

强烈推荐
餐饮旅游行业
深度研究报告

第一创业证券研究所
 分析师: 任文杰 S1080207050038
 联系人: 冯佳
 电话: 0755-82485184
 邮件: fengjia@fcsc.cn

湘鄂情 (002306)

——复合品牌有效扩张，规模、效益节节高升

要点:

- 湘鄂情大批新店步入盈利释放期** 公司作为北京地区首屈一指的中高端中式正餐服务商，连续多年实现了全国 13 个城市、31 家分店的成功扩张。2010 年公司新开业的 8 家门店、及装修改造的 9 店将在年内纷纷进入盈利释放期，不仅能够弥补去年因此产生的亏损及利润同比减少 4,050 万元，也将提振收入规模增长 35%，净利润增加 60%以上。未来公司将谨慎拓展主品牌，我们预计未来三年公司将以年均 3-5 家新店的速度增长，保证稳定增长的同时不增加资本性支出投入压力，2012、2013 年将分别为公司贡献 EPS0.02 和 0.09 元。
- 湘鄂情·源加速公司投入产出周期** 大众化的、个人付费的餐饮消费已逐步协同中式正餐成为中国餐饮市场的主流。公司积极调整品牌战略，短期内将以湘鄂情·源这一大众品牌作为发力重点。湘鄂情·源品牌店仅为主品牌单店投入的 1/4，面积的 1/3，人员的 1/10，人均消费的 1/4；但门店净利率高出湘鄂情 3-4 个百分点，运营 4-6 个月就能步出培育期。以年均 5 家新店的速度，我们预计新增湘鄂情·源品牌店在 2012、2013 分别为公司贡献 0.05 和 0.1 元的收益。
- 加盟店提振盈利水平** 在公司直营店形成 30 家以上的规模时，公司将适度加快输出品牌管理和连锁经营，即拓展特许加盟店的步伐。加盟店以店面营业收入的一定比例收取商标使用费和加盟服务费，毛利率高达 100%，公司的资本投入少，项目风险小，2010 年底在公司营收规模中占比仅为 0.77%，较同类餐饮连锁服务商的比重仍具有较大的提升空间。
- 集约化采购及生产环节** 公司借助鄂州蔬菜基地实现食材原产地化，整合 ST 中农现有资源为复合菜系的绿色食品基地，贯彻纵向产业化的发展战略，从源头上保证各门店的原料同一性和优惠的食材成本；中央厨房落实在标准化门店出品上，是提升门店效率、快速拓展加盟店的必经途径。
- 投资评级** 我们预计公司 2011 年到 2013 年则分别为 0.58 元、0.78 元、0.97 元。公司单店的净资产及盈利能力均处于行业上乘水平，但单店溢价幅度偏低，尚有 40%的上升空间。给予湘鄂情 2011 年业绩 35 倍市盈率，2012 年业绩 30 倍市盈率，公司的合理价值区间为 20-24 元，目前 PEG2 仅为 0.88。我们看好公司短期内业绩的同比倍增，以及调整发展战略后中长期的稳健发展，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示** 经济衰退冲击餐饮业；食品安全风险；新店拓展低于预期

资产负债表摘要	
股东权益 (百万元):	1,210.89
每股净资产:	6.05
市净率:	2.85
资产负债率:	15.6%

股价与沪深 300 指数比较





目 录

1、湘鄂粤菜称霸高端餐饮	3
1.1、坐镇首都，辐射全国	3
1.2、布局多品牌餐饮服务商	4
1.3、核心竞争力：复合菜系完美融合	5
1.4、严控采购、加工环节	6
1.5、完善人员储备培训机制	6
2、着力主次品牌发展	9
2.1、主品牌“湘鄂情”稳健发展	9
2.2、大众品牌短期内将成发展重点	12
2.3、加速拓展加盟连锁店	14
3、产业链纵向延伸	16
3.1、收购中农股权	16
3.2、中央厨房实现标准化、集约化	16
4、湘鄂情的竞争优势	18
4.1、有效扩张的连锁餐饮服务商	20
4.2、产品内涵有效丰富	20
4.3、市值将随业绩出现跨越式增长	22
5、盈利预测和投资评级	23



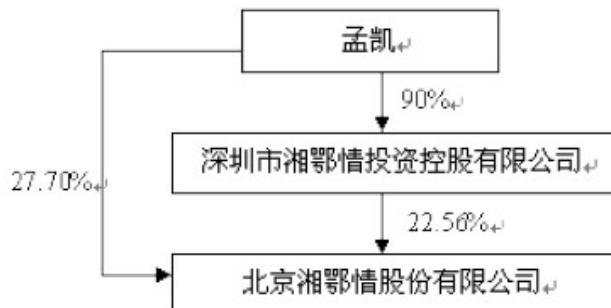
1、湘鄂粤菜称霸高端餐饮

1.1、坐镇首都，辐射全国

北京湘鄂情股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“湘鄂情”）是首家在A股上市的民营餐饮服务供应商；公司以提供湘、鄂、粤菜为主并吸收各大菜系精萃的特色菜品，以及湘鄂情特色的餐饮服务为主营业务，主要面对中高端公务、商务宴请并兼顾家庭消费群体。

公司由孟凯先生和深圳市湘鄂情投资控股有限公司发起。2009年IPO发行后，湘鄂情总股本达到2亿股，孟凯先生持股比例为50.3%，是公司第一大股东和实际控制人。截止2010年末，公司的股权结构图如下：

图1、公司股权架构



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司雏形于荆楚大地，起步于特区深圳，发展于首都北京。品牌构想最初源自1995年的深圳蛇口，以4张桌子起家，以原汁原味的湘菜鄂菜为主打，由此发展红遍特区；随后，公司转战北方市场，以湘鄂菜系为基础，并博采众长，改良加工成为众口能调的佳肴。上市之初，公司拥有的直营店十四家、加盟店九家主要分布于北京、深圳等地。经历不足两年的发展，目前，公司已成长为分店遍布北京、上海、长沙、深圳、成都、武汉、株洲、太原、南京、西安、呼和浩特、郑州等十余个大中城市，拥有31家分店的大中型餐饮服务连锁机构。

图2、公司分店分布图（红色省市）



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

1.2、布局多品牌餐饮服务商

餐饮市场是具有复杂多样需求的非同质市场。通常餐饮服务企业所面临的市场并非由需求基本相同的顾客所组成的一个简单的同质市场，相反它是一个由许多具有不同需要和要求的顾客所组成的异质市场。根据马斯洛的需要层次理论，顾客对餐厅食品和饮料的需求出于两个原因：一是为了替代家中日常的进餐活动；二是把在餐厅进餐看作是消遣和娱乐活动。

餐饮场所是居民休闲消费、社交消费、喜庆消费、会展消费和旅游消费的重要组成部分，也是从事商务活动的重要场所。客人对餐厅的需求实际上隐含了客人对情感、社交、自我实现等较高层次的需要。因此，餐饮企业的产品是菜品、环境和用餐过程中的服务所形成的综合体。品牌，则是凝聚客人对无形及有形的产品要素的整体感官和认知的集中体现。因此，餐饮企业的品牌是顾客区分和选择不同餐饮企业的关键。

餐饮品牌的打造在于品牌架构的丰满，也就是在餐饮主品牌的上下游打造比较完整的服务品牌链条，使其在餐饮服务的业态、消费层次上形成呼应。“湘鄂情”作为“中国驰名商标”，公司的品牌效应突出。在2009年成功上市之后，公司加快品牌战略扩张的步伐，在稳步推进旗下“湘鄂情”主品牌的同时，有条件的发展“晶殿”、“菁英汇”品牌，重点发展“湘鄂情·源”品牌。

