



## 严控成本协同规模扩张，后续增长可期

## 增持维持

### 投资要点:

- 营收增长 33.75%、净利润同比增长 60.15%
- 毛利率上升 2.85 个百分点，费用率增长 1.6 个百分点
- 横、纵两条主线协同发展，打造中国领先的综合餐饮服务提供商

### 报告摘要:

- 营业收入同比增长 33.75%，实现每股收益 0.46 元。2011 年全年公司完成营业收入 12.35 亿元，同比增长 31157 万元，增长 33.75%；营业利润 1.34 亿元，比上年增长 4476 万元，增长 49.91%；经营活动产生的现金流量净额为 2.88 亿元，同比增长 16836 万元，增长 140.81%；年内每股收益同比增长 0.17 元。去年新增店面在 2011 年内较迅速进入成熟期，使得营业收入增长较快。
- 餐饮毛利率上涨 2.85 个百分点、三项费用增长适度。年内公司投入使用的中央厨房项目使得为公司保证原材料采购成本合理可控起到了关键的作用。2011 年公司总体费用增长 38.68%，其中销售费用增长 30.46%，管理费用增长 54.71%，财务费用增长 942.03%。费用增长主要是由于年内新开门店增加，业务规模扩大所致；而从费用占比情况看，销售费用相比去年降低 0.91 个百分点，管理费用增加 1.67 个百分点，财务费用上涨 0.96 个百分点，总体费用增加适合于营业收入增长，公司控制较为良好
- 持续推进“横纵两条线发展”，加强整合和多元化服务。2012 年公司计划直营拓展与加盟发展并重，使得加盟门店数量相比去年有较大增幅；加快企业并购步伐、审慎选择并购对象；择机发展新业态结合公司已有的中央厨房等采购加工优势配送优势，依托公司雄厚的出品研发水平，选择好新业态，释放公司现有产能。我们维持增持评级，预计 2012-2014 年每股收益 0.63 元、0.88 元、1.04 元，对应 PE33 倍、23 倍、20 倍。

| 主要经营指标    | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入/万元   | 92,317  | 123,474 | 160,063 | 207,964 | 245,347 |
| y o y / % | 25.12%  | 33.75%  | 29.63%  | 29.93%  | 17.98%  |
| 净利润/万元    | 5,802   | 9,313   | 12,518  | 17,529  | 20,734  |
| y o y / % | -24.38% | 60.51%  | 34.42%  | 40.03%  | 18.29%  |
| 每股收益/元    | 0.29    | 0.47    | 0.63    | 0.88    | 1.04    |
| PE        | 70.7    | 44.0    | 32.8    | 23.4    | 19.8    |

### 服务业研究组

#### 分析师:

陈旭 (S1180511080001)

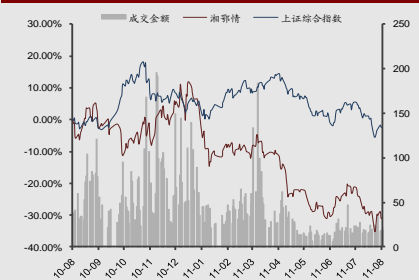
#### 联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

### 市场表现



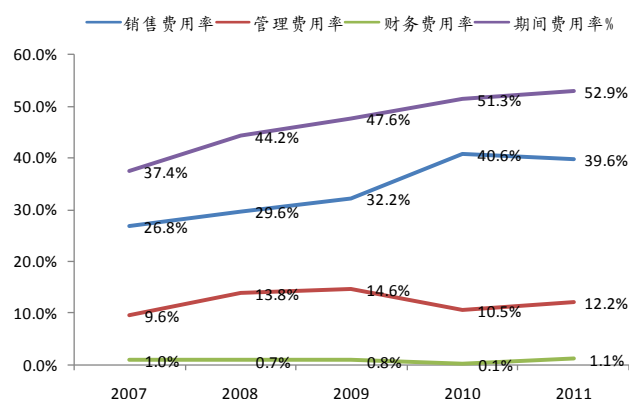
### 公司数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 2.00       |
| 总市值(亿元)      | 41.00      |
| 流通比例         | 44.78%     |
| 12个月最高/最低(元) | 29.2/15.78 |
| 主要股东         | 孟凯         |

