

605108.SH

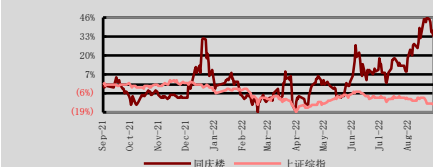
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 24.69

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	24.6	19.6	34.3	38.1
相对上证指数	39.6	25.3	41.3	53.4

发行股数(百万)	260
流通股(%)	31
总市值(人民币 百万)	6,419
3 个月日均交易额(人民币 百万)	99
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
马鞍山市普天投资发展有限公司	38

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 9 月 23 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务: 酒店餐饮

证券分析师: 李小明

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522090001

同庆楼

积极进取老字号, 业务多元谋创新

我国餐饮市场长期保持健康且稳定的增长速度, 2015-2019 年全国餐饮收入增幅连续 5 年超过社零总额增速。同庆楼作为 A 股市场少有的餐饮标的, 品牌是拥有近百年历史的“中华老字号”且被评为“中国驰名商标”, 品牌优势明显。公司积极进取, 以大众餐饮为核心, 积极推进连锁化经营的同时还建设了餐饮、婚礼、新餐饮、宾馆和食品五大事业部以扩大自身业务范围。虽然公司在疫情影响下业务经营情况短期受阻, 但疫情影响初步消退后边际恢复趋势存在, 长期来看公司多业务叠加下未来增长可期, 老字号品牌赋能下其业务拥有长期增长动力。首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **百年餐饮, 增长稳健。**同庆楼品牌始创于 1925 年, 在安徽江苏等地有较好的品牌积淀, 公司主营业务为餐饮服务, 2013-2019 年餐饮服务收入 CAGR 为 7.94%, 增长稳健。剔除疫情短期影响后公司所处餐饮行业规模不断扩大, 社零中餐饮收入不断提高, 市场发展态势良好。公司定位大众餐饮, 定位清晰, 有一定品牌优势, 有望收获行业增长中的市场机遇。
- **疫情下具备经营韧性, 具备扩张能力。**短期受疫情影响, 2020 年公司营收有所下滑, 但 2021 年公司营收快速恢复, 超过 2019 年同期水平。此外尽管 22 年上半年受疫情影响较大, 但公司逐月业绩达成情况显示了公司较好的边际恢复趋势, 公司有望在 2022 年下半年疫情恶劣影响不扩大的基础上继续保持稳健增长, 追平或者小幅超过 2021 年水平。中长期来看, 公司具备不错的扩张能力, 其开店模式具有可复制性, 门店拓展有望提高公司多区域的影响力, 从而触达更多市场空间。
- **积极进取多元业态经营, 未来有望成为餐饮综合体。**公司以餐饮为核心, 积极向外扩张业务范围并成立五大事业部, 包括餐饮、婚礼、新餐饮、宾馆、食品。其中部分新业务已获得快速增长, 公司在未来有望成为以餐饮为核心的餐饮综合标的, 享受多行业的助推因素驱动。

估值

- 公司作为百年老字号以餐饮为主多业务并进的企业, 在 A 股市场属于少有的餐饮标的, 公司通过扩大门店数量提高多区域影响力的同时还积极发展多类业态完善业务板块的多样性, 短中长期来看增长驱动因素皆具备。我们预计 22-24 年营收分别为 17.5、23.2、28.2 亿元, EPS 分别为 0.53、0.96、1.34 元, 对应 PE 分别为 46.5、25.8、18.5 倍, 首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 新冠疫情反复的风险、拓店节奏不及预期的风险、市场竞争风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,296	1,608	1,753	2,317	2,818
变动(%)	(11)	24	9	32	22
净利润(人民币 百万)	185	144	138	249	347
全面摊薄每股收益(人民币)	0.712	0.554	0.531	0.959	1.336
变动(%)	(46.0)	(22.2)	(4.2)	80.6	39.3
全面摊薄市盈率(倍)	34.7	44.6	46.5	25.8	18.5
价格/每股现金流量(倍)	25.6	20.3	91.3	7.7	66.8
每股现金流量(人民币)	0.96	1.22	0.27	3.22	0.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.7	17.8	21.4	11.5	8.8
每股股息(人民币)	0.077	0.280	0.212	0.431	0.601
股息率(%)	0.3	1.1	0.9	1.7	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 同庆楼：百年老字号，餐饮为主多业务并进.....	6
1.1 公司发展历程：百年传承，历史悠长，底蕴深厚.....	6
1.2 公司股权结构：股权集中，员工激励计划存在	7
1.3 公司业务概况：立足餐饮宴会、多业态并进发展.....	8
1.4 公司主营业务与财务概况：营收常年保持稳健，新发业务快速增长.....	9
2 餐饮、宴会与预制菜食品行业现状概要与发展前景分析	12
2.1 中国餐饮行业现状：餐饮市场广阔、连锁化已成趋势.....	12
2.2 中国宴会行业现状：结婚人数减少、宴会种类与单价提升	16
2.3 中国预制菜行业现状：飞速发展大有可为，竞争格局有待确认	18
3 同庆楼竞争优势与发展驱动力：定位清晰、连锁赋能、品牌积淀、多元布局	21
3.1 定位清晰：大众消费、好吃不贵	21
3.2 连锁赋能：磨练内功打磨业务，筑基未来连锁扩张	24
3.3 品牌沉淀：百年老店，历久弥新	28
3.4 多元业态：打造多成长曲线	29
3.5 经营韧性：百折不挠，冲击后快速恢复	34
4 盈利预测及估值建议	36
投资建议.....	39
风险提示.....	40

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 同庆楼股份有限公司历史发展与荣誉.....	7
图表 2. 同庆楼股份有限公司与实际控制人之间控制关系	7
图表 3. 同庆楼股份有限公司部分参股控股公司	8
图表 4. 同庆楼五大事业部概况	8
图表 5. 同庆楼主要品牌一览.....	9
图表 6. 公司营收情况.....	10
图表 7. 公司归母净利情况.....	10
图表 8. 公司费用率情况	10
图表 9. 公司毛利、净利率变动情况	10
图表 10. 公司主营业务情况.....	11
图表 11. 公司收入地域分布情况	11
图表 12. 餐饮业市场规模	12
图表 13. 限额以上餐饮企业当月收入情况.....	12
图表 14. 社零餐饮收入当月值情况.....	12
图表 15. 社零餐饮收入情况.....	13
图表 16. 主要子行业限额以上企业数量增长情况.....	13
图表 17. 主要子行业限额以上企业数量增长情况.....	13
图表 18. 中式正餐各类菜系市场规模占比.....	14
图表 19. 我国餐饮市场与美国比较.....	15
图表 20. 连锁餐饮企业总店数情况.....	15
图表 21. 连锁餐饮企业营业额情况.....	15
图表 22. 连锁餐饮企业不同业务总店数情况	15
图表 23. 连锁餐饮企业不同业务营业额情况	15
图表 24. 各品类连锁化率历年提升情况	16
图表 25. 国内结婚登记人数情况	17
图表 26. 国内人口结构变动	17
图表 27. 婚庆市场规模.....	18
图表 28. 预制菜市场规模增长较快.....	18
图表 29. 预制菜 C 端用户购买目的.....	19
图表 30. 2021 职场白领日均工作小时	19

图表 31. 2021 餐饮行业各项成本在营收中占比参考	20
图表 32. 2020 预制菜行业竞争格局概要	20
图表 33. 公司所在地区人均消费情况（客单价/元）	21
图表 34. 2022 中国餐饮消费者人均单次消费金额	21
图表 35. 消费者信心指数	22
图表 36. 外出就餐选择餐厅的原因	22
图表 37. 公司餐饮服务提供的部分餐品较为符合大众口味	22
图表 38. 2020 婚宴酒席价格预算	23
图表 39. 同庆楼-合肥帕丽斯婚礼艺术中心部分宴会厅概要与价格	23
图表 40. 公司历年门店数量	24
图表 41. 公司历年门店数量与单店营收情况	24
图表 42. 餐饮业成本分布	25
图表 43. 餐饮住宿业人工成本上升	25
图表 44. 农产品价格增长	25
图表 45. 公司供应链中采购与配送环节不断优化	26
图表 46. 公司采购配送流程清晰	26
图表 47. 我国传统餐饮产业链各环节与加价率	26
图表 48. 公司中央厨房参与度提高	27
图表 49. 公司新店能够快速达到盈亏平衡	27
图表 50. 公司所有门店 2019 主要经营指标平均值	27
图表 51. 公司 IPO 后部分新增门店项目投资规划情况	28
图表 52. 公司所获部分荣誉	28
图表 53. 公司部分门店顾客评价情况较好	29
图表 54. 餐饮是消费重要组成部分	30
图表 55. 城镇化率稳健提升	30
图表 56. 居民收入稳步提升	30
图表 57. 两地城镇人口数量稳步提升	30
图表 58. 宴会服务业务毛利率高，疫情前增长快	31
图表 59. 公司多类宴会定制服务能力强	31
图表 60. 公司富茂酒店	32
图表 61. 食品业务需求下公司研发费用提升	33
图表 62. 公司部分食品产品	33
图表 63. 公司分季度营收与国内疫情情况	34
图表 64. 盈利预测（单位：百万元）	37
图表 65. 公司营收与门店数量对应	37

图表 66. 可比上市公司估值表.....	37
损益表(人民币 百万).....	41
资产负债表(人民币 百万).....	41
现金流量表(人民币 百万).....	41
主要比率 (%).....	41

1 同庆楼：百年老字号，餐饮为主多业务并进

1.1 公司发展历程：百年传承，历史悠长，底蕴深厚

老字号企业，历史悠长。品牌“同庆楼”最早可追溯到 1925 年。同庆楼餐饮股份有限公司（以下简称“同庆楼”）于 2005 成立，并于 2020 年成功上市 A 股，成为国内第 5 家、近 10 年第 1 家上市餐饮企业。公司定位大众餐饮，采用连锁经营模式，并充分利用其品牌文化优势，延伸产业链，以餐饮为基础多业态联动发展。公司的长期战略目标为“传承百年品牌，成为覆盖全国的大型连锁餐饮企业”。过去近百年内，同庆楼一直从事餐饮业务，在餐饮行业内具有较高的知名度与影响力，其历史发展阶段主要可分为以下几个部分。

(1) 历史沉淀（1925-2003）：

1925 年，同庆楼菜馆在芜湖市开业，最初由 19 户徽商联合创办，以经营安徽沿江风味菜为特色。解放前同庆楼遍布北京、南京、武汉、芜湖等多个城市。90 年代前同庆楼菜馆几经扩建，菜单内品类逐渐丰富，这段时间同庆楼接待过不少社会名流与历史名人。著名演员严凤英、王少舫等曾驻场演出。也曾接待过毛泽东、刘少奇、陈毅、刘伯承、越南胡志明主席等人。同庆楼一路风雨兼程，作为历史悠长的中国历史餐饮名店，在 1999 年被国内贸易部认定为“中华老字号”，全国仅有 56 个品牌在当时获评该称号。

(2) 品牌重塑（2004-2019）：

2004 年，现同庆楼董事长沈基水以 27.3 万元竞得同庆楼商标。次年安徽同庆楼餐饮发展有限公司注册设立。2006 年，国家商务部再次认定同庆楼为“中华老字号”。在这段时间内，同庆楼快速发展，品牌力不断提升，先后作为中国八大菜系之徽菜代表企业入驻上海世博会、被国家商标总局认定为“中国驰名商标”、被中国烹饪协会授予“2015、16、17、19 年度中国正餐十大品牌”、连续九年位列中国餐饮(含国内外快餐)百强企业榜单等。同时门店逐步扩张，进入江苏、北京等地。此阶段同庆楼经营能力与品牌力快速提升。

(3) 全面发展（2020-今）：

2020 年，公司成功登陆 A 股市场，截至当年底公司拥有直营门店 57 家，已进驻包括合肥、芜湖、南京、无锡、北京等 12 个城市，在此基础上公司新成立了五大事业部，分别是餐饮事业部、婚礼事业部、新餐饮事业部、宾馆事业部、食品事业部，围绕餐饮婚宴、酒店、食品业务展开工作，以餐饮为基础多业态联动发展。

截至 2022 年中，公司在安徽、江苏、北京等地拥有大型连锁直营门店 62 家，其中同庆楼酒楼 40 家、婚礼会馆 7 家、富茂酒店 2 家，新品牌门店 13 家。公司“有高兴事，到同庆楼”的宣传标语深入人心。公司坚持“好吃、不贵、有面子”的经营理念，为顾客提供高性价比的饮食服务，公司定位大众消费，凭借口碑品牌、可复制的运营模式等已发展成为全国知名、尤其在江苏和安徽两省较大的正餐酒楼连锁企业。

图表 1. 同庆楼股份有限公司历史发展与荣誉



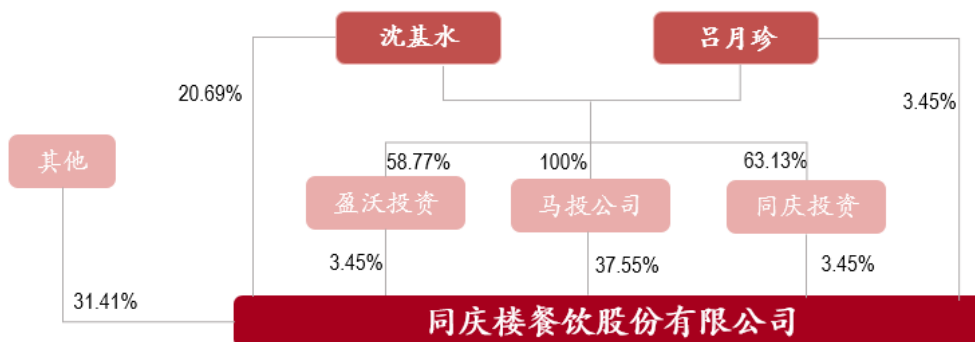
资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

1.2 公司股权结构：股权集中，员工激励计划存在

公司股权结构集中清晰。沈基水与吕月珍为夫妻关系，二人是公司的实际控制人，合计控股 61.69%。沈基水和吕月珍对公司直接持股比例为 20.69%、3.45%，同时二人通过马鞍山普天投资发展有限公司间接持有公司 37.55%的股权。公司股权集中度较高，结构清晰。在 2020 年，沈基水、吕月珍夫妇位列《2020 衡昌烧坊·胡润百富榜》“餐饮”前十。

员工激励计划存在。2015 年，为优化企业管理机制调动员工工作积极性，同庆楼有限股东会通过员工持股方案，激励对象为部门主管级及以上岗位员工。目前盈沃投资及同庆投资为员工持股平台，皆持有公司 3.45%股份，股权来源于控股股东转让。股权激励有助于激发团队积极性、提升公司的竞争优势、稳定管理团队，也反映出公司对未来发展的坚定信心。

图表 2. 同庆楼股份有限公司与实际控制人之间控制关系



资料来源：公司年报，中银证券（截至 2021 年）

图表 3. 同庆楼股份有限公司部分参股控股公司

公司名称	持股比例	经营范围
合肥维可农产品有限公司	全资	农产品收购等
安徽富茂酒店管理有限公司	全资	餐饮酒店管理
安徽优加食品有限公司	全资	食品生产加工等
安徽同庆楼食品有限公司	全资	食品销售等
芜湖普天同庆餐饮管理有限公司	全资	餐饮管理、服务等
芜湖百年同庆餐饮有限公司	全资	餐饮、婚宴、会议等
南京百年同庆餐饮有限公司	全资	餐饮、酒店、婚庆等
同庆楼太湖餐饮无锡有限公司	全资	餐饮、酒店、婚庆等
北京普天同庆酒店管理有限公司	全资	酒店、餐饮、会议等