目前，上市公司拥有“湘鄂情”、“湘鄂春”、“晶殿”、“菁英汇”和“湘鄂情·源”等多个餐饮品牌。其中，仅主品牌“湘鄂情”在全国就拥有超过30家分店，其中直营店28家，加盟店3家。公司的几大品牌中，“湘鄂情”定位以中端消费为主兼顾高端；“菁英汇”以高端公务、商务宴请为主，“晶殿”



以服务多层面的大型宴会为主；“湘鄂情·源”定位则是大众餐饮品牌。

表 1、公司主导品牌内涵对比

	湘鄂情	菁英汇	湘鄂春	湘鄂情·源	晶殿
品牌诉求	高端商务宴请	高端会所级别	中高端聚会	大众消费	喜宴、商宴承办专家
子品牌门店数(家)	31	2	1	2	2
单店面积(㎡)	>3000	>3000	1000-3000	800-1000	>3000
单店装修预算(元/㎡)	4000-5000	4000-5000	2000-3000	1000-1500	4000-5000
人均消费(元/人)	400-500	500-600	200-300	50-100	>200
翻台率(次/日)	1	-	1	3-4	-
未来年均预计新增(家)	3-5	-	-	5-10	1

资料来源：公司历年年报、第一创业证券研究所

1.3、核心竞争力：复合菜系完美融合

创新多变，自成体系，具有湘鄂情特色的“菜品”是公司的独特品质和核心竞争力。湘鄂情的菜品“兼容并蓄、有主有辅”——形成了以粤菜、湘菜、鄂菜三大菜系为主，以淮扬菜、鲁菜为辅的复合菜系在菜品配备、营养、食疗方面具有新特色，已形成个性化出品体系。公司用十年的时间逐渐形成了湘鄂情特色菜品体系，并在不断的创新与淘汰过程中沉淀形成了300多道常年提供的湘鄂情特色招牌菜。湘鄂情重在菜品创新和菜品质量两方面树立自我特色。

以季度为单位，大力气研发投入。复合菜系使得湘鄂情拥有较其他单一菜系餐饮更大的创新开拓空间，也更利于湘鄂情进入新市场。湘鄂情保持每季度60道新菜创新，跟上时尚餐饮热点。相比小南国、俏江南等其他餐饮，湘鄂情菜单上50%的菜品都具有独创性，是在其他餐馆所难以品尝到的。

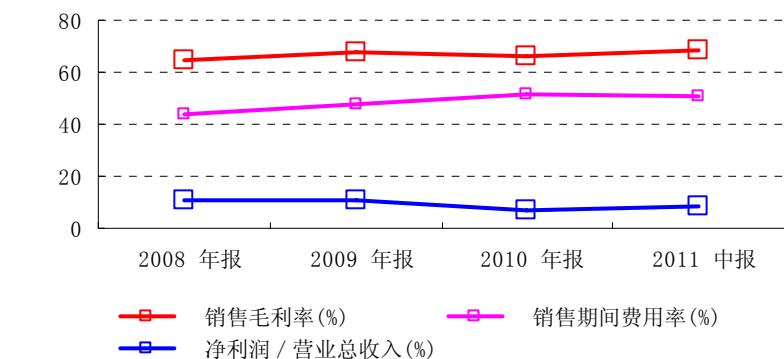
公司在北京湘鄂情餐饮管理公司设有出品研发中心，专门负责各直营店和加盟店各菜系菜品的配方和烹调方法的研制工作。湘鄂情每年投入菜品研发的费用均过100万元，占营业收入的0.15%-0.3%，另外，公司行政总厨和各菜系总厨高频率的进行实地考查，在全国各地（包括各菜品原产地）发掘新的原材料，并与公司核心研究人员共同研究最佳的烹调技术。其次，公司每季度对各店研发技术人员的创新成果进行审核、评估，对优秀的技术创新成果予以推广，对相关人员给予加薪和晋升的奖励。公司每季度进行菜肴创新、创作比赛，设定奖项和奖金对员工进行激励。第三，湘鄂情的湘、鄂、粤三大菜系厨房独立核算和运营，通过各菜系厨房间的竞争，保证了菜品能够不断推陈出新。

菜品的推陈出新使公司具备一定的成本转嫁能力。在长期持续的高速通胀环境中，公司或不宜频繁调整菜品价格，而餐饮管理公司的出品研发部门则是以推出同菜式的更新或升级菜式实现新菜品定价与市场食材价格靠拢，以此避免影响消费者接受程度。

公司对于菜品价格具有话语权，集合采购有利于成本节约。由于公司与供应商之间的“集中询价、集中采购”的采购模式和定价制度，与供应商每半个月或一个月核定一次价格，期间按固定价格采购模式，使得公司原材料和商品的采购价格涨幅及上涨速度低于市场，也低于菜品的提价幅度，导致公司毛利率呈现上升趋势。



图 3、公司毛利水平逐年上升



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.4、严控采购、加工环节

2007 年 9 月，公司全资子公司——北京湘鄂情餐饮管理有限公司成为中国烹饪协会和香港五常法协会共同认证的“五常法注册机构”，通过引入“五常法”标准管理，公司建立了系统、规范的工作程序——《湘鄂情五常法手册》，规范了员工行为，保证了各分店产品服务质量标准的统一。公司定慧寺店（总店）已率先于 2007 年 12 月通过了《ISO14001：2004 环境管理体系》认证和《ISO22000：食品安全管理体系》认证，公司其余各门店也正在积极进行相关的认证工作。在具体的操作上，公司则从原料采购、生产加工到质量信息反馈三个阶段对食品质量进行全过程控制。

餐饮管理公司是公司各门店的管理中枢，利用公司的用友 NC/EP 系统信息管理平台，统一控制采购、库存、配送、销售、财务票据、人事安排、工资管理、营业状况等多方面信息，并及时将管理信息反馈给公司，以保持整个连锁经营管理的一体化，使庞大、分散的连锁店实现统一采购、统一配送、统一管理、统一核算。

特色是餐饮企业在市场竞争中赖以生存和发展的重要条件。公司在保持原湘鄂粤菜系独有的风味特色的基础上，融合现代餐饮文化元素，满足都市消费者的需求。为确保产品质量统一化，公司还定期组织各店面及公司行政总厨级别菜系专家对公司传统的菜品和烹饪技术以及管理体系进行提炼和总结，按照科学化、数据化、标准化的要求，制定相应的质量标准、服务规范、操作要求。此外，公司还将设立实验室、建立完善的检测系统，通过引进先进的检测设备，对原辅材料的品质、成分、营养、卫生指标进行分析，对菜品进行更为详细的质量规定，以实现统一的质量管理目标。

同时，餐饮管理公司还通过下设的质监部采用现场调查、专项检查、自查等手段对菜品、服务质量进行监督，保证各门店的产品质量、服务质量达到统一的标准。

1.5、完善人员储备培训机制

餐饮企业的产品是菜品、环境和餐饮过程中的服务所形成的综合体，除了其



中的有形部分以外，服务占据了客户很大部分的直观感受，而服务质素主要是由服务品质、管理效率等人为因素成就的。至 2010 年 12 月末，湘鄂情在册员工总数为 5265 人，其中，门店厨师、服务人员占比超过 75.4%，员工构成呈现年龄小、文化素质较低、所属区域分散等特征。

图 4、公司人员结构分布

职业专业构成	人数	比例 (%)
厨师	1452	27.58%
服务人员	2519	47.84%
管理人员	887	16.85%
销售人员	251	4.77%
后勤	156	2.96%
合计	5265	

教育程度	人数	比例 (%)
研究生	8	0.15%
本科	101	1.92%
专科	929	17.64%
中专及以下	4227	80.28%
合计	5265	

年龄	人数	比例 (%)
30 岁以下	4357	82.75%
31—40 岁	639	12.14%
41—50 岁	232	4.41%
51 岁以上	37	0.70%
合计	5265	

