

## 公司深度报告

2022年09月02日

東亞前海證券有限責任公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 徽菜老字号精耕中式正餐，名厨系列打开预制菜市场

## ——同庆楼（605108.SH）首次覆盖报告

## 核心观点

徽菜百年老店专注大众餐饮，疫后表现亮眼。公司是立足江苏和安徽市场的大型正餐酒楼连锁企业，中华老字号品牌，以大众化菜品为主，截至2021年底，公司开业门店63家。2021年营业收入16.08亿元，同比增长24%。实现疫后强势反弹，考虑疫情形势好转及新店收入爬坡，公司盈利能力有望持续提升。

餐饮行业疫后强势复苏，正餐赛道进入精耕时代。2021年，全国餐饮市场规模已恢复至2019年同期水平，2024年市场规模可达到6.6万亿，2022-2024年行业CAGR达12%。正餐赛道机遇在于：1)单店模型持续优化，2021年中式餐饮企业平均单店年营业额全行业最高，大店+高客单价模式支持单店高盈利。2)特色赛道潜力大，婚宴市场规模有望持续增长，婚宴企业向一站式婚礼服务转型已成大势所趋，行业有望进入新一轮整合期，龙头企业凭借先发优势，充分发挥品牌效应，巩固竞争地位，市占率有望走高。

公司正餐模式日益成熟，老店升级+新店扩张创造业绩增量。1)正餐赛道经营稳健，婚宴门店营收占比持续增长，大店老店稳住业绩基本盘，大型旗舰店和婚宴类门店盈利能力强，精品店创收能力强，老店业绩稳健性强。2)存量升级+新店扩张，业绩有望再提升，酒店和婚宴仍将是公司拓店主力，成熟正餐单店模型将持续输出，考虑公司多地新店项目已进入合同待签阶段，预计五年百店目标长期有望实现。

名厨菜切入预制菜赛道，餐企优势明显。1)围绕名厨菜扩充SKU，门店大厨支撑产研实力，品牌价值溢出，构筑产品端核心壁垒。2)具备中央厨房供应链资源，支撑食品业务加速扩张，控制成本同时保证菜品质量，构筑供应端先天优势。3)渠道端“三位一体”销售路径完善，公司拥有众多大型线下餐饮门店，日均进店顾客4万多人，瞄准高粘性客群精耕私域流量，已获得顾客的广泛积极回应，构筑渠道端独特优势。

## 投资建议

餐饮业疫后恢复势头良好，正餐赛道进入比拼精耕能力时代，公司正餐单店模型日趋成熟，盈利性和可复制性强，五年百店目标长期有望实现。预制菜深耕皖苏两省市场，从名厨菜切入，销量有望快速提升。我们预计公司2022/2023/2024年分别实现营业收入15.54/20.62/24.50亿元，实现归母净利润0.79/2.28/2.81亿元。基于9月1日收盘价23.58元，对应2022/2023/2024年PE分别为77.67X/26.88X/21.82X，首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**展店进度不及预期；疫情反复风险；行业竞争加剧风险

## 盈利预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1608.37	1554.37	2062.53	2450.12
增长率（%）	24.11	-3.36	32.69	18.79
归母净利润（百万元）	144.06	78.93	228.10	281.01
增长率（%）	-22.17	-45.21	188.99	23.20
EPS（元/股）	0.55	0.30	0.88	1.08
市盈率（P/E）	33.27	77.67	26.88	21.82
市净率（P/B）	2.42	3.11	2.79	2.47

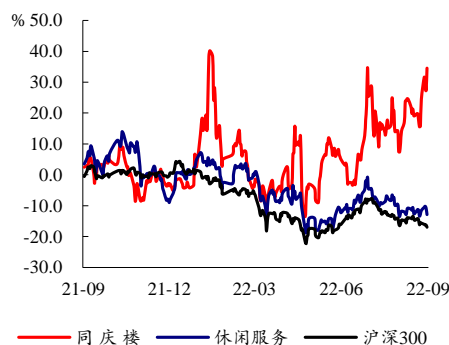
资料来源：iFind，东亚前海证券研究所，基于9月1日收盘价23.58元

评级 推荐（首次覆盖）

## 报告作者

作者姓名 汪玲  
资格证书 S1710521070001  
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn  
联系人 贺晓涵  
电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	260.00
流通A股/B股(百万股)	260.00/0.00
资产负债率(%)	32.10
每股净资产(元)	7.20
市净率(倍)	3.27
净资产收益率(加权)	3.83
12个月内最高/最低价	24.97/15.23

## 相关研究

## 正文目录

1. 立足正餐赛道，多类型品牌共同发展.....	4
1.1. 八大菜系之徽菜起家，老字号引领新式潮流.....	4
1.2. 疫后表现亮眼，底盘稳健业绩韧性强.....	5
2. 疫后行业加速整合，正餐进入精耕细作时代.....	7
2.1. 餐饮疫后强势复苏，连锁化创造增量空间.....	7
2.2. 单店高盈利，正餐门店精细化运营趋势显著.....	9
2.3. 放大餐饮社交属性，婚宴市场获利空间增大.....	11
3. 正餐模式日益成熟，复制扩张创造业绩增量.....	14
3.1. 正餐赛道稳健经营，定位大众餐饮锁定刚需.....	14
3.1.1. 餐饮门店新老结合，四大店型全面开花.....	14
3.1.2. 正餐单店规模差异大，大型旗舰店成核心支撑.....	16
3.1.3. 供应链优势加持，老字号品牌赋能升级.....	18
3.2. 创新赛道独具一格，宴请特色未来可期.....	19
3.2.1. 宴会：品牌效应已显，主推一站式服务.....	19
3.2.2. 酒店：餐饮+宴会+住宿模式形成业态联动.....	21
3.3. 老店升级+新店扩张，发展速度稳中求进.....	22
4. 乘预制菜兴起东风，食品业务加速扩张.....	25
4.1. 预制菜风口正盛，餐企入局优势明显.....	25
4.2. 深耕皖苏市场，产品研发构成核心优势.....	27
4.3. 线上线下同步发力，餐饮店客流打开私域流量.....	28
5. 盈利预测 .....	28
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	4
图表 2. 公司四大店型简介.....	4
图表 3. 公司股权结构.....	5
图表 4. 公司门店数量变化（家） .....	5
图表 5. 2017-2021 年公司营业收入变动情况 .....	6
图表 6. 2017-2021 年公司归母净利润变动情况 .....	6
图表 7. 2019-2020 年公司营业收入变动情况（万元） .....	6
图表 8. 2020-2021 年公司营业收入变动情况（万元） .....	6
图表 9. 疫后公司餐饮业务毛利率在全行业处于较高水平.....	7
图表 10. 公司在省内业务毛利率高于省外.....	7
图表 11. 2017-2021 年公司营业收入构成 .....	7
图表 12. 2014-2021 年中国餐饮市场规模及同比增速 .....	8
图表 13. 2022-2024 年中国餐饮市场规模预测（万亿元） .....	8
图表 14. 2018-2020 年中国餐饮连锁化率 .....	8
图表 15. 2020 年中日美餐饮连锁化率对比.....	8
图表 16. 2019-2021 年各餐饮品类连锁化率 .....	9
图表 17. 餐饮上市公司 2021 年营业收入及同比增速.....	9
图表 18. 餐饮上市公司 2021 年门店数及同比增长.....	9
图表 19. 2021 年一线城市各餐饮品类 GTV 占比.....	10
图表 20. 2021 年新一线城市各餐饮品类 GTV 占比.....	10
图表 21. 2021 年各餐饮品类平均单店营业额（万元） .....	10

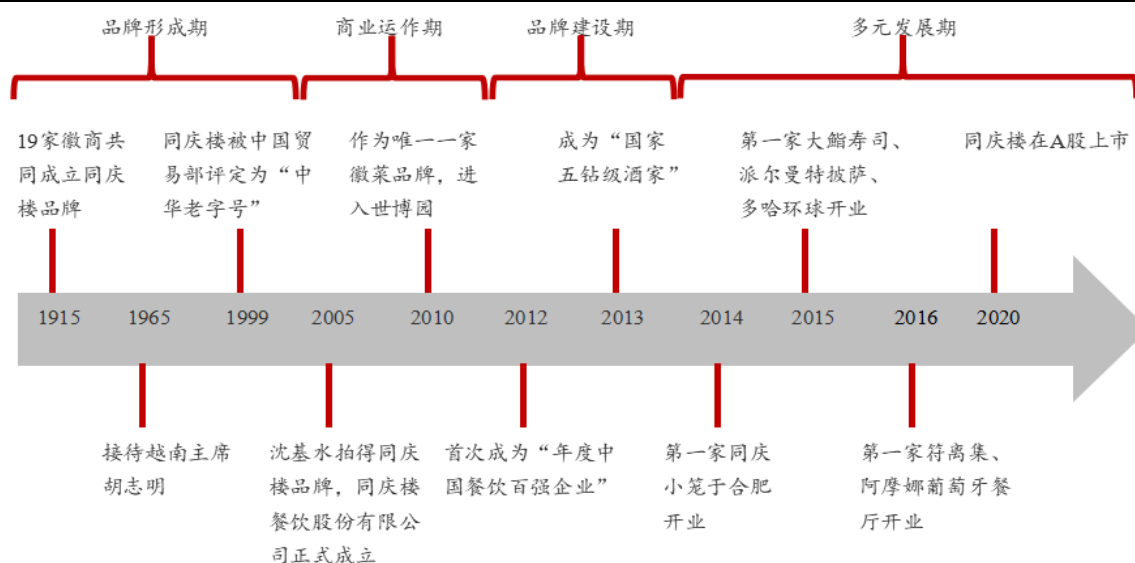
图表 22.	2021 年各餐饮品类平均单店营业额同比增速.....	10
图表 23.	2019 年各细分餐饮市场毛利率平均值.....	11
图表 24.	2021 年各线城市消费者开通品牌会员倾向占比（人/千人） .....	11
图表 25.	中国狭义婚庆市场规模预测.....	12
图表 26.	2020 年中国婚庆产业链各环节消费占比.....	12
图表 27.	2015、2019、2020 年中国结婚平均花费（万元/对） .....	12
图表 28.	2020 年婚宴酒席价格预算占比.....	12
图表 29.	2020 年上海新人对一站式婚礼服务模式接受度.....	13
图表 30.	2020 年 95 后用户主题式婚礼消费意愿.....	13
图表 31.	目前婚礼服务市场格局.....	13
图表 32.	未来婚礼服务市场格局预测.....	13
图表 33.	公司四大店型简介.....	14
图表 34.	2021 年末公司门店规模分布（家） .....	15
图表 35.	2021 年末公司正餐门店构成（家） .....	15
图表 36.	2017-2019 年各类门店坪效（万元/平米/年） .....	15
图表 37.	2017-2019 年各类门店净利率 .....	15
图表 38.	2020-2021 年公司营业收入构成（%） .....	16
图表 39.	2021 年门店的店龄分布（家） .....	16
图表 40.	2021 年公司门店省份分布.....	16
图表 41.	2021 年公司门店城市分布.....	16
图表 42.	2017-2019 年正餐门店营业收入结构 .....	17
图表 43.	2017-2019 年正餐门店净利润结构 .....	17
图表 44.	2017-2019 年各类正餐门店净利率 .....	17
图表 45.	2017-2019 年各类正餐门店营业利润率 .....	17
图表 46.	2017-2019 年正餐门店坪效（万元/平米/年） .....	17
图表 47.	2017-2019 年正餐门店人均消费（元） .....	17
图表 48.	2017-2019 年正餐门店翻台率 .....	18
图表 49.	2017-2019 年正餐门店翻座率 .....	18
图表 50.	2017-2019 年公司餐饮门店在所在地区人均消费（元） .....	18
图表 51.	公司中央厨房宣传图.....	19
图表 52.	公司宴会类门店平均净利率水平最高.....	19
图表 53.	公司餐饮、宴会服务毛利率.....	19
图表 54.	2020-2021 年公司季度营业收入（万元） .....	20
图表 55.	2020-2021 年公司季度营业收入构成 .....	20
图表 56.	升学宴提供配套服务.....	21
图表 57.	婚庆个性化定制项目.....	21
图表 58.	公司富茂酒店宣传图.....	22
图表 59.	富茂获得消费者极高评价.....	22
图表 60.	2017-2019 年老店营收增速下滑幅度更低 .....	23
图表 61.	老店营业收入表现更加稳健（亿元） .....	23
图表 62.	正餐大店自开业至达到收支平衡需 1-2 年（年） .....	23
图表 63.	公司近年来新开门店及在建门店.....	24
图表 64.	乐观、中性、保守预测下公司开店情况（家） .....	24
图表 65.	预制菜产业链.....	25
图表 66.	2019-2026 年中国预制菜行业市场规模及预测 .....	26
图表 67.	2011-2022 年国内预制菜相关企业新增注册量.....	26
图表 68.	预制菜赛道玩家优劣势对比.....	27
图表 69.	名厨菜在公司预制菜中销量排名居前.....	27
图表 70.	电商平台产品投放.....	28
图表 71.	公司开店预测（家） .....	29

