

宴会连锁头部品牌，门店进入快速扩张期

——同庆楼（605108）首次覆盖报告

买入|首次评级
报告要点：
● 公司为百年老字号餐饮品牌，定位大众餐饮+宴会连锁

“同庆楼”为中华老字号餐饮品牌，门店遍布安徽、江苏、北京等区域。公司定位大众餐饮，同时深挖宴会服务需求，围绕满月宴、升学宴、结婚宴、团圆宴、庆寿宴等打造特色鲜明的同庆楼“十大喜宴”并提供一站式服务。

● 门店可复制性及盈利能力强，拓店步伐加快带来确定性业绩增量

供应链和店铺运营方面，通过集中采购+中央厨房的方式，实现菜品的标准化、流程化、稳定性，厨房采用精细化分组管理，对厨师依赖低，菜肴品质稳定且不断推陈出新；组织管理上，组建五大事业部精细化运营，同时依托数字化系统进行跨区域集中管理，设立企业大学完善人才培养体系。门店方面，公司顺应需求不断优化店型，以宴会厅为主的新店型盈利能力提升，整体门店盈利能力较强，2019年公司56家餐饮门店的整体净利润率达到12.25%。同时公司陆续推出“纯宴会”和综合性酒店业态，打造“帕丽斯”及“富茂”品牌。拓店计划上，公司将沿沪宁线和浙江、湖北两省的主要城市优先布局，预计21年全年新开门店8家以上

● 食品业务预计于2021下半年大规模量产，为公司新增长极

公司新拓展食品业务，21年上半年陆续完成团队组建，产品研发生产及线上线下销售体系建立等工作。产品以一人食自热饭系列、臭鳜鱼系列、预制菜系列为核心，辅以速冻面点、腊味等系列，下半年将通过电商、线下商超等多渠道进行全面推广，结合“同庆楼”的品牌优势，食品业务有望于下半年起逐步释放业绩，成为新增长看点。

● 投资建议与盈利预测

公司作为以徽菜为特色的中华老字号餐饮品牌，定位大众餐饮，深挖“一站式”宴会服务需求，探索酒店+宾馆新模式，凭借统一、标准化的管理，以及中央厨房为核心的供应链模式，助力门店快速复制并保持较高盈利水平，此外食品业务有望贡献新看点。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为17.13/20.86/24.69亿元，同比分别为32.15%/21.81%/18.37%，EPS分别为0.78/0.97/1.15元，对应PE分别为23/19/16倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

食品安全风险，疫情反复风险，新店经营不及预期，食品业务不及预期等

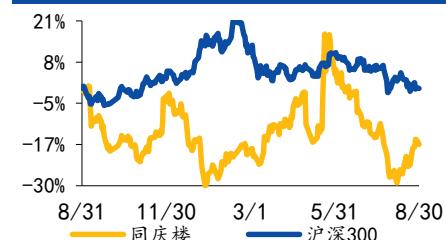
附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1462.79	1295.92	1712.52	2086.01	2469.16
收入同比(%)	-1.78	-11.41	32.15	21.81	18.37
归母净利润(百万元)	197.59	185.11	203.02	251.58	299.51
归母净利润同比(%)	-1.35	-6.32	9.68	23.92	19.05
ROE(%)	20.05	9.71	9.72	10.75	11.34
每股收益(元)	0.76	0.71	0.78	0.97	1.15
市盈率(P/E)	23.58	25.17	22.95	18.52	15.56

资料来源：Wind,国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元):	32.91 / 15.38
A股流通股(百万股):	81.65
A股总股本(百万股):	260.00
流通市值(百万元):	1463.25
总市值(百万元):	4659.20

过去一年股价走势


资料来源：Wind

相关研究报告
报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 陈俊璇

邮箱 chenjunxuan@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：徽菜老字号，餐饮板块稀缺标的	4
2. 财务状况：收入迅速恢复，疫情及新业务导致利润率有所波动	6
3. 行业分析：正餐占主导，宴会市场需求稳空间大	10
3.1 餐饮：正餐市场稳定增长，连锁化经营趋势明显	10
3.2 宴会：婚宴、宝宝宴消费升级，一站式宴会服务需求提升	11
4. 公司业务：门店可复制性、盈利能力强，打造全国连锁宴会品牌	14
4.1 可复制性：品牌优质，标准化管理与运营助力跨区域复制	14
4.1.1 品牌定位：老字号品牌认知度高，影响力从皖、苏区域向外辐射	14
4.1.2 供应链及运营：通过集中采购+中央厨房，提高供货质量和效率，后厨和店面运营高标准化	15
4.1.3 管理：公司组织架构清晰，总部集中管理，注重人才培养	17
4.2 扩张：单店模型优化，开店规划明确，剑指全国宴会头部品牌	18
5. 食品业务：品牌+供应链优势下，预制菜有望贡献新增长	23
6. 盈利预测	24
7. 风险提示	24

图表目录

图 1：2020H1-2021H1 公司不同消费类型收入结构	4
图 2：公司提供的产品服务示例	4
图 3：同庆楼发展历程图	4
图 4：公司股权结构图（截至 2021 年 6 月）	5
图 5：同庆楼集团旗下品牌	5
图 6：2015-2021H1 公司营业收入及同比变化	6
图 7：2019Q1-2021Q2 公司单季度营业收入及同比变化	6
图 8：2017-2019 年公司收入结构	6
图 9：2019-2020 年公司不同消费类型收入结构	6
图 10：2017-2021H1 公司业务毛利率变化	7
图 11：2017-2021H1 年公司期间费用率	8
图 12：2017-2021H1 公司归母净利润及变化	8
图 13：2017-2021H1 公司归母净利率变化	8
图 14：2016-2021H1 公司现金流净额（亿元）	9
图 15：2016-2021H1 公司经营活动现金流净额及与净利润的比值情况	9
图 16：2011-2020 年中国餐饮收入规模及同比变化	10
图 17：限额以上餐饮企业不同类型餐费收入（百亿元）	11
图 18：限额以上餐饮企业不同类型餐费收入占比（%）	11
图 19：中国餐饮连锁化率走势（%）	11
图 20：中国正餐餐饮连锁化率（%）	11
图 21：香港宴会市场规模（亿港元）	12

图 22: 中国婚宴酒席行业市场规模及同比变化	12
图 23: 中国婚庆行业产业链核心环节消费占比统计情况	12
图 24: 中国结婚登记对数及同比变化	13
图 25: 中国婚宴酒席均价及同比变化	13
图 26: 公司门店可复制性基础	14
图 27: 公司省内外收入分布	15
图 28: 公司门店具体区位分布（截至 2020 年 7 月）	15
图 29: 公司不同地区门店人均消费情况（元）	15
图 30: 公司不同城市门店人均消费情况（元）	15
图 31: 2017-2020 年前五大供应商采购额占比	16
图 32: 2017-2019 年原材料成本占餐饮收入比例	16
图 33: 公司采购、配送总流程示意图	16
图 34: 公司直营店统一配送、供应商配送覆盖率	17
图 35: 2019 年分区域门店统一配送、供应商配送覆盖率	17
图 36: 公司五大事业部架构	17
图 37: 2017-2020 年公司员工数量	18
图 38: 2020 年公司员工构成	18
图 39: 公司宴会服务收入规模及同比增速	20
图 40: 合肥帕丽斯婚礼艺术殿堂	20
图 41: 玫瑰庄园“太阳宫”	20
图 42: 富茂大酒店千人宴会厅	21
图 43: 富茂大酒店金色拱形门廊	21
图 44: 2019 年公司不同地区门店净利率	22
图 45: 2019 年公司不同面积门店净利率	22
图 46: 不同盈亏平衡期的门店数量	22
图 47: 按开业时间看不同盈亏平衡期的门店数量	22
图 48: 同庆楼甄选小程序商品列表	23
表 1: 一站式婚宴服务与普通酒店服务对比	13
表 2: 公司部分门店情况	19
表 3: 公司新开连锁酒店项目概况	23
表 4: 可比公司估值表	24

1. 公司介绍：徽菜老字号，餐饮板块稀缺标的

同庆楼是以徽菜为特色的中华老字号餐饮品牌，定位大众消费+宴会餐饮。“同庆楼”品牌创立于二十世纪初，经历近一个世纪的发展，为中华老字号餐饮品牌，在安徽、江苏地区具备较高知名度。公司深耕“同庆楼”品牌，定位大众消费、宴会餐饮服务，以徽菜为主要特色，先后获得“中华老字号”、“国家五钻级酒家”、“中国餐饮事业卓越贡献奖”等多项荣誉称号。宴会+包厢餐饮为公司最传统、主要的收入来源，2021年公司开始运营食品业务。