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

湘鄂情员工稳定性高，源于完善的员工培训机制，健全的薪资激励和福利体系。公司员工的流失率远远低于行业水平，目前公司员工的月流失率在 2% 以内。一方面是由于公司实施了公开透明的用人机制：一是双向选择，做到能进能退，自由流动；二是能者上，庸者下；三是责权分明；四是建立强化监督机制，约束不合规行为。

通过多年的连锁店经营，公司积累了丰富的人员招聘、培训经验，形成了一套完备的人员储备和培训机制。2010 年，公司在湖北鄂州成立了湘鄂情人力



资源培训基地，主要是为新店铺做好人才储备及服务人员的培训工作。新店开设之前，人力资源培训基地以根据经营规模、开店计划在全国范围内整体招聘餐厨、技术、服务人员，进行培训，在岗实习，形成人力储备，目前公司的人力储备工作可以有效补充年均 5-6 家新店的需求。

另一方面，公司具备了完善的激励机制与福利体系，报酬与职务、业绩挂钩，最大程度的调动中低层员工积极性。门店的基层员工，服务人员和技工在各店面所在地就近租住，店面负责员工吃住开支。与一般餐饮企业劳务外包不同，湘鄂情按照所有门店的当地社保标准按时、即期缴纳职工的社会保险“三险”，并承担部分强制要求缴纳公积金的地区的“一金”部分，大大的增强了员工的工作保障，解决其后顾之忧。另外，这部分员工薪资实行“底薪+提成”的方式，与门店的营业收入及盈利规模挂钩，平均来看，公司服务人员及餐厨技工的工资高于市场平均水平。

股份公司设立后，公司的高级别管理人员和核心技术人员多数直接持有公司股份，具有很强的稳定性，有利于防止核心技术人员和管理人员的流失。2011 年，公司正式启动了详尽的多级别的薪酬管理办法和股权激励机制，为高级人才提供更好的薪资待遇和工作环境，调动工作人员的创新积极性，保证公司拥有一支稳定的、充满活力的人才队伍。

股权激励方案有利于公司中长期稳定增长。7 月，公司授予 169 名激励对象合计 948 万份股票期权，占授予时公司股本总额两亿股的比例为 4.74%，授予日为 2011 年 7 月 13 日，行权价格为 27.35 元，从授予日之日起，未来 48 个月内按照 25%:25%:25%: 25% 的比例分四期行权；基础行权条件包括未来 4 年的公司净利润增长不低于年均 20% 的幅度。自 2012 年开始，此次预留的 102 万份股票期权可以有条件行权。

表 2、股权激励方案细则

	职位	获授的股票期权数量 (万份)	股票期权占计划总量的比例	标的股票占授予时总股本的比例
閻肃	董事、总经理 (CEO)	55	5.24%	0.28%
熊国胜	董事、董事会秘书	25	2.38%	0.13%
万钧	董事、副总经理	25	2.38%	0.13%
朱珍明	副总经理、财总监	25	2.38%	0.13%
夏桐	副总经理	5	0.48%	0.03%
陈景俊	产品研发部总监	15	1.43%	0.08%
顾强	人力资源部总监	15	1.43%	0.08%
兰国光	审计部总监	5	0.48%	0.03%
中层管理人员、核心技术人员	共 161 人	778	74.10%	3.89
	合计	948	90.29%	4.74%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



2、着力主次品牌发展

2.1、自主品牌“湘鄂情”稳健发展

公司的连锁化经营发展模式是以直营连锁为主，加盟连锁为辅；以区域中心城市和省会城市为重点建立旗舰店，辐射周边城市，构建全国连锁经营网络。自主品牌“湘鄂情”餐厅布局大多以包房为主，契合商务活动私密性的特点。公司北京地区超过300间包间，始终保持20-50间的等候率，平均每天包房使用率在1.2-1.5。

湘鄂情在直营店方面主要采用全资控股模式，直营店均系公司的全资或控股子公司和分公司，新增直营店一直是公司业务拓展的重点和目标。公司对直营店的控制力较强，并按照公司的用友NC系统进行精细化管理。以公司经营经验来判断，借助公司在北京中高端餐饮业自1999年累计的招牌与口碑，北京地区新店的培育期在6-12个月内，而外地新开业门店的培育期间较长，通常为12-18个月。

2010年度资本性支出较高损伤盈利。2010年，公司收购两家加盟店、直营店开业八家：包括南京店及菁英汇、呼和浩特呼伦贝尔北路店、郑州黄河路店，武汉“晶殿”宴会厅、广渠门店和海运仓店、西单店二期项目；还收购了西藏店和上海店。同时，北京区域和外区域老门店进行了装修改造，包括北京区域的丰台店、北四环店、中轴路店、大成路店、志新桥店、西单店一期项目，外区域的武汉店、长沙雨花店、上海店等门店。因为新开业门店一次性摊销费用和市场培育期经营未达到预期，产生年内亏损2,252万元；另外，由于公司购买武汉和西安两块房产，以及原有门店改造装修投入资本性支出31,016.11万元，装修门店局部或全部停业导致的营业利润同比减少1,800万元。

调整步伐，年均新增保持5家左右。2011年上半年，公司完成了控股子公司北京中轴路湘鄂情餐饮有限公司（即中轴路店，原控股70%）的股权收购工作，使其成为公司全资子公司；公司完成西安南二环店建设工作，已开业接待四方宾朋。公司使用募集资金建设的武汉三阳路店、南京市北京东路店将于年内完成装修工程，开业迎宾。

另外，湘鄂情携手万达集团入驻湖北武汉楚河汉街中央文化区、湘鄂情携手广东中森集团入驻广东广州中森食博汇、湘鄂情登陆海南海口滨海大道等项目正在大力推进，预计将于2012年初落成开业。武汉洪山店“晶殿”宴会厅自开业以来，取得良好口碑，被客户誉为“江南第一宴会厅”；2011下半年，公司着力在武汉经开万达广场将再造焦点，使“晶殿”品牌产生连锁效应。

公司老店改造完成、2010年成批新店步出培育期，进入盈利释放期。2011上半年，公司北京地区老店换新颜带动收入规模增长：定慧寺店、朝阳门店以及西单店一期合计增加净利润424万元；中轴路门店股权的收购增利58万元。湖北湖南区域因为装修改造新增营业面积和提升服务质量，业务与2010年同期保持7-8%的增速，全年10以上的增速可期；老店业务稳步增长的同时，公司新开门店经营逐步呈现成效。2010年度公司拓展项目九个，新增直营店8个，其中，北京区域的广渠门、西单二期已在2011年上半年率先实现盈利，海运仓、



西安店和南京店将在三季度扭亏为盈；而郑州和呼市门店，由于开业时间尚短，受装修摊销及一次性低耗品费用转入的影响，年内难以实现盈利，但亏损幅度将大幅收窄。

表3、公司主要直营店的经营业绩

(单位: 万元)	2009 年度净 利润	2010 年度净 利润	增长%	2011 年上 半年净利润	2011 年下 半年预测
定慧寺店	2,200.83	2,423.93	10.14%		
西单店	1,676.41	1,369.84	-18.29		
西南四环店	565.28	202.11	-64.25%		
中轴路店	1,369.40	1,386.68	1.26%		
志新桥店	459.87	227.75	-50.48%		
北四环店	1,226.66	980.53	-20.07%		
武汉店	752.72	265.77	-64.69%		
长沙店	161.74	68.63	-57.57%		
株洲店	273.52	297.34	8.71%		
太原店	391.80	270.86	-30.87%		
大成路店	347.51	644.18	85.37%		
朝阳门店	206.95	742.85	258.95%		
西宫店 (国宾)	-103.98	2,108.6			
长沙雨花店	95.03	41.36	-56.48%		
2010 年新增:					
	开业时间				
海运仓店	2010.8.31	-582.67		-276.00	盈利
郑州店	2011.1.18	-93.55		-291.53	小幅亏损
呼市店	2010.12.18	-564.1		-319.34	小幅亏损
西安湘鄂情店		-57.75			盈利
西安菁英汇店		-206.17			盈利
上海店	2010.2.1	264.12		198.35	盈利
拉萨店	2010.3.31	265.96			盈利
南京店	2010.7.8	-1,143.26		-491.81	盈利
广渠门店	2010.6.30	-180.56		326.37	盈利
北京西单二期	2010.4.30			94.60	盈利
2011 年新增:					
	开业时间				
西安南二环店	2011.5.31			-158.14	
武汉三阳路店	2011.8.18				
南京市北京东路店		2011 下半年			
未完待续……					
	预计开业时间				
合肥天鹅湖店	2012 上半年				
广州天河店	2012 上半年				
武汉经开店	2012 上半年				
武汉楚河汉街店	2012 下半年				
海口湘鄂情店	2012 下半年				



