



团膳、高端二八转换 引领多元中餐品牌

——湘鄂情 (000882) 调研快报

2013年3月7日

推荐/首次

湘鄂情

中小市值

高坤	中小市值分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 团膳业务与高端餐饮业务二八互换全面打开增量市场。

公司于去年4月和7月,分别以1.35亿元和8000万元收购了上海齐鼎旗下的“味之都”中式餐饮连锁和北京龙德华餐饮管理公司,8月份增资深圳海港,高端酒楼、中式快餐、团膳业务和食品加工四大事业部、两大主导品牌格局全面落定,团膳、快餐和酒楼实现了黄金时段的完全互补。未来团膳和食品加工将冠以湘鄂情品牌、高端餐饮和中式快餐将分别沿用湘鄂情、味之都品牌。从四大业务线的发展战略看:去高、保中低,追求单位面积营业额的增加及翻台率的提升是主基调,而政策对于高端餐饮的不利影响引致的行业分化加剧、拟上市企业壁垒提高为公司的高端餐饮家庭化转型、中式快餐和团餐的全面发力,提供了收购整合的大好时机;团膳将成为公司未来的第一大事业部并取代高端餐饮成为主营业务,五年内的二八转换成为目标。

从团膳的供需双向分析:大规模生产的工业化水平、冷链物流配送能力以及食品安全的全程把控是团膳业务的三大核心竞争力,规模经济效应是盈利能力的关键所在。近年来我国团膳餐饮发展迅猛,其市场份额已占餐饮整体市场的30%-40%,而我国团膳市场还处于市场化的初期阶段,市场集中度较低且主要龙头美国的爱玛客(ARAMARK)和法国的索迪斯(SODEX)均为外资企业,凭借标准化、规范化、高品质获得高端客户的青睐,但中餐业务一直是其短板。团膳大中型客户最关注的就是食品安全问题,也是公司最大的优势所在,公司将通过上游化的积极渗透得以巩固。美国和英国两大团膳公司基本上占据了80%的市场份额,日韩两国团膳领域也高达60%的市场集中度(英国的怡乐食(英国金巴斯旗下机构膳食品牌)、日本的绿厨振达、台湾的快客利),美国最大的团膳企业目标客户为1000家,国内团膳最大的仅为200-300家客户上限,我国中餐团膳企业的后来居上和市场份额的扩大、集中将是大势所趋。

龙德华目前已由被收购时的20家客户发展至目前的40多家,客户合约通常都是一年一签,在北京已经发展到华为、医院、学校等中大型客户,未来将向全国拓展,收购及合作是主要外延方式。团膳相对于传统餐饮更需要精细化管理,对成本控制要求也很高,收购形式一方面是拓展客户资源,更重要的则专业团队的挖掘。作为团膳业务最大的扩张瓶颈而言,公司主要通过原有资深业务、销售人员的基层下沉拓展客户、中晚餐时间的交替互补、机器人利用效率的提升以及钟点工的加速补充得以解决。而从产能瓶颈相对较小,主要在于中央厨房的高投资和辐射半径有限。公司中央厨房支撑北京十几家店约为饱和工作量的三分之一,加上北京团膳是达到满负荷,中央厨房的二期计划翻番,辐射瓶颈也将迎刃而解。

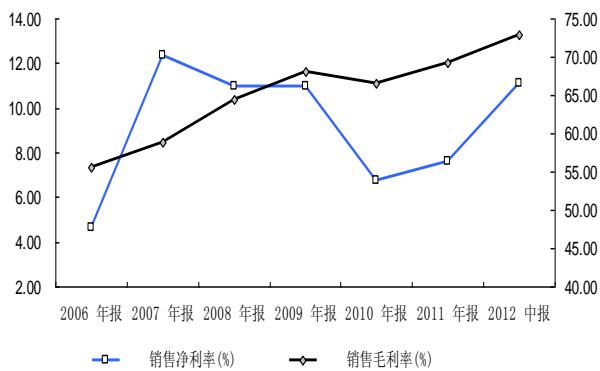
就团膳业务的盈利而言:团膳收入大都是一年几十万的管理费、一揽子承包、自负盈亏;根据不同单位标准制定菜价,投资较少,最大的成本为人工成本,高端餐饮后台服务与用餐人员的比例是1:1,团膳的分摊效应则使得该比例大幅下降:一个项目通常基础工人8个,其他大都是钟点工,主要是通过机器人炒菜,一台机器18万,一个月3000摊销,每个店至少2个机器人,不负担水电费。整体10%个点以上的利润率,略高于餐饮业务。

2. 湘鄂情品牌“去高、保中低”改革转向“家庭欢聚餐厅”。

湘鄂情直营餐饮目前仍是公司最主要的收入及利润来源。公司过去两年直营店的调整和扩张为12-13年的利润释放奠定了基础，而加盟的适度放开和定增的落定也减轻了公司的财务杠杆压力。湘鄂情餐饮直营店11年底达到27家，12年结合经济政策大背景仅新开2家，13年还是北京、上海、武汉三大优势地区新增不超过3-5家。后台的标准化管理则是加盟放开的根本动力。截至12年上半年，公司的亏损门店包括长沙店、郑州店、玄武店、合肥店四家。