图 1：2020H1-2021H1 公司不同消费类型收入结构

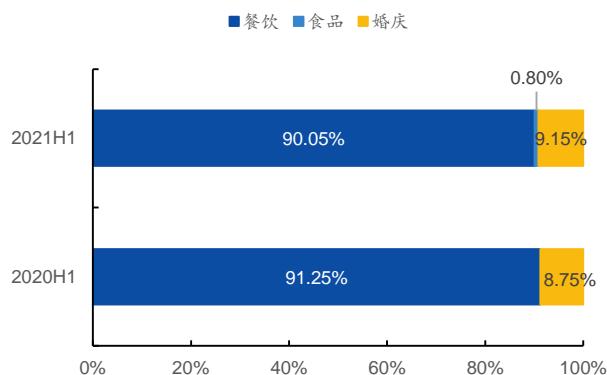


图 2：公司提供的产品服务示例

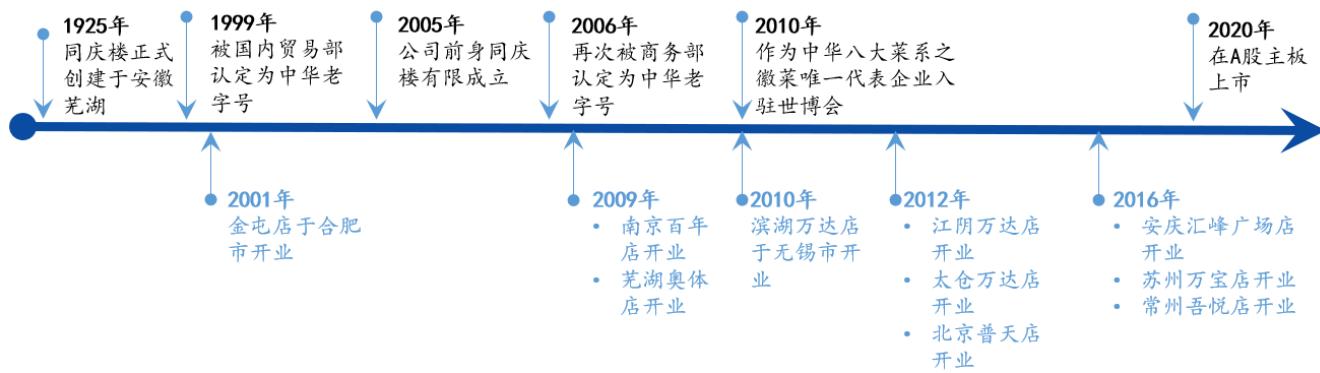


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

同庆楼始创于 1925 年，历经百年发展，不断向外拓店。同庆楼于 1925 年正式创建于安徽芜湖，1999 年被国内贸易部认定为“中华老字号”；2004 年，“同庆楼”商标由创始人控股的马投公司代为拍卖取得；2005 年，公司前身同庆楼有限成立；2006 年，同庆楼再次被国家商务部认定为“中华老字号”；2010 年，同庆楼作为中华八大菜系之徽菜唯一代表入驻世博园；2020 年，公司在 A 股主板成功上市，为宴会餐饮稀缺标的；截至 2021H1，公司已拥有 58 家直营门店，已遍布芜湖、南京、无锡、苏州、常州、北京等城市。

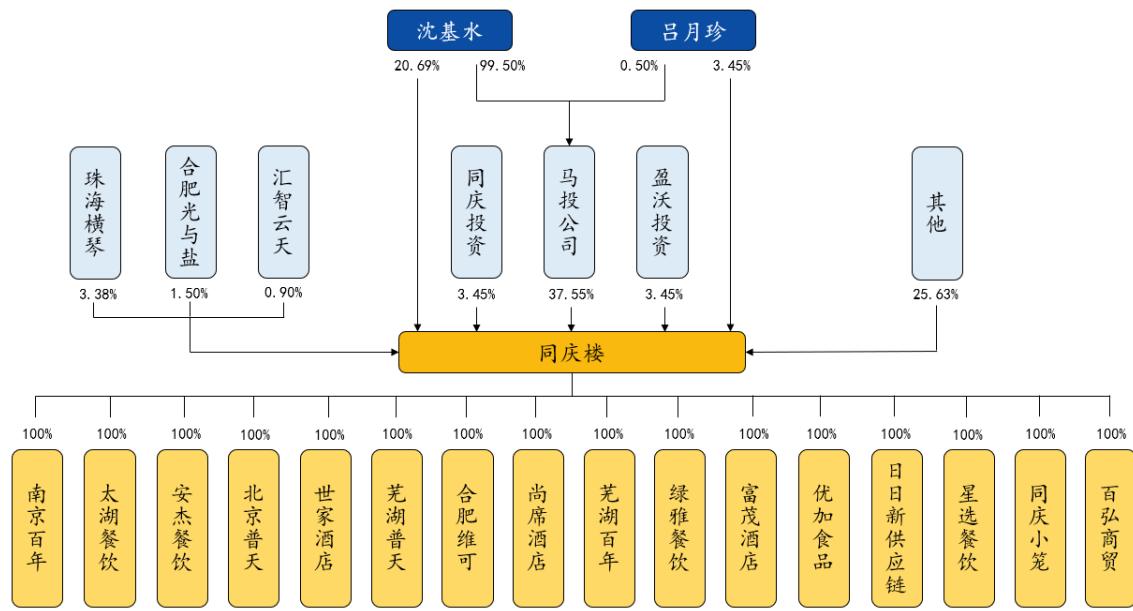
图 3：同庆楼发展历程图



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

实控人股权较为集中，股权激励绑定核心管理层。公司控制权较为集中，截至 2021 年 6 月，公司实际控制人沈基水和吕月珍夫妇共直接持股 24.14%，通过马投公司间接持有同庆楼 37.55% 的股份。盈沃投资和同庆投资作为员工持股平台，各占 3.45% 的股份，持股对象包括沈基水和吕月珍夫妇，以及王寿峰、范仪琴、季益涛等核心人员。

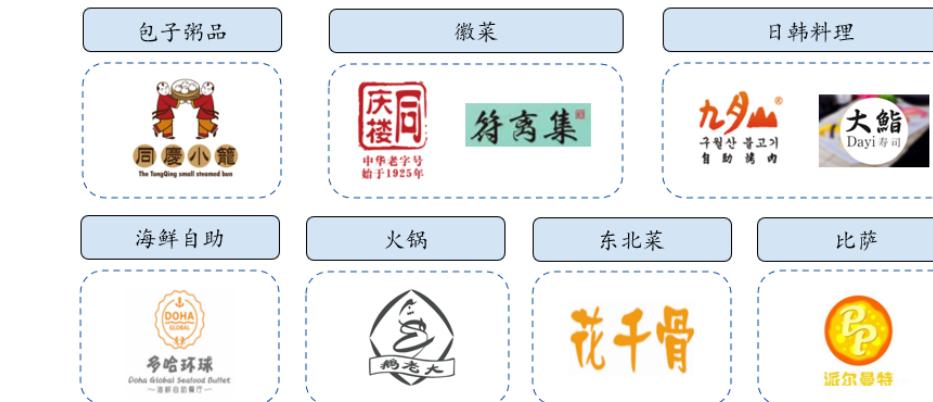
图 4：公司股权结构图（截至 2021 年 6 月）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

除“同庆楼”正餐品牌外，公司以多品牌矩阵布局快餐、火锅等餐饮业态。公司除主营徽菜正餐的“同庆楼”外，还成立了独立的新餐饮事业部运作旗下多个餐饮子品牌，开拓快餐、火锅等不同餐饮业态，子品牌包括符离集（徽菜快餐）、同庆小笼（中式快餐）、派尔曼特披萨（西式快餐）、九月山和大鮨寿司（日韩料理）、多哈环球（海鲜自助）、鹅老大（火锅）等，凭借过去在大型餐饮门店运营中建立的完善供应链体系和门店营建体系，公司在子品牌孵化上有望进一步发展。

图 5：同庆楼集团旗下品牌



资料来源：公司官网，大众点评网，国元证券研究所

2. 财务状况：收入迅速恢复，疫情及新业务导致利润率有所波动

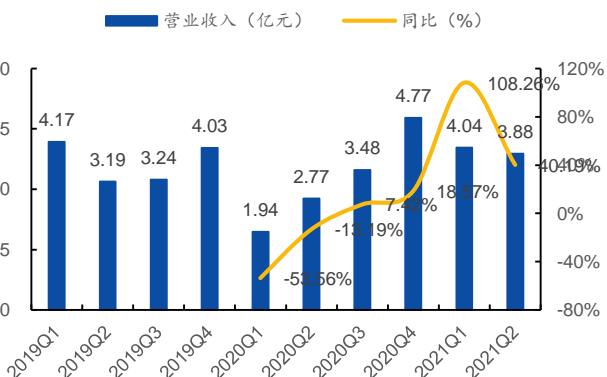
营收稳健增长，疫情冲击下公司业绩表现较强韧性。公司营业收入在 2015-2019 年间较为稳定，年 CAGR 5.96%，其中 2019 年由于无锡区域部分门店内部改造导致营收同比下降 1.78%。2020 年受疫情冲击，全年营收同比减少 11.41% 至 12.96 亿元，其中 Q1Q2 影响相对严重，2020Q3 起恢复至疫情前水平。2021H1，公司在疫情反复冲击下仍表现出顽强的经营韧性，营收达 7.92 亿元，同比上升 68.22%，相比 2019 年同期增长 7.5%，扣除新店因素后仍较 2019 年同期增长 0.43%。

图 6：2015-2021H1 公司营业收入及同比变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7：2019Q1-2021Q2 公司单季度营业收入及同比变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

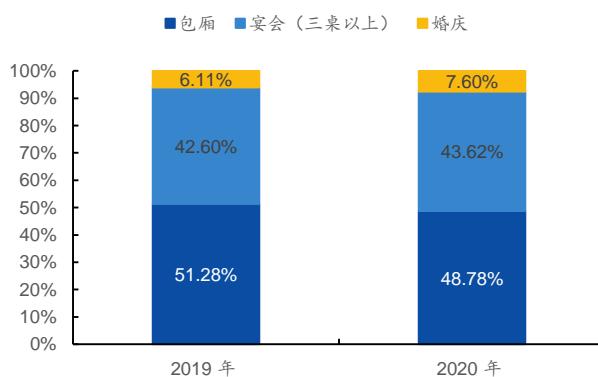
宴会餐饮业务贡献超 4 成营收，以宴会服务为主的其他收入占比提升。宴会+包厢餐饮为公司主要收入来源，2020 年公司包厢业务占比 48.78%，宴会业务收入占比 43.62%，婚庆收入占比 7.60%。

图 8：2017-2019 年公司收入结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 9：2019-2020 年公司不同消费类型收入结构

