括“广州酒家”“陶陶居”“天极品”“星樾城”，食品品牌板块则包括“陶陶居”“利口福”“秋之风”“粮丰园”等品牌。

图1：广州酒家品牌从餐饮与食品布局



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.2 八十年稳步发展，逐步提升核心竞争力

广州酒家的前身为 1935 年创办的西南酒家，于 1939 年重建并更名为“广州大酒家”，明确“广州第一家”的理念。1956 年，公司实行公私合营后转为国营企业，将建国初期的经营困难转化为新的发展机遇。1973 年，公司正式改名为“广州酒家”。1984 年，公司举债 400 万用于酒家装修翻新，首开国有餐饮企业举债改造先河。1986 年间，广州酒家先后开设了第一家餐饮连锁店和西点饼屋，开创国内餐饮酒家连锁经营先河。1992 年，广州酒家企业集团组建，并于 1997 年重组改制为国有独资的企业集团有限公司。1996 年，广州酒家在广州市番禺区购地 10 万平方米，首期投资 2 亿元人民币创建利口福大型食品生产基地，开启了餐饮服务与食品生产产业互补的道路。

2009 年，集团公司完成了股份公司的变更，其中广州国资委持股比例为 78.67%，取消广工会代持的 21.33% 股权并确认至 182 名实际出资自然人名下。2012 年 6 月，集团电子商务分公司成立，打开了公司的网络渠道销售市场。2017 年 6 月 27 日，公司在上海证券

交易所挂牌上市，成为广东省率先上市的饮食集团。2018年，公司在梅州和湘潭投建两个食品生产基地，合资成立粮丰园公司。2019年，公司完成了对陶陶居公司100%股权收购，盘活老店经营，提升集团核心竞争力。2020年，广州酒家集团连锁公司实现独立运作，扩张线下连锁渠道布局。2021年，梅州食品生产基地建成投产，公司跨区域产能联动布局基本形成。

表1: 广州酒家发展历史

时间	事件
1935	广州酒家前身西南酒家创立
1939	重建并更名为“广州大酒家”，明确“广州第一家”的理念
1956	实行公私合营后转为国营企业，将建国初期的经营困难转化为新的发展机遇
1973	正式改名为“广州酒家”
1984	开设了第一家餐饮连锁店和第一家西点饼屋，开创国内餐饮酒家连锁经营先河
1992	企业集团组建
1996	购地10万平方米，首期投资2亿元人民币创建利口福大型食品生产基地
1997	重组改制为国有独资的企业集团有限公司
2009	完成了股份公司的变更，其中广州国资委持股比例为78.67%，182名实际出资自然人持股比例为21.33%
2017	在上海证券交易所挂牌上市，成为广东省率先上市的饮食集团
2018	在梅州和湘潭投建两个食品生产基地，合资成立粮丰园公司
2019	完成对陶陶居公司100%股权收购，提升集团核心竞争力
2020	广州酒家集团连锁公司实现独立运作，扩张线下连锁渠道布局
2021	梅州食品生产基地建成投产，公司跨区域产能联动布局基本形成

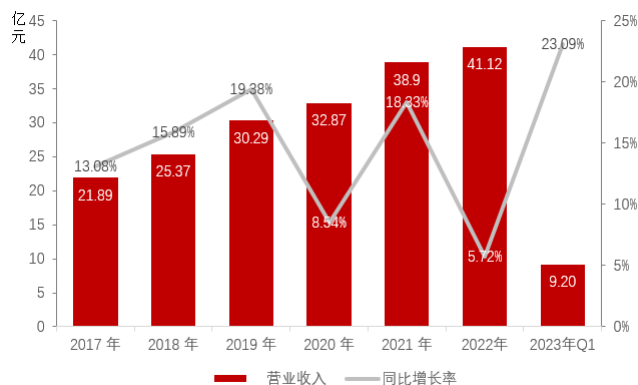
资料来源：公司官网、招股书、浙商证券研究所

1.3 经营业绩稳中向好，疫情影响餐饮毛利

1.3.1 营收稳定增长，净利润疫后回春

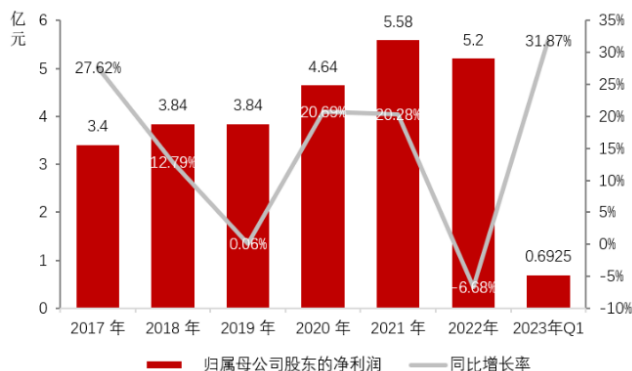
广州酒家营收稳定增长，净利润受疫情影响下降后回春。广州酒家2022年实现营业收入41.12亿元，同比增长5.72%；实现归母净利润5.2亿元，同比减少6.68%。近六年来，广州酒家营收保持稳定增长，自2017年的21.89亿元增长到2022年的41.12亿元，2020、2022两年受疫情影响，营收同比增长率收到一定打击，五年CAGR达到13.6%。由于奥密克戎疫情影响，归母净利润先升后降，从2017年的3.4亿元保持增长至2021年的5.58亿元，又降至2022年的5.20亿元，CAGR达到8.87%。2023年Q1，营收同比增长达到了23.09%，净利润同比增长达到31.87%，公司收入势态回春，疫后恢复显著。

图2: 广州酒家营收保持增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图3: 净利润受疫情影响下降后回春