## 1. 立足正餐赛道，多类型品牌共同发展

### 1.1. 八大菜系之徽菜起家，老字号引领新式潮流

百年老店坚持品质，专注大众餐饮市场。同庆楼由徽商于1925年在安徽创立，是江苏和安徽两省市场上较大的正餐酒楼连锁企业，是国家正式认定的中华老字号品牌，根据中国烹饪协会的统计，自2011年至今同庆楼已连续九年位列中国餐饮百强企业榜单。2020年，公司在A股主板上市，同庆楼以大众化菜品为主，同时承接满月宴、升学宴、结婚宴等。截至2021年12月31日，公司开业门店63家，覆盖安徽、江苏、北京三大市场。

图表1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

布局新式餐饮，打造多样品牌。2015年开始，随着传统餐饮行业发展景气度下降，同庆楼推出新餐饮业务（大鲷寿司、多哈环球、符离集等）、酒店业务（富茂 Fillmore）和食品业务（同庆楼速冻面点、自热饭等），快速占领不同细分市场。2020年公司成立了五大事业部：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，经营模式上，公司采取连锁直营模式，综合店中店和独立开店模式进行运作，有效提高运营效率。

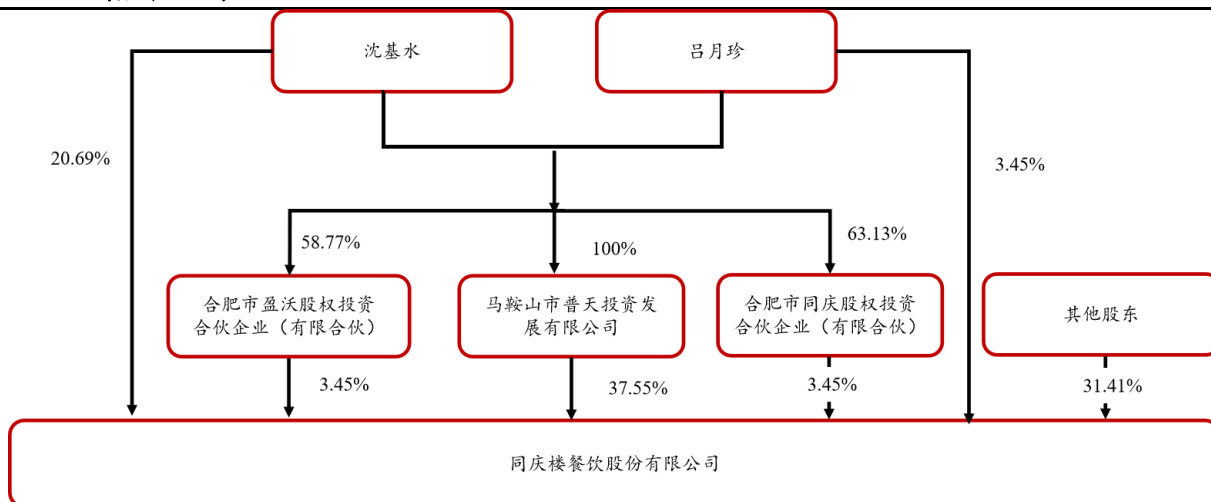
图表2. 公司四大店型简介

事业部	简介
餐饮事业部	同庆楼品牌，定位于大众聚餐与宴会服务，满足朋友聚餐、商务宴请及各类宴会及婚庆市场需求
婚礼事业部	以帕丽斯艺术中心、同庆楼宴会中心两大品牌进行发展，主攻宴会市场，专门经营婚礼喜宴和各种宴会
新餐饮事业部	包含旗下符离集等众多快餐子品牌，成立独立事业部旨在将单个子品牌孵化成熟后快速复制
宾馆事业部	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
食品事业部	自建有食品加工厂，2021年上半年全面投产，主要产品有臭鳊鱼（带调料包）、速冻大肉包多款名厨菜

资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

公司股权集中度高，员工持股较多。沈基水与吕月珍夫妻二人持股 61.69%，为公司的实际控制人。此外，截至 2021 年 12 月 31 日，两个员工持股平台（同庆投资与盈沃投资）分别持有 3.45% 的股份，员工持股使得员工的利益与公司深度绑定，形成有效的激励机制。

图表3. 公司股权结构

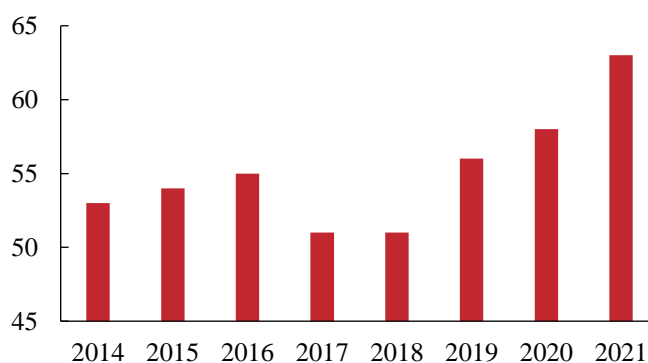


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

## 1.2. 疫后表现亮眼，底盘稳健业绩韧性强

门店数量触底回升，疫情期间逆势增长。2018 年公司门店达到历史最低的 51 家，随后开始快速回弹，在 2019 年净增加门店 5 家。此外，在疫情较为严重的 2020 年与 2021 年，公司持续保持门店数量的增长，2020 年新增门店 2 家，2021 年公司加速开店扩张，新增门店数 5 家。至 2021 年末，公司门店已达到 63 家。

图表4. 公司门店数量变化（家）



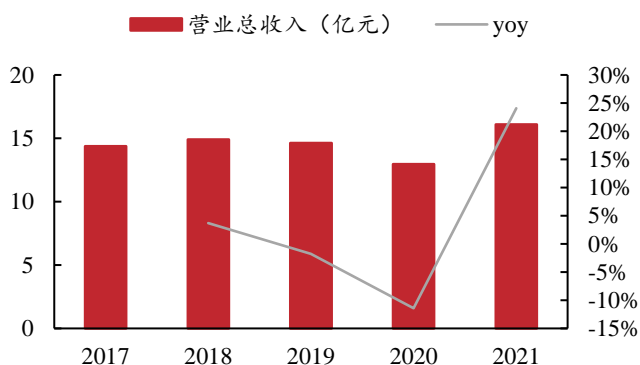
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

营业收入强势反弹，新业务拓展净利润承压。受到疫情的影响，2020 年公司实现营业收入 12.96 亿元，同比下降 11%，2021 年随着疫情逐渐得到控制，以及公司大力发展外卖业务，2021 年营业收入回升至 16.08 亿元，同比增长 24%。但因为公司 2021 年新开店数较多，其食品业务前期研发投入较大，费用率上升，导致净利润出现下滑，净利润由 2017 年的 1.59 亿元



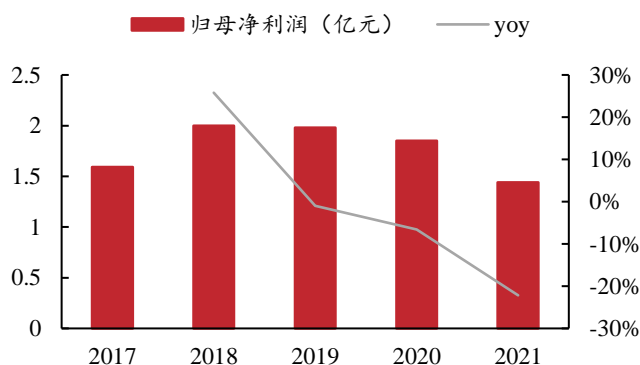
小幅下降至 2021 年的 1.44 亿元。随着未来疫情形势的好转及新店收入的稳定，公司盈利能力有望提升。

图表5. 2017-2021 年公司营业收入变动情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

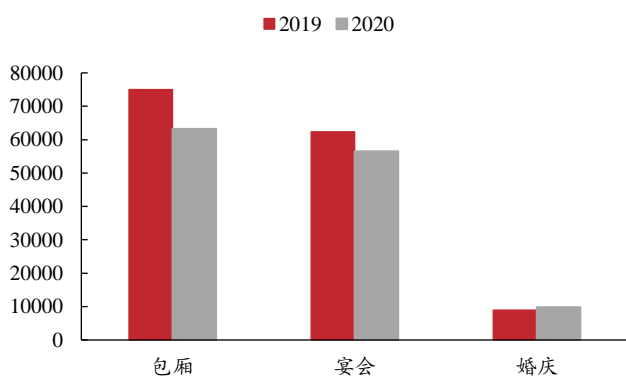
图表6. 2017-2021 年公司归母净利润变动情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

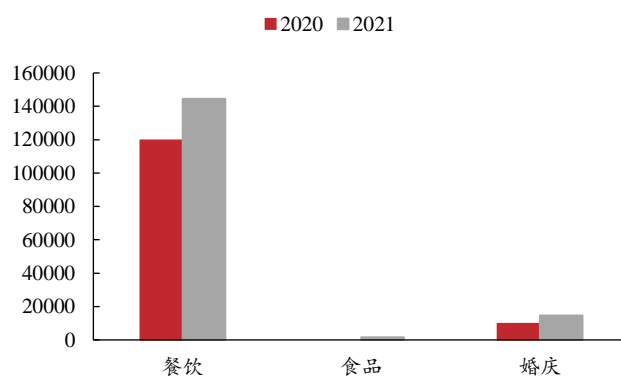
**餐饮收入疫后稳健恢复，婚庆业务逆市增长。**2020 年受疫情影响公司业绩承压，但婚庆业务在疫后逆市增长，2019/2020/2021 年分别实现营业收入 0.89/0.98/1.47 亿元，2020/2021 年分别同比增长 10.16%/48.98%，餐饮收入 2021 年同比增速为 20.62%。2021 年，公司各项业务均实现不同程度恢复，但婚庆业务的恢复能力更强，并表现出对疫情较高的抗风险能力。原因在于，一是公司宴会业务采取提前预定模式，无宴会期间门店不需要开餐，降低用工等各项成本，提高抗风险能力；二是 2021 年公司新开 2 家高端宴会门店，叠加疫情期间积压的婚宴需求在疫后集中释放，使得婚宴收入在疫后实现高速增长。

图表7. 2019-2020 年公司营业收入变动情况(万元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

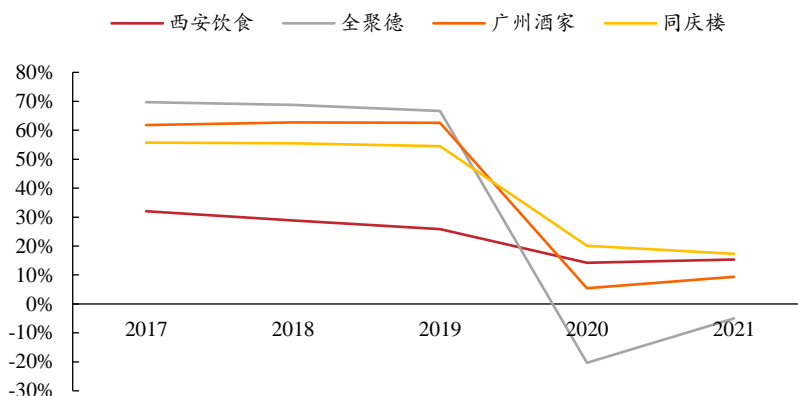
图表8. 2020-2021 年公司营业收入变动情况(万元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**公司毛利率行业领先，疫后恢复能力强。**2020 年全行业毛利率均出现大幅下降，系会计准则调整叠加疫情影响所致，疫后公司在全行业毛利率跃升至领先水平，表现出较强的疫后恢复能力，原因一是在于公司大众、正餐的市场定位，二是公司采取成本加成的定价策略，并将稳定毛利率作为绩效考核指标，在营销策略制定和成本管控方面能力突出。

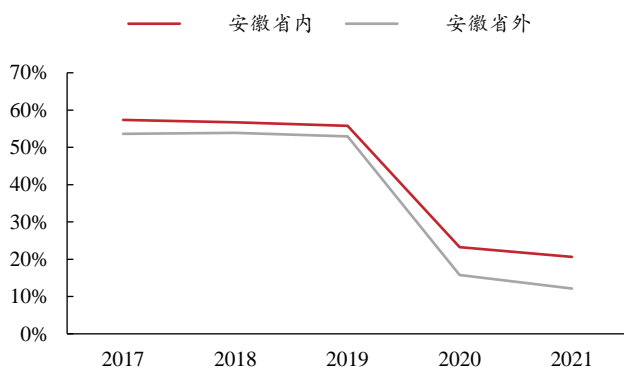
图表9. 疫后公司餐饮业务毛利率在全行业处于较高水平



资料来源：各上市公司公告，东亚前海证券研究所

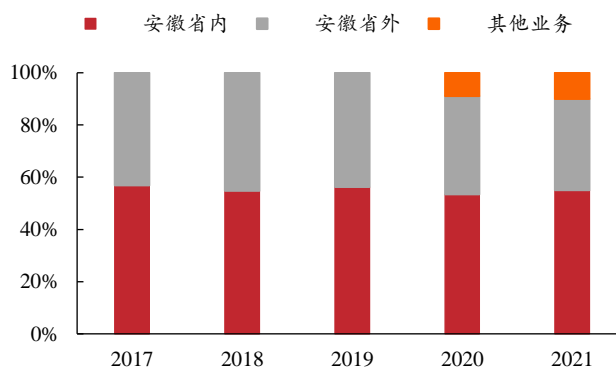
**省内业务盈利能力更强，餐饮收入占比持续高位。**从营收构成来看，近年来省内业务收入占比稳定在 55%左右，省内外业务各占一半。从省内外毛利率来看，公司在省内业务的表现略微优于省外业务表现，2020 年前，两地毛利率都为稳定在 55%左右，2020 年后受疫情影响，毛利率显著降低，其中省外毛利率下降幅度更大，原因是在 2020-2021 年间，企业在省外扩张新店，使省外营业成本占比上升，毛利率下降更快。