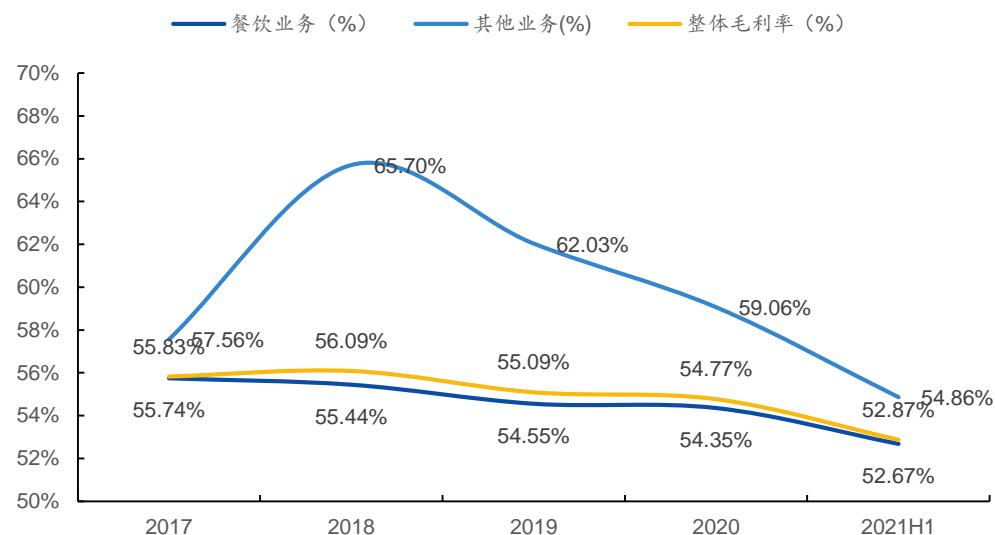


资料来源：公司公告，国元证券研究所

17-20 年公司整体毛利率水平较为稳定，2021H1 受新增店铺毛利率较低、疫情下宴

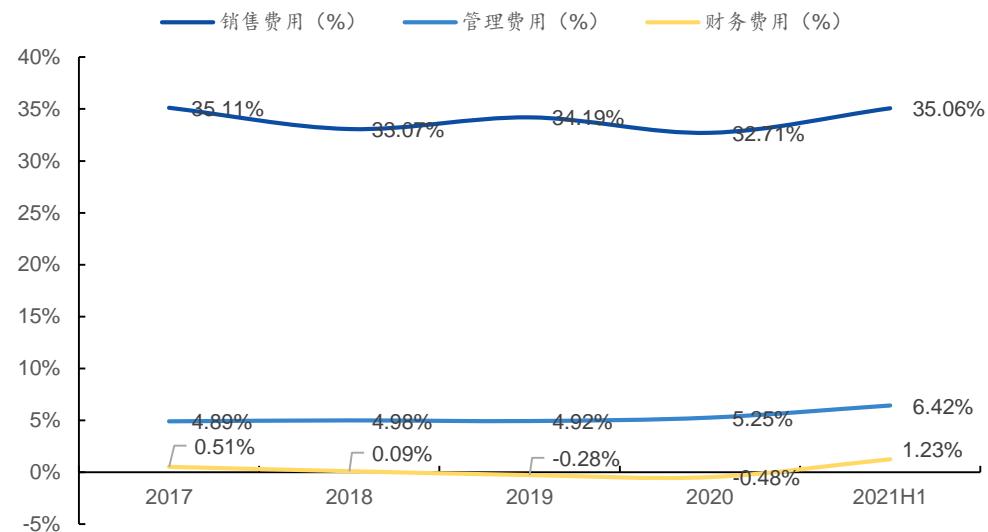
会占比减少以及食品业务的影响整体毛利率下降。公司营收占比最高的餐饮业务毛利率基本维持在 55%上下，主要由于公司采用成本加成的定价策略，并对各门店实行以稳定毛利率为重要指标的绩效考核机制。2021H1，公司餐饮业务毛利率降至 52.67%，主要疫情影响下高毛利率的宴会业务占比下降 3.82%，叠加上半年新增门店毛利率偏低以及食品业务生产初期成本较高等原因，2021H1 公司整体毛利率降至 52.87%，同比下降 2.74pct。

图 10：2017-2021H1 公司业务毛利率变化



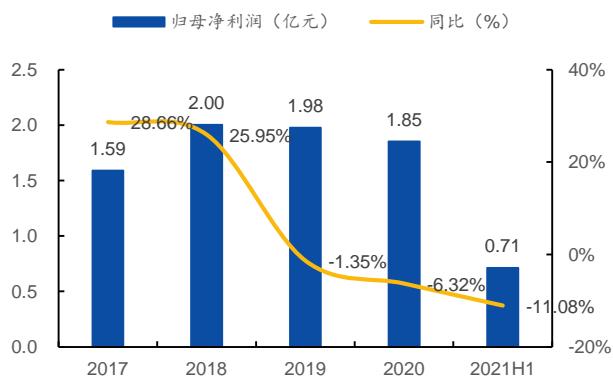
资料来源：公司公告，国元证券研究所

费用方面，2017-2020 年期间费用率稳中有降，2021H1 受人员扩编、新店爬坡等因素影响有所增长。公司期间费用率在 2017-2020 年间稳中有降，分别为 40.51%、38.14%、38.83%、37.48%。2021H1 期间费用率提高到 42.72%，主要由于公司因发展门店和食品事业部而增加了人力成本，执行新租赁准则使得计提利息增加，以及 2021H1 较 2019 年同期净增加 4 家新门店带来折旧摊销费用及工资增加。

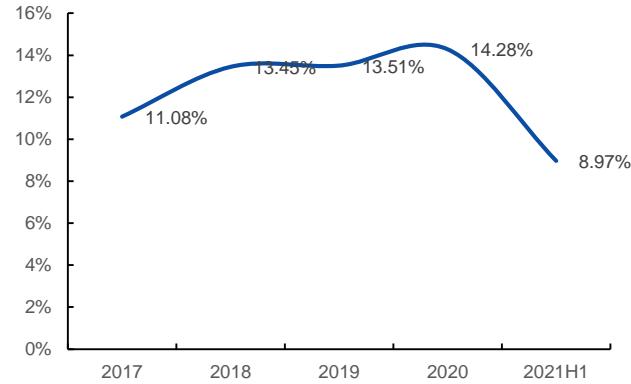
图 11：2017-2021H1 年公司期间费用率


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2017-2020 年公司净利率稳步增长，2021H1 阶段性有所下滑。2017-2020 年公司净利率逐年上升，由 11.08% 增长至 2020 年的 14.28%，其中 2020 年，虽然公司受到疫情影响处于非正常经营期，但由于收到政府拆迁补贴、疫情补贴、社保房租税收减免等，利润率水平表现良好。2021H1，在毛利率下降且期间费用率增长较快的情况下，公司归母净利润率跌至 8.97%，归母净利润同比减少 11.08%，但剔除政府补贴、拆迁补贴等因素影响后，归母净利润实际相比 2020H1 实现正增长。

图 12：2017-2021H1 公司归母净利润及变化


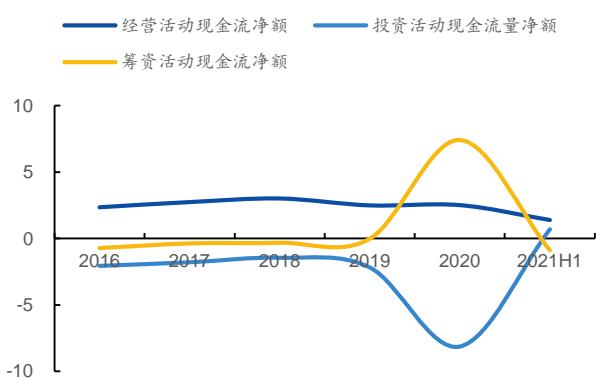
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 13：2017-2021H1 公司归母净利润变化


资料来源：公司公告，国元证券研究所

现金回收及时，经营活动现金流表现稳定。公司经营性现金流表现良好，净现比近年来维持在 1.25 以上。

图 14: 2016-2021H1 公司现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 15: 2016-2021H1 公司经营活动现金流净额及与净利润的比值情况



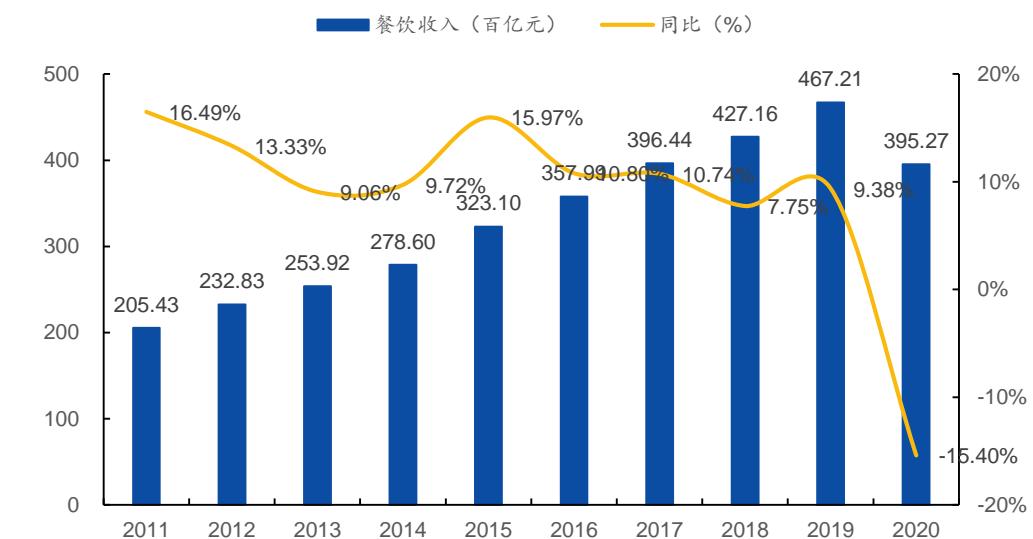
资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 行业分析：正餐占主导，宴会市场需求稳空间大

3.1 餐饮：正餐市场稳定增长，连锁化经营趋势明显

餐饮行业规模稳步增长，**2020**年疫情造成较大影响，**20**年**Q4**开始逐渐恢复至**19**年水平。受益于城镇化率提高和人均可支配收入上升，中国餐饮收入规模不断增长，**2019**年达到**4.67**万亿元。**2020**年新冠疫情对餐饮业造成巨大冲击，中国餐饮收入规模同比下降**15.40%**至**3.95**万亿元，疫情后行业逐渐复苏，**2020**年**10**月基本恢复至**19**年单月同期水平，**2021**年**1-7**月餐饮收入较**2020**年同比增长**42.32%**，较**2019**年同比增长**2.11%**。

