

同庆楼 (605108.SH) 买入 (首次评级)

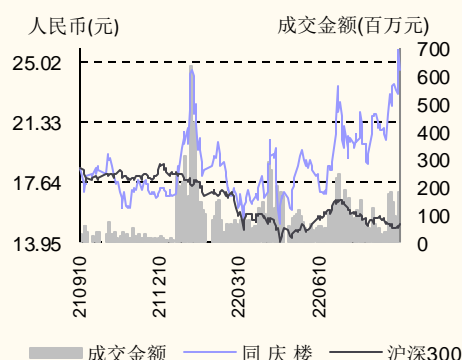
公司深度研究

市场价格 (人民币): 24.50 元

目标价格 (人民币): 28.30 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.60
已上市流通 A 股(亿股)	0.82
总市值(亿元)	63.70
年内股价最高最低(元)	25.86/14.99
沪深 300 指数	4094
上证指数	3262



餐饮为核，老字号精益求精多元发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,296	1,608	1,690	2,197	2,695
营业收入增长率	-11.41%	24.11%	5.07%	30.03%	22.63%
归母净利润(百万元)	185	144	124	230	301
归母净利润增长率	-6.32%	-22.17%	-13.68%	84.91%	30.83%
摊薄每股收益(元)	0.926	0.554	0.478	0.884	1.157
每股经营性现金流净额	1.25	1.22	1.66	2.35	2.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.71%	7.33%	6.10%	10.32%	12.08%
P/E	25.73	33.03	51.22	27.70	21.17
P/B	2.50	2.42	3.13	2.86	2.56

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **餐饮为核心，强运营能力与供应链协同下已形成宴会、酒店、食品三轮联动发展新格局。**公司是以徽菜为特色的老字号大众连锁餐饮和宴会服务品牌，为国企背景。餐饮：品牌+供应链+产品力优秀，大店模式下经营壁垒较高。老字号品牌背书，打造了集中采购→中央厨房加工→智能仓配及分拣→自有冷链物流配送的完善供应链体系，菜品美味同时较为标准化，利于降本增效与门店异地复制。门店以大店为主，对公司运营能力、选址、物业要求高，大店因支持宴会举办、盈利能力更强，未来随大店占比提升盈利能力仍有优化空间。一站式宴会：宴会需求较为刚需，公司提供极具性价比、个性化的一站式宴请服务，在核心市场形成良好口碑。富茂酒店：以餐饮为核心，以服务为特色，配备客房业务实现效益提升，23 年有望开启加盟模式。预制菜业务：菜品研发能力较强，打造臭鳊鱼、自热米饭等预制菜大单品。
- **经营稳定，营运效率高，现金流情况较好。**疫情反复下公司经营稳定，同时成本费用把控较好。公司存货、应收账款周转较快，对上游议价能力较强，营运效率高；宴会需提前交付定金预定，公司现金流状况较好。
- **未来看点：同店恢复+门店扩张+预制菜新业务发力。**疫情反复下公司经营恢复弹性强，6 月营收已提升至年初目标的 103.5%，结合老店持续升级改造，预计同店恢复较快。门店将以 5000 平以上大店为主实现稳健扩张，预计 22/23/24 年门店净增 5/6/8 家（不含新餐饮）至 64/70/78 家，餐饮收入预计为 14.4/18.5/22.5 亿元。预制菜业务 1H22 销售额为 0.38 亿，已高于 21 年全年规模，品牌背书+大单品打磨/多品类布局+线上线下渠道拓展下预计 22-24 年有望实现收入 0.9/1.5/2.2 亿元。

投资建议及估值

- 公司存量门店韧性足，大店扩张有望加速，预制菜有望为新增长极，预计公司 22-24 年归母净利润为 1.2/2.3/3.0 亿元，同比-13.7%/+84.9%/+30.8%，EPS 为 0.48/0.88/1.16 元，对应 PE 为 51.2/27.7/21.2 倍，给予公司 23 年 32 倍 PE，对应目标价 28.30 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险

- 新区域市场开拓不及预期，疫情反复，食品安全风险，行业竞争加剧风险。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人
yesijia@gjzq.com.cn

鲍秋宇 联系人
baoqiuyu@gjzq.com.cn

内容目录

1、餐饮为核，老字号精益求精多元发展.....	4
1.1、经营情况：门店稳健扩张，短期经营承压但恢复弹性较强.....	4
1.2、门店情况：店型完善，大店盈利能力更强.....	6
1.3、发展历程及股权结构：老字号品牌，民营企业背景.....	8
2、餐饮连锁大趋势，一站式宴会发展空间广阔.....	8
3、餐饮为核心，强运营能力与供应链协同下多元发展.....	11
3.1、餐饮为核，品牌+供应链+产品力优秀，大店运营能力构筑壁垒.....	11
3.2、从餐饮出发拓宽业务领域，强运营能力与供应链协同下水到渠成.....	13
4、财务分析：经营韧性较好，短期仍受疫情反复扰动.....	18
5、盈利预测与投资建议.....	20
5.1、盈利预测.....	20
5.2、投资建议及估值.....	22
6、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司期末门店数（家）.....	4
图表 2：公司营收情况.....	5
图表 3：公司归母净利润情况.....	5
图表 4：可比公司净利润情况（亿元）.....	5
图表 5：可比公司净利润增速.....	5
图表 6：公司分业务收入及增长情况.....	5
图表 7：公司分业务毛利率情况.....	5
图表 8：公司收入按区域分情况.....	6
图表 9：公司分地区毛利率情况.....	6
图表 10：公司四大店型介绍.....	6
图表 11：公司各店型数量占比（截至 1H22 末）.....	7
图表 12：公司门店自开业到收支平衡需要 1-2 年（年）.....	7
图表 13：不同面积门店经营利润率情况.....	7
图表 14：不同面积门店利润率情况.....	7
图表 15：公司净利润贡献 TOP5 门店经营情况（以 2019 年净利润排序）.....	8
图表 16：公司历史发展情况.....	8
图表 17：中国餐饮市场规模.....	9
图表 18：中国餐饮行业各细分赛道市占率（2020 年）.....	9
图表 19：2021 年各餐饮品类平均单店营业额及增长率.....	9
图表 20：中、美、日连锁化率情况.....	9
图表 21：香港宴会市场细分情况（亿港元）.....	10
图表 22：中国结婚对数情况.....	10

图表 23: 中国婚庆市场规模情况.....	10
图表 24: 中国结婚开销品类前五.....	11
图表 25: 一站式婚礼服务与酒店对比.....	11
图表 26: 公司的供应链体系.....	12
图表 27: 公司统一配送、供应商配送情况 (亿元).....	12
图表 28: 公司 2019 年分区域统一配送、供应商配送占比.....	12
图表 29: PALACE 帕丽斯婚礼艺术殿堂.....	13
图表 30: 同庆楼银湖店一站式宴会厅场景天宫之城.....	13
图表 31: 宴会场所对比.....	14
图表 32: 公司旗下子品牌介绍.....	15
图表 33: 公司酒店品牌富茂 Fillmore 门店情况.....	16
图表 34: 中国预制菜市场规模.....	17
图表 35: 预制菜行业主要参与者情况.....	17
图表 36: 公司食品业务主要产品.....	17
图表 37: 公司毛利率、毛销差情况.....	18
图表 38: 公司费用率情况.....	18
图表 39: 可比公司净利率对比.....	19
图表 40: 可比公司存货周转天数.....	19
图表 41: 可比公司应收账款周转天数.....	19
图表 42: 可比公司应付账款周转天数.....	20
图表 43: 公司净现比、收现比情况.....	20
图表 44: 公司收入预测.....	21
图表 45: 公司毛利率、主要费用及净利润预测.....	22
图表 46: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	22

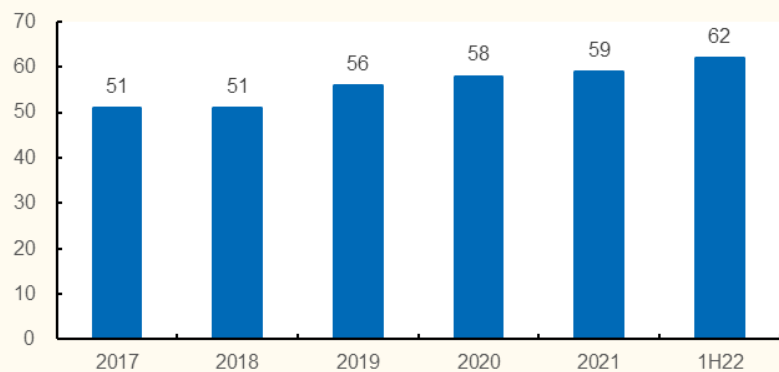
1、餐饮为核，老字号精益求精多元发展

- 公司是以徽菜为特色的中华老字号大众连锁餐饮和宴会服务品牌。公司坚持“好吃、不贵、有面子”的经营理念，作为中国上市公司中餐饮与宴会稀缺品牌，在老字号品牌背书下，供应链及综合管理优势突出，大型门店运营能力与连锁标准化体系构建壁垒，已发展成安徽、江苏两省较大的正餐及宴会连锁企业。

1.1、经营情况：门店稳健扩张，短期经营承压但恢复弹性较强

- 正餐+大店属性下，公司门店稳健扩张。公司正餐+大店属性下，开店成本以及经营难度较高，因此门店扩张速度稳健。2022 年上半年公司新开阜阳双清湾店（婚礼会馆）以及 5 家同庆楼鲜肉大包店（新品牌门店），截至 1H22 末，公司在安徽、江苏、北京等地拥有大型连锁直营门店 62 家，包括同庆楼酒楼 40 家，婚礼会馆 7 家，富茂酒店 2 家，新品牌门店 13 家。

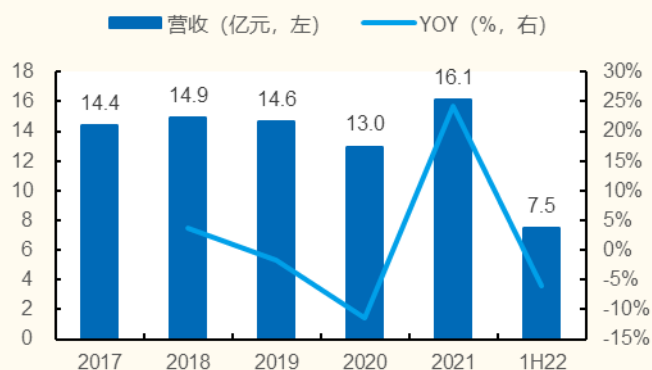
图表 1：公司期末门店数（家）



来源：公司财报，国金证券研究所

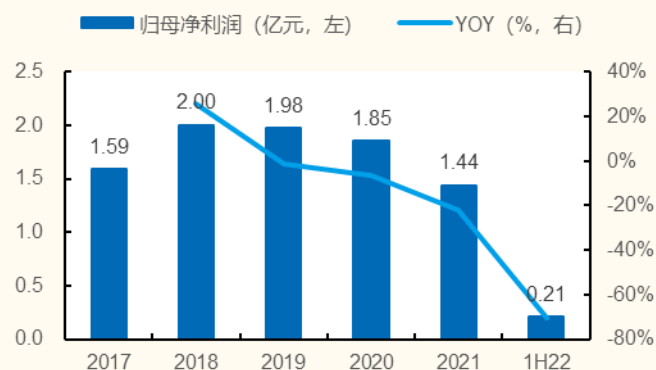
- 疫情反复叠加新业务开拓，公司业绩有所下滑，但随疫情企稳主业表现较高恢复弹性。2020 年因疫情影响公司营收、净利润同比分别下降 11.4%、6.3%，但当年仍实现归母净利润 1.9 亿元。在新开店贡献、外卖业务发力下 2021 年实现营收 16.1 亿元/+24.1%，相比 2019 年增长 10.0%，但在新开业费用增加、外卖等费用增多、新增食品业务投资支出等影响下，2021 年归母净利润为 1.4 亿元/-22.2%，虽有下滑，但相比大多数餐饮企业损失严重、恢复速度缓慢的情况，公司经营表现稳健。公司 1H22 营收 7.5 亿元/-5.9%，可比门店收入为 1.04 亿元/-13.8%，归母净利润仅 0.2 亿元/-70.3%，主要受疫情影响门店阶段性暂停营业。从 2022 年月度情况来看，1-2 月收入预算完成率达 104.2%，3-5 月华东疫情影响严重、门店遭遇阶段性暂停堂食，对应预算完成率分别为 57.7%、37.3%、56.6%，6 月随疫情趋稳恢复较快，已提升至 103.5%，主业呈现较高恢复弹性，未来经营表现有望快速改善。

