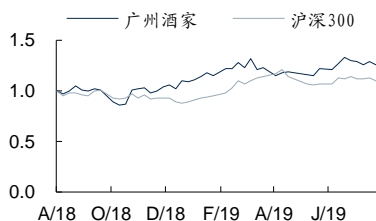


**证券研究报告—深度报告**
**社会服务**
**酒店**
**广州酒家(603043)**
**买入**

合理估值: 38.9-40.3 元 昨收盘: 31.22 元 (首次评级)

2019年08月09日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	404/126
总市值/流通(百万元)	12,613/3,918
上证综指/深圳成指	2,795/8,815
12个月最高/最低(元)	34.13/19.62

**证券分析师: 曾光**

 电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

**证券分析师: 钟潇**

 电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

**联系人: 姜甜**

 电话: 0755-81981367  
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 老骥伏枥, 迎接新成长

**● 行业弱周期稳健增长, 月饼品牌规模筑壁垒, 速冻新品新机遇**

1、**月饼行业整体增势稳健**, 去三公后平价消费占主导, 受经济波动影响较小。一是节庆食品季节性强, 虽准入壁垒不高, 但**短期有效大规模生产销售**非常考验厂商短期采购、生产组织、渠道铺货能力, 且需兼顾日常闲置产能平衡问题, 因此**行业仍有一定壁垒**; 二是社交属性支撑头部品牌溢价, 前20%的品牌约占月饼60%的交易量, 品牌龙头优势凸显。2、**速冻行业稳定增长**, 传统米面竞争格局初定, 粤式点心等新领域市场仍分散, 另辟蹊径错位竞争仍有机遇。

**● “食在广州第一家”, 月饼翘楚&速冻发力, 经营激励持续完善**

公司系80余年中华老字号, “食在广州第一家”, 最初以传统粤菜驰名, 90年代开始发力月饼规模化生产, 辅以闲置产能生产速冻食品, 逐步形成食品餐饮双轮驱动。作为广式月饼翘楚, 其月饼销量常年居全国首位, 品牌规模优势突出。公司系广州国资委控股, 因成立之初自然人股东较多, 经营方面管理层主导, 相对市场化, 最新股权激励进一步利益捆绑, 未来有望持续齐心谋发展。

**● 未来成长看点: 扩产能、跨区域、持续提价&新单品, 品牌整合**

我们认为, 公司未来**一看产能扩张**助力月饼和速冻业务腾飞, 短看粮丰园、德利丰等产能补充, 中线看湘潭、梅州基地相继完成达产后**产能跨越式增长**助力; **二看跨区域多渠道**发力, 依托线上电商渠道发力和线下经销和直销渠道拓展, 公司有望从广州逐步走向珠三角乃至全国; **三看研发强化下产品持续推陈出新**, 品牌溢价下优势产品持续提价, **2019年月饼等产品有望稳步提价助力短期成长**; **四看整合陶陶居带来新增长看点**, 尤其依托广酒月饼生产销售综合优势以及未来产能扩张支撑, 有望焕发陶陶居月饼老字号品牌新活力。

**● 风险提示:**

食品安全、卫生风险; 新产能上线、收购整合、政策可能低于预期等。

**● 弱市环境下不错的稳健收益品种, “买入” 评级**

预计19-21年EPS为1.11/1.36/1.65元, 对应PE28/23/19x。公司所在行业弱周期稳健增长, 未来2-3年逐步进入产能释放的高峰期, 依托跨区域扩张、产品创新&提价能力、整合陶陶居月饼发力等业绩增长持续有支撑和可预期, 给予未来6-12个月合理价格38.9-40.3元(24%-29%空间), “买入” 评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,189	2,537	2,926	3,568	4,329
(+/-%)	13.1%	15.9%	15.3%	22.0%	21.3%
净利润(百万元)	340	384	447	548	665
(+/-%)	27.6%	12.8%	16.3%	22.6%	21.5%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.95	1.11	1.36	1.65
EBIT Margin	17.7%	18.6%	16.6%	16.8%	16.7%
净资产收益率(ROE)	20.0%	19.7%	20.1%	21.5%	23.1%
市盈率(PE)	37.1	32.9	28.2	23.0	19.0
EV/EBITDA	31.0	25.8	24.7	20.0	16.9
市净率(PB)	7.40	6.47	5.69	4.95	4.38

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

预计公司 19-21 年 EPS 为 1.11/1.36/1.65 元，对应估值 28/23/19 倍。公司未来一看产能扩张助力月饼和速冻业务腾飞，短看粮丰园、德利丰等产能补充，中线看湘潭、梅州基地相继达产后产能跨越式增长助力；二看跨区域多渠道发力，未来有望从广州逐步走向珠三角乃至全国；三看研发强化下产品持续推陈出新，品牌溢价下优势产品持续提价，**2019 年月饼等产品有望稳步提价助力短期成长**；四看整合陶陶居带来新增长看点，未来陶陶居月饼老字号有望焕发新活力。总体来看，公司所处行业稳健增长，未来 2 年产能释放带来增长相对确定和可预期，弱市环境下不错的稳健收益品种，给予未来 6-12 个月合理价格 38.9-40.3 元，“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，湘潭、梅州基地一二期在 2020-2022 年逐步达产，支撑食品业务成长。

第二，公司持续保持较有竞争力的产品创新力度，优势产品价格稳步提升。

第三，假设 2020-2021 年利口福公司所得税继续按照 15% 的优惠税率计算。

### 与市场的差异之处

第一，市场部分投资者认为月饼行业进入壁垒不高，龙头优势不显著。我们认为，虽然月饼准入门槛相对不高，但由于其季节性强，生产和销售周期短，短期高效地大规模生产和销售非常考验厂商的采购、生产组织、渠道铺货能力，且整体运营效率提升还要兼顾闲置产能平衡，因此仍有一定壁垒，规模化龙头仍有一定支撑。并且，由于月饼的季节和社交属性，老字号品牌溢价日益显著，前 20% 的品牌约占月饼 60% 的交易量，品牌龙头优势凸显。

第二，市场对速冻业务未来前景也有分歧，我们认为虽然速冻行业传统米面类产品竞争格局初定，但在粤式点心领域竞争格局尚未确定，广州酒家依托其餐饮广式点心基础及积极的研发技术投入，叠加其珠三角品牌优势，未来有望在粤式点心等细分领域赢得相对优势地位。

### 股价变化的催化因素

第一，公司湘潭、梅州基地一二期先后建成，有效改善公司产能瓶颈。

第二，公司整合陶陶居后，若陶陶居的食品尤其月饼收入未来盈利改善显著。

第三，公司产品持续推陈出新并取得良好市场效果，优势产品持续提价。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，食品卫生、安全风险；大规模传染疫情等系统性风险；

第二，收购整合、产能上线、国企改革等进度可能低于预期；

第三，利口福未来所得税优惠可能因政策调整或未能持续认证而不能延续。

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	<b>7</b>
绝对估值: 37.0-40.2 元 .....	7
绝对估值的敏感性分析 .....	7
相对法估值: 38.9-40.3 元 .....	8
投资建议 .....	8
<b>公司概况: 食在广州第一家, 餐饮食品双龙头</b> .....	<b>9</b>
公司沿革: 80 余年历史中华老字号, 食品餐饮双轮驱动 .....	9
股权结构: 广州市国资控股, 员工持股, 股权激励落地加速利益绑定 .....	9
核心业务: 食品餐饮双轮驱动, 月饼支撑, 速冻发力 .....	11
核心竞争力: 老字号品牌优势下, 食品和餐饮双轮驱动 .....	12
<b>行业弱周期稳定成长, 月饼品牌规模壁垒有支撑</b> .....	<b>14</b>
月饼: 行业弱周期稳定增长, 节庆社交特征下品牌规模生产构筑壁垒 .....	14
速冻: 传统米面格局初定, 但新产品迭代孕育新机会 .....	16
<b>公司分析: 品牌+平价助推月饼发力, 速冻错位竞争</b> .....	<b>19</b>
月饼: 老字号品牌溢价, 平价定位助力规模, 月饼龙头地位日益凸显 .....	19
速冻: 立足餐饮品牌优势聚焦粤式点心错位竞争, 优化产能利用 .....	21
餐饮: 老字号品牌支撑, 整体稳健发展 .....	23
<b>成长之一: 产能扩张, 支撑新一轮成长</b> .....	<b>25</b>
品牌支撑下产销率可观, 但产能束缚约束成长 .....	25
自建&并购多管齐下, 共同推进未来 3 年产能跨越式增长 .....	25
<b>成长之二: 广渠道, 全渠道布局助力区域扩张</b> .....	<b>28</b>
以点带面跨区域扩张, 全渠道布局助力 .....	28
食品销售主力军, 经销商数量稳步增加, 拓展完善经销网络 .....	29
电商渠道快速发展, 多方覆盖联动线下 .....	29
调整饼屋门店扩张节奏, 餐饮展店速度平稳 .....	31
<b>成长之三: 重研发强化产品创新, 品牌溢价助力提价</b> .....	<b>33</b>
创新研发齐头并进, 新业态新产品 .....	33
技术研发投入下高新技术认证, 所得税优惠有望持续支撑 .....	34
品牌品质溢价强化提价预期, 2019 年月饼有望提价持续助力成长 .....	34
<b>成长之四: 拟购老字号陶陶居, 食品餐饮协同谋发展</b> .....	<b>36</b>
国企改革下公司拟购陶陶居助力成长, 收购对价相对合理 .....	36
陶陶居: 老字号广州餐饮+食品龙头, 与公司协同效应显著 .....	36
<b>盈利预测</b> .....	<b>39</b>
假设前提 .....	39
未来 3 年盈利预测 .....	40
盈利预测的敏感性分析 .....	40
<b>风险提示</b> .....	<b>41</b>
<b>附表: 财务预测与估值</b> .....	<b>43</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>44</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>44</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>44</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>44</b>

## 图表目录

图 1: 广州酒家发展历程.....	9
图 2: 公司股权结构.....	10
图 3: 公司主要业务范围.....	11
图 4: 公司收入构成情况和核心业务收入占比.....	11
图 5: 公司各业务收入增长情况.....	11
图 6: 公司毛利构成情况和核心业务毛利占比.....	12
图 7: 2017-2018 年公司盈利分拆估算.....	12
图 8: 2018 月饼品牌质量认可度指数.....	13
图 9: 利口福月饼品牌产品好评度.....	13
图 10: 国内烘焙行业发展稳定.....	14
图 11: 国内月饼行业产量和销售稳定.....	14
图 12: 国内烘焙行业受经济周期影响较小.....	14
图 13: 国内月饼行业产量和销售受经济周期影响小.....	14
图 14: 月饼主要价格购买区间.....	15
图 15: 月饼主要消费人群.....	15
图 16: 2018 中秋节月饼品牌排行榜十强.....	16
图 17: 2017 年国内月饼龙头市场份额估算情况.....	16
图 18: 我国速冻食品行业销售收入及增速.....	17
图 19: 速冻米面食品年产量及增速.....	17
图 20: 速冻食品受经济周期影响相对较小.....	17
图 21: 我国速冻米面食品细分产品需求情况.....	18
图 22: 速冻米面市场行业集中度.....	18
图 23: 2017/2018 年各类月饼市场份额情况.....	19
图 24: 2018 中秋节月饼品牌排行榜十强.....	19
图 25: 星级酒店月饼成本解析.....	20
图 26: 广州酒家各业务毛利率对比.....	20
图 27: 月饼毛利率与同行比较.....	21
图 28: 广州酒家月饼成本分析.....	21
图 29: 广州酒家月饼原材料构成.....	21
图 30: 广州酒家的代表速冻产品.....	22
图 31: 公司速冻业务收入增长快速.....	22
图 32: 广州酒家速冻食品收入规模与三全/安井的比较.....	22
图 33: 广州酒家速冻业务增长及销售单价变化情况.....	23
图 34: 广州酒家速冻业务毛利率与安井/三全的比较.....	23
图 35: 广州酒家餐饮业务收入增速及毛利率变化.....	24
图 36: 体育东路、文昌店、滨江店盈利占餐饮门店盈利比重.....	24
图 37: 公司餐饮新品牌门店形象（好有形和西西地）.....	24
图 38: 公司餐饮品牌人均消费价格.....	24
图 39: 广州酒家食品业务产能瓶颈约束明显.....	25
图 40: 广州酒家主要食品业务的吨单价对比.....	27
图 41: 广州酒家食品业务销售渠道占比.....	28

图 42: 公司各渠道收入贡献 (单位: 万元) .....	28
图 43: 2019 年一季度经销渠道收入同增 25%.....	28
图 44: 经销商数量稳步提升.....	29
图 45: 经销商的收入贡献逐年增加 .....	29
图 46: 2012-2016 年淘宝平台月饼成交量 .....	30
图 47: 2018 年天猫月饼十大品牌销售额 .....	30
图 48: 电商销售收入逐步提升 .....	30
图 49: 公司目前已覆盖的电商平台 .....	30
图 50: 饼屋门店数量 .....	31
图 51: 饼屋门店收入及增速表现 .....	31
图 52: 近几年饼屋加盟规模较快提升.....	32
图 53: 餐饮直营门店收入及增速表现.....	32
图 54: 公司研发费用增长迅猛 .....	33
图 55: 公司研发人员数量对比 .....	33
图 56: 利口福公司对上市公司整体业绩的占比.....	34
图 57: 广州酒家有效水平变化趋势 .....	34
图 58: 广州酒家各食品业务的吨单价变化趋势.....	35
图 59: 广州酒家天猫旗舰店双黄白莲蓉 750g 价格历史走势.....	35
图 60: 陶陶居公司商标门店形象 (陶陶居和陶陶记) .....	37
图 61: 陶陶居公司主要产品.....	37
图 62: 陶陶居收入和业绩增长情况.....	38
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	7
表 2: 资本成本假设 .....	7
表 3: FCFE 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	7
表 4: APV 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	8
表 5: 同类公司估值比较.....	8
表 6: 广州酒家股权激励授予对象情况 .....	10
表 7: 广州酒家股权激励要求 .....	10
表 8: 广州酒家的品牌美誉度 .....	12
表 9: 2018 最受网民喜爱粤菜品牌排行榜 (前 20) .....	13
表 10: 广州酒家月饼品牌突出 .....	13
表 11: 月饼行业代表参与者情况.....	15
表 12: 2019 年月饼知名品牌价格对比 (天猫官方旗舰店) .....	20
表 13: 速冻行业龙头主营产品 .....	22
表 14: 广州酒家与速冻其他企业 100g 产品价格对比.....	23
表 15: 公司湘潭和梅州产能基地公告投资规划情况 .....	25
表 16: 《广东省财政厅关于支持珠三角与粤东西北产业共建的财政扶持政策》 .....	26
表 17: 公司近几年产能基地建设情况 .....	26
表 18: 广州酒家线上特供月饼产品举例 .....	30
表 19: 广东地区西饼饼屋加盟费用对比 .....	31
表 20: 公司食品业务这几年不断推陈出新.....	34
表 21: 陶陶居自持物业评估价值.....	36
表 22: 陶陶居公司品牌影响力 .....	37

---

表 23: 公司分业务拆分预测 .....	39
表 24: 未来 3 年盈利预测表 .....	40



## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：37.0-40.2 元

考虑到公司明后年产能释放，品牌溢价下优势产品价格可稳步提升，支撑食品收入增长，且餐饮依托门店扩张收入有望稳定增长，预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 15%/22%/21%。随着未来产能的逐步释放及新品类市场开拓，毛利率较低的速冻产品占比也有望逐步提升，预计 2019-2021 年毛利率分别为 54%/53%/53%。预计费用率基本保持稳定，假设 2020-2021 年利口福公司可继续享受所得税优惠，假设公司整体所得税税率为 17.5%，股利分配比率为 40%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	11.5%	13.1%	15.9%	15.3%	22.0%	21.3%	17.0%	15.0%	12.0%	9.0%	7.0%	4.0%	2.0%
营业成本/营业收入	47.1%	46.9%	45.3%	45.9%	46.7%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%
管理费用/营业收入	9.1%	9.1%	9.0%	10.6%	10.0%	9.9%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
销售费用/销售收入	24.5%	25.2%	25.9%	25.7%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
营业税及附加/营业收入	1.6%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
所得税税率	25.1%	17.8%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
股利分配比率	66.4%	57.2%	37.2%	40.0%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注释：2018 年的管理费用中不含研发费用，其他年份的管理费用中均包含研发费用。

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	17.50%
无风险利率	2.50%	Ka	8.38%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.91
公司股价（元）	31.22	Ke	8.41%
发行在外股数（百万）	404	E/(D+E)	99.34%
股票市值(E, 百万元)	12613	D/(D+E)	0.66%
债务总额(D, 百万元)	84	WACC	8.39%
Kd	6.00%	永续增长率（10 年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 和 APV 估值方法，得到公司的合理价值区间为 37.0-40.2 元。

### 绝对估值的敏感性分析

下表是公司绝对估值相对 WACC 和永续增长率变化的敏感性分析。

表 3：FCFE 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.41%	8.9%	9.4%
永续增长率变化	3.5%	56.68	49.84	44.41	39.99	36.32
	3.0%	51.75	46.08	41.47	37.64	34.42
	2.5%	47.83	43.02	39.02	35.66	32.79
	2.0%	44.63	40.47	36.96	33.97	31.39
	1.5%	41.98	38.32	35.20	32.50	30.16
	1.0%	39.73	36.48	33.67	31.23	29.08
	0.5%	37.82	34.89	32.34	30.10	28.12