图 16：2011-2020 年中国餐饮收入规模及同比变化



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

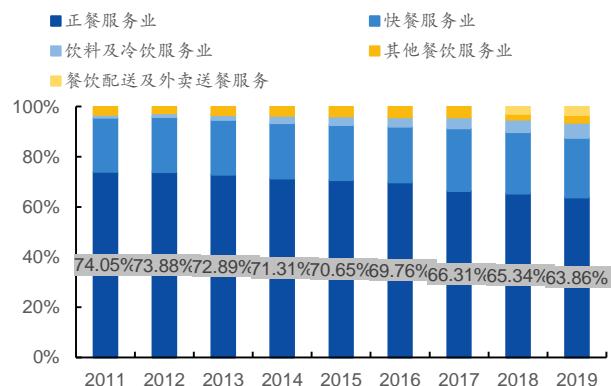
餐饮市场多业态发展，其中正餐仍占据主要地位，市场规模稳步增长。根据国统局数据，随着快餐、火锅、团膳、休闲餐饮和其他餐饮服务逐渐兴起，我国餐饮业态多样化发展，餐饮企业收入中，正餐占比呈现逐年小幅下降的趋势，但仍然占据主要份额，**2019**年达**63.86%**。市场规模看，**2019**年正餐服务业的餐费收入达到**3759.36**亿元，**2011-2019**年**CAGR 5.01%**，市场规模稳步增长。

图 17：限额以上餐饮企业不同类型餐费收入（百亿元）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 18：限额以上餐饮企业不同类型餐费收入占比（%）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

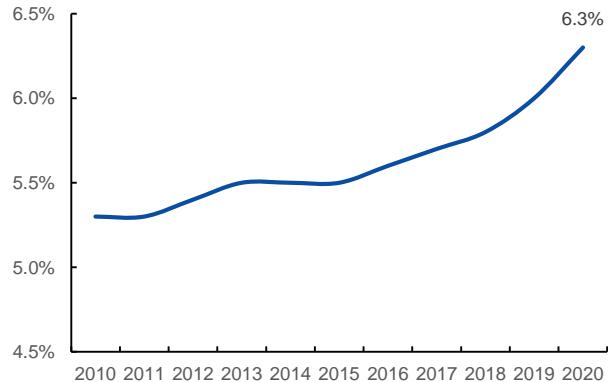
餐饮连锁化率持续提升，空间较大。近年来餐饮行业连锁化趋势明显，根据国统局，连锁餐饮业营收规模从 2011 年 1120.39 亿元提高到 2019 年 2234.50 亿元，年 CAGR 达 9.01%。我国餐饮连锁化率也由 2018 的 12.8% 持续提升至 2020 年底的 15%，对比美国 50% 的餐饮连锁化率，中国连锁化率提升空间依然较大。

图 19：中国餐饮连锁化率走势（%）



资料来源：《中国餐饮大数据 2021》，国元证券研究所

图 20：中国正餐餐饮连锁化率（%）

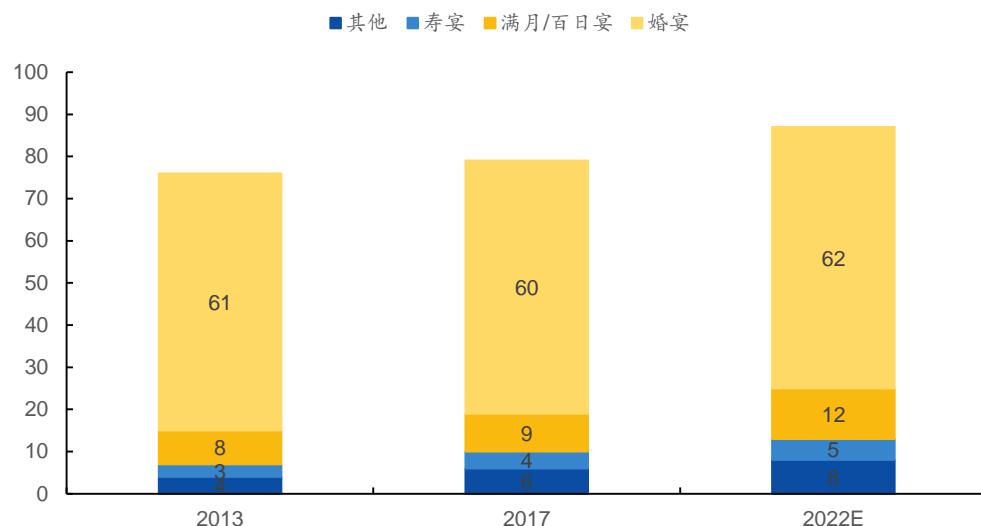


资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

3.2 宴会：婚宴、宝宝宴消费升级，一站式宴会服务需求提升

宴会需求大而稳定，其中婚宴为占据主导。宴会细分来看主要包含宝宝宴、升学宴、婚宴、庆寿宴、年会宴等，参考 2017 年中国香港的宴会市场结构，婚宴占据最大份额，占比约 76.9%，宝宝宴次之，占比约 11.5%，寿宴和其他收入分别占比 5.1% 和 7.7%。围桌中餐作为“社交餐饮”为顾客提供交流空间，整体宴会市场需求大且稳定。

图 21：香港宴会市场规模（亿港元）

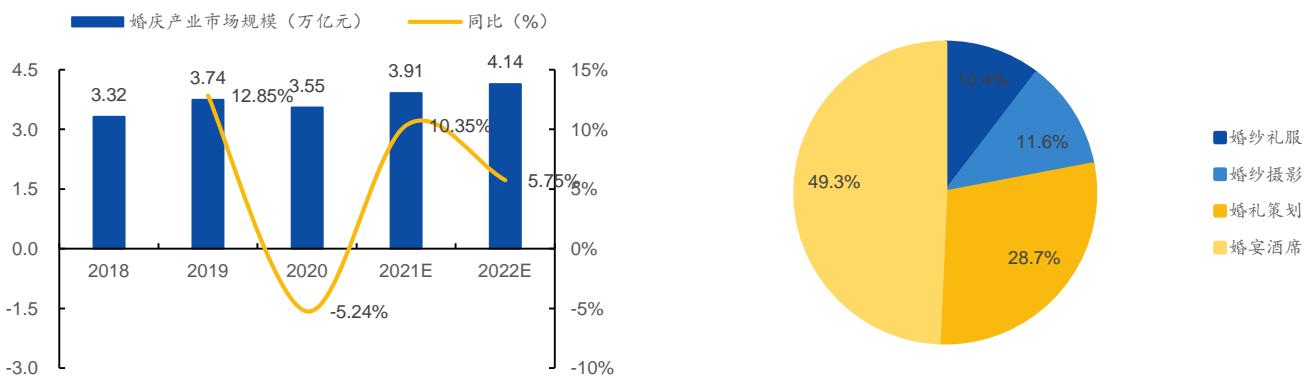


资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

婚宴短期由“补偿式”婚礼潮助力疫后复苏，长期以单价提升为主要推动力。短期看，2020 年中国婚庆产业市场规模在疫情影响下同比下降 5.24%，但随着国内疫情逐渐得到控制，过去一年积累的婚礼需求在 2021 年补偿性释放，助力行业复苏。而婚宴酒席作为婚庆活动的核心环节，在婚庆产业链的消费占比高达 49.3%。长期看，婚宴酒席的平均价格不断提高，带动行业发展。

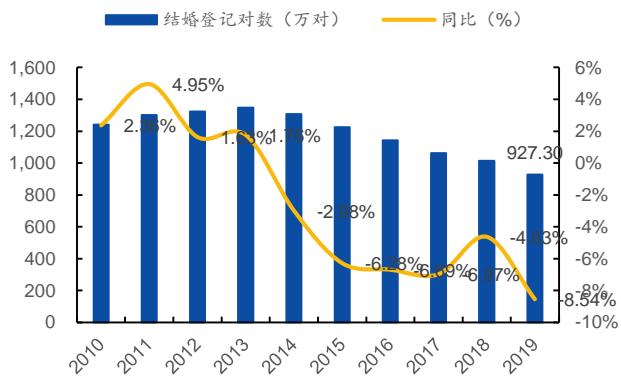
图 22：中国婚宴酒席行业市场规模及同比变化

图 23：中国婚庆行业产业链核心环节消费占比统计情况

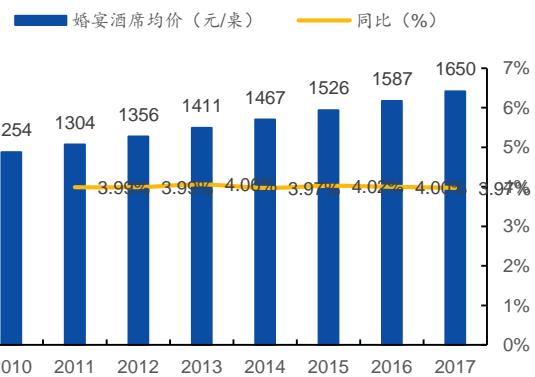


资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

资料来源：前瞻研究院，国元证券研究所

图 24：中国结婚登记对数及同比变化


资料来源：民政部，国元证券研究所

图 25：中国婚宴酒席均价及同比变化


资料来源：前瞻研究院，国元证券研究所

一站式婚宴服务满足年轻人个性化、便捷化需求，渗透率逐步提升。一站式婚宴服务能提供场景布置、妆容打扮、婚宴酒席、婚纱礼服等成套服务方案，适配年轻消费群体对婚礼便捷高效性和个性化需求的提升。目前在一一线城市趋势更加明显，未来三线以下城市的下沉潜力较大。

