

增持（首次）

近百年积淀孕育徽菜宴会龙头

同庆楼（605108）深度报告

2023年1月30日

投资要点：

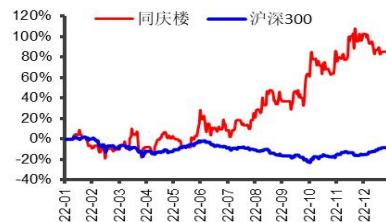
分析师：魏红梅
 SAC 执业证书编号：
 S0340513040002
 电话：0769-22119462
 邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：邓升亮
 SAC 执业证书编号：
 S0340121050021
 电话：0769-22119410
 邮箱：
 dengshengliang@dgzq.com.cn

主要数据 2023年1月20日

收盘价(元)	34.02
总市值(亿元)	88.45
总股本(亿股)	2.60
流通股本(亿股)	0.82
ROE(TTM)	7.69%
12月最高价(元)	38.1
12月最低价(元)	15.01

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **公司是国内餐饮宴会领先企业。**同庆楼是中国商务部首批认定的中华老字号餐饮企业，创立至今已有近百年历史。公司以同庆楼酒楼的大众餐饮业务为基础，逐渐发展出了宴会、酒店、食品、供应链等多个业务领域，目前已形成了餐饮、酒店、食品三大核心业务，实现多轮驱动业绩增长。疫情期间业绩仍较稳定，领先可比公司。
- **“餐饮+宴会”切入高增长婚宴赛道。**受中式正餐烹饪手法复杂、口味多样化等因素限制，中国餐饮市场规模庞大但集中度较低，竞争较为激烈，但我国婚宴赛道正处于高速增长阶段，随着经济增长与消费水平的提高，宴会酒店需求有望提升，竞争较少的宴会赛道有望跑出全国性宴会型酒店龙头。公司以同庆楼品牌为核心，探索“餐饮+宴会”模式，拥有以餐饮为核心、宴会为辅的同庆楼酒楼，以多功能宴会厅为核心、配有一定量的餐饮与客房的富茂酒店品牌，以及主打纯宴会、提供一站式配套服务的同庆楼宴会中心、玫瑰庄园、会宾楼、帕丽斯等宴会中心品牌。2017年至2019年公司大中型宴会餐饮收入占公司收入近三成，未来三年在建及待开业门店以大店为主，预计将为公司贡献较高业绩增速。
- **预制菜市场东风起。**我国预制菜市场发展相对落后，较美国、日本等发达国家仍有较高的提升空间，主要系早期餐饮结构对预制菜需求较小。参照美、日发展路径，随着我国人口结构变化，一人户、二人户比例持续扩大，预计省时省力的预制菜需求将逐渐增长。新冠疫情爆发后，公司线下餐饮门店受到疫情冲击，积极开展预制菜业务自救，推出了速冻面点、自热饭、臭鳜鱼、腊味、名厨名菜等五大系列，2022年开发丸子系列、酸菜系列、红烧系列、鱼系列、虾系列等新品，食品业务收入快速增长。此外，公司积极推动食品销售。通过入驻天猫、京东等电商平台及签约品牌超市、便利店，已初步形成线上零售、线下商超自营+代理、同庆楼大型酒楼门店销售“三位一体”的立体式销售路径。
- **投资建议：**预计公司2022-2023年每股收益分别为0.56元和0.96元，对应估值分别为61.24倍和35.33倍。公司是国内外徽菜龙头之一，以餐饮为核心切入高增长的宴会和预制菜赛道，稳扎稳打开拓国内市场，有多个大店在建，成长可期，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**消费疲软、新冠散点疫情反复、门店开业不及预期、竞争加剧等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
 请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司是国内餐饮宴会领先企业	4
1. 1 百年老字号换新颜	4
1. 2 餐饮宴会为基，多业务并驾齐驱	5
1. 3 公司业绩稳定性领先可比公司	6
1. 4 股权集中稳定	8
2. 餐饮需求稳步增长，同庆楼模式有望走向全国	9
2. 1 民以食为天，餐饮行业规模有望稳步增长	9
2. 2 餐饮行业集中度极低，具备跑出全国连锁餐饮企业的潜力	10
2. 3 公司餐饮业务具有可复制性，有望逐步扩张	12
3. 婚庆等消费增长，一站式服务切入宴会赛道	16
3. 1 婚庆市场快速增长	16
3. 2 一站式服务与高性价比定位切入宴会赛道	18
4. 设立食品部门，积极应对疫情冲击	20
4. 1 预制菜市场迎东风	20
4. 2 积极布局预制菜，多渠道变现私域流量	21
5. 投资策略	23
6. 风险提示	24

插图目录

图 1：公司各项业务收入构成（亿元）	6
图 2：公司 2017-2019 年细分业务收入构成（%）	6
图 3：公司营业总收入及同比增速（亿元， %）	7
图 4：公司归母净利润及同比增速（亿元， %）	7
图 5：可比公司营业总收入（亿元）	7
图 6：可比公司归母净利润（亿元）	7
图 7：公司毛利率与净利率（亿元）	7
图 8：公司费用率（%）	7
图 9：公司分地区销售收入（亿元）	8
图 10：公司分地区毛利率（%）	8
图 11：餐饮收入与同比增速（亿元， %）	9
图 12：限额以上餐饮收入与同比增速（亿元， %）	9
图 13：餐饮收入与 GDP（亿元）	9
图 14：餐饮收入与城镇居民人均可支配收入（亿元， 元）	9
图 15：2021 年中国人均年餐饮金额对比其他国家（美元）	10
图 16：2020 年中国餐饮市场细分市占率（%）	10
图 17：2021 年中国餐饮行业占比（%）	10
图 18：2021 年中国餐饮连锁化率对比美、日（%）	11
图 19：2021 年中国连锁餐饮 CR5 对比美、日（%）	11
图 20：美团餐饮品类连锁化率走势（%）	11
图 21：公司部分招牌菜展示	12
图 22：公司餐饮门店在所在地区人均消费（元）	13
图 23：同庆楼门店好评度较高	13
图 24：公司统一配送原料占比有所提高	14
图 25：公司分区域门店配送方式	14