图表10. 公司在省内业务毛利率高于省外



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表11. 2017-2021 年公司营业收入构成



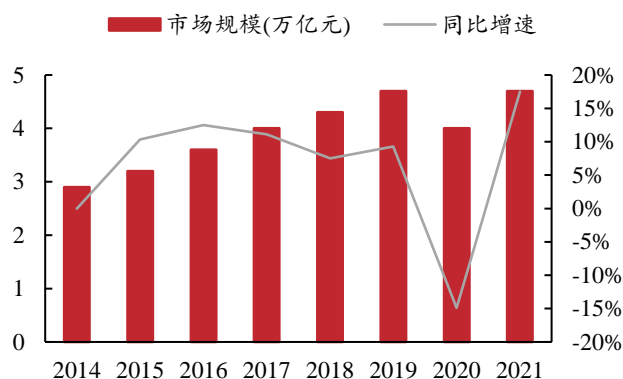
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

## 2. 疫后行业加速整合，正餐进入精耕细作时代

### 2.1. 餐饮疫后强势复苏，连锁化创造增量空间

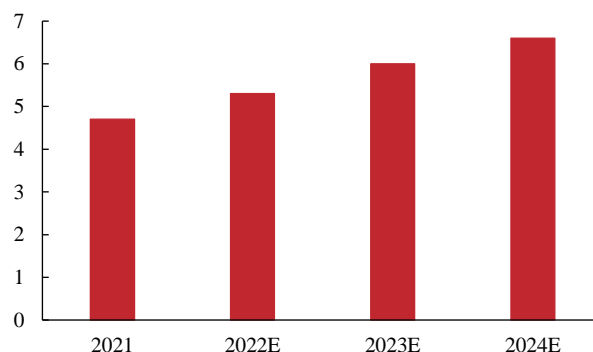
**餐饮行业市场规模稳步上升，未来复苏趋势不变。**餐饮行业市场规模由 2014 年 2.9 万亿元增长至 2019 年 4.7 万亿元，5 年 CAGR 达 10.1%。2020 年，餐饮市场规模受疫情影响下降至 4 万亿元，但在疫后实现反弹，2021 年已恢复至 2019 年同期水平。根据 CCFA 与华兴资本预测，2021 年后行业将重回稳健发展轨道，2024 年市场规模可达到 6.6 万亿，2022-2024 年行业 CAGR 有望回升至 12%。

图表12. 2014-2021 年中国餐饮市场规模及同比增速



资料来源：CCFA&华兴资本，东亚前海证券研究所

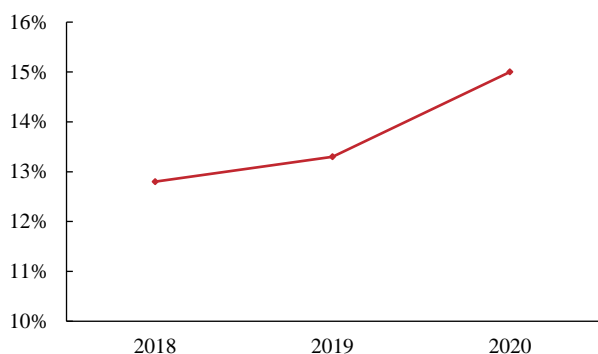
图表13. 2022-2024 年中国餐饮市场规模预测（万亿元）



资料来源：CCFA&华兴资本，东亚前海证券研究所

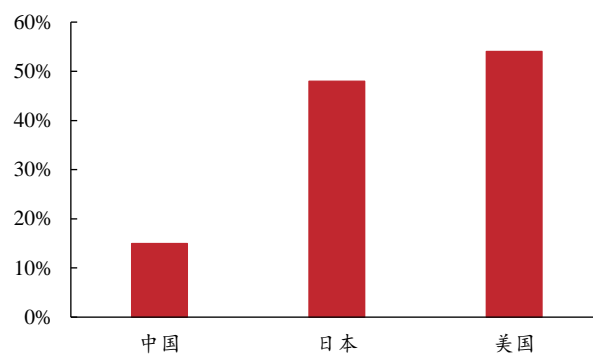
**餐饮行业连锁化率较低，未来提升空间广阔。**餐饮行业门槛低，进入退出壁垒小，导致餐饮行业连锁化率较低，非连锁化、非品牌化企业占比较大。2018/2019/2020 年,我国餐饮行业连锁率分别为 12.80%/13.30%/15%, 连锁化率偏低，相较日本（48%）、美国（54%）的餐饮行业连锁率仍有较大提升空间。

图表14. 2018-2020 年中国餐饮连锁化率



资料来源：CCFA&华兴资本，东亚前海证券研究所

图表15. 2020 年中日美餐饮连锁化率对比

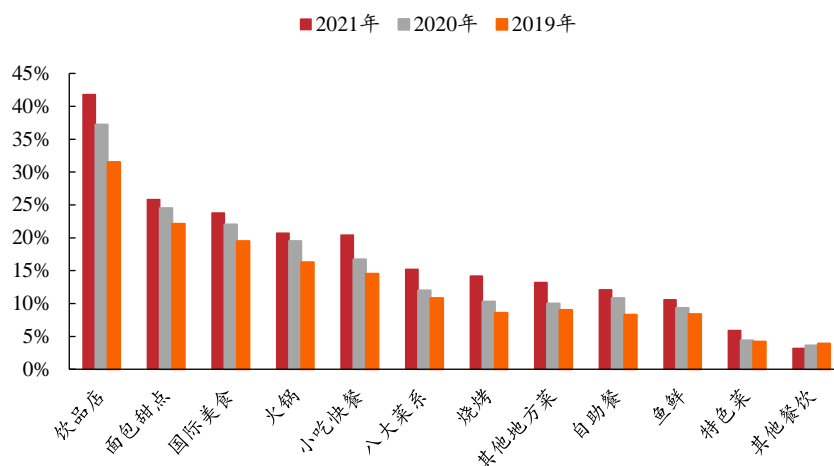


资料来源：CCFA&华兴资本，东亚前海证券研究所

**疫情加速餐饮行业连锁化进程，各品类连锁化率显著提升。**由于餐饮企业的人工、租金成本占比较高，且较为刚性，受到疫情冲击大，小型餐企抵御系统风险能力差，疫后进一步出清，头部餐饮企业凭借品牌和资金实力入驻商圈，客流更加稳定，抗击风险能力较强，疫情冲击为行业连锁化率提升创造重要窗口期。2019-2021 年，各类餐饮业态连锁化率均呈上升趋势，八大菜系连锁化率提升 4.4pct，正餐赛道连锁化进程提速。



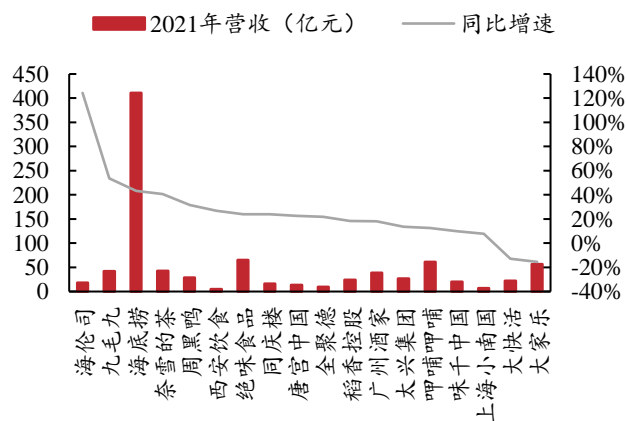
图表16. 2019-2021 年各餐饮品类连锁化率



资料来源: CCFA&华兴资本, 东亚前海证券研究所

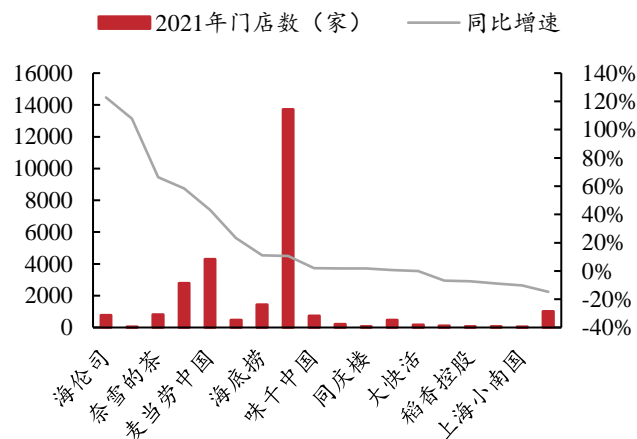
**2021 年餐饮上市公司恢复速度快, 头部企业展店势头不减。**2021 年, 多数餐饮上市公司营业收入同比增速介于 10%到 30%之间, 仅两家负增长, 其中海伦司、九毛九、海底捞、奈雪的茶 4 家企业营收同比增速达到 40% 以上, 进入疫后复苏周期, 上市公司业绩呈现强势回弹, 持续看好餐饮行业恢复能力。规模扩张是头部餐企疫后的另一大趋势, 奈雪的茶、麦当劳、九毛九均在 2021 年继续拓店, 门店数量同比增速均在 40%以上, 海伦司、广州酒家 2021 年门店数量同比增速均超过 100%, 充分把握疫后连锁化机遇。

图表17. 餐饮上市公司 2021 年营业收入及同比增速



资料来源: CCFA&华兴资本, 东亚前海证券研究所

图表18. 餐饮上市公司 2021 年门店数及同比增长

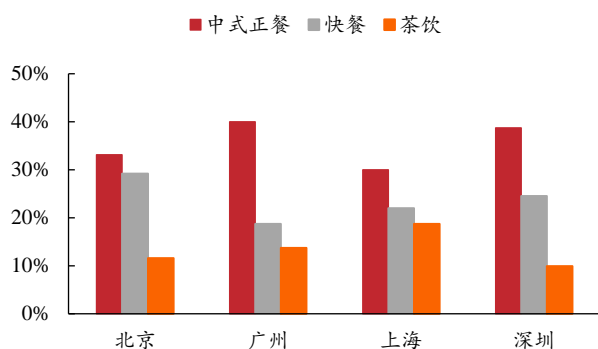


资料来源: CCFA&华兴资本, 东亚前海证券研究所

## 2.2. 单店高盈利, 正餐门店精细化运营趋势显著

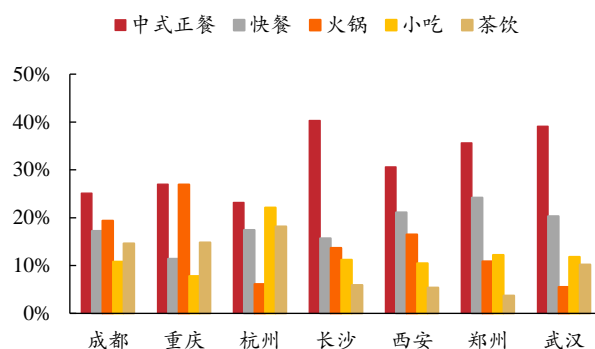
餐饮行业中, 中式正餐规模最大。以 GTV (总成交额) 计算, 中式正餐在一线城市占比介于 30%-40%之间, 在新一线城市介于 20%-40%之间, 显著高于快餐及其他餐饮, 在消费能力较强的高线城市, 中式正餐的社交和高端属性强, 成为居民餐饮消费的主流选项。

图表19. 2021年一线城市各餐饮品类 GTV 占比



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

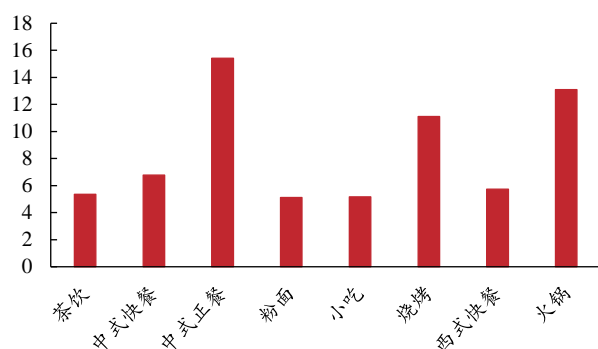
图表20. 2021年新一线城市各餐饮品类 GTV 占比



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

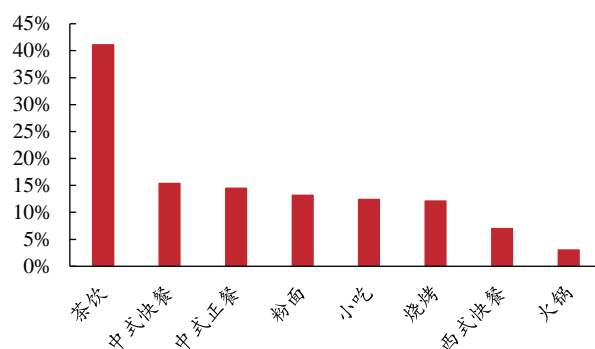
**大店+高客单价模式，中式餐饮单店营业额水平行业内最高。**相比快餐迅速展店带来量上的优势，中式正餐专注单店模型的可盈利性，开店或以其特定地方菜系为支点，具有区域性特征，或布局在消费能力较强的一线、新一线城市商圈内，扩张战略相对稳健，单店盈利能力更强，2021年中式餐饮企业平均单店年营业额为15.42万元，超出排名第二、第三的火锅以及烧烤行业分别17.86%/38.79%，正餐企业单店营业额同比增速14.5%，仅次于茶饮赛道。