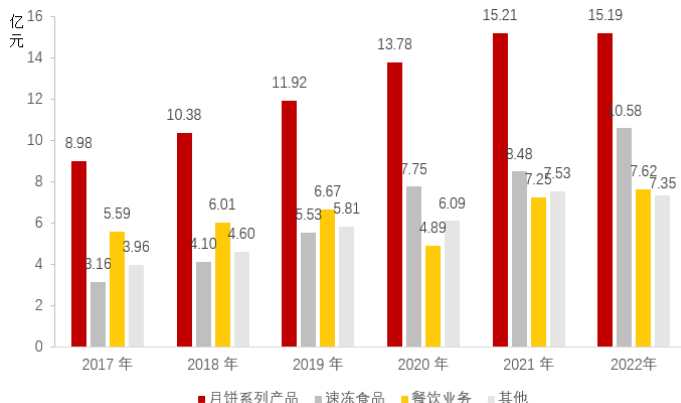


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.3.2 速冻成为发展新方向，全国跨区域布局初见成效

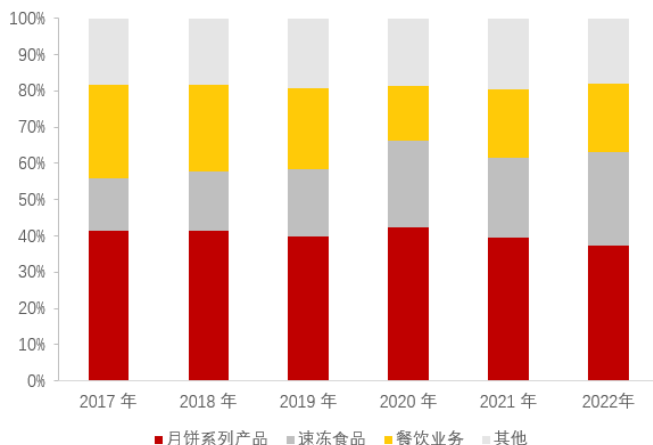
营收业务中，餐饮占比减少，速冻食品占比爬升。广州酒家包括月饼系列产品 and 速冻食品在内的食品产品营收稳定增长，为公司创收的主力。月饼系列产品营收从2017年的8.98亿元增长至2021年的15.21亿，增速放缓，2022年营收略有下降，总体CAGR达到11.09%。速冻食品营收增速更快，从2017年的3.16亿元增至2022年10.58亿元，CAGR达到27.34%。公司餐饮业务表现略有波动，由2017年的5.59亿元增长至2019年的6.67亿元，随后于2020年降至4.89亿元，再升至2022年的7.62亿元。广州酒家餐饮在2020年突降的主要原因是2020年初新冠疫情的爆发，消费者外出就餐受到限制，进一步极大地影响实体餐厅的销售额。从产品营收占比上看，月饼稳定占总营收的四成左右，速冻食品占比逐渐上升，而餐饮业务占比逐渐减少，展现了广州酒家“餐饮强品牌，食品创规模”的总体发展方向。

图4: 速冻食品营收持续增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图5: 餐饮营收占比减少，速冻食品营收占比增加

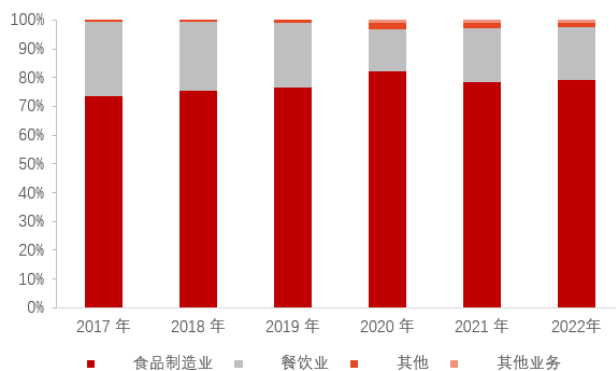


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

食品制造为第一发展曲线，全国跨区域布局初见成效。从行业拆分的营收角度分析，广州酒家餐饮业在2020年至2022年的餐饮业创收比例整体少于2017年至2019年，长期看

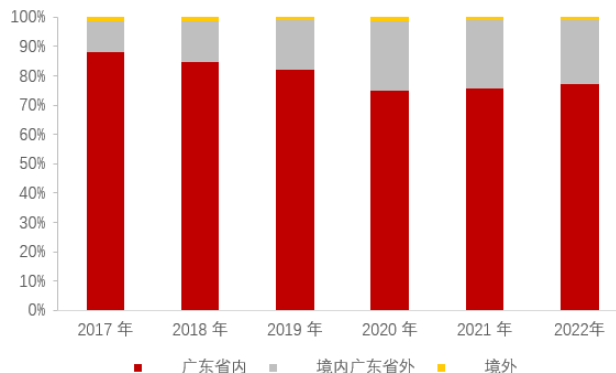
来，食品制造业作为公司的主要业务，在公司营收的占比逐渐提升。从地域分布看，广州酒家 2017 年的主营业务收入近九成来源于广东省内，2018 年广州酒家投建两食品生产基地，开启跨区域产能联动布局的计划后，广州酒家稳步开拓省外市场，广东省外主营业务收入比例逐步上升。

图6：食品制造业营收占比提升



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图7：广东省外营收占比提升

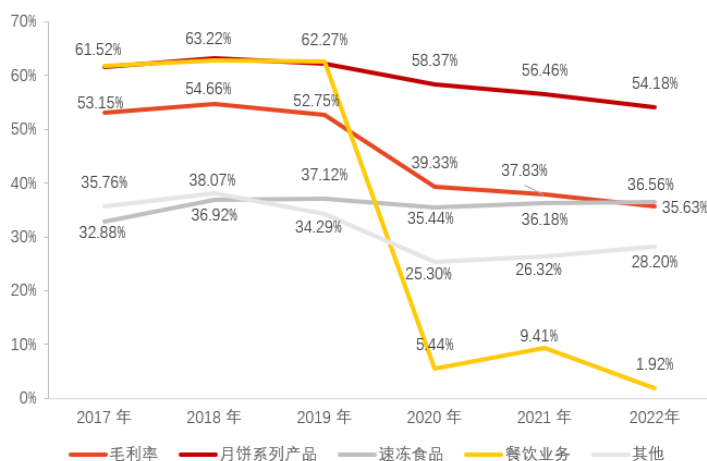


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3.3 高毛利占领食品优势，新收入准则调整餐饮毛利

食品制造业务毛利率稳定，因为收入准则调整 2020 年起餐饮毛利率有所波动。公司综合毛率先增后减，从 2019 年及以前保持在 50% 以上，降至 2020 年至 2022 年的 40% 以下。月饼系列毛利率整体呈现缓慢降低趋势，速冻食品毛利率在缓慢增长趋势中略有起伏。由于 2020 年执行新收入准则，将期间费用中产品运输费、餐饮店租金、餐饮店人工成本等合同履行成本调整至营业成本，导致餐饮业务毛利率产生明显下降。