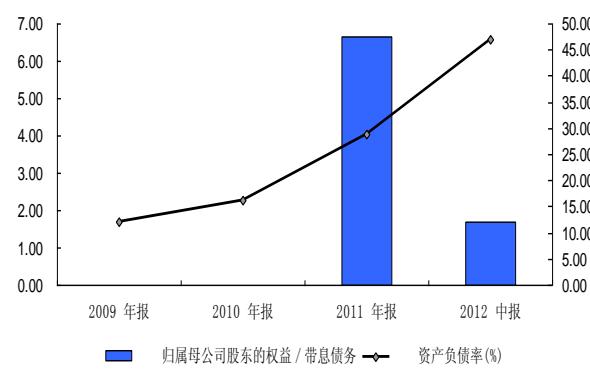
湘鄂情酒楼精品店的定位 20-30%的客人是高消费人群：人均 500 元以上、3000 以上一桌；70%的人均消费在 200 元。酒楼几大改革的核心是围绕客单价下降和客流量上升两大基本点，从而使得高端比例从 30% 降到 10%。一是取消服务费（以前服务费 10%）、最低消费和酒水单，与商超联合（店内样板超市 3 月份完成）降低酒水饮料消费单价，可以自带酒水；二是不卖进口高档海鲜，超过 300 元每斤的不卖，主要用国内海鲜实现菜价下调，粤菜比例大幅下降；三是开拓中午的商务套餐，弥补中餐相对人流较小的缺点，人均 50 元左右；四是强化定位为家庭欢聚餐厅（生日、喜宴等），附带有免费 KTV。而以价换量的转型期无论是从品牌效应还是从目标客户的转化、扩充而言都需要一定的时间积淀，13 年将成为湘鄂情酒楼的调整之年。但随着已有高端服务人员的团膳下沉、原料成本的降低、摊销的逐步递减，单位面积营业额的提升和毛利率的稳固仍将弥补整体高端餐饮市场的停滞不前。

图 1：公司毛利率及净利率水平变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：公司资本结构及资本效率



资料来源：WIND，东兴证券研究所

此外，公司出资 8000 万元（45% 股权）增资的深圳市麦广帆饮食策划管理有限公司旗下的深圳海港，通过南北合作能够弥补湘鄂情在海鲜市场中此前的缺失。大股东对新合资公司以每年 30% 净利润增长的承诺也为公司的战略性投资提供保障。深圳海港 2012 年下半年净利润不少于 900 万元；2013 年净利润不少于 2000 万元。

3. 味之都及食品加工纵向渗透符合零售业态转型趋势。

零售业态的两极化趋势已由一线城市逐步渗透到二三线地区，也即购物中心化和社区化。餐饮配套对于购物中心业态的核心要素人流量起到越发重要的作用。味之都目前 50 多家均为直营店，主要分布在上海，目前仍在进行整合装修升级，湖南湖北菜及上海本帮菜为主，人均消费 26-30，经过装修升级和菜品调整提升了 20-30% 左右的营业额，未来的扩张模式仍以直营为主，也符合一线城市购物中心尤其是社区购物中心供给泡沫的市场格局；而北京的第一家店开在万通（年内盈利），与在北京 60 家终端网络的和合谷形成直接竞

争，但不同于和合谷、吉野家主要通过工厂化现场副热的作业流程，公司通过机器人把中式快餐中缺少的翠口绿叶菜等炒熟为成品，大幅提高了中式快餐的品质。

食品加工的上优化原料渗透以与朗源股份的战略合作为代表，基于食品加工的重资产投资性质，合作或收购仍成为主导的渗透模式，同时也有利于公司对于食品安全的把控；而湘鄂情品牌的红烧肉、鱼香肉丝等开袋即食菜品也即将投向市场，社区便利店是主要的拓展渠道，这一方面符合一线社区商业蓝海市场的发展前景；另一方面对于年轻白领阶层的品质化、精简化餐饮需求也实现了精准定位。今年春节已经完成了远包装年夜饭的高原军队配送。

结论：

湘鄂情目前已经成为产业链纵向延伸、高中低端中餐全面覆盖的多品牌餐饮企业。无论是其快餐、团膳业务的转向还是产业链的一体化挖掘均符合餐饮行业自身、外围零售行业及经济环境的大趋势。品牌及业务的转型虽然会经历一定的阵痛期，但公司较早的战略布局和收购业务的快速增长（预计两者的项目增量均为 50%）或将缩短高端餐饮下滑对于公司的负面影响。董事长的大规模减持是公司股价中期的风险因素，而一季报在高基数、高低端业务承接真空的双重影响下则成为股价短期的重要风险因素，两者的充分释放或是布局公司转型价值的良好时机。我们预计 2013-2014 年公司的 EPS 分别为 0.39 元和 0.48 元，对应 PE 分别为 24 倍和 19 倍。综合考虑到公司转型所带来的较大市场空间及收购整合效应的逐步落定，给予 13 年 27 倍 PE，对应 6 个月目标价 11 元，距当前价格仍有 14% 的涨幅，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、高管减持对于股价的影响。
- 2、食品安全及高端餐饮继续下滑的风险。
- 3、公司处于高、低餐饮业务转型期，高端餐饮对于一季报的负面影响远大于团膳。

分析师简介

高坤

中小市值组组长 产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。