资料来源：公司历年年报、第一创业证券研究所

北京地区收入占比在异地扩张和连锁复制过程中逐步缩小。目前，公司在北京市内拥有 12 家门店，在总的收入规模中比重在前三年均维持在 70% 以上；伴随异地门店的扩张及成功运营，2011 上半年，在营收规模同比增长 36.41% 的情况下，该比重微降至 66.40%，北京区域收入仍实现 18.62% 的增长。

2011 年上半年，北京以外地区合计收入占比超过 3 成，因此，公司革新管理，对连锁店实行区域化管理：在管理上，全国主要划分为北京区域、湖北区域、湖南区域、江苏区域。以北京区域为例，北京辐射内蒙古、山西等地区。区域主管对片区各门店负责，总经理对区域经理直接管理负责。

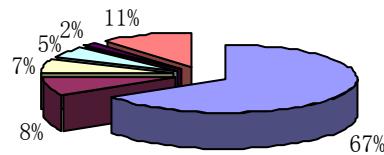
表 4、公司门店分地区贡献比重

(单位：万元)	2009	%	2010	%	2011 上半年	%
北京区域	56,015.04	75.92%	67,519.38	73.14%	39,899.49	66.40%
湖北区域	7,836.06	10.62%	7,596.55	8.23%	4,880.49	8.12%
湖南区域	7,055.18	9.56%	7,074.33	7.66%	4,374.01	7.28%
上海区域	--		--		3,039.99	5.06%
山西区域	--		--		1,284.09	2.14%
其他区域	2,874.48	3.90%	10,127.16	10.97%	6,610.41	11.00%

资料来源：公司历年年报、第一创业证券研究所

北京餐饮业在消费力度、投资力度、供应与产业规模、餐饮政策、餐饮文化包容性、领导消费时尚和示范效应等许多方面都具有其他城市无法相比的优势，是连锁餐饮企业必须占据的“桥头堡”。但北京的中高端餐饮行业竞争激烈，餐饮监管日趋严格，对配套设施要求较高，公司使用募集资金筹备流产的项目，如朝阳门外新建门店项目是由于竞价超过公司预算，北京南三环店项目则是由于停车场等配套设施不足而放弃。因此，在北京获得成功的餐饮企业纷纷走出京城，在其他一线城市及省会圈地建店。

图 5、2011 上半年各地区门店贡献图



■ 北京区域 ■ 湖北区域 □ 湖南区域 □ 上海区域
■ 山西区域 ■ 其他区域

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

未来 3-5 年，公司将吸取 2010 年大幅扩张而损伤公司盈利能力的教训，谨慎选址，小步伐的开设新店，稳扎稳打，保持年均 3-5 家新店开业的速度。公司湘鄂情品牌直营店的扩张政策已明确为：利用已经形成的品牌优势，使公司成为



规模适度、业务特色鲜明，具有良好盈利能力的风险控制水平的全国知名的餐饮品牌。

我们预计湘鄂情 2011-2013 年分别新开门店 3 家、5 家、5 家。我们预计新门店第二年实现盈利，平均每家店年净利润 300-400 万元左右，第三年盈利实现 40-60% 的增长。新门店的扩张将提振公司的收入规模和盈利能力，在未来新店成熟后，大批量采购的规模效应也将随之产生，毛利率存在小幅提升空间。

表 5、公司主品牌湘鄂情店发展的弹性测试（单位：万元）

	2011年	2012年	2013	合计
新拓展门店数	3	5	5	
单店平均投入	3,000	4,000	4,500	51,500
单店平均收入	2011 1,500			4,500
	2012 3,000	2,000		19,000
	2013 4,500	3,500	2,500	43,500
每股收益贡献	2011 -0.01			-0.01
	2012 0.04	-0.02		0.02
	2013 0.06	0.05	-0.02	0.09

资料来源：第一创业证券研究所

2.2、大众品牌短期内将成发展重点

在众多连锁品牌争夺核心商圈的高标准店位之时，北京、上海等符合湘鄂情品牌高端店面的可选择地段日渐减少；另一方面，高档食材成本、劳动力成本提升等多方面问题日益凸显，行业竞争愈演愈烈，中高端餐饮逐步进入“微利时代”。与此同时，大众化的餐饮消费逐渐成为餐饮市场的主流，主要由于：

1、不断加快的生活节奏

随着劳动力价值的提高，时间价值的升值；城市化进程加快，交通时间吞噬休闲时光；流动人口增加，职业女性从事家务劳动的时间减少，越来越多的家庭不愿将时间浪费在烧菜做饭上，所以到餐厅吃饭已成了一种需求。

2、社会职能不断扩大

三资企业、民营经济的极大发展，大多数雇主不配备食堂，职工的早餐、午餐问题只能由单位附近的餐厅来解决，这使餐饮业担负的社会职能大大加强了。快餐化的工作餐市场也是餐饮业发展的一个良机。

另外，随着社会人际关系的不断发展与进步，假日餐饮、婚庆团员餐饮需求增大，到餐厅就餐已成为人际交往必不可少的环节之一，无论家常便饭，还是商务宴请，都加速了餐饮业的不断发展。

应对市场环境，积极调整品牌战略。国内餐饮市场日益呈现多元化发展态势，虽然中餐在总体规模上依然处于绝对主体地位，但是，近三年来，餐饮业态比例正加速变化，正餐营业收入由 05 年 55.90% 降至 2009 年的 50.32%，快餐已占据经济发达省份绝对优势，如上海、浙江、广东等形成有效规模竞争。受国外连锁经营模式的影响，中式正餐的内在特点与市场都决定了“船小好掉头”是中餐经营的一贯特点。



其次，中餐格局将随着餐饮消费形式的变化而不断变化，随着经济的发展，中国家庭结构的变化，三口人之家逐渐成为餐饮消费主体；大众化的、个人付费的餐饮消费已经成为中国餐饮市场的主流。目前以二至四人为消费的主体，具有较高的消费能力，是中国餐饮消费未来发展方向。

公司积极拓展“湘鄂情·源”品牌店，正是顺应了大众化经营的市场空间不断延伸的趋势。2011年，公司在一家“湘鄂情·源”北京世纪金源店的基础上，6月于上海江桥万达广场购物中心开业了上海第一家“湘鄂情·源”品牌店，9月位于北京金源时代购物中心的“湘鄂情·源”品牌店亦开门迎客。短短一年时间内，公司迅速在京、沪两地新增两家“湘鄂情·源”门店，好评如潮，目前在沪的第二家“湘鄂情·源”正在筹备中。

湘鄂情·源瞄准商务白领消费层。“湘鄂情·源”的营业面积通常在800-1000平方米之间，以大厅消费为主，容纳量在300人附近。装修风格以简约、时尚为主调，适合CBD白领放松心情；卡座式的餐厅布局，适合年轻人交友、小酌。为了适合于CBD地区的消费需求，公司还开设下午茶时间段，并提供免费无线上网服务。