图8：毛利率受新收入准则影响下降

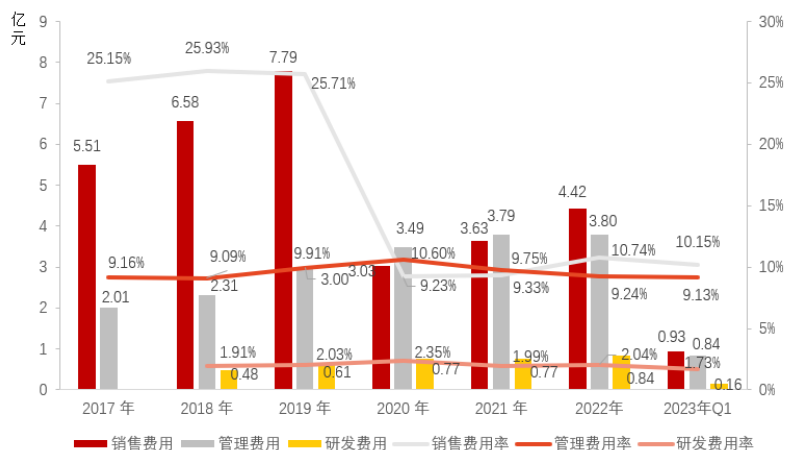


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3.4 费用控制良好，稳定研发支出

费用控制较好，研发支出稳定。公司销售费用在2020年大幅减少，由2019年的7.79亿元降至3.03亿元，并将销售费用率在2020年及以后控制在10%左右。管理费用整体呈稳定状态，费用率控制在9%至11%内。研发费用较为稳定，费用率在2%上下变动。

图9：费用控制较好，销售费用大减

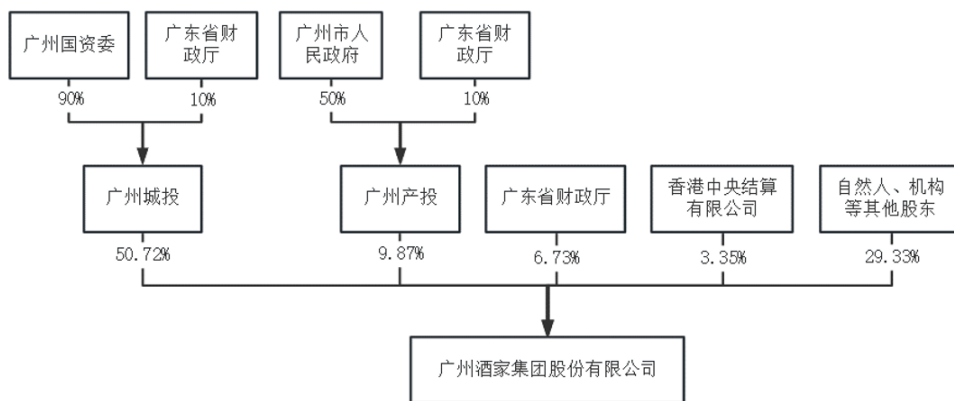


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.4 国资控股，积极深化国企改革

国资控股，近两年深化国企改革。广州酒家于2009年成立股份公司，以持有78.67%股权的广州市国资委和合计持有21.33%股权的182名自然人股东发起。近两年来，广州市政府为推动旗下相关国有资产的整合、提高国有资产流动性，促进国有资产的保值增值，广州国资委将所持所有股份陆续划转，在2021年和2022年分四次划转至广东省财政厅、广州城投和广州产投，实际控制人仍为广州国资委。

图10：广州酒家股权结构



*截至2023年3月31日

资料来源：WIND、公司公告、浙商证券研究所

表2: 国企改革下股权调整

时间	原股东	划转至	数量(股)	占公司总股本
2021年4月	广州国资委	广东省财政厅	27,348,896	6.77%
2022年3月	广州国资委	广州城投	288,453,276	51.00%
2022年5月	广州国资委	广州产投	26,228,621	4.6%
2022年9月	广州国资委	广州产投	29,914,193	5.27%

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

2 食品行业高竞争态势，餐饮行业享疫后复苏

广州酒家主要从事食品制造业务和餐饮业务，其中食品制造主要包括烘焙食品和速冻食品。

2.1 月饼市场规模稳步发展，多方竞争抢占市场

月饼市场份额持续上升，月饼定制化趋势渐显。月饼是一种传统的烘焙糕点，随着时间的推移，月饼从最初的祭祀用食品发展成为了中秋食品与礼品。在我国消费者多样化的需求下，月饼品种不断创新，口味不断丰富，市场向好发展。2015年至2021年，中国月饼销售额持续上升，从131.8亿元增长到218.1亿元。随着中华文化的发扬与国人日渐增长的文化自信，中秋节越来越受到民众重视，月饼高端化、精品化的趋势也愈发明显，月饼市场在未来仍有较大的发展空间。