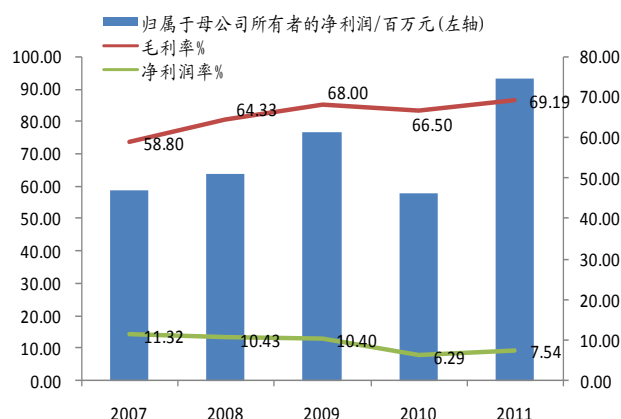
数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

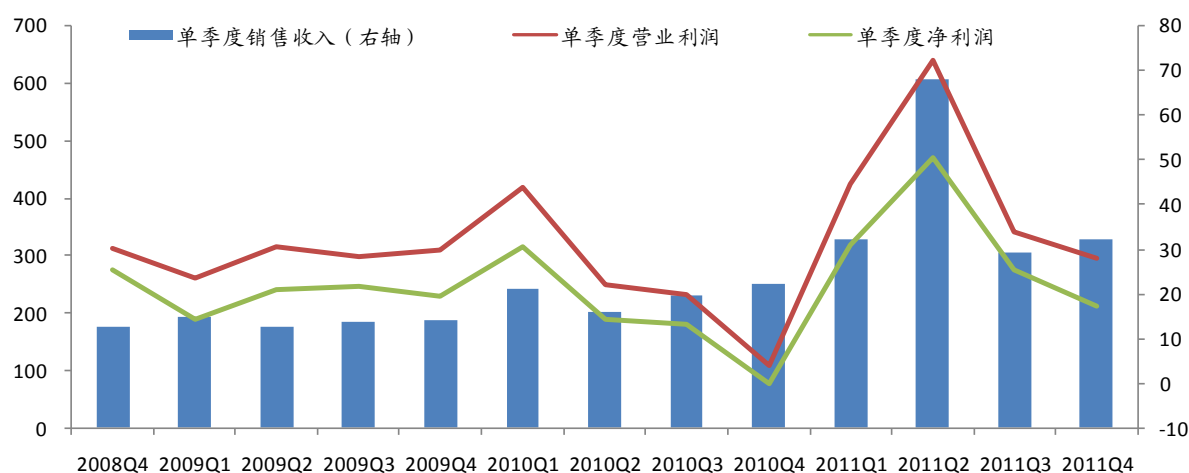
- 1《宏源证券\*行业研究\*旅游酒店行业:“十二五”期间旅游消费迎来黄金五年\*旅游酒店行业\*孙妍》, 2010.10
- 2、《宏源证券\*2011年年度策略报告\*旅游酒店行业:关注西部旅游资源+东部休闲业态\*旅游酒店行业\*孙妍》, 2010.11
- 3、《宏源证券\*2011年二季度投资策略\*旅游酒店行业:关注具备高成长性的小景区\*旅游酒店行业\*孙妍》, 2011.04

**图 1：公司费用率变化/%**


资料来源：公司公告，宏源证券

**图 2：公司盈利能力情况/百万元**


资料来源：公司公告，宏源证券

**图 3：公司分季度营业收入及利润/百万元**


资料来源：公司公告，宏源证券

**表 1：主营业务区域数据**

| 地区   | 2006营业<br>收入 | 2007营<br>业收入 | 2008营业<br>收入 | 2009营业<br>收入 | 2010营业<br>收入 | 2011营业<br>收入 | 2011营业收入比<br>上年增减 (%) |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|
| 北京区域 | 24,314       | 37,870       | 45,105       | 56,015       | 67,519       | 79,740       | 19                    |
| 湖北区域 | 3,789        | 7,025        | 8,287        | 7,836        | 7,597        | 11,288       | 49                    |
| 湖南区域 | 4,566        | 6,788        | 6,734        | 7,055        | 7,074        | 8,422        | 19                    |
| 上海区域 |              |              |              |              |              | 6,165        | 20                    |
| 陕西区域 |              |              |              |              |              | 6,922        | 3,202                 |
| 其他区域 |              |              | 1,052        | 2,874        | 10,127       | 10,669       | 127                   |
| 合计   | 32,669       | 51,682       | 61,177       | 73,781       | 92,317       | 123,207      | 33                    |

