

广州酒家（603043.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	消费品	价值	84.50 亿	成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
当前股价	15.96	DDM 估值 上行空间	-6.9%	盈利趋势	★ ★ ☆ ☆ ☆
总市值	90.78 亿	状态	合理估值	产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
PE-TTM	19.13	价值	75.84 亿	护城河	★ ★ ★ ☆ ☆
PB-MRQ	2.52	动态估值 上行空间	-16%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

广州酒家为国资餐饮老字号，食品+餐饮双主业协同共进，坚持“餐饮强品牌，食品创规模”的战略。

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，其中月饼业务虽处于集中度较高的行业，但预计营收增速较低，系国内商务馈赠从“形式主义”向“实用主义”转型，且健康消费趋势下月饼品类受到冲击。餐饮及预制菜业务处于格局分散的行业，但预计营收增速高于月饼业务，增量主要来自餐饮品牌省外拓店及预制菜渗透率的提升。公司的产业格局较好，系行业产品的差异化程度不算高，但其上下游议价能力较强，品类的替代风险较低。护城河较深系其老字号品牌效应显著；在渠道方面，公司尚未完成全国化拓展，但也在积极布局省外市场。

我们假设公司未来业绩驱动力为餐饮品牌的省外拓店、门店店效的复苏，及预制菜渗透率的提升，当前公司处于合理估值区间。

我们区别于市场的观点

市场目前对月饼行业规模的预测主要为线性外推，认为其未来5年CAGR能达10%左右。而我们认为，2025年虽为月饼大年（中秋和国庆相隔一周以内），行业销量却出现了十年内首降，实则是消费理性与健康意识变革下的必然结果。一方面，商务馈赠从“形式主义”向“实用主义”转型，月饼的社交货币属性逐渐褪色。此外，月饼作为高糖高油的节令符号，在健康饮食趋势下受到冲击。我们预计月饼行业在度过调整期后，将脱离过度包装与社交负担，未来5年CAGR仅为0~5%，增量主要来自健康诉求下品类的创新。

风险提示

若餐饮行业竞争进一步加剧，公司餐饮品牌拓店节奏可能会不及预期；若餐饮终端需求恢复缓慢，公司单店收入或低于预期；若未来月饼礼赠需求被其他品类加速替代，公司月饼业务收入或受扰动。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

广州酒家为国资餐饮老字号，前身是西南酒家，2006年荣获首批“中华老字号”，拥有近90年品牌沉淀。公司坚持“餐饮强品牌，食品创规模”的战略，2019年起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。

2. 业务介绍

对于广州酒家公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

月饼业务：

月饼指以小麦粉或食用淀粉、薯类粉、豆类、食用油脂等为原料，添加（或不添加）糖制成饼皮，包裹各种馅料，经加工而成，主要在中秋节食用的传统节日糕点。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

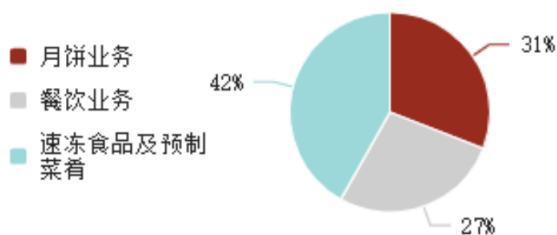
餐饮业务：

餐饮业务指通过即时加工制作、商业销售和服务性劳动等手段，向消费者提供食品、消费场所和设施的食品生产经营行业，包括餐馆、小吃店、快餐店、食堂等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