资料来源：国信证券经济研究所分析

**表 4: APV 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.38%	8.9%	9.4%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	56.00	50.06	45.42	41.69	38.66
	3.0%	51.97	47.12	43.24	40.07	37.44
	2.5%	48.90	44.85	41.54	38.80	36.50
	2.0%	46.53	43.08	40.22	37.82	35.78
	1.5%	44.69	41.70	39.19	37.07	35.26
	1.0%	43.25	40.63	38.42	36.52	34.89
	0.5%	42.14	39.82	37.84	36.14	34.66

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对法估值: 38.9-40.3 元

我们选取与广州酒家业务相近的上市公司做比较, 采用 PE 法估值。需要说明的是, 元祖股份虽然有月饼业务, 但其他烘焙食品业务波动, 整体业绩波动较大, 因此估值的波动也相对较大; 三全食品以传统速冻米面食品为主, 定位偏中低端, 近几年相对平稳, 冷链运输和销售渠道制约下净利率较低, 盈利能力相对一般, 估值相对承压; 而安井食品主要以“火锅料制品为主、面米制品为辅”, 近几年发展趋势良好, 盈利能力较强, 业绩确定性较强, 估值具有一定参考价值。全聚德同样系餐饮老字号龙头, 业绩相对平稳。目前行业上述可比公司 2019 年的平均 PE 为 36 倍。综合考虑上述因素, 广州酒家作为粤式老字号, 品牌突出、盈利能力强, 在经济基本面不确定或承压时, 业绩确定性高, 有望享受一定估值溢价。我们给予公司 2019 年 35-36x 的 PE(对应 2020 年 PE28.5-29.5x), 对应股价 38.9-40.3 元, 相比 8 月 8 日收盘价 31.22 元, 尚有 24%-29% 左右的目标空间。

考虑到公司 2020-2022 年新增产能达产, 公司未来 3-5 年谨慎乐观预期业绩复合增速有望达到 20% 左右, 从行业横向 PEG 特征来看, 2020 年 PE28.5-29.5X 也较为合理。

**表 5: 同类公司估值比较**

代码	简称	股价 (8-8)	EPS (元)				PE				PEG (2019)	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
603043.SH	广州酒家	31.22	0.95	1.11	1.36	1.65	33	28	23	19	1.40	126
可比公司												
603345.SH	安井食品	50.37	1.25	1.39	1.72	2.15	40	36	29	23	1.61	116
603886.SH	元祖股份	20.91	1.01	1.30	1.54	1.79	21	16	14	12	0.76	50
002216.SZ	三全食品	10.11	0.13	0.19	0.26	0.34	78	53	39	30	1.35	81
002186.SZ	全聚德	10.57	0.24	0.27	0.29	0.31	45	39	37	34	3.91	33
均值							46	36	30	25	1.91	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测(可比公司的盈利预测均来自于 Wind 一致预期)。

备注: 表中货币单位均为人民币。

### 投资建议

综合上述几方面估值, 我们认为公司合理股票价值在 38.9-40.3 元之间, 对应 2019 年 PE 分别为 35-36x, 对应 2020 年 PE28.5-29.5x。我们认为, 公司所在行业弱周期稳健增长, 19-21 年逐步进入其产能释放的高峰期, 依托跨区域扩张、产品创新&提价、整合陶陶居月饼发力等成长持续有支撑, 未来 2-3 年增长相对确定和可预期, 弱市环境下不错的稳健收益品种, 给予未来 6-12 个月合理价格 38.9-40.3 元, 相比 8 月 8 日收盘价 31.22 元, 尚有 24%-29% 左右目标空间, “买入”评级。



## 公司概况：食在广州第一家，餐饮食品双龙头

### 公司沿革：80 余年历史中华老字号，餐饮食品双轮驱动

公司起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”，后取意“食在广州”更名为“广州酒家”，也就是现在的广州酒家文昌店，迄今已有 80 多年历史，是一家“中华老字号”企业。

公司发展历程如下图所示，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。1995 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 年广州国资委控股。

图 1：广州酒家发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

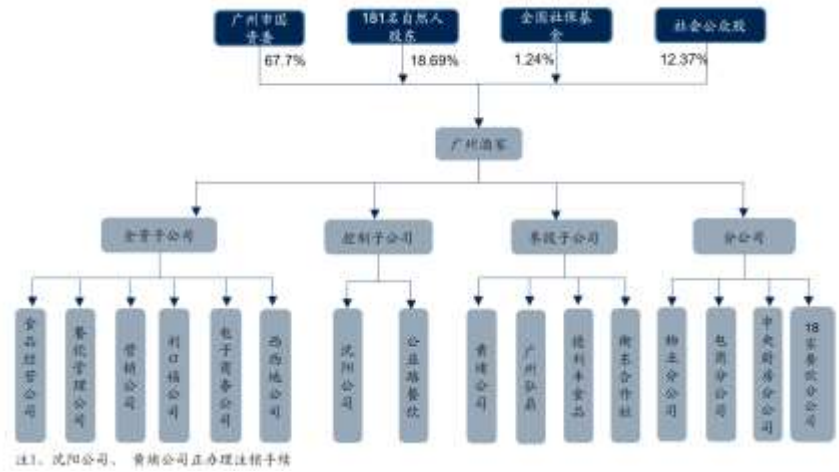
2010-2014 年，公司最早尝试上市，但因占比最高月饼业务去三公下的波动而被迫中止，此后通过多元化业务布局重启上市。2017 年 6 月，广州酒家在上海证券交易所成功挂牌上市，步入资本市场，成为广东地区第一家上市饮食集团。

### 股权结构：广州市国资控股，员工持股，股权激励落地加速利益绑定

公司由广州市国资委和 182 名自然人(原广酒有限三家子公司职工)发起设立，公司控股股东和实际控制人是广州国资委，实际经营层面由公司经营管理层主导。2017 年公司登陆资本市场后，广州国资委持股比例为 67.7%，处于绝对控股地位，181 位自然人持股 18.69%。此外，上市前部分自然人持股合计 7550 万股在 2018 年 6 月 27 日解禁。

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、广州餐管公司等。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 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2018年3月26日，公司首次发布股权激励计划草案，2018年10月获广东省国资委、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。本次股权激励行权价格17.86元/股，而2019年8月2日收盘价30.60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，有助于广泛调动中层积极性。2018年12月25日完成登记，从2020年末若满足条件开始分三年行权（每年可行权比例1/3），解锁及业绩考核条件如下，主要要求2019-2021年，每年营业收入、扣非净利润同比增长 $\geq 10\%$ ，加权净资产收益率 $\geq 16\%$ ，且收入、业绩及加权净资产收益率均不低于当年对标企业75分位值。整体来看，我们认为本次股权激励行权条件相对不高，主要有助于调动中高层积极性，有助于公司中高层利益一致共谋发展。

表 6：广州酒家股权激励授予对象情况

姓名	职位	获授期权数量(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)		383	95.28%	0.95%
合计		402	100.00%	0.99%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 7：广州酒家股权激励要求

分类	股权激励要求
收入业绩	2019-2021年，每年营业收入、扣非净利润较上年同比增长 $\geq 10\%$
ROE	加权净资产收益率 $\geq 16\%$
对标企业	收入、业绩及加权净资产收益率均不低于当年对标企业75分位值 黑芝麻、三全食品、桂发祥、桃李面包、元祖股份、麦趣尔、西安饮食、全聚德、海欣食品、盐津铺子、金字火腿、惠发股份、煌上煌，共13家A股上市公司。
分红要求	现金分红比例 $\geq 30\%$
18年业绩要求	2018净利润 $\geq 2016$ 、2017两年算术平均值

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，公司虽然系国企背景，但由于早期自然人股东较多，经营方面主要以管理层主导，因此经营激励一直较为市场化，加之最新股权激励利益捆绑，未来有望持续保持良好经营积极性，齐心共谋发展。

### 核心业务：食品餐饮双轮驱动，月饼支撑，速冻发力

目前，公司主营业务包括**餐饮服务**和**食品制造**，食品包括月饼，速冻，腊味、西点和饼酥等，品牌以“利口福”、“秋之风”为主，在广州、湘潭、梅州、茂名拥有多个已投入或在建食品生产基地，公司及下属公司拥有超 200 家饼屋（含加盟店），产品畅销国内外；餐饮拥有门店 19 家（18 家直营+1 家加盟），以“广州酒家”为主，此外还包括“天极品”、“西西地”等品牌。

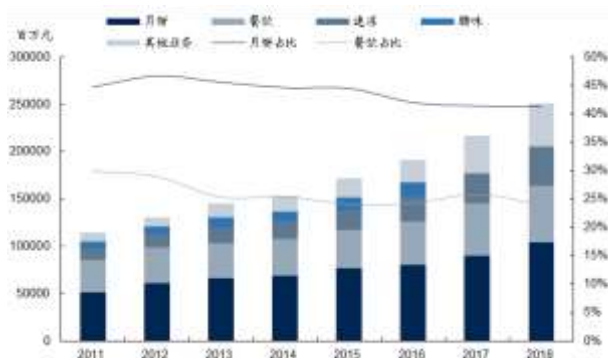
目前来看，从收入构成来看，**月饼业务是公司最核心的业务之一，收入占比超过 40%，毛利贡献均在 50%左右浮动。速冻业务最早来自公司月饼闲置产能的充分利用，近几年则持续稳定增长，收入占比约 13-16%，但因毛利率在 30%左右，明显逊于月饼等业务，其毛利占比约 6-8%。餐饮业务的收入占比在 24%-30%之间，过往毛利贡献占比 2011-2013 年均超过 30%，2014 年至今稳定在 27%-30%之间。2017-2018 年，从盈利分拆的角度，我们估算餐饮贡献占比 16-18%，食品贡献占比 80%+。从增长趋势来看，近几年，月饼持续稳定增速，17-18 年因产线改造增长略有提速，速冻业务近两年依托新品上线较快增长，餐饮业务则总体受制于经济周期及开店节奏收入增长有所波动。**

图 3：公司主要业务范围



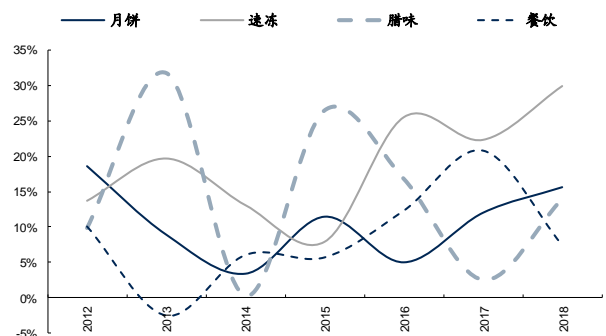
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司收入构成情况和核心业务收入占比



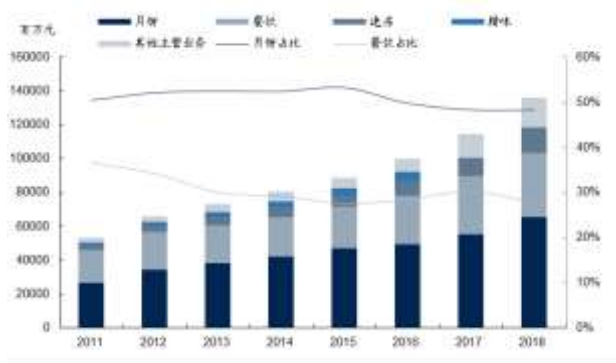
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、  
注：17、18 年腊味业务并入了其他业务口径

图 5：公司各业务收入增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、  
注：17、18 年腊味业务并入了其他业务口径

图 6: 公司毛利构成情况和核心业务毛利占比



资料来源: CSISC 大数据研究实验室、国信证券经济研究所整理

图 7: 2017-2018 年公司盈利分拆估算



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 核心竞争力: 老字号品牌优势下, 食品和餐饮双轮驱动

**广州酒家: 粤式经典品牌, 构建业务护城河。**“广州酒家”在餐饮业消费群体中具有很高的认知度, 被评为广州市著名商标、广东省著名商标、中国驰名商标, 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。参考公司年报及招股书等, 公司先后获得“中华老字号”、“国际餐饮名店”、“国际中餐名店”、“中华餐饮名店”、“全国十佳酒家”、“中国餐饮百强企业”、“中国餐饮业著名品牌”、“全国十佳中华老字号餐饮品牌”、“中国十大餐饮品牌企业”、“‘食在广州’品牌代表店”、“中国饭店业粤菜创新知名品牌”、“中国粤菜名店”等多项荣誉称号, 在历届世界性、全国性及地区性的烹饪大赛中, 公司屡获大奖; 公司文昌店、滨江西店、体育东店、黄埔店被评为“国家特级酒家”。

表 8: 广州酒家的品牌美誉度

获奖时间	获奖名称	授予单位
2001 年 12 月	中华餐饮名店	中国烹饪协会
2002 年 8 月	中国正餐业 100 强排名第三位	中国饭店协会
2004 年 4 月	第五届全国烹饪技术比赛团体赛金奖	第五届全国烹饪技术比赛组委会
2005 年 6 月	“中华老字号”会员单位	中国商业联合会中华老字号工作委员会
2006 年 11 月	2006 年度中国十大餐饮品牌企业、中华老字号 (第一批)	中华人民共和国商务部
2007 年 8 月	品牌中国金谱奖—中国餐饮行业年度十佳品牌	首届中国品牌节组委会
2008 年 9 月	“全国十佳中华老字号餐饮品牌”	中国饭店业领袖峰会组织委员会
2009 年 4 月	2008 中国十大餐饮品牌企业	中国饭店协会
2010 年 3 月	2009-2010 年度中国餐饮百强	中国饭店业年会组织委员会
2011 年 12 月	中国粤菜名店	中国饭店协会、广东省餐饮服务行业协会
2013 年 3 月	广东老字号	广东老字号工作委员会
2013 年 5 月	市级非物质文化遗产“粤菜烹饪技艺”	广州市人民政府
2014 年 4 月	2013 年度中国餐饮百强企业	中国烹饪协会
2015 年 11 月	省级非物质文化遗产“粤菜烹饪技艺”	广东省人民政府、广东省文化厅
2017 年 6 月	2016 年度中国正餐 50 强	中国烹饪协会
2018 年 10 月	改革开放 40 周年全国饭店餐饮业功勋企业	中国饭店协会

资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

参考艾媒金榜通过大数据的监测分析及专业品评人调研, 以数据+专业的视角权威发布了《2018 最受网民喜爱粤菜品牌排行榜 TOP50》(广州地区) 榜单。榜单显示, 老字号陶陶居 (广州酒家拟收购)、广州酒家两大品牌雄霸榜首, 金榜指数排名前二, 显示老字号品牌的吸引力和品牌价值。

表 9: 2018 最受网民喜爱粤菜品牌排行榜 (前 20)

排名	企业品牌	排名	企业品牌
1	陶陶居	11	惠食佳
2	广州酒家	12	五号茶居
3	悦景轩	13	雅苑餐厅
4	利苑	14	北园酒家
5	翠园	15	炳胜公馆
6	玉堂春暖	16	江-由辉师傅主理
7	炳胜私厨	17	点都德
8	炳胜品味	18	徐博馆
9	和苑酒家	19	海宴楼
10	阿一鲍鱼	20	德利私厨

资料来源:艾媒金榜、国信证券经济研究所整理

广州酒家月饼品牌突出。依托老字号餐饮品牌沉淀,广州酒家月饼发力多年品牌知名度凸显,曾被评“中国名牌产品”、“中国月饼第一家”、“国饼十佳”、“中国烘焙最具竞争力十大品牌”等。参考羊城晚报等媒体报道,广州酒家利口福月饼 2012-2015 年月饼的产销量位居全国同行业之首,行业竞争地位凸显。

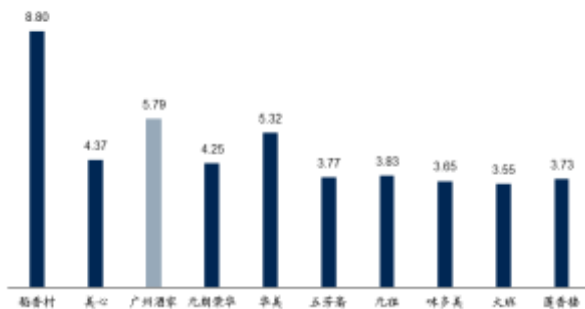
表 10: 广州酒家月饼品牌突出

获奖时间	获奖名称	授予单位
1999 年 9 月	1999 中国月饼节名牌月饼	国家轻工业局、中国焙烤食品糖制品工业协会
2000 年 8 月	2000 中国月饼节名牌月饼	2000 (第六届)中国月饼节组织委员会
2002 年 7 月	2002 年“全国放心月饼金牌企业”	中国焙烤食品糖制品工业协会
2003 年 7 月	2003 年国饼十佳	中国食品工业协会
2004 年 5 月	第五届全国焙烤技术比赛全国月饼技术比赛团体赛金奖	中国焙烤食品糖制品工业协会、第五届全国焙烤技术比赛组织委员会
2006 年 5 月	2006 年度中国优质传统月饼	中国商业联合会、全国工商联烘焙业公会
2007 年 8 月	2007 年度月饼龙头企业	中国食品工业协会
2010 年 4 月	“中国烘焙行业十大老字号文化品牌”	中国烘焙食品糖制品工业协会、全国餐饮烘焙业创艺大赛组委会
2012 年 7 月	中华糕饼领袖品牌 20 强	中华糕饼文化促进会
2013 年 6 月	中国月饼第一家、中国金牌月饼	中国饭店协会
2016 年 3 月	2015 中国烘焙行业最具影响力十大品牌	中国食品工业协会
2016 年 8 月	2016 中国月饼文化节“中国名饼”	中国烘焙食品糖制品工业协会
2017 年 9 月	2017 中国月饼行业十大品牌	中国烘焙食品糖制品工业协会