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2：分店营业数据/万元

| 项目      | 持股比例     | 净利润     |         |       |         |         |         | 2011同比增长 |
|---------|----------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|----------|
|         |          | 2006年   | 2007年   | 2008年 | 2009年   | 2010年   | 2011年   |          |
| 定慧寺店    | 公司之分公    | 906     | 1,394   | 1,999 | 2,201   | 2,424   | 2,822   | 16.41%   |
| 西单店     | 公司之分公    | 772     | 1,458   | 1,641 | 1,676   | 1,370   | 2,720   | 98.54%   |
| 西南四环店   | 100%     | 397     | 735     | 355   | 565     | 202     | 484     | 139.32%  |
| 中轴路店    | 70%      | -166    | 902     | 1,117 | 1,369   | 1,387   | 1,741   | 25.91%   |
| 志新桥店    | 100%     | -136    | 147     | 368   | 460     | 228     | 493     | 116.50%  |
| 北四环店    | 100%     |         | 455     | 1,140 | 1,227   | 981     | 1,547   | 57.78%   |
| 武汉店     | 100%     | -159    | 771     | 1,218 | 753     | 266     | 911     | 242.79%  |
| 长沙店     | 100%     | 305     | 184     | 131   | 162     | 69      | -49     | -171.12% |
| 株洲店     | 子公司之分公司  |         | 117     | 327   | 274     | 297     |         |          |
| 华侨村店    |          | -110    | -37     |       |         |         |         |          |
| 太原店     | 100%     |         |         | -141  | 392     | 271     | 187     | -30.80%  |
| 大成路店    | 100%     |         |         | -115  | 348     | 644     | 1,087   | 68.70%   |
| 朝阳门店    | 100%     |         |         | -534  | 207     | 743     | 339     | -54.43%  |
| 雨花店     | 公司之全资子公司 |         |         | -84   | 95      | 41      | 697     | 1500.86% |
| 海运仓店    | 子公司之分公司  |         |         |       |         | -583    |         |          |
| 西宫店（国宾） | 100%     |         |         |       | -104    | 2,109   | 3,106   | 47.30%   |
| 郑州店     | 100%     |         |         |       |         | -94     | -518    | -453.68% |
| 呼市店     | 100%     |         |         |       |         | -564    | -463    | 17.88%   |
| 西安湘鄂情店  | 100%     |         |         |       |         | -58     | 184     | 418.29%  |
| 西安菁英汇店  | 公司之全资    | -120    | 3       |       |         | -217    | 346     | 104.89%  |
| 上海店     | 100%     |         |         |       |         | 264     | 411     | 55.58%   |
| 拉萨店     | 100%     |         |         |       |         | 266     | 234     | -12.14%  |
| 南京店     | 100%     |         |         |       |         | -1,143  | -986    | 13.77%   |
| 广渠门店    | 100%     |         |         |       |         | -181    | 644     | 456.65%  |
| 合计      |          | 1690.31 | 6129.27 | 6715  | 9623.74 | 7351.72 | 15936.2 | 116.77%  |