速冻食品及预制菜肴：

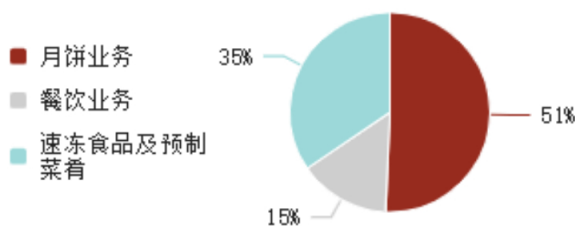
其中速冻食品指用速冻方法，采用冷链方式保持-18℃或更低温度的包装食品。而预制菜肴是以一种或多种食用农产品及其制品为原料，不添加防腐剂，经工业化预加工（如搅拌、腌制等）制成，配以或不配以调味料包，加热或熟制后方可食用的预包装菜肴。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司的客户集中度及供应商集中度较低；人力资源密集度及资产强度较高。其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年便基本形成跨区域产能联动布局；餐饮业务方面，不仅囿于老字号粤菜酒楼，更是通过收购陶陶居，进一步丰富了其餐饮品牌矩阵。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度较高，2024年其固定资产+使用权资产占总资产比重为33%。公司现有4大生产基地，分别位于广东省广州、茂名、梅州和湖南省湘潭，已形成了跨区域产能联动布局。此外，公司加大餐饮全国化布局力度，重点落子北上深等重点一线城市，旗下门店数不断增加。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司的人力资源密集度较高，2024年其人均创收为90万元，而人均薪酬仅为15万元。公司餐饮业务的服务性质依赖人力，具有用工数量大且工作时长较长的特点，其技术门槛低，主要依赖廉价劳动力。公司也提到将尝试优化薪酬机制和持续探索员工激励机制，搭建具有一定竞争力的薪酬和绩效体系。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度较低，2024年其top5客户营收占比仅14%。公司目前线下布局多点开花，已建立起包括经销商、连锁门店及电商的线上+线下的全渠道体系，其已拥有经销商1013家；并与会员制商超、社区电商平台持续深化合作。此外，其连锁门店继续发力，现拥有超240家门店。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的供应商集中度低，2024年其top5供应商营收占比仅7%，公司的上游行业包括农产品、农副产品以及食品包装材料等，集中度分散。公司也推进实施战略性采购，通过密切关注上游供应市场信息，把握采购时间节点和竞争引入机制等方式，不断提高采购决策准确性以有效控制采购成本。

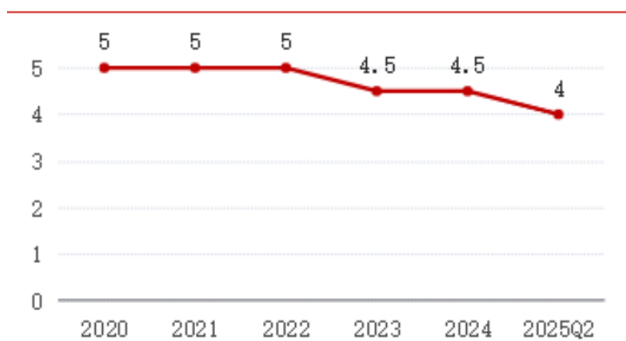
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司作为国资餐饮老字号，盈利能力、业务控制力及股东回报能力较好；但近年来成长能力下滑至较低水平。礼品属性曾赋予了头部品牌月饼厂商较高的盈利能力，而当前在理性送礼、健康饮食趋势下，公司盈利水平有所下滑。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力整体较好，但自2023年起呈下滑态势，2024年公司ROE为13%，净利率为10%。一方面，公司的月饼业务定位中高端价格带，送礼属性赋予了头部厂商较高的毛利率。另一方面，公司近年来盈利能力下滑，系月饼消费呈性价比趋势（商务馈赠从“形式主义”向“实用主义”转型；健康饮食趋势下月饼品类受到冲击），且速冻食品竞争加剧。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力较低，2024年公司营收增速下滑至5%。从历史波动来看，2023年成长能力有所回升，得益于月饼“大年”红利及疫后走亲访友场景复苏；且公司抓住餐饮复苏机遇，单店收入及门店数均实现高增。而进入2024年，成长能力显著下滑，系月饼消费呈现性价比趋势，公司份额被挤占；此外由于速冻面米竞争加剧，公司此前的粤式点心差异化优势也有所减弱。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