资料来源：公司公告，中银证券

1.3 公司业务概况：立足餐饮宴会、多业态并进发展

三大业务板块五大事业部，百年老字号多业务协同驱动。公司以餐饮为核心延伸出三大业务板块，分别为：餐饮业务、酒店业务、食品业务，各业务板块均有专业的团队负责运营。2020 年，公司立足传统餐饮板块的竞争与品牌优势，新成立了五大事业部，分别是**餐饮事业部**、**婚礼事业部**、**新餐饮事业部**、**宾馆事业部**、**食品事业部**。公司几大业务和事业部所处业态优势互补，采取连锁经营模式，意在较快进入餐饮消费环节中的不同细分市场，满足消费者多元化的食品及餐饮服务需求。公司现逐步形成了餐饮、住宿、食品制造多轮驱动、多业态并存的发展新格局。

图表 4. 同庆楼五大事业部概况

餐饮事业部

- 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

- 同庆楼在宴会经营和服务上积累了经验，计划以帕丽斯艺术中心、同庆楼宴会中心两大品牌进行发展，主攻宴会市场，门店专门经营婚礼喜宴和各种宴会，宴会需提前预定，没有宴会的日子酒店不需要开餐，具有用工少，各项成本低，效益高等特点

新餐饮事业部

- 公司旗下拥有不同品类众多子品牌，未来将单个子品牌孵化成熟后快速复制

宾馆事业部

- 公司在同庆楼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，节假日接待宴会以及满足外地赴宴客人的住宿需求，目前公司下一步将重点以“富茂 Fillmore”品牌对外输出管理

食品事业部

- 21 年，公司成立了全资子公司安徽同庆楼食品有限公司，重点发展食品业务。食品公司已完成团队建设、产品研发定标、OEM 工厂合作、线上线下销售体系建立等工作，食品业务初步成形，此项业务将成为公司新的销售增长点；

资料来源：公司公告，中银证券

品牌体系初步建成，孵化打磨助推增长。除了公司传统正餐品牌同庆楼外，公司也在多个事业部不断尝试孵化并运营新的子品牌。宾馆事业部已打造“富茂 Fillmore”宾馆品牌，凭借同庆楼大型餐饮宴会+客房管理的综合优势，打造高性价比的酒店新模式，目前品牌正在逐步积累运营经验，据公司报告预计将在 2023 年全面开始酒店管理输出业务。宴会业务经营两大品牌“PALACE 帕里斯”（高端婚礼）和“会宾楼”，其大型餐饮+宴会婚庆能力+连锁标准化体系成熟，具备供应链及综合管理优势，连锁扩张力十足。新餐饮事业部则拥有同庆楼鲜肉大包、符离集、鸿章砂锅等品牌，涵盖中式正餐、快餐、西式正餐、快餐等品类。目前新餐饮一块依然在不断打磨、积累经验，暂时没有大规模扩张拓店。食品加工厂生产线在 2021 年上半年全面投产，公司食品板块正在快速发展，2021 食品销售营收约 1500 万元，2022H1 达到约 3800 万元。

图表 5. 同庆楼主要品牌一览



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

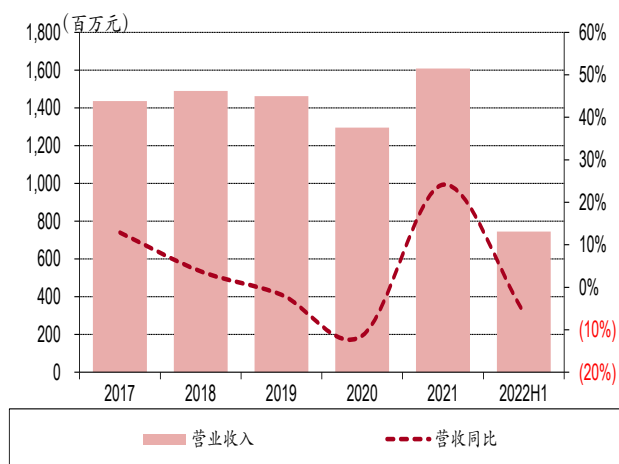
1.4 公司主营业务与财务概况：营收常年保持稳健，新发业务快速增长

公司长久经营稳健，疫情下具备一定韧性。自 2013 年至 2021，公司营收保持每年 8.11% 的复合增长率，公司品牌历史悠长，经时间考验。2020 年初新冠疫情影响扩大后，公司营收 12.96 亿元，同比下降 11.41%，但公司在 21 年新冠疫情部分好转后结合自身业务扩张情况，快速消化市场需求，21 年营收达到 16.08 亿元、同比增长 24.11%，相比于 2019 年受疫情影响前营收增加 9.95%，归母净利润 1.44 亿元，对比 2019 年减少 27.07%，主要原因是疫情影响以及新业务扩展带来的费用提高。总体来看，餐饮宴会需求较为刚性，公司营收水平有能力在疫情边际转好后得到快速修复。

餐饮业务收入稳定，宴会食品业务快速发展。公司主营业务为餐饮服务，2019 年疫情前占比约 92.73%，其他业务收入包括宴会服务、食品等业务，19 年占比 7.27%。餐饮服务在 17-19 年营收增长率分别为 11.82%/1.88%/-2.76%，宴会服务在 17-19 年营收增长率分别为 39.49%/42.01%/12.81%，餐饮服务较为稳健，宴会服务增长较快，且占比不断提高。公司在 2021 年上半年开始食品业务增长也相当明显，2021 年食品全年收入为 1511 万元，到了 2022 年第一季度就达到了 1516 万元，上半年共实现 3798 万元，预计随着销售渠道的铺开和产品 SKU 的不断丰富，食品业务全年会继续保持高速增长速度。

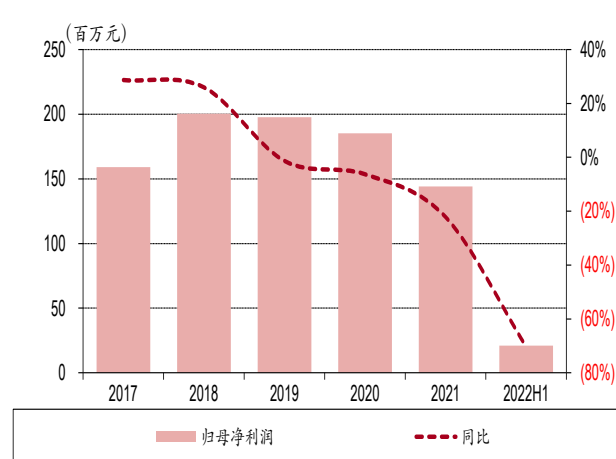
主营业务发展成熟，疫情下费用率较为稳定可控。公司整体毛利率稳健，19 年餐饮服务毛利率为 54%、宴会服务毛利率为 63%。虽然 2021 年公布的毛利率为 21.09%，比较 2019 年水平下降 34pct，但这主要是公司业务会计准则变更将公司前期计入销售费用的、为履行合同发生的费用调至营业成本，导致了毛利率变动幅度较大，如果按照先前的核算口径，2021 年主营业务毛利率为 53.93%，公司毛利率在 2014 年以后一直维持在 53%-56% 附近。公司业务较为稳定的同时，公司通过供应链体系及门店现场管控，有效控制了市场原材料上涨导致的成本上升问题。疫情期间公司毛利率略低的原因主要为毛利较高的宴会服务部分取消以及新业务扩张影响。在新店和新业务扩展的背景下，公司销售费用与管理费用整体较为稳定，体现出公司餐饮服务经营模式的成熟。

图表 6. 公司营收情况



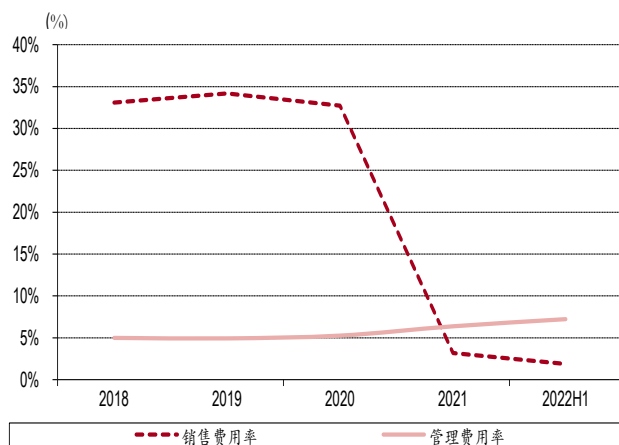
资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 公司归母净利润情况



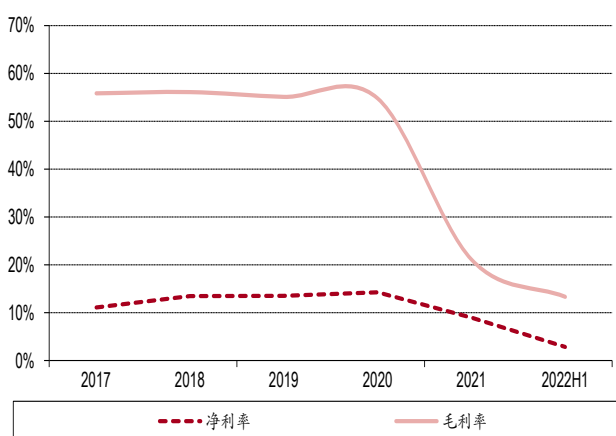
资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 公司费用率情况



资料来源：公司公告，万得，中银证券

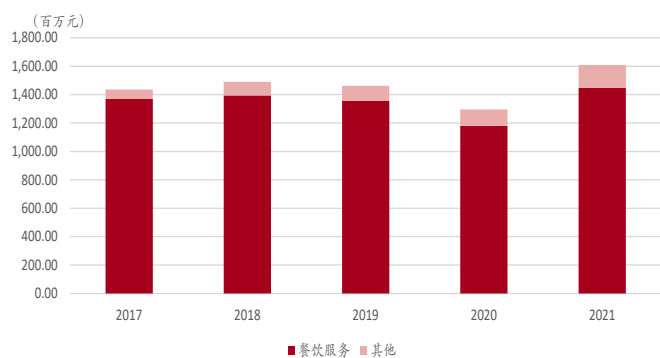
图表 9. 公司毛利、净利率变动情况



资料来源：公司公告，万得，中银证券

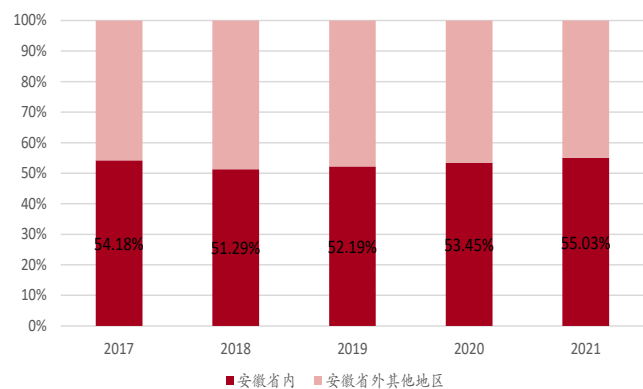
*毛利率变动涉及会计准则变更

图表 10. 公司主营业务情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 公司收入地域分布情况



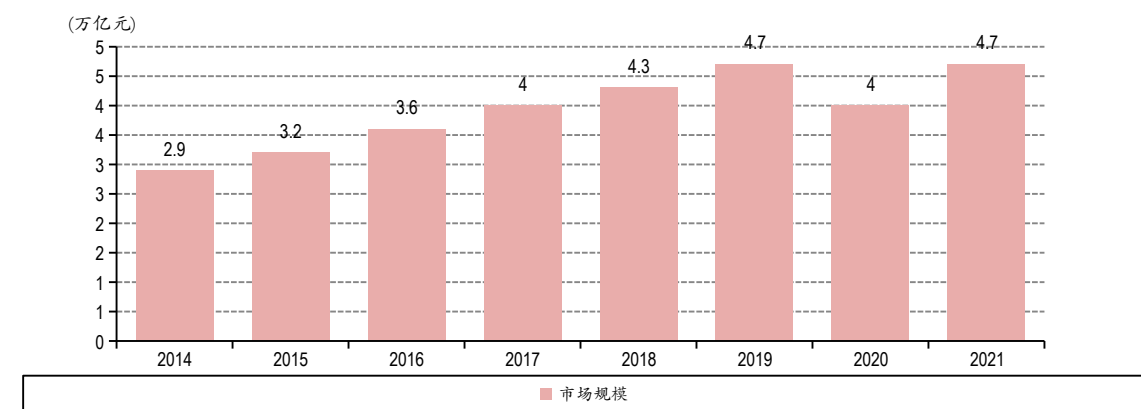
资料来源：公司公告，中银证券

2 餐饮、宴会与预制菜食品行业现状概要与发展前景分析

2.1 中国餐饮行业现状：餐饮市场广阔、连锁化已成趋势

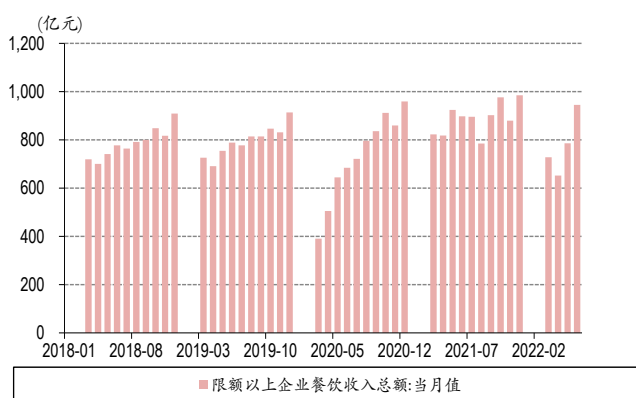
餐饮市场发展成熟，疫情前多年保持增长。我国餐饮市场规模从疫情前的 2014 年的 2.9 万亿增长至 2019 年的 4.7 万亿，年复合增长率达 10.1%。受到疫情短期冲击，国内多数地区出行受限，餐饮尤其堂食等经营模式难以触及消费者，2020 年市场规模下降 15.4% 至 4.0 万亿元，但是 2021 年市场规模快速恢复至 4.7 万亿。短期来看疫情影响出现边际消退后餐饮市场的恢复速度较快，据美团发布的《中国餐饮大数据 2021 报告》，本土餐饮在 2020 年 5 月份就恢复到了疫情前水平。长期来看如果疫情影响逐步消退，行业将重新稳定的健康成长，据中国连锁经营协会发布的《2021 中国连锁餐饮行业报告》预测 2024 年市场规模或可达到 6.6 万亿。分月度来看，正常年份全年餐饮收入呈现先低后高趋势，但是 2020 年年初、2021 年后半年以及 2022 年第二季度的疫情影响下导致餐饮业收入情况与原行业规律出现一定背离，但因餐饮业务需求较为稳定，通常会在疫情好转后得到快速修复。

