

老字号徽菜餐饮龙头，门店&业务加速扩张

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-09-13

收盘价(元)	18.71
近12个月最高/最低(元)	26.44/14.91
总股本(百万股)	260
流通股本(百万股)	82
流通股比例(%)	31.54
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	15

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 中华老字号餐饮龙头，正餐&宴会连锁多品牌运营。

“同庆楼”系中华百年老字号餐饮头部品牌，聚焦正餐与宴会服务。1925年，同庆楼品牌创立。2020年，公司成为11年来首家A股上市的餐饮企业。公司被国家贸易部、国家商务部评为“中华老字号”，在江浙沪拥有广泛知名度，“有高兴事，到同庆楼”、“大众消费，好吃不贵”品牌理念深入人心。公司主打徽菜特色，定位大众消费（客单价100-200元）与宴会餐饮，同时也在开拓食品业务。2020年公司全年营收12.96亿元，归母净利润1.85亿元。

● 餐饮需求旺盛，婚宴消费升级。

我国餐饮市场规模大、增长快且稳定。2020年到2026年中国餐饮收入增速将保持在8.0%-9.0%之间，到2026年餐饮收入预计达到8万亿元。在正餐、快餐、火锅的主力业态中，同庆楼所处的正餐赛道占比最大，达到43%。2019年，我国餐饮连锁化率为5%，较发达国家还有近6倍的上升空间，一二线城市正餐连锁门店增长率达到115%，明显高于餐饮业整体连锁门店增长率。宴会餐饮是我国居民增进交往、联络感情的重要形式，婚庆市场需求大，规模预计2万亿元。婚宴均价不断上涨，正在往精细化高端化方向发展。

● 品牌势能坚韧，门店加速扩张。

老字号民族品牌，卡位婚宴新赛道，品牌优势+市场定位优势，门店扩张具备良好基础。截至21H1，公司共有58家直营门店。公司单店模型类型包括住宿类综合性酒店、纯宴会、包厢宴会（宴会+包厢宴会+包厢），整体经营利润率为26.4%，净利率约13.8%，两者均高于其他餐饮龙头。单店资本投入约3000万元，门店通常在1年左右实现盈亏平衡，1.5-4年实现投资回收。公司15家门店预计将于2022年全部开业，将为公司贡献营收6.23亿元，新增利润9156万元。公司积极布局酒店、宴会与食品业务，成为新业务增长曲线。

● 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。伴随疫情趋于缓和，公司扩店顺利，食品业务有序推进放量，后端供应链与组织运营能力协同发展，作为中华百年老字号餐饮品牌，公司不断推陈出新，孕育新机。我们预计2021-2023年公司实现主营业务收入16.67亿元/21.09亿元/24.91亿元，同比增长28.7%/26.5%/18.1%，对应归母净利润2.32亿元/2.65亿元/3.12亿元，同比分别增长25.1%/14.3%/17.8%，对应EPS0.89元/1.02元/1.20元。我们给予公司2022年30倍PE，目标价格26.7元，给予“买入（首次）”评级。

● 风险提示

门店扩张不及预期；食品安全风险；疫情反复风险；原材料价格波动风险；供应链建设不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1296	1667	2109	2491
收入同比 (%)	-11.4%	28.7%	26.5%	18.1%
归属母公司净利润	185	232	265	312
净利润同比 (%)	-6.3%	25.1%	14.3%	17.8%
毛利率 (%)	54.8%	54.7%	53.0%	53.0%
ROE (%)	9.7%	10.8%	11.0%	11.5%
每股收益 (元)	1.08	0.89	1.02	1.20
P/E	33.44	20.50	17.93	15.23
P/B	3.25	2.22	1.98	1.75
EV/EBITDA	13.46	8.53	7.11	6.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 老字号餐饮龙头，正餐&宴会连锁多品牌运营	6
1.1 百年老字号，A股餐饮稀缺标的	6
1.2 股权集中，架构清晰	6
1.3 五大事业部，多品牌、直营连锁运营	8
1.4 疫情扰动下业绩韧性较强	9
2 正餐集中度上升，宴会受益消费升级	10
2.1 餐饮稳步增长，连锁化趋势加速	10
2.2 消费升级，婚宴需求旺盛	12
3 品牌势能坚韧，运营体系高度标准化	14
3.1 品牌：老字号民族品牌，卡位婚宴新赛道	14
3.2 产品：重视研发，菜品具有创新力	15
3.3 前端：人力资源体系完善	16
3.4 中端：组织运营体系完善，连锁门店可复制性强	16
3.5 后端：统一采购+中央厨房，供应链优势彰显	17
4 门店加速扩张，婚庆、食品打造新增长曲线	19
4.1 单店模型优异，门店进入加速扩张期	19
4.2 宴会+酒店服务全面升级	21
4.3 食品业务打造新增长曲线	22
5 盈利预测、估值及投资评级	22
风险提示：	23
财务报表与盈利预测	24

图表目录

图表 1 同庆楼发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构.....	7
图表 3 公司组织结构.....	7
图表 4 同庆楼五大事业部职能架构.....	8
图表 5 同庆楼餐饮系列重要品牌.....	9
图表 6 同庆楼经营模式.....	9
图表 7 营业收入与归母净利润.....	10
图表 8 2020H1-2021H1 公司不同消费类型收入结构.....	10
图表 9 2016-2020 年公司毛利及毛利率.....	10
图表 10 公司省内外收入分布.....	10
图表 11 餐饮市场规模.....	11
图表 12 餐饮行业市场规模及社会消费品零售总额.....	12
图表 13 2015-2020 年中国国内生产总值.....	12
图表 14 我国餐饮行业各细分赛道市占率.....	12
图表 15 我国餐饮行业化率.....	13
图表 16 2019 年各品类连锁门店增长率.....	13
图表 17 2015-2019 年新人结婚人均消费金额.....	14
图表 18 婚庆产业链核心环节消费占比.....	14
图表 19 2017-2019 国内婚庆市场规模.....	14
图表 20 2017-2019 国内婚宴市场规模.....	14
图表 21 国内婚宴均价不断上涨.....	14
图表 22 婚宴价格接受度分布.....	14
图表 23 中国结婚登记数及婚宴酒席均价.....	15
图表 24 中国婚庆市场及婚宴酒席市场规模.....	15
图表 25 2019 年地域门店数量及营收情况.....	15
图表 26 同庆楼定制婚宴效果.....	17
图表 27 同庆楼定制宝宝宴效果.....	16
图表 28 同庆楼产品类型.....	16
图表 29 公司员工薪资水平高于当地行业平均水平.....	17
图表 30 公司五大事业部下属品牌.....	17
图表 31 公司统一/供应商配送覆盖率.....	18

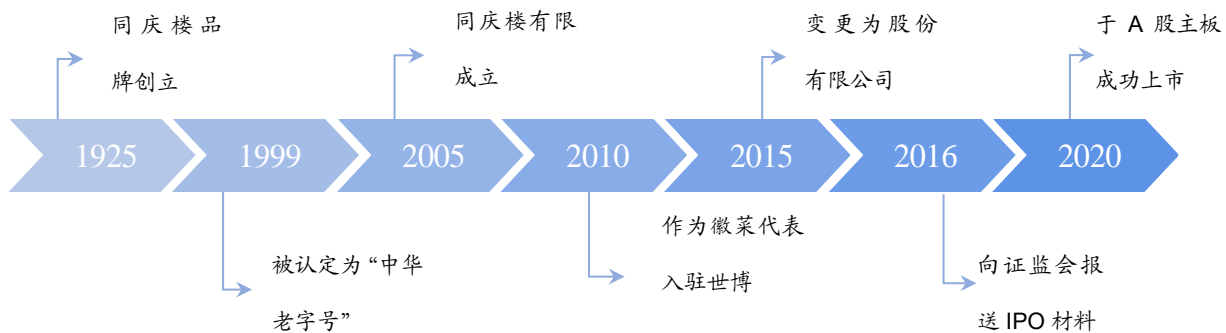
图表 32 2017-2020 年前五大供应商采购额占比	19
图表 33 2017-2019 年原材料成本占餐饮收入比例	19
图表 34 公司配送方式	19
图表 35 中央厨房统一加工金额及占主营业务成本比例	20
图表 36 2019 年公司不同面积门店净利率	20
图表 37 公司大部分门店在 1 年左右达到盈亏平衡期	20
图表 38 2019 年公司不同地区门店净利率	21
图表 39 公司门店具体区位分布(截止 2020 年 7 月)	21
图表 40 公司门店可复制基础	21
图表 41 公司新开门店项目概况	22
图表 42 一站式婚宴服务与普通酒店服务对比	22
图表 43 同庆楼富茂大饭店和平路店内饰	23
图表 44 同庆楼臭鳊鱼系列产品	23
图表 45 同庆楼一人食自热饭系列产品	23
图表 46 上市餐饮相关企业估值对照表	24