“Z世代”喜爱新式月饼，大多消费者购月饼自食。目前，“Z世代”正逐渐成为市场消费的主力军，抓住“Z世代”的喜好对迎合市场需求有很大的重要性。在月饼口味中，“Z世代”群体最偏好选择的口味是新式口味，占比为76.5%，其次为广式月饼，占比为62.3%。“Z世代”追求创新，追求不同，个性化设计、包装、口味的产品更易受该群体的追捧。在购买目的上，超八成的中国消费者购买月饼为了家人或自己食用；其次是顺应节日氛围购买，约60.1%；第三才是送礼，占比约52.6%。国内消费者购买月饼的目的较为多样，也给予了月饼产品市场更多机遇，市场前景广阔。

图11： 月饼市场规模稳步发展

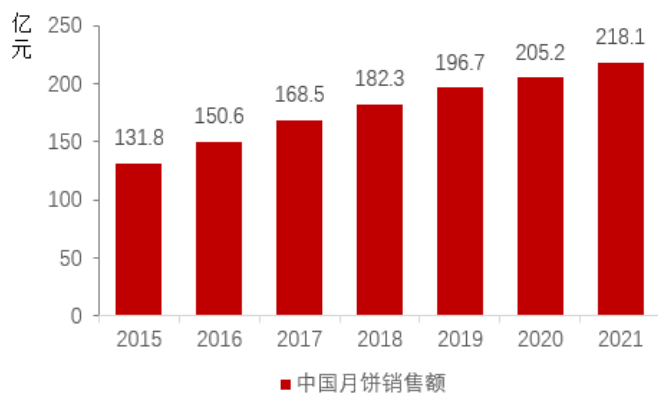
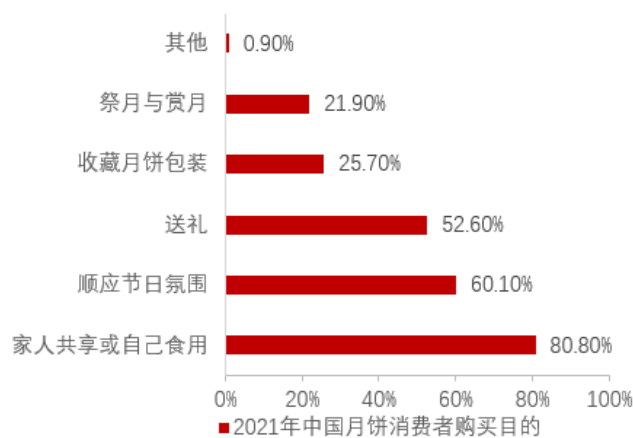


图12： 2021年消费者购买月饼更多为自己食用



资料来源：艾媒咨询、浙商证券研究所

资料来源：艾媒咨询、浙商证券研究所

月饼行业竞争格局一分为三，竞争激烈。由于月饼产品销售的时令性，营运月饼业务的企业通常将月饼业务作为“子业务线”的模式存在。目前，经营月饼业务的企业主要有三种类型：餐饮企业布局食品制造业务、烘焙企业推出时令月饼产品，以及跨界品牌推出联动或限定创新月饼产品。餐饮企业布局食品制造业务的例子有广州酒家、香港荣华等。烘焙企业推出时令月饼产品的例子有好利来、稻香村、华美等。跨界品牌推出联动或限定创新月饼产品的例子有喜茶、星巴克、三只松鼠等。整体来看，月饼市场现有企业竞争较为激烈，除了传统餐饮品牌以及烘焙企业以外，跨界品牌也在积极进入月饼市场。

图13: 竞争月饼业务的三类企业



资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

广州酒家占据月饼行业品牌优势和规模优势，享受较高毛利率。广州酒家利口福月饼是众多月饼口味下广式月饼分支中的知名品牌，其面包糕饼多年产销量位居全国三甲，广州酒家的月饼更是荣获众多奖项。广州酒家持续依托其响亮的“食在广州第一家”品牌老字号，同时以精良的产品品质和优质的服务在月饼行业中保持较强的竞争地位。广州酒家月饼主要包含大师系列、经典系列、礼盒系列、流心系列、健康系列、冰皮系列六个系列，2022年公司月饼产品营收达到15.19亿。结合公司销售数据和月饼市场销售额，广州酒家在2021年的月饼业务市场份额占到了6.97%。广州酒家通过大比重的月饼业务占据月饼行业的规模效应，降低单位成本，月饼业务实现了近60%左右的较高毛利率水平。

2.2 速冻行业集中度高，品牌优势或成新突破点

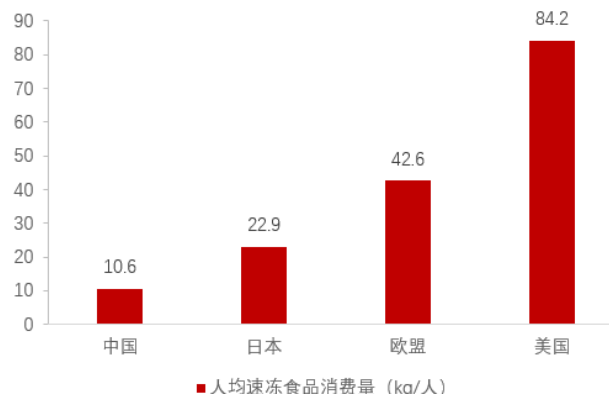
速冻行业起步晚，市场发展空间巨大。我国速冻食品起步于20世纪80年代，自2013年起，我国速冻食品市场规模不断扩大，从649.8亿销售额扩大到2022年的1992亿元。现阶段，我国速冻食品人均消费量约为10.6kg/年，与美国的84.2kg/年仍有不小差距。伴随我国家庭消费者对速冻食品接受度的提高，及餐饮企业对半成品食材需求的增强，我们看好我国速冻食品行业渗透率的进一步提升，由此带动速冻行业继续高速增长。