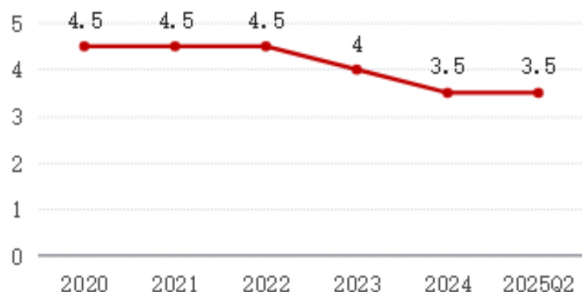
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较好，且较为稳定。公司2024年的净占款/净资产比例达11%，高于同行水平。公司为国资餐饮老字号，拥有近90年品牌沉淀，已建立起包括经销商、连锁门店及电商的线上+线下的全渠道营销体系，上下游控制能力领先竞争者。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力较好，但近年来呈下滑趋势。公司近年来分红率其实呈上升态势，2024年分红率达55%；但由于月饼消费呈性价比趋势，且速冻面米行业竞争加剧，其盈利能力近年来有所下滑。

5. 四维评级

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，产业格局及护城河较好。其中月饼业务虽处于集中度较高的行业，但预计营收增速较低，系国内商务馈赠从“形式主义”向“实用主义”转型，且健康消费趋势下月饼品类受到冲击。餐饮及预制菜业务处于格局分散的行业，但预计营收增速高于月饼业务，增量主要来自餐饮品牌省外拓店及预制菜渗透率的提升。公司的产业格局较好，系行业产品的差异化程度不算高，但其上下游议价能力较强，且品类的替代风险较低。护城河较好系其老字号品牌效应显著；在渠道方面，公司尚未完成全国化拓展，但也在积极布局省外市场。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级处于中等水平，其中速冻食品&预制菜肴业务的成长空间高于月饼及餐饮业务，主要系预制菜在国内渗透率仍有提升空间，公司在该业务上主打速冻盆菜（如豉油鸡等粤菜），速冻食品&预制菜肴业务未来5年收入CAGR预计为5~10%。而月饼业务由于行业增速预计边际下滑、餐饮业务由于未来复苏具有不确定性，成长空间星级均较低。

月饼业务(2星):

该业务成长空间星级较低。月饼行业已处于成熟期，该业务未来收入的可预测性较高，但从增速看，未来5年月饼业务收入CAGR仅为0~5%。从行业增速的边际变化看，预计呈小幅下滑，主要系商务馈赠从“形式主义”逐渐转向“实用主义”，月饼的社交货币属性褪色；且月饼作为高糖高油的节令符号，在健康消费趋势下受到冲击。

餐饮业务(2星):

该业务成长空间星级较低。未来5年该业务收入CAGR预计为5~10%，增量主要来自广酒&陶陶居的进一步拓店，及单店店效的复苏。但一方面，考虑到餐饮终端需求复苏的不确定性，该业务未来收入的可预测性一般。另一方面，由于餐饮行业已过疫后报复性高增阶段，从行业增速的边际变化看，预计呈小幅下滑。

速冻食品及预制菜肴(3星):

该业务成长空间星级处于中等水平。考虑到预制菜行业仍处于成长期，竞争格局未定，该业务未来收入的可预测性一般。而从增速看，未来5年该业务收入CAGR预计为5~10%，主要系预制菜在国内渗透率仍有提升空间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势处于中等水平，其中餐饮业务相对其他两项业务，盈利趋势星级较低。主要系餐饮行业格局非常分散，菜系种类繁多，公司主打粤式菜系，旗下包括广州酒家及陶陶居品牌，当前处于中部梯队。而月饼行业由于时令性特征，产销平衡难度大且考验渠道关系；月饼的高毛利也助头部厂家深度绑定渠道，故集中度相对较高。

月饼业务(3星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。月饼行业竞争格局较集中（CR5约55%），由于月饼销售的时令性，对大规模生产月饼的企业而言，实现产销平衡依赖于对经销关系的维护，这也成为新玩家做大的阻碍。公司主打广式中高端月饼，在该行业处于二线龙头，市占率约6%。考虑到月饼行业高端价格带被中低端部分挤占，但公司推出低糖等系列，符合行业健康消费趋势，预计该业务未来市占率基本稳定。

餐饮业务(2.5星):