1 老字号餐饮龙头，正餐&宴会连锁多品牌运营

1.1 百年老字号，A股餐饮稀缺标的

“同庆楼”系中华百年老字号餐饮头部品牌，聚焦正餐与宴会服务。1925年，同庆楼品牌创立；2004年，公司创始人沈基水竞得同庆楼商标；2005年，同庆楼正式开始公司制运营；2010年，公司作为徽菜唯一代表亮相世博会；2020年，公司成为11年来首家A股上市的餐饮企业。公司被国家贸易部、国家商务部评为“中华老字号”，在江浙沪拥有广泛知名度，“有高兴事，到同庆楼”、“大众消费，好吃不贵”品牌理念深入人心。公司主打徽菜特色，定位大众消费（客单价100-200元）与宴会餐饮，同时也在开拓食品业务。

图表 1 同庆楼发展历程

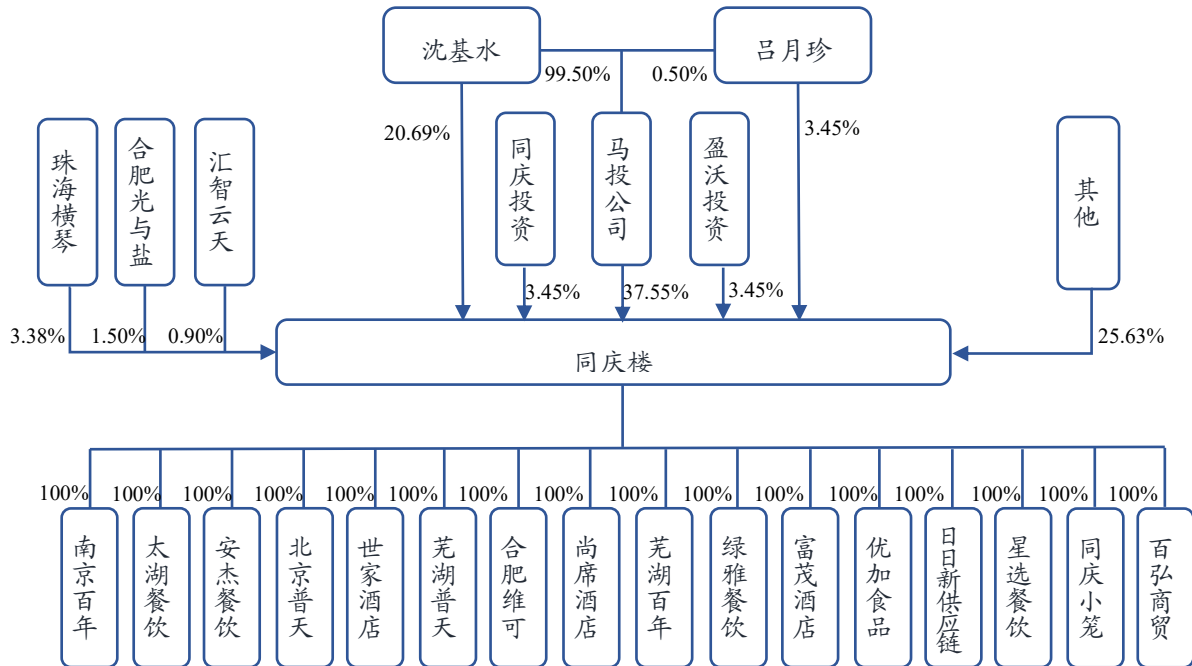


资料来源：招股说明书，公司官网，华安证券研究所

1.2 股权集中，架构清晰

沈基水夫妇为实控人，股权稳定集中。截至21H1，公司前10大股东持股77.49%。公司实控人沈基水、吕月珍夫妇共直接持有公司24.14%股权，并通过马鞍山市普天投资间接持有公司44.45%的股权，合计控股61.69%。盈沃投资及同庆投资为员工持股平台，各持有公司3.45%股份，激励对象为部门主管级及以上员工，与公司利益深度捆绑，有利于调动其积极性，提升管理效率。

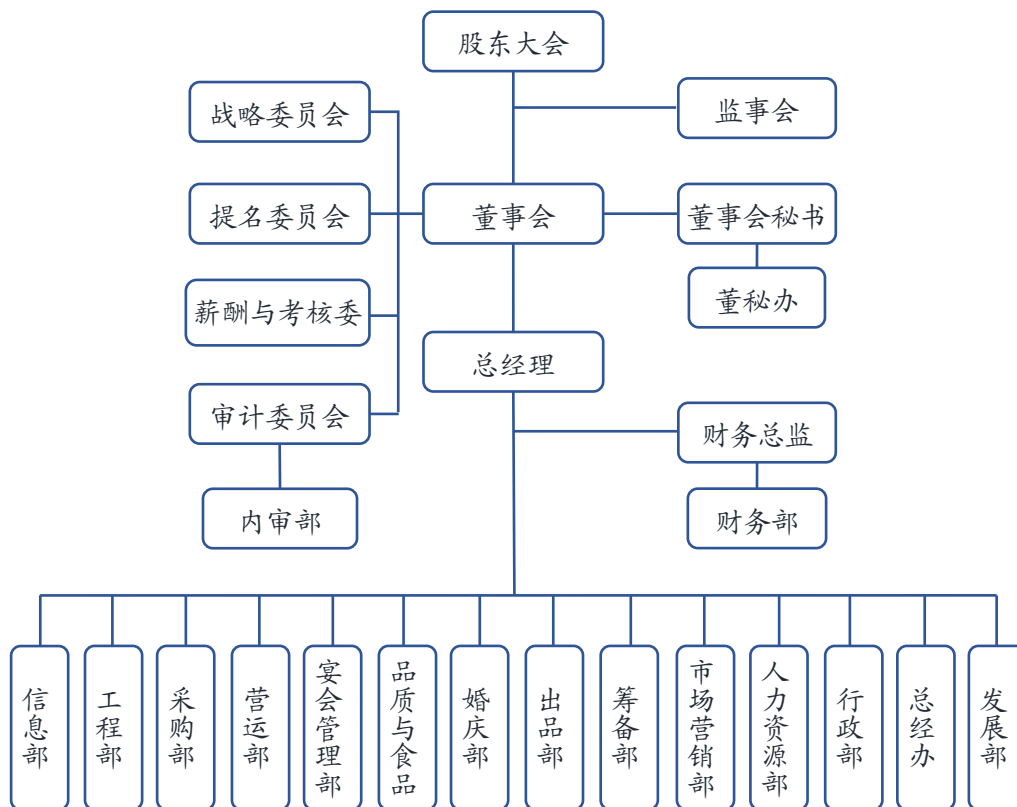
图表 2 公司股权结构



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司总部对门店实行统一管理, 下设涵盖运营管理、人力资源、供应链、宴会婚庆市场营销等的职能部门 17 个。各部门分工明确, 由总部提供强大支持体系, 自上及下组织结构清晰。

图表 3 公司组织结构

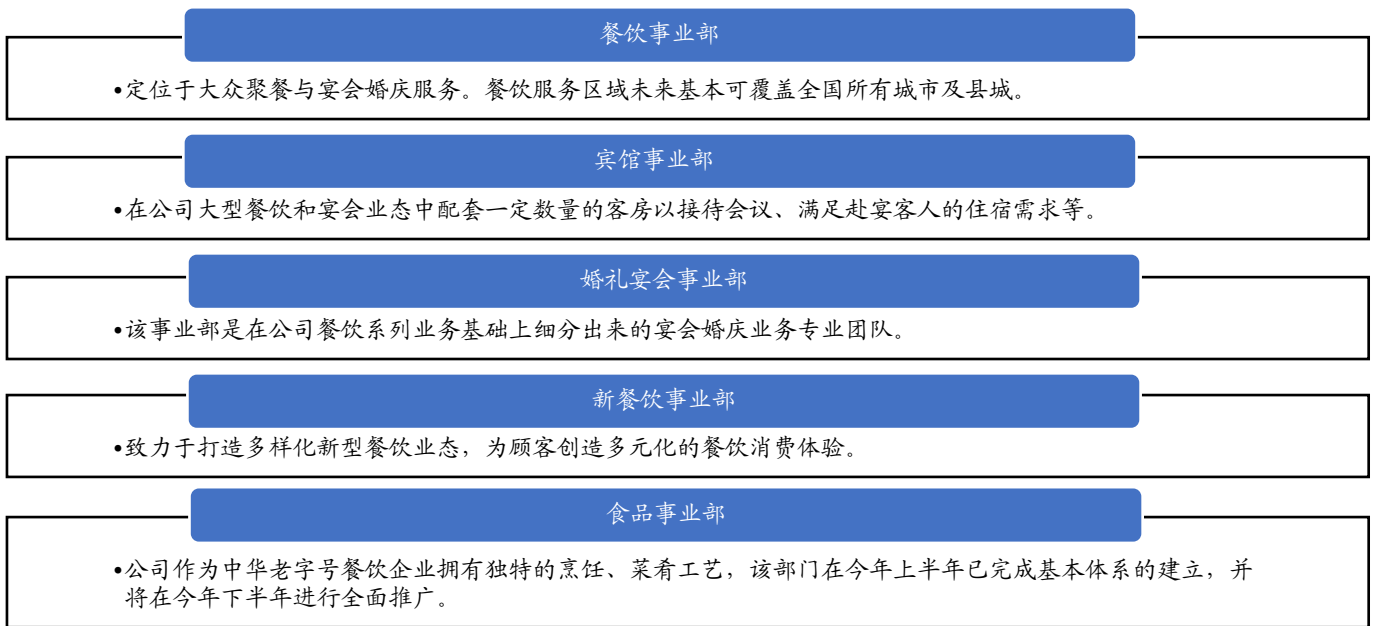


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.3 五大事业部，多品牌、直营连锁运营

业务概览：同庆楼的主营业务为大众餐饮和宴会服务，同时打造多样化新型餐饮业态，开启酒店住宿、婚庆、宝宝宴以及食品销售等新业务。公司现拥有餐饮、宾馆、婚礼宴会、新餐饮、食品五大事业部，专业团队精细化运营，打造餐饮、食宿、宴会多业务驱动模型。