图表 2: 公司营收情况



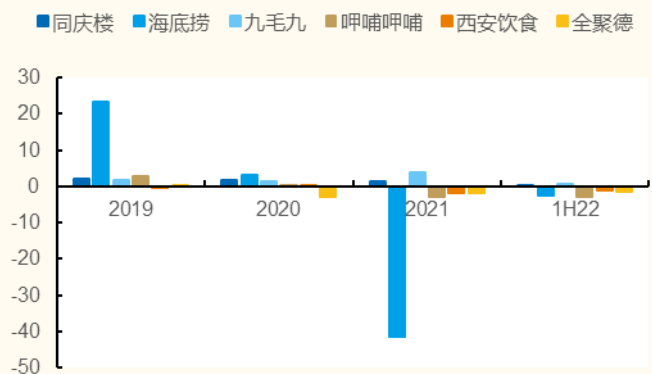
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 公司归母净利润情况



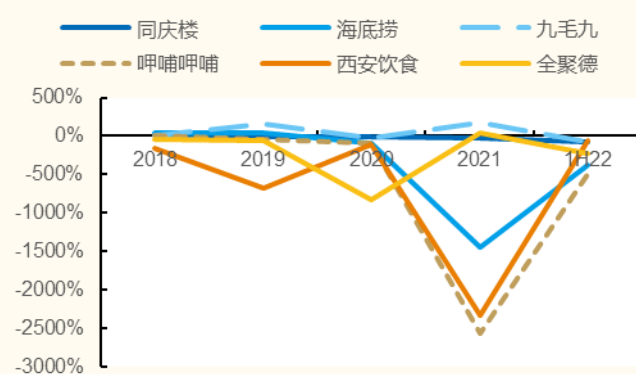
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 可比公司净利润情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

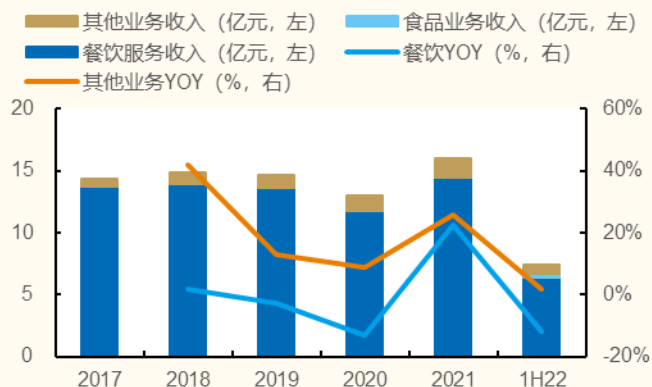
图表 5: 可比公司净利润增速



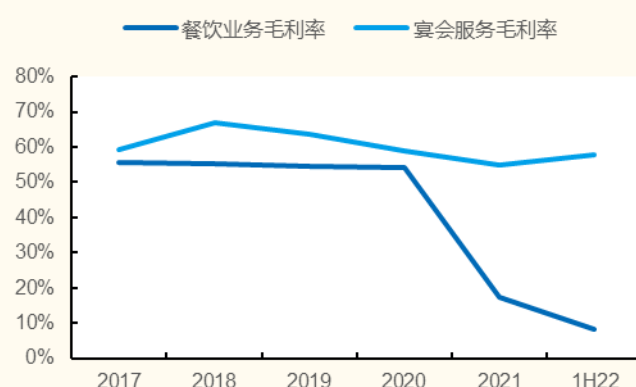
来源: Wind, 国金证券研究所

- 餐饮服务业务占比超九成，宴会服务增速较快。2021 年公司餐饮收入为 14.4 亿元/+22.7%，占比达 90.0%。其他业务主要系宴会服务，包括辅助性宴会服务和一站式宴会服务，具体服务内容包括根据客户个性化需求定制的司仪、化妆、摄像、舞台灯光、场地布置等，得益于市场对公司一站式宴请服务的认可度逐渐提升，2020 年疫情期间仍保持 8.7% 的增长，并且增速持续高于餐饮业务，2021 年收入为 1.5 亿元/+25.8%。从毛利率来看，宴会服务毛利率 1H22 为 57.9%，高于餐饮业务，主要系宴会服务成本包括外协支出、宴会物料和宴会服务人员工资，相比餐饮来说运营更轻，宴会服务占比虽不高但增长迅速，在一定程度上利好公司盈利水平提升。

图表 6: 公司分业务收入及增长情况



图表 7: 公司分业务毛利率情况

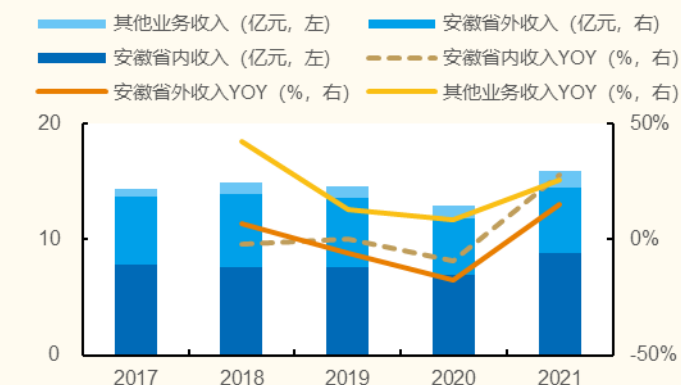


来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所；注：1、2020、2021、1H22 宴会服务毛利率未单独披露，因此选用其他业务收入毛利率；2、2021 年餐饮业务毛利率下降显著主因会计准则变化

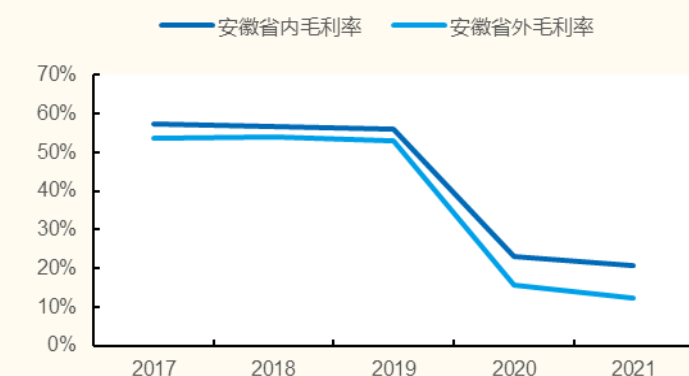
- 省内外收入格局稳定，省外毛利率略低或与新市场开拓有关。分地区来看，近年公司省内外收入占比较为稳定，2021 年公司 55.0% 的收入来自安徽省内，省外收入主要来自太湖区域和南京。2021 年省内外毛利率分别为 20.6%/12.1%，公司在省内表现略优于省外，且 2020-2021 年差距扩大，主因公司在省外开拓新店、营业成本上升较快所致。公司目前在省内仍有加密空间，省外主要在浙江、福建等地区拓展业务，并逐步向全国辐射。

图表 8：公司收入按区域分情况



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 9：公司分地区毛利率情况



来源：公司财报，国金证券研究所

1.2、门店情况：店型完善，大店盈利能力更强

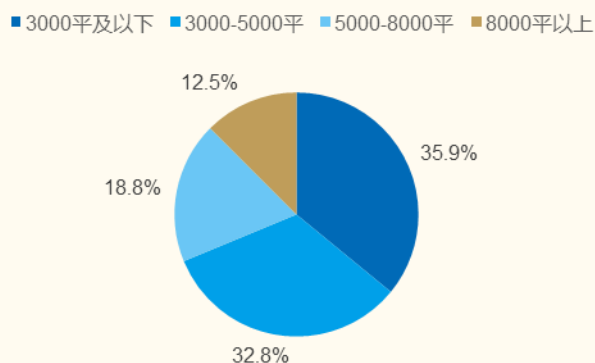
- 公司门店以大店为主，经营稳健。公司目前主要有四种店型，其中同庆楼酒楼一般为包厢+宴会厅形式；婚礼会馆为纯宴会厅，基本不配备包厢；富茂酒店为餐饮+宴会+客房形式；新式餐饮有日料、砂锅等多个子品牌。公司门店店型较大，3000 平米以上的门店占比约 64%。新店开业约 1 年-2 年达到盈亏平衡，1.5 年-4 年即可实现回收，且各经营指标表现稳定，宴会业务居多的门店甚至 1 年左右即可平衡。剔除新式餐饮和 2019 年新开店，2017-2019 年公司门店客单价稳定在 130 元左右，桌流转率稳定在 0.88 次/天上下，门店经营利润率保持在 16%-19%，净利润率保持在 12%-14%。

图表 10：公司四大店型介绍

门店类型	门店数（家，截至 1H22 末）	门店定位	品牌/门店
同庆楼酒楼	40	定位于大众聚餐与宴会服务 1000-3000 平米门店：一般为零点厅+包厢形式，往往开设于商圈 3000-5000 平米门店：包厢+宴会厅为主，少部分提供零点消费 5000 平米以上：包厢+宴会厅 以宴会厅为主，基本不配备包厢	同庆楼
婚礼会馆	7	帕丽斯品牌：3000-20000 平米，主打欧式高端婚宴场景 同庆楼宴会中心品牌：5000-8000 平米，可提供满月宴、百日宴、周岁宴、成人宴、升学宴、订婚宴、结婚宴、乔迁宴、团圆宴、庆寿宴，打造特色鲜明的同庆楼“十大喜宴”	PALACE 帕丽斯 2 家、玫瑰庄园、会宾楼、庐州府、阜阳双清湾店、芜湖银湖时代广场店
酒店	2	单店 6-10 万平米，以餐饮宴会为核心，搭配约 300-500 间高性价比客房与健身房、棋牌室、游泳池等娱乐设施	富茂 Fillmore
新餐饮	13	门店面积小于 1000 平米，包括快餐、火锅、日料、特色餐饮等，满足日常休闲餐饮需求，多开设于商场内部，品牌众多但各品牌旗下门店数量较少	符离集、鸿章砂锅、大鲈寿司、同庆小苑、派尔曼特披萨、多哈环球海鲜自助、阿摩娜葡萄牙餐厅