图 26: 新派徽菜头部品牌之一的小菜园门店分布	14
图 27: 同庆楼新餐饮品牌	15
图 28: 全国结婚登记数自 2014 年起逐步下滑	16
图 29: 全国出生人口近年来快速下滑	16
图 30: 中国婚庆市场规模快速增长	16
图 31: 2021 年中国消费者婚礼类型偏好	17
图 32: 2021 年中国婚礼形式占比	17
图 33: 2016 年对比 2020 年平均结婚消费 (万元) (%)	17
图 34: 2021 年中国婚礼预算情况	17
图 35: 2021 年结婚群体年龄分布 (%)	17
图 36: 城镇居民人均消费性支出 (元)	17
图 37: 婚礼主要环节与痛点	18
图 38: 90 后新人倾向于可以信赖、一站式的婚礼消费	18
图 39: 95 后追求管家式服务	18
图 40: 同庆楼定制宝宝百日宴	19
图 41: 同庆楼定制场景	19
图 42: 预制菜市场规模及预测 (亿元, %)	20
图 43: 2021 年人均预制菜消费量 (kg/年)	20
图 44: 消费者购买预制菜的目的	20
图 45: 中国平均家庭户规模	20
图 46: 公司预制菜体系已覆盖常见类型及价格带	21
图 47: 预制菜行业消费结构	22
图 48: 日本预制菜市场销量占比 (%)	22

表格目录

表 1: 公司发展历程	4
表 2: 公司获得多项荣誉	5
表 3: 公司设立五大事业部	5
表 4: 公司前五大股东 (截至 2022 年 Q3 末)	8
表 5: 公司盈利预测简表 (2023/1/20)	23

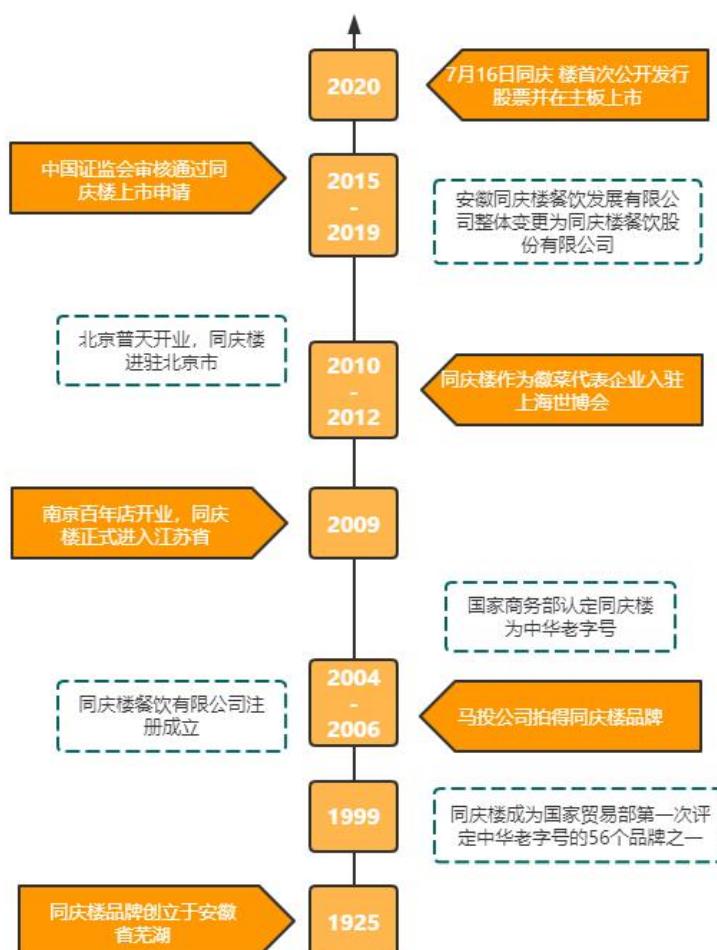
1. 公司是国内餐饮宴会领先企业

公司是徽菜正餐代表企业之一。公司“同庆楼”品牌创立于 1925 年，是以中国八大菜系之一的徽菜特色菜为核心、以“好吃不贵、有面子”为经营理念，主打大众餐饮的中餐正餐酒楼连锁企业，位列中国饭店协会《2020 中国徽菜餐饮品牌 TOP30 榜单》第一名，已成为传统徽菜正餐代表企业之一。公司拥有传承近百年的品牌历史文化和解放前同庆楼分店已遍及北京、南京、武汉、芜湖等多个城市，是获得国家正式认定的中华老字号餐饮企业。

1.1 百年老字号换新颜

公司是徽菜老字号，拥有近百年历史。公司拥有的“同庆楼”品牌自 1925 年于安徽芜湖创立至今已有近百年历史，2004 年马投公司拍得同庆楼商标，注册设立安徽同庆楼餐饮发展有限公司，将同庆楼品牌引入安徽合肥，其后同庆楼门店开启快速扩张阶段。2009 年 12 月，南京百年开业，同庆楼进驻江苏省；2010 年，同庆楼作为徽菜代表企业入驻上海世博会；2012 年 12 月，同庆楼北京普天店开业，公司业务拓展至北京市。2015 年，同庆楼有限整体变更为股份有限公司，同庆楼于 2020 年在主板完成上市。

表 1：公司发展历程



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

公司是安徽、江苏两省知名餐饮宴会企业，获得过多项荣誉。同庆楼品牌传承近百年，于 1999 年成为国内贸易部第一次评定中华老字号的 56 个品牌之一，2006 年国家商务部发布第一批中华老字号名单，同庆楼同样位列其中。自 2011 年以来，同庆楼连续位列中国烹饪协会发布的中国餐饮(含国内外快餐)百强企业榜单。截至 2022 年二季度末，同庆楼拥有直营门店 62 家，包括 40 家同庆楼酒楼、7 家婚礼会馆、2 家富茂酒店及 13 家新品牌门店，门店主要分布在安徽、江苏等地。

表 2：公司获得多项荣誉



食品安全管理创新优秀案例



中国餐饮业知名正餐品牌



2014年度中国十大正餐品牌



商务部认定同庆楼为中华老字号



食品安全诚信示范单位



中国餐饮百强企业

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.2 餐饮宴会为基，多业务并驾齐驱

以餐饮宴会为核心，逐步完善业务生态。同庆楼以大众餐饮业务为基础，逐渐发展出了宴会、酒店、食品、供应链等多个业务领域，目前已形成了餐饮、酒店、食品三大核心业务，实现多轮驱动业绩增长。2020 年公司新成立了餐饮事业部、婚礼事业部、新餐饮事业部、宾馆事业部、食品事业部等五大事业部，由专业团队分别负责各业务运营。