图14: 中国速冻食品市场空间持续增长



资料来源: 艾媒咨询、中商情报网、浙商证券研究所

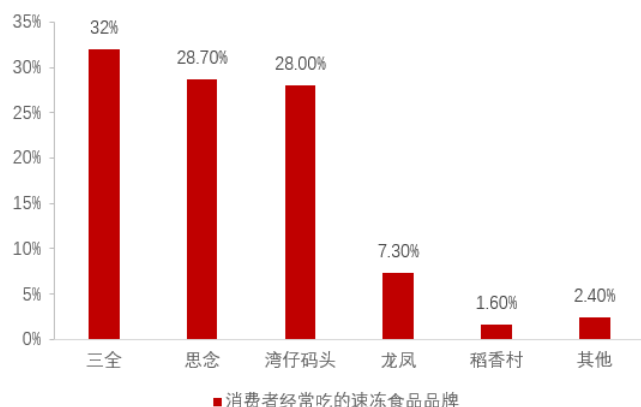
图15: 2017年中国人均速冻食品消费量距发达国家



资料来源: 中国产业信息网、浙商证券研究所

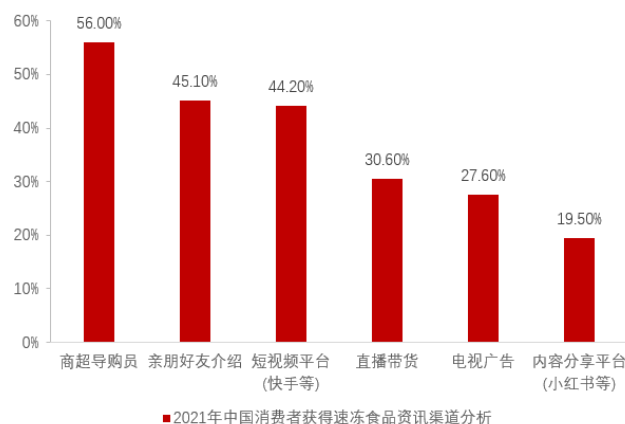
当下速冻市场高产品可替代性+线下导购高依赖性两大特征，共同决定了速冻行业仍充满机遇，各品牌均有机会重塑格局。在一项北京消费者经常吃的速冻食品品牌调查中，三全、思念和湾仔码头暂列前三。从产品角度看，目前速冻行业暂未出现全产品线领先、有绝对品牌优势的企业，速冻食品各品牌仍有重塑品牌格局的机会。现阶段除少数明星大单品（如湾仔码头水饺、思念汤圆等）之外，各品牌在大量细分速冻品类上未做出明显产品差异，产品间可替代性较强，致使用户对单一品牌的忠诚度仍然较低。当下仍处行业发展期，当下排名前列的品牌仍有被赶超的可能。在2021年消费者获得速冻食品场景调查分析中，56%的消费者是通过商超导购员了解速冻产品，45.1%的消费者则通过亲朋好友的介绍获得速冻食品的信息，消费者主动了解速冻产品积极性较低。渠道角度看，线下导购宣传是非常重要的速冻产品营销渠道，具备更强线下渠道实力的速冻食品品牌，有更大机会突出重围。

图16: 消费者常吃的速冻品牌有断层差距



资料来源: 前瞻经济学人、浙商证券研究所

图17: 2021年消费者获得速冻食品信息主要来源线下



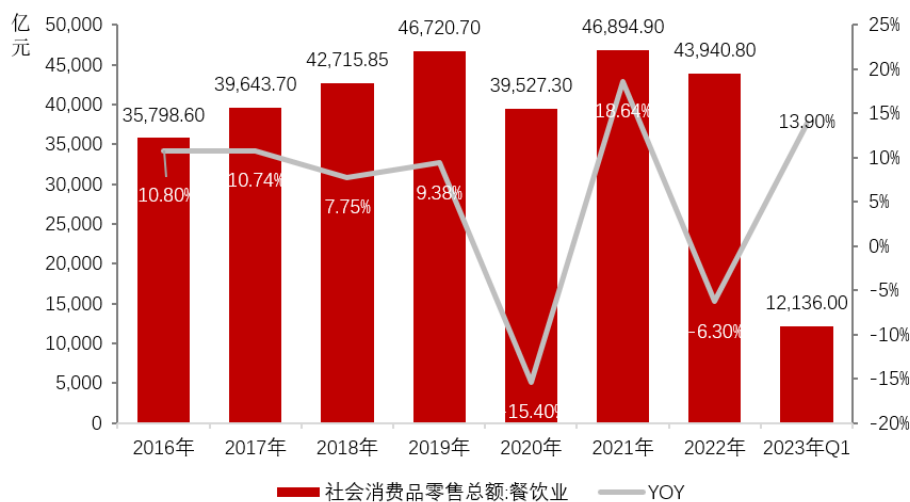
资料来源: 艾媒咨询、浙商证券研究所

市场充满机遇，广州酒家在速冻行业寻求新增长。考虑到速冻行业市场潜在的巨大空间与机会，公司在未来将战略发展速冻食品，扩充食品生产业务，由此降低月饼销售带来的公司业绩季节性波动影响。目前公司的速冻食品业务仍处于发展阶段，现阶段市占率不高。现阶段，广州酒家的速冻产品菜式主要源于餐饮门店畅销菜的延伸，包括核桃包、叉烧包、流沙包、豆沙包、虾饺以及糯米鸡、豉汁排骨、凤爪等早市茶点。广州酒家可以凭借自己的品牌优势，借力下游自有餐饮渠道，扩大速冻产品品类，在速冻行业中走出自己的差异化道路。

2.3 餐饮行业三年起伏，消费市场正在复苏

餐饮行业作为刚需消费的一类，伴随疫后复苏回暖态势强劲。2018年，我国社会消费品零售总额的餐饮收入首次突破四亿元大关，正式迈入以高质量发展为主要方向的时代。2020年开始，新冠肺炎疫情爆发，阶段性阻碍了餐饮消费市场的发展和增长，2020年的社零餐饮收入首次出现负增长。在国家疫情防控和社会经济发展的平衡下，2021年社零餐饮收入转负为正，实现了近4.7万亿的销售总额。2022年，由于突发奥密克戎变异株疫情影响，全年的社零餐饮收入为4.4万亿元，同比下降6.3%，行业受到重挫。2023年1-3月，社零餐饮收入同比增长率达到了13.9%，春节消费高峰与疫后消费复苏双重作用明显，消费有回春迹象。2023年，中国消费将继续复苏，消费需求大幅释放，消费市场加速回暖，餐饮行业将逐步重回正轨。