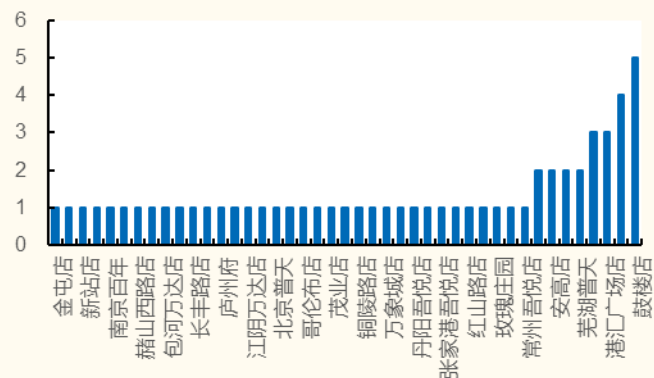
来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

图表 11: 公司各店型数量占比 (截至 1H22 末)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

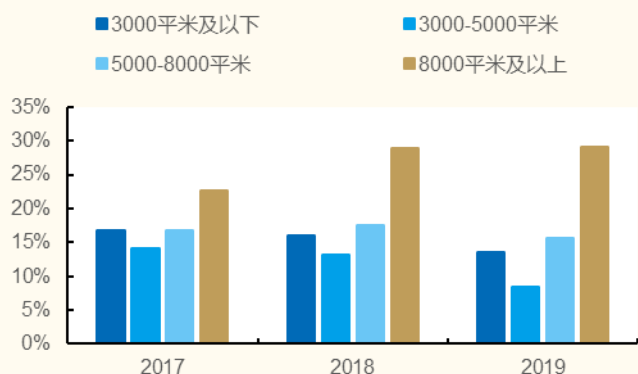
图表 12: 公司门店自开业到收支平衡需要 1-2 年 (年)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所; 注: 剔除新式餐饮门店

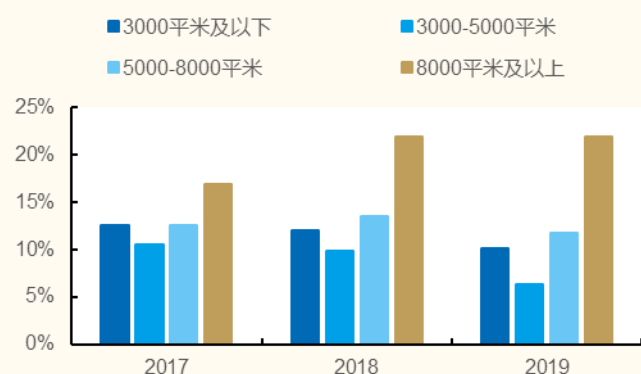
- 大型门店可支持宴会举办, 盈利能力随单店规模提升而呈现一定上升趋势。拆分不同面积门店盈利情况可以发现, 门店营业面积高于 8000 平的经营利润率及净利率表现最优, 2019 年分别达到 29.2%、21.9%, 相比 2017 年的 22.6%、16.9%有较大程度提升, 而营业面积 3000-5000 平的门店 2019 年仅 8.4%、6.3%。从 3000 平以上门店来看, 大店盈利表现优于较小型门店, 我们认为主要系大型门店选址更为成熟, 且面积更大、支持各种宴会举办, 而宴会业务因 1) 采取提前预定模式、无宴会不开餐, 具有用工少、各项成本低、效益高的特点, 2) 社交属性突出, 顾客对价格敏感度不高, 3) 配套服务的毛利较高, 展示出较强盈利能力。此外, 3000 平米以下的门店多开设于商圈, 承接日常餐饮消费需求, 其翻台率约为 1.1 次/天左右, 高于 3000 平米以上门店的 0.7 次/天左右, 经营表现好于 3000-5000 平门店。

图表 13: 不同面积门店经营利润率情况



来源: 公司招股书, 国金证券研究所; 注: 剔除 2019 年新开与新式餐饮门店

图表 14: 不同面积门店利润率情况



来源: 公司招股书, 国金证券研究所; 注: 剔除 2019 年新开与新式餐饮门店

- 核心大店贡献利润基本盘。2019 年, 庐州府、会宾楼、铜陵路店、花园店、常州奥体店 5 家核心门店贡献公司 54.4%的净利润。其中, 常州奥体店于 2017 年开业后有所亏损, 2018、2019 年净利率分别为 18.7%、16.6%; 其他 4 家门店 2017-2019 年净利率均维持在 20%-30%左右水平, 核心大店构筑了公司的利润基本盘。

图表 15: 公司净利润贡献 TOP5 门店经营情况 (以 2019 年净利润排序)

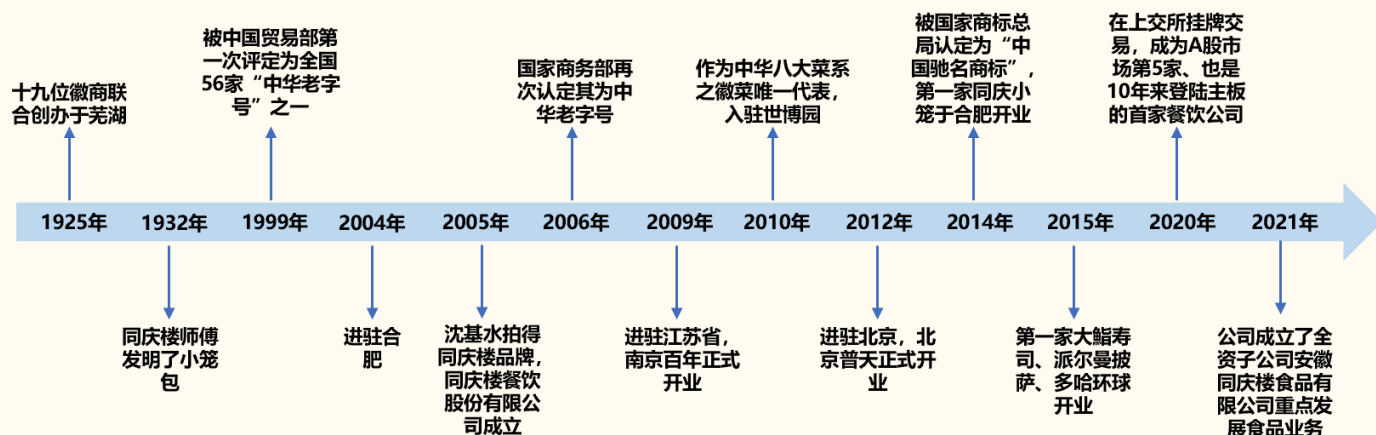
门店	开业时间	营业面积 (平)	员工数	2017				2018				2019			
				营收 (万元)	净利润 (万元)	净利率	客单价	营收 (万元)	净利润 (万元)	净利率	客单价	营收 (万元)	净利润 (万元)	净利率	客单价
庐州府	2012	15205	260	11755	2618	22.3%	169	12677	3022	23.8%	167	12594	3174	25.2%	168
会宾楼	2009	8050	117	7174	2016	28.1%	176	7149	2110	29.5%	169	7091	2122	29.9%	171
铜陵路店	2014	7805	169	7197	1511	21.0%	163	8064	1812	22.5%	158	8113	1910	23.5%	157
花园店	2010	10992	142	7023	1552	22.1%	153	7128	1682	23.6%	156	7488	1875	25.0%	164
常州奥体店	2017	17571	162	3112	-480	-15.4%	160	10297	1927	18.7%	162	10072	1671	16.6%	168
公司整体															
利润率		250125	4984	143565	15904	11.1%		148926	20030	13.4%		146279	19759	13.5%	
占比		23.8%	17.1%	25.3%	45.4%			30.4%	52.7%			31.0%	54.4%		

来源: 公司招股书, 国金证券研究所; 注: 营业面积及员工数量为 2019 年资料

1.3、发展历程及股权结构: 老字号品牌, 民营企业背景

- 老字号品牌备受信赖, 业务范围不断扩张。同庆楼品牌创立于 1925 年, 2004 年 3 月沈基水以 27.3 万元通过拍卖竞得“同庆楼”商标, 成为同庆楼的实际控制人, 2005 年成立了同庆楼餐饮股份有限公司, 2020 年公司上市, 成为十年来登陆主板的首家餐饮公司, 2021 年公司成立食品子公司重点发展预制菜业务。公司先后获得“中华老字号”、“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”等称号, 截至 1H22 末已在安徽、江苏、北京等地拥有 62 家直营门店。

图表 16: 公司历史发展情况



来源: 公司官网, 公司财报, 国金证券研究所

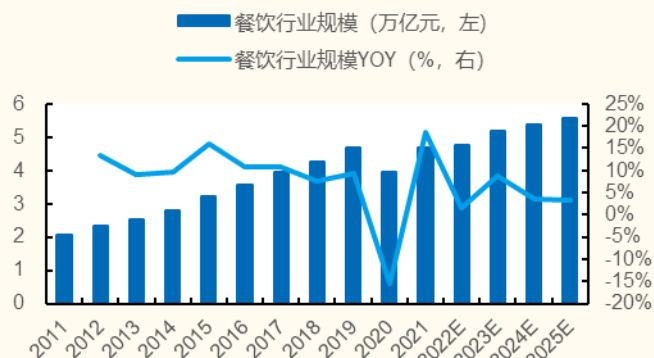
- 公司为民营企业背景, 股权集中。公司为民营企业, 创始人沈基水、吕月珍夫妇各持有公司 20.7% 和 3.5% 的股份, 此外二人通过马鞍山市普天投资发展有限公司间接持有公司 37.6% 的股份, 合计控制公司 61.7% 股份, 为公司实际控制人。盈沃投资和同庆投资作为员工持股平台, 各持 3.5% 股份, 员工持股平台的出资来源于持股平台内部各激励对象的出资, 激励对象以核心管理层、区域总经理、厨部经理、采购经理等高管为主, 将员工利益与公司发展绑定, 股权激励较为清晰。

2、餐饮连锁大趋势, 一站式宴会发展空间广阔

- 餐饮行业于疫情下重创, 未来发展趋势不变, 行业连锁化仍具提升空间。根据国家统计局数据, 2010-2019 年国内餐饮收入 CAGR 为 11.4%, 实现稳定增长, 2020 年在疫情影响下餐饮行业规模同比大幅下降 15.4%, 2021 年餐饮行业规模达 4.7 万亿元, 超越 2019 年水平, 展现较好恢复弹性。