表 3：公司设立五大事业部

新设事业部	主要品牌、产品	定位
餐饮事业部	同庆楼品牌	大众聚餐、家庭聚餐、商务宴请、宴会服务
婚礼事业部	帕丽斯艺术中心、同庆楼宴会中心	主攻宴会市场，门店专门经营婚礼喜宴和各种宴会，以宴会厅为主，很少配备包厢

新餐饮事业部	大鮨寿司、符离集、同庆小笼、同庆楼鲜肉大包等众多子品牌	快速孵化子品牌，复制成熟品牌
宾馆事业部	富茂 Fillmore 品牌	在同庆楼大型餐饮和宴会业态中配套以一定数量的客房，工作日主要接待会议，节假日接待宴会以及满足住宿需求，打造高性价比的酒店新模式，并以富茂品牌进行管理输出
食品事业部	臭鳜鱼等多款名厨菜、速冻小笼包、速冻大肉包等的预制菜及自热米饭类产品	凭借“同庆楼”的品牌优势，充分利用各门店所聚集的线下客流，通过线上商城等渠道转化私域流量并销售食品、原料及半成品完成变现，带动公司销售增长

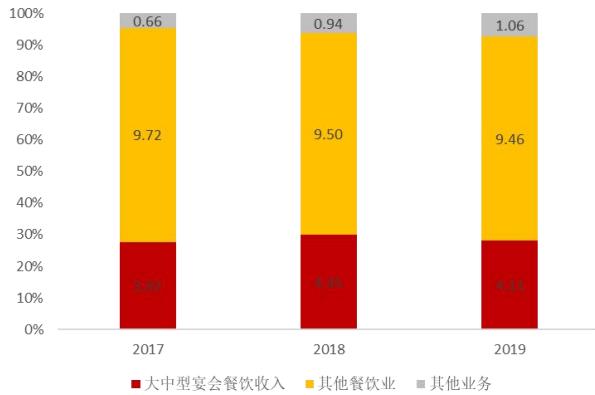
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

餐饮及宴会业务为公司收入核心，食品等新业务快速发展。公司收入核心为餐饮业收入，2021年公司餐饮业收入达14.48亿元，同比增长22.71%，占公司营业总收入的90.05%；宴会服务等其他业务收入快速增长，2021年同庆楼其他业务收入为1.61亿元，同比增长38.79%，占公司营业总收入的9.95%。从细分业务来看，2017年至2019年公司收入结构相对稳定，2019年公司大中型宴会餐饮收入、其他餐饮业收入、其他业务收入分别为4.11亿元、9.46亿元、1.06亿元，分别占营业总收入的28.09%、64.66%、7.25%。公司于疫情期间增设食品部门，通过线上商城等渠道打造数字化零售业务。凭借公司各门店多年来所聚集的私域流量，食品业务快速增长，2021年食品业务初创当年即实现食品销售收入1511.25万元，截至2022年上半年公司食品业务实现销售收入3797.5万元，食品业务收入快速增长，有望成为公司营收新的增长点。

图1：公司各项业务收入构成（亿元）



图2：公司2017-2019年细分业务收入构成（%）



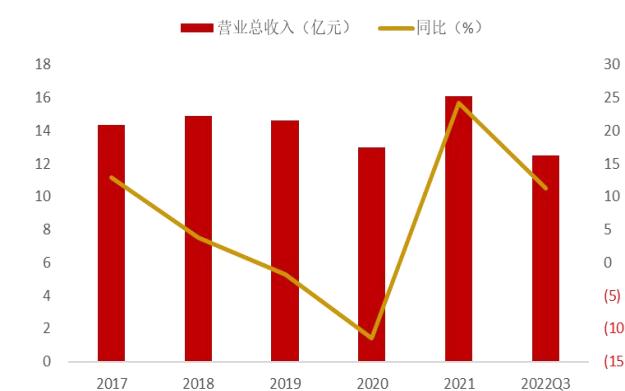
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

1.3 公司业绩稳定性领先可比公司

公司营收稳定，业绩受疫情影响承压。公司作为餐饮企业，营收较为稳定，营收增长主要来源于新开门店。公司2017年后营收增速放缓，主要与公司调整门店战略、新增门店数量下降有关。近年来公司关闭部分小型新餐饮门店，发力大型宴会酒店市场，目前有多个富茂系列酒店在建，预计随着餐饮业复苏后，公司业绩有望回归快速增长。受新冠疫情冲击，公司归母净利润连续三年下滑，截至2022年三季度，公司实现归母净利润0.88亿元，同比增长10.41%。对比其他A股餐饮上市公司，疫情期间公司维持盈利，业绩远远领先可比公司。公司在疫情影响扩大的情况下实现前三季度盈利增长，预计疫情期间积压的大量婚宴订单将推延至2023年释放，业绩有望快速回升。

图 3：公司营业总收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 5：可比公司营业总收入（亿元）

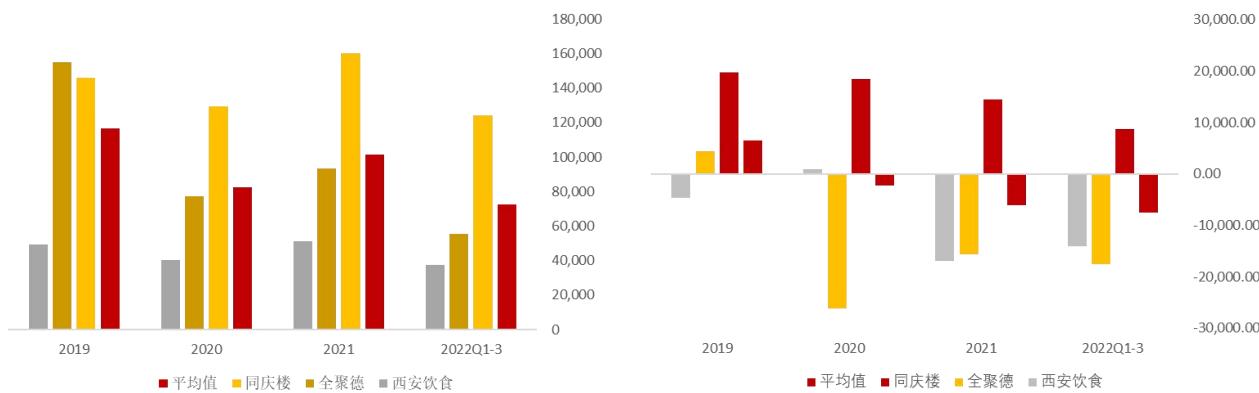
图 4：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