表 1：一站式婚宴服务与普通酒店服务对比

	一站式婚宴服务	普通酒店
客户体验	一站式服务，为客户省时省力	仅提供宴会酒席，其他事项需消费者自行筹划，时间成本高
可复制性	可在城市内、城市间复制	非标准化、很难复制
区域性	可跨区域经营	区域性较强
专业性	除婚宴酒席外，需配备专程为婚礼服务的设备、场务人员，服务水平专业化程度高	婚宴作为日常餐饮，服务专业化程度较低

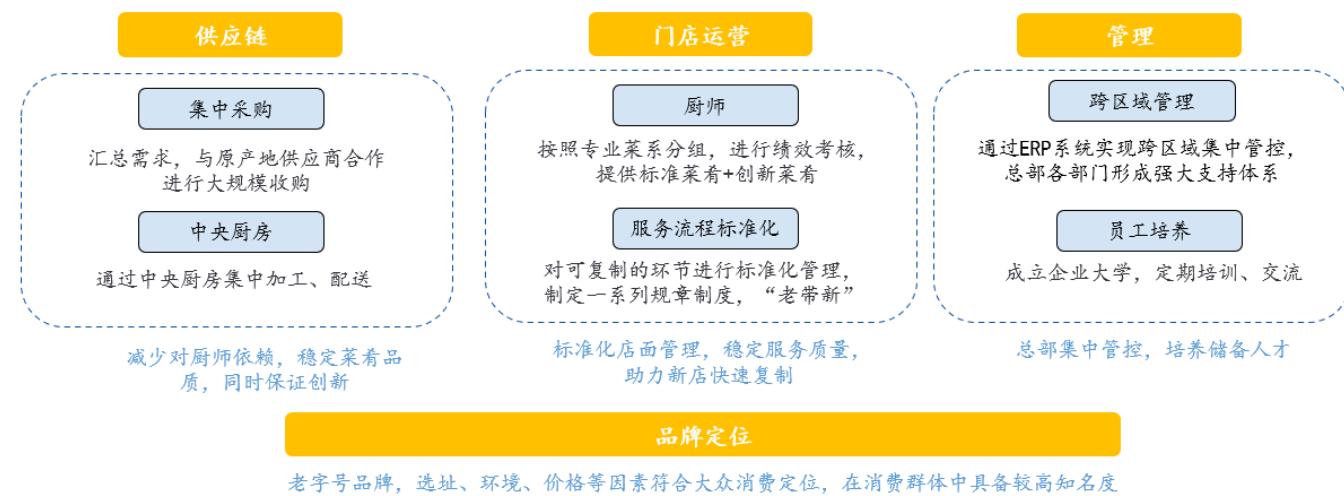
资料来源：前瞻研究院，国元证券研究所

4. 公司业务：门店可复制性、盈利能力强，打造全国连锁宴会品牌

4.1 可复制性：品牌优质，标准化管理与运营助力跨区域复制

品牌优势以及标准化的管理和运营模式为公司连锁经营提供有力保障。正餐企业相比其他餐饮业态，由于SKU多、管理难度大等原因，连锁化扩张的难度较高。公司凭借其管理、供应链、品牌等优势，使其门店具备较强的可复制性并实现跨区域拓展：
(1) 品牌及定位优势。公司是老字号品牌，具备较高知名度，同时主打大众餐饮消费，人群覆盖范围广；(2) 供应链和门店运营。公司拥有中央厨房和精细化的厨师管理模式，以中央厨房+标准工艺稳定菜肴品质，降低对厨师依赖度，同时在菜品研发上鼓励创新，保证发展活力，服务流程、店面运营上进行标准化管理，助力扩店。(3) 组织管理优势。通过数字化系统实现跨区域集中管控，总部团队形成强大支持体系，促进各门店的标准化运营，并搭建完善的员工培训体系。

图 26：公司门店可复制性基础



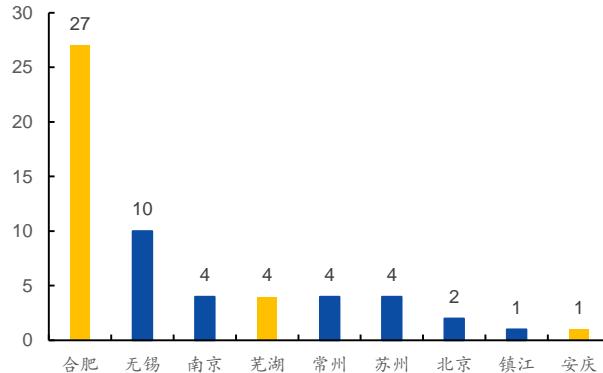
资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.1.1 品牌定位：老字号品牌认知度高，影响力从皖、苏区域向外辐射

餐饮老字号，品牌影响力不断扩大，门店由安徽江苏逐渐拓展到全国。“同庆楼”是中华老字号餐饮品牌，获得“中国驰名商标”、“国家五钻级酒家”、“中国餐饮百强企业”、“中国正餐十大品牌”、“安徽省著名商标”等多项荣誉称号，曾作为中华八大菜系之徽菜唯一代表入驻世博园。公司品牌影响力范围从安徽省、江苏省向全国其他地区不断扩张，在消费者心目中形成“有高兴事，到同庆楼”的品牌定位，强化其宴会餐饮的品牌认知。截至2020年7月，公司在安徽省、江苏省、北京市分别有32、23、2家直营门店，近半数店面聚集在合肥，2020全年安徽省内门店为公司贡献58.68%收入。未来，公司将沿沪宁线和浙江、湖北两省的主要城市作为优先布置网点的地区，并积极向其他省外地区拓展，形成更大范围的品牌影响力。

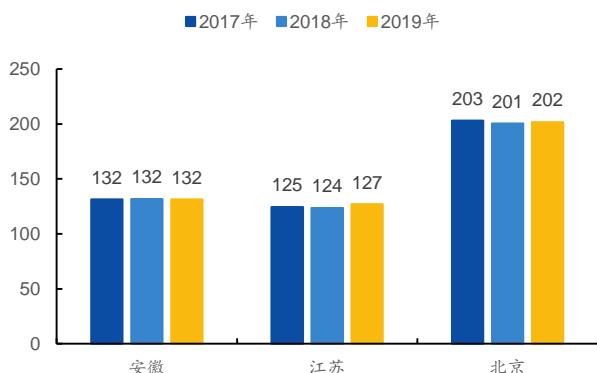
图 27：公司省内外收入分布


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

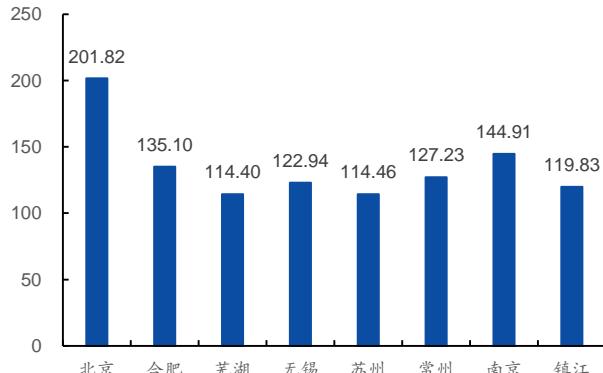
图 28：公司门店具体区位分布（截至 2020 年 7 月）


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

价格定位大众市场，人均消费 120-200 元。公司秉承“大众消费，好吃不贵”的经营理念，价格定位大众市场，安徽、江苏、北京地区门店的人均价格分别为 131.50、126.99、201.82 元。

图 29：公司不同地区门店人均消费情况（元）


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 30：公司不同城市门店人均消费情况（元）


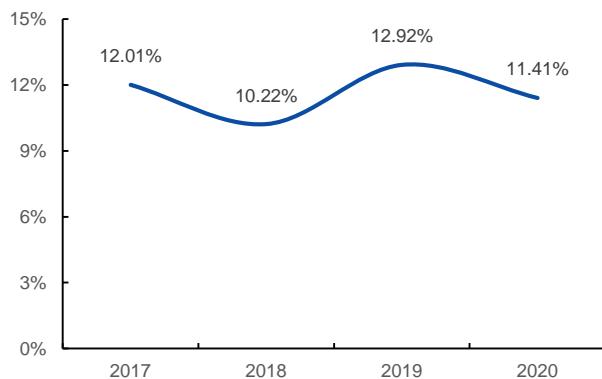
资料来源：公司招股书，国元证券研究所

4.1.2 供应链及运营：通过集中采购+中央厨房，提高供货质量和效率，后厨和店面运营高标准化

通过集中采购+中央厨房加工，实现菜品标准化、流程化、稳定性。公司建立了标准化原料加工及配送基地，集合了原材料采购、预处理、半成品加工、智能仓储、冷链配送等功能：先由各门店提前将所需半成品（比如臭鳜鱼、改刀金牌红烧肉等）计划报送至中央厨房，中央厨房再汇总报送至采购部集中采购，公司通过与原产地供应商合作，在原材料产出期和捕捞期进行大规模收购并采用冷链锁鲜，可提高原料质量且大幅降低成本，故虽然公司旗下门店较为分散，但 2017-2019 年供应商采购 CR5 均在 10%以上，原材料成本占餐饮收入的比例稳定在 35%左右；原料进入标准化原料加工及配送基地后，可集中进行分类清洗、宰杀、切配、加工等处理，能降本提效并节约门店空间；大部分门店的主要菜品通过中央厨房集中加工为半成品、成品，进行规范包装及分拣，全过程冷链配送至所需门店，实现连锁门店主要菜品的标准化、流