图18：餐饮社零受疫情影响严重



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

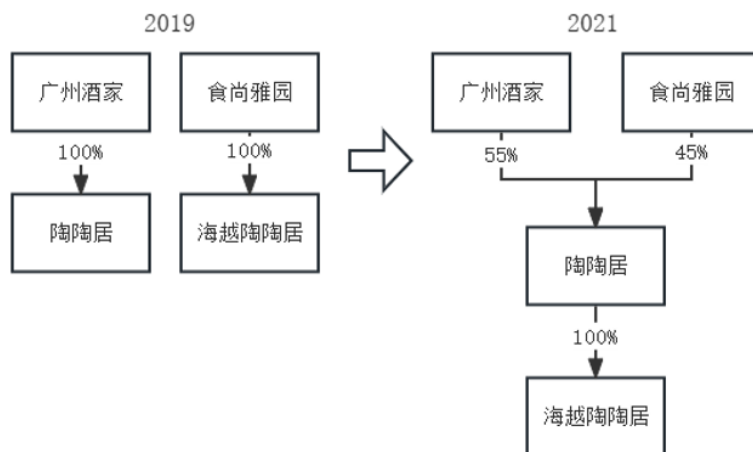
3 餐饮强品牌优势，食品创高速增长，疫后回春态势强劲

3.1 双品牌老字号优势，陶陶居收购助力品牌布局

广州酒家是商务部认定的中华老字号，有“食在广州第一家”的美誉，获得过包括全国十大餐饮品牌企业、中国驰名商标、中国老字号新榜样等荣誉，并在 2022 年 10 月发布的《中国粤菜连锁品牌 15 强榜单》位列第一。广州酒家作为广东省非遗代表性项目“粤菜烹饪技艺”“广府饮茶习俗”的保护单位，培育了七代粤菜烹饪技艺传承人及逾千名粤菜名师工匠，多次代表国家、省、市参加世界性烹饪大赛并载誉而归，向世界展示和弘扬粤菜文化。集团拥有的餐饮自营门店超过 30 家，广州酒家文昌店、陶陶居第十甫路店等多家餐饮门店被授予“国家五钻级酒家”称号，广州酒家文昌店多年获评米其林餐盘奖，广州酒家临江大道店获评黑珍珠餐厅指南一钻。

广州酒家收购陶陶居的举措，进一步丰富公司的老字号品牌生态，打造“餐饮强品牌”的双品牌形象，给“食品创规模”带来新增长点。2019 年，广州酒家完成了对陶陶居食品的全资收购，2021 年，陶陶居食品以 1.8 亿元收购食尚雅园持有的海越陶陶居 100% 股权，同时食尚雅园以 2.25 亿元获得广州酒家全资子公司陶陶居食品 45% 的股权。陶陶居食品公司主营业务涉及陶陶居品牌的食品销售及餐饮服务。广州酒家的这两年的举措，将陶陶居品牌的食品业务与餐饮业务同时收入麾下，也是公司坚持“食品+餐饮”双轮驱动战略的重要举措。同时，食尚雅园收购陶陶居公司 45% 的持股，使其与广州酒家站在经营陶陶居品牌的利益共同线上，更加有助于陶陶居品牌的打造。

图19： 广州酒家分两步收购陶陶居全业务



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

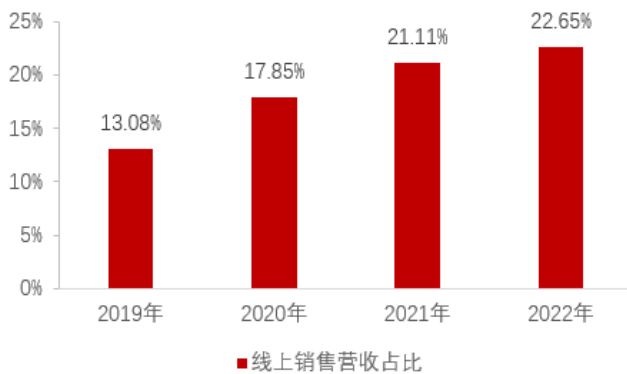
3.2 “食品+餐饮”双轮驱动，“一核三翼”产能布局

公司食品制造业务主要包括月饼、速冻食品及腊味，2022 年月饼与速冻食品两项业务的收入就占到公司收入的 60% 以上，是广州酒家创造营收和增长的主要来源。食品业务销售渠道直销经销双线并行，目前利口福食品连锁门店超过两百家，经销商数量也稳定增长，从 2019 年的 668 家增长到 2022 年的 1040 家，经销的收入比例在近三年稳定保持在 50%-60%，销售渠道稳定。从 2012 年集团设立电子商务公司开始，公司积极发展线上销售渠道，

实现主流电商平台全覆盖，线上销售占比逐年稳步提升，从 2019 年占营收 13.08%增长至 2022 年的 22.65%。

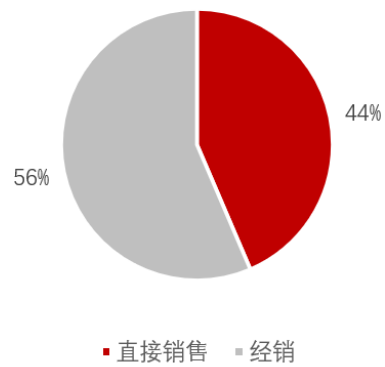
公司餐饮品牌包括“广州酒家”“陶陶居”“天极品”“星樾城”，其中“广州酒家”和“陶陶居”作为中华百年老字号广府粤菜品牌，是集团打造品牌势能的基石。作为老字号的“陶陶居”也在向品牌注入新活力，打造“国潮风”新式茶楼，顺应新时代的发展。“星樾城”主打东南亚美食，迎合现代年轻人的口味特点，创新出新潮流东南亚特色美食。