湘鄂情·源培育期更短，盈利能力更强。与湘鄂情品牌重包房消费不同，湘鄂情·源店的包间数量不多，仅适合于小型商务洽谈及家庭聚会，核心地段、旺盛人气决定了大厅在繁忙时段能够达到3-4次的翻台率。我们预计，湘鄂情·源单店的投资额在500万元附近，人均消费约100元/人次，日均翻台率2次，单店工作人员配置仅为50-100人，估计在开店4-6个月就能步出培育期，开始实现盈利。另一方面，湘鄂情·源品牌主打家常菜的大众消费，所用高档食材数量不多，不会造成积压大量资金、大幅抬高食材成本的负面影响；加之其平均单店装修成本及一次性费用摊销低出湘鄂情品牌单店装修成本约3/4，因而湘鄂情·源品牌店的毛利水平及净利润率反而更高。

表6、公司湘鄂情·源店发展的弹性测试

	2011年	2012年	2013年	合计
拓展门店数	3	5	8	
单店平均投入	300	400	500	6,900
2011	1,000			3,000
单店平均收入	2012	1,500	1,200	10,500
2013	2,000	1,600	1,500	26,000
	2011	0.02		0.02
每股收益贡献	2012	0.03	0.02	0.05
	2013	0.04	0.03	0.10

资料来源：第一创业证券研究所

我们预计，湘鄂情·源作为公司新的业务发展重心，在科学选址的基础上，未来2-3年将保持年均5-10家新店的速度开业，重点区域在于北京、上海、广州和深圳等一线城市。



2.3、加速拓展加盟连锁店

对于餐饮企业来说,实行连锁加盟模式的一大优势就是在于可以有效整合社会资源,而不是单靠一己之力去“单打独斗”。如果运用得当,通过连锁加盟可以迅速让“红旗”插遍全国,实现区域性品牌到全国性品牌的飞跃,占领全国性市场。而对于加盟方而言,加盟餐饮品牌最大的好处在于不必自创品牌,对于企业及加盟者双方来说,将是双双得益。在2009年中国餐饮百强企业中,就有89家采用连锁经营方式,营业额占百名企业营业额的92.7%。

公司目前营业收入中,超过88%的比重是由直营店贡献的,未来3年,公司将加快步伐进行加盟连锁店在全国的布局。**加盟店的拓展是为了实施公司以品牌经营为核心的发展战略,进行品牌延伸的手段。**公司直接对加盟店派驻店长、驻店董事,对其管理也采取比照直营店的管理标准进行,保证了公司对加盟连锁店有很强的控制能力,从而确保公司的品牌战略得以有效实施。在品质控制方面,公司制定了涵盖生产、服务、配送全过程的控制文件,对各个环节进行明确的规定和控制;通过集中采购、统一配送,确保各门店原材料的质量和标准化;通过对服务的程序化管理保证服务质量;保证加盟店与直营店的同一品质。

公司的连锁加盟模式一方面许可加盟企业有偿使用公司商标,另一方面向加盟店收取加盟服务费用,其详细情况如表所列:

表7、公司加盟门店收费情况

被许可方	许可年限	商标使用费	加盟服务费	续约情况	2009年收费	2010年收费
三里河湘鄂情	2007.7.1- 2010.6.30	年营业额3%	年营业额3%	后续签至2010年12月31日,不再续签	2,846,346.84	2,282,784.64
世纪城湘鄂情源	2007.7.1- 2010.6.30	年营业额3%	年营业额3%	续签至2012年6月31日	2,377,098.54	1,761,297.12
航天桥湘鄂春酒楼	2007.7.1- 2012.12.31	5万元/月	加盟期内不收取		400,000.00	600,000.00
深圳中港城	2007.7.1- 2010.6.30	年营业额1%	年营业额1%	后续签至2010年12月31日,不再续签	169,376.60	139,064.86
上林苑湘鄂情	2009.7.1- 2012.6.30	年营业额1%	第一年不收取,以后按营业额情况定,不超过年度总营业额3%		-	-
华南湘鄂情	2007.7.1- 2010.6.30	10万元/月	前三年不收	至2009年12月31日不再续签	1,200,000.00	
新洲湘鄂情	2009.1.8- 2014.1.7	年营业额1%, 第一年免收	年营业额1%, 第一年免收		-	147,000
成都湘鄂情寒舍	2007.7.1- 2010.6.30	年营业额3%	年营业额3%	续签一年	2,239,209.92	2,203,938.42
西藏湘鄂情	2009.5.8- 2014.5.7	年营业额1%, 第一年免收	-		-	2010年收购
上海湘鄂情	2007.7.1- 2010.6.30	年营业额3%	年营业额3%		2,506,527.06	2010年收购



合计	11,738,558.96	7,134,085.04
资料来源：公司历年年报、第一创业证券研究所		

截止 2011 年 6 月 30 日，公司还有加盟店五家，分别是：北京世纪金源店、湘鄂春、深圳新洲店、成都寒舍店、深圳上林苑店。同比 A 股上市的老字号餐饮连锁企业，全聚德的海内外加盟店已达到 58 家，是其直营店规模的 2.6 倍，并贡献了其餐饮收入的 5%以上。2010 年湘鄂情加盟费用收入在总收入规模中占比仅为 0.77%，2011 年上半年由于两个加盟店协议到期，这一比例更是缩减至 0.45%。在公司的直营店连锁经营游刃有余之时，输出品牌、技术和管理势在必行，并具有较大的提升空间。

直营店规模已成，加盟店加大力度。根据公司的招股说明书，到 2011 年末，湘鄂情品牌连锁店总数达到 36 家以上，公司将有步骤、有计划的根据全国各地区餐饮消费水平、消费者口味特点等因素，在全国经济发达的城市和地区加大力度配置品牌加盟店，通过市场资金力量实现横向连锁化，持续扩大经营规模和市场份额。

扩展加盟店规模，增收增利。由于加盟店普遍采取以单店营收为基数的一定比例收取服务费用，在财务报表上反应为“商标许可及使用服务”收入。即公司提供品牌、人力管理及连锁经营经验，所需投入成本为零，因而加盟店数量的增加将有效提升公司的营收规模及盈利水平。



3、产业链纵向延伸

3.1、收购中农股权

2011年3月22日，公司董事会审议通过了《关于收购中垦农业资源开发股份有限公司10%股份的议案》，与新华信托股份有限公司签订《股份转让协议》，公司以6.53元/股的价格收购新华信托持有的“*ST中农”3042万股股份，收购总金额总计19,864.26万元，占该公司总股本的10%。4月11日公司向新华信托支付了全部股权转让款，4月12日公司在上海证券交易所办理完股权过户手续。

建设产业化的绿色餐饮基地，向上游延伸。公司股东大会批准变更募集资金项目“新建湘鄂情绿色食品配送基地项目”和变更超募资金项目“新建湖北孝感湘鄂情酒店项目”用于支付股权转让价款；湘鄂情跻身中农的第三大股东之后，湘鄂情数名现任高管进入中农。

公司原募投项目，绿色食品配送基地项目原计划在湖北省鄂州市杜山镇建立原材料采购、储存和配送基地，在业务重心北京地区建立食品加工配送工厂（中央厨房），实现对北京和周边地区各连锁店实施统一配送。但由于道路等基础设施建设未能如期落实，项目无法按原计划实施。与中农的战略合作则可提高资金利用效率，迅速建设起顺应公司发展需要的绿色食品供应基地。