图表 4 同庆楼五大事业部职能架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

品牌：各事业部均有专业团队独立负责子品牌运营。宾馆事业部打造“富茂 Fillmore”品牌，利用自身独特的大型餐饮和宴会专业优势打造酒店业新模式；婚礼宴会事业部主营“同庆楼宴会中心”和“PALACE 帕丽斯艺术中心”两大品牌；新餐饮事业部拥有符离集（特色小餐饮）、同庆小笼（快餐）等众多子品牌，同庆楼在其主营业务餐饮方面的成熟经验以及完整的供应销售体系将赋能新餐饮事业部快速推进。

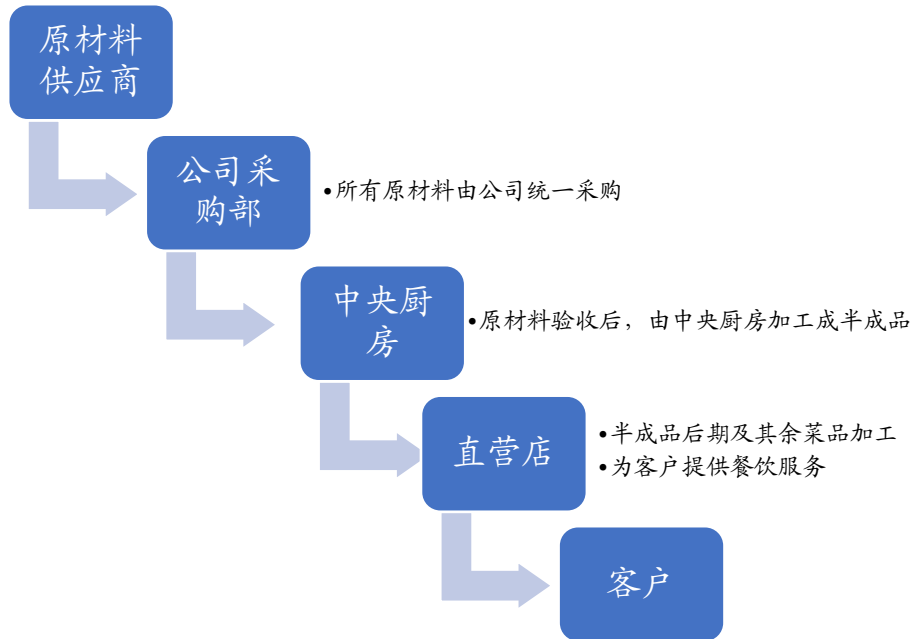
图表 5 同庆楼餐饮系列重要品牌

包子粥品	东北菜	海鲜自助	火锅	酒店
				
徽菜		披萨	日韩料理	
				

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

经营模式：公司全部门店直营连锁经营，兼具成本、价格、品牌及供应链管理优势，在采购、生产加工、销售和服务环节标准化效率高。截至 2021H1，公司共有 58 家大型连锁直营门店分布于安徽、江苏、北京等地。

图表 6 同庆楼经营模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

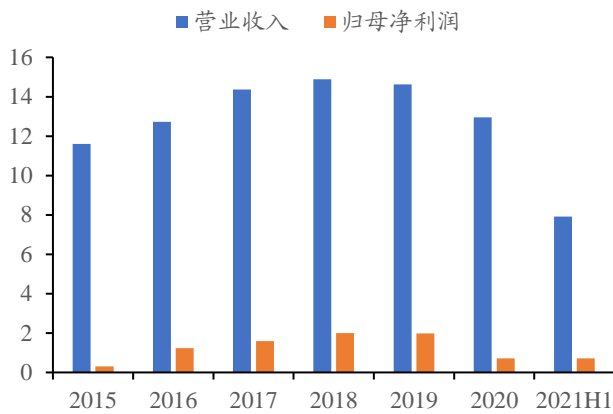
1.4 疫情扰动下业绩韧性较强

营收增长稳健，宴会、包厢业务占比较大。2015-2019 年，公司营收稳健，年均复合增长率为 5.96%；2020 年公司受新冠疫情影响营收同比下降 11.41%至 12.96 亿元。21H1 公司实现营收 7.92 亿元，同比+68.22%，相比 19 年同期+7.5%；归母净利润 0.71 亿元，同比-11.08%，相比 19 年同期-36.6%。

餐饮为公司主要收入，新增食品业务有序推进。21H1 餐饮收入 7.13 亿元，占比 90.05%，同比+66.02%；婚庆收入 0.72 亿元，占比 9.15%，同比+75.78%；新增食品业务收入 0.06 亿元，占比 0.8%。21H1 安徽省内、省外分别实现营收 4.74 亿元、3.18 亿元，收入占比 59.85%、40.15%，同比+94.13%、+40.3%。

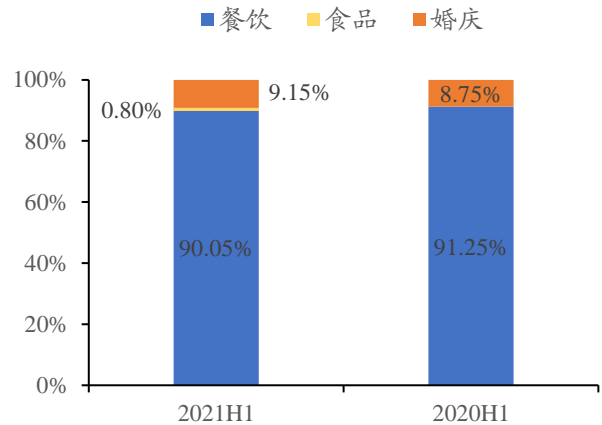
整体毛利率较高，21H1 因业务调整略有下降。21H1 公司毛利率达 52.87%，同比 19H1 下降 3pct，主要是因为毛利率较高的宴会业务占比减少、新店爬坡及新食品业务拖累所致。公司承接婚宴、宝宝宴、食品等业务，我们预期三胎政策将带来新增需求，叠加门店扩张推动公司业绩持续释放。

图表 7 营业收入与归母净利润 (亿元)



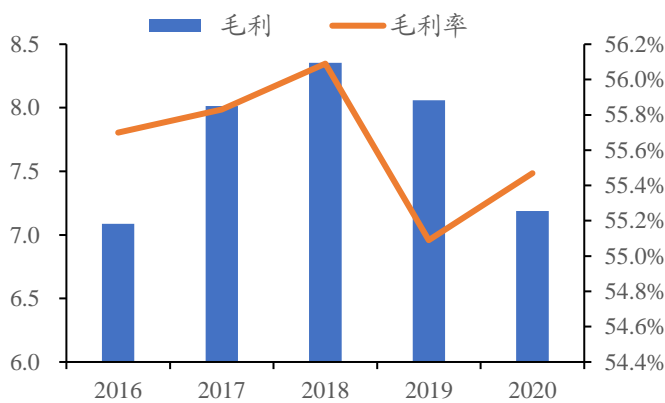
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 8 2020H1-2021H1 公司不同消费类型收入结构