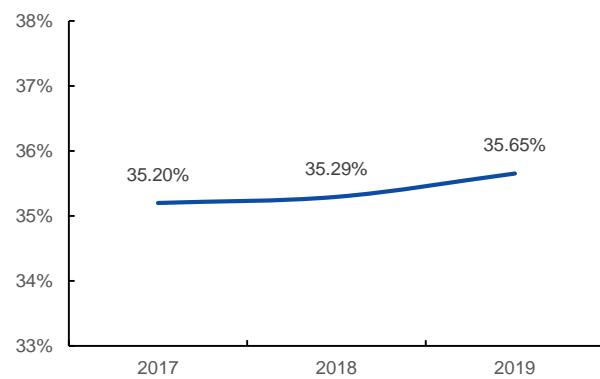
程化，确保菜肴品质的稳定。

图 31：2017-2020 年前五大供应商采购额占比



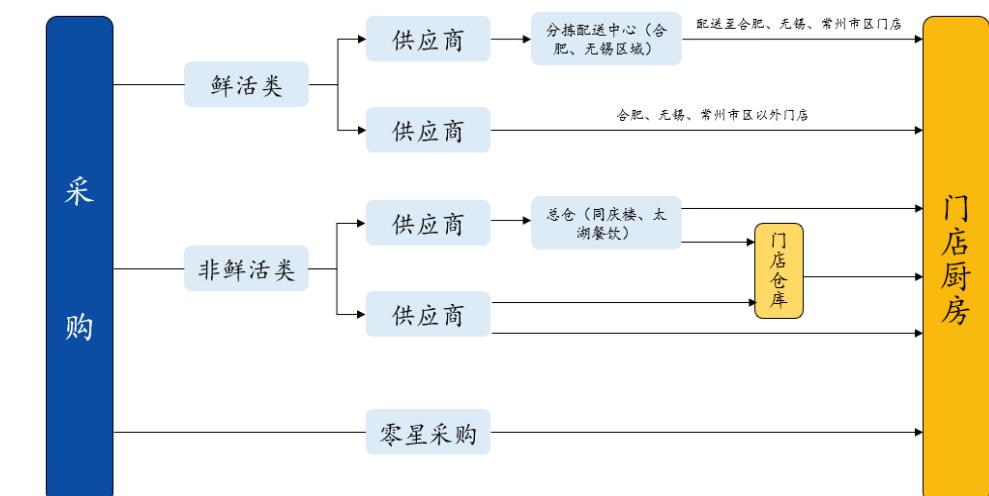
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 32：2017-2019 年原材料成本占餐饮收入比例



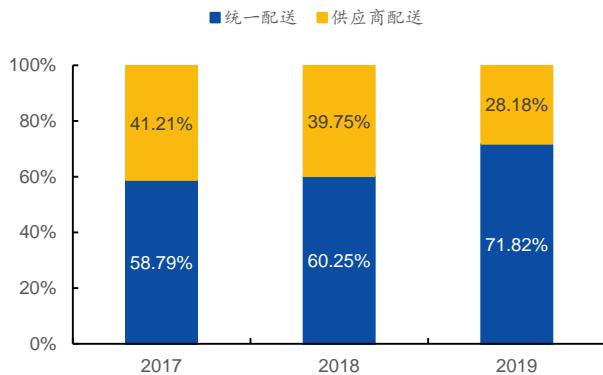
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 33：公司采购、配送总流程示意图



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

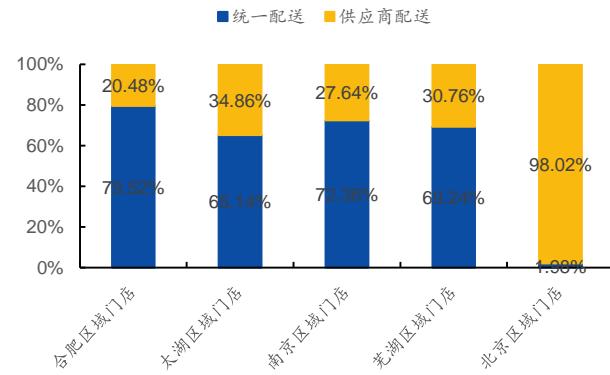
随着中央厨房系统搭建完善，公司统一采购、加工和配送的覆盖度逐年提高。公司于 2014 年成立中央厨房，集中对公司门店所需要的半成品进行加工和配送，2016 年又在合肥、无锡设立分拣配送中心，供应链体系逐步完善。公司由总仓、分拣配送中心统一配送的比例从 2017 年 58.79% 逐年提高至 2019 年 71.82%。从地域分布看，除了北京由于距离较远，统一配送比例较低，其他区域门店统一配送比例均在 65% 以上。

图 34：公司直营店统一配送、供应商配送覆盖率


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

注：统一配送指公司总仓、分拣配送中心配送原材料至门店，供应商配送指供

应商直接配送原材料至门店

图 35：2019 年分区域门店统一配送、供应商配送覆盖率


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

厨房采用精细化分组管理，对厨师依赖低，菜肴品质稳定且不断推陈出新。公司采用精细化的厨师管理模式应对菜品 SKU 较多的情况，按照专业菜系分组，保障厨师对自己负责菜品具备较高熟练度，并根据绩效考核实行奖励和淘汰，此外，公司通过中央厨房和标准工艺提供的菜肴占绝大部分，解决了中餐菜肴依赖厨师及品质不稳定的问题。菜品创新方面，定期组织各店厨师长和技术骨干外出考察市场、召开创新交流大会，设立创新奖励机制保证技术人员的研发动力，并通过定期淘汰滞销菜肴、增加创新菜获奖菜品，来保持公司的产品创新及发展活力。

4.1.3 管理：公司组织架构清晰，总部集中管理，注重人才培养

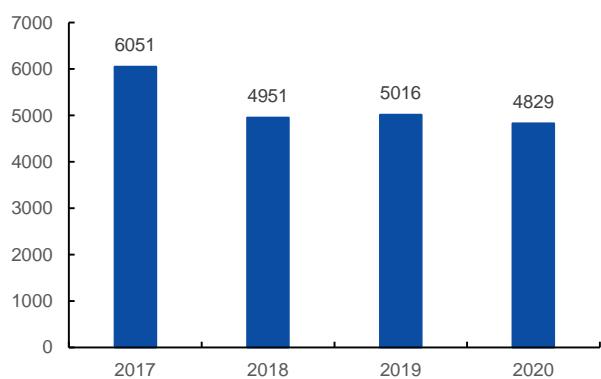
公司管理架构清晰，新组建五大事业部，专业团队精细运营。随着业务范围的扩大，公司重新梳理组织架构，于 2020 年新成立五大事业部，分别是餐饮事业部、婚礼事业部、新餐饮事业部、宾馆事业部、食品事业部，对应管理旗下不同定位的餐饮品牌以及食品业务，各事业部均有专业的团队负责运营，逐步打造餐饮、住宿、食品制造多轮驱动、多业态并存的发展新格局。

图 36：公司五大事业部架构


资料来源：公司公告，国元证券研究所

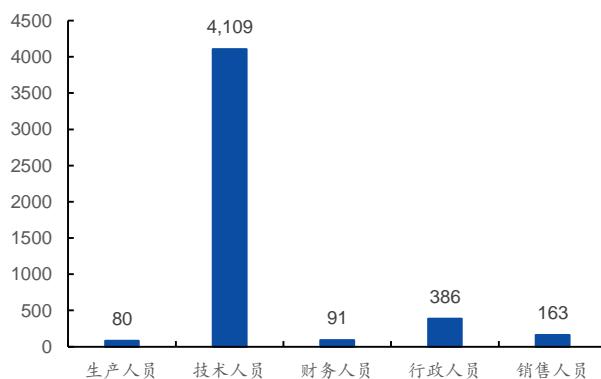
依托数字化系统进行跨区域集中管理，设立企业大学持续完善人才培养体系。公司运用 ERP 系统对财务部、人力资源部、采购部、品质部、宴会管理部、出品部等部门进行统一管理，并对各连锁门店进行跨区域集中监控和交易结算。公司 ERP 系统数据可在各业务之间共享，从供应商管理、价格管控、申购、订货、采购、验收、付款结算实现全过程可追溯的闭环管理，达到内控管理规范化，业务流程清晰化，提高工作效率，有效控制食品安全，降低企业运营成本，保证公司在激烈的餐饮市场竞争中保持品质和价格优势。人才培训方面，2020 年，公司共有员工 4829 人，其中技术人员（厨部、服务、管理人员）占比达到 85.09%。公司于 2021 年成立同庆楼企业大学，搭建各事业部人才培养体系，建立完整的课程体系覆盖不同业态，保证人才供应。

图 37：2017-2020 年公司员工数量



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 38：2020 年公司员工构成



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：生产人员为公司食品加工厂人员，技术人员为公司门店厨部人员、服务人员及管理人员

4.2 扩张：单店模型优化，开店规划明确，剑指全国宴会头部品牌

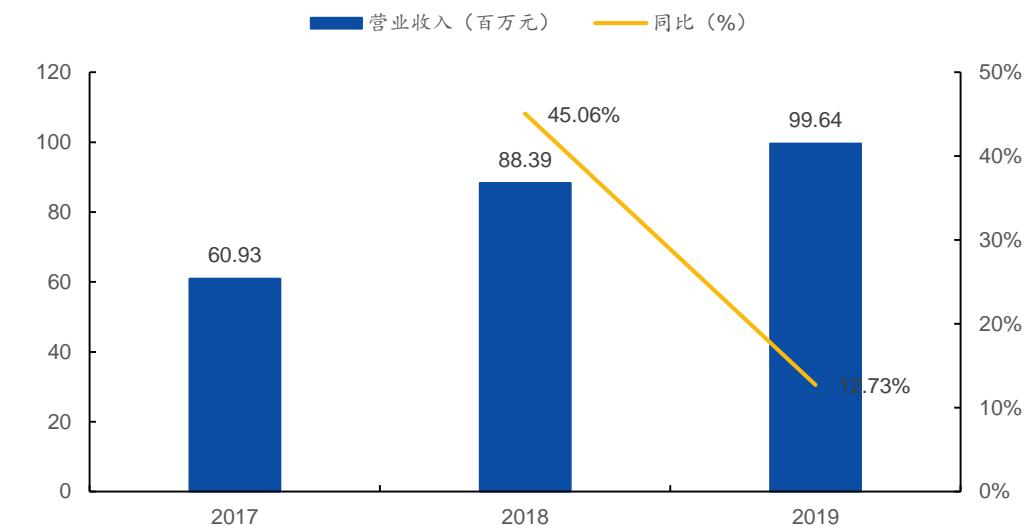
打造同庆楼“十大喜宴”，构筑一站式婚宴服务。公司围绕满月宴、升学宴、结婚宴、团圆宴、庆寿宴等打造特色鲜明的同庆楼“十大喜宴”，提供涵盖小包厢到可容纳几十上百桌宾客的宴会厅。自 2014 年底起同庆楼为开始客户提供一站式宴会服务，打造自有的宴会及婚庆专业团队，与海内外知名宴会空间设计师合作设计各类宴会厅场景。从服务收入看，由于公司提供辅助性和一站式宴会服务，可按照客户个性化需求定制化妆、摄像摄影、舞台灯光、场地布置等，其宴会服务收入稳健增长。