图表 12. 餐饮业市场规模



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，中国连锁经营协会，中银证券

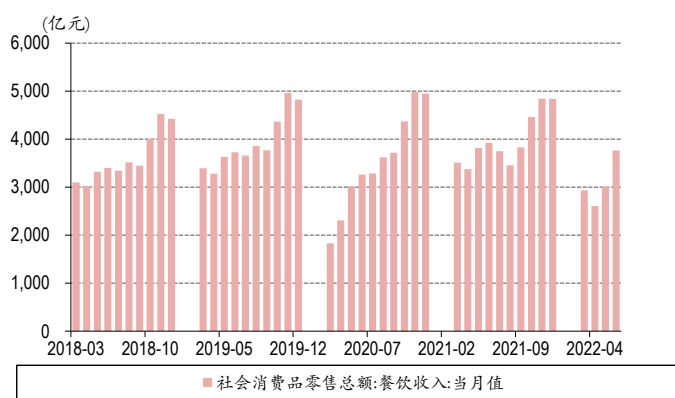
图表 13. 限额以上餐饮企业当月收入情况



资料来源：国家统计局，中银证券

注：每年无 1-2 月数据

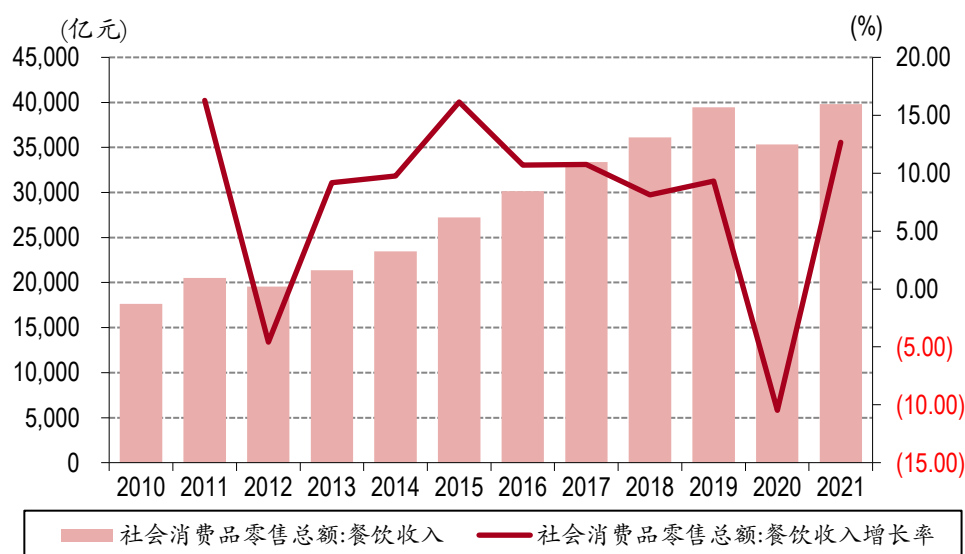
图表 14. 社零餐饮收入当月值情况



资料来源：国家统计局，中银证券

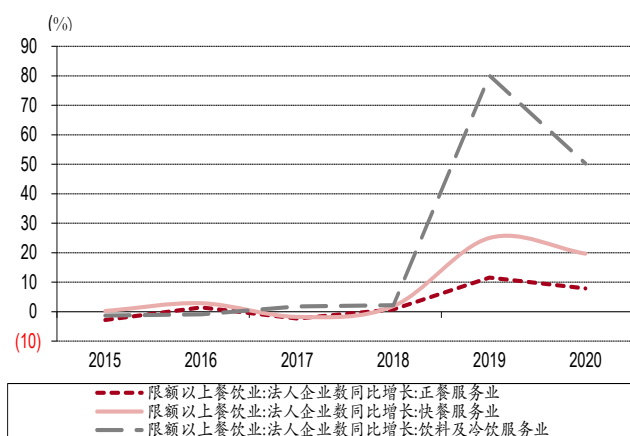
注：每年无 1-2 月数据

图表 15. 社零餐饮收入情况



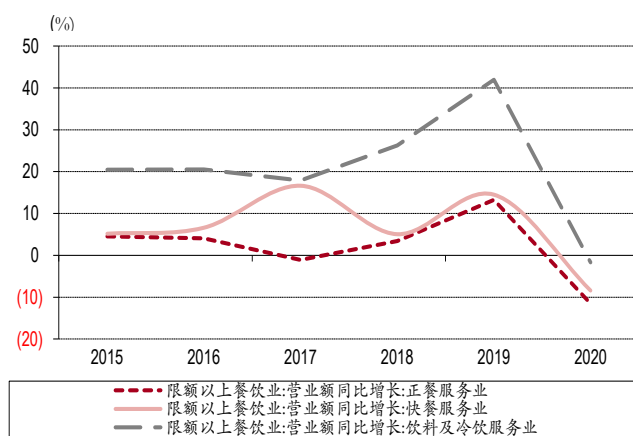
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 16. 主要子行业限额以上企业数量增长情况



资料来源：国家统计局，中银证券

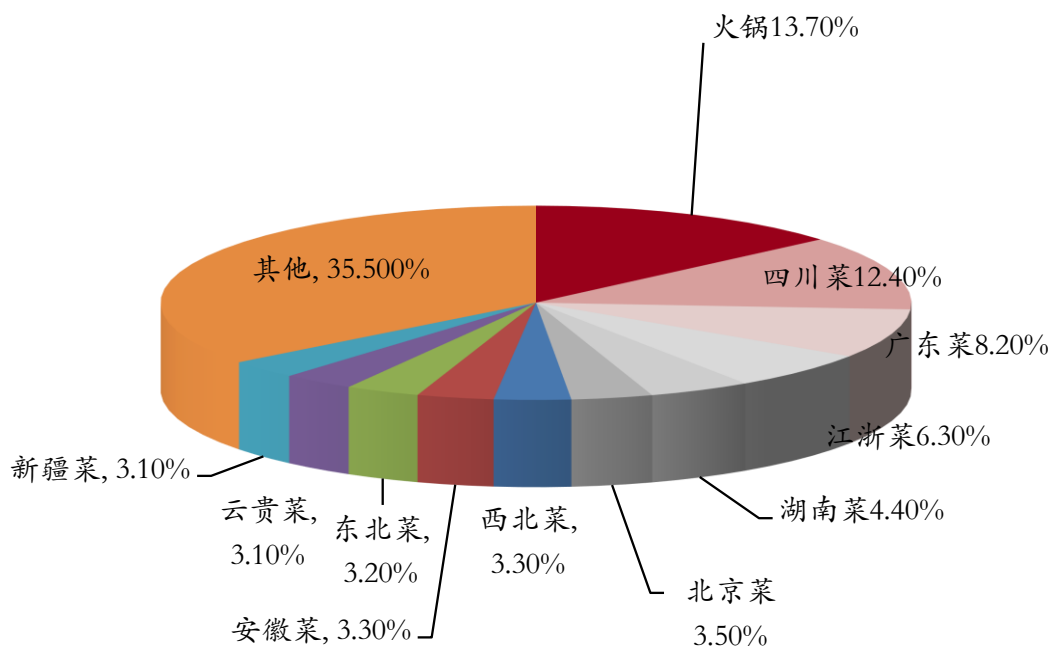
图表 17. 主要子行业限额以上企业数量增长情况



资料来源：国家统计局，中银证券

餐饮市场品类众多，子市场表现出现分化。我国餐饮发展历史悠久，所涵盖品类众多，食材多元且部分品类烹饪难度高，口味多元且地域性差异明显。我国餐饮市场主要包括中式正餐、快餐、各类西餐等等。过往几年中不同类别的餐饮服务子行业出现了一定分化，疫情前正餐体量大且增长稳健、快餐和饮品类增长迅速。中式正餐内菜系主要有火锅、川菜、广东菜、江浙菜、湖南菜、北京菜、西北菜、安徽菜、东北菜、云贵菜、新疆菜等。

图表 18. 中式正餐各类菜系市场规模占比



资料来源：《2021 中国连锁餐饮行业报告》，中国连锁经营协会，中银证券

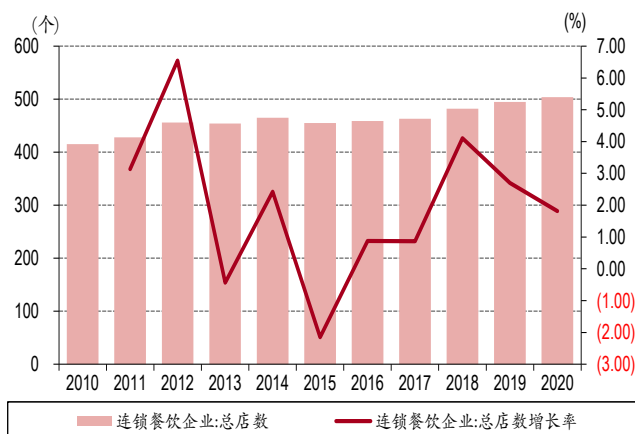
餐饮行业集中度低、高度竞争且市场分散，连锁化或成行业重要发展逻辑。先前我国餐饮市场消费者口味偏好地域性强、SKU 众多、市场规模大且门槛不高，行业内参与者众多，同时因为餐饮到达消费者的时空距离限制，各餐饮服务机构覆盖半径受限，市场较为分散。从餐饮品牌的集中度看，2018 年我国餐饮品牌 CR5 仅约 2%，而美国和日本 CR5 分别达到 15% 和 14%，中国与较成熟市场仍有较大差距，连锁化市场空间潜力存在。此外，各种餐饮品类之间难易度有所差距，据 2022 连锁餐饮行业报告，2019-2021 年大部分餐饮细分品类的连锁化率都在持续提升，先前餐饮市场中能够快速实现产品标准化生产、单店模型优秀、拓店速度快成本低、经营过程易与数字化工具结合的品类连锁化率提升较快。但未来随着餐饮企业管理能力和经验提升，更多大餐正餐品类也有望持续获得连锁化率提升的加持，成为新的增长点。根据央广网、红餐网披露的数据，疫情影响下，2020 年我国餐饮市场门店数同比 19 年下降了 11%，疫情加速出清了抗风险能力差、经营韧性一般的中小型企业。在此基础上行业加速了连锁化趋势。据 2021 中国连锁餐饮行业报告，我国 18-20 年餐饮连锁化率分别为 12.8%、13.3% 和 15.0%，连锁化率持续提高，但对标日美餐饮市场连锁化率约在 50% 的水平，我国餐饮连锁化率提高的空间依然较大。目前来看，1. 消费者人均收入提高带动餐饮的量和质的需求增长、2. 生活方式变更导致对于餐饮成品需求提高、3. 餐饮公司业态/品牌创新、数字化转型、产业链延伸促使行业发展，行业从产品、服务、质量、效率等多个角度实现转型升级，4. 餐饮公司成本结构固定，利润空间有限，导致公司必须寻求一定的规模效应或是在经营流程上提效，5. 疫情影响下餐饮主体对于经营风险的认知增长，以上几点因素或将持续助推我国餐饮市场连锁化率提高。

图表 19. 我国餐饮市场与美国比较

	中国	美国
市场规模 2019	4.7万亿人民币	5.5万亿人民币
CR5	约2%	约15%
连锁化率 2020	15%	54%
标准化难度	食材多元、烹饪难度大、标准化偏难	西式餐饮食材较简单、烹饪难度较低、标准化难度低
公司治理	多为国企、家族企业、治理水平有待提高、现代化治理结构初现	职业经理人以现代化管理模式管理
口味区域性	SKU众多、口味差异的地域性明显	通用食品如汉堡披萨渗透率高

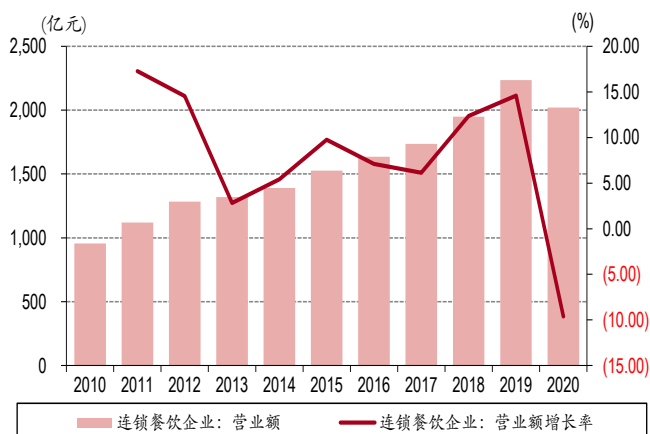
资料来源：《2021 中国连锁餐饮行业报告》，中国连锁经营协会，中银证券

图表 20. 连锁餐饮企业总店数情况



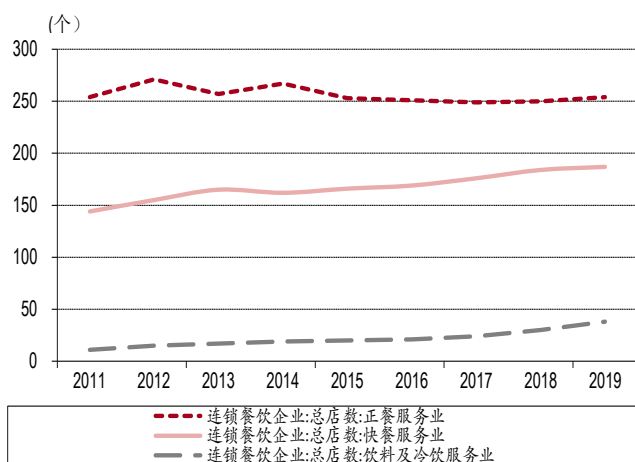
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 21. 连锁餐饮企业营业额情况



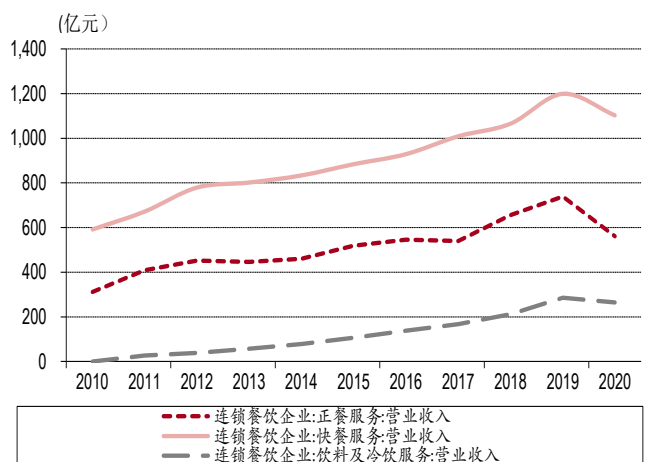
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 22. 连锁餐饮企业不同业务总店数情况



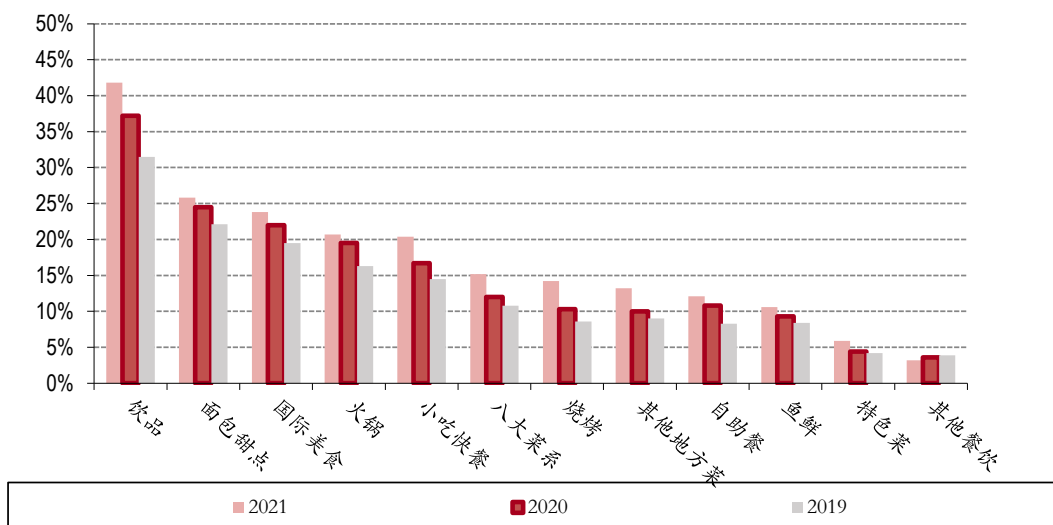
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 23. 连锁餐饮企业不同业务营业额情况