资料来源:招股说明书、国信证券经济研究所整理

此外,根据 CSISC 大数据研究实验室最新发布的《2018 月饼口碑报告》发现,从品牌质量认可度和品牌产品好评度来看,广州酒家名列第二,仅次于稻香村(但稻香村品牌本身有南北之分),获得消费者较高的认可。

图 8: 2018 月饼品牌质量认可度指数



资料来源:CSISC 大数据研究实验室、国信证券经济研究所整理

图 9: 利口福月饼品牌产品好评度



资料来源:前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理



## 行业弱周期稳定成长，月饼品牌规模壁垒有支撑

**月饼：行业弱周期稳定增长，节庆社交特征下品牌规模生产构筑壁垒**

作为国人的传统食品月饼，市场主要有以下几点疑惑：**月饼行业增长看点在哪里？行业看似进入门槛底，有没有壁垒？竞争格局如何？**我们接下来重点分析。

**月饼：传统节庆食品，稳健增长，受经济周期影响较小**

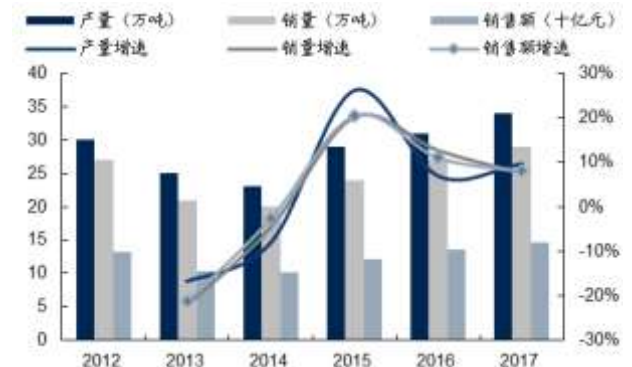
参考中培糖协及第三方数据，月饼行业自 2008 -2009 年国家出台规定禁止无证生产后，开始进入规范生产阶段，**2012-2017 年行业年均增长 2%，增速稳定**。其中 2013-2014 年因去三公，月饼行业承压，但 2015 年后大众消费支持下逐步恢复，整体发展较为稳健，2017 年国内月饼行规模业估算约 146 亿元，2018 年据烘培糖协预计收入增速约 5-10%。由于月饼属于节庆食品，兼具自身消费和社交属性（馈赠亲友），占居民消费预算比重较小，平价消费占主导，周期性较弱。在大众消费成为月饼消费主力的情况下，我们预计 2019 年月饼市场规模有望达到 150-170 亿元，未来几年仍然保持平稳增长，受经济周期影响小。

图 10：国内烘焙行业发展稳定



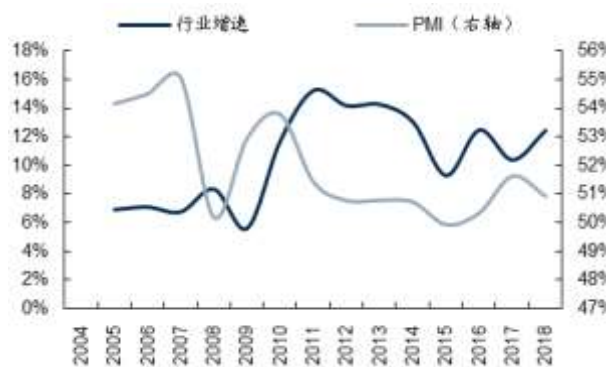
资料来源：中培糖协、Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 11：国内月饼行业产量和销售稳定



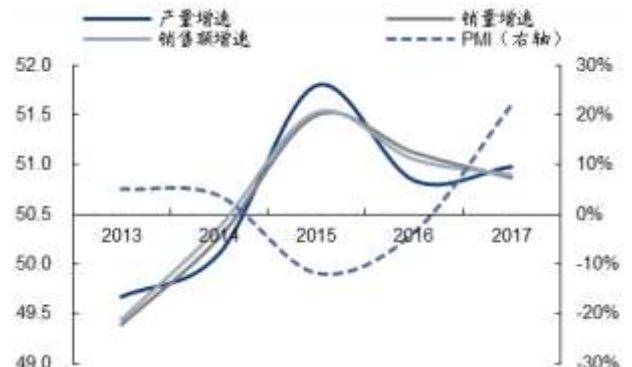
资料来源：中商产业、前瞻研究院等，国信证券经济研究所整理  
注：月饼行业权威统计数据较为有限，仅供参考。

图 12：国内烘焙行业受经济周期影响较小



资料来源：中培糖协、Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 13：国内月饼行业产量和销售受经济周期影响小

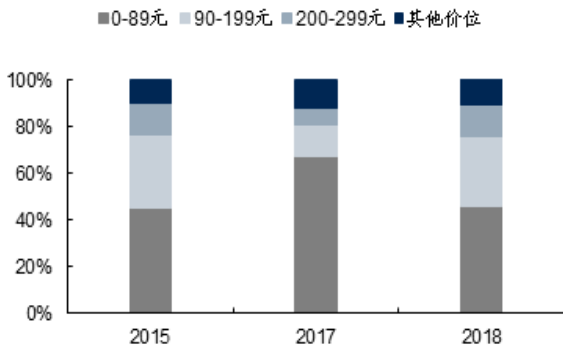


资料来源：中商产业、前瞻研究院等，国信证券经济研究所整理  
注：月饼行业权威统计数据较为有限，仅供参考。

**平价消费主导，消费群体日益年轻化。**去三公后，近几年月饼消费市场逐步以个人和家庭为主，月饼主要价格区间均 200 元以下，平价消费主导，且从消费主体来看，40-49 岁消费占比持续下降，20-39 岁占比总和持续上升。



图 14: 月饼主要价格购买区间



资料来源: CSISC 大数据研究实验室、国信证券经济研究所整理

图 15: 月饼主要消费人群



资料来源: CSISC 大数据研究实验室、国信证券经济研究所整理

**月饼行业虽准入门槛不高, 但短期高效规模化生产销售有壁垒!**

月饼行业进入门槛相对不高, 主要包括以下几类参与者: 一是**烘焙类企业**, 如南北稻香村、元祖股份等以及部分广深的企业如华美、安琪等烘焙糕点类企业; 二是**餐饮酒楼尤其部分老字号**, 最早依托自身餐饮门店渠道和品牌优势销售月饼, 开始多为贴牌生产, 此后部分餐饮酒楼集团开始自建生产基地生产, **广州酒家**即其中的代表, 同时还包括香港荣华、美心集团、杏花楼、莲香楼、陶陶居等; 三是**酒店尤其是高星级酒店也有自身的月饼品牌**, 本质亦是利用其渠道和品牌优势进行销售, 多数以贴牌生产为主, 作为酒店收入盈利的重要补充, 比如 A 股上市的岭南控股旗下酒店、华天酒店等都有自身的月饼品牌。此外还有**其他品牌的跨界**, 如哈根达斯、星巴克、娃哈哈等, 本质上也是利用自身品牌和销售渠道进行布局, 当然在月饼产品上也结合自身特点有一定特色。

表 11: 月饼行业代表参与者情况

分类	品牌	公司简介
烘焙类	北京稻香村	1895 年始于北京, 中华老字号,北京早期的南味食品企业,以“饼艺至尊”享誉中外的大型传统食品企业
	元祖股份	1980 年成立于台湾, 1993 年进驻上海, 曾获评中国月饼十强企业, 专业设计制做糕点月饼食品的企业,
	稻香村集团	稻香村集团的前身为苏州稻香村, 始创于公元 1773 年(清乾隆三十八年)的苏州, 中国糕点行业现存历史悠久的企业之一, 作为国家首批认定的“中华老字号”及驰名中外的“稻香村”品牌创立者, 全国 700 家专卖店。
	东莞华美	1991 年成立于东莞, 以月饼/饼干/糕点等食品产销为主的烘焙行业企业, 旗下已拥有东莞和湖北 2 个厂区, 自动化生产线数十条, 月饼日产能可达 220 万个, 已在湖北开展莲子种植项目, 在河南建立面粉供应基地
	深圳安琪	1994 年成立于深圳, 公司专业生产经营月饼、馅料、面包、糕点及各类休闲食品, 是冰皮月饼行业标准起草单位, 但曾承压
餐饮类 包括中 华老字 号餐饮	广州酒家	起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”, 后取意“食在广州”更名为“广州酒家”, 1995 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。
	香港荣华	1950 年成立于香港, 源于元朗荣华酒家,香港极具规模的饮食集团,香港广式月饼的代表,以白莲蓉月饼著称
	美心集团	成立于 1956 年, 创立于香港, 是香港大型月饼生产商之一, 亦是多元化的餐饮集团, 其经营范围包括中菜、亚洲菜、西餐、快餐、西饼、咖啡店、回转寿司店及 机构食堂等
	莲香楼	1889 年始于广州, 中华老字号, 主要经营传统粤菜和广式点心, “老广州手信”传统和创新系列产品的代表企业, 以莲蓉月饼著称
	陶陶居	1880 年始于广州, 已有上百年历史, 经营上以菜点与糕点并重, 其生产的“陶陶居上月月饼”是广式月饼品牌之一。2000 年 9 月, 陶陶居以“场地和品牌经营”租赁方式交由幸运楼饮食集团经营
杏花楼	1851 年始于上海, 原名探花楼, 是中华老字号之一, 上海老商标, 素以地道粤菜/粽子腊味/精制月饼著称	
酒店类		一般高档酒店都会推出自己的酒店月饼品牌, 比如岭南控股旗下各个酒店等, 市场非常分散, 多数以贴牌、代工生产为主
其他跨界		比如星巴克、哈根达斯、德芙、可颂等国外其他行业品牌跨界, 以及国内其他行业品牌跨界等

资料来源:公司招股书, 各公司官网等, 国信证券经济研究所整理

**虽然月饼行业本身进入壁垒不高, 但高度季节性产品短期高效规模化生产仍有一定壁垒!** 月饼行业虽总体壁垒相对不高, 但因季节性非常强, 产品的生产一般集中在 7 月份, 销售旺季主要集中于第三季度 8、9 月份, 对大规模生产和销售的要求非常高。首先, 从生产组织来看, 由于月饼的生产季节高度集中, 短期非常考验月饼厂商对销量的预估, 短时间内的原材料采购质控以及人工的有效组织, 有足够的生产线能应对短期的生产组织要求, 但淡季产能又能不完全闲置以提升运营效率; 其次, 月饼每年的销售时间高度集中, 非常考验其渠道

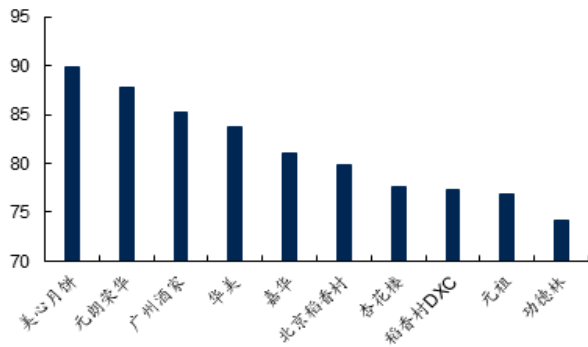
基础以及快速渠道铺货能力，灵活恰当定价也非常关键，一旦过节后就很容易滞销积压库存。因此，虽然月饼行业本身进入壁垒不高，但短期高效规模化生产非常考验月饼生产商的生产和销售短期组织能力，仍有一定壁垒！

**节庆社交特征支撑品牌溢价，老字号龙头行业集中趋势日益显著**

经过多年的发展后，由于月饼本身的社交属性及自身消费时对品牌品质的要求，月饼的消费者日益侧重商品品牌，加之月饼季节性鲜明，规模化生产有壁垒，因此品牌龙头日益凸显。根据艾媒金榜 2018 年权威发布的《2018 中秋节月饼品牌排行榜 TOP10》榜单，结合企业实力指数、媒体热度指数、用户口碑指数、分析师评价指数等多个维度针对品牌进行了综合评价与排名。美心月饼、元朗荣华、广州酒家、华美、嘉华、北京稻香村、杏花楼、稻香村、元祖、功德林十家月饼品牌凭借综合实力成功上榜。其中排名前三的美心、元朗荣华及广州酒家，均为具有悠久历史的老字号品牌，说明在月饼市场，经典品牌仍是首要选择。并且，据大麦电商网统计，2016 年月饼成交量前 20% 的品牌占据月饼市场 62% 的交易量。知名企业品牌竞争力整体趋于强势，龙头日益集中的特点日益显著。

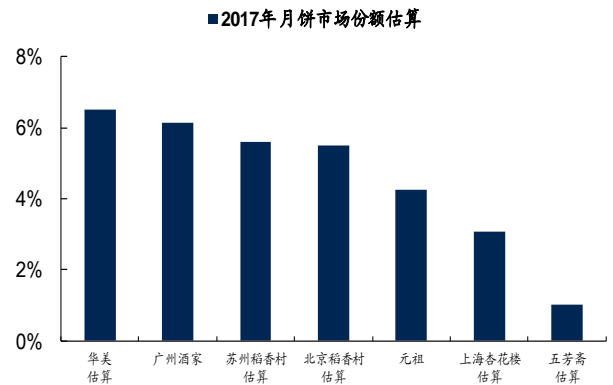
具体从龙头来看，以 2017 年国内月饼市场 146 亿为估算基础，根据 2017 年广州酒家和元祖的月饼销售额 8.98 亿元和 6.18 亿元，据此测算广州酒家和元祖股份的月饼市场份额分别在 6%、4% 左右，此外结合公司官网及媒体报道，我们估算华美月饼份额在 6-8% 左右，苏州稻香村、北京稻香村估计整体份额在 5-6% 左右，上海杏花楼市场份额在 3% 左右，龙头相对优势初步显现。

图 16: 2018 中秋节月饼品牌排行榜十强



资料来源：艾媒金榜、国信证券经济研究所整理

图 17: 2017 年国内月饼龙头市场份额估算情况

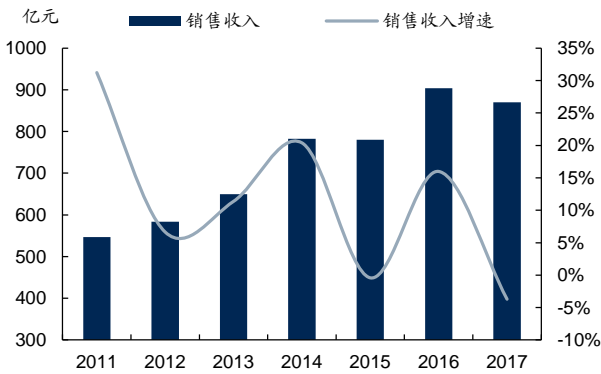


资料来源：公司官网、公司公告、界面网、21 世纪商业评论，中国食品报等，国信证券经济研究所整理

**速冻：传统米面格局初定，但新产品迭代孕育新机会**

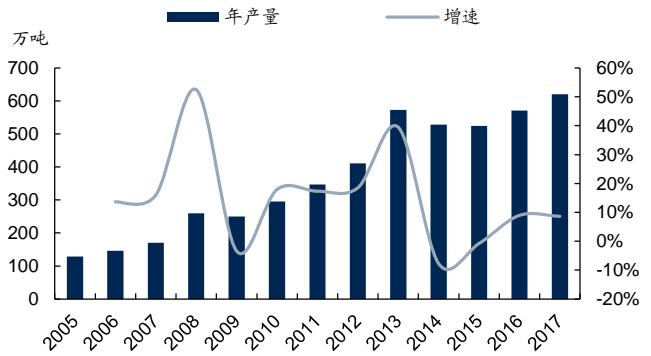
行业增长相对平稳，高频消费品周期性弱。速冻食品兼具健康和方便的特征，是顺应快节奏生活的产物。我国速冻食品行业目前处于稳定增长阶段，根据国家统计局数据，2017 年速冻食品制造行业总收入为 870 亿元，同比下滑 3.7%，2011-2017 年 CAGR 为 8%，整体处于稳定增长阶段。具体看速冻米面行业，主要包含速冻包子、水饺、汤圆、馒头、花卷等，作为日常消费品，具有价格实惠、消费频率高的特点，需求端受宏观经济影响较小。根据国家统计局数据，2017 年速冻米面食品产量为 621 万吨，2005-2017 年 CAGR 约为 10%，除 2014 年受河南限产增速下滑，行业整体趋于稳定增长，预计速冻米面行业未来也将维持较为平稳的增速。