图表21. 2021年各餐饮品类平均单店营业额（万元）



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

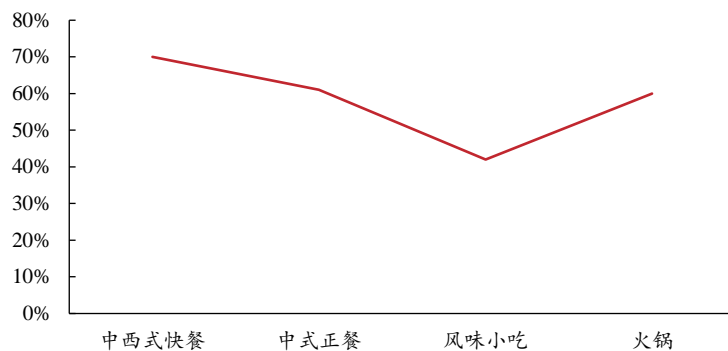
图表22. 2021年各餐饮品类平均单店营业额同比增速



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

**中式正餐毛利水平相对更高。**通过对比各细分餐饮市场，中式正餐毛利率集中在51.8%-69.5%水平之间，平均61%，行业平均水平略低于中西式快餐的70%，正餐的标准化程度弱于快餐，故其毛利率稍低，但在行业中仍处于中上水平，主要由于正餐门店多采取成本加成的定价模式，且营销策略、成本管控、供应链管理等方面能力突出。

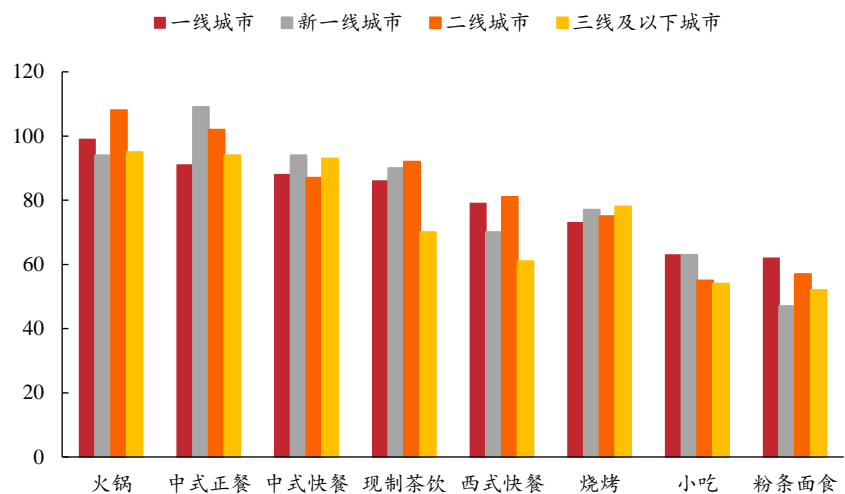
图表23. 2019 年各细分餐饮市场毛利率平均值



资料来源：CCFA&普华永道，东亚前海证券研究所

中式正餐顾客粘性大，会员制玩法更为有效。会员体系对于餐饮品牌较为关键，会员渠道的营销可维护现有消费客群，建立稳定的二次流量。在消费者开通门店会员倾向性上，调研结果显示，中式正餐赛道中，消费者开通会员倾向较高，2021 年，一线/新一线/二线/三线城市中分别为 91/109/102/94 人次/千人次，仅低于火锅行业。原因在于中式正餐的客单价更高，高端属性更加明显，顾客更为重视会员体系给予的折扣力度与个性化的门店服务。

图表24. 2021 年各线城市消费者开通品牌会员倾向占比（人/千人）

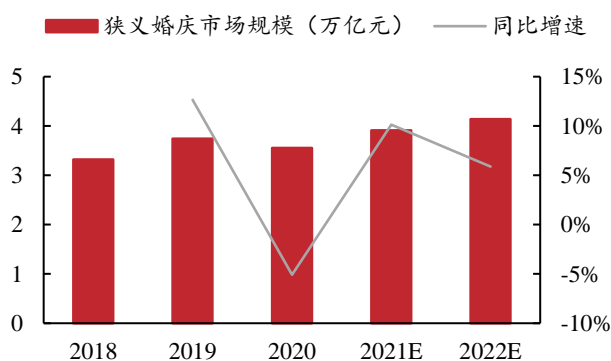


资料来源：CCFA&普华永道，东亚前海证券研究所

## 2.3. 放大餐饮社交属性，婚宴市场获利空间增大

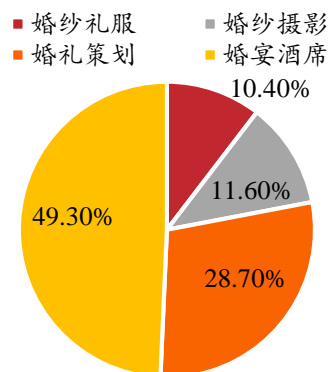
宴会业务逐渐恢复，婚宴市场重回增长轨道。宴会市场包括婚宴、寿宴、满月宴、升学宴、乔迁宴、庆功宴、年会宴等，其中婚宴和满月宴需求空间较大。根据艾媒咨询预测，随着疫情逐步缓解，婚庆行业规模恢复增长态势，预计 2022 年狭义婚庆行业市场规模将突破 4 万亿元，而在婚庆产业链中，婚宴酒席消费占比几近一半，婚宴市场存在较大空间。考虑随疫情得到控制，婚宴酒席业务有序恢复，三胎政策放开，满月宴、百日宴、周岁宴消费有望增加，我们持续看好宴会餐饮市场未来发展前景。

图表25. 中国狭义婚庆市场规模预测



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

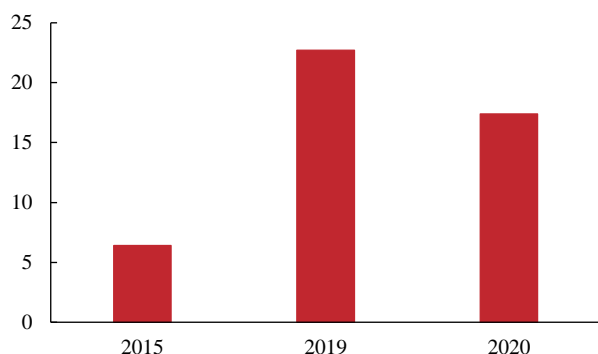
图表26. 2020年中国婚庆产业链各环节消费占比



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

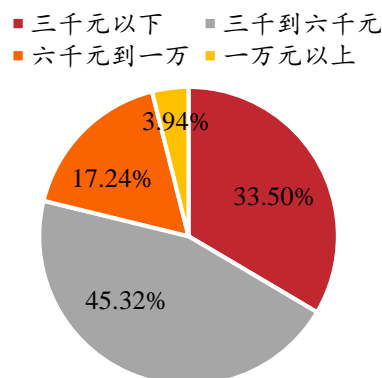
**婚宴餐饮单桌消费额呈上升趋势。**随着消费者对婚宴品质追求提升，婚宴单桌消费逐步提升。从婚宴酒席价格预算的调研数据看，客户对于单桌价格接受度较高，有45%的客户单桌婚宴餐饮预算在3000-6000元之间，婚宴消费需求持续升级，高客单价特征契合餐企单店模型。

图表27. 2015、2019、2020年中国结婚平均花费(万元/对)



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表28. 2020年婚宴酒席价格预算占比

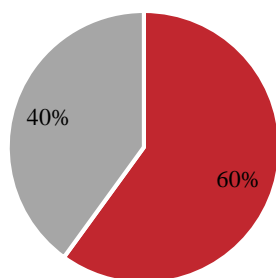


资料来源：时尚 COSMObride，东亚前海证券研究所

**主题式、一站式婚礼服务模式兴起。**从需求端看，结婚主力人群转向90后和00后，年轻人更加注重婚礼的个性化、高品质和便利性，主题式、一站式婚礼服务恰好满足了当前主力消费群体的核心需求。从供给端看，在传统婚庆产业链中，婚纱摄影、婚宴服务等细分行业高度分散、区域性强、成本高、客单价低、竞争激烈，难以形成规模效应。一站式服务模式下，婚纱摄影、交通旅游、首饰礼品等不同环节的婚礼服务商资源整合，形成协同效应，可降低成本，提升盈利能力。

图表29. 2020 年上海新人对一站式婚礼服务模式接受度

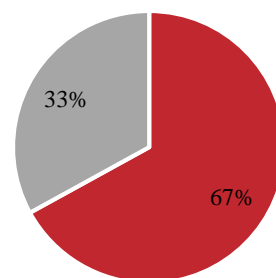
■ 接受度较高 ■ 接受度较低



资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

图表30. 2020 年 95 后用户主题式婚礼消费意愿

■ 主题式婚礼消费 ■ 其他

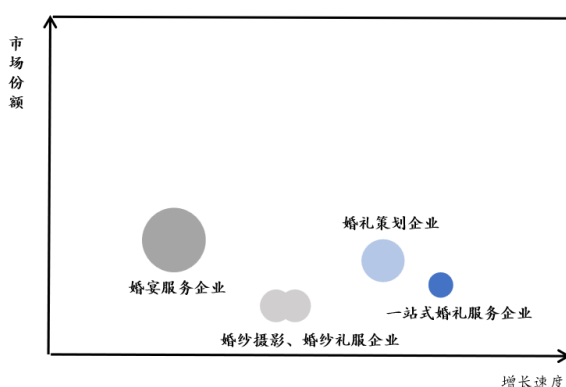


资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

**婚宴企业向一站式婚礼服务转型已势在必行。**当前婚礼市场上，婚宴服务企业市场份额虽然最大，但增速最慢，增速最快的是一站式婚礼服务企业，根据弗若斯特沙利文预测，未来一站式婚礼服务企业将成为婚礼市场上份额最大且增速最快的企业，以餐企为主的婚宴服务商则将处于竞争劣势。婚宴对餐企来说仅是细分赛道，在婚礼策划方面高度依赖外部专业人才，在婚礼服务产业链上处于低附加值环节，虽然凭借婚礼场地提供方的优势目前占据较大份额，但随着未来行业逐渐从总量驱动向质量驱动转型，定制化、一站式服务将更加迎合消费者需求。

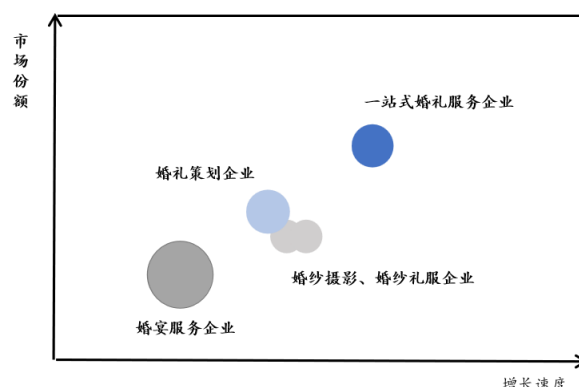
**婚宴市场品牌化特征凸显，行业集中度有望提升。**随着精品化、定制化婚礼流行，行业玩家纷纷加强婚宴品牌的打造与宣传，行业有望进入新一轮整合期，龙头企业凭借先发优势，充分发挥品牌效应，巩固竞争地位，市占率将愈发走高。

图表31. 目前婚礼服务市场格局



资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

图表32. 未来婚礼服务市场格局预测



资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所



### 3. 正餐模式日益成熟，复制扩张创造业绩增量

#### 3.1. 正餐赛道稳健经营，定位大众餐饮锁定刚需

##### 3.1.1. 餐饮门店新老结合，四大店型全面开花

传统正餐门店为创收主力，创新店成拓店主力。截至 2021 年底，公司 63 家已开业门店中传统正餐/高端宴会/酒店/新餐饮分别有 43/5/2/13 家，从 2019 年末到 2021 年末分别新开 1/2/2/2 家。传统正餐门店占比高达 70%，构成主力店型，其他 3 类为创新店型，其中高端宴会类门店主攻宴会市场，专营婚礼喜宴和各类宴会，酒店仍以餐饮为核心，主要满足外地赴宴客人住宿需求，新餐饮囊括旗下系列快餐品牌，创新店比重低但成为公司近年来主要展店方向。