表 2：公司部分门店情况

法人主体名	店面	桌流转率	座流转率	顾客人均消费(元)	营业面积(㎡)	门店信息	图片
花园店		0.82	0.76	163.88	10992	位于合作化南路与东流路交叉口，内设 70 余间包厢。宴会大厅可容纳 500 人同时就餐。采用小桥流水与现代装饰的设计。	
庐州府		0.58	0.54	167.96	15205	位于马鞍山路与东流路交叉口。有近 80 个包厢，8 个大型宴会厅，是中国目前最大的纯餐饮酒店。整体建筑以徽派园林设计风格为主。	
港汇同庆广场楼餐饮		0.43	0.47	126.84	6900	位于港汇广场二楼，整体选用高级石材。拥有大小包厢 40 个，宴会厅可容纳近 50 余桌，拥有顶级 LED 屏及音响设备。	
徽州府		0.64	0.71	149.43	7085	位于景色优美的天鹅湖南畔。最大包厢可坐 26 人，连体包厢可同时宴开 6 大桌，每桌可坐 20 位。配备超大 LED 高清显示屏、品牌音响、专业艺术舞台、璀璨灯光。	
铜陵路店		0.60	0.66	157.46	7805	拥有优雅的花园式停车场，酒店多个宴会大厅，层高 10 米无柱，可同时容纳 200 桌以上的宴会。	
芜湖百年玫瑰同庆庄园餐饮		0.43	0.57	155.59	8902	酒店有六个风格迥异的宴会圣殿，共可容纳近 200 桌宾客同时用餐。宫殿式的会场标准，一站式宴会的配套设施，星级的服务品质，致力于主办婚宴、宝宝、寿宴、乔迁宴等喜宴及发布会、产品展示、商业年会等各种商务活动。	
同庆楼太华夏湖餐饮		0.56	0.52	138.31	7000	位于锡州花园对面，拥有 2 个宴会厅，厅层高 8 米，可容纳 100 多桌宴席同时用餐。酒店菜品选料严谨，因材施艺，味道可口，形态精致。	

资料来源：公司招股书，公司官网，国元证券研究所

图 39：公司宴会服务收入规模及同比增速



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

店型升级，布局成本低、效益高的纯宴会模式，“帕丽斯”将面向全国开店。公司婚礼事业部经营“帕丽斯艺术中心”、“同庆楼宴会中心”两大品牌，门店以宴会厅为主，较少配备包厢，专门经营婚宴和各种宴会，并提供主持、化妆、摄像等一站式宴会服务，宴会需提前预定，没有宴会的日子酒店不需要开餐，具有用工少、各项成本低、效率高等特点。“帕丽斯”品牌定位高端婚礼，以王室婚礼、城堡婚礼、秘境婚礼等主题为品牌特色，合肥首家帕丽斯于 2019 年开业，由知名设计师蔡上老师合作设计，共有 3 个宴会厅，可容纳 70 余桌宾客同时用餐，江苏首店于 2021 年 7 月开业，另在上海、南京、杭州等地均有意向门店在商务洽谈中，未来将面向全国开拓门店。“同庆楼宴会中心”则更强调高性价比，目前常州、武汉、阜阳、濉溪四个城市门店正在筹备中，后期会陆续开业。

图 40：合肥帕丽斯婚礼艺术殿堂



资料来源：同庆楼公众号，国元证券研究所

图 41：玫瑰庄园“太阳宫”



资料来源：同庆楼公众号，国元证券研究所

探索“同庆楼+客房”结合的综合性酒店业态，提高空间利用率。为解决多功能宴会厅在非宴会期间的空置问题以及餐饮顾客切实存在的住宿需求，公司在大型餐饮和宴会业态中配套以一定数量的客房，工作日主要接待会议，节假日可接待宴会以及满足外地赴宴客人的住宿需求，以此提升酒店设施利用效率和经营效益。公司旗下首家大型综合性酒店“富茂大饭店”位于合肥市安徽省府板块，地理位置优越，集餐饮、大型宴会、住宿、商务会议等于一体，拥有10个宴会大厅、60间包厢、以及超500间客房及套房，建筑面积8.76万平方米，其餐饮部分于2020年10月开业，2021年上半年已实现盈利，客房部分预计2021年10月开业。此外，合肥市还在建2个富茂酒店项目，计划2021年下半年陆续开业。未来，除适当自建或购置酒店外，公司宾馆事业部将结合同庆楼的大型餐饮和宴会专业优势，以“富茂 Fillmore”品牌对外输出宾馆管理。

图 42：富茂大饭店千人宴会厅



资料来源：同庆楼公众号，国元证券研究所

图 43：富茂大饭店金色拱形门廊

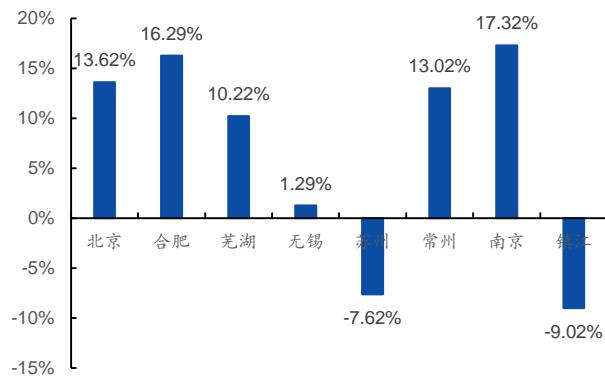


资料来源：同庆楼公众号，国元证券研究所

新店型盈利能力持续优化，纯宴会模式净利润率可达20%以上。公司目前主要有3种单店模型：综合性酒店（包含住宿）、纯宴会（主做宴会）、宴会+包厢宴会+包厢为公司过去主要存在的单店模型，净利率约14%。纯宴会模式下，公司打造专门经营婚宴和各种宴会的门店，以宴会厅为主，收入端看，顾客人次相对较少，但人均消费更高，成本端由于无宴会时不需要开餐，降低人力和能源成本，预计纯宴会模式下净利润率可达20%以上。

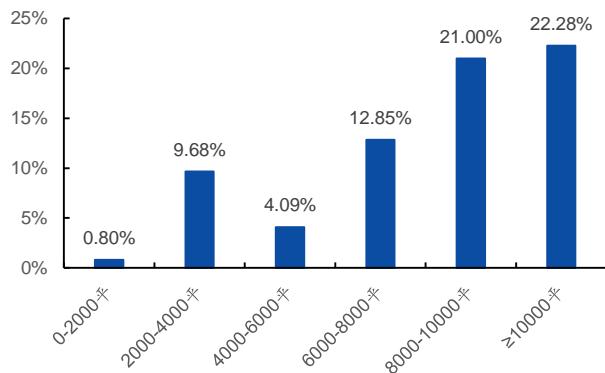
历史数据上看，大店盈利能力更为突出。公司面积在8千平米以上的门店具备更多高毛利的宴会厅，平均净利率超过20%，盈利能力显著高于面积较小的门店，约半数位于合肥。分地区看，公司位于南京和合肥的门店净利率较高，分别为17.32%、16.29%，合肥作为公司门店数最多的地区，含有纯宴会、面积较大的包厢+宴会等高盈利能力的店型，且设有中央厨房，已形成规模效应；南京门店同样处于中央厨房覆盖范围内，座流转率显著高于其他地区，且人均消费金额较高。目前盈利情况相对较差的区域则主要由于部分店型仍以包厢为主或门店装修陈旧。

图 44：2019 年公司不同地区门店净利率



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

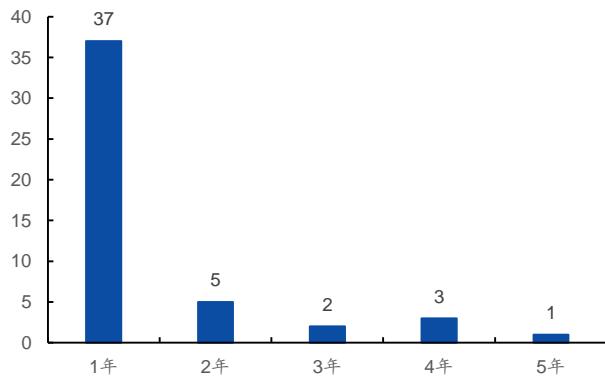
图 45：2019 年公司不同面积门店净利率



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

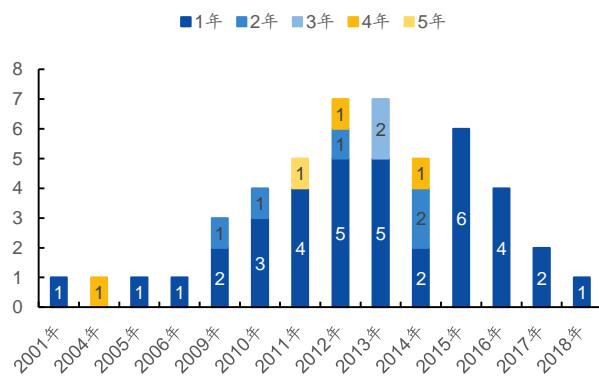
近年来开业门店盈亏平衡期缩短至 1 年以内。随着单店经营模型的优化，2015 年之后开业的门店基本都在 1 年内达到盈亏平衡，运营效率大幅提高。投资回收期看，由于公司店面面积较大，单店资本投入在千万级别，根据招股书募投项目，公司在合肥、常州、南京项目的单店投入分别为 2700 万、2600 万、3000 万。