该业务盈利趋势处于中等水平。餐饮行业竞争格局极为分散，菜系种类繁多，公司主打粤式菜系，旗下包括广州酒家及陶陶居品牌，当前处于中部梯队。餐饮行业现已进入“内卷革命”与“体验经济”并行的新周期，高性价比与情绪价值的提供是餐饮业“内卷”的主要方向，考虑到行业竞争愈加激烈，预计该业务未来的市占率变动较难预测。

速冻食品及预制菜肴(3星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。速冻食品及预制菜肴行业格局较分散，公司主打粤式点心（流沙包、虾饺）以及速冻粤式盆菜（盐焗鸡、佛跳墙），当前处于中部梯队。考虑到公司加大力度投入预制菜肴，不断完善产品线及市场推广策略；但速冻面米在新式品类崛起下，竞争更加激烈，故整体来看，预计该业务未来市占率基本稳定。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，主要系行业产品的差异化程度不算高，但其上下游议价能力较强，且品类的替代风险较低。一方面，公司三项业务所处行业的差异化程度均不算高；另一方面，公司已建立起包括经销商、连锁门店及电商的线上+线下的全渠道营销体系，主要面对终端客户，上下游议价能力较优秀。

月饼业务(3.5星):

该业务产业格局较好，月饼行业产品的差异化程度虽不算高，但具备一定的品牌与渠道壁垒。此外，月饼行业下游主要面向终端客户，其上下游行业集中度均较分散，故上下游议价能力较强。此外，月饼作为中秋节令食品，依托深厚的文化根基和稳定的节日消费需求，故该品类的替代风险也较低。

餐饮业务(3.5星):

该业务产业格局较好，餐饮行业内差异化程度虽不算高，但具备一定的品牌与渠道壁垒。公司旗下涵盖广州酒家及陶陶居品牌，其中，“广州酒家”坚持粤菜文化传承者的品牌定位；“陶陶居”聚焦粤菜新潮品牌，围绕年轻时尚的品牌调性，推出更受潮流人群欢迎的新派粤菜。此外，从一日三餐到节假日的聚餐，餐饮市场涵盖了各种场景和需求，故该品类的替代风险也较低。

速冻食品及预制菜肴(3.5星):

该业务产业格局较好，速冻食品及预制菜肴行业差异化程度不算高，但具备一定的品牌与渠道壁垒，且其上下游行业均较分散。此外，其在满足人们多样化需求、增强便捷性等方面发挥着重要作用，故该品类的替代风险也较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河整体较深。一方面，公司拥有“广州酒家”“陶陶居”“利口福”三个中华老字号品牌，凭借深厚的历史积淀、粤菜文化底蕴，获得了市场和消费者的广泛认可。另一方面，在渠道方面，公司虽尚未完成全国化拓展，但也在积极布局省外市场，目前已建立起包括经销商、连锁门店及电商的线上+线下的全渠道营销体系。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
月饼业务	(4星) 该业务的护城河宽度星级较高，公司当前为月饼行业二线龙头，市占率不算高，约6%。但其月饼业务定位中高端价格带，经壹评级调整的ROE为30%、经壹评级调整的ROIC为29%，具备显著的超额收益，且高于其他两项业务。业务控制力较好，且较为稳定，主要系其具备全渠道营销体系，上下游控制能力较好。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备品牌及线下渠道护城河。一方面，广州酒家享有“食在广州第一家”的美誉，广州酒家月饼成为一代又一代人的记忆；但考虑到当前月饼礼赠呈消费理性&健康饮食的趋势，预计品牌力长期被侵蚀的风险较高。另一方面，公司已建立起包括经销商、连锁门店及电商的线上+线下的全渠道营销体系，省外开拓多点开花，故预计渠道力长期被侵蚀的风险较低。
餐饮业务	(3星) 该业务的护城河宽度处于中等水平，由于餐饮行业菜系繁多，公司该业务市占率不到1%，当前处于行业中部梯队。公司旗下广州酒家定位中高端粤式餐饮，其经壹评级调整的ROE为21%、经壹评级调整的ROIC为16%，具有一定的超额收益。业务控制力较好，且较为稳定，系其为国资餐饮老字号，旗下两大餐饮品牌优势互补，上下游控制能力较好。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备品牌、线下渠道及产品力护城河。首先，公司为国资餐饮老字号，但考虑到当前餐饮消费愈加务实和理性，老字号的符号价值或被削减，预计品牌力长期被侵蚀的风险较高。其次，公司旗下“陶陶居”聚焦粤菜新潮品牌，推出更受潮流人群欢迎的新派粤菜，省外拓店仍有空间，预计渠道力长期被侵蚀的风险较低。最后，由于餐饮业产品更新迭代速度加快，打造爆品难度更高，预计产品力长期被侵蚀的风险较高。
速冻食品及预制菜肴	(3星) 该业务的护城河宽度处于中等水平，由于预制菜行业格局分散，公司该业务市占率不到1%，当前处于行业中部梯队。其主打粤式点心及粤式速冻盆菜，其经壹评级调整的ROE为16%、经壹评级调整的ROIC为13%，具有一定的超额收益。业务控制力较好，且较为稳定，主要系其具备全渠道营销体系，上下游控制能力较好。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备品牌及线下渠道护城河。一方面，公司主要复制自有餐厅菜肴中的畅销粤式点心&粤式速冻盆菜，但考虑到其老字号或有“符号价值”被削减的可能性，预计品牌力长期被侵蚀的风险较高。另一方面，公司与知名会员制商超持续深化合作，且线上同步布局兴趣电商等，全国化市场拓展取得新成效，预计渠道力长期被侵蚀的风险较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来业绩驱动力为餐饮品牌的省外拓店、门店店效的复苏，及预制菜渗透率的提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，公司目前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：月饼、餐饮、速冻食品&预制菜肴业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：月饼业务