图 18: 我国速冻食品行业销售收入及增速



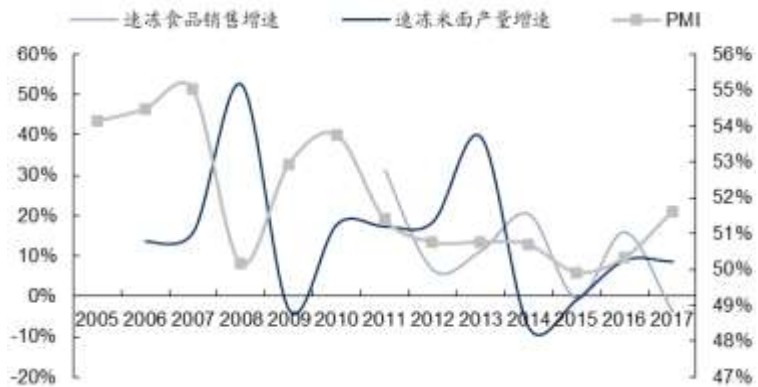
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 19: 速冻米面食品年产量及增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 20: 速冻食品受经济周期影响相对较小

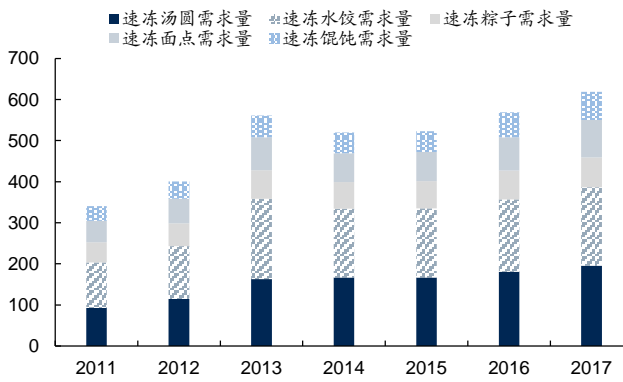


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

传统速冻米面品类竞争格局初定，CR3 ≈ 64%，但针对广式点心等速冻新品则市场较分散。其中三全食品在 2013 年收购龙凤食品，湾仔码头发力高端产品市场等，推动行业集中度不断提升。根据观研天下数据，目前传统速冻米面市场的竞争格局基本稳定，三全、思念、湾仔码头凭借着较强品牌认可度和渠道优势，占据着市场前三的份额，市占率分别为 28%、19%和 17%，CR3 ≈ 64%，行业整体较为集中。但另一方面，由于消费者口味多样化，核桃包、叉烧包等细分新品领域仍处于快速发展阶段，产品尚处于创新迭代中，市场仍较分散，竞争格局尚未确定，品牌支撑给予部分龙头新成长机会。

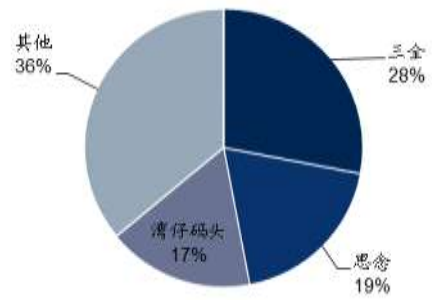
细分品类繁多，新产品迭代孕育新成长。速冻米面行业中，水饺、汤圆、面点、粽子、馄饨是市场销售前五强。根据中国产业信息网数据，水饺和汤圆约占据了 70% 以上的速冻米面需求，另外 30% 则主要由面点、粽子、馄饨、春卷及地方特色小吃等贡献。虽然水饺、汤圆等传统品类的市场竞争格局已初步确定，但是速冻米面行业细分品类繁多，单一厂商很难实现全品类覆盖，核桃包、叉烧包等细分产品的研发可以满足细分需求，尚处于快速发展阶段，新产品市场仍然存在成长空间。细分品牌龙头有望凭借自己在单一产品方面的口碑及研发优势迅速发展，占领细分市场。

图 21: 我国速冻米面食品细分产品需求情况



资料来源: 国家统计局、中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 22: 速冻米面市场行业集中度



资料来源: 观研天下, 国信证券经济研究所整理

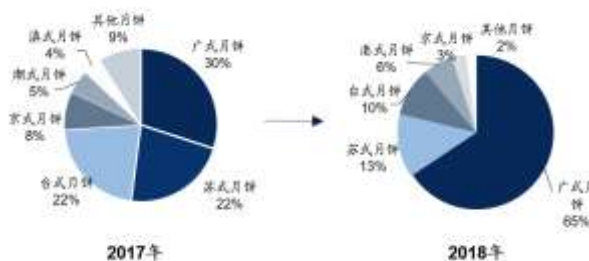
## 公司分析：品牌+平价助推月饼发力，速冻错位竞争

### 月饼：老字号品牌溢价，平价定位助力规模，月饼龙头地位日益凸显

月饼系列是公司最核心产品，是其收入和盈利的最主要构成。结合前文分析，月饼虽然行业进入门槛不高，但规模化生产非常考验厂商短期的生产和销售组织能力，且社交属性下品牌相对优势溢价日益凸显，支撑品牌龙头逐步集中。在这种情况下，我们分析公司月饼业务核心竞争力如下。

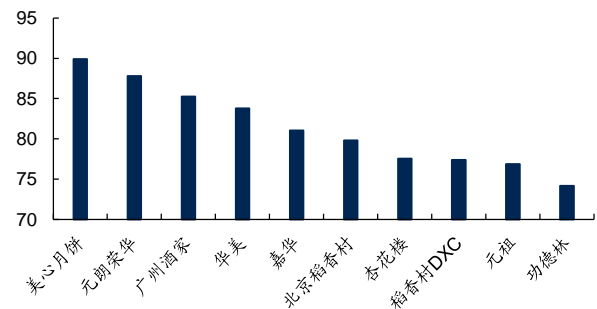
**1、广式月饼优势赛道，品牌优势带来扩张支撑。**首先，月饼各赛道中，广式月饼份额第一。根据地域及月饼表皮工艺差异，月饼主要包括广式（皮薄，相对轻油但重糖）、苏式（酥皮为主，相对广式月饼运输难度相对更大）、京式（皮相对更厚，多重用麻油）、滇式、潮式月饼等。其中，结合 2017/2018 年月饼口碑大数据报告，广式月饼的市场份额均最高，占比达 3 成及以上。虽然上述数据可能因抽样统计有所误差，但连续两年广式月饼排名均第一彰显其优势。我们认为这主要与广式月饼依托珠三角地域优势较早机械化、自动化和规模化生产，先发优势较为显著，且相对保质期长易于运输等相关。与此同时，在艾媒金榜 2018 年权威发布的《2018 中秋节月饼品牌排行榜 TOP10》榜单中，结合企业实力指数、用户口碑指数等多个维度针对各品牌进行了综合评价与排名。前四均是广式月饼企业，也侧面体现广式月饼的优势和集中化程度相对较高。

图 23：2017/2018 年各类月饼市场份额情况



资料来源：2017/2018 月饼口碑大数据报告、国信证券经济研究所整理

图 24：2018 中秋节月饼品牌排行榜十强



资料来源：艾媒金榜、国信证券经济研究所整理

结合前文行业分析，广州酒家的月饼系广式月饼重要代表之一，在广式月饼中排名前三，老字号品牌优势突出，相对占据较优赛道。并且，由于月饼馈赠亲友的特点，品牌优势对其销售制胜非常关键。考虑广州酒家的月饼在广式月饼中的品牌地位以及全国尤其珠三角区域影响力，在品牌优势支撑下，未来广州酒家在产能支撑下月饼仍有望继续全国扩张尤其珠三角区域持续扩容。

**2、大众定位+品牌优势下带来规模效应显著，品牌溢价+规模优势下高毛利率持续有支撑。**广州酒家的月饼立足大众定位，性价比较高。如下图所示，广州酒家目前经典产品双黄白莲蓉 750g 目前预售期定价 158 元-168 元左右（天猫旗舰店），相比同期其他广式月饼代表品牌，如美心、荣华、大班月饼等，广州酒家的月饼定价具有良好的吸引力。虽然相对高于华美、安琪以及（上海）杏花楼等，但广州酒家在广式月饼品牌力上优势更加突出。结合行业分析，在去三公后，月饼市场消费主力以大众家庭为主，月饼主力价格区间均在 200 元以下。在这种情况下，广州酒家上述价格定位叠加品牌支持下有助于其快速扩张销量，目前其销量多年位居行业前三。



表 12: 2019 年月饼知名品牌价格对比 (天猫官方旗舰店)

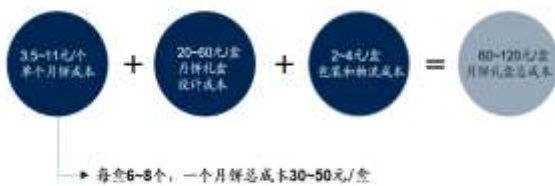
品牌	产品	规格(净含量)	原价	折扣价	备注
广州酒家	双黄白莲蓉月饼礼盒	750g	¥ 188	¥ 168	部分时段有优惠至 158 元或送赠品粽子一袋
美心	双黄白莲蓉月饼礼盒	740g	¥ 375	¥ 258	广式月饼代表品牌
荣华	双黄白莲蓉月饼礼盒	740g	¥ 328	¥ 178	广式月饼代表品牌
陶陶居	双黄白莲蓉月饼礼盒	720g	¥ 199	¥ 149	广式月饼代表品牌
华美	双黄白莲蓉月饼礼盒	880g	¥ 198	¥ 99	广式月饼代表品牌
广州酒家	七星冰皮月饼礼盒	540g	¥ 298	¥ 208	广式月饼代表品牌
大班月饼	冰皮月饼礼盒	560g	¥ 358	¥ 318	广式月饼代表品牌
元祖月饼	雪月饼(冰淇淋)	840g	¥ 369	¥ 289	由于冰淇淋的特殊性,运输区域受限
元祖月饼	苏式月饼礼盒	598g	¥ 338	¥ 288	苏式月饼代表品牌
安琪	双黄白莲蓉礼盒	710g	¥ 182	¥ 142	广式月饼代表品牌
稻香村	玉兔纳福(广式蛋黄月饼)	480g	¥ 98	¥ 98	苏式或北京月饼代表品牌
杏花楼	蛋黄莲蓉月饼礼盒	680g	¥ 138	¥ 138	上海区域代表月饼品牌,豆沙月饼最为出众

资料来源:天猫,国信证券经济研究所整理

注:价格均来自天猫旗舰店,折扣价为 2019-07-20 日查到的预售价

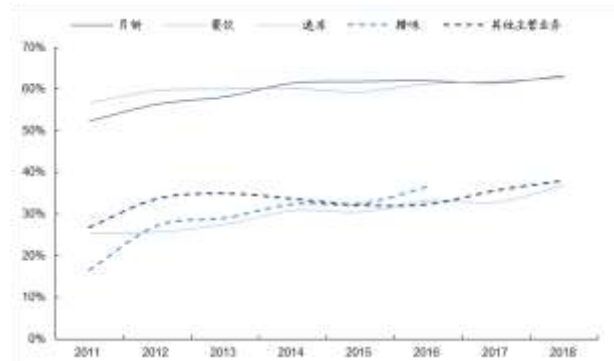
由于月饼季节生产特点,考虑日常闲置产能成本,加上月饼本身属于季节性短期社交消费,故品牌龙头的定价相对不低,支撑其毛利率不低。如下图所示据《北京商报》媒体报道,参考其成本及售价统计,估算星级酒店月饼的毛利率通常 50-60%,盈利能力相对较强。具体从广州酒家的各业务来看,其月饼毛利率相对最高,2018 年达到 63.22%,是其盈利能力最强的业务,明显优于速冻等食品业务。与其他竞争对手相比,广州酒家和元祖股份 2011-2018 年月饼毛利率基本在 60%左右,且 15 年后每年均超过 60%,持续保持较高的毛利率,高于其他上市公司的食品业务毛利率(速冻、糕点等方面)。其中,由于广酒等龙头在月饼闲置产能阶段可以生产速冻等食品或其他糕点食品补充,提高资源使用效率,可以对其毛利率水平进一步支撑。

图 25: 星级酒店月饼成本解析



资料来源:北京商报,国信证券经济研究所整理

图 26: 广州酒家各业务毛利率对比

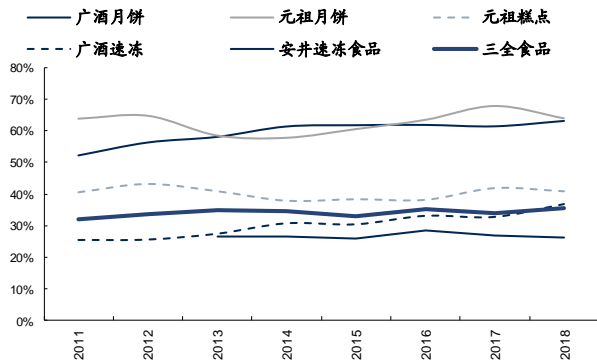


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

具体从广州酒家月饼业务的成本分析来看,人工和原材料合计占收入的比重在 30%左右,其中人工成本占比 3.4-3.6%,机械化生产下人工占比较低,主要成本来自原材料成本,占比 27%左右。在原材料成本中,采购量最大系糖类,其次为油料类和莲蓉类,故原材料成本最主要受糖价等方面相关。不过,依托较为丰厚的毛利率支撑和品牌优势下的提价能力,广州酒家等品牌月饼龙头一般可以终端售价方面有效价格传导,受原材料价格变化的整体影响可控。

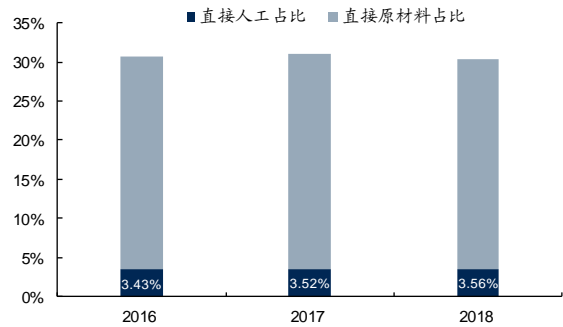


图 27: 月饼毛利率与同行比较



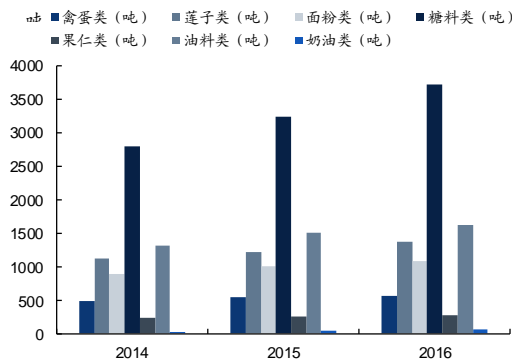
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28: 广州酒家月饼成本分析



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29: 广州酒家月饼原材料构成



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

**3、自主生产确保品质, 有助于控制食品安全风险。**目前来看, 广州酒家的月饼业务基本为自主生产 (仅粽子、肉脯和饼酥等少量产品需要外包, 16 年占食品业务成本的比重不到 5%), 从而有助于严格控制自身产品的品质, 进而可以有效防范食品业务最主要的安全风险。并且, 广州酒家食品业务先后获得了 ISO9001、ISO22000 质量管理体系认证和 HACCP 质量认证, 还通过美国食品药品监督管理局监督, 并是多项国家技术标准的制定者和参与者, 品质水准较高。

**速冻: 立足餐饮品牌优势聚焦粤式点心错位竞争, 优化产能利用**

公司在月饼之后发力速冻食品业务, 一是优化产能, 利用月饼淡季闲置产能, 提高公司整体资源利用率, 二是立足广州酒家广式点心优势错位竞争。

**优化产能利用。**公司 1998 年左右开始发力速冻食品, 最早主要在月饼规模化生产下, 由于月饼业务季节性特点鲜明, 淡季闲置产能明显。通过发力速冻食品业务, 公司可以最大化使用其食品生产线, 从而提高产能和资源使用效率, 提高整体盈利成长。

**速冻后起之秀聚焦粤式点心速冻产品线, 错位竞争支撑成长。**从国内速冻食品行业发展来看, 此前已拥有思念、三全、湾仔码头、安井等龙头, 但各自细分领域有差异。如下表, 思念、三全、湾仔码头主要是以水饺、汤圆等传统面点为主, 部分龙头辅之小油条及春卷等其他食品, 安井最早主要以火锅料为主打, 辅以手抓饼等部分新式点心发力速冻面点业务。广州酒家作为后起之秀, 主要立足广州酒家多年粤式点心技术优势和品牌产品支撑, 聚焦粤菜点心进行复制扩张, 通过错位竞争找到自身的优势发力点, 并得以较快增长。