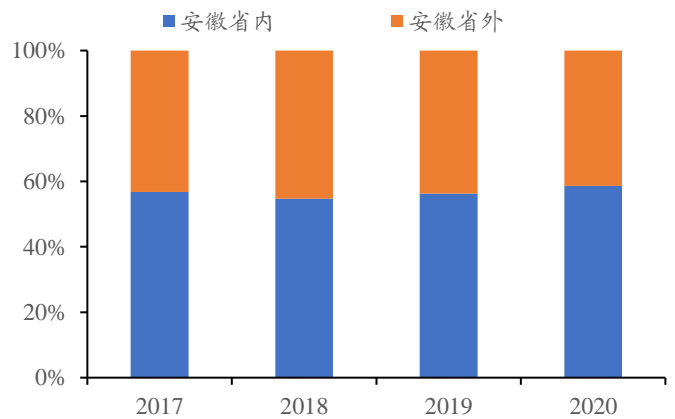
资料来源: 公司年报及招股说明书, 华安证券研究所

图表 9 2016-2020 年公司毛利及毛利率, 亿, %



资料来源: 公司年报及招股说明书, 华安证券研究所

图表 10 公司省内、省外收入占比图



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

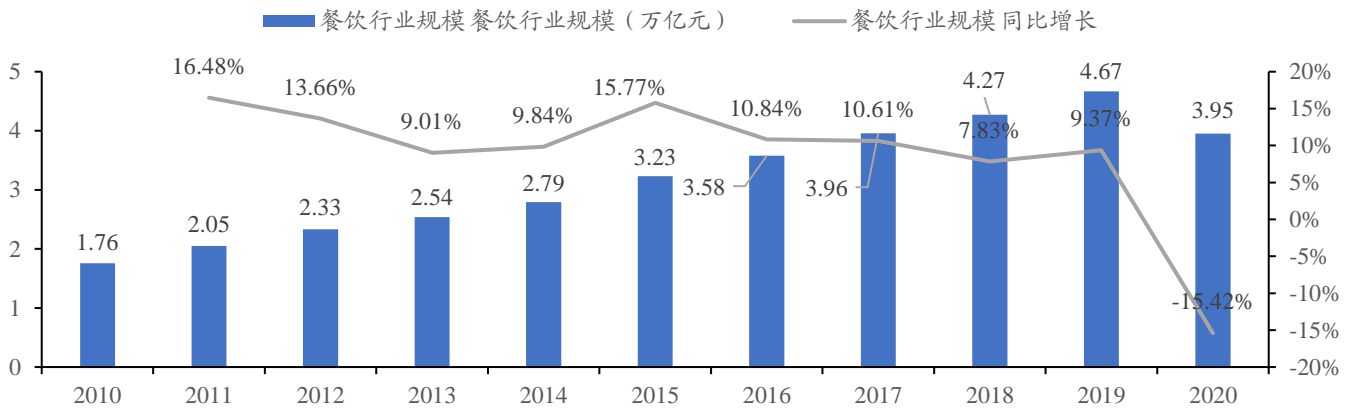
2 正餐集中度上升, 宴会受益消费升级

2.1 餐饮稳步增长, 连锁化趋势加速

我国餐饮市场规模大、增长快且稳定。随着经济发展和居民生活水平提高, 我国餐饮市场发展迅速。2019 年, 全国餐饮收入达到 4.67 万亿元, 2020 年受疫情影响, 全国餐饮收入同比下降至 3.95 万亿元。

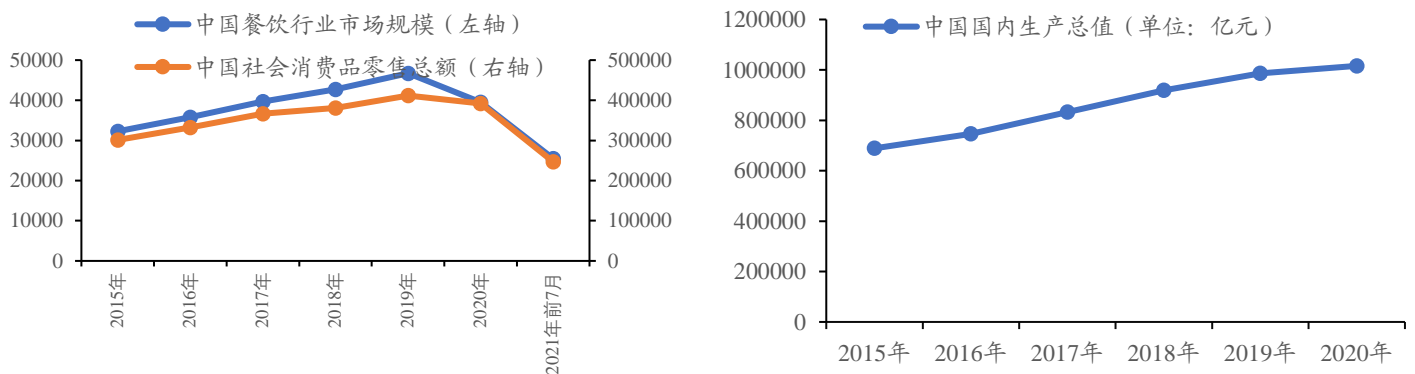
餐饮行业近 30 年 CAGR 为 18.6%, 增速超过 GDP 增速, 2015-2019 年餐饮行业市场规模 CAGR 为 9.66%, 高于同阶段社会消费品零售总额和 GDP 的 CAGR, 两者分别为 8.15% 和 9.39%。餐饮消费是刚性需求, 受宏观经济影响有限, 随着疫情影响逐步减弱, 餐饮业将继续呈现增长趋势。根据前瞻产业数据预测, 2020-2026 年, 中国餐饮收入增速将保持在 8%-9%, 2026 年餐饮收入有望达到 8 万亿元。

图表 11 餐饮市场规模



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 12 餐饮行业市场规模及社会消费品零售总额，亿元 图表 13 2015-2020 年中国国内生产总值，亿元

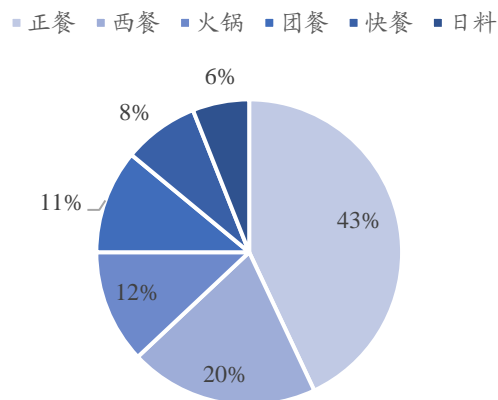


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

我国餐饮市场经营业态呈现多样化。针对不同消费群体的餐饮需求，我国餐饮市场形成了正餐、快餐、火锅、团膳、休闲餐饮和其他餐饮服务并存的格局。在正餐、快餐、火锅的主力业态中，同庆楼所处的正餐赛道占比最大，达到 43%。

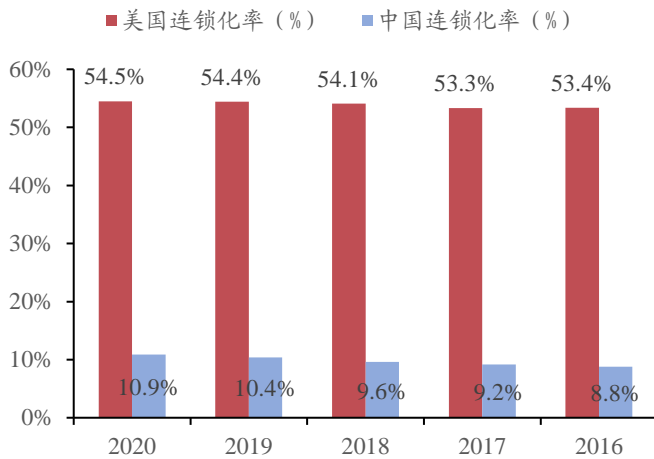
图表 14 我国餐饮行业各细分赛道市占率



资料来源：中国饭店协会，华安证券研究所

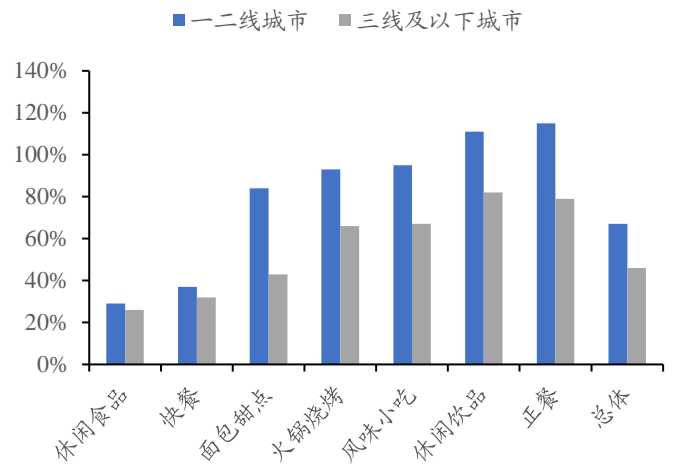
正餐赛道连锁程度低，上升空间大。2020 年我国餐饮连锁化率只有 10.9%，正餐餐饮连锁化率为 6.3%，而美国高达 54%，日本高达 50%，特别是在快餐小吃品类中，日本和美国的连锁化率均超过 55%，而我国还不到 8%。根据红餐品牌研究院数据显示，2020 年，门店在 50 家以下的品牌占比为 72.9%，而门店在 200 家以上的品牌占比仅为 6.3%。目前，中小品牌梯队仍数量庞杂，行业连锁化程度未来仍有待提高。连锁经营有助于餐饮业实现规模经济，随着各地出台多项政策促进餐饮连锁行业发展、鼓励特许经营连锁经营，2019 年一、二线城市正餐连锁门店增长率达到 115%，明显高于餐饮业整体连锁门店增长率。