收入假设：

1) 行业端：预计短期呈小幅下滑，主要系商务馈赠市场从“形式主义”转向“实用主义”，月饼的社交货币属性褪色；且月饼作为高糖高油的节令符号，在健康消费趋势下受到冲击。我们预计月饼行业在度过调整期后，将脱离过度包装与社交负担，未来增速为低个位数，主要来自健康诉求下品类的创新。

2) 公司市占率：考虑到月饼行业高端价格带被中低端部分挤占，但公司推出低糖等系列，符合行业健康消费趋势，预计该业务未来市占率基本稳定在6%，仍处于二线龙头。

盈利能力假设：考虑到在中高端价格带承压背景下，公司将加大该业务的销售费用投放，预计盈利能力将有所下滑。

业务2：餐饮业务

收入假设：

1) 单店店效：考虑到禁酒令对中高端宴席的冲击，预计2025年广州酒家直营店店效将有所下滑；而后续随着禁酒令负面影响纠偏，及政策刺激下餐饮终端需求的回暖，预计2026年~2027年广酒及陶陶居单店将逐步复苏至疫情前水平。

2) 拓店：粤菜的口味接受度较广泛，但对工艺要求较高，故粤菜的连锁化程度低于其他菜系。公司旗下“广州酒家”定位中高端老字号；而“陶陶居”则为年轻时尚的调性。综合考虑公司的拓店规划及粤菜连锁化的实际性，预计公司门店数未来5年的CAGR约为6%。

盈利能力假设：随着终端需求逐步回暖，预计对价格端形成一定支撑，该业务盈利能力有望小幅改善。

业务3：速冻食品&预制菜肴业务

收入假设：

1) 行业端：未来增速主要来自国内预制菜渗透率的提升，其契合了B端连锁化及降本增效趋势，及C端便捷性诉求，我们参考日本预制菜发展历程，并考虑到饮食偏好差异，预计国内预制菜行业未来5年CAGR约为10%。

2) 公司市占率：速冻食品及预制菜肴行业格局较分散，公司主打粤式点心（如虾饺）以及速冻粤式盆菜（如佛跳墙），当前处于中部梯队。考虑到公司加大力度投入预制菜肴，不断完善产品线及市场推广策略；但速冻面米在新式品类崛起下，竞争愈加激烈，故整体来看，预计该业务市占率基本稳定。