图 6：可比公司归母净利润（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

公司盈利能力稳定。2017年至2021年，公司毛利率分别为55.83%、56.09%、55.09%、54.77%、21.09%，其中2021年公司按照国家规定开始执行新收入准则，导致毛利率大幅下滑，按旧口径核算的毛利率为53.93%，较2019年同期仅下滑0.62个百分点，疫情期间毛利率仍稳定。费用方面，公司费用整体较为稳定，2021年按旧口径计算的费用较2019年增长1.29亿元，主要系新开业7家门店导致费用增长。从净利率来看，2017年至2021年公司净利润分别为11.08%、13.45%、13.51%、14.28%、8.96%，受疫情冲击较小。

图 7：公司毛利率与净利率（亿元）

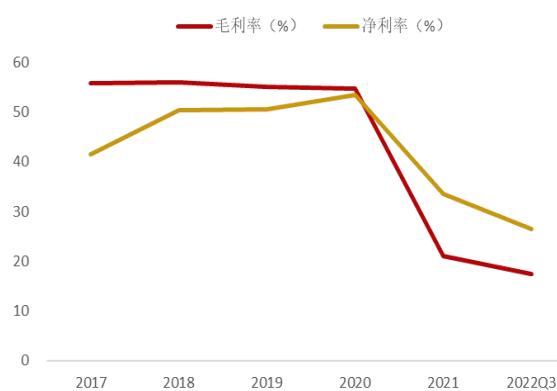
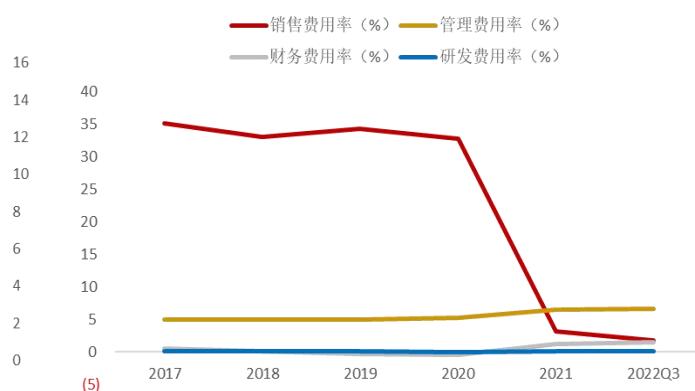


图 8：公司费用率（%）



资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

步步为营深耕安徽、江苏两省。公司深耕安徽和江苏地带，安徽及江苏两省门店为公司供需主要收入来源。2021年，公司安徽省内、省外地区销售收入分别为8.85亿元、5.63亿元。受公司自建中央厨房供应链及安徽、江苏两省口味相近等因素影响，公司在安徽省内与省外毛利率接近，外省扩张受影响较小，有望逐渐扩大长三角地带布局。

图 9: 公司分地区销售收入（亿元）

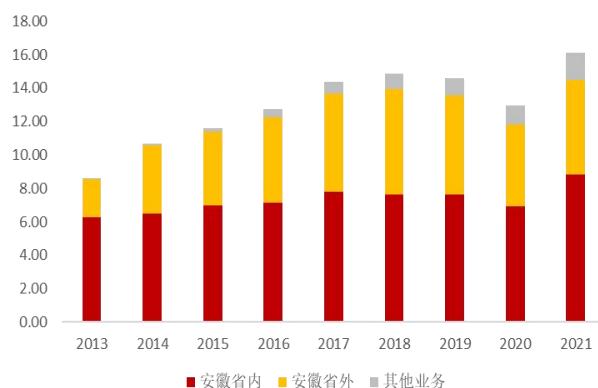
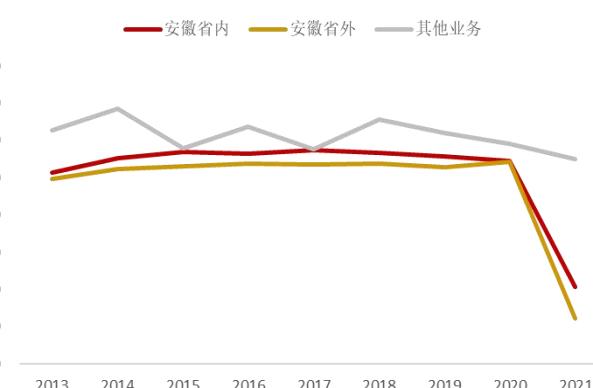


图 10: 公司分地区毛利率 (%)



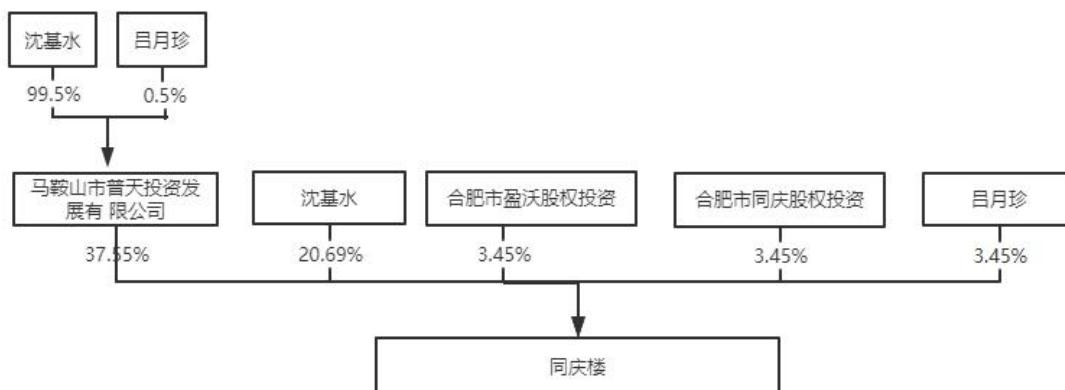
资料来源: wind, 东莞证券研究所

资料来源: wind, 东莞证券研究所

1.4 股权集中稳定

公司创始人持股比例较高，股权架构合理稳定。公司系私有民营企业，控股股东及实际控制人为沈基水、吕月珍夫妻，其分别直接持有同庆楼餐饮股份公司20.69%股份、3.45%股份，并通过控制马鞍山市普天投资发展有限公司间接控制同庆楼餐饮股份公司37.55%股权。实控人沈基水、吕月珍夫妻通过直接持有与马投公司间接持有同庆楼餐饮公司股份超61.69%，持股结构集中稳定。此外同庆投资与盈沃投资均为由实控人控制的公司员工持股平台，在加强实控人控制稳定的同时激励高管和大厨留任，保持核心员工稳定。