图 30: 广州酒家的代表速冻产品



资料来源:公司天猫旗舰店, 国信证券经济研究所整理

表 13: 速冻行业龙头主营产品

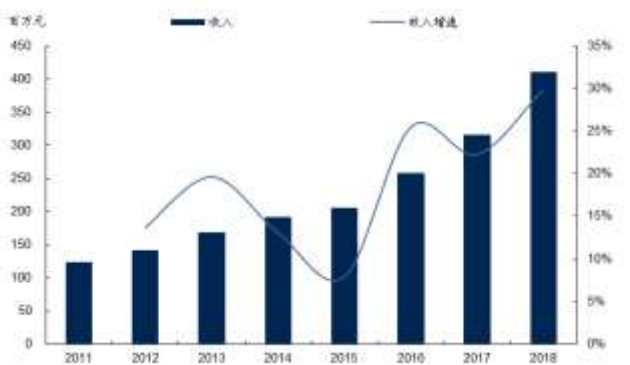
龙头企业	主营产品
三全食品	速冻水饺/馄饨、粽子汤圆、面点油条、火锅米饭等常温方便速食
思念食品	水饺/云吞系列, 红糖馒头等面点系列, 小油条、南瓜饼、手撕饼等休闲系列, 粽子汤圆等系列, 其中 2B 端以千味央厨为代表 (最早与 KFC 合作安心油条发力)
湾仔码头	水饺系列、云吞系列、汤圆系列、包点系列、面食系列
安井食品	火锅料制品、手抓饼、红糖发糕、桂花糕、紫薯包等新式特色点心
广州酒家	核桃包、虾饺、叉烧包、香菇烧卖、流沙包、奶黄包、普凤爪、豉汁排骨、糯米鸡等

资料来源:天猫旗舰店、公司官网、国信证券经济研究所整理

具体来看, 广州酒家目前主要包括核桃包、叉烧包、流沙包、豆沙包、虾饺以及糯米鸡、豉汁排骨、凤爪等广式茶点, 而这些菜式本身均是来自其老字号餐饮门店的招牌畅销菜, 消费群体基数大, 受众群体广泛。其中, 公司速冻产品中的明星单品“核桃包”, 依托餐饮门店技术支持, 在餐饮广受好评后, 再进行规模生产逐渐推广至全国, 这种方式使得其速冻产品在市场及用户接受度上具有先天优势, 并与其他速冻食品企业形成差异化竞争。

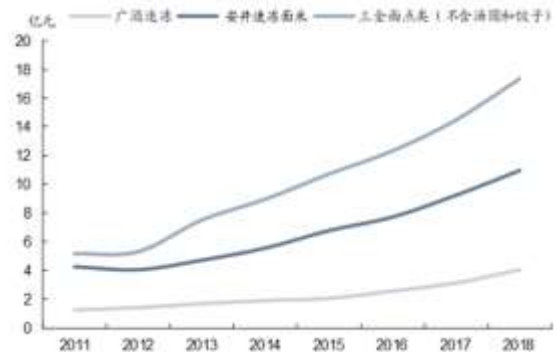
速冻业务收入规模仍有较大提升空间。2018 年公司速冻食品业务收入 4.1 亿, 同比增长 30%, 为历年增速之最, 2011-2018 年 GAGR 为 16.12%, 速冻业务已逐步成为公司新的业务增长点。但从绝对规模来看, PK 三全、安井等老牌食品企业, 由于公司在速冻领域发力较晚, 公司在速冻业务收入规模差距较大。目前速冻食品受制于产能, 销售潜力尚未完全爆发, 未来随着产能基地扩张, 有望带来新成长。

图 31: 公司速冻业务收入增长快速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 32: 广州酒家速冻食品收入规模与三全/安井的比较



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从单个产品具体来看，在广式点心领域，对比部分单品每 100g 的价格发现，广州酒家价格相对略高于其他公司产品价格。广州酒家餐饮品牌优势（食在广州第一家）对其粤式早茶类速冻食品价格提供有利支撑。

表 14: 广州酒家与速冻其他企业 100g 产品价格对比

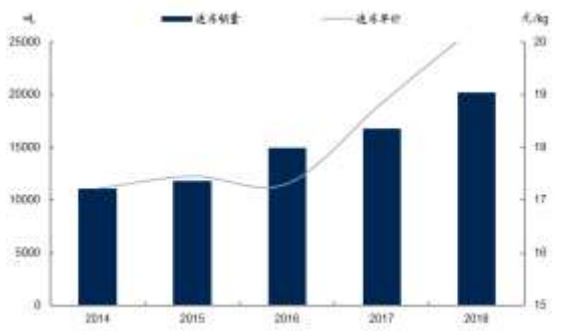
产品	广州酒家	三全食品	安井食品	思念食品	湾仔码头	金城食品	今逸食品
虾饺 (元/100g)	14.31	6.65	5.42	9.77	7.82	10.59	9.50
流沙包 (元/100g)	5.31	4.67	7.71	-	4.73	5.22	6.67
核桃包 (元/100g)	6.74	-	6.65	-	-	-	-
糯米鸡 (元/100g)	5.54	-	-	-	5.51	4.69	6.25
奶黄包 (元/100g)	3.99	2.75	2.21	2.07	4.26	3.99	-
普风瓜 (元/100g)	15.20	-	-	-	-	-	7.60
豉汁排骨 (元/100g)	11.92	-	-	-	-	-	9.20

资料来源: 天猫商城、京东商城、国信证券经济研究所

注: 受限于网上品类限制, 三全、思念、湾仔码头的虾饺并非广式虾饺, 而是其虾肉水饺产品

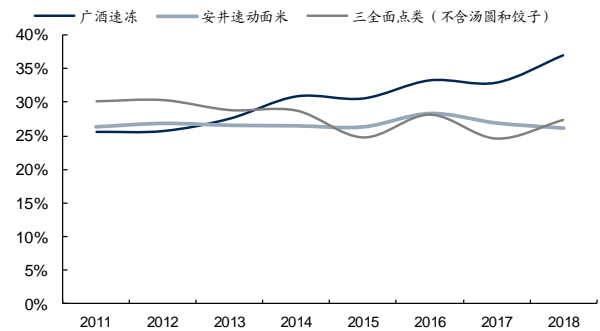
从毛利率来看，广州酒家的速冻业务毛利率好于安井和三全，主要系公司目前速冻业务 C 端贡献影响比较大，而且 C 端的毛利率一般高于 B 端。从趋势来看，广酒这几年速冻业务的毛利率持续提升，一是来自产品结构持续优化，相对高毛利率的优势产品如核桃包等贡献日益显著，二是由于速冻产品提价（过往 3-4 年并未提价），进一步加速 18 年毛利率提升。从近几年数据来看，公司速冻每千克价格都在稳步提升，按照每 kg 计算，速冻产品销售单价从 2014 年的 17.8 元/kg 上升至 2018 年的 20.3 元/kg。不过，横向比较，速冻的毛利率相抵逊于月饼，一是前者品牌节庆定价差异，二是与速冻本身冷链运输等成本较高有关。

图 33: 广州酒家速冻业务增长及销售单价变化情况



资料来源: 公司官公告等、国信证券经济研究所整理

图 34: 广州酒家速冻业务毛利率与安井/三全的比较



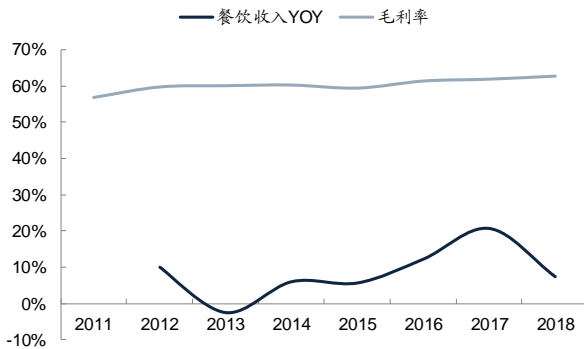
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

综合来看，在粤式点心速冻蒸点领域，速冻行业竞争格局并未完全确定。广州酒家的主要竞争对手一是安井、三全、思念等老牌食品龙头跨界竞争，二是广东省内如佛山金城、佛山今逸、香港淘大、东莞龙香等规模相对较小的企业。与这些全国速冻产品龙头相比，虽然全国速冻龙头在速冻整体尤其面点等方面的规模渠道优势相对突出，但广州酒家在广式茶点细分领域品牌和技术优势有相对竞争力；与省内其他竞争公司相比，广州酒家无论从市场份额还是品牌美誉度、知名度等都优势突出。综合来看，我们认为未来伴随产能释放+广式点心产品持续丰富更新，广州酒家仍较有可能通过在粤式点心细分领域错位竞争，成为国内广式点心速冻领域的龙头之一。

### 餐饮: 老字号品牌支撑, 整体稳健发展

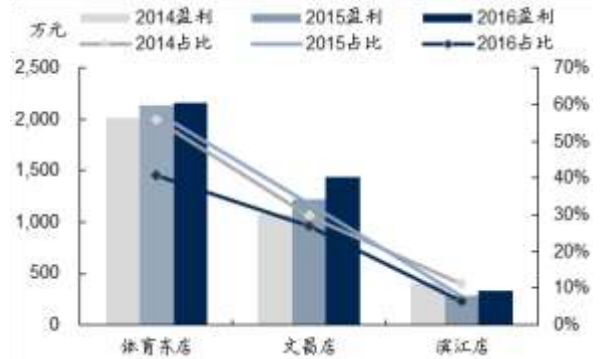
目前来看，广州酒家作为粤菜中广式茶点的经典代表，在粤菜中享有盛名，目前主要布局也以广州为主，辐射周边。近几年，公司餐饮收入增速整体稳健，整体毛利率在 55-60% 之间。

图 35: 广州酒家餐饮业务收入增速及毛利率变化



资料来源: 公司公告等、国信证券经济研究所整理

图 36: 体育东路、文昌店、滨江店盈利占餐饮门店盈利比重



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

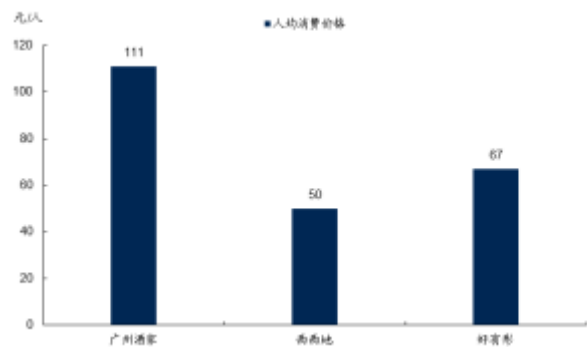
**传统粤菜优势突出, 大店贡献卓著。**目前来看, 广州酒家的餐饮业为定位如下: 1) 广州酒家品牌餐饮店, 保持现有粤菜经营的优势, 巩固以粤菜为代表的核心地位, 定位中端, 传统老字号品牌品质优势; 2) 其他年轻化品牌餐饮店, 积极把握餐饮行业发展机会, 采取向大众化、年轻化消费群体延伸多元经营横向扩张。目前 19 家门店, 其中 18 家直营店, 1 家参股店。从盈利来看, 公司餐饮业务仍主要依靠传统知名大店贡献, 体育东路、文昌店和滨江西店是公司最主要的三大门店, 其中尤其 2015-2016 年体育东路和文昌店合计盈利占餐饮门店盈利的比重达到 68%, 贡献卓著。

图 37: 公司餐饮新品牌门店形象 (好有形和西西地)



资料来源: 公司官网等、国信证券经济研究所整理

图 38: 公司餐饮品牌人均消费价格



资料来源: 公司公告等、国信证券经济研究所整理  
注释: 西西地为简餐门店, 不统计实际消费人数, 该店所统计的人均消费金额以客户消费订单数量计算。

**从扩张速度来看, 公司餐饮业务主要以每年新开 1-2 家的速度向珠三角其他城市扩张。**一方面继续深挖“广州酒家”传统餐饮业务的市场潜力, 填补广州空白区域, 开拓深圳等新区业务。另一方面, 根据政策、经济环境的变化不断调整发展多元化经营策略, 针对年轻消费群体崛起的新市场、新需求, 开展多品牌、多业态横向经营扩张战略, 寻找新的餐饮业务发展机会。2016 年新增子品牌西西地简餐, 主营西式餐点, 2018 年推出好有形融合餐厅, 为创意餐厅, 主营粤式结合菜式, 两者人均消费价格 (50 元/人、67 元/人) 均低于主品牌广州酒家 (110 元/人), 补充了价格需求段扩充了消费群体, 传递品牌逐步走向年轻与活力的内核, 开启新的品牌业态。

由于新开店一般有培育期, 当年会微亏, 此后逐步盈利, 初始对餐饮板块盈利增长的贡献不明显。加之餐饮酒楼近几年盈利能力相对稳定, 总体盈利成长较为稳健, 其餐饮扩张核心在于品牌优势支撑及粤式点心核心技术支撑。



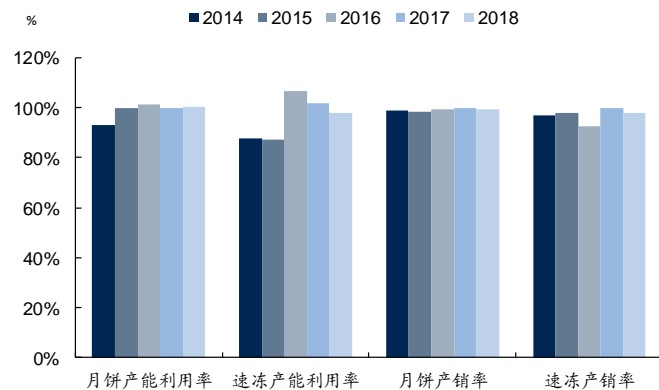
## 成长之一：产能扩张，支撑新一轮成长

展望未来，我们认为公司一看产能扩张助力月饼和速冻业务腾飞，二看跨区域多渠道发力，三看持续产品创新助力份额提升，四看整合陶陶居带来新增长点。其中，产能扩张是公司未来 2-3 年增长的最核心支撑。

### 品牌支撑下产销率可观，但产能束缚约束成长

公司过往产能约束限制明显。公司最早产能基地即利口福食品公司成立于 1995 年 8 月，占地面积 10 万平方米，首期投资 2 亿元，是公司此后规模化生产发展的基础，也是支撑公司近 10 多年来食品业务自主研发生产规模扩张的根基。但 2014 年后，利口福基地的产能制约日益显著。如下图所示，公司依托品牌优势，近几年月饼和速冻产品的产销率都接近 100%，销售良好。与此同时，2016 年，公司月饼、速冻和腊味三种主要产品的产能利用率均超过 100%，月饼 103%，速冻 106.7%。腊味 109.9%，2017 年各产品线产能有小幅提升，但产能利用率仍然超过 100%，直接约束公司的产品生产和收入增长。虽然 2018 年因三号车间改造产能有所提升，并通过月饼季提前生产、提前布局部分解决短期产能瓶颈问题，但月饼保质期约束下，这一提前生产影响相对也有限。

图 39：广州酒家食品业务产能瓶颈约束明显



资料来源：公司公告及招股书，国信证券经济研究所整理  
注：月饼速冻 2017-2018 年产能利用率为估算数据

### 自建&并购多管齐下，共同推进未来 3 年产能跨越式增长

鉴于公司此前产能瓶颈制约压力，公司 2017 年 IPO 后一直积极致力于产能提升。2017 年，公司参股德利丰食品（持股 40%），增加部分产能供给。2018 年 3 月，公司公告拟各投资 4.5 亿元新建梅州和湘潭两个生产基地，以缓解当前产能紧张局面及利于区域扩展，完全达产后预计分别贡献产能 2 万吨和 1.6 万吨，对公司未来成长意义重大。2018 年 5 月，利口福公司与广东粮丰园公司共同出资设立利口福粮丰园食品有限公司，以弥补公司目前短期产能缺口。

表 15：公司湘潭和梅州产能基地公告投资规划情况

投资布局	总投资	公告内容	土地情况	取得土地时间	开工时间
湘潭基地	4.5 亿元，自筹投资 3.58 亿元，产业链投资约 0.92 亿元	项目预计产能：项目完全达产月饼类/速冻/馅料类产品产能预计分别不低于 2,000 吨/年、12,000 吨/年、6,000 吨。	一期用地 11.3080 万平米，成交总价 2391.64 万，工业用地，50 年	2018 年 9 月	2018 年 12 月
梅州基地	4.5 亿元（含土地出让金）。项目资金主要来源于企业自筹资金约 2.5 亿元，并引入上下游企业进驻投资约 2 亿元。	扶贫项目，享受财政扶持，项目预计产能：月饼类、速冻类、腊味类产品产能预计分别不低于 2000 吨/年、1.2 万吨/年、2000 吨/年。	一期用地 12.9212 万平米，成交总价 2966 万元，工业用地	2018 年 8 月	2019 年 7-8 月招标中，预计 2019 年 9 月到年底动工

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从梅州和湘潭项目的建设进度来看，2018年8月和9月，公司分别取得了梅州和湘潭基地一期用地，其中湘潭基地2018年底动工，预计2019年下半年有望部分达产，梅州基地2019年暑期正在招标，预计2019年底动工，2020年有望部分达产。并且，梅州和湘潭均有一期、二期用地，二期预计等一期完成后择机推进。

其中，**梅州基地**因系扶贫项目，可享受《广东省财政厅关于支持珠三角与粤东西北产业共建的财政扶持政策》粤财工〔2016〕384号）、《广州市鼓励企业到广州（梅州）产业转移工业园投资实施办法（2017年修订）》（穗帮扶办〔2017〕6号）、《广州市对市属国有企业到广州（梅州）产业转移工业园投资给予扶持资金及业绩考核支持的实施意见》（穗国资群工〔2017〕26号）、梅州市人民政府办公室关于印发梅州市进一步促进民营经济发展若干意见的通知》（梅市府办〔2016〕20号）规定的相关政策。换言之，利口福梅州公司未来在所得税上可以享受前五年部分所得税和增值税等的减免政策