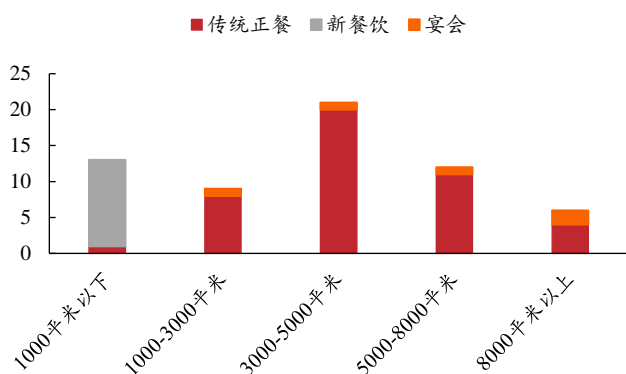
图表33. 公司四大店型简介

门店类型	门店数（家，截至 2021 年底）	定位	主推品牌
传统正餐	44	定位于大众聚餐与宴会服务 <b>精品店</b> ：1000-3000 平米，零点厅+包厢 <b>标准店</b> ：3000-5000 平米，包间+宴会厅为主，辅以零点消费 <b>旗舰店</b> ：5000 平米以上，大量包间+宴会厅	同庆楼
高端宴会	5	以宴会厅为主，很少配备包厢，无宴会酒店不需要开餐，特点是用工少、成本低，效益高。 <b>帕丽斯</b> ：3000-20000 平米，主打王室婚礼、明星婚礼、城堡婚礼、奢侈品婚礼、秘境婚礼、定制婚礼等产品，一站式高端宴会服务 <b>宴会中心</b> ：5000-8000 平米，采用多宴会经营模式，主要服务定婚宴、结婚宴，以及满月宴、百日宴、生日宴、毕业宴、升学宴、谢师宴、庆功宴、商务宴等特色宴会，定制一桌私宴，多桌主题宴。	帕丽斯、同庆楼宴会中心、会宾楼、玫瑰庄园
酒店	2	单店 2-10 万平米，以餐饮为核心业务，配套高性价比客房及娱乐配套设施，工作日主要接待会议，节假日接待宴会以及满足外地赴宴客人的住宿需求。	富茂大饭店（Fillmore Grand、富茂花园 Fillmore Garden）
新餐饮	12	门店面积小于传统正餐，单店面积 100-500 平米，包括快餐、火锅、日料、特色餐饮等。	大鰻寿司、符离集、同庆小笼、麻爷

资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

**正餐大店+快餐小店，正餐单店盈利能力强。**公司正餐类门店面积集中在 3000-8000 平米，为公司主力店型，宴会类门店由于配置多个宴会厅，面积多在 8000 平米以上，新餐饮门店面积普遍均在 1000 平米以下。2019 年，传统正餐/高端宴会/新餐饮门店的坪效分别为 0.59/0.58/0.91 万元/平米/年，净利率分别为 12.03%/21.29%/-4.27%，宴会和正餐类门店的单位面积创收能力不及快餐，但盈利能力显著优于快餐小店，且宴会类门店净利率更高，具备相对成熟的可盈利单店模型。

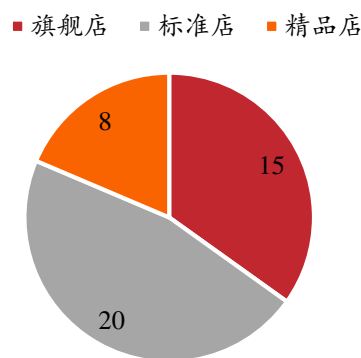
图表34. 2021 年末公司门店规模分布（家）



注：不含酒店类门店

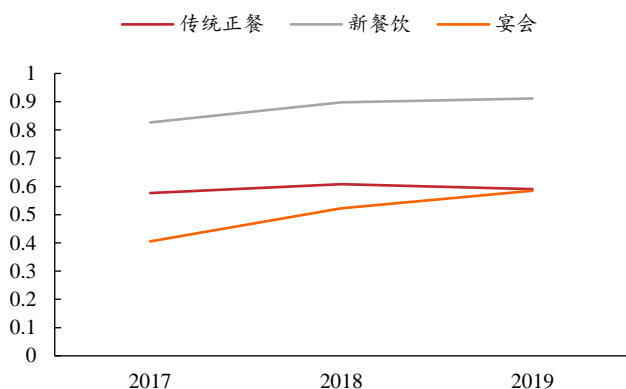
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表35. 2021 年末公司正餐门店构成（家）



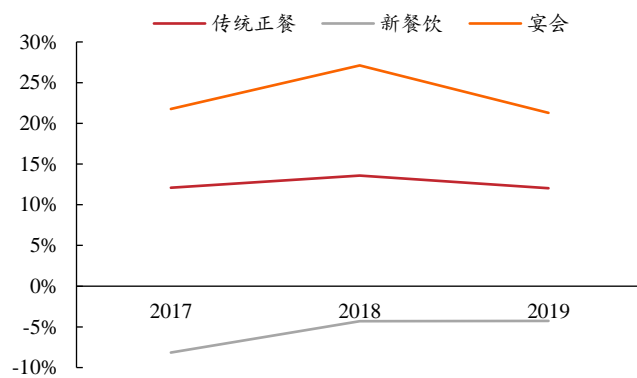
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表36. 2017-2019 年各类门店坪效（万元/平米/年）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

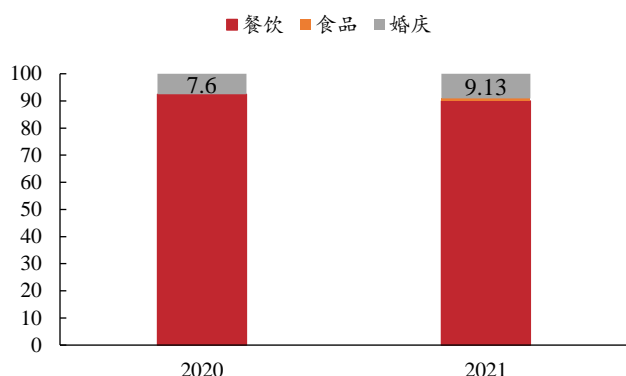
图表37. 2017-2019 年各类门店净利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

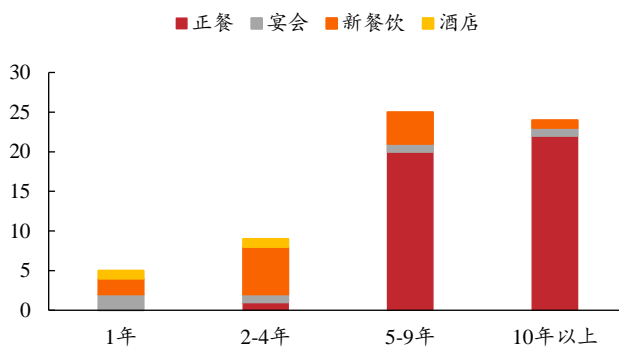
正餐门店为创收主力，婚宴门店营收占比持续增长，老店大店稳住业绩基本盘。2019 年，正餐门店营业收入和净利润占公司所有门店比重分别达 89%/87%，其中单店营收上亿的有 2 家，净利润达到千万元的有 6 家，均为面积 5000 平方米以上大型旗舰店，正餐门店在疫情前是公司的主力创收店型。疫后高端婚宴门店表现出强劲的增长势头，老店会宾楼净利润在 2019 年已达到千万元，是公司主力创收门店之一，新店帕丽斯和玫瑰庄园处于业绩快速爬坡期，2020/2021 年公司婚庆业务收入占比分别为 7.6%/9.1%，婚庆业务在公司收入占比持续提升。新老门店方面，截至 2021 年，公司有 78% 的店面为开业 5 年以上老店，未来公司餐饮业务主要看点在于：一是大店和老店的稳健经营，二是婚宴门店的增长潜力。

图表38. 2020-2021 年公司营业收入构成 (%)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

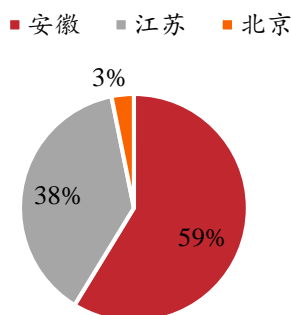
图表39. 2021 年门店的店龄分布 (家)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

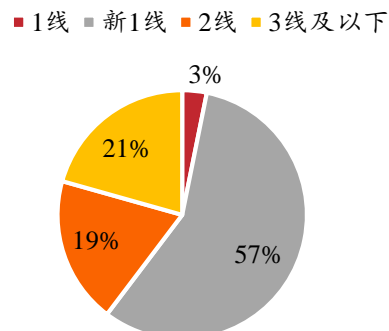
门店主要布局在安徽和江苏，地方市场占有率领先。作为八大菜系之一的徽菜老字号品牌，公司多年深耕安徽和江苏市场，截至 2021 年底，公司在两省合计门店占比达到 97%，此外有 2 家在北京。皖、苏两省门店主要分布在合肥和无锡，两城合计占有所有门店比重达 62%，公司在两大主力城市的市占率已经形成优势，公司 75% 的门店分布于新一线和二线城市，所覆盖市场客源充足，消费能力强，利于公司的稳健经营。

图表40. 2021 年公司门店省份分布



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表41. 2021 年公司门店城市分布

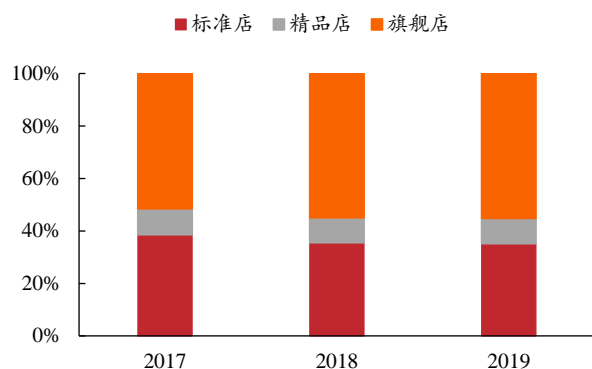


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 3.1.2. 正餐单店规模差异大，大型旗舰店成核心支撑

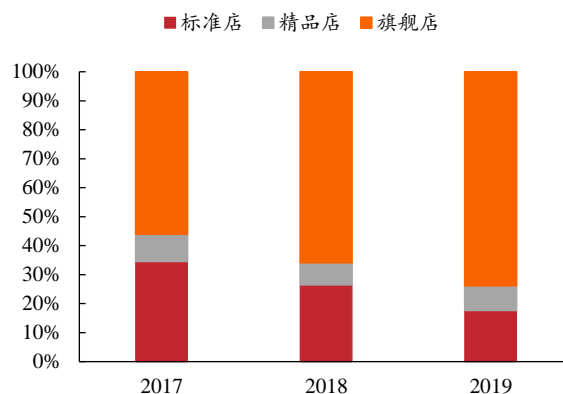
旗舰店盈利能力强劲，业绩贡献最大。2019 年，大型旗舰店（单店面积 5000 平方米以上）在正餐门店营业收入中占比达一半，但净利润占比高达 73.78%，系旗舰店的盈利水平更高所致。2019 年，旗舰店平均营业利润率/净利率分别为 21.55%/16.16%，大幅度领先于其他规模门店，并呈现上升趋势，人均消费水平达 135.83 元，坪效为 0.61 万元/平米/年，随着 2017 年新开店经营成熟，旗舰店 2018 年坪效大幅提升，创收能力较强。大型正餐旗舰店依托公司老字号品牌和较强成本管控能力，单店模型相对成熟，可复制性强，我们预计疫后旗舰店的单店模型优越性有望持续，未来仍将是公司业绩的核心支撑和扩店的主要方向。

图表42. 2017-2019 年正餐门店营业收入结构



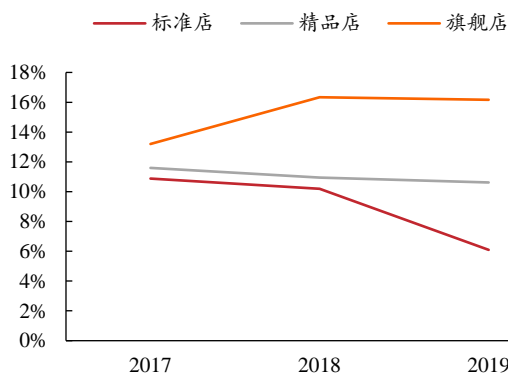
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表43. 2017-2019 年正餐门店净利润结构



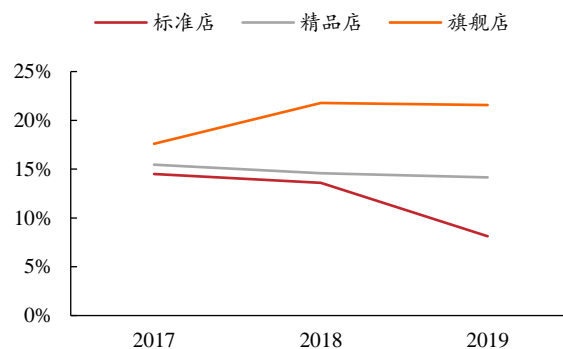
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表44. 2017-2019 年各类正餐门店净利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

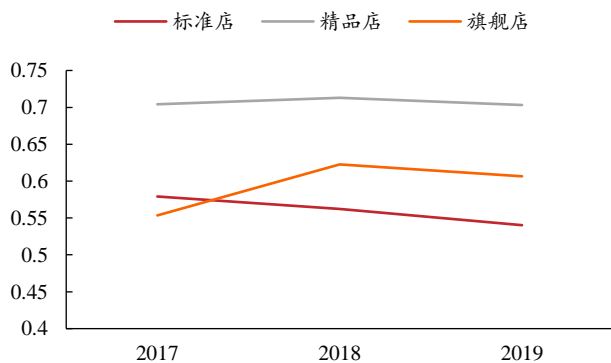
图表45. 2017-2019 年各类正餐门店营业利润率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