表 4: 公司前五大股东（截至 2022 年 Q3 末）



资料来源: ifind, 天眼查, 东莞证券研究所

2. 餐饮需求稳步增长，同庆楼模式有望走向全国

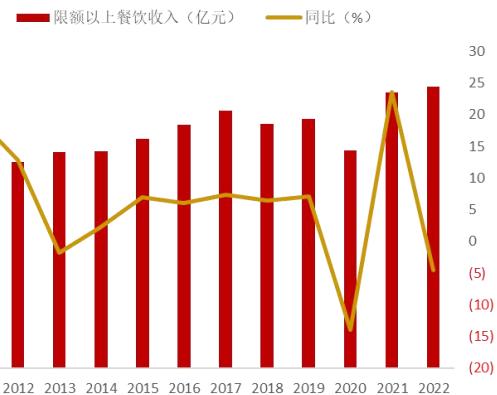
2.1 民以食为天，餐饮行业规模有望稳步增长

疫情前我国餐饮市场规模稳步增长。我国餐饮市场稳步增长，截至 2019 年，我国餐饮收入共计 46721 亿元，十年 CAGR 为 11.43%。2020 年以来新冠疫情对餐饮业造成较大冲击，2020、2021、2022 年餐饮收入分别为 39527 亿元、46895 亿元、43941 亿元，分别为 2019 年的 84.6%、100.37%、94.05%，疫情影响时间相对较短的 2021 年餐饮收入已基本持平 2019 年。限额以上餐饮企业收入自 2013 年起增速放缓，但在新冠疫情冲击下逆势增长，2021 年限额以上餐饮收入同比增长 23.5% 至 10434 亿元，2022 年为 10650 亿元，超越疫情前。

图 11：餐饮收入与同比增速（亿元，%）



图 12：限额以上餐饮收入与同比增速（亿元，%）



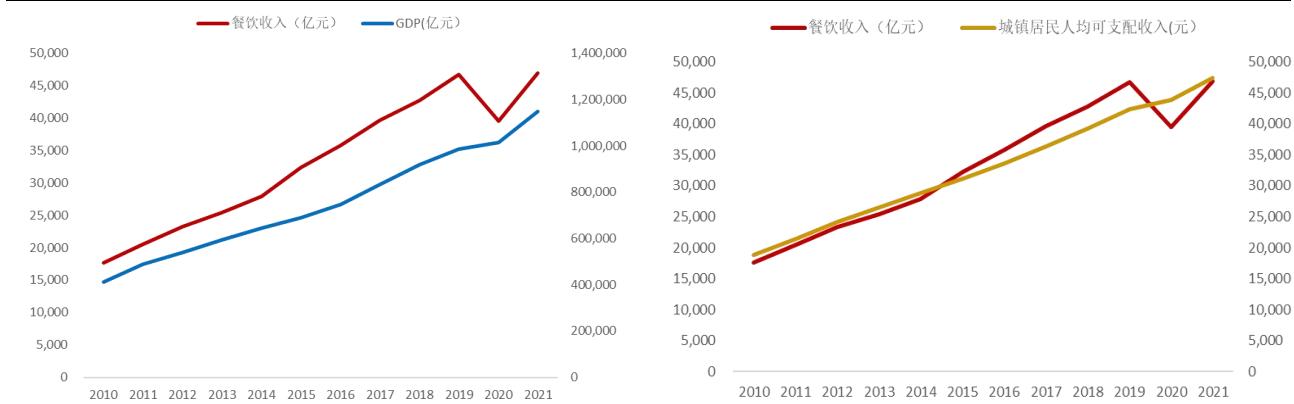
资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

我国餐饮收入与 GDP 和收入水平高度相关。我国餐饮收入增长趋势与宏观经济发展趋同，受 GDP 及人均可支配收入影响较大。2010 年至 2021 年餐饮收入与 GDP 及城镇居民人均可支配收入的相关性分别为 96.53%、97.10%，餐饮收入与二者高度相关。新冠疫情爆发对餐饮收入产生较大冲击，2020 年全国餐饮收入为 39527 亿元，同比下降 15.4%。但 GDP 与人均收入并未明显下滑，我们认为中国餐饮需求并未下降，而是被新冠防控要求阻碍了餐饮需求的释放。2021 年全国餐饮收入为 46895 亿元，同比增长 18.64%，超越 2019 年水平，当疫情受控后餐饮需求释放带动收入快速反弹。2022 年 12 月“新十条”及新冠“乙类乙管”发布后，国内防控要求基本取消，预计在短期全国新冠疫情高峰后，餐饮需求将全面释放，餐饮收入有望恢复增长。