**表 16: 《广东省财政厅关于支持珠三角与粤东西北产业共建的财政扶持政策》**

分类	奖励内容
普惠性奖补	1、企业入园投产起第 1-3 年, 单家企业奖补金额=该企业当年度财政贡献量(企业当年实际缴纳税额+增值税额)*40% 2、企业入园投产起第 4-5 年, 单家企业奖补金额=该企业当年度财政贡献量(企业当年实际缴纳税额+增值税额)*20%
叠加性奖补	1、大型骨干企业、世界 500 强企业、中国 500 强企业、中国民营企业 500 强、中国制造业企业 500 强(含全资子公司及其控股的企业)在粤东西北省产业园投资(控股)制造业企业, 按企业或项目在园区内实际新增的固定资产投资额不超过 30% 比例按年度予以奖励。每家累计最高不超过 1 亿元。 2、随同企业总部或生产性环节一起转移进入粤东西北地区的规模以上工业企业研发机构, 具有独立法人资格的, 视其规模及研发能力按每家一次性奖励 300 万元至 1000 万元; 属于分支机构的, 视其规模及研发能力按每家一次性奖励 100 万元至 300 万元。 3、转移进入粤东西北地区的国家高新技术企业, 每家一次性奖补 300 万元; 纳入省高新技术企业培育库的企业, 每家一次性奖励 100 万元。 4、省级孵化器、新型研发机构、众创空间等创新创业平台整体转移进入粤东西北地区或者在粤东西北地区设立分支机构的, 按企业在粤东西北地区实际新增的固定资产投资额不超过 30% 比例按年度予以奖励, 每家累计最高不超过 500 万元。

资料来源: 广东省政府, 国信证券经济研究所整理

在湘潭和梅州基地建设的同时，2019年，公司去年与广东粮丰园合资成立的粮丰园食品有限公司，有望成为2019年公司月饼、速冻等产能的重要补充（2018年上述产能并未体现），预计其产量规模虽然相对不及湘潭一期，但好于德利丰。此外，公司2017年开始于德利丰合作，2018年开始生产，但中间也有磨合，经过了半年多的磨合，公司预计2019年产能释放会有所增加。

**表 17: 公司近几年产能基地建设情况**

产能基地	主要品类	产能说明	贡献产能时间
利口福广州基地车间改造	速冻部分技改+中央配餐+部分腊味等	扩大产能 7,040 吨, 2018 年实现销售收入 12,022.28 万元	2018 年开始体现
	速冻剩余部分+冷链配送中心+剩余少量腊味	估算可以进一步扩大产能 7000-12000 吨	2020 年底全部完成, 2019 年部分体现
德利丰 (持股 40%)	烘焙类为主	2018 年产能开始贡献, 但磨合期产能有限, 2018 年公司合计采购德利丰及其关联方 4886 万元, 占公司总采购 4.76%, 整体贡献预计相对有限	2017 年参股, 2018 年开始合作开始贡献产能, 2019 年预计磨合期后产能有所增加。
粮丰园	烘焙、速冻类为主	产量规模好于德利丰, 但明显不如湘潭一期	2018 年下半年完成收购, 2019 年开始有新增产能贡献
湘潭基地	一期以烘焙类为主, 二期预计速冻和烘焙概念中心及其他规划。一期 170 亩左右, 二期预计 100 多亩。	项目一期预计产能: 月饼类产能预计不低于 2,000 吨/年, 馅料产品产能预计不低于 6,000 吨/年, 公司预计一期达产后可实现销售收入 3.81 亿元。二期估计产能有望 1 万吨+	预计 2019 年下半年或部分达到可使用状态, 预计 2020 年底一期完全达产, 二期预计梅州一期完成后上线, 预计 2021-2022 年完成
梅州基地	速冻和肉制品	估计产能 1.5-2 吨之间	预计 2020 年完成一期, 2021-2022 年二期

资料来源: 公司公告、公司官网等, 国信证券经济研究所整理

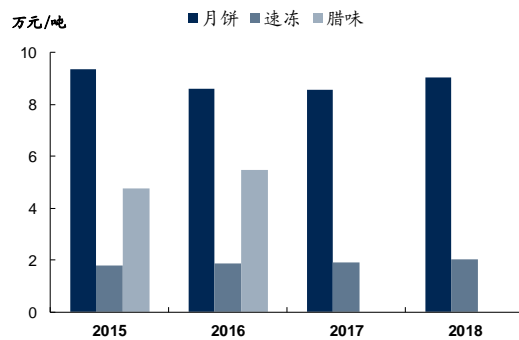
综合来看，公司 2019 年产能增量预计主要来自：1、广州利口福基地持续改扩



建带来的产能增量贡献（速冻等）；2、粮丰园新增产能贡献（月饼或馅料等）；3、德利丰产能磨合期后的产能提升带来的贡献；4、湘潭项目如果进展顺利，7月底后预计也会有部分补充。2020-2022 年的新增产能预计主要来自利口福广州基地剩余改造部分以及湘潭和梅州项目基地一二期合计贡献，其中湘潭和梅州基地两者影响较大，使产能的主要支撑。

具体来看，我们预计 2019 年公司有望新增产能 6000-10000 吨，其中部分取决于湘潭基地进度，且湘潭基地烘培类影响较明显，2020-2022 年预计有望每年增加 9000-10000 吨及以上（烘培类 2020 年增长或相对较显著），从而为公司后续成长提供坚实支撑。

图 40: 广州酒家主要食品业务的吨单价对比



资料来源:公司公告及招股书, 国信证券经济研究所整理

综合来看，结合招股书的披露和公司年报相关数据，我们估算公司 2018 年食品产能月饼 1.05-1.15 万吨左右，速冻 2 万吨，腊味产能约 2500 吨到 3000 吨左右，合计食品产能约 3.30-3.50 吨左右。到 2021 年底，若上述利口福广州基地改造完成，德利丰、粮丰园正常运转，湘潭和梅州一期相继完全达产，公司预计有望新增产能 2.5-3.5 万吨，相比 2018 年食品产能有望增长 70-100%，呈现跨越式增长，且湘潭和梅州二期仍有进一步补充，直接助力公司未来成长。

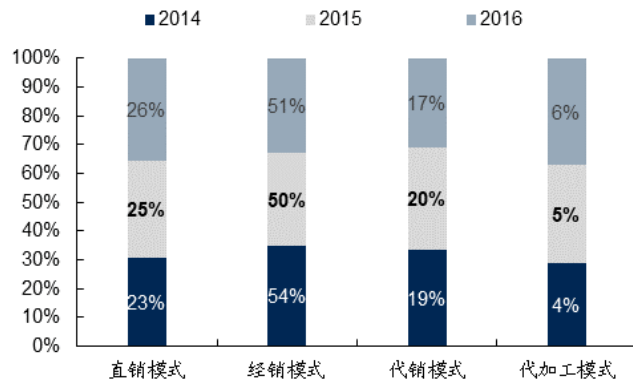
同时，从各产能的调节转化来看，馅料产能在月饼淡季可以转化为速冻产能，但部分月饼定型等产能基本只能用于月饼生产，不过人工均可以在各产品之间灵活调配，支撑产量增长。

此外，从吨单价的角度，如上图所示，月饼的吨单价相对最高，大概在 9-10 万元/吨之间，腊味的吨单价则相对次之，约 5 万元/吨上下，速冻的吨单价最低，仅 2 万元/吨上下，故月饼包括烘培类产能提升对收入影响弹性相对更加显著。在这种情况下，若 2019 年新增产能中有 2000 吨为月饼类直接产能，其他 5000-6000 吨为速冻或其他产能，且全部有效销售，则有望增加公司 2019 年收入 2.80-3.50 亿元。2020-2021 年，若每年新增产能中有 3000 吨为月饼直接产能，其余为速冻及其他产能，且产销率维持，则有望增加收入规模 3.5-5.5 亿元，对公司收入增长提供有利支撑。

## 成长之二：广渠道，全渠道布局助力区域扩张

公司食品业务销售包括直销、经销、代销和代加工四种模式，其中以直营和经销为主，2016年直营、经销收入各占食品业务总收入的26%、51%，合计77%，**经销为主**；**餐饮业务**主要采用直营和参股的模式。**整体来看**，2016年公司直销、经销收入分别是8.53亿元、7.29亿元，分别占公司总收入的45%、38%（餐饮直营占比高影响整体直销比例），合计83%，是公司收入的主要渠道。

图 41：广州酒家食品业务销售渠道占比



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 42：公司各渠道收入贡献（单位：万元）



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 43：2019 年一季度经销渠道收入同增 25%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 以点带面跨区域扩张，全渠道布局助力

以广州为原点，深圳为支点，辐射撬动全国市场。公司从广州起家，目前大部分业务都布局在广州，截至 2018 年公司共有 200 多家饼屋，主要集中在广州市中心；共有 19 家餐饮店，全部分布在广州市；估算 2018 年广州市销售收入约占公司总收入的 40% 左右。在跨区域发展规划中，公司以广州为原点，首先布局口味相近且已有品牌基础的市场，主要是深圳、佛山、中山、东莞、珠海等珠三角地带；其次继续加大粤东、粤西市场开拓；进一步开发省外市场，提高华东、华中等区域的销售覆盖，最终辐射致全国。

经销、电商等渠道发力，支撑跨区域拓展。具体在拓展过程中，公司主要依靠渠道端发力，将业务由广州拓展至其他地区。经销渠道方面，公司重点开发省外经销商，优化省外经销产品结构，截至 2019Q1，境内省外经销商共 155 家，占总经销商数的 31%。其次，电商渠道是公司异地开拓的有力方式，公司通过

电商渠道、新媒体推广等方式，可以将公司产品销售到实体门店尚未进入的区域市场，树立企业品牌打造口碑，并为线下业务拓展收集异地市场的详尽数据，提高全国业务拓展的效率和成功率。此外，公司还尝试在广州市外开设**饼屋及餐饮门店**，通过线下门店提高品牌知名度。下面将具体分析各渠道的发展情况。

### 食品销售主力军，经销商数量稳步增加，拓展完善经销网络

**经销模式是食品销售的主要贡献力量，尤其是经销商。**其中月饼销售业务的经销渠道占比更高，由于月饼的销售周期短，主要集中在 8-9 月份，为了确保销售，公司月饼销售以经销模式为主（发货后就可确认收入，仅接受质量问题退货，占比极低），参考公司食品销售的渠道构成，经销渠道占比约 50%，考虑月饼对经销渠道依赖更高，我们估算占比在 60%左右，剩余则通过其他模式贡献。更进一步，加盟模式中主要以加盟商为主，2016 年经销商收入占经销渠道的 94%（其他为加盟店贡献）。

**规模稳步提升，小加盟商占比有所提升。**从经销商规模上看，经销商数量稳步增长。2014-2016 年经销商数量分别为 355、415、470 家，2018 年增至 513 家；经销商贡献的食品销售收入也逐步提升，由 2014 年的 5.85 亿元提至 2016 年的 6.87 亿元，复合增速为 8.36%，是收入增长的重要驱动力。**从单个加盟商的贡献来看**，2014-2016 年，单个加盟商的年收入贡献分别为 165、147、146 万元，平均收入有所下降，预计主要受加盟商的结构变化影响，在加盟商开拓的过程中，小加盟商的占比有所提升。

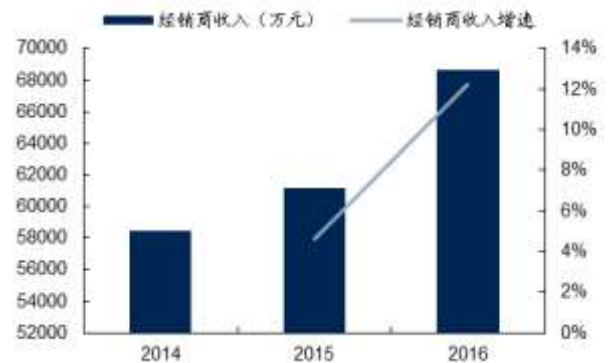
**强加盟管理，逐步布局省外区域。**公司对经销商审核设置了严格的《经销商管理制度》，并给予优秀经销商相应的奖励。完善的加盟管理政策支持加盟渠道的稳步扩张。在此基础上，公司进一步扩张经销商规模，尤其注重开拓广州市外的区域。截至 2019 年 Q1 末，公司共有 505 家经销商，其中广东省内共有 340 家，省外有 155 家，境外有 10 家，北京、上海、昆明、长沙、成都、厦门、义乌等地区均已发展经销商，经销网络日趋完善。

图 44: 经销商数量稳步提升



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 45: 经销商的收入贡献逐年增加

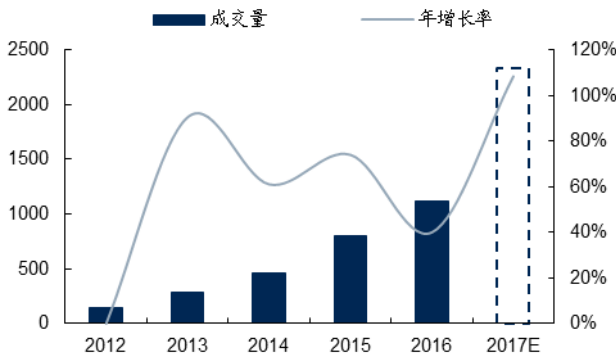


资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 电商渠道快速发展，多方覆盖联动线下

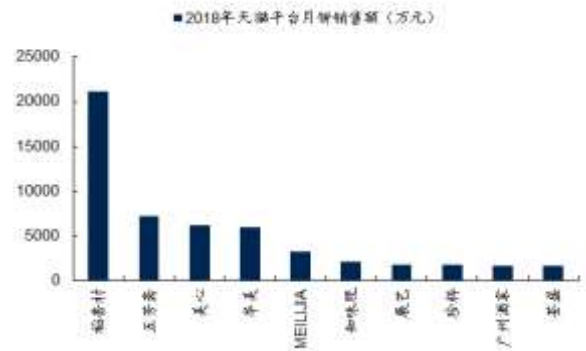
**电商日益成为月饼销售的重要渠道。**结合下图，淘宝平台的月饼销售从 2012 年的 1 百多万到 2016 年的 1000 多万，实现跨越式增长，电商渠道的迅猛发展也让各大品牌争相发力，中秋前后均通过各种营销推广活动来吸引消费者，17、18 年的增速预计超过 100%。据浪潮大数据统计，2018 年 9 月以来，天猫平台销售月饼 6.6 亿元，金额较为可观，且销量为 1360.8 万件，月饼均价为 48.2 元/件，前十大龙头情况如下。

图 46: 2012-2016 年淘宝平台月饼成交量



资料来源: 大麦电商、国信证券经济研究所整理

图 47: 2018 年天猫月饼十大品牌销售额



资料来源: 浪潮数据等、国信证券经济研究所整理

**多措并举，线上电商渠道开始发力。**具体来看，广州酒家自 2012 年起设立电子商务分公司，建立电商渠道，通过互联网渠道销售公司食品。经过这几年的发展，公司的电子商务平台越发成熟：1) 由委托第三方运营变更为自主运营，随着公司运营能力的提升和经验的丰富，2014 年后公司所有电子商务平台均由公司自主运营，不再外包给第三方，一方面节省了服务费，另一方面也能更为灵活地配合公司产品 and 战略；2) 全面覆盖主流电商渠道，主要为公司官网、天猫、淘宝、京东、1 号店等；3) 开发电商特供产品，丰富电商销售品类，与线下略有差异化运营；4) 通过发展电商经销商补充电商渠道，快速提高电商渠道的市场份额。

表 18: 广州酒家线上特供月饼产品举例

产品	净含量 (g)	规格	原价 (元/盒)	折扣价 (元/盒)
欢乐一家月饼礼盒	761	蛋黄纯白莲蓉月饼 105g*2、蛋黄果仁红豆沙月饼 105g*2 蛋黄纯红莲蓉月饼 105g*2、椰子月饼 65.5g*2	198	158
喜粤中秋月饼礼盒	510	蛋黄果仁红豆沙月饼 105g*1、伍仁月饼 105g*1 芝士流心奶黄月饼 50g*3、奶酥月饼 50g*3	198	158
幸福的礼月饼礼盒	420	蛋黄纯白莲蓉月饼 105g*1、蛋黄果仁红豆沙月饼 105g*1 蛋黄纯红莲蓉月饼 105g*1、福碗沙月饼 105g*1	118	88
喜团圆月饼礼盒	630	蛋黄黑芝麻豆沙月饼 105g*3、蛋黄白芝麻豆沙月饼 105g*3	138	138