图20: 线上销售占营收比例持续上升



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图21: 2022年公司经销占营收比例为56%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司食品和餐饮业务相互协同共进，餐饮业务在线下打造品牌优势，扩大品牌势能，食品业务通过高速增长为公司创造营收和高利润率，并持续探寻新增长点。广州酒家持续布局跨区域联动发展格局，在粤港澳大湾区、华中及华东地区谋划布局餐饮业务的同时，在广州、茂名、湘潭、梅州设立大型食品生产基地，持续扩张产能，在 2021 年基本形成“一核三翼”的跨区域产能联动布局，且成效显著，国内广东省外的销售比例持续增长，广东省外经销商数量比例稳定增加。

表3: “一核三翼”的跨区域产能联动布局基本形成

食品生产基地	投产时间	品类
广州番禺	1998	全品类综合食品生产基地
茂名	2018	主要生产速冻食品、月饼及烘焙类食品
梅州	2021	主要生产速冻食品
湖南湘潭	2019	主要生产月饼馅料及月饼产品

资料来源：公司公告、招股书、浙商证券研究所

3.3 疫后复苏势态强劲，净利润增长超 30%

广州酒家疫后业绩表现理想，复苏势态强劲。根据公司公告，得益于餐饮和旅游市场持续恢复，推动餐饮春节旺季迅速回暖，广州酒家在 2023 年 1-3 月实现了 9.19 亿元的营业收入，同比增长 23.09%，相比与社零餐饮收入 1-3 月的同比增长率 13.90% 更高，整体营收表现超出餐饮行业平均水平，业务恢复势态势头良好。归母净利润达到 6925 万元，同比增长 31.87%，公司收益增长速度大大提升，经营业绩表现优异。

4 盈利预测和估值

4.1 食品产能预测

未来月饼业务保持高产能利用率，速冻业务产能持续释放。广州酒家的月饼业务作为其传统成熟的食品业务，产量从2020到2022年稳定保持在1.5万吨上下，考虑到湘潭一期投产不久就遭遇疫情，仍有部分产能未完全释放，我们预计未来数年基于疫后复苏及品牌优势，富余产能将逐步投产，产能利用率和产销率将逐步恢复至疫情前水平，总产量稳中有升。作为广州酒家的长期战略发展业务，速冻产品在加大基地投入的基础上，将继续实现产能的持续爬坡，进一步释放产能。基于未来月饼高端化、速冻食品消费向发达国家水平靠近的积极趋势，两大食品业务将迎来更大的增长潜力和市场机会。

“一核三翼”产能布局中，月饼业务布局基本成型，速冻业务产能蓄势待发。公司的四地六期食品生产基地中，广州番禺、茂名已满产，梅州一期、梅州二期和湖南湘潭二期基地目前仍在建设或爬坡，预计将在2023至2025年成为公司业务增长的主要力量。

4.2 盈利预测

- 1) **月饼产品部分**，我们预期月饼产品需求量将逐步回归疫情前水平。公司以产定销，并在品牌优势加持下年化温和涨价5%，我们预期2023-2025年月饼收入分别增长9.95%/18.32%/12.50%。同时，我们预期疫后月饼毛利率回归至疫情前正常水平，并伴随规模优势及年化温和涨价有所上升，2023-2025年毛利率分别为56%/57%/58%。
- 2) **速冻产品部分**，结合上文论述，即使在疫情3年，速冻市场仍保持双位数增长，行业正处高速发展期。考虑到现阶段我国速冻食品渗透率与美国的巨大差距，协同疫后复苏大势，我们预计未来数年速冻产品需求端仍将享受高速增长。与此同时，考虑到疫情3年内扩产普遍乏力，可预见的一至两年内难有大量优质产能迅速落地，公司未来数年有望享受行业红利窗口。伴随公司梅州一期、梅州二期和湖南湘潭二期基地陆续爬坡或投产，借力自身下游餐饮渠道，产能释放配合疫后复苏，以产定销协同渠道促销，我们预计速冻产品收入2023-2025年分别增长50.49%/22.30%/16.10%。同时伴随规模效应逐步显现，毛利率预期在未来三年呈现上升趋势，我们预计2023-2025年速冻食品毛利率分别为36.56%/36.80%/37.00%。
- 3) **餐饮板块**，伴随疫后复苏，结合疫后稳步拓店，我们预计2023-2025年餐饮收入同比增长12%/10%/10%，随着品牌优势的显现，毛利率逐渐抬升，我们预计餐饮部分毛利率2023-2025年分别为9.41%/9.70%/10.00%。
- 4) **总体来看**，我们预计2023-2025年营收达到49.38/57.67/65.12亿元，毛利率达到37.05%/37.96%/38.54%。

表4: 分业务收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
公司收入	4,112.35	4,938.36	5,766.98	6,511.78
YOY	5.72%	20.09%	16.78%	12.91%
毛利率	35.63%	37.05%	37.96%	38.54%
月饼系列产品	1,518.60	1,669.71	1,975.66	2,222.62
YOY	-0.13%	9.95%	18.32%	12.50%

毛利率	54.18%	56.00%	57.00%	58.00%
销售量(吨)	15365	17315	18551	15365
单价(万元/吨)	10.9	11.4	12.0	10.9
速冻食品	1,057.67	1,591.72	1,946.69	2,260.06
YOY	24.75%	50.49%	22.30%	16.10%
毛利率	36.56%	36.56%	36.80%	37.00%
销售量(吨)	41370	59294.4	69064.5	76364
单价(万元/吨)	2.6	2.7	2.8	3.0
餐饮业	762.20	853.67	939.04	1,032.94
YOY	5.14%	12%	10%	10%
毛利率	1.92%	9.41%	9.70%	10.00%
其他产品	735.06	823.27	905.60	996.16
YOY	-2.42%	12%	10%	10%
毛利率	28.20%	28.20%	28.20%	28.20%