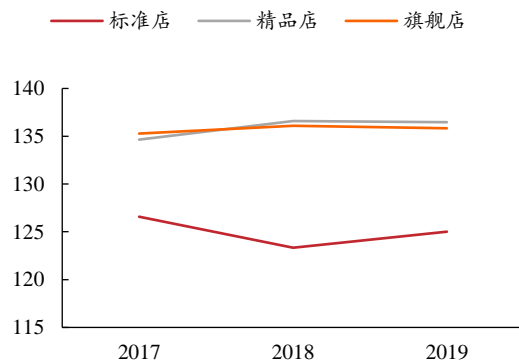
人效坪效双高，精品店创收能力未来可期。2019 年，精品店（单店面积 1000-3000 平米）人均消费达 136.46 元，坪效 0.7 万元/平米/年，两项创收指标在所有正餐门店中表现最佳。2019 年精品店平均翻台率和平均翻座率分别也最高，表明精品店的点单速度、出餐效率、客流量整体表现更优，因此在所有正餐大店中坪效最高，我们预计疫后精品店凭借较高的运营效率可在发展外卖业务过程中取得一定优势，业绩贡献有望提升。

图表46. 2017-2019 年正餐门店坪效（万元/平米/年）



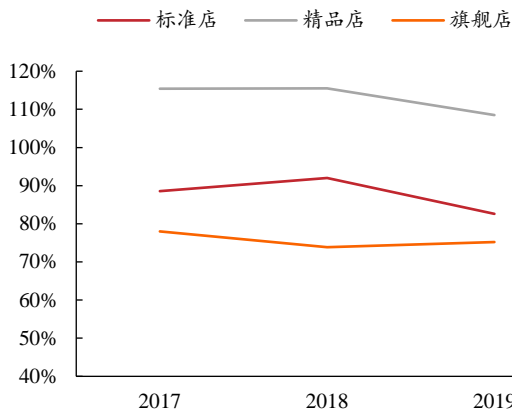
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表47. 2017-2019 年正餐门店人均消费（元）



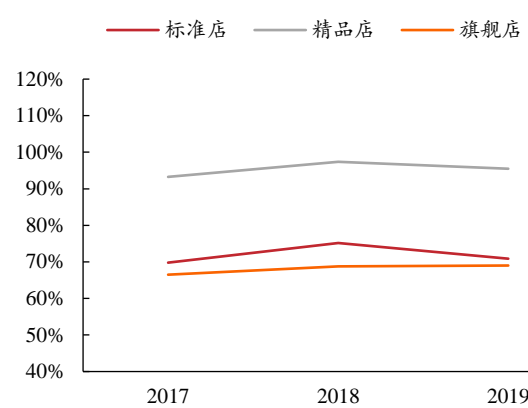
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表48. 2017-2019 年正餐门店翻台率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表49. 2017-2019 年正餐门店翻座率

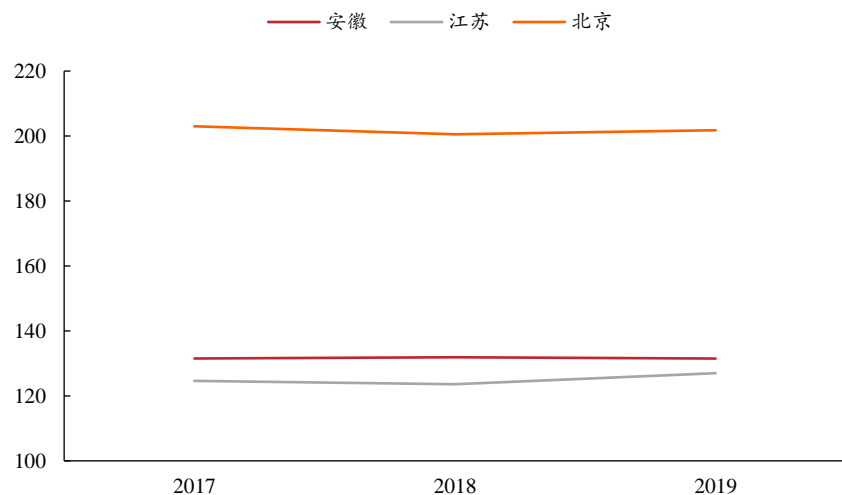


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 3.1.3. 供应链优势加持，老字号品牌赋能升级

**老字号品牌深入人心，定位大众餐饮广受欢迎。**如今餐饮市场更新变化快，新兴品牌不断出现，但宴会等社交场景对餐饮品牌要求更高。同庆楼作为老字号品牌，在消费者中长期积淀了口碑，全国共有 3000 多名大厨，名厨工艺保障菜品质量。公司主要覆盖新一线城市，“大众消费，好吃不贵”的市场定位准确，实现高性价比的餐饮服务，有利于公司积累质量口碑和流量基数。

图表50. 2017-2019 年公司餐饮门店在所在地区人均消费（元）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**多种原材料合作供应，供应链管理更强。**公司自建面积约 10000 平米的中央厨房，设有恒温加工等多条生产线，拥有行业先进的食品加工设备，同时建有专门的食物检验室，保障所有食品安全合格。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，全过程冷链配送至所需门店，保障原料质量的同时大幅度降低原料成本，集中作业提高工作效率，降低人力



等各项成本，节约门店空间。

图表51. 公司中央厨房宣传图



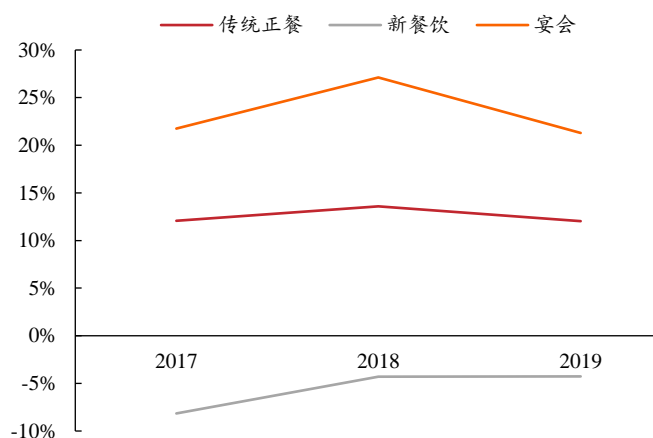
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

### 3.2. 创新赛道独具一格，宴请特色未来可期

#### 3.2.1. 宴会：品牌效应已显，主推一站式服务

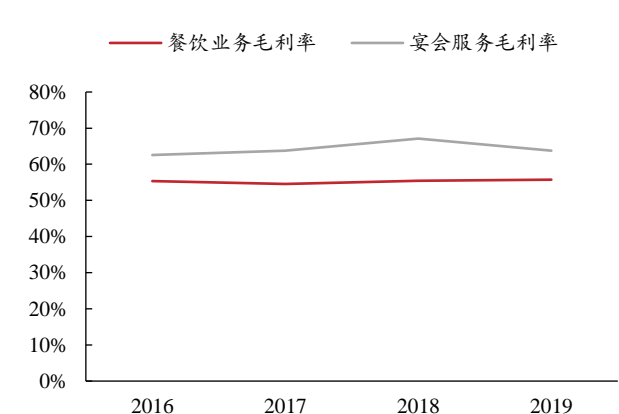
宴会门店净利率最高，高毛利业务占比提升放大业绩弹性。宴会类门店净利率显著高于传统正餐门店和新餐饮门店，一方面，高端宴会定位客单价高，利润空间大，另一方面，门店收入包括高毛利的宴会服务收入，即公司向宴会消费客户提供增值服务取得的收入，包括辅助性宴会服务和一站式宴会服务，根据客户个性化需求定制的司仪、化妆、摄像、摄影、舞台灯光、场地布置等，公司宴会服务的毛利率始终处于60%左右，高于传统餐饮业务，考虑公司近两年来婚宴业务收入快速增长，持续高毛利业务收入的持续提升将持续放大公司的利润空间。

图表52. 公司宴会类门店平均净利率水平最高



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表53. 公司餐饮、宴会服务毛利率

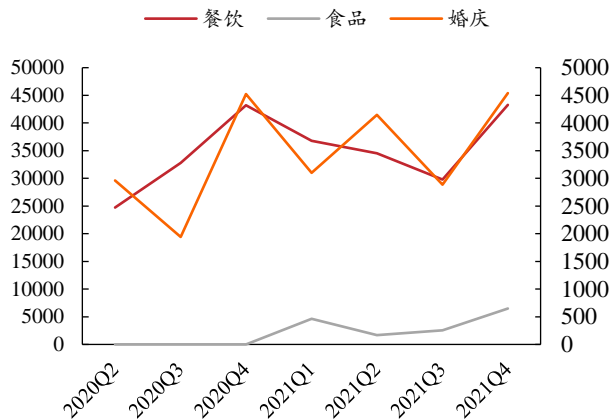


资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

婚庆业务业绩弹性逐步释放，季节性特征强。2021Q2/Q3/Q4 婚庆业务单季度营业收入分别同比增长 39.88%/48.65%/0.44%，餐饮业务同比增速分别为 39.55%/-9.23%/0.11%，餐饮业务受疫情影响更大，婚庆业务采取提前

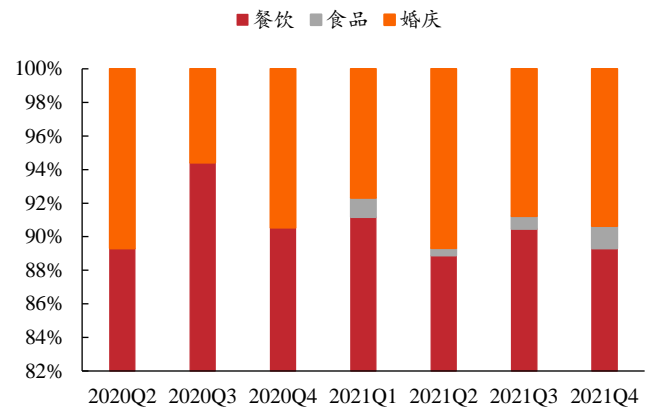
预定模式节约成本，在疫后表现出更强的抗风险能力，其中 2021Q4 整体业务同比增速放缓，系同比基数大、疫情反弹、老店停业装修、新店爬坡等因素所致。此外，从季度经营数据可以明显看出，由于五一、十一两大黄金周是婚礼高峰时期，婚庆业务在每年的第二、四季度出现收入高点，在当季度的收入占比也相应提升，婚庆业务季节性特征明显。

图表54. 2020-2021 年公司季度营业收入（万元）



注：左轴为餐饮业务收入，右轴为婚庆、食品业务收入  
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

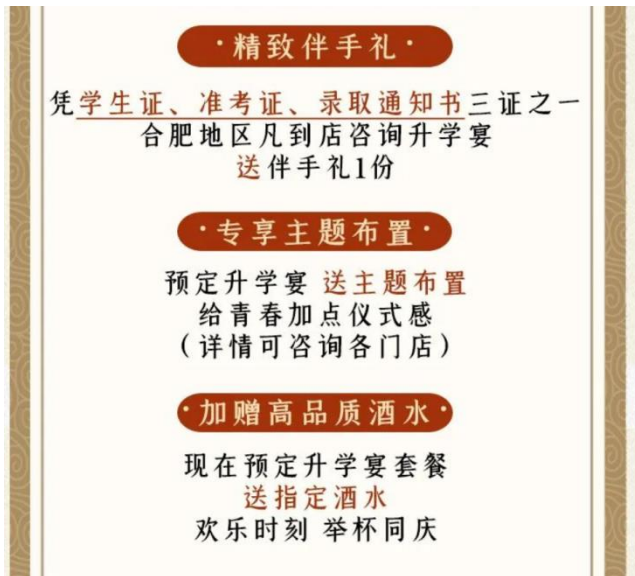
图表55. 2020-2021 年公司季度营业收入构成



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**多种宴会配套服务，一站式服务提升竞争力。**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，率先在国内推出一站式婚礼服务。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。婚宴之外的其他宴会服务，如升学宴，公司也提供主题布置，伴手礼等配套服务。公司以一站式宴会厅不断提升产品竞争力，目前已成为华东地区为数不多、规模较大的宴会主题连锁餐饮企业之一。顺应行业品牌化趋势，公司大力推出帕丽斯艺术中心和同庆楼宴会中心两个系列产品，目前公司在一站式婚庆领域已具有较强的市场竞争力。

图表56. 升学宴提供配套服务



资料来源：同庆楼微信公众号，东亚前海证券研究所

图表57. 婚庆个性化定制项目



资料来源：同庆楼微信公众号，东亚前海证券研究所

### 3.2.2. 酒店：餐饮+宴会+住宿模式形成业态联动

积极开拓新业务，酒店服务为公司提供新增长点。公司充分发挥同庆楼在餐饮宴会市场上的经营优势，解决多功能宴会厅在非宴会期间的空置问题以及餐饮顾客切实存在的住宿需求，推出酒店品牌富茂花园和富茂大饭店，在大型餐饮和宴会业态中配套一定数量的客房，工作日主要接待会议，节假日主要接待宴会，并满足外地赴宴客人的住宿需求，酒店设施利用效率和经营效益将会得到较大的提升。富茂酒店以餐饮为核心，配套高性价比的客房，坚持“好吃（住）不贵有面子”的经营理念，聚集了专业的酒店管理人才，凭借同庆楼+客房的综合优势，重塑中国酒店商业新模式。公司除适当在地理位置优越处自建或购置酒店外，下一步将充分利用同庆楼自身独特的大型餐饮和宴会专业优势，以“富茂 Fillmore”品牌对外输出酒店管理，为公司业务拓展打开全新局面。