注: 线上价格为 2019-07-30 天猫旗舰店购买价格; 资料来源: 天猫官网、京东商城

资料来源: 天猫官方旗舰店, 国信证券经济研究所整理

图 48: 电商销售收入逐步提升



资料来源: 公司公告、招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 49: 公司已覆盖的电商平台



资料来源: 公司公告、各大电商平台, 国信证券经济研究所整理

**2012 年至今，公司电子商务渠道实现了快速发展，低基数基础上，销售增速位居各销售渠道首位。**2016 年电商销售收入为 1.3 亿元，占总营收的不到 7%；



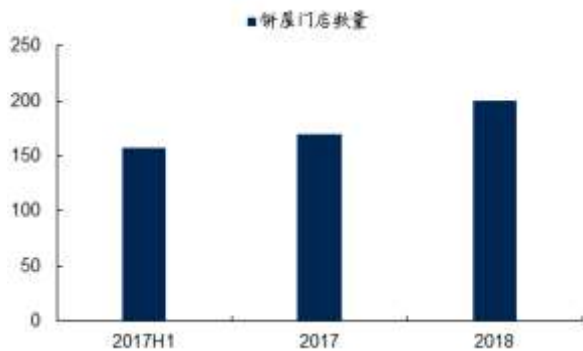
但近两年低基数下高速增长，估算 2018 年电商渠道收入同比增速约 50%+，增势迅猛，截至 2018 年底预计约贡献总收入的 10%+。具体以天猫旗舰店为例，2018 年全年累计营业额突破亿元大关，而单店单日销售额也创历史新高，2018 年 9 月 9 日当天销售额首次突破千万，达 1723 万元，2 天活动期共 2473 万元，均位列全国月饼品牌第一位，同比 2017 年最高值 943 万元，增长 83%。

### 调整饼屋门店扩张节奏，餐饮展店速度平稳

饼屋门店经营以直营为主，加盟为辅，加盟商设置了严格的加盟条件，并对优秀加盟商给予一定优惠。截至 2017 年上半年，公司共拥有 158 家饼屋门店（114 直营+44 加盟），主要位于广州市区，上市后门店开拓速度提升，截止 2018 年底共 200 家。公司的加盟店与直营店分处不同商圈，基本不会形成内部竞争。发展加盟店有利于快速扩大公司的品牌影响力，通过网点开拓加快占领市场，同时可降低公司资金投资风险。近几年公司加盟店规模也实现了较快提升，估算 17、18 年合计净增约 20 家左右。

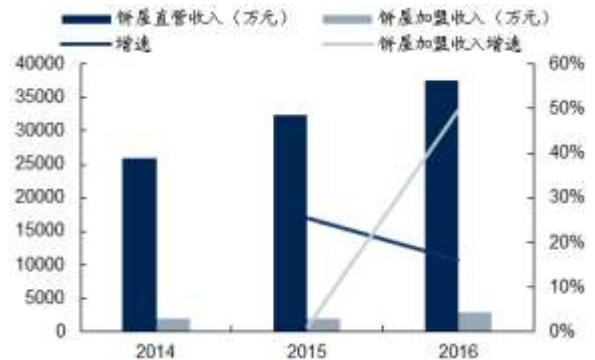
修改募投项目开拓计划，直营加盟互相补充。结合最新的募投项目调整公告，公司将原计划建设的直营店数量由 230 家缩减为 80 家；建设地点由“广州、深圳、中山、东莞、珠海等地”变更为“广州 60 家、佛山 20 家”；物业也从购置和租赁物业全部变更成为租赁物业。我们认为，公司缩减了直营店建设规模、调整物业模式，预计主要受物业、人工成本上涨等原因影响；调整地域布局，更为合理地布局广州市外潜力市场；虽然计划使用募投资金建设直营店的数量减少，但不排除公司会采用加盟店等方式补充，进一步提升饼屋门店的规模。门店除了可以销售商品贡献利润外，也承担着展示产品树品牌的功能，以及作为线上销售的线下提货点，实现线上线下的联动。

图 50: 饼屋门店数量



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 51: 饼屋门店收入及增速表现



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 19: 广东地区西饼饼屋加盟费用对比

品牌	首次加盟费 (万元)	门店主要分布地区	特许经营费&管理费	备注
利口福饼屋	5	主要集中在广东，尤其是广州	进货额的 1%/年	-
煌玛莎烘焙	4.98	全国各地，主要集中在广州（33 家门店）	3000 元/年	无其他额外费用
东海堂饼屋	5	广州	600 元/年	合约期 5 年，一次性收取设计费 0.5 万元、系统费 0.3 万元、设备 8.5 万元，门店装修费等共计约 27 万元
皇家时光蛋糕烘焙	8.8	广州、深圳	3000 元/年	合约期 3 年，无其他额外费用

注：美心西饼、圣安娜饼屋只有直营门店

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

餐饮门店主要采用直营方式，对口味、品质把关严格，展店速度平稳。由于餐饮店对厨师、食材供应、食品安全等要求较高，餐饮门店的扩张主要采用直营

店的模式，截至 2018 年底，公司共拥有 18 家餐饮直营店和 1 家参股直营店。且由于上述原因，餐饮门店的扩张速度较为平稳，**不考虑市场容量预计每年开店 1-2 家比较合理**。2018 年共净增 1 家餐饮直营店（开店 2 家、关店 1 家）；预计今年能落地两家餐饮门店（广州、深圳各一家），同时深圳另一间门店的选址也已在推进中。与此相对应，餐饮门店贡献的收入也相对平稳（如下图），2018 年贡献收入约 6.01 亿元。

图 52: 近几年饼屋加盟规模较快提升



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 53: 餐饮直营门店收入及增速表现



资料来源：公司公告、招股说明书，国信证券经济研究所整理

除此直营、经销渠道外，公司还有代销（主要针对商超类，销售完成后根据对账单确认）、代加工（为酒店、大型企业定制加工月饼）等渠道。从目前来看，2018 年传统渠道销售稳定增长，电商等渠道虽基数小，但增长较快，且公司还进一步增加了对阿里/顺丰等企业代工月饼业务，加速销售增长。但目前由于产能受限，公司提供的代工服务主要针对较大的企业客户。若未来产能得以释放，这部分业务的扩充也可以继续贡献更多利润。



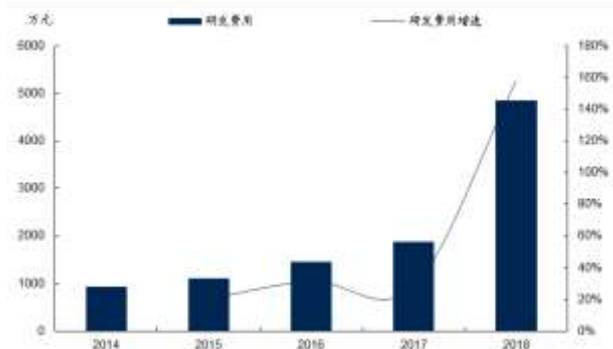
## 成长之三：重研发强化产品创新，品牌溢价助力提价

### 创新研发齐头并进，新业态新产品

公司始终坚持“创新是第一动力”理念，高度重视产品研发。早在 2000 年左右就与华南理工大学食品工程学院成立了粤式食品工程研发中心，走产、学、研结合的研发道路，引进国内当时独一无二的热油循环莲蓉生产系统、多功能月饼自动生产成型机、全自动包装机等先进设备等，迅速做大食品业务规模，不断推陈出新研发新的月饼、速冻点心等。2018 年，公司通过继续巩固和深化与高校、科研机构产学研合作，加大了针对月饼系列产品、速冻、西点、腊味等新产品开发的力度，获得专利授权 6 项。利口福公司广式焙烤食品加工工程技术研究开发中心顺利验收；广州市博士后创新实践基地正式落成；中国轻工业工程技术研究中心成功获批。

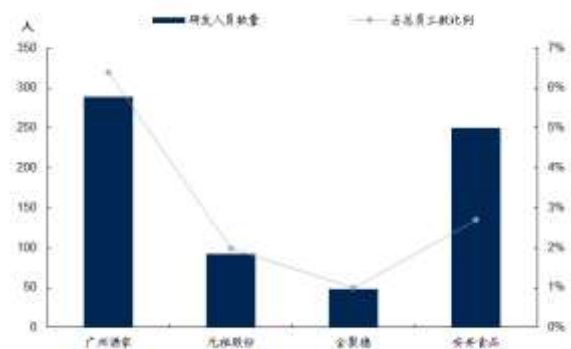
**加大研发投入，不断推陈出新。**近几年公司持续加大研发投入力度，2014-2017 年的研发投入增速保持在 20%-30%之间，2017 年为 1877 万元，2018 年因考虑未来 3 年产能释放带来的产品需求，研发人员明显扩充，引入国内外人才，研发费用迅猛增长到 4847 万元，同比增长高达 158%。公司目前研发人员数量上，也明显超过同类可比公司，同时公司研发人员占员工总人数比例最高，也侧面印证公司对产品研发的重视。

图 54：公司研发费用增长迅猛



资料来源：公司公告、招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 55：公司研发人员数量对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

在这种情况下，公司的食品业务也持续推陈出新，尤其利用其餐饮粤菜点心的优势和技术基础不断升级。目前来看，公司食品业务各品线都有自身的研发要求。如月饼每年研发出 15 种左右，最终在市场上推出 1-2 种；速冻也会经过广泛研发选品后推出 2-3 种。一般新产品经过一段时间的培育后，便能产生较好的收益。投入产出与公司产品的接受度有关，也需要对市场的判断和调整。在月饼方面，公司在传统双黄白莲蓉月饼基础上推出有冰皮月饼、流沙奶黄以及咖啡、大红袍、芝士、杏仁、玫瑰花等口味，始终保持品牌创新力；而速冻业务方面，近两年依托核桃包这一爆款产品，有效推动了速冻业务整体的收入增长和客单价/毛利率的提升。

表 20: 公司食品业务这几年不断推陈出新

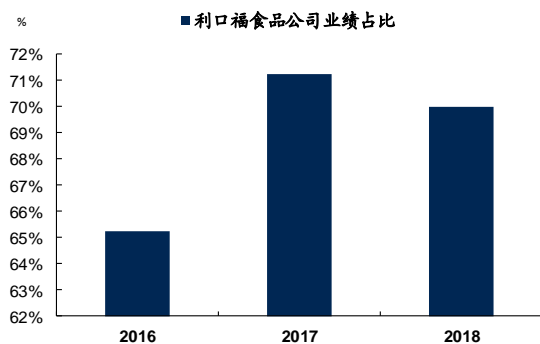
分类	时间	具体内容
月饼	2013 年	推出五种口味冰皮月饼, 并成功推出了紫薯、咖啡、大红袍、芝士、杏仁、玫瑰花等月饼
	2016 年	推出陈年橘皮豆沙月饼、芝士流沙奶黄月饼
	2017 年	推出榴莲芝士流沙月饼、蛋黄黑芝麻豆沙月饼, 升级冰皮月饼(榴莲流心、芒果流心冰皮月饼)
	2018 年	推出大师月饼, 升级流沙月饼, 推出奶酥月饼、核桃奶黄流沙月饼
速冻	2014 年	改进速冻奶黄包、麻蓉包、叉烧包、虾饺等速冻早茶
	2016 年	推出 <b>核桃包, 迅速成为爆款</b> , 荷香糯米鸡等
	2017 年	推出新式流沙、奶黄系列产品等
腊味等	2018 年	推出即食汤圆(五谷汤圆)等
	2014 年	推出大四喜、五福临门腊味年货礼盒
	2017 年	推出高端腊味系列年货产品(发财就手礼盒、合家欢礼盒、金色浓情礼盒)
	2018 年	升级“秋之风”系列中的 <b>优级多福腊肠、金装腊肉</b> , 推出土猪腊肠、土猪腊肉

资料来源:公告公告、公司官网及招股书、广东新闻网、网易新闻等, 国信证券经济研究所整理

### 技术研发投入下高新技术认证, 所得税优惠有望持续支撑

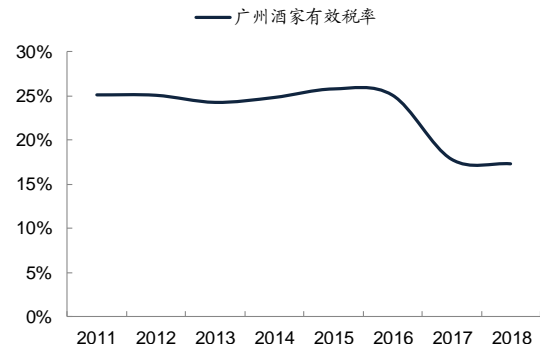
2017 年, 公司下属利口福公司被认定为广东省 2017 年第二批高新技术企业(高企证书编码 GR201744011952)。按照相关优惠政策, 利口福公司可连续三年(2017-2019)享受国家关于高新技术企业所得税的优惠政策, 即按 15% 的税率缴纳企业所得税(此前利口福公司所得税率为 25%)。考虑利口福公司是公司盈利的主要构成(2017-2018 年业绩贡献占比在 70%+), 其所得税率下降对公司整体有效税率优化贡献卓著(广州酒家的有效税率从此前的 25% 左右下降至 2017-2018 年的 18% 左右)。

图 56: 利口福公司对上市公司整体业绩的占比



资料来源: 公司公告、招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 57: 广州酒家有效水平变化趋势



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

考虑公司近几年持续加大的技术投入和不断增加的专利情况, 我们认为公司 2019 年后被重新认定为广东省高新技术企业可能性仍然较大, 如果相关财税扶持政策延续(目前重视技术革新下也有支撑), 预计利口福食品公司未来仍有望大概率继续享受相关所得税优惠。

### 品牌品质溢价强化提价预期, 2019 年月饼有望提价持续助力成长

公司各食品业务的吨单价历史变化如下所示:

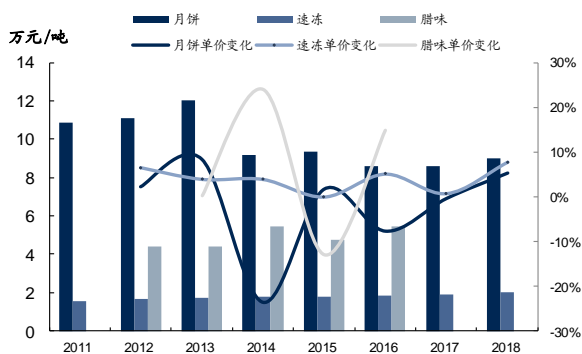
**月饼业务:** 2013 年以前, 由于月饼的送礼属性加之政企事业单位采购为主, 因此价格相对偏高, 2013 年去三公后, 由于大众化消费定位更加注重性价比, 因此月饼价格合理回归, 2014 年公司月饼吨单价因系列产品结构发生变化(馅料等结构调整)有所承压, 2015-2016 年震荡, 2017 年平稳, 2018 年月饼吨单价 9.02 万元/吨, 同比微增约 5%。

**速冻业务:** 2011 年以来整体定价较为平稳, 基本每年个位数增长, 2018 年公

司考虑速冻产品前 2-3 年未提价，依托核桃包等优势产品支撑，并对速冻主力产品略有提价，当年吨单价 2.03 万元/吨，同比增长约 8%。

腊味价格波动相对略大，与产品构成相关。

图 58: 广州酒家各食品业务的吨单价变化趋势



资料来源：公司公告及招股书、国信证券经济研究所整理

图 59: 广州酒家天猫旗舰店双黄白莲蓉 750g 价格历史走势



资料来源：慢慢买、广州酒家官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

从公司食品业务价格上涨的驱动因素来看，首先是来自主力产品提价，这个影响显著；二是来自产品结构调整，高客单价的产品占比增加，如近两年公司通过技术研发投入，不断投入新品，比如核桃包等爆款推出，月饼中定位偏中高端的大师月饼等的推出，也对价格也一定的拉动作用。

**2019 年月饼预计有望持续提价，支撑公司主业稳健增长。**结合我们的持续跟踪，包括对广州酒家天猫官方旗舰店销量最高的月饼代表产品双黄白莲蓉月饼（750g）进行 2017-2019 年的价格跟踪，发现 2019 年目前预售期该产品价格中枢相较 2018 年有上移。简单来看，2019 年 7 月该产品预售期名义价格在 178-188 元之间波动，而 2018 年 7 月预售期在 168-175 元之间波动，而 2017 年在 160 元左右波动。虽然实际售价可能因优惠券或满减赠送有差异，但同口径下，我们认为上述价格中枢变化有一定参考意义。换言之，我们预计 2019 年公司月饼代表产品继续有小幅上涨，价格上涨幅度在 5-11% 之间，或与去年提价幅度大致相当，有望对公司今年业绩稳健成长带来支撑。

## 成长之四：拟购老字号陶陶居，食品餐饮协同谋发展

### 国企改革下公司拟购陶陶居助力成长，收购对价相对合理

公司 2019 年 7 月 19 日公告显示，公司拟以 **19,982 万元（暂定）** 现金收购同属于广州国有资产管理集团旗下的广州陶陶居食品有限公司 **100%** 股权，并将签订相应《股权转让协议》。收购完成后，陶陶居公司将成为公司全资子公司。我们认为，本次收购系广州市国企改革，强强联合的重要举措。考虑陶陶居的餐饮和食品主业与广州酒家高度协同，未来有望进一步夯实谋发展。