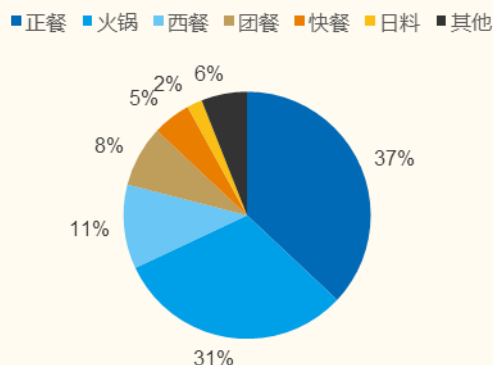
性，但疫情点状复发也为餐企经营带来不确定性。正餐因大店+高客单价模式，单店营业额水平居于行业内最高，为餐饮行业最大细分赛道（占比高达 37%），而正餐更偏线下社交消费，在疫情管控下承压更为明显。此外，根据欧睿数据，中国餐饮市场连锁化率逐年提升，2021 年为 18.3%，但仍低于美国、日本 55% 以上的连锁化率水平，尽管考虑到中国饮食偏好多样的特性，我们认为未来行业仍具整合空间。在餐饮行业长期发展以及短期疫情催化的双重逻辑下，行业连锁化率加快提升，其中具备强大供应链优势、品牌优势、经营效率、策略转型的企业更具竞争力，有望加速抢占市场份额。

图表 17：中国餐饮市场规模



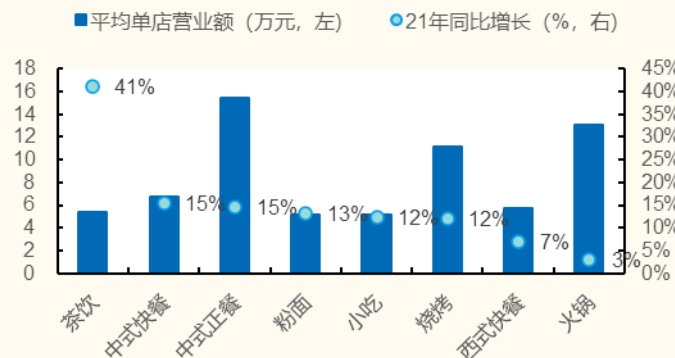
来源：国家统计局，艾媒咨询，国金证券研究所；注：历史数据来源于国家统计局，预测数据来源于艾媒咨询

图表 18：中国餐饮行业各细分赛道市占率（2020 年）



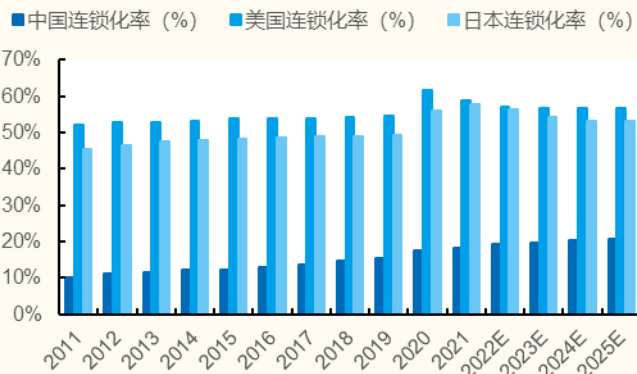
来源：中国饭店协会，国金证券研究所

图表 19：2021 年各餐饮品类平均单店营业额及增长率



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

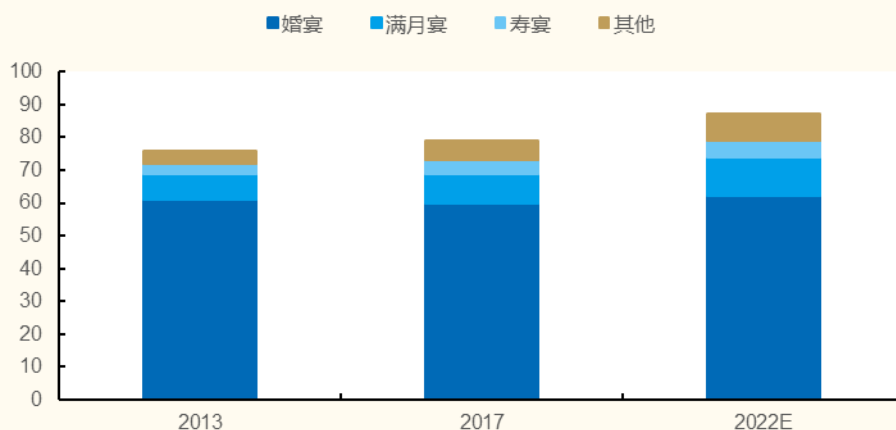
图表 20：中、美、日连锁化率情况



来源：欧睿国际，国金证券研究所；注：日本餐饮连锁包括便利店

- 宴会市场需求确定性高，社交属性显著，但对公司运营管理能力提出更高要求。1) 需求确定性高：宴会是现代城市生活刚需，从满月酒、周岁宴、升学宴、婚宴、寿宴等等宴席伴随人一生，参考中国香港的宴会市场结构，婚宴占据最大份额，占比约 75% 左右，宝宝宴次之，占比略超 10%，寿宴和其他占比分别在 10% 以下。2) 社交属性：宴会具有社交属性，客人更看重仪式感与他人的评价，因此对于价格不是很敏感，而更追求高品质产品与服务，硬装修+软服务构成了口碑传播的关键因素。3) 对企业运营能力要求高：宴请往往与特殊节庆或事件绑定，因此虽然需求固定，但主要分布于固定节日期间，在销售定价与系统性服务等方面考验公司的统筹运营能力。另外，宴请场所前期投资较大（同庆楼一站式婚礼宴会厅前期投资约 8000 万元，远高于同庆楼大渝火锅店前期投资的 50-100 万），对物业条件要求高、房租成本高、运营难度大，一旦模式跑通，其运营壁垒较高。

图表 21: 香港宴会市场细分情况 (亿港元)



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

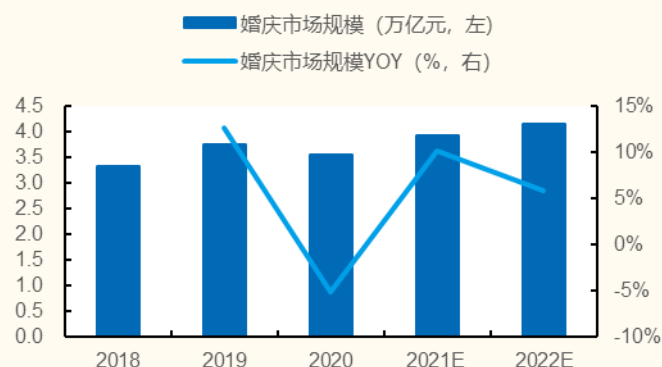
- 婚宴市场长期发展以单价提升为主要推动力, 消费升级下个性化、高端化为发展趋势。根据民政部数据, 2021 年全国登记结婚新人数量为 763.6 万对, 同比下降 6.2%, 已是我国结婚人口比例持续下滑的第 7 年, 虽然结婚新人数量持续下降, 但婚庆市场规模基本处于增长趋势, 根据艾媒咨询数据, 2021 年中国婚庆市场规模达 3.9 亿元/+10.1%, 主要由消费单价提升推动。细分来看其中婚礼酒席在结婚增加开销中排名第一。随着婚庆市场的消费升级、主力人群迭代、在需求多元化下, 新人对婚宴的品质、个性化也提出了更高的要求。

图表 22: 中国结婚对数情况



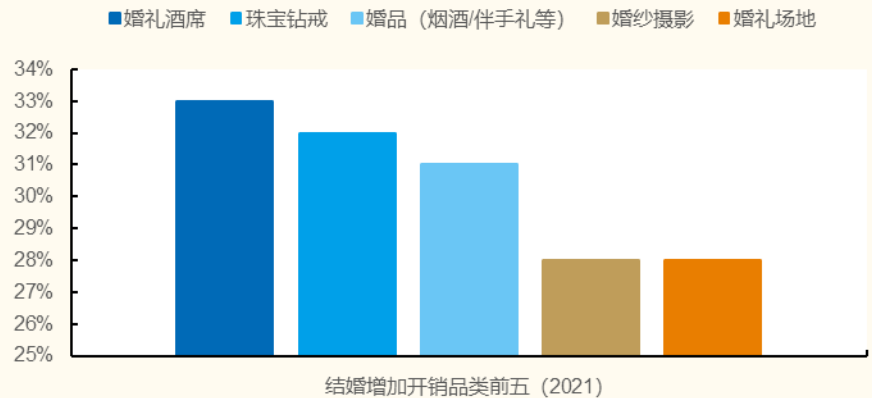
来源: 民政部, 国金证券研究所

图表 23: 中国婚庆市场规模情况



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

图表 24：中国结婚开销品类前五



来源：《腾讯结婚行业洞察白皮书（2021 年版）》，国金证券研究所

- 一站式婚礼主打全面性与便捷性，于一线城市接受度逐渐提升。一站式婚礼包括婚纱摄影、婚礼策划、新人跟妆、婚车布置、现场布置、摄像等等一系列与婚礼有关的服务。从需求端来看，一站式婚礼于发达城市的接受度逐步提升，根据 2019 年北京、上海、杭州、天津四地秋季婚博会数据，目前 95 后年轻新人办婚礼，选择星级酒店比例在逐步下降，而选择特色场地和婚礼会所比例逐步上升；婚礼纪平台数据显示，一站式备婚等关键词搜索量 2020 年同增 413%，一方面源于 90 后及 95 后更追求便捷性，另一方面新人对于婚礼场地本身的私密性、环境特色、品质要求越来越高，未来随一站式婚礼项目运营逐步成熟，渗透率有望持续提升。从供给端来看，婚庆产业链细分领域众多，较为分散、且区域性强，难以形成规模效应，在一站式婚礼服务模式下，可将细分赛道进行整合，协同效应下利于企业的降本增效。随着个性化、精品化的婚礼逐渐流行，行业有望进入加速整合期，此时龙头企业可凭借其先发优势与规模优势巩固竞争地位，加速占据市场份额。

图表 25：一站式婚礼服务与酒店对比

比较项目	一站式婚礼服务	酒店
客户体验	一站式服务，省时省力省心	除婚宴外其他事项需自行筹划，时间成本高
可复制性	标准化程度较高，可复制性强	非标准化，难复制
区域性	可以跨区域经营	区域性较强
专业性	设备、场务人员专门为婚礼而打造，专业性强	服务专业程度较低

来源：国金证券研究所

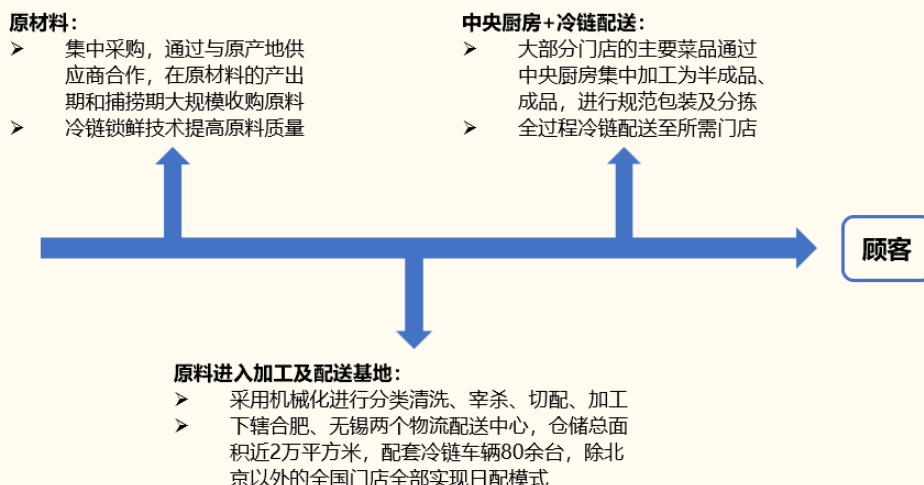
3、餐饮为核心，强运营能力与供应链协同下多元发展

3.1、餐饮为核，品牌+供应链+产品力优秀，老店运营能力构筑壁垒

- 老字号品牌背书更受认可。公司作为知名的百年老字号徽菜品牌，曾获得“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”等多项荣誉称号，2010 年作为中华八大菜之徽菜唯一代表入驻世博园。公司坚持“大众消费，好吃不贵”的经营理念，在消费者心中形成“有高兴事，到同庆楼”的品牌定位，保持菜肴品质优秀且稳定，形成良好的口碑效应。
- 供应链建设完善，公司打造了“集中采购→中央厨房加工→智能仓配→分拣→自有冷链物流配送”的完善供应链体系，利于降本增效。公司有专属的供应链公司、农产品公司、食品加工公司。1）采购：公司通过集中采购、