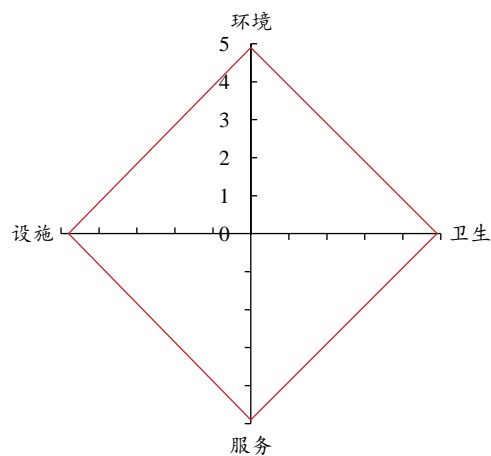
图表58. 公司富茂酒店宣传图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

**提升住宿性价比，获得消费者极高评价。**富茂 Fillmore 作为公司的重要增长点之一，得到了公司的大力支持。严格的管理也给消费者带来的极好的体验。通过携程网，可以得到 251 名消费者对于富茂酒店合肥滨湖店的评价各项评分细则都在 4.8 及以上。较高的评分不但是酒店良好服务的表现，高于同水平的其他酒店也会进一步吸引潜在客户，提高公司酒店业务的营收。

图表59. 富茂获得消费者极高评价

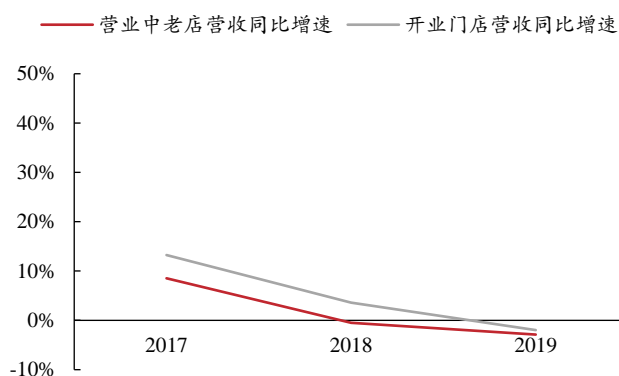


资料来源：携程，东亚前海证券研究所

### 3.3. 老店升级+新店扩张，发展速度稳中求进

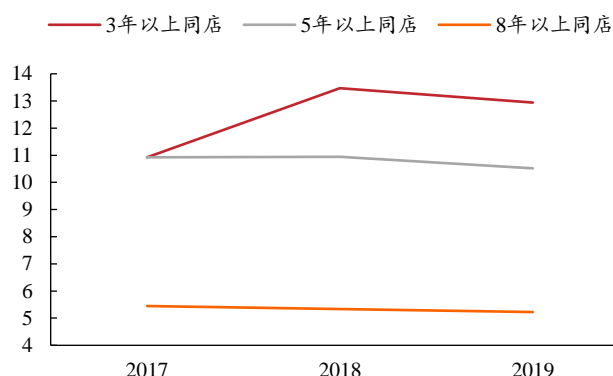
**老店经营稳健性强。**从同店业绩表现看，2017-2019 年，公司所有开业门店营业收入同比增速有小幅下滑，但当年营业中老店（开店 2 年以上算入老店）的下滑幅度明显偏低，截至 2019 年底的同店数据显示，开业时间长的门店业绩表现更加平滑，老店抵抗系统性风险的能力更强。

图表60. 2017-2019 年老店营收增速下滑幅度更低



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表61. 老店营业收入表现更加稳健（亿元）

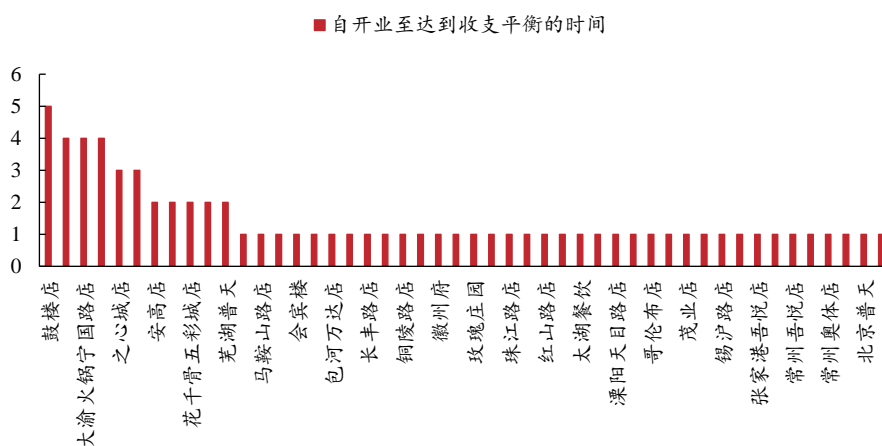


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**存量升级业绩有望再提升。**近年来公司持续推进老店的改造，重点围绕装修、菜品品质提升、会员体系建设、服务创新等领域，增强顾客粘性和忠诚度，提升上座率，2021 年公司升级改造老店 7 家，升级改造后门店业绩和口碑实现双提升。因此我们预计随着疫后老店业绩企稳，改造升级后盈利能力有望提升。

**正餐门店回收快可复制，大店模式或将持续输出。**公司正餐大店从开业至达到收支平衡的时间大多在 1 年，快于快餐小店的回收速度（之心城、大渝火锅、花千骨为快餐小店）。此外，公司正餐门店的运营模式具有较强的可复制性，已实现高度标准化，通过连锁直营模式，在筹备期以老带新，新店可实现短时间复制。

图表62. 正餐大店自开业至达到收支平衡需 1-2 年（年）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**拓店主推创新品牌。**从公司近年来新开门店和在建筹备门店看，扩店类型以宴会和酒店两类创新店型为主，新开 1 家正餐门店为大型旗舰店，传统正餐和宴会的单店模型可盈利、可复制，且 1-2 年可实现盈亏平衡，因此我们预计酒店和宴会仍将是公司拓店主力。



图表63. 公司近年来新开门店及在建门店

近年来新开门店				
门店名称	类型	门店面积 (m²)	区域	开业时间
安庆人民东路店	正餐	5330	安庆	2020
富茂大饭店滨湖店	酒店	100000	合肥	2020
同庆楼宴会中心银湖店	宴会	3000	芜湖	2021
靖江帕丽斯艺术中心	宴会	6000	靖江	2021
合肥咏川中皖金大地店	新餐饮	—	合肥	2021
合肥咏川包河万达店	新餐饮	—	合肥	2021
富茂大饭店瑶海店	酒店	—	合肥	2021 (仅餐饮宴会)
在建门店				
门店名称	类型	门店面积 (m²)	区域	简介
阜阳双清湾店	宴会	5000	阜阳	2022 年元月试营业, 除婚宴、宝宝宴、生日宴、成人礼、升学宴, 还规划商务包厢、日常宴请等
无锡帕丽斯艺术中心	宴会	—	无锡	八大主题宴会厅、三个多功能厅
富茂花园酒店合肥北城店	酒店	—	合肥	拟定于 2022 年底开业
富茂花园酒店芜湖鸠江店	酒店	30000	芜湖	预计 2022 开业, 集餐饮、宴会、客房、娱乐等为一体的大型综合性休闲酒店
富茂大饭店和平路店	酒店	60000	合肥	260 间客房及套房; 数十个宴会厅, 1300 平方专业宴会厅, 3 个 700 平米的一站式主题婚礼宴会厅、1 个精致婚礼仪式殿堂
肥西富茂大饭店	酒店	90000	合肥	一栋 21 层近 112 米高的酒店大楼附属配套建筑组成, 集酒店、商业、娱乐、餐饮、会议、休闲为一体的综合性项目

资料来源: 公司官网, 公司公告, 东亚前海证券研究所

**公司百店目标稳步推进。**2019/2020/2021 公司分别净增 5/2/5 家门店, 受疫情影响, 2021 年公司计划新开大型餐饮及酒店 10 家以上, 实际开店 5 家, 开店速度放缓, 根据 2021 年初公司官微披露阶段目标为五年开业百家店。考虑公司在门店选址、筹备、装修、开业经营等方面经验丰富, 且展店优先布局沪宁线和浙江、湖北两省主要城市, 降低跨区域经营风险, 多地新店项目已进入租赁合同待签阶段, 我们预计五年百家店的目标长期有望实现, 但考虑疫情反复影响, 中性估计 2022/2023/2024 分别新开门店 5/6/8 家, 关店 1/0/1 家, 净增门店 4/6/7 家。

图表64. 乐观、中性、保守预测下公司开店情况 (家)

项目/年度	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
					乐观			中性			保守		
总门店数	51	56	58	63	71	80	90	67	73	80	65	69	74
开店数	1	6	2	5	8	9	10	5	6	8	3	5	6
关店数	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	1
净增门店数	0	5	2	5	8	9	10	4	6	7	2	4	5

资料来源: 公司公告, 公司官网, 东亚前海证券研究所

## 4. 乘预制菜兴起东风，食品业务加速扩张

### 4.1. 预制菜风口正盛，餐企入局优势明显

疫情影响带来新机遇，C端预制食品迎来加速发展期。上世纪90年代预制菜进入国内市场，2010年左右，预制菜首次出现在B端餐饮市场。随着外卖行业兴起，预制菜在B端加速布局。2020年起，受疫情防控政策影响，市民长时间居家生活将预制食品推向风口，同时伴随消费者需求走向多元化、品质化，预制菜的C端市场进入加速发展阶段。根据《2022年中国连锁餐饮行业报告》，我国预制菜销售渠道中有85%来自B端，C端市场有较大的发展空间。

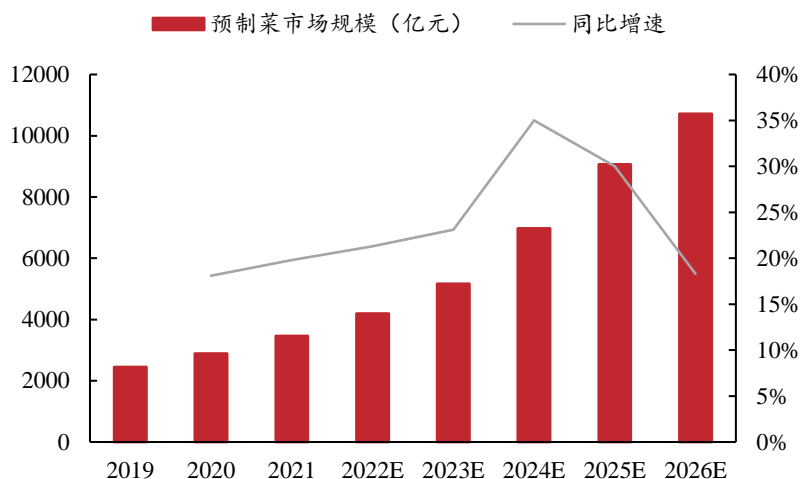
图表65. 预制菜产业链



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

市场空间大，预制菜行业将迎高速增长。根据《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》，目前国内预制菜渗透率不到15%，市场潜力较大。2021年我国预制菜市场规模达3459亿元，同比增长18.1%，根据艾媒咨询测算，2022年预制菜市场规模将超过4000亿元，2026年预计国内市场总规模突破10720亿元，4年CAGR高达26.42%，市场存在巨大增量空间。随着疫后外卖行业兴起刺激B端需求，叠加C端消费需求升级，我们预计预制菜将持续保持高增长。

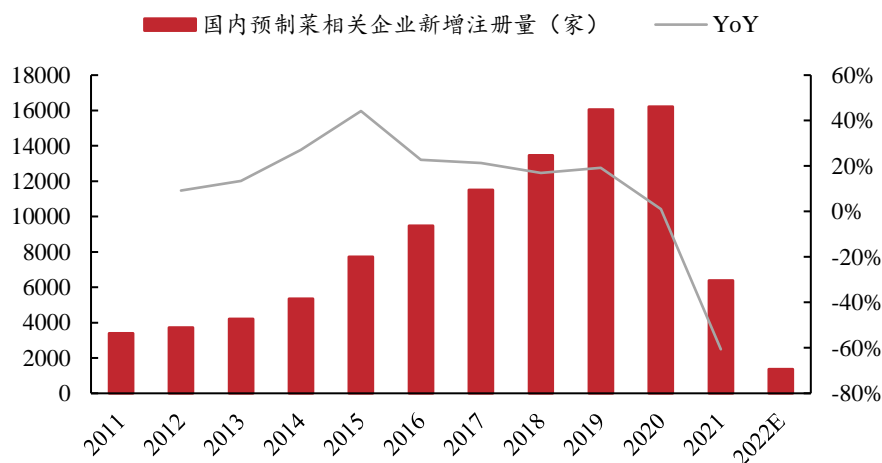
图表66. 2019-2026 年中国预制菜行业市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

**企业入局速度放缓，行业供给端从数量扩张期进入质量提升期。**随着餐饮企业、食品生产企业和零售企业纷纷入局预制菜赛道，预制菜相关企业新增注册量在 2020 年达到顶峰，高达 16221 家，2020 年起预制菜相关企业新增注册量同比增速明显放缓，据艾媒咨询预测，2022 年我国预制菜企业新增注册量 1365 家，新增企业量持续回落，行业供给端从加速扩张进入平稳增长阶段。