图表 15 2016-2020 年中美餐饮连锁化率对比



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 16 2019 年各品类连锁门店增长率

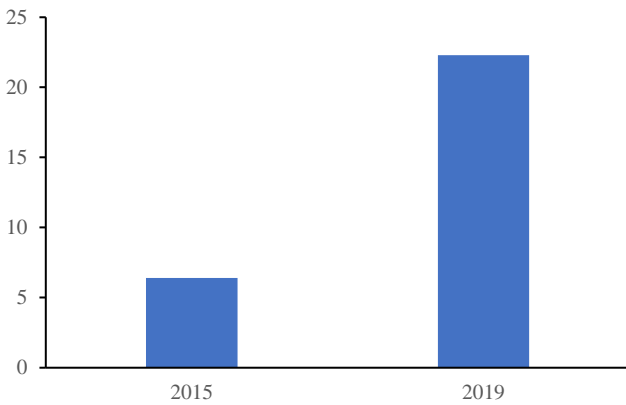


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

2.2 消费升级，婚宴需求旺盛

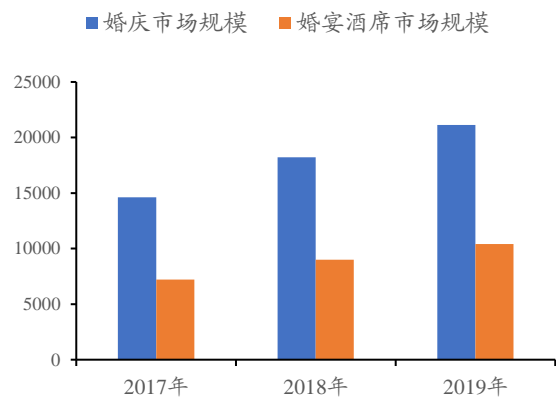
宴会餐饮是我国居民增进交往、联络感情的重要形式，市场需求大。宴会市场包括婚宴、寿宴、满月宴、升学宴、乔迁宴、庆功宴、年会宴等，其中婚宴和满月宴占据大部分。近年来尽管结婚人数下降，但随着人均可支配收入升高，人们消费意识增强，婚庆人均消费水平明显上涨。2019 年人均消费达 22.3 万元，是 2015 年的 3.5 倍。婚庆市场及作为其核心消费的婚宴市场受益于消费升级规模不断扩大，在 2019 年分别达到 2.11、1.04 万亿元。同时，随着三胎政策放开，满月宴、百日宴、周岁宴消费也呈现增长趋势。

图表 17 2015-2019 年新人结婚人均消费金额



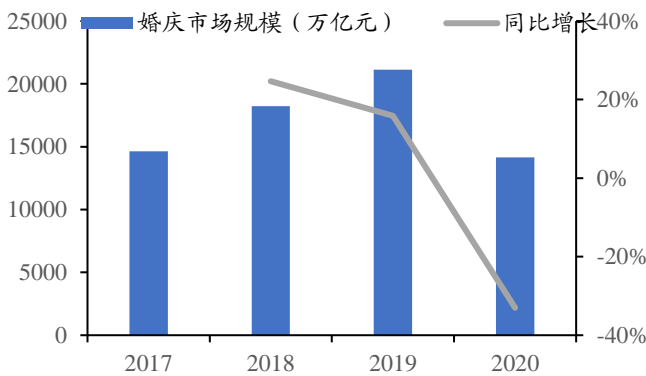
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 18 中国婚庆市场及婚宴酒席市场规模，亿元



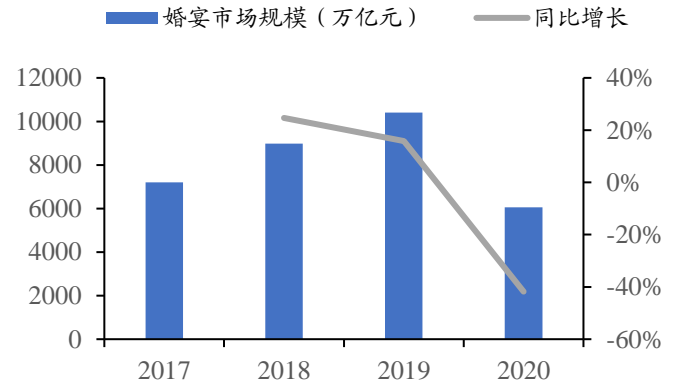
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 19 2017-2019 国内婚庆市场规模 (单位：亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

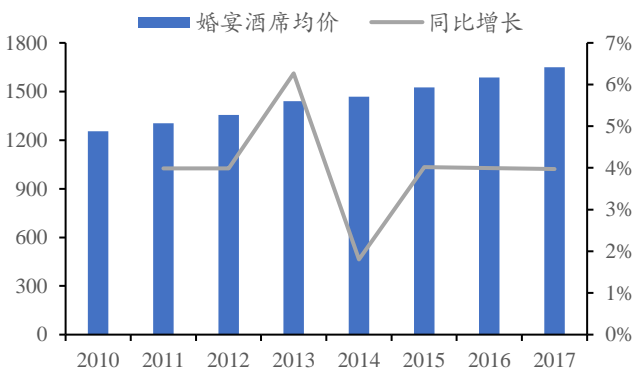
图表 20 2017-2019 国内婚宴市场规模 (单位：亿元)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

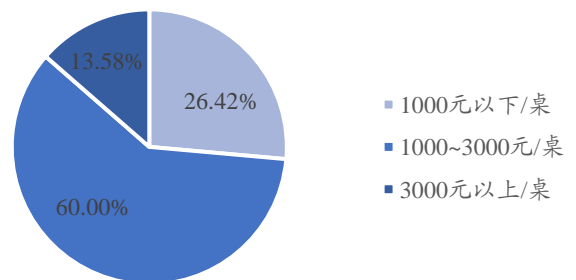
婚宴精细化高端化，均价不断上涨，消费潜力可观。中国自古以来就有举办宴会的习惯，每逢大事都会举办宴会，其中婚宴便是其一。当前 90 后、95 后已成为主要适婚人群，追求高质量、个性化定制婚宴以成为一种风尚，国内婚宴酒席均价自 2010 年至 2017 年不断攀升，且有继续上涨的趋势。在价格定位不同的婚宴中，接受 1000~3000 元/桌的消费者占 60%，接受 3000 元/桌的消费者占 13.58%，可见婚宴行业正在由“数量多”向“质量高”转型，高端婚宴未来发展潜力巨大。

图表 21 国内婚宴均价不断上涨



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

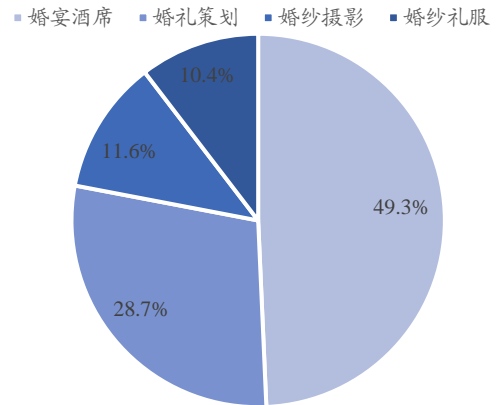
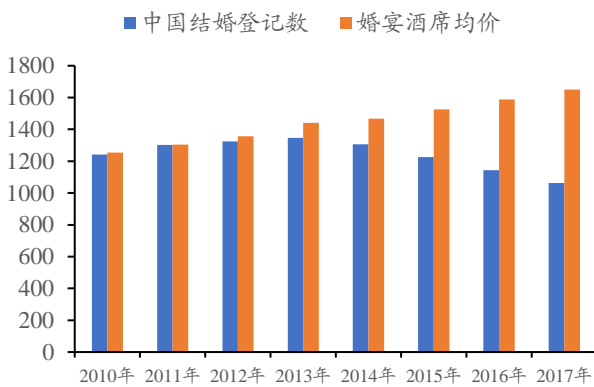
图表 22 婚宴价格接受度分布



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

图表 23 中国结婚登记数, 万对; 婚宴酒席均价, 元/桌

图表 24 婚庆产业链核心环节消费占比



资料来源: 民政部, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

3 品牌势能坚韧, 运营体系高度标准化

3.1 品牌: 老字号民族品牌, 卡位婚宴新赛道

品牌优势+市场定位优势, 门店扩张具备良好基础。同庆楼品牌创立于1925年, 作为有近百年发展历史的“中华老字号”品牌, 在餐饮业消费群体中具有较高的认知度, 成为公司竞争中的品牌优势和进行跨区域开店的口碑支撑。公司发展初期主要在合肥开设门店, 随着在当地餐饮业内认知度提升, 逐渐通过复制模式向省内外扩张以提高市场占有率。截至21H1, 公司共有58家直营门店, 在安徽省、江苏省及北京市分别有直营门店32家、24家、2家。同时, 同庆楼市场定位聚焦大众餐饮, 秉持“大众消费, 好吃不贵”的经营理念, 全国各地门店人均消费均保持在100~200元。长期、准确的市场定位为公司快速发展提供良好的基础, 增强公司持续盈利能力。

图表 25 2019 年地域门店数量及营收情况

地区	门店数量	营业收入 (万元)	营收占比	门店人均消费 (元)
合肥	27	73584.23	50.37%	135.10
无锡	10	23897.66	16.36%	122.94
南京	4	12590.58	8.62%	144.91
芜湖	4	10742.96	7.35%	114.40
常州	4	16713.50	11.44%	127.22
苏州	4	3700.48	2.53%	114.46
北京	2	3732.99	2.56%	201.82
镇江	1	1011.25	0.69%	119.83
安庆	1	123.39	0.08%	—