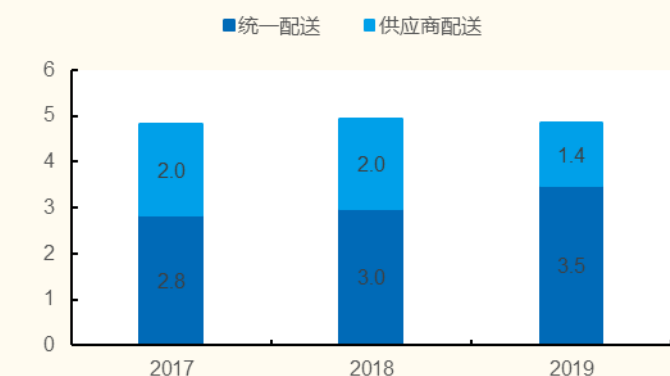
源头采购、最低季节采购价的方式，保证食材品质的同时降低成本。2) 中央厨房：2014 年公司即建立中央厨房，主要菜品通过中央厨房集中加工为半成品、成品（门店提前报送所需半成品计划），减少后厨面积与加工操作，利于降本增效，同时确保菜肴品质的稳定。3) 物流配送：于安徽合肥和江苏无锡均设立配送基地，仓储面积近 2 万平方米，配套冷链车辆 80 余台，经由冷链配送至所需门店，公司招股书显示，各直营店统一配送占比从 2017 年 58.8% 逐年提高至 2019 年 71.8%，从地域分布看，除了北京由于距离较远，统一配送比例较低，其他区域门店统一配送比例均在 65% 以上，且除北京外全部门店实现日配。在供应链完善、标准化流程下门店可复制性强。此外，公司供应链管理较好，未发生过较大的存货跌价损失。

图表 26：公司的供应链体系



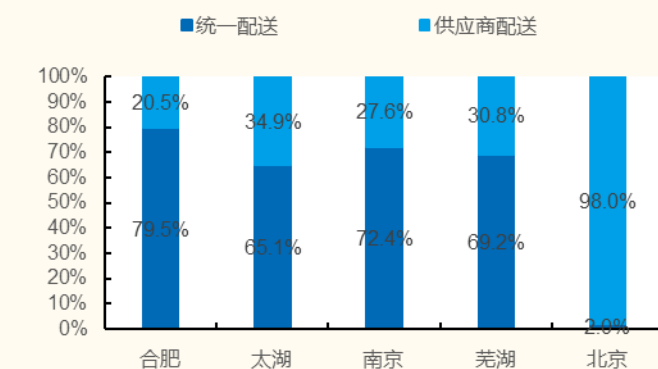
来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

图表 27：公司统一配送、供应商配送情况（亿元）



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 28：公司 2019 年分区域统一配送、供应商配送占比



来源：公司招股书，国金证券研究所

■ 产品力方面，菜品口味备受好评，菜式在标准化的基础上不断创新。公司产品采用“433”模式，即 40% 是中央厨房提供料包和半成品，统一加工统一配送，30% 是标准化工艺流程，30% 是门店自主创新。公司的产品口味于终端备受好评，核心大单品红烧肉肥而不腻、软糯入味，招牌臭鳃鱼鲜香可口、肉质紧实、细腻弹嫩。同时，公司在传承多年烹饪工艺的基础上，重视研发新品，公司设立创新奖励机制，鼓励厨师参加创新菜比赛，并将获奖菜品列为标准化菜肴，与此同时厨师的奖金与级别也会提高。截至 2021 年末 SKU 已开发 20+，此外，公司也会定期淘汰不受欢迎的菜肴，通过不断推陈出新来保持品牌活力。

- 大店运营管理自成体系，构建经营壁垒。大店模式对物业要求高，房租成本高，投资规模大，营运难度大。大店模式下（公司平均经营面积为 5000 平方米以上，甚至有的门店上万平米）对物业要求较高，现有物业符合要求较少；此外，大店前期投资规模较大、后期还需持续支付较高房租，单体餐饮门店没有成熟的运营体系支撑，很难经营下去，而公司在餐饮及宴会经营和服务上积累了丰富的运营经验，形成了自身独特的可复制化的高效管理体系，构建一定的经营壁垒。

3.2、从餐饮出发拓宽业务领域，强运营能力与供应链协同下水到渠成

- 构建五大事业部，多业态联动发展。2021 年公司设立了五大事业部，形成多业态发展格局。1）餐饮事业部提供大众聚餐和宴会婚庆服务；2）婚礼宴会部提供一站式高品质婚庆及宴会配套服务；3）宾馆事业部主要经营富茂酒店，涵盖餐饮+宴会+客房服务；4）新餐饮事业部则主要运营公司旗下的休闲餐饮子品牌；5）食品事业部主要运营预制菜业务，如一人食的自热饭系列、臭鳊鱼系列。五大事业部互相驱动，大幅增加公司业务范围，快速占据不同市场领域，满足消费者的多元化需求，提升经营效益，同时多业态联动发展可共享公司资源，有效发挥供应链完善的优势。

餐饮宴会业务：发力一站式宴请业务与个性化定制产品

- 婚庆业务在核心市场已形成良好口碑。公司有两大宴会品牌 1）PALACE 帕丽斯定位高端婚礼，以王室婚礼、城堡婚礼、秘境婚礼等产品为品牌特色，目前有门店 2 家；2）同庆楼宴会中心在传统婚礼的基础上创新升级，致力于为大众提供高性价比的宴会主题场景，目前有门店 5 家。在宴会举办中，餐饮为核心部分，公司以餐饮起家，随后凭借自身大店运营实力，延伸业务至宴会领域，于 2014 年前后成立婚礼中心，2015 年开始和国内著名设计师合作设计一站式婚宴酒楼。目前，公司内部已经形成较为完善的婚庆和宴会管理体系，并通过培养专业的摄像、主持人、化妆师、演艺和设计团队，为顾客提供一站式宴会厅产品及配套服务流程，叠加老字号酒楼及物业卡位优势，公司与安徽当地积累了一定品牌优势，形成良好口碑。

图表 29：PALACE 帕丽斯婚礼艺术殿堂



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所









图表 30：同庆楼银湖店一站式宴会厅场景天宫之城



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- 提供极具性价比、个性化、多元化的一站式宴请业务。公司不断发力婚庆个性化定制项目，满足消费者的多元化需求，与同行业相比公司性价比优势突出。在宴请业务多样性方面，公司针对满月宴、百日宴、周岁宴、成人宴、升学宴、订婚宴、结婚宴、乔迁宴、团圆宴、庆寿宴，打造特色鲜明的同庆楼“十大喜宴”，在一站式宴会领域中具备强竞争力。

图表 31: 宴会场所对比

宴会酒店	宴请类型	宴会风格	价格	场所大小	图片
富茂大酒店	满月宴、百日宴、周岁宴、成人宴、升学宴、订婚宴、结婚宴、乔迁宴、团圆宴、庆寿宴	古罗马欧式、清新韩式	1800-3299/桌起	1-100桌	
同庆楼庐州府	订婚宴、结婚宴、满月宴、百日宴、生日宴、毕业宴、升学宴、谢师宴、参军宴、乔迁宴、庆功宴、商务宴	传统中式、皇家剧院欧式、浪漫法式、简约西式、清新韩式	1899-2199/桌起	1-55桌	
同庆楼帕丽斯婚礼艺术中心	婚宴、宝宝宴、生日宴、升学宴、商务宴、年会、品牌发布会、时尚秀等	梦幻童话风、高雅奢华风	2299-2699/桌起	1-30桌	
圣拉维一站式婚礼会馆	婚宴、宝宝宴、谢师宴、生日宴、会议年会	北欧古典、科技现代、梦幻欧式、户外草坪、西式教堂	2088/桌起	15-40桌	
最高台迎宾楼	婚宴、宝宝宴、谢师宴	法式凡尔赛、欧式伊甸园、梦幻水晶宫、水墨古典中国风、简约现代风	2199-2499/桌起	0-60/桌	
天鹅湖大酒店	婚宴、宝宝宴、谢师宴、生日宴、会议年会	浪漫欧式、大气中式、户外花园	2099-2699/桌起	1-120桌	
红顶	婚宴、宝宝宴、谢师宴、生日宴、会议年会	清新现代、神圣欧式、流行爵士	2399/桌起	5-46桌	
白金汉爵	宝宝宴、生日宴、乔迁宴、回门宴、订婚宴、回门宴、战友会	浪漫西式、梦幻童话、典雅古风	2200/桌起	8-75桌	

来源: 公司官网, 公司财报, 大众点评, 国金证券研究所; 注: 1、富茂大酒店、同庆楼庐州府、同庆楼帕丽斯婚礼艺术中心为同庆楼旗下品牌; 2、统计数据截至 2022/9/5

- 新餐饮为多样化试验田, 促进单个子品牌孵化, 旗下品牌菜式风格多样, 客群划分清晰。公司旗下包含符离集、鸿章砂锅、大鮎寿司、同庆小笼、多哈环球等多个品牌: 1) 符离集创立于 2016 年, 截至 2Q22 共有 3 家门店, 主打菜品为符离集烧鸡, 具备中国传统美食特色。2) 大鮎寿司成立于 2015 年, 截至 2Q22 共有 2 家门店, 店内主推蝴蝶卷、公主卷等经典寿司, 主打日式风格。3) 同庆小笼主打同庆楼小笼包, 是公司特色菜品之一。4) 派尔曼特披萨于 2015 年开业, 开创意式美食新概念, 主营各类意式披萨。5) 多哈环球海鲜自助餐厅于 2015 年开业, 聚集了法式、日式、港式、泰式等共 300 余种自选菜肴。6) 阿摩娜葡萄牙餐厅于 2016 年开业, 为葡萄牙风格海鲜餐厅, 主打葡式异国风情。7) 鸿章砂锅为公司 2021 年新建品牌, 定位家庭客群, 以合肥名菜“李鸿章大杂烩”为主打菜。