图 46：不同盈亏平衡期的门店数量



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 47：按开业时间看不同盈亏平衡期的门店数量



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

展望未来，公司进入加速拓店期，收入增量具备确定性。公司上市募集资金中的 4.12 亿元用于新开 15 家餐饮店，其中合肥 6 家，常州 6 家，南京 3 家，其中 6 家已于上市前开业，预计全部开业后每年可新增 6.23 亿元营收。公司已分别在 2021 年 5 月和 7 月各新开 1 家门店，在建的 2 个富茂酒店项目计划于下半年开业，常州、武汉等城市的门店也在紧张筹备中，预计全年可新开 8 家以上大型餐饮及酒店，未来公司以租赁物业为主、购买物业为辅的方式，主要以新店型进行扩张，盈利质量具备保障。目前连锁宴会餐饮较少，基本以单店运营为主，行业集中度低，公司已是华东地区规模较大的婚礼宴会主题连锁餐饮企业，连锁化经营将继续提升公司市占率和品牌影响力。

表 3：公司新开连锁酒店项目概况

地区	新增门店	已开店	拟新开店	投资金额（万元）	达产后年均营收（万元）	税后 IRR (%)	回收期（税后，含建设期）
合肥	6	2	4	16,380	25,453	21.90%	5.19 年
常州	6	3	3	15,770	23,450	20.72%	5.35 年
南京	3	1	2	9,050	13,390	20.53%	5.35 年

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

5. 食品业务：品牌+供应链优势下，预制菜有望贡献新增长

基于品牌和供应链优势开拓食品业务，2021 下半年将进行大规模量产，为公司新增长看点。公司新开拓食品业务，2021 年上半年食品事业部已初步完成团队建设、产品研发定标、OEM 工厂合作、线上线下销售体系建立等，2021 年下半年计划进行大规模量产。产品上，以一人食自热饭系列、臭鳜鱼系列、预制菜系列为核心，辅以速冻面点、腌腊等系列，目前所有的产品已完成测试和定型，正在进行全面量产阶段，未来将持续研发新品，形成同庆楼食品的产品力；产能上，公司自建生产线，同时与 OEM 工厂合作，确保产能与需求匹配；销售渠道上，公司将在 2021 年下半年通过线上各平台、线下商超、渠道代理等进行全面推广。未来凭借“同庆楼”的品牌优势，各门店多年来所聚集的线下客流，以及线上销售渠道的全面推广，公司食品业务有望于 2021 下半年起逐步释放业绩，成为新增长点。

图 48：同庆楼甄选小程序商品列表


名厨名菜		同庆名卤		名厨面点	
	臭鳜鱼 78元 (350g) 98元 (500g)		松茸菌老鸡汤 49元		同庆楼咸肉 78元
	鲜肉煨竹笋 39元		西红柿牛肉 39元		同庆楼香肠 76元
	皖北红焖羊排 78元		鸡汁百叶包 78元		同庆楼酱肉 88元
	松茸菌焖猪手 69元		清炖狮子头 69元		
	海鲜毛血旺 59元		同庆四喜丸子 59元		同庆楼大肉包 12.9元
	红烧牛筋腩 78元		笋衣烧肉 78元		同庆楼小笼包 15元
	虎皮红烧肉 68元		红焖牛肉 68元		手工大肉包 24元
	青椒小海鲜 69元				

资料来源：同庆楼甄选小程序，国元证券研究所

6. 盈利预测

餐饮业务：公司餐饮业务营收增长主要来自于扩店和疫后宴会需求回暖带来单店收入提升，预计 2021-2023 年公司门店数量分别为 65/74/83 家，单店收入分别为 2422/2471/2520 万元，故 2021-2023 年餐饮业务收入分别为 15.26/17.67/20.29 亿元，同比分别提升 29.29%/15.76%/14.84%。

食品业务：公司食品业务于 2021 年下半年开始大规模量产并全面推广，未来将逐步放量，预计 2021-2023 年食品业务收入分别为 0.25/1.00/1.50 亿元。

其他业务：公司其他业务收入增长主要来自“一站式”宴会服务需求增加，预计 2021-2023 年公司其他业务收入为 1.61/2.19/2.90 亿元，同比增速分别为 39.71%/35.89%/32.35%。

公司作为以徽菜为特色的中华老字号餐饮品牌，定位大众餐饮，深挖“一站式”宴会服务需求，探索酒店+宾馆新模式，凭借统一、标准化的管理，以及中央厨房为核心的供应链模式，助力门店快速复制性并保持较高盈利水平，此外食品业务有望贡献新看点。整体看，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 17.13/20.86/24.69 亿元，同比分别为 32.15%/21.81%/18.37%，EPS 分别为 0.78/0.97/1.15 元，对应 PE 分别为 23/19/16 倍，对照可比公司 PE 为 37 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

公司代码	公司名称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）	PE
			2021E	2021E		
603043.SH	广州酒家	132.29	41.03	5.58	23.72	
6862.HK	海底捞	1332.73	500.81	28.17	47.31	
0520.HK	呷哺呷哺	58.32	88.22	4.53	12.86	
9922.HK	九毛九	313.19	50.62	4.76	65.82	
平均					37.43	

资料来源：wind，国元证券研究所

7. 风险提示

食品安全风险，疫情反复风险，新开门店经营业绩不及预期，食品业务发展不及预期等

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	454.64	1252.29	1608.31	1958.41	2445.16
现金	270.46	455.05	775.00	1075.96	1519.30
应收账款	4.01	7.05	7.00	8.98	10.91
其他应收款	37.21	26.88	39.29	47.45	55.57
预付账款	26.74	22.39	30.45	37.01	43.34
存货	90.12	101.50	127.45	157.66	183.99
其他流动资产	26.11	639.41	629.11	631.36	632.05
非流动资产	875.63	998.50	937.11	867.38	743.18
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	155.35	336.45	525.84	625.93	631.36
无形资产	155.27	150.25	151.23	151.80	152.43
其他非流动资产	565.01	511.80	260.03	89.65	-40.62
资产总计	1330.27	2250.79	2545.41	2825.79	3188.34
流动负债	340.79	344.83	456.43	485.24	548.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	154.99	141.37	256.88	284.46	347.93
其他流动负债	185.79	203.46	199.56	200.79	200.35
非流动负债	3.93	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.93	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	344.72	344.83	456.43	485.24	548.28
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	150.00	200.00	260.00	260.00	260.00
资本公积	116.68	801.98	741.98	741.98	741.98
留存收益	718.86	903.97	1086.99	1338.57	1638.08
归属母公司股东权益	985.55	1905.96	2088.98	2340.55	2640.06
负债和股东权益	1330.27	2250.79	2545.41	2825.79	3188.34

利润表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1462.79	1295.92	1712.52	2086.01	2469.16
营业成本	656.90	586.14	790.77	954.52	1123.02
营业税金及附加	3.85	2.43	4.01	4.66	5.46
营业费用	500.11	423.89	599.38	730.10	864.20
管理费用	71.95	68.01	89.05	108.47	128.40
研发费用	0.95	0.39	1.71	1.67	1.98
财务费用	-4.03	-6.19	-7.01	-8.55	-10.79
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	3.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	262.52	308.68	265.99	330.27	394.01
营业外收入	5.39	9.84	7.45	7.90	8.08
营业外支出	2.96	70.47	2.74	2.74	2.74
利润总额	264.95	248.05	270.69	335.43	399.34
所得税	67.36	62.94	67.67	83.86	99.84
净利润	197.59	185.11	203.02	251.58	299.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	197.59	185.11	203.02	251.58	299.51
EBITDA	363.37	407.53	347.81	419.19	485.02
EPS(元)	1.32	0.93	0.78	0.97	1.15

现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	248.77	250.67	438.98	395.47	482.91
净利润	197.59	185.11	203.02	251.58	299.51
折旧摊销	104.88	105.03	88.83	97.47	101.80
财务费用	-4.03	-6.19	-7.01	-8.55	-10.79
投资损失	0.00	-5.09	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-46.21	36.98	163.50	68.96	109.19
其他经营现金流	-3.46	-65.18	-9.36	-13.98	-16.79
投资活动现金流	-218.14	-811.52	-106.04	-103.06	-50.36
资本支出	226.16	292.23	50.00	50.00	0.00
长期投资	0.00	595.00	0.23	-0.06	-0.01
其他投资现金流	8.02	75.71	-55.82	-53.12	-50.37
筹资活动现金流	-1.03	742.21	-12.99	8.55	10.79
短期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	50.00	60.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	685.30	-60.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-0.03	6.91	-12.99	8.55	10.79
现金净增加额	29.60	181.35	319.95	300.96	443.34

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-1.78	-11.41	32.15	21.81	18.37
营业利润(%)	-0.44	17.58	-13.83	24.17	19.30
归属母公司净利润(%)	-1.35	-6.32	9.68	23.92	19.05
盈利能力					
毛利率(%)	55.09	54.77	53.82	54.24	54.52
净利率(%)	13.51	14.28	11.86	12.06	12.13
ROE(%)	20.05	9.71	9.72	10.75	11.34
ROIC(%)	21.61	21.79	24.05	36.07	66.03
偿债能力					
资产负债率(%)	25.91	15.32	17.93	17.17	17.20
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.33	3.63	3.52	4.04	4.46
速动比率	1.07	3.34	3.24	3.71	4.12
营运能力					
总资产周转率	1.19	0.72	0.71	0.78	0.82
应收账款周转率	309.86	209.30	218.73	232.65	221.69
应付账款周转率	4.11	3.96	3.97	3.53	3.55
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.71	0.78	0.97	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.96	1.69	1.52	1.86
每股净资产(最新摊薄)	3.79	7.33	8.03	9.00	10.15
估值比率					
P/E	23.58	25.17	22.95	18.52	15.56
P/B	4.73	2.44	2.23	1.99	1.76
EV/EBITDA	9.88	8.81	10.32	8.56	7.40

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，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，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188