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 24. 各品类连锁化率历年提升情况



资料来源：《2022 中国连锁餐饮行业报告》，美团，中银证券

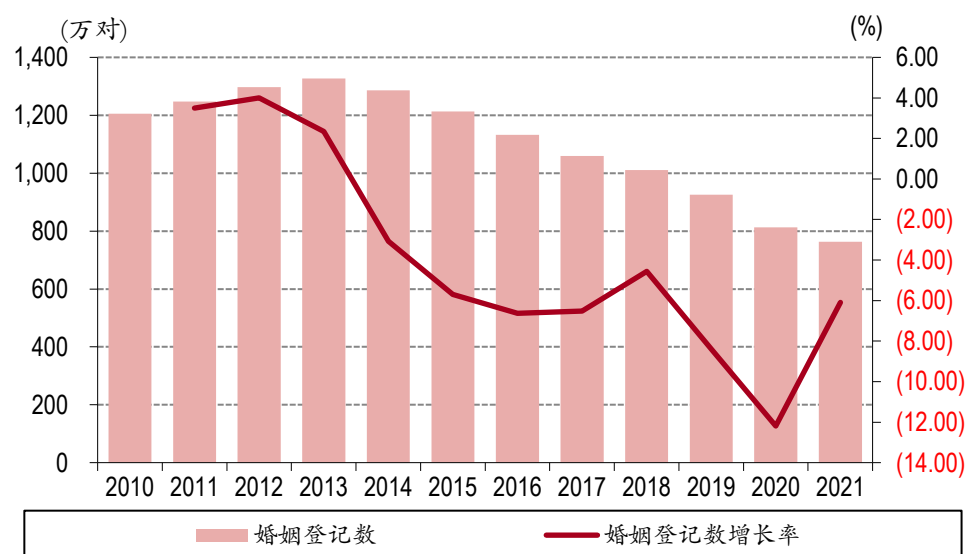
2.2 中国宴会行业现状：结婚人数减少、宴会种类与单价提升

结婚人数逐步减少，婚庆开支增长带来市场规模提升。我国婚宴通常称作为喜酒，现代中国婚宴一般在婚礼仪式后于酒楼举行。根据艾瑞咨询数据，婚庆市场中婚宴酒席占总市场规模比重为 49%，2020 年我国婚宴酒席市场规模已经超过 9800 亿元。整体婚庆市场在剔除疫情影响后增长速度较快。虽然我国结婚人数在逐年递减，而且人口结构的变化也在标志着未来一段时间内递减趋势难以反转，但是随着居民生活水平、消费能力的提高，新人更加注重结婚的体验感和仪式感，同时也更加注重“一站式”完成婚礼，需求升级和婚宴消费升级下带来了婚宴市场规模的增长。据中经产业信息研究网发布的《2022-2026 年蜜月旅行市场现状调查及发展前景分析报告》显示，新婚人群愿意把积蓄的 31% 用于婚庆有关的消费。据婚礼纪发布的《2022 结婚消费趋势洞察》，2021 年，一对新人平均结婚花费 25.3 万，5 年攀升了 3.8 倍，增长幅度显著。尽管受疫情影响部分婚宴被搁置，但大部分新人会选择延期婚礼而非取消，疫情好转之后宴会市场有望快速消化先前积攒的需求。整体来看婚庆行业发展的趋势是分工将越来越细以及需求升级。未随着婚宴开支逐渐走高，婚庆市场前景广阔。

宴会品类更加多元，助推宴会市场蓬勃发展。宴会餐饮是人民增进交往、联络感情的重要形式。

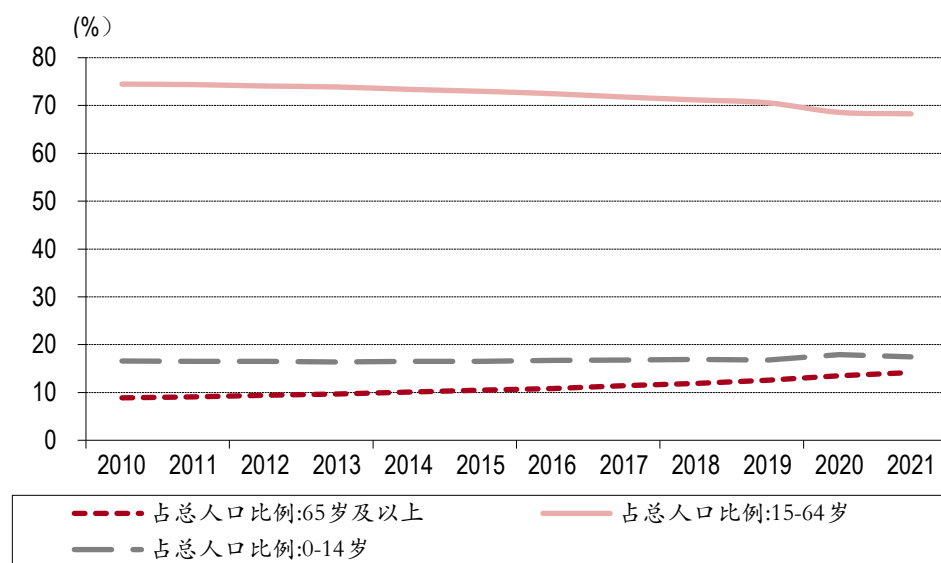
随着消费意识和生活水平的提高，除了婚宴外的满月宴、百日宴、周岁宴消费也呈增长，成人宴、升学宴、乔迁宴、团圆宴、庆寿宴等宴会市场空间广阔。

图表 25. 国内结婚登记人数情况



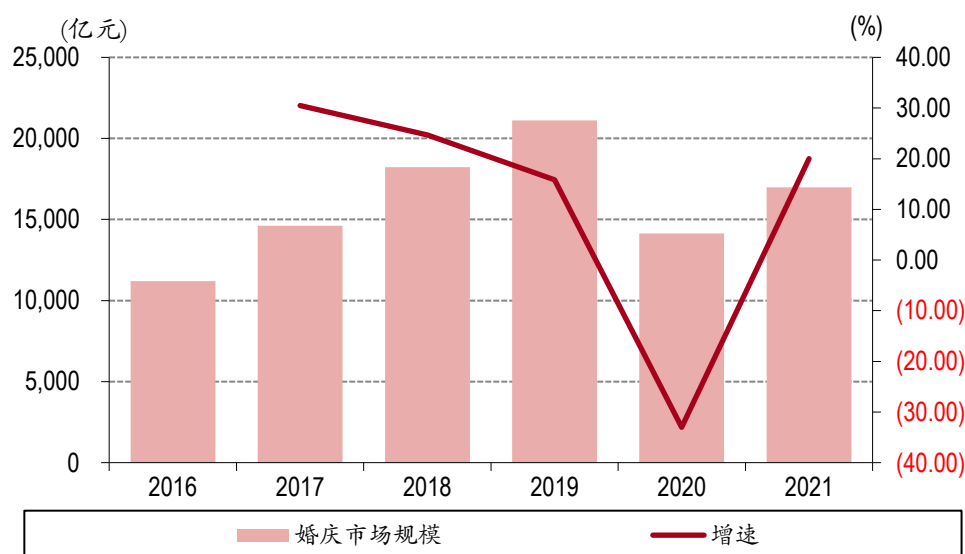
资料来源：民政部，中银证券

图表 26. 国内人口结构变动



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 27. 婚庆市场规模

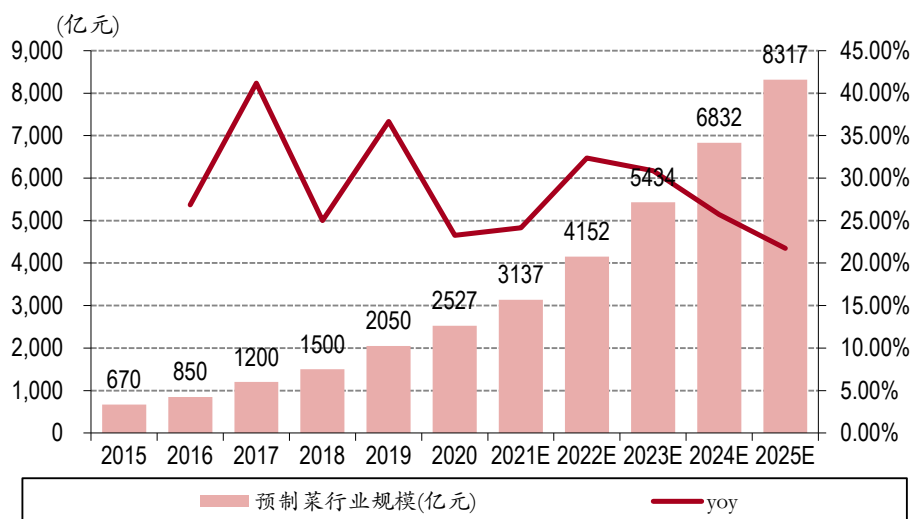


资料来源：华经产业研究院，中银证券

2.3 中国预制菜行业现状：飞速发展大有可为，竞争格局有待确认

增长迅速，预制菜市场大有可为。据 2022 中国连锁餐饮行业报告数据，2020 年中国预制菜市场规模为 2527 亿元，同比增长 19.43%，预计未来几年预制菜市场规模会保持每年超过 20% 的增长速度。据 2022 中国连锁餐饮行业报告，目前预制菜在 C 端和 B 端占比大概为 15: 85。在疫情下，预制菜发展让餐饮行业减少了来自于难以堂食带来的影响，并为行业提供了新的盈利增长点。预制菜行业市场潜力较大，吸引了众多企业入局，行业逐渐呈现多元化发展态势。

图表 28. 预制菜市场规模增长较快



资料来源：《2022 中国连锁餐饮行业报告》，中国连锁经营协会，中银证券

行业增长驱动力完备。

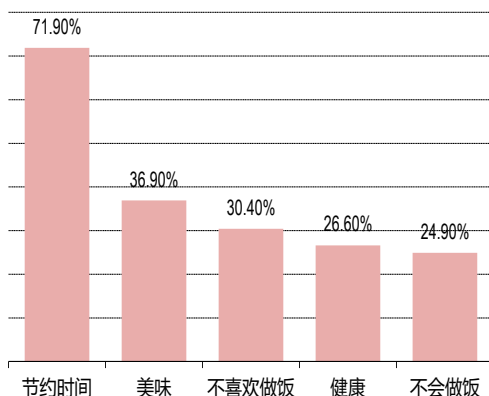
1.首先从消费者出发，据艾媒咨询数据 2022 年 53.6%的中国消费者消费预制菜次数增多，93.7%的中国预制菜消费者会优先考虑品牌再进行选购，71.9%的消费者购买预制菜的原因是节约时间。据青山资本 2021 年度消费报告，21 年有 47%的城市白领工作时间在每天 9-10 小时，只有 7%的城市白领可以每天准时下班，生活工作节奏快。对于预制菜，消费者在家只需通过简单烹饪加工即可食用，省时省力又能兼顾一定性价比的属性符合消费者需求。随着市场教育的不断普及，C 端有望成为预制菜的突破点。

2.其次从餐饮公司角度出发，餐饮企业的成本通常前三为原料、房租以及人工，占营收比例较高导致餐饮业利润空间受限，因此控制运营成本是一大难题。此外近年餐饮业连锁化趋势明显，如何做到产品标准化，减少厨师主观因素对于菜品影响也是餐饮经营主体关注的问题。而引入 B 端预制菜则可以较好地解决这样的问题，预制菜首先减少了对于厨师的依赖程度保证了连锁餐饮企业的标准化运营。此外预制菜有效降低了餐厅的运营成本，预制菜对于 B 端现阶段赋能效果明显，预计 B 端销售稳步增长。

3.然后从技术角度出发，冷链市场的不断发展也在为预制菜行业的成长铺路。据艾媒咨询数据，我国冷链物流市场近年发展较快，同时冷库总容量和冷藏车保有量也在快速提升，冷链仓储体系不断发展，为预制菜的运输与销售提供保障。据中国连锁经营协会数据，我国冷冻食品冷链的渗透率为 66%，而美国和日本已达 80%-100%。此外据前瞻产业研究院数据，我国冷藏车在货运汽车内占比约为 0.3%，远低于美国 1%、英国 2% 和德国 3%。据中国连锁经营协会数据，我国人均冷库容量仅为 7%，远低于美国 69%、德国 49%和英国 27%，与冷链物流发达国家对比后可认知到我国冷链物流行业仍有较大发展空间和增长潜力。未来预制菜会随着冷链物流技术和设备逐渐完善，减少食材在运输、仓储中的损耗，有望减少消费者对于预制菜购买的担忧，也能让餐饮经营主体的原材料运输损耗降低并提供更多运输选择，冷链物流市场的发展为预制菜行业迈向标准化筑基。

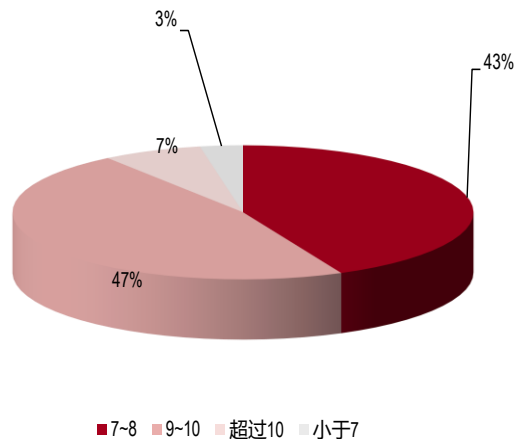
4.最后是市场空间，目前预制菜市场的天花板还远未触及，增长潜力较大。据华经产业研究院数据，我国 2020 年预制菜 CR10 仅有 13.6%，目前市场竞争格局尚未明确，同时据 Statista 数据和 36 氪研究院，2021 年人均预制菜消耗量为 8.9KG，远低于日本 23.59KG。未来预制菜行业发展潜力较大，市场有待继续开发。以上几点驱动因素预计会持续性的助推我国预制菜市场发展，预制菜市场内预计有更多参与者会在行业中获得属于自己的席位。

图表 29. 预制菜 C 端用户购买目的



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 30. 2021 职场白领日均工作小时



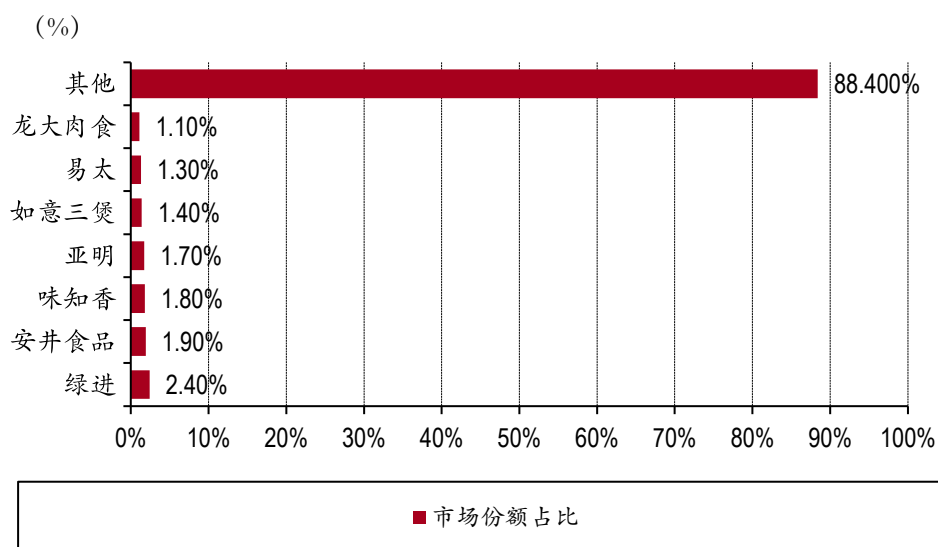
资料来源：青山资本，中银证券

图表 31. 2021 餐饮行业各项成本在营收中占比参考

三大项目	占比
食材成本	30-40%
租金成本	10-15%
人力成本	15-20%

资料来源：观研天下，中银证券

图表 32. 2020 预制菜行业竞争格局概要



资料来源：华经产业研究院，中银证券

3 同庆楼竞争优势与发展驱动力：定位清晰、连锁赋能、品牌积淀、多元布局

3.1 定位清晰：大众消费、好吃不贵

公司聚焦的大众聚餐与宴会市场，是餐饮业长期的主要需求点。大众餐饮是包括各类早餐、快餐、正餐、宴会、各种小吃、社区餐饮、外卖送餐、食街排档等经营类型，以消费便利快捷、营养卫