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

一站式婚庆构建产品力，个性化定制提升竞争力。公司自 2014 年开始成立婚礼中心，不断钻研国内外婚宴市场发展，打造一站式宴会厅产品及配套服务流程。婚庆个性化定制项目已经成为当下市场主流趋势，公司拥有专业的婚庆设计团队，可为不同消费者提供各类场景设计，业务天花板较高。公司以一站式宴会厅与个性化定制产品为核心不断提升产品竞争力，目前已成为华东地区为数不多、规模较大的婚礼宴会主题连锁餐饮企业之一。

图表 26 同庆楼定制婚宴效果



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

图表 27 同庆楼定制宝宝宴效果



资料来源：公司微信公众号，华安证券研究所

3.2 产品：重视研发，菜品具有创新力

公司重视研发创新，菜品生命力旺盛。设置专门的研发创新部门，牵头下辖各酒店的厨师长、组织各店技术骨干，定期召开创新交流大会。也设立创新奖励机制，鼓励研发技术人员。同时，公司重视对技术人员的进修和培训，使其能够及时掌握行业变化和技术进步的最新动态。公司也非常注重同外界技术及管理人员间的交流，引入工业、零售业先进的管理模式，形成同庆楼企业的核心竞争力。相较于快餐和西餐，中餐正餐更加注重个性化及以人为本，公司菜品 30% 的比例要求门店自主创新，中央厨房统一加工与标准工艺在菜品中分别占据 40% 和 30% 比例。公司菜品也会参与各种比赛，如若获奖，厨师将会有有职级和奖金双方面的奖励，创新获奖的菜品也将有机会在各个门店进行推广，同庆楼小笼汤包、金牌红烧肉等均为典型获奖菜肴。

图表 28 同庆楼产品类型

阿拉斯加鳕鱼	风范焗海蟹	黄山臭鳜鱼
		
金牌红烧肉	楼兰烤羊排	牛气冲天



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.3 前端：人力资源体系完善

人才培养体系可持续性。针对不同等级的员工，公司形成一整套成熟运营模式，前厅服务、后堂出品、内部管理均进行标准化管理，为员工提供关爱与晋升通道。新店开业筹备期间，公司即从各门店调动熟悉业务及标准化管理的老员工在新店作“传帮带”，人力资源部制定“新员工满月计划”等培训计划，对新员工进行严格的培训考核，保证其掌握基本技能，考核合格后方能上岗，一定程度上缩短员工成长期，为门店可复制性提供基础；厨师长学习日、技术培训为厨师提供进阶学习机会。公司也在多家院校开设“同庆班”，为公司储备高素质人才。公司一线员工约 5 年周期可以成长为一名优秀的店长，员工享受行业内具有竞争力薪酬。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%。

图表 29 公司员工薪资水平高于当地行业平均水平，单位：万元

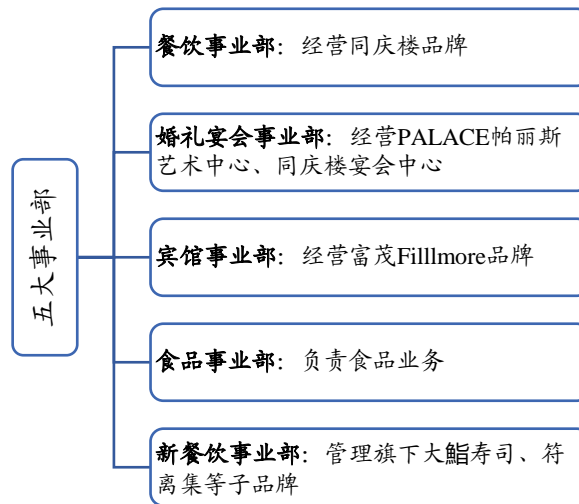
公司主要经营地	项目	2017	2018	2019
安徽	公司	5.81	6.49	7.39
	当地行业平均	3.3	3.56	-
江苏	公司	5.77	6.86	7.27
	当地行业平均	3.95	4.68	-
北京	公司	6.19	6.97	7.64
	当地行业平均	6.29	6.78	-

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.4 中端：组织运营体系完善，连锁门店可复制性强

公司依托 ERP 系统，实现全过程可追溯的闭环管理，达到管理规范化，流程清晰化。通过 ERP 系统对财务部、人力资源部、采购部、营运中心等部门及各连锁酒店进行跨区域集中管控，实现业务财务一体化，提高工作效率。公司总部各部门均拥有专业团队，产品设计、多部门协同综合运营能力高。公司完善的组织运营体系促进各门店标准化运营，为连锁经营提供有力的保障。

图表 30 公司五大事业部下属品牌



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.5 后端：统一采购+中央厨房，供应链优势彰显

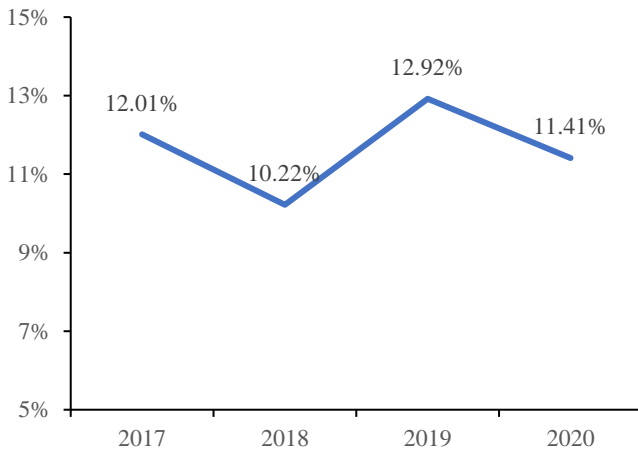
公司统一采购，供应链覆盖全国门店。依靠供应链，公司可以接通源头去采购，通过与原产地供应商合作，在原材料的产出期和捕捞期大规模收购原料，采用冷链锁鲜技术，不仅提高原料质量，而且大幅降低原料成本，原材料成本占餐饮收入的比例稳定在 35%左右。供应链也解决了门店内控问题，公司建立了标准化原料加工及配送基地，负责原材料源头采购、集中分拣、清洗、切配、半成品加工、智能仓储、全过程检验监测、冷链物流配送等。原料进入标准化原料加工及配送基地后，集中作业机械化，极大提高了工作效率，降低人力等各项成本，节约门店空间。2017-2019 年，公司统一配送覆盖率逐年上升，2019 年超过 70%。

图表 31 公司统一/供应商配送覆盖率

	2019		2018		2017	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
统一配送	34733.00	71.82	29,664.06	60.25	28,335.57	58.79
供应商配送	13628.57	28.18	19,568.73	39.75	19,859.76	41.21
合计	48361.57	100.00	49,232.79	100.00	48,195.33	100.00

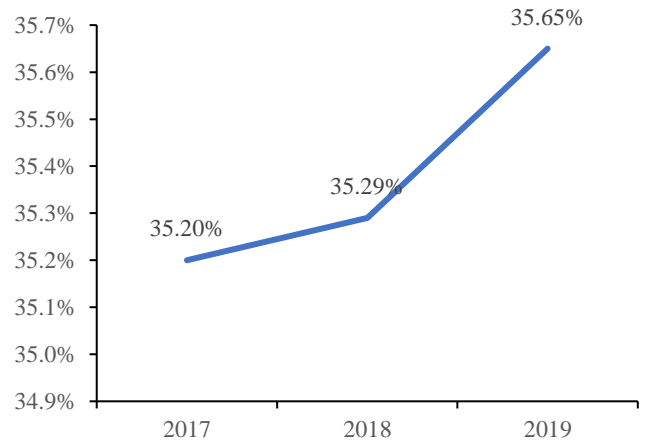
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 32 2017-2020 年前五大供应商采购额占比



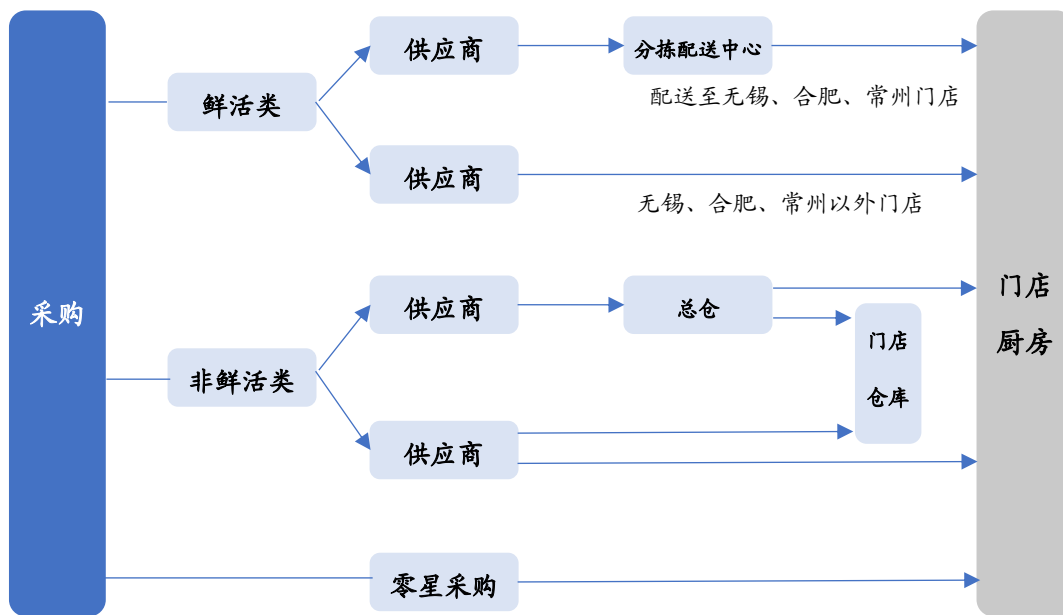
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 33 2017-2019 年原材料成本占餐饮收入比例