具体来看，陶陶居资产总额为 9,186.71 万元，净资产 5,048.36 万元，通过采用资产基础法和市场法进行评估，截至评估基准日，陶陶居资产总额账面价值 9,186.71 万元，评估值 24,124.05 万元，评估增值率 162.60%；负债总额账面值 4,138.35 万元，评估值 4,142.45 万元，增值率 0.10%；净资产账面值 5,048.36 万元，评估值 19,981.61 万元，增值率 295.80%。陶陶居资产评估增值主要是两个方面因素：**一是物业投资性房地产增值**（陶陶居总店，历史文物保护单位建筑，地处广州上下九核心地段，占地面积 4000 平方米以上，高峰期最高单日接待 4000 人，此前折旧基本折摊完毕，账面价值仅 140.74 万元，物业评估价值剔除补交出让金后为 9701.56 万元）；**二是来自陶陶居无形资产评估增值**（账面价值 58.5 万元，评估值 5,224.15 万元）。

**表 21：陶陶居自持物业评估价值**

房地产名称	设定出让用地条件下的房地产评估价值（万元）	预计办理出让手续需补交出让金（万元）	现状用地条件下的房地产评估价值（万元）
广州市荔湾区第十甫路 20 号房地产	12,053.36	3,810.36	8,243.00
广州市荔湾区第十甫路 22 号及骑楼的房地产	3,030.02	1,571.46	1,458.56
合计	15,083.38	5,381.82	9,701.56

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：预计办理出让手续需补交出让金根据《广州市国土资源和规划委员会印发关于明确我市国有建设用地使用权出让金计收标准的通知》（穗国土规规字【2018】2 号）第（八）条等文件的相关规定计算

虽然本次收购对价的估值来看，本次收购对价对应陶陶居 2018 年净利润 744 万元，**PE 估值约为 26.9，相对不低，但考虑上述物业和品牌价值，叠加其主要食品、餐饮业务与广州酒家具有较高协同价值，我们认为交易总价相对合理。**

### 陶陶居：老字号广州餐饮+食品龙头，与公司协同效应显著

**老字号，新启程，品牌效应显著。**陶陶居品牌是广州餐饮业中的老字号之一，始于 1880 年，广州现存的最古老的酒楼，以经营广州茶点和广东风味菜为特色，百年来一直是广式茶楼中的佼佼者。1949 年解放后，陶陶居从公私合营企业过渡到国营企业，1993 年被国内贸易部授予“中华老字号”称号；1998 年经国内贸易局批准为“国家特级酒家”。2000 年后也一直名列各类品牌大奖，中华老字号品牌优势突出。



表 22: 陶陶居公司品牌影响力

获奖时间	获奖名称	授予单位
1993 年	中华老字号	国内贸易部
1998 年	国家特级酒家	国内贸易部
2005 年 6 月	被授予广州市登记保护文物保护单位	广东省文物保护委员会
2013 年 1 月	被授予广东省著名商标	广东省工商行政管理局
2014 年 3 月	百分百香港名牌大奖大湾区标志奖	百分百香港名牌大奖委员会
2015 年 3 月	最受欢迎“广州十大手信”生产企业	广州老字号协会
2017 年 1 月	2016 广东年度经济风云榜“创新奖”称号	广东年度经济风云榜委员会
2017 年 3 月	陶陶居凤梨酥”被评为“2017 中国烘焙美食文化节活动”金奖	中国食品工业协会面包糕饼专业委员会
2017 年 5 月	2016 中国烘焙行业最具影响力传统十大民族品牌	中国食品工业协会面包糕饼专业委员会
2017 年 9 月	2017 年广州品牌百强企业	2017 年广州企业家年会暨颁奖盛典

资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

陶陶居主营业务为食品+餐饮，收入主要来源于食品销售、物业租金、品牌外部授权收费。具体来看，食品业务主要产品有陶陶居月饼、粽子、年货、休闲食品，其中陶陶居月饼被誉为“月饼泰斗”，其“陶陶居上月”更获“金鼎奖”及“中国名牌月饼”称号，也是目前公司收入的主要构成。餐饮门店主要以精致茶楼为主，至今已在广州（11 家）、厦门（1 家）、深圳（1 家）共设 13 家分店，2019 预计将在上海浦东新区开设首家门店。由于历史原因，陶陶居的餐饮主要以授权方式经营，其上下九总店 2000 年时由港资背景的广州幸运楼饮食集团授权经营，公司主要收取租金及品牌授权经营费（该店租约 2018 年 9 月到期，此后总店暂时处于歇业状态），2015 年后，为了扩大陶陶居餐饮品牌的吸引力，公司将陶陶居品牌授权给广州市食尚国味饮食管理有限公司，但餐馆名字包含“茶楼”字样且实用面积在 500 平方米到 2000 平方米之间的连锁店铺，不包括陶陶居面包连锁店、食品专卖店、咖啡馆、自助餐厅、快餐馆、酒吧等服务等，目前许可使用费率为 0.5%，2020 年 8 月 20 日起将上调至 1%，许可期限自 2015 年 8 月 19 日起至 2024 年 3 月 20 日止。授权食尚国味后，陶陶居品牌继续扩大，标的资产近两年的商标授权许可业务收入复合年增长率约为 34%。

图 60: 陶陶居公司商标门店形象（陶陶居和陶陶记）



资料来源:公司官网等、国信证券经济研究所整理

图 61: 陶陶居公司主要产品

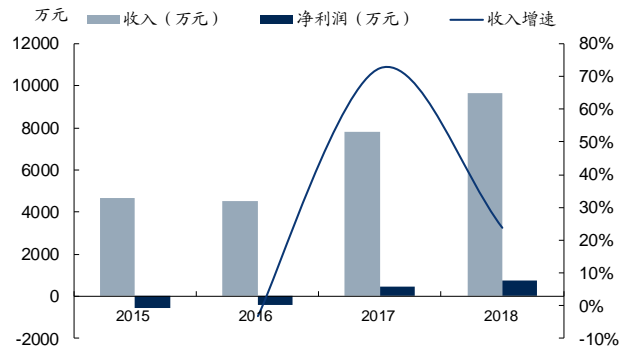


资料来源:公司官网等、国信证券经济研究所整理

2018 年，陶陶居营业收入 9,650.13 万元，净利润 744.07 万元，近几年收入利润呈现稳定增长，2017-2018 年净利率在 6-8%之间，相比广州酒家 15%左右的净利率水平仍有较大提升改善空间。



图 62: 陶陶居收入和业绩增长情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

**联手共创新产能，收购后协同效应显著，月饼多品牌下依托未来产能扩张潜力值得期待。**我们认为，陶陶居本身老字号品牌价值突出，且聚焦食品（月饼）+餐饮业务，与上市公司协同效应非常显著，未来有望聚焦食品+餐饮，实现多品牌差异化拓展。**在食品方面**，依托广州酒家在食品业务产能扩张和渠道等优势，尤其考虑未来几年广州酒家产能扩张带来有效支撑，在叠加陶陶居这一月饼老字号品牌优势，未来一是强强联合渠道品牌产能支撑下陶陶居未来月饼业务有望放量，二是叠加广州酒家较高的规模和运营管理效率，其盈利能力也有望较现有水平明显提升，未来食品业务的业绩增厚有望更加显著。**在餐饮方面**，目前主要以授权经营为主，2015年“陶陶居”餐饮总店以外其他茶楼品牌于授权给食尚国味，但未来依托广州酒家在餐饮业务方面的优势，不排除整合优化经营，未来仍有一定看点。

## 盈利预测

### 假设前提

按假设前提，我们预计公司 19-21 年归属母公司股东净利润为 4.47/5.48/6.65 亿元，业绩年增速分别为 16%/23%/21%，EPS 分别为 1.11/1.36/1.65 元。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

2020-2021 年利口福公司所得税继续按照 15% 的优惠税率计算。

考虑优势产品提价支撑以及明后年产能陆续释放，我们预计公司月饼收入 2019-2021 年收入每年增长 17%/21%/19%；

考虑速冻业务之前产能约束较明显，再明后年产能逐步释放、研发支持下产品持续推陈出新以及优势品稳步提价的基础上，我们预计速冻业务在相对较低基数下有望较快增长，预计 2019-2021 年收入每年增长 27%/41%/37%；

预计餐饮业务整体保持稳健增长，考虑到门店每年约以 1-2 家的速度扩张，以及新品牌业态的尝试，预计 2019-2021 年收入每年增长 8%/10%/10%。

毛利率方面，考虑到随着产能的逐步释放及新品类市场开拓，毛利率较低的速冻产品占比有望逐步提升，同时餐饮业务的毛利率水平有望保持平稳，预计 2019-2021 年毛利率分别为 54%/53%/53%。

费用率方面，预计 2019 年因储备新产能上线增加投入，管理和销售费用率略有提升，此后随着规模效应的显现平稳略有下降。

表 23: 公司分业务拆分预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
月饼收入	80,130	89,777	103,842	121,080	146,506	174,782
月饼 yoy	5%	12%	16%	17%	21%	19%
速冻收入	25,852	31,608	41,044	52,126	73,498	100,693
速冻 yoy	25%	22%	30%	27%	41%	37%
腊味收入	15,308	15,700	17,898	20,046	24,656	30,574
腊味 yoy	17%	3%	14%	12%	23%	24%
其他食品	23,244	23,855	26,407	29,576	35,196	41,883
其他食品 yoy	15%	3%	11%	12%	19%	19%
<b>食品制造合计</b>	<b>144,533</b>	<b>160,940</b>	<b>189,192</b>	<b>222,828</b>	<b>279,857</b>	<b>347,932</b>
食品制造 yoy	11%	11%	18%	18%	26%	24%
餐饮	46,308	55,931	60,101	64,909	71,400	78,540
餐饮 yoy	12%	21%	7%	8%	10%	10%
其他	2,765	2,050	4,420	4,862	5,591	6,430
其他 yoy	29%	-26%	116%	10%	15%	15%
<b>合计</b>	<b>193,606</b>	<b>218,921</b>	<b>253,713</b>	<b>292,599</b>	<b>356,848</b>	<b>432,902</b>
合计 yoy	11%	13%	16%	15%	22%	21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

## 未来3年盈利预测

表 24: 未来3年盈利预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2189	2537	2926	3568	4329
营业成本	1026	1150	1342	1665	2029
营业税金及附加	25	26	34	41	50
销售费用	551	658	752	903	1095
管理费用	201	231	313	360	434
财务费用	(15)	(23)	(30)	(31)	(43)
营业利润	414	460	536	658	800
利润总额	416	464	541	663	805
归属于母公司净利润	340	384	447	548	665
EPS	0.84	0.95	1.11	1.36	1.65
ROE	20%	20%	20%	22%	23%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 29.26/35.68/43.29 亿元, 归属母公司股东净利润为 4.47/5.48/6.65 亿元, 业绩年增速分别为 16%/23%/21%, EPS 分别为 1.11/1.36/1.65 元。

## 盈利预测的敏感性分析

表: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,189	2,537	3,002	3,751	4,663
(+/-%)	13.1%	15.9%	18.3%	25.0%	24.3%
净利润(百万元)	340	384	458	576	716
(+/-%)	27.6%	12.8%	19.30%	25.66%	24.44%
摊薄 EPS	0.84	0.95	1.13	1.42	1.77
<b>中性的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,189	2,537	2,926	3,568	4,329
(+/-%)	13.1%	15.9%	15.3%	22.0%	21.3%
净利润(百万元)	340	384	446	548	665
(+/-%)	27.6%	12.8%	16.3%	22.7%	21.4%
摊薄 EPS(元)	0.84	0.95	1.11	1.36	1.65
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,189	2,537	2,850	3,390	4,011
(+/-%)	13.1%	15.9%	12.3%	19.0%	18.3%
净利润(百万元)	340	384	435	521	616
(+/-%)	27.6%	12.8%	13.3%	19.7%	18.4%
摊薄 EPS	0.84	0.95	1.08	1.29	1.53
总股本(百万股)	404	404	404	404	404

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

公司的合理估值在 38.9-40.3 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上的, 特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断, 可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 38.9-40.3 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低, 导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司增发的因素、公司成长性, 对行业平均动态 PE 进行修正, 最终给予公司 34-36 倍 PE, 可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的主要风险

我们预计产能释放有助于公司未来 2-3 年月饼和速冻业务收入增长提速, 但如果公司销售情况欠佳, 产销不对路, 可能收入增速低于预期;

利口福高新技术认证 2019 年之后如果不能继续申请认证, 则公司的所得税率可能提升;

公司餐饮业务预计平稳增长, 但若宏观经济持续下行, 可能导致餐饮业务波动加大。餐饮如果核心门店租约续期情况不佳, 或者续约租金大幅上涨, 也可能导致公司餐饮盈利业绩低于预期。

### 食品安全和食品卫生风险

公司所在的食物和餐饮行业, 食品安全和食品卫生都非常关键, 一旦因某食品安全问题或食品卫生等引发媒体关注, 或餐饮加盟店管控不达预期导致相关食品卫生或安全风险, 都可能直接影响品牌声誉, 对品牌和产品销售会有直接较大负面影响。

### 经营风险

公司如果不能正确预判当年月饼市场变化, 过低或过高预判月饼销售规模, 或者定价不当, 可能导致销售情况低于预期, 从而影响月饼业务的销售成长。

### 大规模传染疫情等系统性风险

如果发生传染性疫情, 或者月饼的部分材料如禽蛋类发生风险, 可能影响其月饼相关品类的销售。

### 收购整合风险

公司收购整合可能不达预期。拟收购陶陶居餐饮系授权经营, 若经营不善可能

影响收购品牌价值。

#### 市场风险

1、新基地建设进度可能低于预期。2、原材料等价格上涨，如果公司不能有效传导到终端市场，可能也会面临毛利率下滑的风险。3、如果产品创新不足，其他同类竞争对手领先抢夺市场，可能影响其食品业务成长并损失市场。4、月饼/速冻业务的龙头竞争可能加剧，从而部分影响公司食品业务成长。5、餐饮部分门店如果不能有效以较低成本续租，可能影响餐饮业务盈利。6、餐饮新开店可能因为市场竞争激烈表现不大预期。6、产能提升后可能因为销售渠道等问题食品业务的销量不达预期。

#### 宏观经济、政策等

餐饮酒楼业务受宏观经济波动和政策影响较大；月饼销售受政策影响较大，不过去三公后，近几年大众消费相对主导，影响已经相对可控。

#### 其它风险

国企改革进度可能低于预期。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1242	1137	1476	1982	营业收入	2537	2926	3568	4329
应收款项	88	101	123	149	营业成本	1150	1342	1665	2029
存货净额	164	190	235	287	营业税金及附加	26	34	41	50
其他流动资产	323	380	310	216	销售费用	658	752	903	1095
<b>流动资产合计</b>	<b>1817</b>	<b>1808</b>	<b>2145</b>	<b>2635</b>	管理费用	231	313	360	434
固定资产	483	756	883	900	财务费用	(23)	(30)	(31)	(43)
无形资产及其他	95	91	88	84	投资收益	13	23	30	38
投资性房地产	101	101	101	101	资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	7	207	208	209	其他收入	(44)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2503</b>	<b>2963</b>	<b>3424</b>	<b>3928</b>	营业利润	460	536	658	800
短期借款及交易性金融负债	0	84	1	0	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	145	171	287	350	<b>利润总额</b>	<b>464</b>	<b>541</b>	<b>663</b>	<b>805</b>
其他流动负债	331	406	492	599	所得税费用	81	95	116	141
<b>流动负债合计</b>	<b>477</b>	<b>660</b>	<b>780</b>	<b>950</b>	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>384</b>	<b>447</b>	<b>548</b>	<b>665</b>
其他长期负债	32	41	54	55					
<b>长期负债合计</b>	<b>32</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>508</b>	<b>701</b>	<b>834</b>	<b>1005</b>	净利润	384	447	548	665
少数股东权益	45	45	44	44	资产减值准备	2	3	1	0
股东权益	1949	2217	2546	2879	折旧摊销	36	55	73	84
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2503</b>	<b>2963</b>	<b>3424</b>	<b>3928</b>	公允价值变动损失	3	2	2	2
					财务费用	(23)	(30)	(31)	(43)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(194)	14	220	188
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(2)	(3)	(1)	(1)
每股收益	0.95	1.11	1.36	1.65	<b>经营活动现金流</b>	<b>229</b>	<b>517</b>	<b>843</b>	<b>939</b>
每股红利	0.35	0.44	0.54	0.82	资本开支	(237)	(328)	(200)	(100)
每股净资产	4.83	5.49	6.30	7.13	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	21%	19%	23%	29%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(237)</b>	<b>(528)</b>	<b>(201)</b>	<b>(101)</b>
ROE	20%	20%	22%	23%	权益性融资	1	0	0	0
毛利率	55%	54%	53%	53%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(143)	(179)	(219)	(333)
EBITDA Margin	20%	18%	19%	19%	其它融资现金流	101	84	(83)	(0)
收入增长	16%	15%	22%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(183)</b>	<b>(95)</b>	<b>(302)</b>	<b>(333)</b>
净利润增长率	13%	16%	23%	21%	<b>现金净变动</b>	<b>(192)</b>	<b>(106)</b>	<b>340</b>	<b>506</b>
资产负债率	22%	25%	26%	27%	货币资金的期初余额	1434	1242	1137	1476
息率	1.1%	1.4%	1.7%	2.6%	货币资金的期末余额	1242	1137	1476	1982
P/E	32.9	28.2	23.0	19.0	企业自由现金流	(5)	141	588	767
P/B	6.5	5.7	5.0	4.4	权益自由现金流	96	249	530	802
EV/EBITDA	25.8	24.7	20.0	16.9					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032