生安全、价格经济实惠等为主要特点的，符合当前人民生活节奏和交往活动增加的需求的业务范围。2012 年 12 月八项规定出台打击高端餐饮消费，餐饮结构转变为以大众餐饮为主。据中国烹饪协会的《2014 年餐饮消费调查报告》，朋友聚餐、家庭聚会、情侣约会等私人社交需求是餐饮消费的主要需求，占到餐饮消费总需求的 80%左右。随着城市化进程和城市人口的聚集，带来了一定的大众餐饮消费市场，亲朋聚餐和商务宴请等大众餐饮需求是刚需。菜品上，公司菜系包括徽菜、粤菜、沪杭菜、川菜、湘菜、淮扬菜等，主要使用菜系当地厨师烹饪以及尽可能从原产地采购原材料，公司所提供的菜品较为满足大众口味需要。同时随婚礼、宴会市场规模的增长，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”未来可期。公司年报中表示同庆楼的餐饮服务区域未来基本可覆盖全国所有城市及县城，如果能够落实，公司所能触及市场空间较大。

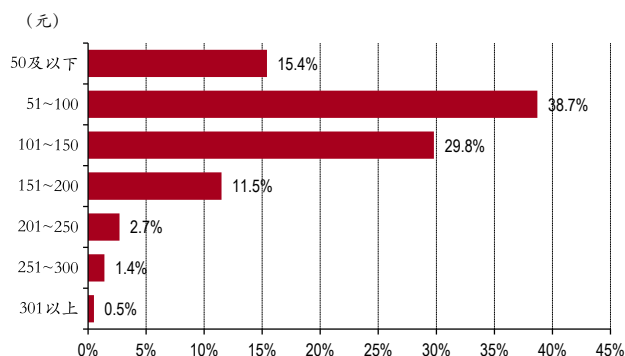
中短期内餐饮消费升级或有所困难，性价比优势的大众餐饮或将成为餐饮重要考虑因素。受到疫情和经济增长放缓的影响，部分居民的消费信心受到影响，消费者信心指数出现一定波动，中短期内餐饮消费中或将更加注重性价比。据辰智餐饮数据库，无论是第一次还是复购选择餐饮门店就餐中，性价比都是消费者排名前二的考虑，因此价格将会是决定消费者选择餐饮服务的重要考量方面，合理的定价将会是开拓大众餐饮市场的前提。据艾媒咨询，2022 中国参与消费者单次消费金额集中在 51-100 元，比例为 38.7%，其次是 101-150 元，比例为 29.8%。结合公司人均消费情况，可以看出公司的定价使得公司餐饮业务较为贴近市场主流需求。

图表 33. 公司所在地区人均消费情况（客单价/元）

地区	2019	2018	2017
安徽	131.5	131.89	131.53
江苏	126.99	123.59	124.62
北京	201.82	200.53	203

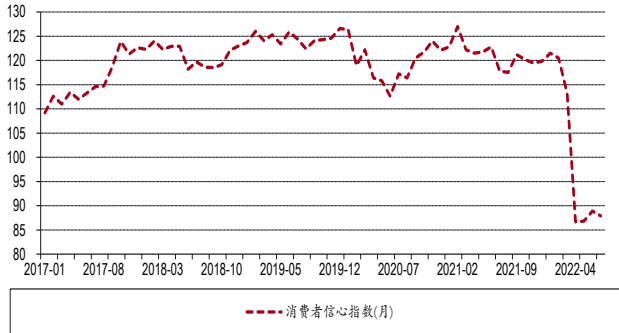
资料来源：公司招股书，中银证券

图表 34. 2022 中国餐饮消费者人均单次消费金额



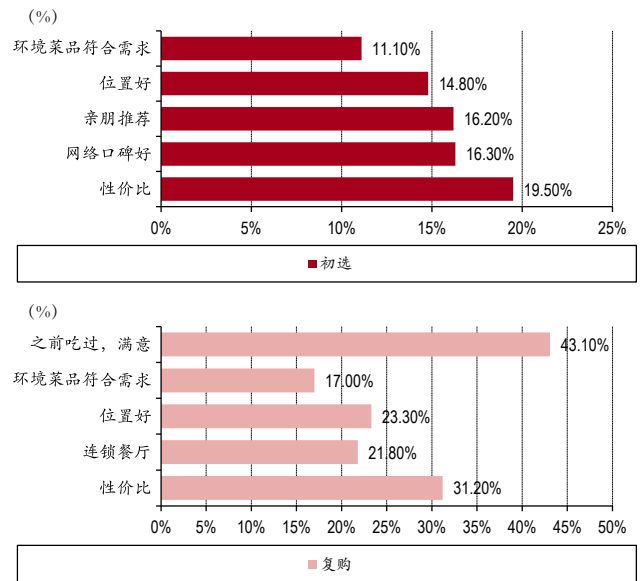
资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 35. 消费者信心指数



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 36. 外出就餐选择餐厅的原因



资料来源：辰智餐饮数据库，中银证券

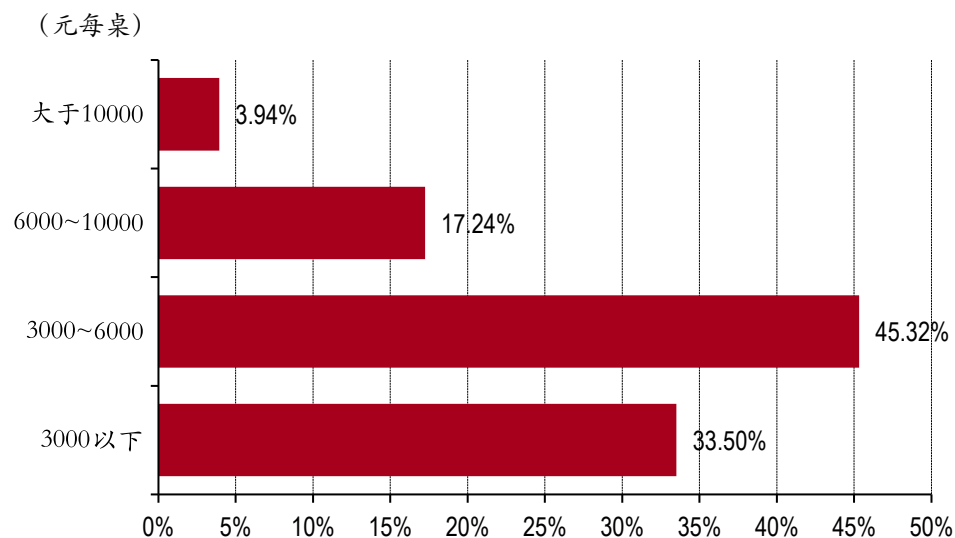
图表 37. 公司餐饮服务提供的部分餐品较为符合大众口味



资料来源：公司招股书，中银证券

婚宴业务类似餐饮定价合理，符合当前消费环境。根据前瞻经济学人网的数据，有 45.32% 的结婚新人能够接受婚宴价格在 3000~6000 元每桌，33.50% 的新人能够接受婚宴价格在 3000 元以下。据大众点评，2022 年 8 月前后公司在合肥 PALACE 帕丽斯宴会厅的价格区间在 2000-3000 余元每桌、公司在芜湖玫瑰庄园的价格区间在 2499-3099 元每桌。价格适中的宴会更受欢迎，公司婚宴业务的定价基本符合当前大众消费预期。此外公司打造特色鲜明的同庆楼“十大喜宴”：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，有望扩大宴会潜在消费者基数。

图表 38. 2020 婚宴酒席价格预算



资料来源：前瞻经济学人，中银证券

图表 39. 同庆楼-合肥帕丽斯婚礼艺术中心部分宴会厅概要与价格

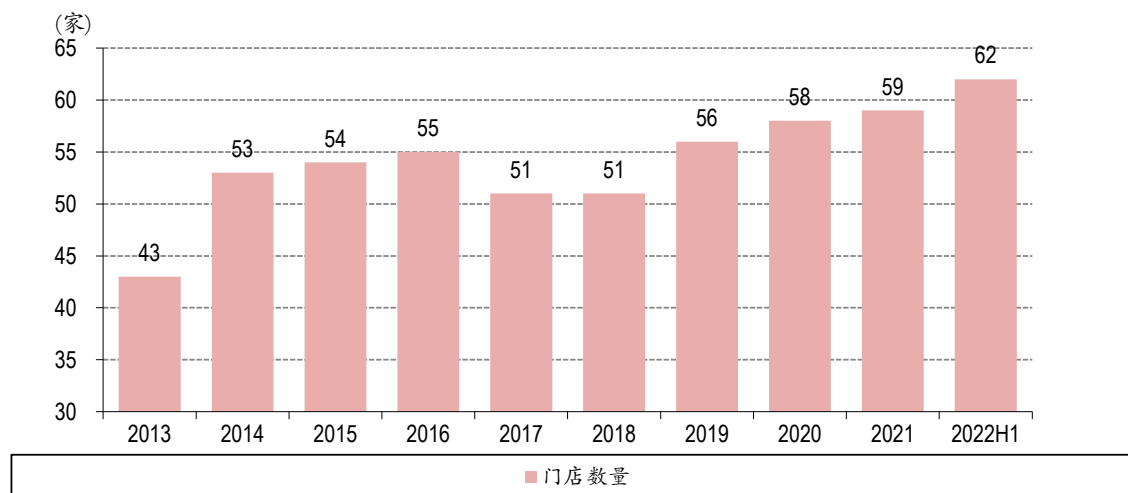
宴会厅	桌数	层高	柱数	起订金额
 品牌介绍	3-30桌	8m	无柱	2288元/桌起
 曼德尔宫♥预约有礼	20-30桌	8m	无柱	2299元/桌起
 香奈儿厅♥预约有礼	16-22桌	8m	无柱	2299元/桌起
 赛拉城堡♥预约有礼	16-22桌	8m	无柱	2299元/桌起
 现在预订送户外婚礼	3-28桌	8m	无柱	2288元/桌起
 婚礼网红街拍打卡	1-25桌	7m	无柱	2699元/桌起

资料来源：大众点评，中银证券

3.2 连锁赋能：磨练内功打磨业务，筑基未来连锁扩张

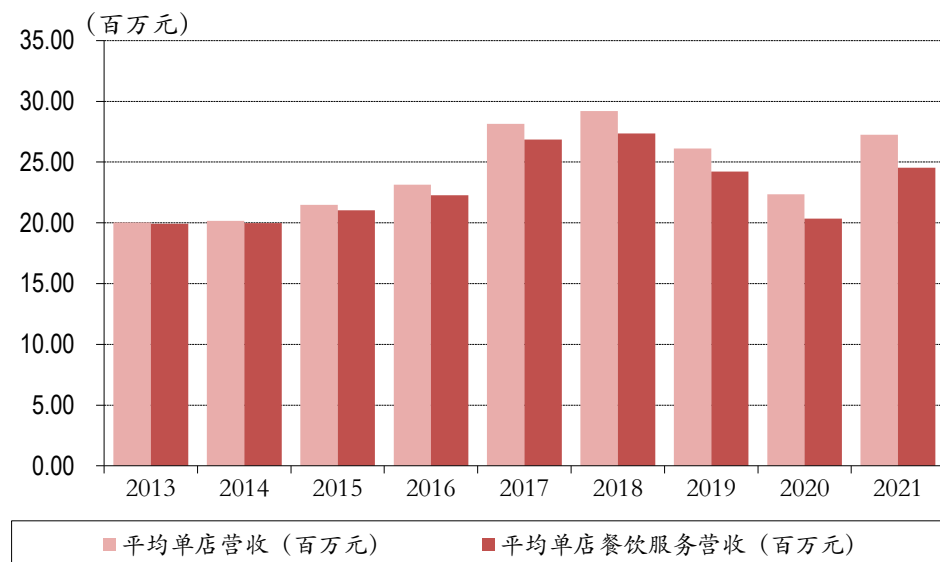
“传承百年品牌，成为覆盖全国的大型连锁餐饮企业”。公司长期战略目标是餐饮业务覆盖全国，为达成此项目目标公司保持开店拓店节奏，并提出“五年百店”目标。根据公司 2021 年年报中提到的 2022 经营规划，公司将沿沪宁线和浙江、湖北两省的主要城市作为优先布置网点的地区，同时积极向其他省外地区拓展，形成更大范围的跨区域经营，上述地区部分新店项目根据公司披露已进入租赁合同的待签阶段，但因考虑疫情的不确定性，当前公司对新店的拓展持谨慎态度，整体速度放缓。

图表 40. 公司历年门店数量



资料来源：公司招股书，公司年报，发现网，蓝鲸财经，中银证券

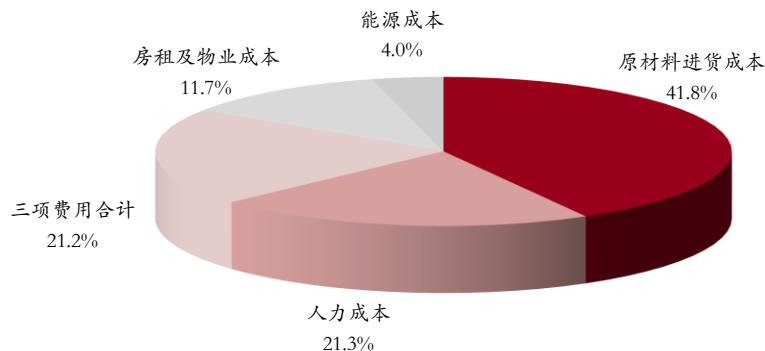
图表 41. 公司历年门店数量与单店营收情况



资料来源：公司招股书，公司年报，中银证券

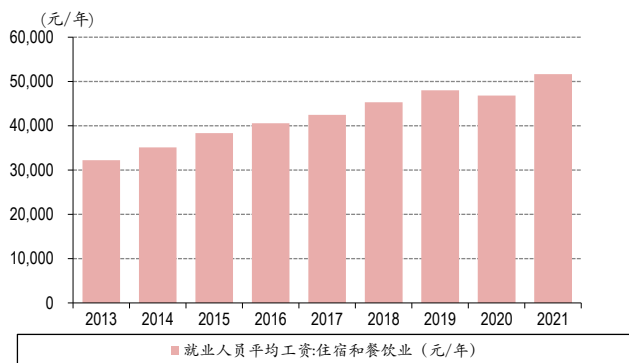
餐饮成本不断增加，降本增效的同时通过可复制性构建连锁化基石。餐饮业成本三大组成部分：原材料、租金、人工成本。三大成本近年来不断上升，挤压餐饮企业利润空间，因此如何有效控制生产运输环节中的成本对于餐饮公司是一大考。

图表 42. 餐饮业成本分布



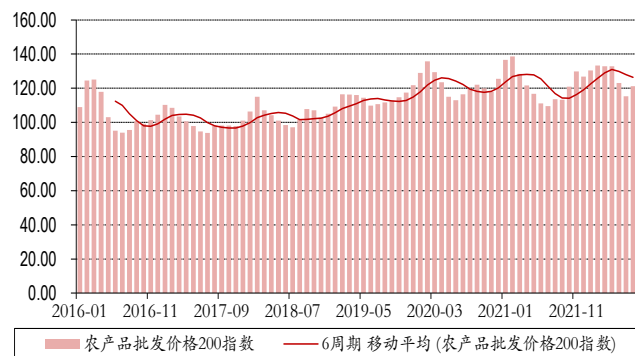
资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 43. 餐饮住宿业人工成本上升