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 34 公司配送方式



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

中央厨房统一配送逐年提高。公司于 2014 年成立中央厨房，大部分门店主要菜品通过中央厨房集中加工，进行规范包装及分拣，全过程冷链配送至所需门店。连锁门店主要菜品实现标准化、流程化，保障了食品质量安全、菜肴品质稳定，有效控制成本，以此为核心打造同庆楼全产业链的原料供应加工体系。中央厨房统一加工金额不断提高，2019 年占主营业务成本超过 7%。公司由总仓、分拣配送中心统一配送的比例呈现上升趋势，2017-2019 年从 58.79% 上升至 71.82%。

图表 35 中央厨房统一加工金额及占主营业务成本比例

年度	统一加工金额 (万元)	占主营业务成本比例
2019	4,336.09	7.03%
2018	2,740.89	4.41%
2017	2,891.84	4.77%

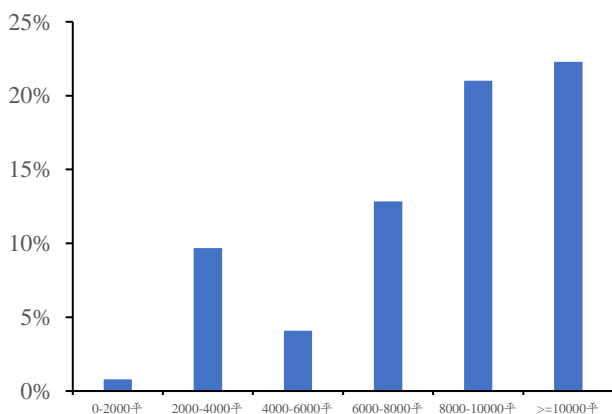
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

4 门店加速扩张, 婚庆、食品打造新增长曲线

4.1 单店模型优异, 门店进入加速扩张期

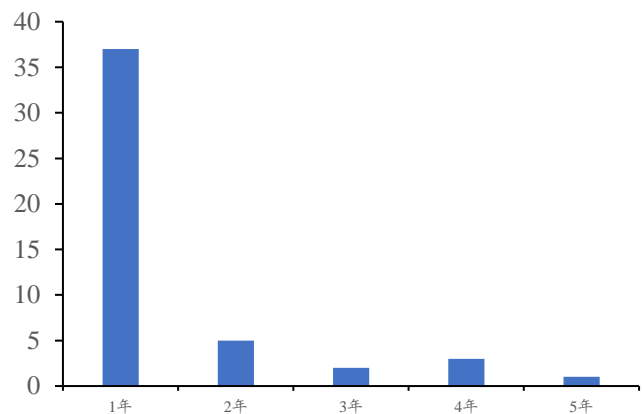
大坪门店盈利能力较强, 单店模型整体净利率 13.8%。公司单店模型类型包括住宿类综合性酒店、纯宴会、包厢宴会 (宴会+包厢宴会+包厢), 整体经营利润率为 26.4%, 净利率约 13.8%, 两者均高于其他餐饮龙头。同庆楼绝大部分酒楼面积在 5000 平方米左右, 单店约 30-40 个包厢, 4-6 个大型宴会厅。1 个大型宴会厅能分割成 2 个空厅, 2 个宴会厅, 空厅能进行个性化设计, 用于举办年会等活动, 一站式宴会厅用于婚礼, 婚礼全程设计由公司设计师操刀。公司单店资本投入约 3000 万元, 门店通常在 1 年左右实现盈亏平衡, 1.5-4 年实现投资回收。

图表 36 2019 年公司不同面积门店净利率



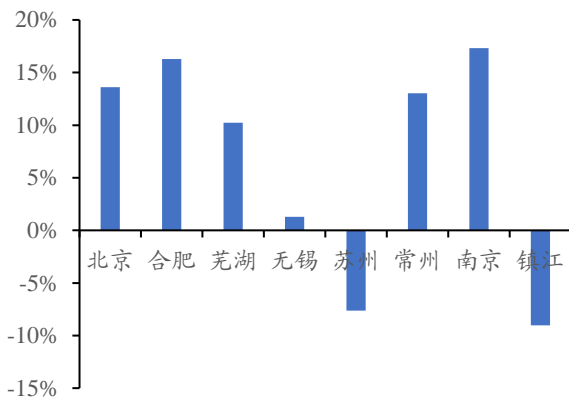
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 37 公司大部分门店在 1 年左右达到盈亏平衡



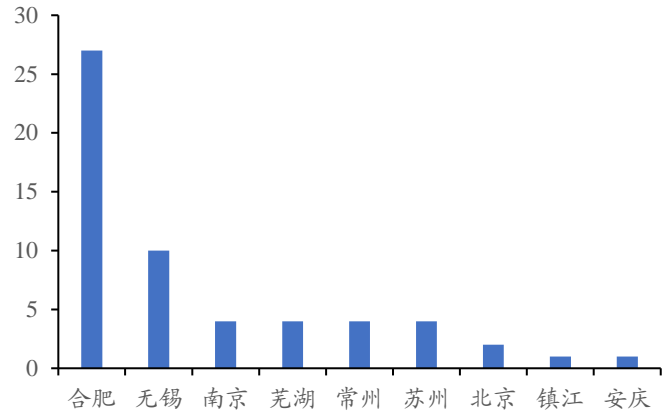
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 38 2019 年公司不同地区门店净利率



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

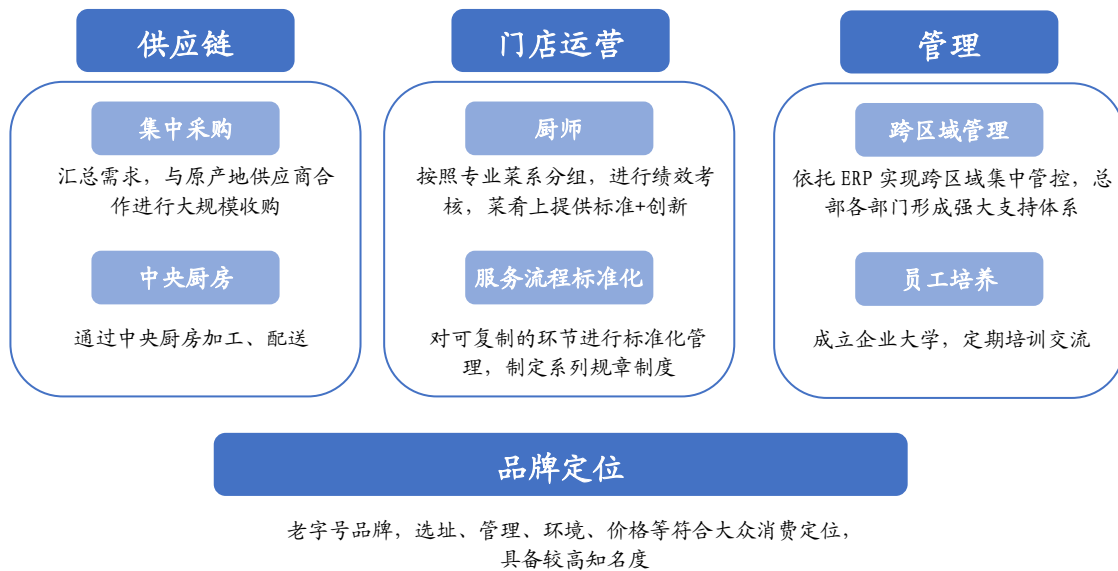
图表 39 公司门店具体区位分布（截止 2020 年 7 月）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

步入快速展店期。婚庆连锁标的具有稀缺性，公司在华东地区拥有极强品牌效应，计划未来 3 年将把同庆楼影响力扩张至全国范围。公司 IPO 募集资金约 4 亿元将用于新开 15 家餐饮店（合肥 6 家，常州 6 家，南京 3 家），有 6 家在 IPO 之前已经开业。2021 年 5 月和 7 月公司已经分别新开 1 家门店，正在建设的 2 个富茂酒店将于下半年开业，预计今年全可以新开 8 家以上大型餐饮及酒店。公司 15 家门店预计将于 2022 年全部开业，将为公司贡献营收 6.23 亿元，新增利润 9156 万元。未来几年，公司计划每年新开大型餐饮酒店、宾馆数家（餐饮酒店单店面积平均在 5000-10000 平米、宾馆单店面积平均不低于 10 万平米）。