主业重组符合公司绿色食材基地建设目标。考虑到中农后续重组的思路，恢复上市后，中农将进行农业及同行业的资产整合与重组，在主营业务内重点进行种业和绿色无公害安全的蔬菜种植、水产畜牧养殖等农副产品、食品产业的重组。公司认为中农本身即具备发展成为湘鄂情品牌的绿色食材基地的资源，并且，湘鄂情进驻中农管理层，能够改善该公司长期以来主业发展方向不清晰，缺乏优质资产的局面，与上游资源商形成战略合作关系，对公司的原材料标准化建设及相应的成本控制均具有积极的意义。

战略性合作符合区域扩张方向。目前，中农在华东地区的收入占比约为48%，而公司近期提出的区域扩张战略亦将重点区域放在上海、江苏，因此二者的战略性合作也是符合公司区域扩张的方向。

3.2、中央厨房实现标准化、集约化

原产地采购，保证绿色食材。2006年12月16日公司全资子公司鄂州市湘鄂情生态农业有限公司与鄂州市杜山镇三山村村委会签定了《土地承包经营合同》。合同约定，由公司承包位于鄂州市杜山镇三山村黄泥洲面积约370亩的土地。承包期限为70年。项目通过“公司+基地+农户”的模式，年定向收购湘鄂菜品所需的特色蔬菜（如莲藕、菜薹、雪里红等）约1800吨、水产品（如武昌鱼、花鲢等）约800吨，并加工成净菜、干制品、腌制品等产品；采用无公害技术腌制腊鱼、腊肉产品，从原材料上为全国各门店提供绿色环保的原产地材料供应，保证食材的统一性。



菜品精细化、标准化的解决之道。中国式餐饮在刀工、火候等方面具有很强的技艺性，传统上以手工生产、经验型管理为表现特性，难以保持菜品品质的统一和稳定。因此，中式餐饮企业连锁面临的最严峻问题是如何提高行业科技含量，在菜品质量控制上达到标准化、统一化。

公司的中央厨房项目将在北京市大兴工业开发区实施，建筑面积 8,584.92 平方米，主要是提供各种原材料的集中采购、标准加工和统一配送。通过整体厨房、标准化配料、机械化烹饪设备的引入，逐渐达到标准化操作。项目前期，首先满足北京区域配送需求，配送至各门店，由各门店按标准工艺进一步加工为成品出售。预计项目计划在 2011 年年底落实，建成后一年即可辐射全国各门店。

“中餐为体、西式为用”。公司将对目前现有菜品的品种、质量进行研究，将传统烹饪技艺与现代食品工业化操作手段相结合，制订规范化的配料标准和制作流程，统一的质量标准和控制手段，即每一菜品从原料到成品的制作过程均有严格的工艺流程，每一道工序都有严格的操作规程和工艺条件，以确保产品质量，完成由传统经验型向科学化、数据化、标准化的转变，提高生产能力和水平。食品加工配送工厂（中央厨房）的设备直接影响餐饮生产过程的科技水平，公司将引进符合菜肴工艺要求的生产设备，将简单手工操作提升为机械化生产，提高劳动效率、扩大生产能力、实现标准化。

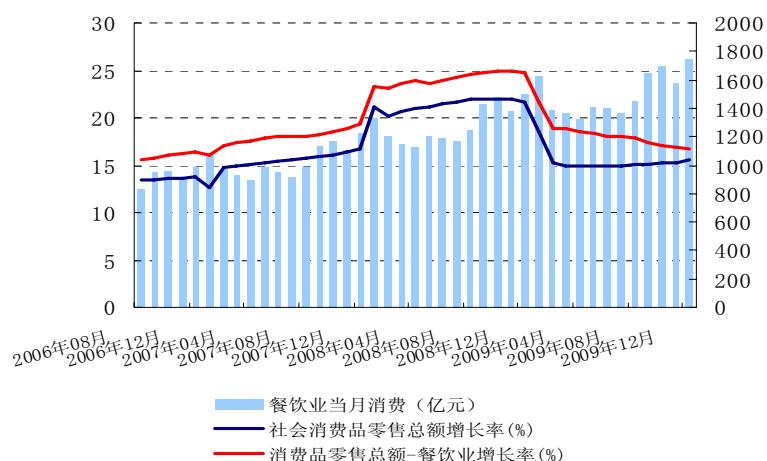


4、湘鄂情的竞争优势

经济快速发展带动国内消费需求增长。餐饮业作为我国第三产业中一个传统服务性行业，经历了改革开放起步、数量型扩张、规模连锁发展和品牌提升战略4个阶段，取得突飞猛进的发展。餐饮业营业额连续18年实现两位数高速增长，预计未来将保持17%以上速度发展，我国正迎来一个餐饮业大发展的时期。正是我国经济的快速发展，国内生产总值快速提高，持续带动了国内消费需求增长。09年人均国内生产总值(GDP)超过2100美元，居民消费能力增强，消费层次提高，外出就餐消费额比重将持续增长。

2009年我国餐饮消费持续快速增长，全年累计实现零售额17,998亿元，同比增长16.8%，占社会消费品零售总额比重为14.4%，餐饮行业实现连续19年保持两位数高速增长。30年来，中国餐饮业零售额从1978年的54.8亿元到2009年的17,998亿元，零售额增长327倍，人均餐饮消费额也从1978年的5.69元到2007年的1200元，增长了209倍。

图6、近三年餐饮零售额增速均高于同期社会零售总额增速

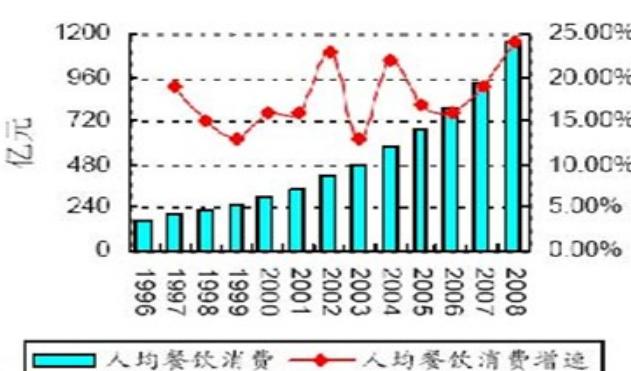


资料来源：Wind、第一创业证券研究所

中国居民的个人餐饮消费已成为拉动中国餐饮业的主要力量，居民个人消费占全国餐饮业零售额的比重在60%左右，公务和商务消费所占的比重则降至40%，快速发展的餐饮业已经成为中国拉动内需、扩大消费的重要力量。即使在2009年全球金融危机的环境下，国内餐饮业仍旧迅猛发展，全社会餐饮业零售额达到17998亿元，同比增长16.8%，占社会消费品零售总额的14.4%。即使在2008年经济出现下滑迹象时，餐馆酒店的特色饮食依然保持19%的同比增长，高出其他社会消费品增长率。