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 44. 农产品价格增长



资料来源：农业部，中银证券

同庆楼在扩大连锁的过程中通过几点以保证其对于成本的把控和对于运营模式的可复制性：

- (1) **采购与配送**：公司门店多且均为直营店，且主要覆盖安徽、江苏等区域。在此基础上公司设立采购部，所有原材料由采购部统一采购，门店没有采购权。公司统一询价、集中采购，按门店需求由公司统一配送或由供应商配送至各门店。同时采购部对于部分原材料会同供应商约定定价周期，在定价周期内使用固定采购价格。虽然公司旗下门店较多且一定程度上较为分散，但公司设立生鲜原材料集中分拣配送中心，并通过统一采购进行供应链管理，保证了生鲜类原材料的质量，并充分发挥集中采购的优势降低物流成本、统一流程。2017年-2019年统一配送占比不断提高，同时前五大供应商采购占比达到10%以上、批量采购占比不断增加。统一的采购与配送相比较传统产业缩短了食材从产地到终端的距离，减少了传统产业链中各个环节加价和复杂流程对于食材成本和质量影响。

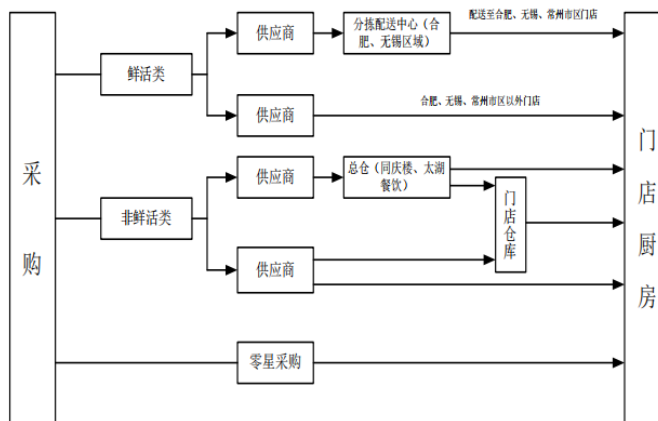
图表 45. 公司供应链中采购与配送环节不断优化

	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	71.82%	29664.06	60.25%	283.3557	58.79%
供应商配送	13628.57	28.18%	19568.73	39.75%	19859.76	41.21%
合计	48361.57	100.00%	49232.79	100.00%	48195.33	100.00%

	2019		2018		2017	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
批量采购	47984.9	99.22%	48326.18	98.16%	46933.64	97.38%
零星采购	376.67	0.78%	906.61	1.84%	1261.69	2.62%
合计	48361.57	100.00%	49232.79	100.00%	48195.33	100.00%

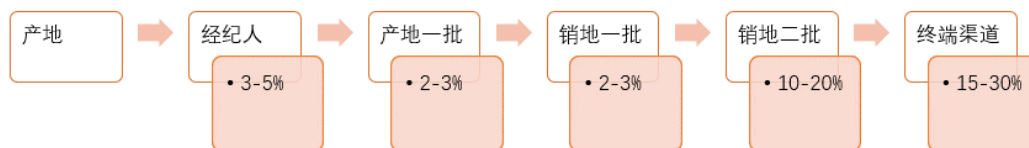
资料来源：公司招股书，中银证券

图表 46. 公司采购配送流程清晰



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 47. 我国传统餐饮产业链各环节与加价率



资料来源：2021 年中国连锁餐饮行业报告，中银证券

- (2) **中央厨房**：公司供应链发展有一定经验积累，2014 年前公司采购食材后由各门店厨部进行领料并加工制作，没有半成品存在。为了保障食品安全、稳定菜肴品质减少厨部员工主观因素影响、压缩配送采购加工等成本、提高工作效率、节约门店空间，公司在 2014 年成立了中央厨房，集中对门店所需半成品进行初步加工以及配送。中央厨房为公司连锁门店的扩张提供了较大的助力，实现了门店菜肴标准化、流程化，解决了中餐菜品依赖厨师水平和发挥的问题，保障菜肴质量品质的稳定，夯实了公司产业链从原材料到加工配送的体系。

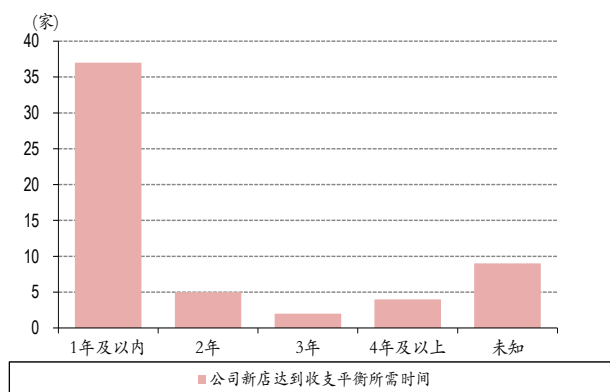
图表 48. 公司中央厨房参与度提高

	统一加工金额	占主营业务成本比例
2019	4336.09	7.03%
2018	2740.89	4.41%
2017	2891.84	4.77%

资料来源：公司招股书，中银证券

- (3) **运营模式**：公司经营模式为连锁经营，为了统一品质实现标准化管理，公司制定了《服务部操作手册》、《厨部管理手册》、《宴会管理指导书》等一系列规章制度并落实到各个环节，为公司多个环节的运营的可复制性打下基础。区域上，公司对各区域实施总部管控，使用 ERP 系统对公司财务部、人力资源部、采购部、品质和食品安全部、宴会管理等部门进行统一综合管理，是的业务系统之间、管理部门之间可以实现数据共享并保持数据的一致性和真实性，同时还可以帮助公司对于门店各业务和各管理板块实现统一标准管理，助力企业协调各类资源，提高企业经营管理效率，从而助推企业未来连锁扩张。
- (4) **开店模式可复制**：运营管理的成熟使得公司的门店具备较好的标准化水平，使得公司的门店运营模式具有一定可复制性。**新店开业前**，公司已经规定了经营选址的标准。公司会选择交通满足一般条件、附带停车场或停车便利地区；辐射区域内消费力足够；租金适宜，可租期 5 年以上；物业结构合理、可利用性足够；装修风格要求高雅大方；大小上，公司过往开店面积平均约为 4300 平方米左右，部分新开店面积在 5000 平方米左右；区域选择上，公司立足安徽、江苏，并会在向全国重点城市辐射。**新店开业筹备中**，公司会根据新店情况从各门店中抽调懂业务熟悉标准化管理的老员工在新店传帮带，人力资源部对新员工进行培训考核，新员工考核合格后方能上岗，使新店在最短时间内成功复制。**新店开业后**，公司凭借其品牌声望、前期积累和总部协调管控与支持，营收可以快速爬坡，大部分门店能在一年内达到收支平衡。此外，根据公司招股书，公司 IPO 所募集资金用于的部分餐饮门店建设项目的投资财务内部收益率规划约为 20~22%，税后含建设期的项目投资回收期规划约在 5 年左右。新增门店和项目的业绩表现体现了公司开店模型的成熟。整体来看，公司在门店选址、筹备、装修、人力资源培训和开业经营等多方面有一定经验，具备了稳定标准化拓展餐饮门店的能力，公司有望在新区域复制门店从而迅速打开市场，实现经营目标。

图表 49. 公司新店能够快速达到盈亏平衡



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 50. 公司所有门店 2019 主要经营指标平均值

	营业收入(万元)	利润总额(万元)	净利润(万元)
所有门店 算数平均	2563.11	625.55	309.28
	桌流转圈(次/因)	座流转率(次/天)	顾客人均消费(元)
所有门店 算数平均	0.83	0.75	132.48

资料来源：公司招股书，中银证券

图表 51. 公司 IPO 后部分新增门店项目投资规划情况

地区	门店数	项目总投资 (万元)	达产后年均营业收入 (万元)	平均单店投资 (万元)	平均单店达产后年均营业收入 (万元)	项目投资财务内部收益率 (税后)	项目投资回收期 (税后, 含建设期)
合肥	6	16380	25453	2730	4242	21.90%	5.19年
常州	6	15770	23450	2628	3908	20.72%	5.35年
南京	3	9050	13390	3017	4463	20.53%	5.35年

资料来源：公司招股书，中银证券

能够持续、稳定、保证盈利的开店是餐饮行业重要的能力。同庆楼有一定的品牌优势、市场定位优势，同时公司通过规范采购、配送、总部管控的标准和流程，设立中央厨房以及积累出可复制化的开店模型保证了公司在开店过程中内部各个部分高效协调和组织管控能力的稳定发挥，避免出现拓店后出现规模扩大经营管理能力稀释的问题。这将成为公司在跨区域扩张中的核心优势之一，助力公司完成“传承百年品牌，成为覆盖全国的大型连锁餐饮企业”的战略目标。

3.3 品牌沉淀：百年老店，历久弥新

百年老店，历史沉淀。品牌“同庆楼”最早可追溯到 1925 年。同庆楼餐饮股份有限公司于 2005 成立，并于 2020 年成功上市 A 股。百年风雨中，同庆楼一直深耕餐饮行业，积累了较高知名度与品牌影响力。时至今日，同庆楼先后获得“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”、“中国餐饮事业卓越贡献奖”、“安徽省著名商标”、“安徽省民营企业百强”等多项荣誉称号。“有高兴事，到同庆楼”、“好吃、不贵、有面子”、“价格公道、童叟无欺”等品牌效应和印象已在消费者心目中形成。公司定位大众消费，凭借口碑品牌、可复制的运营模式等已发展成为全国知名、尤其在江苏和安徽两省较大的正餐酒楼连锁企业。

图表 52. 公司所获部分荣誉



资料来源：公司官网，中银证券

图表 53. 公司部分门店顾客评价情况较好

		评价条数	总评分	口味	环境	服务
安徽	金屯店	474	4.7	4.6	4.6	4.5
	马鞍山路店	974	4.7	4.4	4.6	4.5
	会宾楼（沿河路）	404	4.6	4.6	4.7	4.6
	花园店	764	4.8	4.7	4.8	4.6
	庐州府	815	4.7	4.6	4.8	4.6
	铜陵北路店	882	4.8	4.6	4.8	4.6
	徽州府	636	4.7	4.2	4.5	4.3
	万象城店	620	4.7	4.5	4.6	4.3
江苏	常州奥体店	932	4.7	4.7	4.9	4.8
	珠江路店	4263	4.7	4.6	4.7	4.5
	滨湖万达店	6938	4.5	4.3	4.4	4.2
	常州宝龙店	529	4.6	4.6	4.8	4.7
	水佐岗店	1536	4.7	4.7	4.8	4.6
	无锡安镇店	409	4.4	4.5	4.6	4.5

资料来源：大众点评（截至 2022/09），中银证券

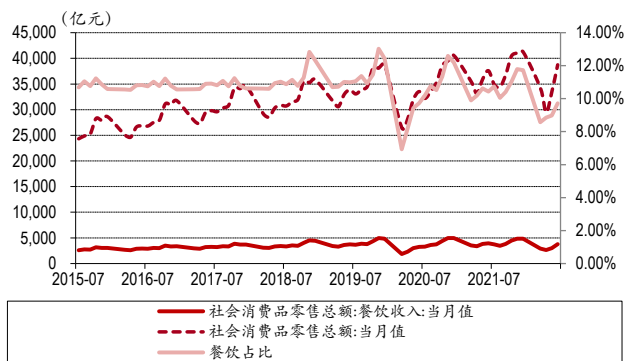
维护与创新，公司品牌历久弥新。公司注重产品的创新以及研发，设置了研发创新部门。对于服务创新由公司总经理直接负责，组织各区域总经理和酒店经理定期外出考察行业内优秀企业，从而不断修改完善内部服务标准。菜品创新上，由公司分管副总直接负责，各区域行政总厨组织各店厨师长、菜系带头人和各店技术骨干定期外出考察市场，掌握市场最新趋势需求，从而进行新菜式的研发和创新。不断地创新和交流提高了公司对于外界资源信息的感知度，并保证了百年老店菜式质量和服务水平经久不衰。

此外公司注重品牌维护和食品安全，制定了《食品安全制度》、《食品安全制度配套检查标准及处罚标准》、《质量管理手册》、《厨部管理手册》、《服务部操作手册》等确保食品安全的管理制度，详细规定了原材料采购验收、食品原料生产加工、食品原料存贮、餐用具洗涤消毒、人员卫生管理、生产部门卫生清洁以及餐饮服务标准操作规范等食品安全各个环节。公司将食品安全工作深入落实，施行总经理负责制，各门店总经理为第一负责人，通过深入绑定责任促使各门店积极推进食品安全工作。作为结果，据招股书记录的 2017-2019 年，公司没有接到任何关于食品安全方面的投诉事项。

3.4 多元业态：打造多成长曲线

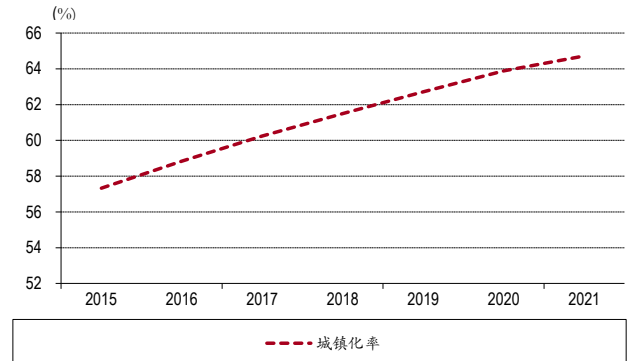
中长期来看，多因素助推餐饮行业体量与质量平稳增长。随着社会经济不断增长，社会财富的增加带动人民收入水平提高以及生活方式不断升级，社会消费品零售总额持续增长。餐饮业是消费的重要组成部分，整体发展势头稳中向好。公司主要经营地区立足在安徽和江苏，随着两地城镇化率、人口、人均收入等因素的提高助推下，大众餐饮的消费需求将会提高。公司作为大众餐饮的优势品牌，获利空间有望进一步提升。

图表 54. 餐饮是消费重要组成部分



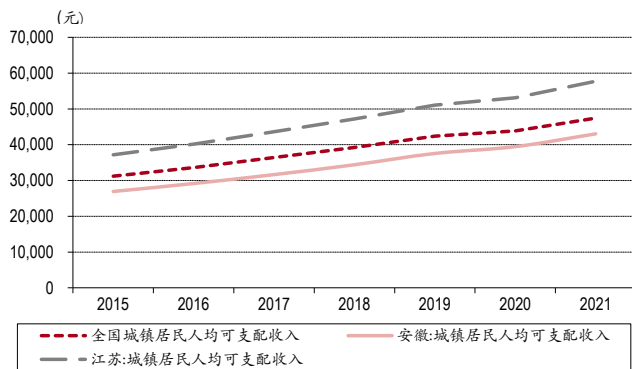
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 55. 城镇化率稳健提升



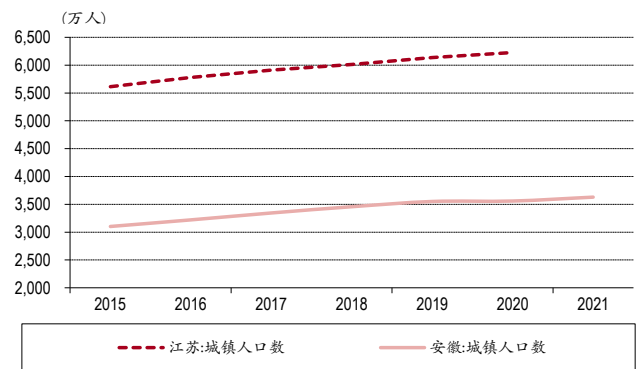
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 56. 居民收入稳步提升