图 13：餐饮收入与 GDP（亿元）

图 14：餐饮收入与城镇居民人均可支配收入（亿元，元）

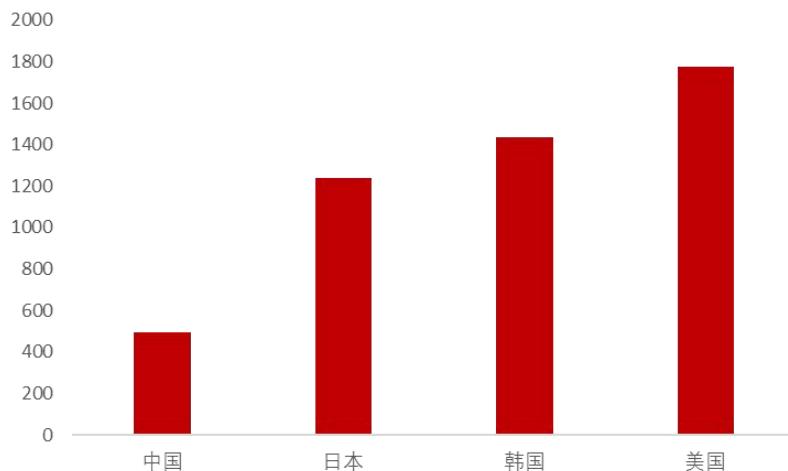


资料来源: iFind, 东莞证券研究所

资料来源: iFind, 东莞证券研究所

中国人均餐饮消费相较其他国家仍有较大差距。我国餐饮业规模庞大，但人均餐饮消费金额相对发达国家仍有较大提升空间。2021年我国人均年餐饮金额约496美元，而日本、韩国、美国人均年餐饮金额分别为1241美元、1433美元、1778美元，较我国人均水平分别高1.5倍、1.9倍、2.6倍。随着我国城镇化率的提高，人均餐饮消费金额有望逐渐增长。

图 15: 2021 年中国人均年餐饮金额对比其他国家（美元）



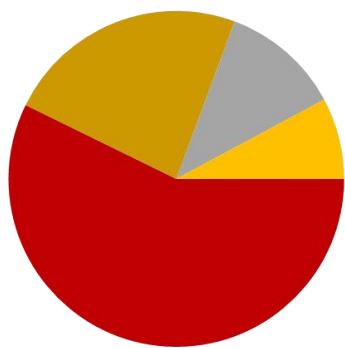
资料来源: 国家统计局, 欧睿咨询, 世界银行, 普华永道, 东莞证券研究所

2.2 餐饮行业集中度极低，具备跑出全国连锁餐饮企业的潜力

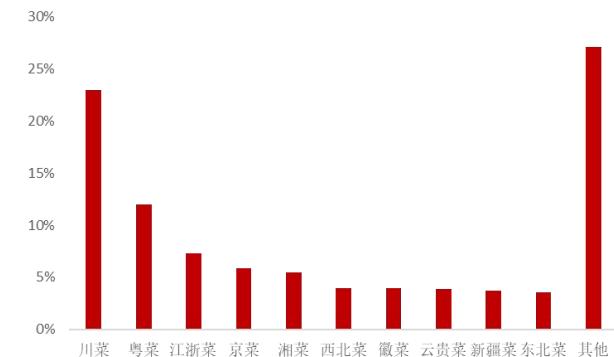
餐饮行业细分赛道较多，地域性明显。我国地广物博，不同地域的环境物产衍生出不同的口味特色，催生了不同餐饮形式与菜系的出现。我国餐饮市场主要有中餐正餐、火锅、西餐、团餐、快餐、日料及其他不同的细分种类，其中中餐份额最大，约占中国餐饮市场的78.3%。但细分来看，中餐正餐中派系繁多，除了口味偏辣具有成瘾性的川菜外，其余菜系占比较为接近。

图 16: 2020 年中国餐饮市场细分市占率 (%)

图 17: 2021 年中国餐饮行业占比 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

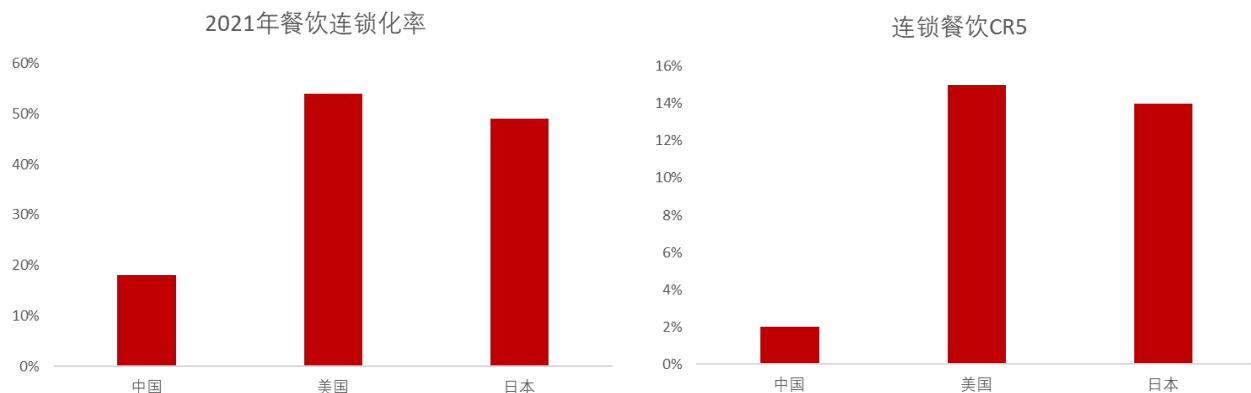


资料来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

中国餐饮业连锁化率较低，仍有跑出全国连锁龙头的空间。口味的地域性与中餐复杂多样的烹饪方式导致中餐正餐较难实现标准化、连锁化。2021 年中国餐饮连锁化率约为 18%，而美国、日本的餐饮连锁化率分别为 54%、49%。此外，中国餐饮企业跑出的全国性连锁龙头较少，2021 年中国连锁餐饮企业 CR5 为 2%，远低于美国的 15%、日本的 14%，仍有较大的提升空间。

图 18：2021 年中国餐饮连锁化率对比美、日 (%)

图 19：2021 年中国连锁餐饮 CR5 对比美、日 (%)