资料来源：公司公告，宏源证券

**湘鄂情财务报表及财务指标预测**

2012年4月10日

股价: 20.5

| 利润表               | 2010           | 2011           | 2012E           | 2013E           | 2014E           | 财务指标           | 2010        | 2011        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
|-------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>92,317</b>  | <b>123,474</b> | <b>160,063</b>  | <b>207,964</b>  | <b>289,452</b>  | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 30,927         | 38,042         | 52,821          | 68,628          | 95,519          | 营业收入增长率        | 25.1%       | 33.7%       | 29.6%        | 29.9%        | 18.0%        |
| 营业税费              | 5,155          | 6,890          | 8,003           | 10,398          | 14,473          | 营业利润增长率        | -20.1%      | 49.9%       | 37.7%        | 31.8%        | 18.2%        |
| 销售费用              | 37,502         | 48,924         | 60,824          | 79,026          | 109,992         | 净利润增长率         | -24.4%      | 60.5%       | 34.4%        | 40.0%        | 18.3%        |
| 管理费用              | 9,699          | 15,005         | 19,208          | 24,956          | 34,734          | EBITDA增长率      | -16.8%      | 61.6%       | 42.8%        | 30.0%        | 18.1%        |
| 财务费用              | 130            | 1,353          | 239             | 495             | 691             | EBIT增长率        | -22.9%      | 62.6%       | 26.7%        | 32.8%        | 18.2%        |
| 资产减值损失            | -62            | 31             | 560             | 168             | 154             | NOPLAT增长率      | -26.6%      | 69.2%       | 22.7%        | 40.5%        | 18.3%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -               | -               | -               | 投资资本增长率        | 88.4%       | 151.3%      | -23.8%       | 20.2%        | 9.4%         |
| 投资和汇兑收益           | -              | 213            | 100             | 100             | 100             | 净资产增长率         | 0.1%        | 5.0%        | 14.3%        | 9.2%         | 9.9%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>8,967</b>   | <b>13,443</b>  | <b>18,508</b>   | <b>24,393</b>   | <b>33,988</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 156            | 326            | 330             | 474             | 718             | 毛利率            | 66.5%       | 69.2%       | 67.0%        | 67.0%        | 67.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>9,123</b>   | <b>13,768</b>  | <b>18,838</b>   | <b>24,867</b>   | <b>34,707</b>   | 营业利润率          | 9.7%        | 10.9%       | 11.6%        | 11.7%        | 11.7%        |
| 减: 所得税            | 2,904          | 4,383          | 5,840           | 6,714           | 9,371           | 净利率            | 6.3%        | 7.5%        | 7.8%         | 8.4%         | 8.5%         |
| <b>净利润</b>        | <b>5,802.2</b> | <b>9,312.9</b> | <b>12,518.3</b> | <b>17,528.7</b> | <b>24,467.6</b> | EBITDA/营业收入    | 11.7%       | 14.1%       | 15.5%        | 15.5%        | 15.5%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>    | <b>2011</b>    | <b>2012E</b>    | <b>2013E</b>    | <b>2013E</b>    | EBIT/营业收入      | 9.9%        | 12.0%       | 11.7%        | 12.0%        | 12.0%        |
| 货币资金              | 61,985         | 28,781         | 56,166          | 62,389          | 86,836          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -               | -               | -               | - 固定资产周转天数     | 29          | 54          | 67           | 58           | 54           |
| 应收账款              | 4,790          | 17,860         | 10,644          | 13,830          | 19,249          | 流动营业资本周转天数     | 11          | 45          | 39           | 17           | 17           |
| 应收票据              | -              | -              | -               | -               | -               | - 流动资产周转天数     | 382         | 256         | 210          | 191          | 192          |
| 预付账款              | 17,498         | 32,665         | 24,009          | 31,195          | 43,418          | 应收账款周转天数       | 7           | 8           | 9            | 10           | 10           |
| 存货                | 4,996          | 6,847          | 9,604           | 12,478          | 17,367          | 存货周转天数         | 17          | 17          | 18           | 19           | 20           |
| 其他流动资产            | 0              | -0             | -0              | 0               | 0               | 总资产周转天数        | 531         | 455         | 401          | 345          | 335          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -               | -               | -               | - 投资资本周转天数     | 101         | 173         | 168          | 123          | 119          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | -              | 20,112         | -               | -               | -               | - ROE          | 5.3%        | 7.6%        | 9.3%         | 11.8%        | 12.7%        |
| 投资性房地产            | -              | -              | -               | -               | -               | - ROA          | 4.5%        | 5.4%        | 7.1%         | 8.5%         | 8.9%         |
| 固定资产              | 8,581          | 28,569         | 31,422          | 36,119          | 37,773          | ROIC           | 35.4%       | 31.8%       | 15.5%        | 28.6%        | 28.2%        |
| 在建工程              | 15,465         | 5,638          | 19,208          | 24,956          | 34,734          | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 651            | 572            | 1,281           | 1,664           | 2,316           | 销售费用率          | 40.6%       | 39.6%       | 38.0%        | 38.0%        | 38.0%        |