资料来源: 国家统计局, 中银证券

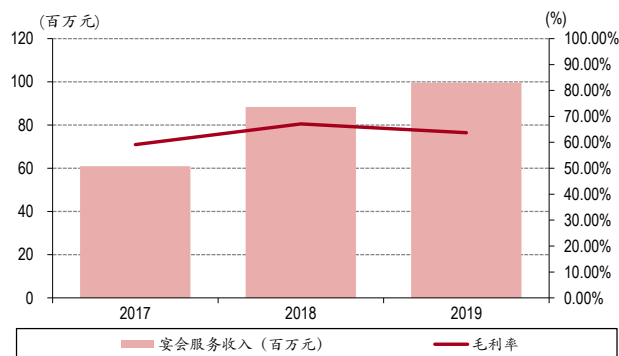
图表 57. 两地城镇人口数量稳步提升



资料来源: 国家统计局, 中银证券

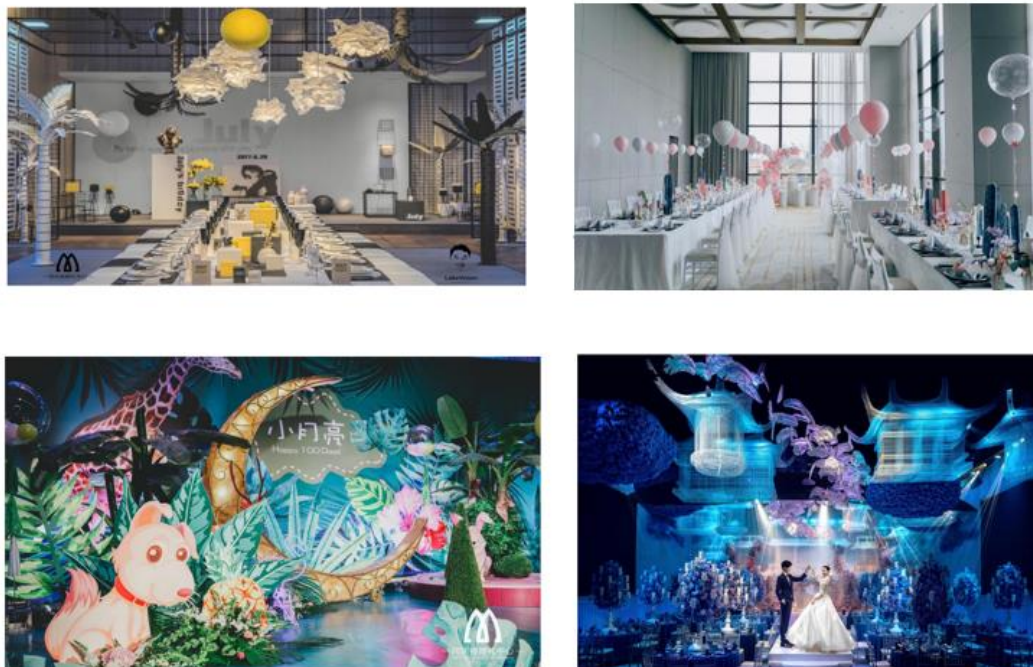
公司宴会业务竞争力突出, 宴会市场需求较大。城市化进程带来城市人口大量聚集, 不仅带来了餐饮消费的较大机遇, 中大型聚餐宴会需求也随之而来。宴会是人们增加交往、互相联络的重要渠道, 当前宴会需求越来越个性化, 各类宴会的需求量也在不断扩大, 宴会消费单价也在不断走高, 带动宴会行业市场规模不断扩大, 满月酒、周岁宴、升学宴、婚宴、寿宴等宴会伴随着人的一生, 宴会市场空间潜力尚可。公司多年以来在宴会经营业务上积累了相当的经验, 结合门店的管理优势形成了可复制化的运营管理体系。公司宴会业务有两大品牌“PALACE 帕丽斯”和“会宾楼”。帕丽斯定位高端婚礼, 以王室婚礼、城堡婚礼、秘境婚礼等产品为品牌特色, 同庆楼宴会中心是以“为大众提供高性价比的宴会主题场景”为产品服务理念, 为社会大众提供专业的餐饮宴会服务, 满足广大顾客不同场景下的宴会需求。宴会服务业务上公司已经逐步培养起一批资深摄影摄像服务团队、主持人、化妆师、演绎团队, 专业提供一站式高品质的宴会配套服务且与海内外众多知名宴会空间设计师合作, 成为上市公司中婚宴领域少有的品牌。公司同时持续对宴会厅进行升级改造, 以赋予其更多艺术感或者科技感, 提高宴会业务的服务质量, 获得更多市场认可度。公司宴会服务业务在疫情前保持快速增长, 同时维持约 60%左右的高毛利水平。

图表 58. 宴会服务业务毛利率高，疫情前增长快



资料来源：公司招股书，中银证券

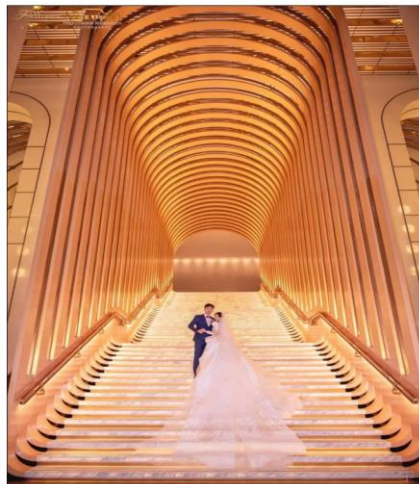
图表 59. 公司多类宴会定制服务能力强



资料来源：公司公告，中银证券

酒店业务公司积极入局，尝试扩充业务范围。公司设立酒店事业部，以品牌“富茂 Fillmore”推进酒店业务工作。公司为解决多功能宴会厅在非宴会期间的空置问题以及餐饮顾客切实存在的住宿需求，公司在同庆楼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，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，其餐饮婚庆收入占总收入比可达 70% 以上，凭借同庆楼+客房的综合优势或将进一步优化当前中国酒店行业的商业模式，让大众对豪华饭店不再陌生。据公司 2022 年半年报，现在公司酒店业务模式还在不断打磨，当前已有两家富茂酒店开业，还有一家拟定于 2022 年底开业。另外，目前富茂酒店正在全面实施人才培养计划，为富茂下一步拓展做人才储备。未来公司会在地理位置优越处自建或购置酒店外，还或将在 2023 年全面开始以“富茂 Fillmore”为品牌对外输出的酒店管理业务，开拓公司业务新增长点。

图表 60. 公司富茂酒店



资料来源：公司年报，中银证券

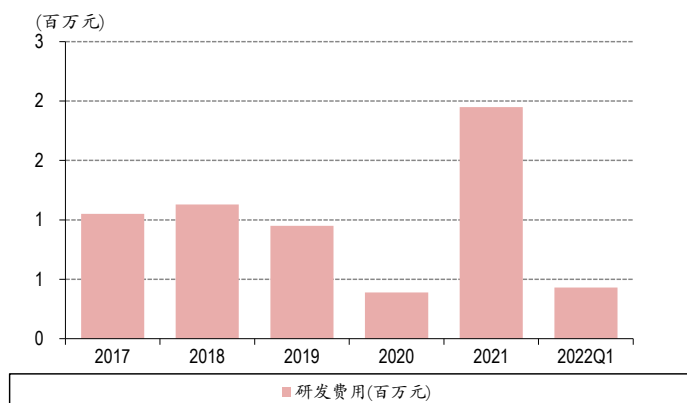
老字号企业积极入局预制菜。据艾媒咨询，93.7%的中国预制菜消费者会优先考虑品牌再进行选购，品牌建设在预制菜领域十分重要。公司作为老字号餐饮企业，有深厚的品牌沉淀和烹饪工艺传承，在此基础上公司在 2021 年成立了全资子公司安徽同庆楼食品有限公司，重点发展预制菜业务，不断探索、创新研发更多的经过顾客验证的新食品。目前公司食品业务产品为：速冻面点、自热饭、臭鳊鱼、腊味、预制菜五大系列。食品公司已完成团队建设、产品研发定标、OEM 工厂合作、线上零售、线下商超+渠道代理、同庆楼大型酒楼门店全员销售体系建立等工作。当前食品业务初步成形，将全面推动公司进入“餐饮+酒店+食品”协同驱动的发展新格局。2021 年全年公司食品业务营收达到 1511 万元，而 2022 年一季度实现营收 1517 万元，2022H2 实现营收 3798 万元，增长迅猛。此外，同庆楼食品还作为“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。

食品销售上公司也在积极发力。公司主要销售渠道报告线上零售、线下商超自营+渠道代理、同庆楼大型酒楼门店全员销售。公司拥有众多大型线下餐饮门店（日均进店顾客 4 万多人）足以向食品业务部分引流并提供品牌背书，2021 年报中公司提到公司在夯实安徽区域市场的同时，大力发展全国性经销商，现已全面进入江苏市场。报告期内公司新入驻南京苏果、大润发等 38 家超市，并已在南京建立了分仓，目前公司正在签约入驻其他品牌超市，预计今年底入驻商超店将达到 100 家。2021 年公司已同中石化 1200 多家易捷便利店签约；搭建同庆楼 APP 平台的会员销售通道，充分利用同庆楼大型餐饮门店客群资源，推动食品业绩的倍增；线上零售方面，公司在积极进展开展线上运营，公司通过天猫、猫超、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。产品销售方面已初步形成线上零售、线下商超自营+渠道代理、同庆楼大型酒楼门店全员销售“三位一体”的立体式销售路径。同时，公司正在重点打造数字化客户系统，打通餐饮、婚庆、酒店、食品各业务板块客户数据库，实现客户资源共享。

研发上，公司拥有门店众多各类菜系大厨的优势。此外公司还建立了美食产品研发 PK 机制，突出产品好吃卖点，建立和完善名厨名菜、名厨名点、名厨腊味、名厨调味汁等九大产品系列，并基于用户调研不断进行产品迭代，2022H1 已在丸子系列、酸菜系列、红烧系列、鱼系列、虾系列等新品，面点类产品迭代为 13 个 SKU，同时公司进一步改进和丰富现有的腌腊制品、自热饭产品，公司大厨创新研发的上汤臭鳊鱼粽子、现烤月饼等节庆产品也受到市场认可，随着产品越加丰富，同庆楼食品基本可以满足消费者一日三餐需求。

中华老字号品牌、线下大型餐饮门店以及根基稳固的研发能力共同构建了同庆楼在中国传统食品领域内的竞争壁垒。

图表 61. 食品业务需求下公司研发费用提升



资料来源：公司招股书，公司年报，中银证券

图表 62. 公司部分食品产品



资料来源：公司年报，中银证券

3.5 经营韧性：百折不挠，冲击后快速恢复

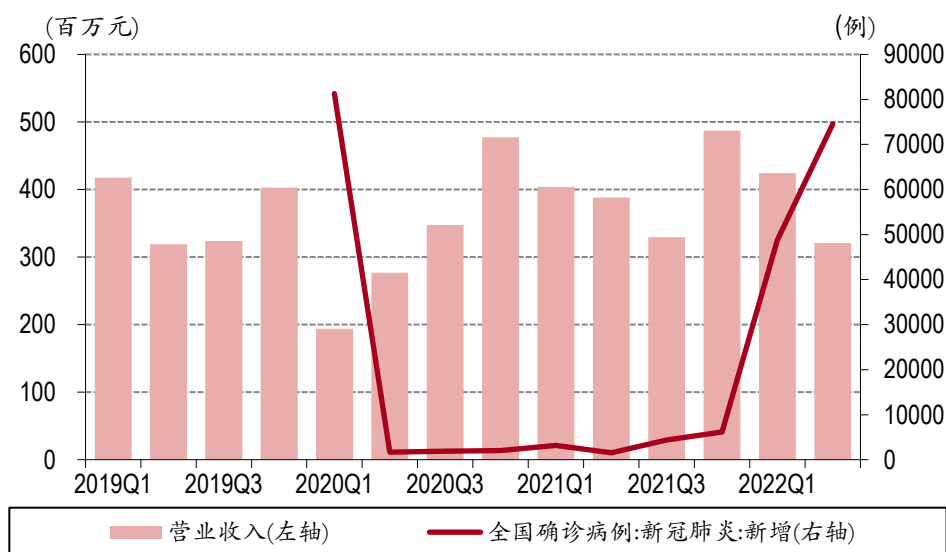
疫情影响下韧性较足。公司作为大型餐饮连锁企业，所经营的餐饮宴会及食品业务的消费需求对于现代城市来说较为稳定。近年来，新冠疫情的爆发以及后续的防疫措施对公司的正常经营造成一定影响，但疫情考验之下公司展现了一定抗风险能力和经营韧性。

2020 年初，受新冠疫情影响公司旗下门店于 2020 年元月底全部停业，正常经营难以开展，但公司仍然积极应对，尝试用过中央厨房加大半成品与食品研发、扩展线上商城销售渠道并努力节约开支。2020 年 5 月以后随着国内疫情防控取得阶段性成果，限制措施逐步放开公司业务也在快速修复，5 月后业务逐渐恢复至 2019 年同期水平，2020H1 实现营收 4.7 亿元，同比下降 36.07%。下半年随着疫情防控取得初步成果，公司经营情况逐渐好转，业绩快速修复，2020H2 实现营收 8.2 亿元，同比增加 13.51%，全年营收同比下降 11.41%。

2021 年，虽然全国各地疫情仍不断反复扰乱企业正常运作，但公司经营表现较好，全年实现营收 16.1 亿元，同比上升 24.11%，相较于疫情前的 2019 年上升 9.95%。分季度来看，一季度营收同比 2019 年下降 3.28%，主要原因是一季度疫情仍反复扰乱，聚集性消费受限，企业年会也被取消进而影响公司营收；二季度营收相比 2019 年同期增加 21.28%，主要是因为疫情控制整体较好仅存在短期零散病例影响；三季度比 2019 年同期上升 1.49%，主要因为暑期南京扬州等地疫情扰乱公司江苏区域门店；四季度比 2019 年同期增长 21.67%，零星病例对公司整体影响不大。2021 年整体来看公司经营情况会受到疫情短期影响仍未恢复至正常水平，但是在外部的消极影响因素消退后经营能迅速修复。

2022 年上半年疫情多地散发防控难度升级，上海北京等地也采取较为严格的防控措施限制人员流动，与上海毗邻的公司核心经营区域长三角腹地江苏和安徽遭受一定冲击，部分门店出现阶段性暂停堂食，据半年报，公司仅完成 2022 年上半年公司预算收入 9.5 亿元的 78%，但同比 2019 年下降 5.91%，整体来看在冲击下仍然保持营收水平稳定和一定的盈利能力，展现了较好的经营韧性。分月看，公司 1-2 月预算完成率 104.21%；3-5 月预算完成率分别是 57.68%、37.3%、56.6%；在疫情相对趋稳的 6 月，公司业务恢复迅速，预算完成率 103.54%，随疫情影响减弱公司边际恢复趋势也较为明显。