图表 32：公司旗下子品牌介绍

品牌	图片	品牌介绍	门店
符离集		餐厅总厨走访符离集，找到当地最好的祖传老字号师傅，将色香味形俱佳的符离集烧鸡引进符离集餐厅，使这一著名美食在餐饮市场上大放光彩。	符离集肥东吾悦店、符离集万象城店、符离集马同店
大鮎寿司		店内装修以传统日式家居风格为主，以淡雅节制、清新自然为境界，重视实际功能。大鮎寿司店内主推蝴蝶卷、公主卷、凯撒卷等经典寿司，兼有芒果软壳蟹卷、三文鱼刺身、咖喱锅等众多美味。	大鮎寿司万象城店、大鮎寿司肥东吾悦店
同庆小笼		同庆小笼是同庆楼集团旗下餐饮品牌，以同庆楼小笼包为主打，1932年，同庆楼师傅发明了用烫面做的小笼包，改写了中国人一直用发面做包子的历史，并传至全国。	同庆小笼华润五彩城店
派尔曼特披萨		派尔曼特披萨是一家休闲、欢乐、时尚集一体的披萨餐厅。百分百手工精心制作薄底纯手工意式披萨，主营的各类意式披萨包括海鲜、纯芝士披萨等，兼有美味意大利面、芝士焗饭、醇香咖啡以及各类缤纷美食。	派尔曼特披萨万象城店
多哈环球		多哈环球海鲜自助餐厅，是集各种特色餐饮为一体的全新大型海鲜自助餐厅。餐厅融汇各国名菜之精华，聚集了法式，日式，港式，泰式等共300余种自选菜肴，包括来自多国海域的海鲜美味，挪威三文鱼、阿拉斯加红蟹脚、南美甜虾等各色海鲜，以及意式提拉米苏，日式原味芝士。	多哈环球海鲜自助餐厅之心城店
阿摩娜葡萄牙餐厅		阿摩娜葡萄牙餐厅是一家葡萄牙式海鲜餐厅，优秀的厨师团队亲临葡萄牙实地考察，主要菜品包括鳕鱼、金枪鱼、长寿鱼、珍鲷鱼、龙俐鱼和葡式烧烤等。	阿摩娜葡萄牙餐厅万象城店
鸿章砂锅		鸿章砂锅是公司 2021 年新建立品牌。定位家庭客群，老少咸宜，人均处于市场中等价位。以合肥名菜“李鸿章大杂烩”为主打菜，菜品大多以砂锅呈现，注重煨炖，口味别具一格。	鸿章砂锅五彩城店（2022 年 12 月即将开业）

来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

酒店业务：依托富茂品牌，打造餐饮+宴会+住宿全方位服务

- 餐饮仍为酒店核心，配备客房业务实现效益提升。公司旗下富茂酒店以餐饮为核心，坚持“好吃（住）不贵有面子”的经营理念，让大众走进豪华饭店，其餐饮、宴会及婚庆收入约占总收入的 70%以上。酒店配套高性价比的客房，工作日主要接待会议，节假日接待宴会及满足外地赴宴客人的住宿需求，有效提升了酒店设施利用效率和经营效益，与公司餐饮业务协同发展。未来公司除适当自建或购置酒店外，公司还会以“富茂 Fillmore”品牌对外输出管理，结合公司自身独特的大型餐饮和宴会专业优势，推动公司在全国范围内的业务拓展。

图表 33: 公司酒店品牌富茂 Fillmore 门店情况

门店	图片	开业时间	建筑面积	定位
富茂大饭店合肥滨湖店		2020/10 (仅餐饮部分, 客房部分于 2021 年底已投入运营)	总建筑面积近10万平米	酒店有超500间简约雅致的客房及套房和60余间融合徽派人文精髓与现代简约风格的包厢, 三楼宴会厅总面积2000平米, 层高10米宽广无柱, 既满足千人宴会需求也可单独分割宴会厅; 10个规模宏大的宴会大厅可满足各类宴会、培训、会议、发布会等多种需求。以造价千万的近30米长楼梯为亮点, 楼梯两侧金色拱形门廊与灯光相互融合。
富茂大饭店和平路店 (合肥瑶海富茂大酒店)		2021/12 (仅餐饮部分, 包厢部分于 2022/02 开业)	总占地面积约6万平米	酒店有260间风格雅致的客房及套房; 国内顶级空间设计师精心打造的数十个风格迥异、富丽堂皇的宴会厅; 1300平方超大规模的专业宴会厅, 可同时容纳700余人用餐、1100多人会议; 同时还拥有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。酒店装修气势磅礴, 尊贵典雅, 是一家涵盖包厢、综合宴会、客房、健身、棋牌、自助餐厅为一体的综合性酒店, 将打造成东部新中心的地标型酒店。
富茂花园酒店合肥淮南北路店		待开业	总建筑面积3万多平米	东临丰乐生态园、西北角为城市公园, 自然幽静、生态环境优美, 是一个涵盖餐饮、包厢、宴会、客房等一体的综合性酒店。
富茂花园芜湖鸠江店		待开业	总建筑面积3万多平米	位于安徽省芜湖市鸠江区万春西路太阳埠湿地公园内, 地理条件优越、生态风景优美。以屋顶花园和实地生态景观为特色, 致力于为客户提供一个集餐饮、宴会、客房、娱乐等为一体的大型综合性休闲酒店。

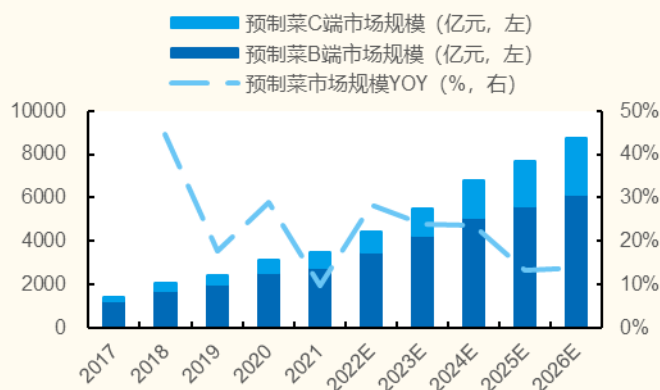
来源: 公司官网, 公司财报, 国金证券研究所

- 致力打造服务型酒店, 添加娱乐元素, 不断打磨细节, 终端体验备受好评。富茂以“酒店服务最佳”为目标, 员工服务意识极强, 入住宾客均配备富茂管家, 加强酒店与宾客的联系。客房方面, 房间硬件、软件配置完备且品质较高, 如配备智能马桶、洗烘一体机、熨烫机等设备; 此外, 客房配备同庆楼自热米饭、以及提供同庆楼餐饮外卖服务, 也与公司餐饮和食品业务产生联动, 综合来看入住性价比极强。富茂滨湖店致力于打造娱乐茂, 配备美食街、游泳池、汗蒸房、健身房、棋牌室等多种娱乐业态, 宾客可享受专属体验。酒店位置位于滨湖新区核心地段, 毗邻银泰城、融创乐园、巢湖, 外景与酒店内部娱乐设施产生协同效应, 住宿体验备受消费者好评。

食品业务: 乘预制菜东风, 或为又一增长曲线

- 乘预制菜东风, 餐饮品牌背书下加码布局食品赛道。目前我国预制菜行业玩家可以分为原材料企业、速冻食品企业、专业预制菜企业、餐饮供应链企业、生鲜电商平台、餐饮企业等, 百舸争流, 各有优劣。下游餐饮企业从事预制菜时具备服务型思维, 在菜品研发、品牌溢价、门店会员群体方面具备优势, 但是前期向上延伸产业链的成本高, 考验企业渠道建设和服务能力, 以及餐饮与食品的思维转化和团队组建。2021 年, 公司成立全资子公司安徽同庆楼食品有限公司, 重点发展食品业务, 公司自建有食品加工厂, 已上线 5 条标准化生产线, 并于 2021 年 1 月陆续投产, 公司通过集中采购、与原产地供应商直接合作、自建中央厨房+OEM 合作等模式, 降本增效, 产能较为稳定。

图表 34：中国预制菜市场规模



来源：《2022 年中国预制菜行业研究报告》，国金证券研究所

图表 35：预制菜行业主要参与者情况



来源：町芒研究所，国金证券研究所

- 产品方面，大单品亮眼+多品类布局，大厨基因下口味更受欢迎。公司预制产品主打速冻面点、自热饭、臭鳊鱼、腊味、名厨名菜五大系列，价格在 30-100 元不等，部分产品已出现大单品趋势，20%的品种即可达到 80% 的销售额，预计今年臭鳊鱼单一品种有望实现 2000 万销售额。大厨基因下公司研发能力较强，着重发力菜品研发及产品包装设计，全面打造美食专家的品牌形象，计划丰富自热饭、名厨名菜等产品的 SKU 数量，采用不同净菜半成品搭配对应的复合调理包，大力开发速膨类预制菜，且预计将面点类由目前 13 个增加至 20+个 SKU，重点打造粽子、月饼、春节礼包等节庆产品以及宴会伴手礼等开发和销售，未来产品总 SKU 有望超过 100 个。

图表 36：公司食品业务主要产品

类别	产品	价格	图片
名厨面点	牛肉粉丝包、同庆楼招牌大肉包、香菇猪肉烧麦、红豆包等	4-32元	
自热米饭	土豆牛肉自热饭、酸菜笋丝自热饭、红烧肉自热饭等	19-70元	
臭鳊鱼	招牌臭鳊鱼	70-200元	
腊味	腊肉、腊肠等	40-260元	
名厨名菜	酸菜肥肠、红烧牛排、外婆红烧肉、狮子头、糖醋小排等	19-80元	

来源：同庆楼小程序，公司财报，国金证券研究所

- 渠道方面，公司形成线上零售、线下商超+渠道代理、大型酒楼门店“三位一体”的立体式销售路径。1) 线上零售：利用天猫、京东等电商平台，通过自运营、抖音自播以及代运营短视频电商运营形式积极开展营销，预计未来线上业务占比能达到 30%-40%水平。2) 线下商超+渠道代理：夯实安徽市场，在安徽合肥市自营 30 余家商超专柜的基础上，积极开拓外地商超销售，已在南京建立分仓，预计 2022 年底在江苏市场入驻不低于 100 家超市门店，同时公司也进驻盒马等生鲜电商平台，拓展渠道广度。3) 餐

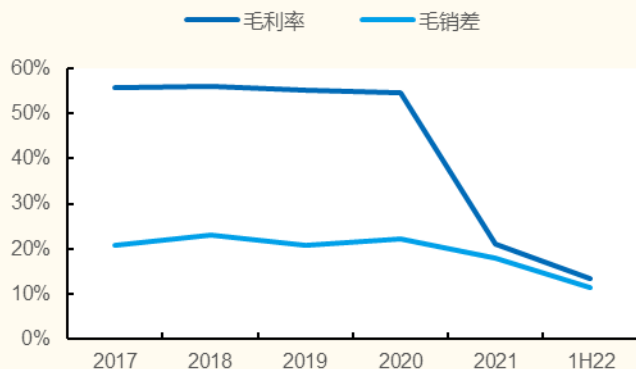
饮门店：公司自身大型线下餐饮门店日均进店顾客 4 万多人，构成食品业务高潜力消费客群，公司积极开展私域流量营销，于餐饮门店进行食品专柜展示，餐饮门店扩张也有望为预制食品引流。