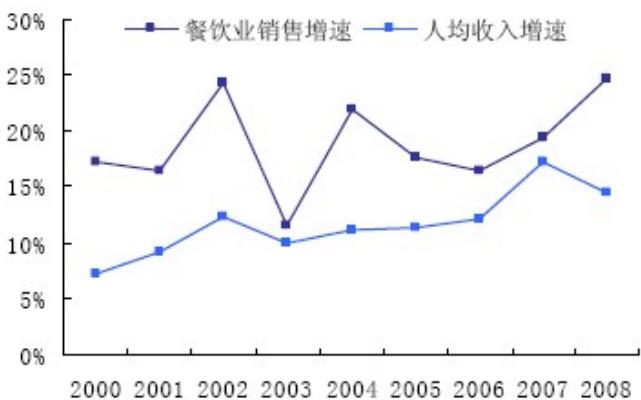


图 7、近五年人均餐饮消费保持 15%以上的增速



资料来源: Wind, 第一创业整理

图 8: 餐饮销售增速快于人均收入增长

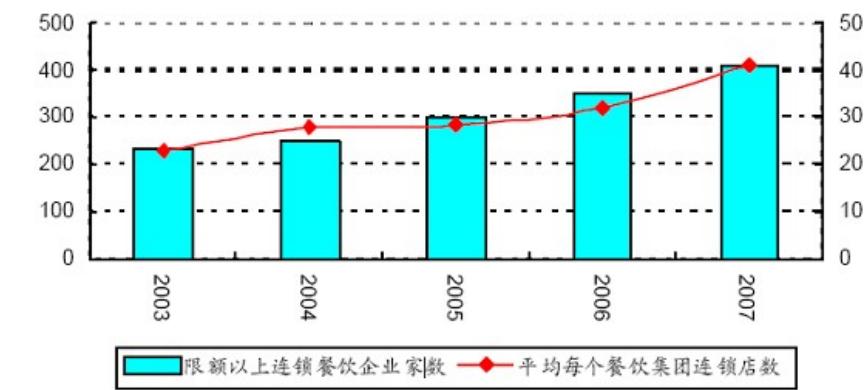


资料来源: 国家统计局, 第一创业整理

行业集中度有待进一步加强。目前全国已有餐饮网点超过 400 万个, 其中, 以中国烹饪协会与中国商业联合会、中华商业信息中心联合发布的 2008 年中国餐饮百强企业榜为例, 08 年餐饮百强实现销售 1019 亿元, 仅占全国餐饮零售的 6.62%, 但前十强的营业额占百强营业额总量的近五成, 达到 49.34%, 呈现行业集中度进一步加强, 两头大的哑铃状结构。而美国前 50 名餐饮企业的营业额占美国餐饮市场的比例高达 20% 以上。未来餐饮业的龙头公司依然存在较大的整合发展空间。

目前。连锁餐饮业主要集中在东部地区和大城市, 但是向西部地区和中型城市渗透速度加快。2005/2006 年度东部地区限额以上连锁餐饮业门店数 5589 个, 占限额以上连锁餐饮业门店的 65.6%, 比上年增长 12.8%; 中部和西部地区门店数分别为 1211 个和 1714 个, 占 14.2% 和 20.1%, 增长 5.6% 和 16.1%, 西部地区超过了东部地区门店的增速 3.3 个百分点。

图 9、连锁经营成为企业抢占市场份额和提升品牌知名度的主要途径



资料来源: Wind、第一创业证券研究所

总体来看, 公司的发展战略符合行业发展趋势, 只有形成特色鲜明, 完美融合各地美食于一店, 规模可控的连锁餐饮企业, 才能在品牌提升战略阶段成功突围。



4.1、有效扩张的连锁餐饮服务商

餐饮业竞争迈入品牌提升战略阶段，品牌创新和连锁经营力度成为竞争主因。经历了 20 世纪 90 年代中期的规模连锁发展阶段，餐饮企业通过跨地区连锁经营，抢占了当地餐饮业的制高点；目前已进入品牌提升战略阶段，众多知名餐饮企业在外延发展的同时，注重内涵文化建设，培养提升企业品牌，并开始输出品牌与经营管理，因而品牌创新和连锁经营力度成为该阶段竞争的主要因素。

连锁店选址科学，谨慎决策。公司在十多年的的新店项目设立中，成功率极高，得益于湘鄂情的异地连锁项目设立时，必需进行严格缜密的可行性研究，综合考虑新项目选址的科学布局、品质及服务保障和避免客源冲突等因素的协调统一。项目落实需要长时间的论证，主要包括：

餐饮门店所处的商圈极为重要，店多拢市。地段好坏是餐饮业成功与否的关键所在，地段好、人流量大，一开店就赚钱的概率就大。如公司的特级店，定慧寺项目，所在地位于北京市海淀区定慧寺甲 2 号，2003 年海淀区政府投资 3,000 万元对阜石路进行整体改造升级，将阜石路餐饮街定位为“精品美食街”。阜石路“精品美食街”是北京经营商务宴档次最高的，也是最集中的一条美食街。阜石路南毗邻公主坟商圈，也是新兴商品住宅密集的地带，周边分布着众多高档楼盘，以及北京大学、中国人民大学等诸多知名高校，区域的消费群体多属于中高端群体。该店在装修之前，每日餐位预定紧张，一般在中午 12 点餐位就已订满，每天候房数为 40 间，约 300 个餐位缺口。

其次，**配套设施的完善亦十分重要。**尤其是定位于满足商务宴请需求的就餐条件，必须通达顺畅、停搭便利，一般处于核心商圈通常在 10 分钟之内驱车到达、有效商圈在 20 分钟之内也可驱车到达的区位；其次，应对大规模就餐人群，特别是商务人士，停车设施的容纳量亦在新店开设的考虑因素之内，另外，餐厅所处楼层的供排水、取暖排风等设施均需在项目落地前进行详尽考察及测量。

以历年来公司发展的各连锁项目来看，新店均集中在高端人群密度相对较大，区域内的平均收入水平高于所在地人均收入，公务商务活动频度高的区域，周边中高档写字楼、住宅、星级酒店、企事业单位、政府机构相对集中；而在具体的点位上，则位于繁华街区附近的相对安静处，既能保证足够的客流，又要环境优美，具有一定的私密性，此外还要交通便利，并有充足的停车位等等。

十多年的有效扩张既是明证，也是激励。目前来看，公司已具有 10 多年开设餐饮连锁店的经验，开设的各家门店均成功地度过了开业初期的过渡期（拓展期），全部实现盈利，并分别进入了稳定增长和快速增长阶段（除华侨村店在开业过程中因营业面积受到限制而转出以外）。公司已从经验中总结归纳，形成了湘鄂情特有的连锁新店的经营规律，即：开业当年为过渡期，一般小额亏损，在度过 12 个月左右的过渡期后，全部实现盈利并进入稳定增长阶段。

4.2、产品内涵有效丰富

餐饮消费存在地域差异融合的趋势。中国菜肴在烹饪中有许多流派。其中最有影响和代表性的也为社会所公认的有：鲁、川、粤、闽、苏、浙、湘、徽等菜系，即“八大菜系”。各菜系具备其独特的历史文化渊源，同时也受到该



地区的自然地理、气候条件、资源特产、饮食习惯影响呈现独到的烹饪特色。正是因为这些差异，各大菜系产品具有了强烈的地域性，占据着当地主要份额。而地域差异的存在，又引起消费者强烈的求异心理，愿意去尝试不同的风味。所以跨地域经营是未来的热点，它可以使各具特色的风味饮食之间互相借鉴，取长补短。目前，八大菜系出现跨地域经营，相互融合趋势。

这一趋势给予了跨区域经营的连锁餐饮企业极大的发展空间，尤其是像湘鄂情这样的不以传统京味儿为主调的餐饮服务提供商。北京市餐饮连锁企业的发展规模在全国首屈一指，2009年达到137.17亿元，领先于广东、上海、江苏等省市，连锁规模发展的氛围已然；其次，北京市第六次全国人口普查公报显示，北京市1961.2万的常住人口中，外来人口比重提高到35.9%，人口流动提升了消费者对于复合菜系口味的认同。

融合复合菜系于一店。湘鄂情从深圳起步，在传统湘鄂菜系上加以改良，成为南北方人士易于接受的优雅菜系，并将粤菜精华带入北京市场。粤菜自上世纪80年代初在全国风靡至今，伴随珠三角地方经济及港澳投资的飞速发展，使粤式餐饮成为高端宴请的主要菜品；同时粤菜选料广博奇杂，对于高端食材力求保持原汁原味，逐渐走上各大菜系的霸主地位，成为各大都市菜品的龙头。