盈利能力假设：一方面行业竞争激烈，公司加大促销力度，预计毛利率将略有下滑；另一方面，公司大力推动组织架构变革，精简冗余流程，管理费用率有望收窄。整体来看预计该业务盈利能力基本稳定。

表2：公司整体业绩预测

广州酒家	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	41.1	49.0	51.2	54.0	58.1	61.8	64.9	69.0
归母净利润(亿)	5.2	5.5	4.9	5.2	5.8	6.2	6.3	6.4
归母净利润增速(%)	-6.7	5.7	-10.3	6.2	11.5	5.8	1.2	2.1
经营性净利润(亿)	4.5	5.4	4.7	4.8	5.5	5.8	5.9	6.1
经营性净利润增速(%)	-10.8	19.2	-11.8	0.9	15.3	6.0	1.0	2.7
经营性归母净利润(亿)	4.4	5.1	4.5	4.6	5.2	5.6	5.6	5.8
经营性归母净利润增速(%)	-11.7	15.2	-11.1	1.6	14.5	6.2	1.1	2.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

月饼业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.2	16.7	16.4	16.7	16.9	17.0	17.2	17.4
收入增速(%)	-0.1	9.9	-2.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	2.8	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1
经营性净利率(%)	18.4	13.6	13.3	13.4	13.1	12.7	12.3	12.1
经营性净利润增速(%)	-11.6	-19.1	-3.6	2.4	-0.8	-2.1	-2.2	-0.9
餐饮业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.6	12.6	14.6	14.7	16.1	17.4	18.7	20.0
收入增速(%)	5.1	65.7	15.2	1.2	9.1	8.5	7.3	6.8
经营性净利润(亿)	-0.2	1.4	1.2	1.2	1.6	1.8	1.8	1.9
经营性净利率(%)	-2.0	11.3	8.5	8.4	9.9	10.3	9.9	9.4
经营性净利润增速(%)	-170.1	1025.7	-13.1	-0.4	29.6	12.9	2.3	2.1
速冻食品及预制菜肴	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.3	19.7	20.3	22.5	25.2	27.4	29.0	31.7
收入增速(%)	11.4	7.5	3.2	10.9	11.7	8.7	6.1	9.1
经营性净利润(亿)	1.9	1.7	1.3	1.3	1.7	1.9	1.9	2.1
经营性净利率(%)	10.2	8.6	6.5	5.9	6.8	6.9	6.7	6.6
经营性净利润增速(%)	11.8	-9.6	-21.7	-0.2	29.3	9.9	3.6	7.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
月饼业务	0.4%	中低-	较好	较强	7.8%	9.66	2.1
餐饮业务	3.9%	中等-	较好	较强	8.3%	14.4	1.9
速冻食品及预制菜肴	2.8%	中低	较好	较强	8.3%	10.65	2.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
月饼业务(亿)	9.6	15.1	24.7	2.7	1.3	-	26.1
餐饮业务(亿)	6.1	19.6	25.7	2.4	1.3	-	26.8
速冻食品及预制菜肴(亿)	5.0	15.7	20.7	3.4	1.2	-	22.9
公司整体测算(亿)	20.7	50.4	71.1	8.5	3.8	-	75.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
月饼业务(亿)	18.9	6.9	25.7	2.7	1.3	-	27.2
餐饮业务(亿)	16.4	11.8	28.2	2.4	1.3	-	29.3
速冻食品及预制菜肴(亿)	16.4	9.4	25.8	3.4	1.2	-	28.0
公司整体测算(亿)	51.6	28.1	79.8	8.5	3.8	-	84.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于中等水平。一方面，盈利预测的关键数据（行业规模及公司各业务销量）的披露频次仅为半年一次或者每年一次，数据的可持续跟踪程度一般。且由于餐饮行业竞争愈加激烈，故公司未来市占率的预测确定性较低。但另一方面，月饼行业已处于成熟期，相关历史数据比较透明。整体来看，我们对于公司估值的确定性为中等水平。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。