4、财务分析：经营韧性较好，短期仍受疫情反复扰动

成本端：疫情前成本费用把控力强，短期受疫情影响刚性支出压力较大

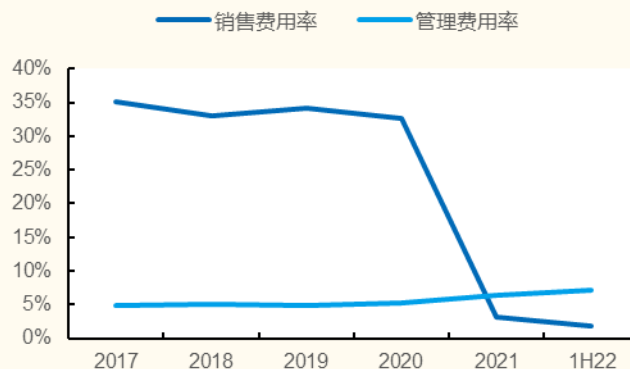
- 疫情前毛利率较为稳定，短期受疫情影响有所下滑。2017-2020 年毛利率稳定在 55%-56%左右，2021 年毛利率为 21.1%/-33.7pct，剔除会计准则变动影响后同比-0.6pct。公司原材料占主营业务成本近 80%，在近两年市场原料价格不断上涨的情况下，公司通过提前锁价、完善供应链体系、门店现场管控，有效缓解成本压力，毛利率较为稳定。1H22 毛利率为 13.3%，可比口径同比-6.1pct，主要受人工、房租、摊销等刚性成本影响。总体来看公司成本把控较好。
- 公司费用率控制较好。2021 年销售费用率为 3.2%，因会计准则调整与去年同期不可比（2020 年为 32.7%），管理费用率为 6.5%/+1.2pct，如按原先会计准则对比，2021 年费用总计 7.0 亿元，费用率同比+6.0pct，主要是公司建设新门店、开展新预制菜业务时人力、装修、研发等成本有所抬升，但总体收入受疫情影响尚未恢复至正常经营水平，导致费用率上升。1H22 公司销售费率/管理费率为 1.9%/7.2%，可比口径同比分别 +0.3pct/+0.8pct，主要系在整体营收下降的情况下，公司仍需承担管理人员成本、租赁房屋利息等固定支出，导致费用率的上升。

图表 37：公司毛利率、毛销差情况



来源：Wind，国金证券研究所；注：2021 年由于会计准则改变，毛利率大幅下降

图表 38：公司费用率情况

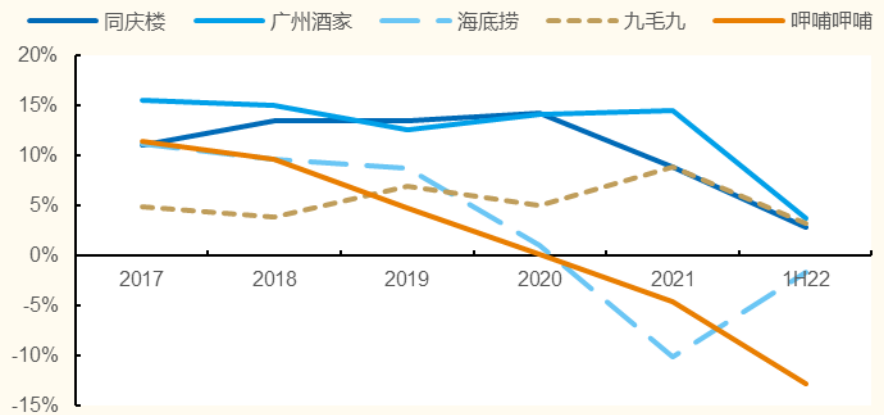


来源：Wind，国金证券研究所；注：2021 年由于会计准则改变，销售费用率大幅下降

利润端：营收下滑同时成本支出较为刚性，短期盈利能力承压

- 公司净利率 2017-2020 年由 11.1%提升至 14.3%，稳定略有上升，2021 年下降 5.3pct 至 9.0%，主要系新开店和新预制菜业务布局导致成本费用增加，但疫情反复使得收入表现相对受制，盈利水平下滑。相比同业来看，公司盈利能力处于行业中上游，侧面反映公司成本费用控制能力较强。1H22 公司净利率为 2.8%/-6.1pct，进一步下滑主要系上半年华东疫情爆发，公司核心经营区域长三角腹地江苏和安徽也遭受巨大冲击，相关门店反复遭遇阶段性暂停堂食，导致上半年实际营收不到同期预算的 80%，在固定支出较为刚性的情况下，短期盈利水平下滑。

图表 39: 可比公司净利率对比

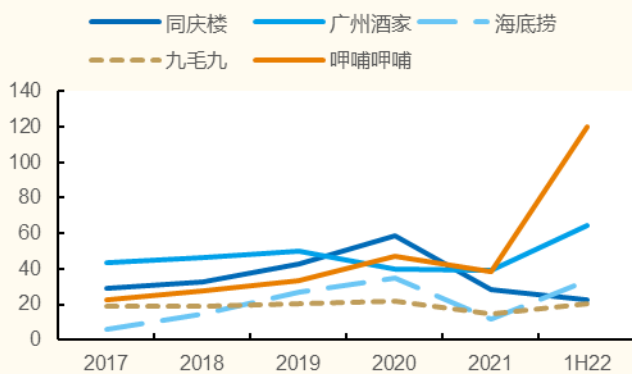


来源: Wind, 国金证券研究所

营运效率及现金流: 营运效率良好、现金流质量较高

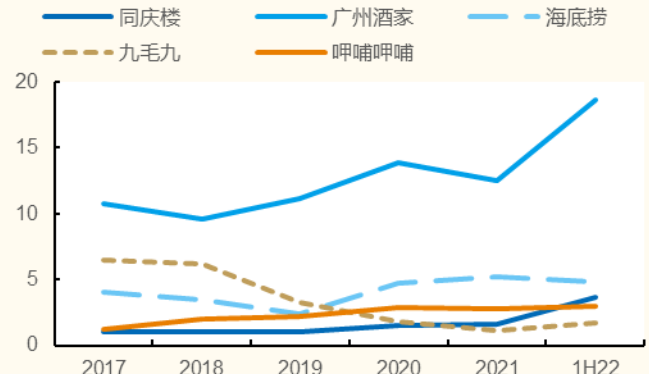
- 存货及应收账款周转快, 对上游议价能力强, 营运效率高。公司存货周转天数保持稳定低位, 2021 年为 28.5 天/-30.3 天, 1H22 进一步下降至 22.5 天, 主因餐品现做及新鲜属性需求, 库存压力小。2021 年应收账款周转天数为 1.6 天/+0.1 天, 1H22 上升至 3.7 天, 主因餐饮门店结算方式为即食即付、以及宴会预付定金模式, 总体保持平稳低位水平。2021 年应付账款周转天数为 40.5 天/-50.5 天, 1H22 上升至 43.0 天, 应付账款周转较慢也反映公司对上游议价能力较强, 整体来看公司营运效率较高。
- 现金流状况好, 盈利质量较高。公司历年收现比、净现比均高于 1, 保持在较高水平, 因宴会业务需提前预订并收取部分定金, 客户有消费充值卡等, 公司的营业收入有着较强的现金产生能力, 流动资产变现能力强, 经营业绩具有良好的现金流支撑, 公司的盈利质量较高。

图表 40: 可比公司存货周转天数



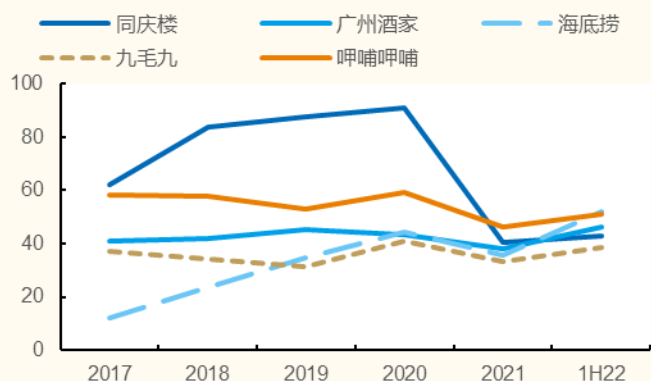
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 可比公司应收账款周转天数



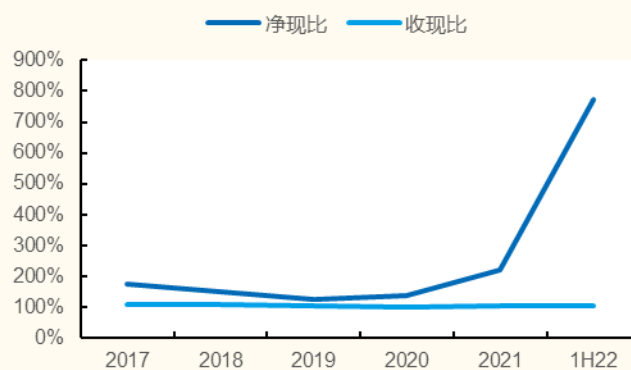
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 可比公司应付账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 公司净现比、收现比情况



来源: Wind, 国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

餐饮业务未来看点: 同店恢复、老店提质增效、新店拓展

- 同店恢复: 疫情对公司门店经营造成巨大压力, 但根据公司月度数据, 随疫情趋稳今年 6 月营收水平已提升至年初目标 103.5%, 结合宴会较刚需属性与公司自身 α 实力, 主业呈现较高恢复弹性, 关注后续经营环比改善。
- 老店整合优化: 2021 年公司先后升级改造老门店 7 家, 其中合肥新站店、合肥之心城店、合肥包河万达店、无锡滨湖万达店四家门店停业改造, 经升级改造后的门店业绩和口碑实现了双提升。公司计划未来继续对部分老门店进行重新装修升级, 未改造的厨房继续改造, 通过不断推进厨房变革, 夯实厨部精细化管理, 提升厨部工作效率及出品水平; 通过创新宴会产品和服务新模式, 提升门店核心竞争力, 下半年在疫情企稳、核心区域需求恢复的假设下, 结合老店重装后的潜力, 预计公司存量餐饮业务有望逐步恢复。
- 单店收入预测: 考虑到 2022 年受华东疫情影响, 线下餐饮经营承压, 预计单店收入有所下降, 但公司未来拓店将以 5000 平以上大店为主, 大店占比提升助力盈利水平进一步优化, 虽然大店模式下公司需承担更大费用压力, 但随疫情企稳, 公司依托品牌与供应链优势在其核心区域扩张, 门店爬坡期相对可控; 此外, 改造升级现有门店、丰富产品 SKU 等举措均有助于同店销售的增长, 随着各地疫情形势平稳, 未来单店收入有望回升, 假设 2022-2024 年单店收入分别同比 -5.4%/+18.0%/+10.0%。
- 门店扩张: 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, 同时积极向省外扩展, 待疫情稳定, 每年考虑新增 10 家以上门店, 中长期达到百家规模。
- 门店数量预测: 因公司新式餐饮品牌贡献收入过小, 且暂无明确开店规划, 我们在门店数预测方面剔除新式餐饮, 未来随疫情恢复以及拓店计划的持续推进, 预计 2022-2024 年公司门店净增 5/6/8 家 (不含新餐饮), 总门店数达到 64/70/78 家 (不含新餐饮)。
- 毛利率: 预计 2022 年原材料价格整体回落, 同时考虑到公司供应链体系较为完整及门店现场管控严格, 毛利率有望提升, 预计 2022-2024 年餐饮业务毛利率为 17.8%/20.8%/21.2%。