携手粤菜、淮扬菜和鲁菜精品，湘鄂情是少有的复合菜系餐饮服务供应商。在北京市场，公司的主要竞争对手为北京地区其他品牌的高中端特色连锁酒楼，主要为全聚德、北京顺峰、黎昌海鲜、净雅、俏江南等在北京地区也与公司构成一定的竞争。

表8、北京市场中高端餐饮对比

	湘鄂情	全聚德	顺峰	黎昌海鲜	净雅	俏江南	小南国
菜式菜系	湘鄂粤菜、淮扬菜、鲁菜、海鲜	传统烤鸭、全鸭席	粤菜、海鲜	海鲜	鲁菜、海鲜、自助餐厅	川菜、粤菜	沪菜、杭帮菜
人均价格（元/人）	400-500	200	300-700	300-500	200-500	200-500	150-300
连锁店数量（家）	直营店：28 加盟店：3	直营店：22 加盟店：58	20	4	22	54	47
品牌历史	1995、深圳	1896、北京	1990、顺德	1994、北京	1988、威海	2000、北京	1987、上海
是否具上市计划？	已上市	已上市	IPO计划中		IPO计划中	IPO申请中	已过会
旗下子品牌	湘鄂情·源 晶殿、 菁英汇	仿膳饭庄、 丰泽园、 四川饭店			阳光海岸自助	蒸·Steam	慧公馆
覆盖地区	北京、上海、 长沙、深圳、 成都、武汉、 株洲、太原、 南京、西安、 呼和浩特、 州、拉萨	北京、上海、 重庆、长春、 青岛、哈尔 滨、郑州、杭 州、新疆	北京、成都、 上海、大连、 广州、昆明、 南京、西安	北京	京、鲁、辽、 豫	北京、上海、 深圳、天津、 沈阳、南京、 青岛、合肥、 郑州、成都、 苏州、宁波、 济南、西安、 江阴、唐山	上海、北京、 大连、宁波、 苏州、南京、 天津、香港、 东京

资料来源：公司官网、第一创业证券研究所



从上表来看，湘鄂情在北京的中高端餐饮市场中，涵盖的菜系最为丰富，形成的以粤菜、湘菜、鄂菜三大菜系为主，以淮扬菜、鲁菜为辅的全面菜式，赋予了消费者更多更广的选择；比较而言，全聚德专注于鸭系菜品、顺峰、黎昌精于海鲜，他们经营产品相对单一，地域特征明显，离开北京，或者北方市场之后很难找到认同其口味的合适人群。相反，湘鄂情的品牌内涵更全面，以改良的优雅湘鄂菜系为主线，兼具粤菜海鲜、淮扬菜、鲁菜的特色菜式，使众口能调成为可能，市场接受程度较高，因而其在华北、华中、华东和华南地区均有所斩获。

4.3、市值将随业绩出现跨越式增长

注重单店经营业绩，扩张实效更胜一筹。比较A股中同样是连锁餐饮服务的全聚德，虽然湘鄂情目前总的连锁门店相对较少，收入规模尚在上升期中，但公司目前准备大力促进加盟店的发展给予了迎头赶上的机遇，其基于营收规模的提取服务费及商标使用费用的模式将显著拓展收入规模及毛利水平。

另一方面，与全聚德及其旗下品牌瞄准王牌餐饮、传统京味儿正餐不同，公司将把大众餐饮品牌——湘鄂情·源作为另一工作重心，具备“船小好调头”、“培育期短，初始投资小”等优点，与“晶殿”、“菁英汇”等品牌丰富公司的服务层次。的峨眉山-乐山大佛相似，以景区强强联手，双景点整合发挥协同效益为目的，

受益于2010年新店进入盈利释放期，预计公司2011年将实现归属于上市公司净利润超过1.1亿元，是2009年、2010年的1.54倍和2.01倍，并超过2010年全聚德的净利润规模，按目前公司市价，湘鄂情总市值仅为34.5亿元，为全聚德的89.4%，而其直营店平均净资产为全聚德的1.12倍，针对2011年6月末单店平均净资产的溢价程度明显小于后者；伴随公司单店数量、尤其是大众品牌店数目的倍增，及新店步入稳定增长期，单店溢价率将有40%以上的增长，达到与全聚德相近的4-5倍的溢价幅度。

就公司连锁店平均来看，其单店收入规模、销售规模上亿元的门店数量以及单店平均利润额均超过了全聚德，未来两年的PEG亦揭示了公司持续稳健的发展状态，目前估值尚属合理区间，未来存在较大的市值增长空间。

表9、与同类上市公司比较

指标	公司财务	比较项目	湘鄂情		全聚德	
			2010	2011.6	2010	2011.6
湘鄂情	全聚德	净资产(亿元)	11.70	11.81	8.26	8.25
		收入规模(亿元)	9.23	6.05	10.22	6.46
		毛利率	66.5%	68.2%	57.33%	56.63%
		净利率	6.74%	8.68%	8.02	8.77%
		ROE	4.97%	4.29%	13.41%	8.78%
		PEG2	0.88		2.1	
		直营店平均净资产(万元)	4,875	4,218	3,755	3,754
		单店平均净利润(万元)	215	170	130	88
目前股价			17.00		26.90	
		PE	29x		33x	

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



5、盈利预测和投资评级

综合来看，不仅公司的主打品牌，中式正餐——湘鄂情通过老店改造、新店培育，纷纷步入绩效释放期；公司计划加快步伐建设毛利水平高的加盟店面，以及盈利能力相对较好的大众品牌——湘鄂情·源店，有效的提升资金利用效率和收益规模。我们预计 2011 年公司业绩将有成倍增长，并在未来 2-3 年保持保持高速发展，预计 2011 年到 2013 年的 EPS 将分别是 0.58 元、0.78 元、0.97 元。

公司作为盘踞首都的中高端复合菜系供应商，处于稳固主业、加快加盟步伐、丰富品牌层次的上升通道中，定价话语权较高，成本转嫁能力强，未来经营面持续改善。作为横向连锁化、纵向产业化的国内领先的餐饮服务供应龙头企业，目前尚处于行业估值水平较低区间，给予公司“强烈推荐”评级。

表 10、模拟盈利预测（单位：万元）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	73,780.8	92,317.4	128,904.3	173,787.9	225,790.3
增长率%	20.6%	25.1%	39.6%	34.8%	29.9%
餐饮	72,349	91,243	127,740	172,448	224,183
增长率%		26.1%	40.0%	35.0%	30.0%
商标许可使用及服务	1,173.9	713.4	749.1	861.4	1,033.7
增长率%		-39.2%	5.0%	15.0%	20.0%
二、营业毛利	50,170.0	61,390.7	85,747.3	111,210.2	141,310.4
增长率%	27.5%	22.4%	39.7%	29.7%	27.1%
综合毛利率	68.0%	66.5%	66.5%	64.0%	62.6%
三、主业盈利	11,497.2	9,035.0	15,535.1	21,020.5	26,016.8
增长率%	22.2%	-21.4%	71.9%	35.3%	23.8%
主业盈利/收入	15.6%	9.8%	12.1%	12.1%	11.5%
财务费用	568.1	129.8	-606.5	-366.0	-602.2
付息债务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-4.3	-61.7	38.0	42.5	46.8
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	291.4	0.0	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	11,123.4	9,122.6	16,066.7	21,272.1	26,459.8
减：所得税	3,039.5	2,904.3	4,016.7	5,318.0	6,614.9
实际税率	27.3%	31.8%	25.0%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利	7,673.1	5,802.2	11,651.2	15,555.3	19,446.1
增长率%	20.3%	-24.4%	100.8%	33.5%	25.0%
销售净利率%	10.4%	6.3%	9.0%	9.0%	8.6%
六、总股本(万股)	20,000.0	20,000.0	20,000.0	20,000.0	20,000.0
七、摊薄每股收益	0.38	0.29	0.58	0.78	0.97

资料来源：第一创业证券研究所

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120