资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

4.3 相对估值分析

我们选取 4 家 A 股食品及餐饮企业作为可比公司, 截至 2023 年 6 月 9 日, 可比公司 2023E 平均 PE 为 31X, 广州酒家为 23X。考虑到速冻行业方兴未艾, 餐饮行业疫后回春, 公司产能正加速落地, 食品业务前景可期, 我们给予广州酒家“增持”评级。

表5: A 股可比餐饮公司估值表

股票代码	股票简称	当前市值	归母净利润(亿元)			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603057.SH	紫燕食品	101	2.22	3.94	5.11	45	26	20
603517.SH	绝味食品	231	2.33	8.87	11.71	99	26	20
300973.SZ	立高食品	120	1.44	3.11	4.43	84	39	27
605108.SH	同庆楼	88	0.94	2.73	3.78	94	32	23
平均值						81	31	22
603043.SH	广州酒家	161	5.20	7.04	8.62	-	23	19

资料来源: WIND、浙商证券研究所

5 风险提示

(1) 餐饮行业竞争风险：广州酒家在传统餐饮业务方面可能面临来自其他餐饮企业的激烈竞争，尤其是在其连锁餐饮店所在地区。竞争可能对其销售额和市场份额产生负面影响。

(2) 食品安全和质量风险：由于广州酒家依据其可信任的老字号品牌受消费者信赖，任何食品安全事件或质量问题可能对其声誉和品牌形象造成严重损害，进而影响餐饮业以及食品制造业的销售和盈利能力。

(3) 供应链管理风险：广州酒家在多个地区建立食品生产基地，供应链管理的复杂性如供应链中的物流、原材料供应、库存管理等环节可能面临各种挑战，例如交通延误、原材料短缺等，对生产和运营造成不利影响。

(4) 市场需求波动风险：速冻产品作为广州酒家的战略发展方向，其盈利能力可能受到市场需求的波动影响。消费者对速冻产品的需求可能受到季节性变化、消费趋势变化等因素的影响，对销售和收入产生波动性。

(5) 品牌扩张风险：广州酒家在全国多地建立连锁餐饮店，持续的扩张可能导致运营管理方面的挑战。如何确保新店的质量和一致性以及有效的人员培训和管理，将是一个重要的问题。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1662	3044	3636	4440
现金	915	2206	2692	3358
交易性金融资产	139	127	95	120
应收账款	147	214	261	318
其它应收款	50	51	63	72
预付账款	20	20	22	27
存货	309	364	432	473
其他	83	63	72	72
非流动资产	4185	3401	3921	4364
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	40	30	37	36
固定资产	1710	1969	2236	2521
无形资产	157	157	158	156
在建工程	66	52	42	34
其他	2212	1193	1448	1618
资产总计	5847	6446	7557	8805
流动负债	1436	1524	1640	1849
短期借款	261	120	127	169
应付款项	297	360	394	451
预收账款	0	0	0	0
其他	879	1044	1119	1229
非流动负债	878	669	781	776
长期借款	245	245	245	245
其他	633	424	536	531
负债合计	2314	2193	2421	2625
少数股东权益	210	226	247	271
归属母公司股	3323	4027	4889	5908
负债和股东权益	5847	6446	7557	8805

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4112	4938	5767	6512
营业成本	2647	3109	3578	4002
营业税金及附加	38	44	51	57
营业费用	442	469	531	580
管理费用	380	459	533	599
研发费用	84	99	115	130
财务费用	(48)	9	(7)	(15)
资产减值损失	3	8	15	11
公允价值变动损益	39	39	39	39
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	32	83	79	80
营业利润	640	866	1072	1269
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	644	871	1077	1273
所得税	111	150	194	229
净利润	533	721	883	1044
少数股东损益	12	17	21	24
归属母公司净利润	520	704	862	1020
EBITDA	788	1025	1238	1455
EPS (最新摊薄)	0.92	1.24	1.52	1.79

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.72%	20.09%	16.78%	12.91%
营业利润	-6.03%	35.49%	23.72%	18.35%
归属母公司净利润	-6.68%	35.24%	22.51%	18.27%
获利能力				
毛利率	35.63%	37.05%	37.96%	38.54%
净利率	12.96%	14.59%	15.31%	16.03%
ROE	15.48%	18.08%	18.37%	18.02%
ROIC	12.40%	15.28%	15.23%	15.17%
偿债能力				
资产负债率	39.58%	34.02%	32.04%	29.81%
净负债比率	26.06%	19.47%	18.76%	18.85%
流动比率	1.16	2.00	2.22	2.40
速动比率	0.94	1.76	1.95	2.15
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.80	0.82	0.80
应收账款周转率	29.17	29.88	29.55	29.40
应付账款周转率	9.83	9.57	9.56	9.57
每股指标(元)				
每股收益	0.92	1.24	1.52	1.79
每股经营现金	1.47	3.17	1.54	1.94
每股净资产	5.85	7.08	8.60	10.40
估值比率				
P/E	30.88	22.83	18.64	15.76
P/B	4.84	3.99	3.29	2.72
EV/EBITDA	18.86	14.33	11.62	9.45

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	833	1804	876	1103
净利润	533	721	883	1044
折旧摊销	130	148	171	199
财务费用	(48)	9	(7)	(15)
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	86	193	62	129
其它	136	738	(230)	(251)
投资活动现金流	(2086)	(331)	(426)	(490)
资本支出	(552)	(365)	(399)	(444)
长期投资	1	9	(7)	1
其他	(1535)	24	(20)	(48)
筹资活动现金流	192	(182)	36	53
短期借款	261	(141)	7	42
长期借款	245	0	0	0
其他	(314)	(41)	29	11
现金净增加额	(1060)	1291	486	666

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>