图表 63. 公司分季度营收与国内疫情情况



资料来源：公司公告，万得，国家卫健委，中银证券

我国餐饮业发展目前形成了业态多样化、连锁化、品牌化、大众化的行业新格局。结合市场情况，公司在安徽为主，江苏北京为辅积极扩大经营门店数量，公司有成熟的拓店体系，门店具有可复制性和扩张性，门店经营通常能快速达到盈亏平衡。公司立足安徽和江苏，下一步公司预计继续向全国辐射，公司当前有着“五年百店”的战略目标。品牌上，公司品牌声望有长久历史积淀，同时公司注意品牌维护。大众化上，公司定价合理，菜品经营多种菜系，包括徽菜、粤菜、沪杭菜、川菜、湘菜、淮扬菜等，各菜系主要聘用菜系当地厨师，原料尽量从原产地采购，保证菜品原汁原味，满足大众口味需要。业态多元化上公司在稳住餐饮宴会板块的基础上，积极布局酒店、食品板块，且取得初步成效。此外，短期内公司经营虽然受到疫情冲击，但是疫情影响因素减弱后，经营水平能迅速修复，展现出了一定的经营韧性。综上，我们认为公司目前经营情况符合市场发展趋势，未来有望在行业进一步发展中收获更多市场空间。

4 盈利预测及估值建议

主营业务发展情况预测及相关假设

据公司招股书以及后续年报业务划分，公司主营业务分为餐饮服务和其他业务。餐饮服务中包含了与提供餐饮有关的收入，包括包厢、散客、大中型宴会等；其他业务中包含了宴会服务、食品与商品销售、租赁还有其他未提及的业务等。公司在 2019 年之后并未对餐饮服务和其他业务做拆分，因此沿用公司过往拆分方式进行分析预测。

- 1) 公司主营的餐饮服务收入稳定增长，2013-2019 年餐饮服务收入 CAGR 为 7.94%。同时餐饮在疫情影响部分消退后表现出了边际修复的态势，营收能够快速恢复，2021 年公司营收 16.08 亿元，同比提高 24.11%，已经超过疫情前 2019 年水平 9.95%。整体毛利率在剔除会计准则变更的影响后保持稳定。预计餐饮服务板块作为公司营收的重要支撑，整体数据将会在短期疫情好转后有快速恢复的可能，在长期保持稳健增长。
- 2) 公司总营收情况与门店数量有一定相关关系，我们认为门店数量的不断增长将会是驱动公司营收的增长的重要因素，结合公司“五年百店”目标，我们认为公司的经营收入情况有开店情况作为支撑。
- 3) 疫情干扰下主要影响因素为对餐饮服务中散客和包厢不能堂食以及客流量减少的干扰，对于宴会等大型聚集项目不能如期举办的影响，对于宴会服务无法正常提供的影响。但是预测疫情好转后散客和包厢等餐饮服务业务会较快恢复，宴会业务中大部分已预定的消费者会选择延期而非取消，要求好转后宴会部分的餐饮服务和其他服务会快速通过宴会的举办核销相关收入，该部分受疫情影响弹性较大。
- 4) 公司的宴会服务相关业务随着经营水平的提高、经验的积累、以及场地的不断维护更新，在此处的竞争优势将会更加明显，公司与宴会有关的收入占比将会不断提升。宴会的毛利率整体较高，将会随着在公司营收中占比的提升从而带动公司整体毛利率提高。
- 5) 公司食品业务发展快速，食品相关业务在 2021 逐步开展，2021 年全年销售收入约 1500 万元，但在 2022 年第一季度就完成去年全年营收，增长明显，在 2022H1 实现营收约 3800 万元，增长速度非常明显且当前收入基数不高，预计短期内将会保持高增速。同时公司愿意为其倾注更多研发投入，我们预计随市场规模不断提高、竞争格局较分散、公司大力发展该业务板块等多种因素的影响下，该业务板块将有快速增长。
- 6) 公司酒店目前主要收入仍为餐饮宴会收入，其餐饮婚庆收入占总收入比可达 70%以上。公司酒店经营单店模型仍在不断打磨中。据公司报告，将在 2023 年全面展开对外输出酒店管理业务，为公司打开全新增长点。
- 7) 考虑同庆楼是 A 股餐饮公司上市重要标的，主营业务为餐饮服务，提供的餐饮品类为正餐，经营方式为连锁化经营等属性，故选取 A 股提供正餐的餐饮服务相似公司做估值水平对比。但 A 股餐饮公司较少，故再考虑正餐、连锁化等属性后，继续补充部分港股餐饮公司做估值对比。

图表 64. 盈利预测 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总营收	1435.65	1489.26	1462.79	1295.92	1608.37	1752.72	2316.73	2817.78	3261.64
yoy		0.04	(0.02)	(0.11)	0.24	0.09	0.32	0.22	0.16
总成本	634.16	653.95	656.90	586.14	1269.13	1405.67	1807.07	2141.32	2433.22
yoy		0.03	0.00	(0.11)	1.17	0.11	0.29	0.18	0.14
毛利	801.49	835.31	805.89	709.78	339.24	347.05	509.66	676.46	828.42
yoy		0.04	(0.04)	(0.12)	(0.52)	0.02	0.47	0.33	0.22
综合毛利率	55.83%	56.09%	55.09%	54.77%	21.09%	19.80%	22.00%	24.01%	25.40%
餐饮服务(行业)									
收入	1369.28	1395.01	1356.47	1180.33	1447.82	1498.18	1828.21	2048.58	2255.11
yoy		0.02	(0.03)	(0.13)	0.23	0.03	0.22	0.12	0.10
成本	605.99	621.62	616.53	538.82	1196.87	1256.71	1508.06	1673.94	1832.97
yoy		0.03	(0.01)	(0.13)	1.22	0.05	0.20	0.11	0.10
毛利	763.29	773.39	739.94	641.51	250.94	241.46	320.15	374.64	422.15
yoy		0.01	(0.04)	(0.13)	(0.61)	(0.04)	0.33	0.17	0.13
毛利率	55.74%	55.44%	54.55%	54.35%	17.33%	16.12%	17.51%	18.29%	18.72%
业务收入比例	95.38%	93.67%	92.73	91.08	90.02	85.48%	78.91%	72.70%	69.14%
其他业务									
收入	66.37	94.25	106.32	115.59	160.55	254.55	488.52	769.20	1006.53
yoy		0.42	0.13	0.09	0.39	0.59	0.92	0.57	0.31
成本	28.17	32.33	40.37	47.32	72.26	148.96	299.01	467.37	600.25
yoy		0.15	0.25	0.17	0.53	1.06	1.01	0.56	0.28
毛利	38.20	61.92	65.95	68.27	88.30	105.59	189.51	301.83	406.27
yoy		0.62	0.07	0.04	0.29	0.20	0.79	0.59	0.35
毛利率	57.56%	65.70%	62.03%	59.06%	55.00%	41.48%	38.79%	39.24%	40.36%
业务收入比例	4.62%	6.33%	7.27%	8.92%	9.98%	14.52%	21.09%	27.30%	30.86%

资料来源: 公司招股书, 公司年报, 万得, 中银证券

图表 65. 公司营收与门店数量对应

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
公司总营收(百万元)	861.90	1068.10	1160.59	1272.14	1435.65	1489.26	1462.79	1295.92	1608.37
餐饮服务营收(百万元)	857.21	1058.4	1136.19	1224.56	1369.28	1395.01	1356.47	1180.33	1447.82
门店数量	43	53	54	55	51	51	56	58	59
平均单店营收(百万元)	20.04	20.15	21.49	23.13	28.15	29.20	26.12	22.34	27.26
平均单店餐饮服务营收(百万元)	19.94	19.97	21.04	22.26	26.85	27.35	24.22	20.35	24.54

资料来源: 公司招股书, 公司年报, 中银证券

图表 66. 可比上市公司估值表

代码	简称	总市值(亿)	PE			EPS(CNY)			ROE TTM
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
000721.SZ	西安饮食	26.46	(15.68)			(0.34)			(36.78)
002186.SZ	全聚德	26.50	(16.88)			(0.51)			(15.37)
603043.SH	广州酒家	122.01	21.88	19.12	15.91	0.99	1.13	1.35	18.67
605108.SH	同庆楼	65.99	45.80	47.81	26.47	0.55	0.53	0.96	7.33
6862.HK	海底捞	743.44	(16.42)	142.91	31.10	(0.78)	0.09	0.43	(45.88)
9922.HK	九毛九	199.08	53.85	69.42	28.49	0.23	0.20	0.48	11.15
0520.HK	呷哺呷哺	47.52	(14.90)	(24.25)	39.95	(0.27)	(0.18)	0.11	(13.67)
9987.HK	百胜中国-S	1396.90	21.00	44.82	25.98	14.92	7.68	13.25	14.93
	A股公司平均值	60.24	8.78	33.46	21.19	0.17	0.83	1.16	(6.54)
	以上公司平均值	328.49	9.83	49.97	27.98	1.85	1.57	2.76	(7.45)

资料来源: 万得, 中银证券注: 截至 2022/9/22; 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

结合以上情况，我们预计同庆楼 2022 年至 2024 年营收分别为 17.5 亿元、23.2 亿元、28.2 亿元，22 年后半年在疫情影响不继续扩大的基础上，公司营收有望恢复或者小幅超过 2021 年水平，并在餐饮、宴会、食品等行业驱动逻辑的背景下，未来有望获得明显增长空间；公司归母净利润在 2022 至 2024 年预计为 1.38 亿元、2.49 亿元、3.47 亿元；当前股本下，预计每股收益率分别为 0.53、0.96、1.34 元，市盈率分别为 46.5、25.8、18.5 倍。

投资建议

公司品牌有近百年历史，是 A 股上市公司中少有的餐饮宴会标的，公司在安徽江苏等地有较好的品牌积淀。短期来看随疫情限制措施逐步放开，公司的餐饮需求或将快速恢复并核销先前的宴会预定，公司有望迎来餐饮服务相关业务的业绩反弹期。长期来看，公司主营餐饮服务增长稳健，同时以餐饮为核心积极开展宾馆、食品、婚宴等经营业务，未来各业务增长潜力较大，多项业务之间互相驱动，互相促进。在同庆楼百年品牌下多业态的联动发展可以帮助公司扩大业务范围，占领不同市场，提升经营效益提高资源利用率，有望成为公司业绩进一步爬坡的助推因素。此外公司拥有较完整的、可复制的开店模型，有望公司后续继续扩张门店数量和分布区域，从而助力公司完成“传承百年品牌，成为覆盖全国的大型连锁餐饮企业”的战略目标。尽管疫情短期扰动公司正常经营和扩张，但是公司在疫情好转后边际恢复情况明显，且中长期增量驱动因素存在。综上，我们首次覆盖给予同庆楼 **增持** 评级。

风险提示

新冠疫情反复的风险

新冠疫情目前仍呈多地散发、频发的态势，国内多地的疫情防控政策也随疫情影响或有变动，出行限制或将影响需要线下触及的餐饮消费行业，对公司经营可能造成一定影响。

拓店节奏不及预期的风险

公司长期战略目标是餐饮业务覆盖全国，为达成此项目标公司保持开店拓店节奏，并提出“五年百店”目标。但公司考虑疫情的不确定性，对新店的拓展持谨慎态度，整体速度放缓。此外公司门店面积普遍较大，对于配套设施和物业也有一定要求，需要花时间挖掘可供开店的潜在店面。

市场竞争风险

餐饮市场消费者口味偏好地域性强、市场规模大且门槛不高，行业内参与者众多，同时因为餐饮到达消费者的时空距离限制，各餐饮服务机构覆盖半径受限，市场较为分散。公司未来跨区域的经营仍需要面对来自当地餐饮经营者的竞争压力。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,296	1,608	1,753	2,317	2,818
销售成本	(589)	(1,273)	(1,410)	(1,813)	(2,148)
经营费用	(388)	11	(46)	(20)	(21)
息税折旧前利润	319	346	296	484	648
折旧及摊销	(105)	(169)	(136)	(173)	(209)
经营利润(息税前利润)	214	177	160	311	439
净利息收入/(费用)	16	(7)	2	11	23
其他收益/(损失)	26	35	28	23	18
税前利润	248	193	184	334	466
所得税	(63)	(49)	(46)	(85)	(118)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	185	144	138	249	347
核心净利润	170	144	132	250	348
每股收益(人民币)	0.712	0.554	0.531	0.959	1.336
核心每股收益(人民币)	0.653	0.552	0.507	0.960	1.339
每股股息(人民币)	0.077	0.280	0.212	0.431	0.601
收入增长(%)	(11)	24	9	32	22
息税前利润增长(%)	(7)	(17)	(10)	94	41
息税折旧前利润增长(%)	(5)	8	(14)	63	34
每股收益增长(%)	(46)	(22)	(4)	81	39
核心每股收益增长(%)	(51)	(15)	(8)	89	39

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	248	193	184	334	466
折旧与摊销	105	169	136	173	209
净利息费用	(6)	19	3	(0)	(9)
运营资本变动	48	5	105	198	30
税金	(63)	(49)	(46)	(85)	(118)
其他经营现金流	(82)	(21)	(312)	217	(482)
经营活动产生的现金流	251	316	70	836	96
购买固定资产净值	147	287	259	288	182
投资减少/增加	5	14	11	4	3
其他投资现金流	(963)	(712)	(461)	(249)	(266)
投资活动产生的现金流	(812)	(412)	(192)	43	(82)
净增权益	(20)	(73)	(55)	(112)	(156)
净增债务	0	53	311	(314)	0
支付股息	20	73	55	112	156
其他融资现金流	742	(158)	(59)	(112)	(147)
融资活动产生的现金流	742	(105)	253	(426)	(147)
现金变动	181	(200)	131	453	(133)
期初现金	270	455	254	386	839
公司自由现金流	(561)	(95)	(121)	879	15
权益自由现金流	(567)	(23)	193	565	6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	455	254	386	839	706
应收帐款	7	8	7	13	9
库存	101	99	330	21	395
其他流动资产	22	12	55	81	62
流动资产总计	1,252	1,007	1,335	1,211	1,309
固定资产	659	950	1,101	1,264	1,301
无形资产	150	147	151	149	147
其他长期资产	20	550	557	527	487
长期资产总计	830	1,646	1,809	1,940	1,935
总资产	2,251	2,838	3,376	3,436	3,592
应付帐款	141	144	285	468	448
短期债务	0	0	198	0	0
其他流动负债	203	268	271	343	347
流动负债总计	345	412	754	811	796
长期借款	0	0	114	0	0
其他长期负债	0	461	460	440	420
股本	200	260	260	260	260
储备	1,706	1,705	1,788	1,925	2,116
股东权益	1,966	1,965	2,048	2,185	2,376
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,251	2,838	3,376	3,436	3,592
每股帐面价值(人民币)	7.56	7.56	7.88	8.40	9.14
每股有形资产(人民币)	6.98	6.99	7.30	7.83	8.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.75)	(0.98)	(0.29)	(3.23)	(2.71)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.6	21.5	16.9	20.9	23.0
息税前利润率(%)	16.5	11.0	9.1	13.4	15.6
税前利润率(%)	19.1	12.0	10.5	14.4	16.5
净利率(%)	14.3	9.0	7.9	10.8	12.3
流动性					
流动比率(倍)	3.6	2.4	1.8	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	228.9	6.7	38.0	71.4	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.3	2.2	1.3	1.5	1.1
估值					
市盈率(倍)	34.7	44.6	46.5	25.8	18.5
核心业务市盈率(倍)	37.8	44.7	48.7	25.7	18.4
市净率(倍)	3.3	3.3	3.1	2.9	2.7
价格/现金流(倍)	25.6	20.3	91.3	7.7	66.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.7	17.8	21.4	11.5	8.8
周转率					
存货周转天数	59.4	28.8	55.6	35.4	35.4
应收帐款周转天数	1.6	1.7	1.5	1.6	1.4
应付帐款周转天数	41.7	32.4	44.7	59.3	59.3
回报率					
股息支付率(%)	10.8	50.5	40.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	12.5	7.3	6.9	11.8	15.2
资产收益率(%)	8.9	5.2	3.9	6.8	9.3
已运用资本收益率(%)	3.2	1.9	1.6	2.7	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371