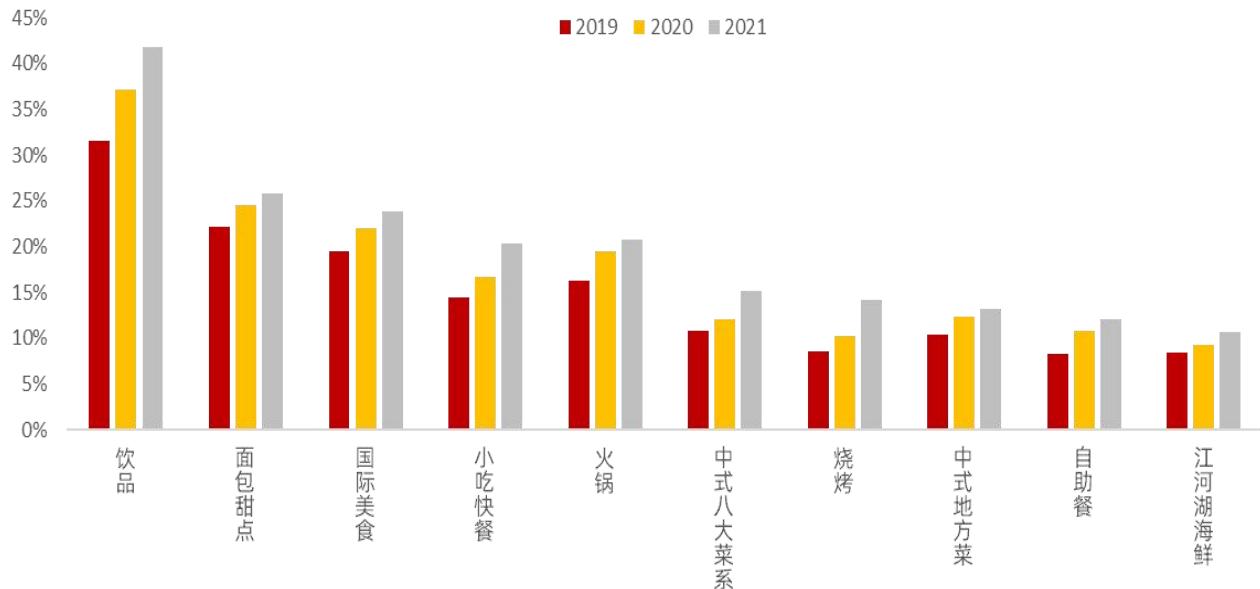


资料来源：中国连锁经营协会，东莞证券研究所

资料来源：中国连锁经营协会，东莞证券研究所

中餐八大菜系近三年连锁化率快速提升。分品类来看，标准化程度越高的餐饮品类连锁化程度越高。中餐中，目前仅有火锅、茶饮、烘焙、麻辣烫、快餐及部分主打单品的企业能够凭借高标准化实现全国连锁布局。近三年我国餐饮各细分品类连锁化率均快速提升。中餐八大菜系 2019 年至 2021 年连锁化率分别为 10.8%、12%、15.2%，连锁化率快速提升，主要系新冠疫情导致部分单体餐厅门店闭店。长期来看，预计随着我国餐饮企业标准化程度提升，餐饮连锁化率有望逐步提升，对消费者的培育有望增加连锁餐饮企业市占率。

图 20：美团餐饮品类连锁化率走势 (%)



资料来源：美团，东莞证券研究所

2.3 公司餐饮业务具有可复制性，有望逐步扩张

大众类餐饮定位符合广大食客口味。公司餐饮宴会业务核心的同庆楼以徽菜为主，徽菜又以“咸鲜”为主调，符合全国大部分食客的口味。公司菜式多样化，经营多种菜系，主要有徽菜、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，打破徽菜地域性限制。公司目前门店集中在安徽、江苏两省，在建门店则扩张至北京、上海等地，稳扎稳打。预计公司多样化的菜式不会限制门店扩张，长三角地带供应链及知名度稳固后有望走向全国。

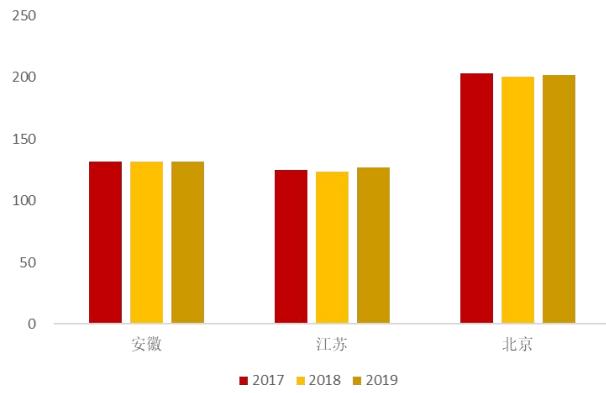
图 21：公司部分招牌菜展示



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司招牌已建立起“好吃不贵”的消费者认知。公司同庆楼门店以“好吃不贵有面子”为特色建立消费者认知。2017年至2019年，公司在不同省市的餐饮门店人均消费基本持平，2019年安徽、江苏、北京地区人均消费分别为131.5元、127元、201.8元，定位中高档大众餐饮。公司注重门店管理，在维持中高端价格带的同时保持门店较高好评率，旗下大部分同庆楼门店在大众点评获得4.5分以上的评分，已在安徽、江苏两省建立了“好吃不贵有面子”的消费者认知。

图 22：公司餐饮门店在所在地区人均消费（元）



资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

图 23：同庆楼门店好评度较高



资料来源：大众点评，东莞证券研究所

餐饮事业部单独管理，中央厨房模式确保品质稳定。公司设立餐饮事业部主要运营同庆楼品牌，规范化管理餐饮门店。此外，公司采用中央厨房集中处理确保刀工等预处理部分的质量输出稳定，标准化、规范化亨饪流程确保菜品出菜质量合格。

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，进行规范包装及分拣，全过程冷链配送至所需门店，实现连锁门店主要菜品的标准化、流程化，确保菜肴品质的稳定。

自建供应链保障菜品稳定，降低成本。公司搭建了原料加工及配送基地，通过与原产地供应商合作，在原材料的产出期和捕捞期大规模收购原料，通过冷链技术锁鲜，在提高原料质量的同时大幅度降低原料成本。大宗和重要物资由公司统一询价、集中采购主要由公司总部集中采购，冷链运输配送至各酒店，确保门店供应稳定，零星物资由公司驻点采购人员就近采购。预计疫情高峰期结束后，餐饮需求回归稳定，后续疫情冲击相对较小，且婚宴多为提前预定，公司自建供应链能保证各门店供应稳定，有效稳定出菜品质，降低成本。