食品业务: 有望实现曲线增长

- 综合来看，公司 2021 年预制菜业务摸索期首年实现营收 0.15 亿元，1H22 公司食品业务收入为 0.38 亿元，较 2021 全年翻倍，正处于快速发力期。伴随产品丰富、渠道变宽，品牌赋能，未来销售有望逐步放量，或为又一增长点。考虑到公司食品业务目前还在初期急速扩张阶段，我们预计 2022 年食品收入为 0.93 亿元，随大单品打磨、产品持续推陈出新、渠道布局完善，2023/2024 年食品业务收入可达 1.5/2.2 亿元，参考同业毛利率，以及考虑日后食品业务的规模效应逐步体现，预计 2022-2024 年食品业务毛利率为 20.1%/26.0%/28.0%。

其他业务：韧性较强，疫情企稳下有望快速恢复

- 考虑到 2022 上半年华东疫情影响较为严重，以及宴请服务业务恢复弹性较强，预计其他业务收入 2022-2024 年分别增长 7.7%/25.0%/15.0%，毛利率为 48.2%/55.0%/57.0%。

图表 44：公司收入预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	1462.8	1295.9	1608.4	1689.9	2197.3	2694.6
yoy	-1.8%	-11.4%	24.1%	5.1%	30.0%	22.6%
餐厅服务收入	1356.5	1180.3	1447.8	1440.3	1851.6	2249.6
yoy	-2.8%	-13.0%	22.7%	-0.5%	28.6%	21.5%
占比	92.7%	91.1%	90.0%	85.2%	84.3%	83.5%
期末门店数（22-24 年预测 数不含新餐饮）	56	58	59	64	70	78
净开店	5	2	1	5	6	8
平均单店销售额	25.4	20.7	24.7	23.4	27.6	30.4
yoy	-7.3%	-18.3%	19.5%	-5.4%	18.0%	10.0%
食品销售收入			15.1	93	150	220
yoy				515.2%	61.3%	46.7%
占比			0.9%	5.5%	6.8%	8.2%
其他业务收入	106.3	115.6	145.4	156.6	195.7	225.1
yoy	12.8%	8.7%	25.8%	7.7%	25.0%	15.0%
占比	7.3%	8.9%	9.0%	9.3%	8.9%	8.4%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 通过以上分析，我们预测公司 2022-2024 年收入为 16.9/22.0/26.9 亿元，同比+5.1%/+30.0%/+22.6%，毛利率为 20.8%/24.2%/24.7%。
- 费用端：公司费用管控能力较强，假设 2022-2024 年销售费用率为 2.8%/2.9%/3.0%；管理费用率今年因疫情影响及新业务开拓预计略有上升，后续随运营稳定有所优化，假设为 6.8%/6.2%/6.0%。

图表 45：公司毛利率、主要费用及净利润预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	55.1%	23.9%	21.1%	20.8%	24.2%	24.7%
餐饮业务毛利率	54.5%	20.5%	17.3%	17.8%	20.8%	21.2%
食品销售毛利率				20.1%	26.0%	28.0%
其他业务毛利率	62.0%	59.1%	50.3%	48.2%	55.0%	57.0%
销售费用	500.1	423.9	51.2	52.6	54.2	55.8
销售费用率	34.2%	32.7%	3.2%	2.8%	2.9%	3.0%
管理费用	71.9	68.0	102.2	109.1	115.9	122.9
管理费用率	4.9%	5.2%	6.4%	6.8%	6.2%	6.0%
归母净利润	197.6	185.1	144.1	124.4	230.0	300.8
YOY	-1.4%	-6.3%	-22.2%	-13.7%	84.9%	30.8%
归母净利率	13.5%	14.3%	9.0%	7.4%	10.5%	11.2%

来源：公司财报，国金证券研究所

5.2、投资建议及估值

- 综合收入、成本预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.2/2.3/3.0 亿元，同比-13.7%/+84.9%/+30.8%，EPS 为 0.48/0.88/1.16 元，对应 2022-2024 年 PE 为 51.2/27.7/21.2 倍。
- 我们选取 3 家可比公司对公司按市盈率法进行估值，可比公司 23E PE 中位值在 28.2x，公司存量门店韧性足，大店扩张有望加速，预制菜或为又一增长点，我们给予公司 2023 年 32 倍 PE，对应目标价 28.30 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 46：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	证券简称	股价		EPS				PE				PEG	23E	21-24 CAGR	总市值 (亿元)
		2022/9/9	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E			
603043.SH	广州酒家	22.02	1.15	0.99	1.13	1.35	1.62	33.75	24.40	19.57	16.29	13.59	0.90	18.0%	124.90
6862.HK	海底捞	14.88	0.06	-0.78	0.06	0.41	0.64	861.07	N/A	245.50	35.89	23.30	0.19	193.5%	942.01
9922.HK	九毛九	13.54	0.09	0.23	0.19	0.48	0.71	232.69	47.89	71.33	28.19	19.13		45.5%	223.61
	中位数							232.69	36.15	71.33	28.19	19.13	0.54	105.8%	
605108.SH	同庆楼	24.50	0.93	0.55	0.48	0.88	1.16	25.73	33.03	51.22	27.70	21.17	1.00	27.8%	63.70

来源：Wind，国金证券研究所

6、风险提示

- 新区域市场开拓不及预期。公司主力门店主要布局于安徽、江苏，后续异地扩张或不及预期。
- 疫情反复风险。疫情反复下餐饮及宴会门店或受营业限制，进而影响公司收入水平，此外开店速度也会因延期施工而受限。
- 食品安全风险。公司经营大众餐饮与宴会服务，若食材品质出现问题，存在品牌声誉受损风险，影响公司经营发展。
- 行业竞争加剧风险。目前婚宴行业供给格局较为分散，场景设计等同质化相对较高，公司后续主推宴会厅店型，可能存在竞争加剧、议价能力下降等风险。
- 婚俗改变、结婚率进一步下降。若我国结婚率下降速度过快，整体婚庆行业需求或显疲弱，进而影响公司营收水平。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,463	1,296	1,608	1,690	2,197	2,695
增长率		-11.4%	24.1%	5.1%	30.0%	22.6%
主营业务成本	-657	-586	-1,269	-1,339	-1,666	-2,028
%销售收入	44.9%	45.2%	78.9%	79.2%	75.8%	75.3%
毛利	806	710	339	351	532	667
%销售收入	55.1%	54.8%	21.1%	20.8%	24.2%	24.7%
营业税金及附加	-4	-2	-4	-4	-5	-7
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-500	-424	-51	-48	-64	-81
%销售收入	34.2%	32.7%	3.2%	2.8%	2.9%	3.0%
管理费用	-72	-68	-102	-114	-136	-162
%销售收入	4.9%	5.2%	6.4%	6.8%	6.2%	6.0%
研发费用	-1	0	-2	-1	-1	-1
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	229	215	180	184	325	416
%销售收入	15.7%	16.6%	11.2%	10.9%	14.8%	15.4%
财务费用	4	6	-19	-29	-31	-27
%销售收入	-0.3%	-0.5%	1.2%	1.7%	1.4%	1.0%
资产减值损失	0	1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	4	0	0	0
投资收益	0	5	14	10	10	10
%税前利润	0.0%	2.1%	7.2%	6.0%	3.3%	2.5%
营业利润	263	309	195	165	305	399
营业利润率	17.9%	23.8%	12.1%	9.8%	13.9%	14.8%
营业外收支	2	-61	-2	1	2	2
税前利润	265	248	193	166	307	401
利润率	18.1%	19.1%	12.0%	9.8%	14.0%	14.9%
所得税	-67	-63	-49	-41	-77	-100
所得税率	25.4%	25.4%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	198	185	144	124	230	301
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	198	185	144	124	230	301
净利率	13.5%	14.3%	9.0%	7.4%	10.5%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	198	185	144	124	230	301
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	105	104	171	257	329	375
非经营收益	-8	-75	-7	17	16	13
营运资金变动	-46	37	7	33	37	54
经营活动现金净流	249	251	316	431	612	743
资本开支	-225	-229	-501	-490	-428	-428
投资	0	-595	59	0	0	0
其他	7	13	30	10	10	10
投资活动现金净流	-218	-812	-412	-480	-418	-418
股权募资	0	766	0	0	0	0
债权募资	-1	0	0	130	31	-107
其他	0	-24	-105	-80	-67	-64
筹资活动现金净流	-1	742	-105	50	-36	-172
现金净流量	30	181	-200	1	158	154

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	270	455	254	111	137	168
应收款项	41	34	42	40	51	63
存货	90	101	99	73	128	167
其他流动资产	53	662	612	630	635	640
流动资产	455	1,252	1,007	854	951	1,038
%总资产	34.2%	55.6%	35.5%	28.3%	28.7%	29.2%
长期投资	8	7	7	7	7	7
固定资产	508	659	950	1,176	1,286	1,357
%总资产	38.2%	29.3%	33.5%	38.9%	38.8%	38.1%
无形资产	349	319	332	426	514	596
非流动资产	876	999	1,831	2,166	2,367	2,522
%总资产	65.8%	44.4%	64.5%	71.7%	71.3%	70.8%
资产总计	1,330	2,251	2,838	3,020	3,318	3,560
短期借款	0	0	53	183	214	107
应付款项	230	221	250	289	359	437
其他流动负债	111	124	109	94	131	163
流动负债	341	345	412	565	704	707
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	0	461	417	385	363
负债	345	345	873	982	1,090	1,070
普通股股东权益	986	1,906	1,965	2,038	2,229	2,490
其中：股本	150	200	260	260	260	260
未分配利润	661	829	876	949	1,140	1,402
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,330	2,251	2,838	3,020	3,318	3,560

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.317	0.926	0.554	0.478	0.884	1.157
每股净资产	6.570	9.530	7.559	7.837	8.572	9.579
每股经营现金净流	1.658	1.253	1.216	1.656	2.355	2.858
每股股利	0.000	0.100	0.280	0.200	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	20.05%	9.71%	7.33%	6.10%	10.32%	12.08%
总资产收益率	14.85%	8.22%	5.08%	4.12%	6.93%	8.45%
投入资本收益率	17.33%	8.42%	6.62%	6.19%	9.98%	12.01%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.78%	-11.41%	24.11%	5.07%	30.03%	22.63%
EBIT增长率	-12.88%	-6.10%	-16.52%	2.23%	77.19%	27.97%
净利润增长率	-1.35%	-6.32%	-22.17%	-13.68%	84.91%	30.83%
总资产增长率	17.30%	69.20%	26.10%	6.41%	9.87%	7.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
存货周转天数	43.2	59.7	28.9	20.0	28.0	30.0
应付账款周转天数	88.8	92.3	41.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	38.8	94.8	90.0	156.0	121.7	95.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.44%	-55.25%	-37.72%	-22.96%	-20.77%	-24.13%
EBIT利息保障倍数	-56.8	-34.8	9.4	6.4	10.6	15.4
资产负债率	25.91%	15.32%	30.75%	32.53%	32.84%	30.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	15	17	31
增持	2	8	8	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.47	1.35	1.32	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402