| 其他非流动资产           | 25,549         | 31,815         | 31,815          | 31,815          | 31,815          | 管理费用率          | 10.5%       | 12.2%       | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>139,515</b> | <b>172,860</b> | <b>184,149</b>  | <b>214,445</b>  | <b>273,508</b>  | 财务费用率          | 0.1%        | 1.1%        | 0.1%         | 0.2%         | 0.2%         |
| 短期债务              | -              | 10,400         | -               | 6,385           | 13,459          | 三费/营业收入        | 51.3%       | 52.9%       | 50.1%        | 50.2%        | 50.2%        |
| 应付账款              | 10,405         | 14,027         | 16,807          | 21,836          | 30,392          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -              | -              | -               | -               | -               | - 资产负债率        | 16.2%       | 28.9%       | 23.7%        | 28.5%        | 30.2%        |
| 其他流动负债            | 12,065         | 16,799         | 29,187          | 34,456          | 43,420          | 负债权益比          | 19.3%       | 40.7%       | 31.1%        | 39.9%        | 43.3%        |
| 长期借款              | -              | 8,000          | 8,000           | 8,000           | 8,000           | 流动比率           | 3.97        | 2.05        | 2.81         | 2.26         | 2.18         |
| 其他非流动负债           | 70             | -              | -               | -               | -               | 速动比率           | 3.75        | 1.89        | 2.54         | 2.02         | 1.95         |
| <b>负债总额</b>       | <b>22,540</b>  | <b>49,998</b>  | <b>43,734</b>   | <b>61,137</b>   | <b>86,953</b>   | 利息保障倍数         | 70.06       | 10.94       | 78.38        | 50.24        | 50.24        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>324</b>     | <b>-19</b>     | <b>461</b>      | <b>1,085</b>    | <b>2,689</b>    | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 20,000         | 20,000         | 28,310          | 28,310          | 28,310          | DPS(元)         | 2.85        | -           | 0.13         | 0.19         | 0.22         |
| 留存收益              | 96,651         | 102,881        | 111,644         | 123,914         | 155,555         | 分红比率           | 98.2%       | 0.0%        | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>116,975</b> | <b>122,862</b> | <b>140,415</b>  | <b>153,309</b>  | <b>186,555</b>  | 股息收益率          | 13.9%       | 0.0%        | 0.6%         | 0.9%         | 1.1%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2010</b>    | <b>2011</b>    | <b>2012E</b>    | <b>2013E</b>    | <b>2014E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 净利润               | 6,218          | 9,385          | 12,998          | 18,153          | 25,336          | EPS(元)         | 0.29        | 0.47        | 0.63         | 0.88         | 1.04         |
| 加: 折旧和摊销          | 6,449          | 10,221         | 6,088           | 7,390           | 10,285          | BVPS(元)        | 5.85        | 6.14        | 4.96         | 5.42         | 5.95         |
| 资产减值准备            | -62            | 31             | 560             | 168             | 154             | PE(X)          | 70.7        | 44.0        | 32.8         | 23.4         | 19.8         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -               | -               | -               | PB(X)          | 3.5         | 3.3         | 4.1          | 3.8          | 3.4          |
| 财务费用              | 83             | -              | 564             | 239             | 585             | P/FCF          | -40.8       | -17.5       | 26.0         | 53.4         | 34.8         |
| 投资收益              | -              | -213           | -100            | -100            | -100            | P/S            | 4.4         | 3.3         | 3.6          | 2.8          | 2.4          |
| 少数股东损益            | 416            | 73             | 480             | 624             | 868             | EV/EBITDA      | 30.4        | 21.4        | 20.3         | 15.7         | 13.1         |
| 营运资金的变动           | -816           | 9,490          | 28,271          | -2,395          | -2,205          | CAGR(%)        | 0.0%        | 11.8%       | 17.2%        | 42.9%        | 31.8%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>11,956</b>  | <b>28,792</b>  | <b>48,537</b>   | <b>24,334</b>   | <b>35,030</b>   | PEG            | -           | 3.7         | 1.9          | 0.5          | 0.6          |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-33,525</b> | <b>-79,978</b> | <b>10,648</b>   | <b>-12,259</b>  | <b>-11,279</b>  | ROIC/WACC      | 3.0         | 2.7         | 1.3          | 2.5          | 2.4          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-6,566</b>  | <b>17,981</b>  | <b>-6,085</b>   | <b>631</b>      | <b>-4,204</b>   | REP            | 3.2         | 1.6         | 5.9          | 2.6          | 2.4          |

**机构销售团队**

|      | 郭振举  | 牟晓凤  | 孙利群                                    | 赵胤   |
|------|--|--|--|--|
| 华北区域 | 010-88085798<br>guozhenju@hysec.com        | 010-88085111<br><a href="mailto:muxiaofeng@hysec.com">muxiaofeng@hysec.com</a> | 010-88085756<br>sunliqun@hysec.com     | 010-88085230<br>zhaoyin@hysec.com            |
| 华东区域 | 张璐<br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com  | 赵佳<br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com  | 奚曦<br>021-51782067<br>xixi@hysec.com   | 王燕妮<br>010-88085993<br>wangyanni@hysec.com   |
| 华南区域 | 曾利洁<br>010-88085991<br>zenglijie@hysec.com | 贾浩森<br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com                                     | 罗云<br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com | 孙婉莹<br>0755-82934785<br>sunwanying@hysec.com |
| QFII | 方芳<br>010-88085842<br>fangfang@hysec.com   | 胡玉峰<br>010-88085843<br>huyufeng@hysec.com                                      |  |  |

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。