图表 40 公司门店可复制基础



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 41 公司新开门店项目概况

地区	新增门店	已开店	拟开新店	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	16380	25453	21.90%	5.19 年
常州	6	3	3	15770	23450	20.72%	5.35 年
南京	3	1	2	9050	13390	20.53%	5.35 年
合计	15	6	9	41200	62293		

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

4.2 宴会+酒店服务全面升级

多样宴会及酒店业务, 提高空间利用效率, 满足消费者多元需求。同庆楼完善的宴会厅产品及专业团队除婚宴外, 也可承接宝宝宴、升学宴等多样化的宴会需求, 打造“十大喜宴”, 提高宴会厅利用率, 也提升公司中大型宴会业务体量。公司婚礼事业部运营“帕丽斯艺术中心”、“同庆楼宴会中心”两大品牌, 以宴会厅会主, 提供一站式宴会服务。“帕丽斯”品牌定位高端婚礼, 2019 年合肥首家门店开业, 签约知名设计师蔡上和国际大咖, 3 个宴会厅能同时满足 70 余桌宾客。2021 年 7 月, 靖江店开业, 面积 6000 平方米, 4 个欧式宫廷宴会厅可容纳近 200 桌宾客同时用餐, 南京、杭州、上海门店也在商务接洽中。“同庆楼宴会中心”强调高性价比, 芜湖银湖店于 21 年 7 月开业, 面积 3000 平方米, 3 种风格迥异的宴会厅可同时满足 70 桌宾客用餐, 正在签约的常州、武汉、阜阳、濉溪四个城市门店也在紧张筹备中。

图表 42 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, 需配备专程为婚礼服务的设备、场务人员, 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, 华安证券研究所

此外, 为充分发挥同庆楼餐饮和宴会在市场上的经营优势, 解决多功能宴会厅在非宴会期间的空置问题及餐饮顾客切实存在的住宿需求, 公司成立宾馆事业部, 打造酒店品牌“富茂 Fillmore”。富茂大饭店作为公司旗下首个大型综合性酒店建筑面积 8.76 万平方米, 拥有 10 个宴会大厅, 60 间包厢以及 502 间客房及套房。2020 年 10 月包厢和宴会部分开业, 2021 年上半年已实现盈利, 客房部分预计 2021 年 10-11 月全部开业。合肥市在建 2 个富茂酒店项目瑶海富茂和北城富茂, 计划 2021 年下半年陆续开业。凭借同庆楼+客房的综合优势, 发展高性价比的酒店业新模式, 公司设施利用效率和经营效益将得到较大提升。餐饮、宴会及酒店, 多业态联动发展共享公司资源, 大幅增加公司业务范围, 快速占领不同市场, 满足消费者不同需求的基础上也提升经营效益。

图表 43 同庆楼富茂大饭店和平路店内容



资料来源：小红书，华安证券研究所

4.3 食品业务打造新增长曲线

传统烹饪工艺之上不断创新，公司布局预制菜业务。同庆楼作为中华老字号餐饮企业，其烹饪工艺历经多年传承，拥有一些经典菜肴的独特工艺。在此基础上不断探索创新，利用同庆楼大厨坐阵研发新品、把握产品口味及质量，以打造同庆楼食品的产品力。2020年7月公司组建食品加工事业部，食品加工中心面积1万平方米，设有面点速冻、腌腊、酱料、臭鳊鱼4条产线，公司食品业务进军当下火爆的预制菜、方便速食、方便菜肴市场，产品矩阵以一人食自热饭系列、臭鳊鱼系列、预制菜系列为核心，辅以速冻面点、腌腊等。2021年上半年，公司食品事业部已初步完成团队建设，目前所有食品产品已经进入全面量产阶段。公司通过线上线下多种渠道进行全面推广，线上除天猫平台外，公司有自己的网上商城和微信小程序，线下也将在门店大堂设置食品展台。21年9月份公司将上线一人食产品，并同步进行大型综艺植入，Q4食品业务预计有望实现营收2000万元。

图表 44 同庆楼臭鳊鱼系列产品



资料来源：同庆楼淘宝旗舰店，华安证券研究所

图表 45 同庆楼一人食自热饭系列产品



资料来源：同庆楼淘宝旗舰店，华安证券研究所

5 盈利预测、估值及投资评级

公司主要收入来源于餐饮业务、食品业务、其他业务，各分部收入假设如下：

- 1、餐饮业务：收入主要来自于门店扩张，预计 2021-203 年门店数量分别为 64/74/84 家，单店收入分别为 2305 万元/2393 万元/2424 万元，2021-2023 年餐饮业务分别营收 14.75 亿元/17.70 亿元/20.36 亿元，同比增长 25%/20%/15%；
- 2、食品业务：处于快速扩容期，预计 2021-2023 年收入分别为 0.3 亿元/1.2 亿元/1.6 亿元；
- 3、其他业务：增长来源于一站式宴会服务，预计 2021-2023 年收入分别为 1.62 亿元/2.18 亿元/2.95 亿元，同比增速分别为 40%/35%/ 35%。

伴随疫情趋于缓和，公司扩店顺利，食品业务有序推进放量，后端供应链与组织运营能力协同发展，作为中华百年老字号餐饮品牌，公司不断推陈出新，孕育新机。我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 16.67 亿元/21.09 亿元/24.91 亿元，同比增长 28.7%/26.5%/18.1%，对应归母净利润 2.32 亿元/2.65 亿元/3.12 亿元，同比分别增长 25.1%/14.3%/17.8%，对应 EPS0.89 元/1.02 元/1.20 元。我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，目标价格 26.7 元，给予“买入（首次）”评级。

图表 46 上市餐饮相关企业估值对照表

公司	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			2020 年净资产收益率	2019 年净资产收益率
			TTM	21E	22E		
同庆楼	48.65	48.65	25.73	21.97	17.53	9.71	20.05
均值	393.71	393.71	1651.86	54.20	28.35	2.16	33.17
广州酒家	129.75	129.75	33.75	23.72	19.29	17.55	18.27
海底捞	1692.29	1692.29	861.07	54.86	30.38	3.02	22.07
九毛九	377.16	377.16	232.69	65.89	42.73	4.11	123.54
呷哺呷哺	82.82	82.82	8769.80	15.18	10.82	0.08	12.13
全聚德	31.59	31.59	-11.87	143.58	49.35	-21.53	2.97

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

门店扩张不及预期；食品安全风险；疫情反复风险；原材料价格波动风险；供应链建设不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1252	1273	1369	1549	营业收入	1296	1667	2109	2491
现金	455	456	486	619	营业成本	586	756	991	1171
应收账款	7	6	8	11	营业税金及附加	2	4	5	6
其他应收款	27	39	49	56	销售费用	424	550	696	822
预付账款	22	29	39	45	管理费用	68	83	105	125
存货	101	103	148	179	财务费用	-6	-7	-7	-7
其他流动资产	639	639	639	639	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	999	1268	1564	1801	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	336	449	598	746	营业利润	309	305	349	411
无形资产	150	200	267	304	营业外收入	10	7	7	8
其他非流动资产	512	619	698	751	营业外支出	70	3	3	3
资产总计	2251	2540	2933	3350	利润总额	248	309	353	415
流动负债	345	403	531	636	所得税	63	77	88	104
短期借款	0	0	0	0	净利润	185	232	265	312
应付账款	141	184	238	283	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	203	219	293	353	归属母公司净利润	185	232	265	312
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	320	374	445	457
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.08	0.89	1.02	1.20
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	345	403	531	636					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	200	200	200	200	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	802	802	802	802	成长能力				
留存收益	904	1135	1400	1712	营业收入	-11.4%	28.7%	26.5%	18.1%
归属母公司股东权	1906	2137	2402	2714	营业利润	17.6%	-1.1%	14.2%	17.8%
负债和股东权益	2251	2540	2933	3350	归属于母公司净利	-6.3%	25.1%	14.3%	17.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	54.8%	54.7%	53.0%	53.0%
					净利率 (%)	14.3%	13.9%	12.5%	12.5%
					ROE (%)	9.7%	10.8%	11.0%	11.5%
					ROIC (%)	8.4%	9.6%	9.7%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	15.3%	15.9%	18.1%	19.0%
					净负债比率 (%)	18.1%	18.9%	22.1%	23.4%
					流动比率	3.63	3.16	2.58	2.44
					速动比率	3.27	2.83	2.23	2.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.66	0.72	0.74
					应收账款周转率	183.81	271.72	252.96	229.46
					应付账款周转率	4.15	4.12	4.17	4.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.08	0.89	1.02	1.20
					每股经营现金流	0.96	1.42	1.75	1.75
					每股净资产	7.33	8.22	9.24	10.44
					估值比率				
					P/E	33.44	20.50	17.93	15.23
					P/B	3.25	2.22	1.98	1.75
					EV/EBITDA	13.46	8.53	7.11	6.64

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师简介

分析师: 王莺, 华安证券农业&中小盘首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。