图表67. 2011-2022 年国内预制菜相关企业新增注册量



资料来源：国家市场监督管理总局，艾媒咨询，东亚前海证券研究所

**多类玩家涌入预制菜赛道，餐企核心优势突出。**餐企优势在于，一是大量厨师储备，技术研发实力强，存在品牌价值溢出，有高粘性客户群，构筑产品端核心壁垒；二是具备中央厨房供应链资源，利用现有设施快速扩充产能，控制成本同时保证菜品质量，构筑供应端先天优势；三是渠道端有大量线下门店，掌握大量客流，精耕高粘性客户群，有效提升转化率，构筑渠道端独特优势。

图表68. 预制菜赛道玩家优劣势对比

	专业预制菜企业	餐饮企业	速冻食品企业	肉制品企业	平台类企业
代表企业	利和味道、味知香、蒸烩煮等	王家渡、贾国龙、同庆楼、新雅等	安井、思念、三全等	泰森、正大、新希望、凤祥等	盒马、美团等
商业模式	批发模式服务B端，以KA渠道，经销门店服务C端	复用门店资源，提供线下体验店	多通过推出副品牌运营，渠道资源复用	多通过原产业资源优势向B端供应	开辟预制菜专柜销售第三方/自有品牌产品
产品丰富度	聚焦特色菜品，主打爆款产品	以门店菜还原为主	原有冷冻产品基础上开发新品类	原有肉禽产品往下游再加工	丰富度最高
产能供给	通常自建工厂为主，配合外协代工补充	通常依托自有中央厨房	基本是自建工厂，与原有产线协同性较高	基本是自建工厂，与原有产线协同性较高	多为OEM模式，第三方品牌
品牌效应	区域有知名度，需要较大品牌投入	存在品牌价值溢出，品牌投入较少	品牌知名度高，品牌投入较少	品牌投入少，多走向2B渠道	用户有基本认知和信任感
优势	营销推广、渠道建设、品牌运营经验	菜品研发、品牌溢出、门店网络、门店会员群体	营销推广、渠道建设、品牌运营经验	食材资源、成本优势、资金优势等	生产风险较低、消费者洞察、数据驱动系统
挑战和不足	持续创新，起步阶段难且慢	战略重视程度、包装食品的业务团队和经营思维转换、大单品思维不够、部分产品较贵	持续创新，业务团队和经营思维转换	平衡2B和2C，2C业务缺乏基因、内部组织架构等	品牌难管控、冷链和仓储需自建、盈利能力不稳定

资料来源：CCFA&华兴资本《》，东亚前海证券研究所

## 4.2. 深耕皖苏市场，产品研发构成核心优势

围绕门店名厨菜扩充SKU，门店大厨支撑产研实力。2021年底，公司食品业务产品为速冻面点、自热饭、臭鳊鱼、腊味、名厨名菜等五大系列，其中公司特色产品线名厨菜，主打一城一味，充分利用安徽当地特色，包括招牌臭鳊鱼、85%虾饼、狮子头、腊味烧麦等，坚定瞄准线下门店高粘性客群，充分发挥老字号品牌优势，转化率增长可期。未来公司仍将利用同庆楼餐饮门店众多大厨的优势，重点研发更多不同类型名厨名菜，大幅度增加名厨名菜的SKU数量，在现有产品序列中增加定制款、组合款和比较方便的微波款等系列品种，2022年内有望完成不低于100个SKU产品。

图表69. 名厨菜在公司预制菜中销量排名居前

销量排名	2022年预制菜品销量前十	2019年门店销量前九菜品
1	招牌大肉包	金牌红烧肉
2	名厨菜礼盒	黄山臭鳊鱼
3	招牌臭鳊鱼(400-500g)	白灼基围虾
4	招牌臭鳊鱼(350g)	凉拌海蜇头
5	名厨面点-香菇烧肉烧麦	蒜蓉扇贝
6	自热饭土豆牛肉	沙拉小牛肉
7	名厨面点-红豆包	富贵圆蹄
8	名厨面点-香菇青菜包	白灼广东菜心
9	名厨菜-红焖牛肉	清蒸鲈鱼
10	自热米饭红烧肉	——

资料来源：同庆楼甄选商城小程序，东亚前海证券研究所

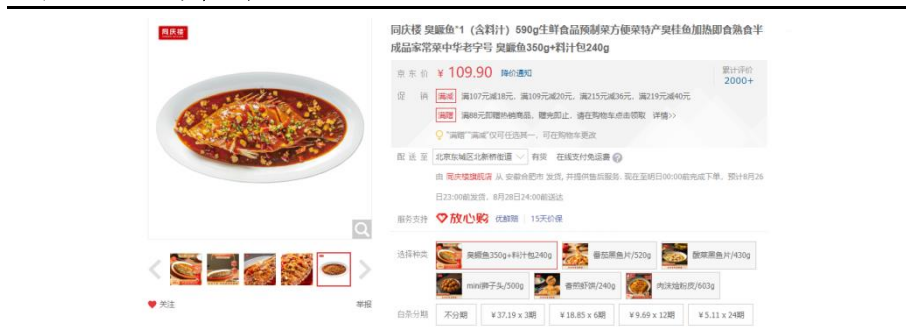
老字号产品获官媒宣传助力，市场推广前景可期。同庆楼食品作为“精品安徽，皖美智造”第一批安徽重点代表企业登陆央视CCTV-13、CCTV-2、CCTV-9等多个频道，获得官媒的推广宣传助力，未来有望持续发挥品牌优

势，在预制菜赛道中提升市占率。

### 4.3. 线上线下同步发力，餐饮店客流打开私域流量

**门店先天优势，深耕线下高粘性客流。**预制菜销售方面已初步形成线上零售、线下商超自营+渠道代理、大型酒楼门店全员销售“三位一体”的立体式销售路径。**1) 线上：**公司通过天猫、京东等电商平台的自运营、抖音自播+代运营短视频电商运营，积极开展食品线上营销。**2) 线下：**在安徽合肥市自营 30 余家商超专柜，2021 年已同大客户中石化 1200 多家易捷便利店签约。**3) 餐饮门店：**作为老字号餐企，公司拥有众多大型线下餐饮门店，日均进店顾客 4 万多人，构成公司食品业务高潜力、高粘性客群，公司开展私域流量营销、门店专柜展示促销等各种方法，已获得顾客的广泛积极回应。随着公司不断在全国开设新门店，随着公司新店扩张进程，线下客源将进一步增长，有望为预制菜产品实现引流。

图表70. 电商平台产品投放



资料来源：京东，东亚前海证券研究所

**夯实省内布局，渗透省外市场。**2022 年公司将在夯实安徽区域市场的同时进入江苏市场，2021 年，公司已同苏果超市签约 33 家门店，2022 全年预计在江苏市场入驻不低于 100 家超市门店，同时大力发展全国性经销商，开拓更多销售渠道，线下商超计划通过“商超合伙人机制”，辅以社区店加盟或直营店，实现快速发展。

## 5. 盈利预测

**开店方面，**结合公司五年百店的开店规划，考虑 2022 年疫情影响，以及 2021 年实际开店不及预期，我们预计开店速度有望在 2024 年实现提升，百店规划长期有望实现，保守估计 2022/2023/2024 年分别新开门店 5/6/8 家，关店 1/0/1 家，净增门店 4/6/7 家，主要新开店型为宴会、酒店、正餐旗舰店和新餐饮。**收入方面，**考虑老店改造升级+新店扩展，我们做出以下假设：2022/2023/2024 年正餐旗舰店老店坪效分别达到 0.56/0.67/0.70 万元/平米/年，宴会老店坪效分别达到 0.52/0.63/0.69 万元/平米/年，考虑新店业绩爬坡和疫情影响，2022/2023/2024 年新店坪效为老店的 30%/50%/50%，酒店业务参照宴会新店坪效计算。



图表71. 公司开店预测（家）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总门店数	58	63	67	73	80
开店数	2	5	5	6	8
关店数	0	0	1	0	1
净增门店数	2	5	4	6	7
其中：正餐旗舰店	1	0	1	1	2
高端宴会	0	2	1	2	2
酒店	1	1	2	2	2
新餐饮	0	2	0	1	1

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**投资建议：**餐饮业疫后恢复势头良好，正餐赛道进入比拼精耕能力时代，公司正餐单店模型日趋成熟，可盈利性和可复制性强，五年百店目标长期有望实现；婚宴市场品牌化、高端化趋势明朗，公司推出两大高端婚宴品牌，宴会业务增长可期；预制菜深耕皖苏两省市场，从名厨菜切入，销量有望实现快速提升。我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现营业收入 15.54/20.62/24.50 亿元，实现归母净利润 0.79/2.28/2.81 亿元。基于 9 月 1 日收盘价 23.58 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 77.67X/26.88X/21.82X，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

**展店进度不及预期：**公司多家新店已处于筹建或签约阶段，但受疫情影响，若新店开业进度不及预期，或对公司业绩产生不利影响。

**单店业绩不及预期：**疫情反复不确定性增大，公司线下正餐和宴会类门店业绩占比高，若线下集会和堂食受限，单店盈利能力或受影响。

**行业竞争加剧风险：**公司预制菜赛道入局较晚，多家上市餐企已优先布局，市占率已经领先，公司后发劣势，未来市场拓展风险较大。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1608.37	1554.37	2062.53	2450.12
%同比增速	24.11%	-3.36%	32.69%	18.79%
营业成本	1269.13	1321.21	1598.20	1898.53
毛利	339.24	233.15	464.33	551.59
%营业收入	21.09%	15.00%	22.51%	22.51%
税金及附加	4.32	3.73	4.79	6.05
%营业收入	0.27%	0.24%	0.23%	0.25%
销售费用	51.20	54.99	64.90	77.10
%营业收入	3.18%	3.54%	3.15%	3.15%
管理费用	102.24	114.69	137.67	163.53
%营业收入	6.36%	7.38%	6.67%	6.67%
研发费用	1.95	1.88	2.30	2.75
%营业收入	0.12%	0.12%	0.11%	0.11%
财务费用	19.03	22.05	18.05	21.13
%营业收入	1.18%	1.42%	0.88%	0.86%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-2.52	0.00	0.00	0.00
其他收益	15.37	22.92	26.48	30.33
投资收益	13.86	6.50	11.50	15.01
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.38	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	3.75	37.66	27.39	45.96
营业利润	195.34	102.90	302.00	372.32
%营业收入	12.15%	6.62%	14.64%	15.20%
营业外收支	-1.97	2.95	3.92	4.65
利润总额	193.38	105.85	305.91	376.97
%营业收入	12.02%	6.81%	14.83%	15.39%
所得税费用	49.31	26.92	77.81	95.97
净利润	144.06	78.93	228.10	281.01
%营业收入	8.96%	5.08%	11.06%	11.47%
归属于母公司的净利润	144.06	78.93	228.10	281.01
%同比增速	-22.17%	-45.21%	188.99%	23.20%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	0.55	0.30	0.88	1.08

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.55	0.30	0.88	1.08
BVPS	7.56	7.58	8.46	9.54
PE	33.27	77.67	26.88	21.82
PEG	—	—	0.14	0.94
PB	2.42	3.11	2.79	2.47
EV/EBITDA	13.88	12.86	13.78	14.43
ROE	7.33%	4.00%	10.37%	11.33%
ROIC	5.78%	2.43%	7.73%	8.28%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	254.42	433.41	354.91	589.20
交易性金融资产	539.93	539.93	539.93	539.93
应收账款及应收票据	7.57	4.49	12.96	7.71
存货	99.26	160.21	132.24	207.95
预付账款	11.50	31.92	29.80	32.83
其他流动资产	94.50	101.28	157.91	146.69
流动资产合计	1007.20	1271.23	1227.76	1524.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	7.00	6.66	6.32	5.98
固定资产合计	396.53	469.87	542.88	614.46
无形资产	146.59	143.21	139.69	136.24
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	19.31	19.31	19.31	19.31
其他非流动资产	1261.53	1133.57	1233.28	1422.41
资产总计	2838.14	3043.84	3169.22	3722.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	144.09	301.56	158.13	379.69
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	38.34	51.45	57.74	66.62
应交税费	21.39	32.54	42.02	44.60
其他流动负债	208.51	226.36	251.29	290.74
流动负债合计	412.33	611.90	509.18	781.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1.09	1.09	1.09	1.09
其他非流动负债	459.43	459.43	459.43	459.43
负债合计	872.86	1072.43	969.71	1242.19
归属于母公司的所有者	1965.28	1971.41	2199.51	2480.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	1965.28	1971.41	2199.51	2480.52
负债及股东权益	2838.14	3043.84	3169.22	3722.71

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	316.23	571.51	245.65	535.67
投资	59.45	-1.35	-1.47	-1.51
资本性支出	-500.73	-285.30	-294.61	-275.31
其他	29.69	-10.10	-5.10	-1.59
投资活动现金流净额	-411.59	-296.76	-301.18	-278.41
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-20.00	-95.77	-22.97	-22.97
其他	-84.53	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-104.53	-95.77	-22.97	-22.97
现金净流量	-199.89	178.98	-78.50	234.29

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>