图 24：公司统一配送原料占比有所提高

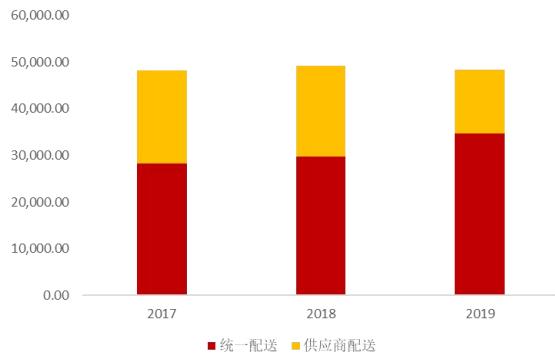
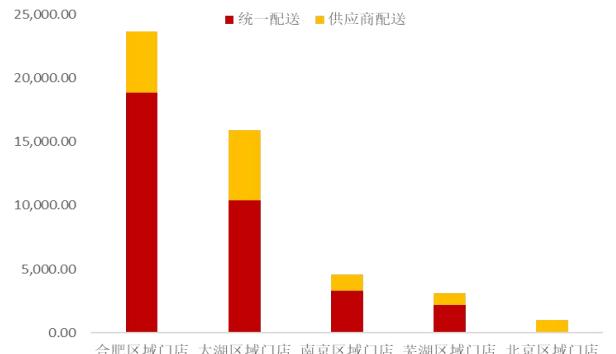


图 25：公司分区域门店配送方式

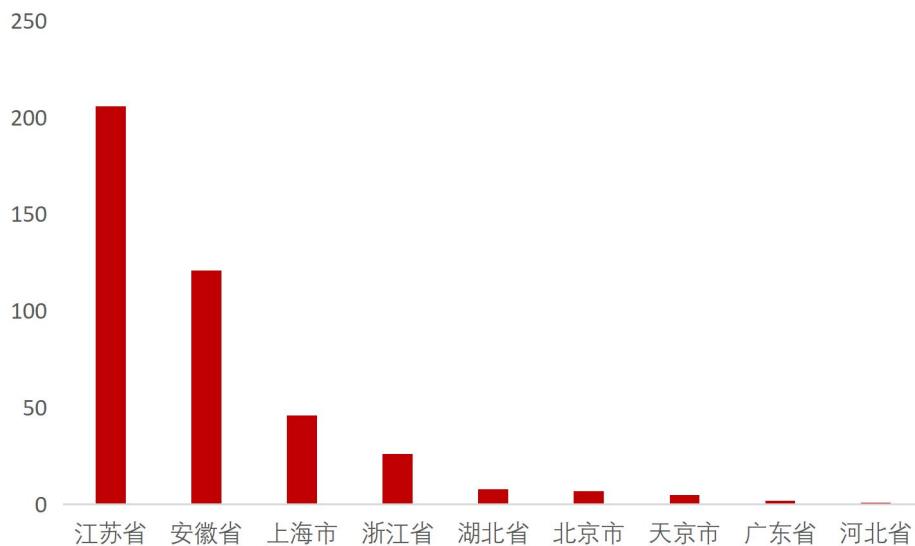


资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

稳扎稳打，由城到省。根据窄门餐眼数据，公司已开业同庆楼门店 47 家，集中在安徽与江苏省。公司预计将于 2023 年新开 5-10 家门店，2024 年开始公司餐饮、宾馆门店将全面进入拓展的快车道。同样作为徽菜头部品牌的小菜园是新派徽菜的代表，自 2013 年成立至今，小菜园目前已在北京、上海、安徽、江苏、浙江、湖北、广东等地区的 98 座城市拥有 438 家直营门店，成功让徽菜布满长三角地带并走向全国，证明徽菜菜系特色并不会产生严重的地域限制，公司餐饮门店有望逐渐铺开。

图 26：新派徽菜头部品牌之一的小菜园门店分布



资料来源：小菜园官网，窄门餐眼，东莞证券研究所

公司积极探索新餐饮形式。公司设立新餐饮事业部，持续推出餐饮子品牌并孵化成熟品牌以增加餐饮收入。公司新餐饮均有明确定位及主打的特色菜式，如大班海鲜肥牛火锅定位高端火锅品牌，以海鲜和精品牛肉为主打，搭配照招牌菌汤锅底，强调食材本身的鲜美；符离集品牌定位为皖北民间菜，主打中国四大名鸡之一的符离集烧鸡；针对家庭客群推出中等价位的鸿章砂锅品牌，主打合肥名菜“李鸿章大杂烩”；推出主打同庆楼特色小笼包的同庆小笼品牌和主打鲜肉大包的同庆楼鲜肉大包品牌，专注包点面食。此外，同庆楼亦开设了庆小粤早午茶品牌、大鮨寿司品牌、派尔蒙特披萨及阿摩娜葡萄牙海鲜烧烤等特色餐饮品牌，不断探索新餐饮形式，致力于为公司打造新的增长引擎。

图 27：同庆楼新餐饮品牌



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

3. 婚庆等消费增长，一站式服务切入宴会赛道

3.1 婚庆市场快速增长

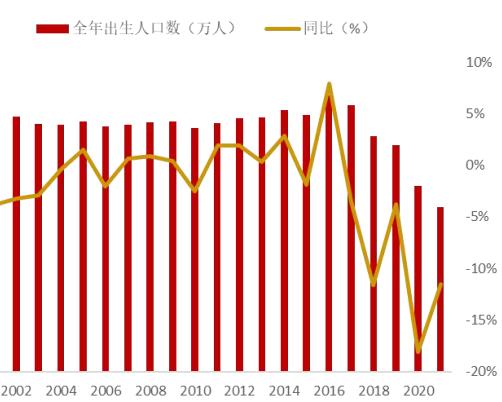
结婚人数下滑不改婚庆市场快速增长趋势。我国生育政策变化引致人口波动变化，2014年起我国结婚登记人数快速下滑，2014年至2021年结婚登记人数从1306.7万对下降至764.3万对，CAGR为-7.4%。相应的，2017年起我国出生人口也出现断崖式下降，2016年我国全年出生人口数达1786万人，2021年仅为1062万人。大众宴会需求中核心的婚宴和满月宴、百日宴等需求大幅下降。但社会经济的快速发展，人民收入及消费水平的提高，带动我国婚庆消费水平快速提升。2016至2019年我国婚庆市场规模分别为11206亿元、14623亿元、18230亿元、21120亿元，CAGR为23.52%。

图 28：全国结婚登记数自 2014 年起逐步下滑



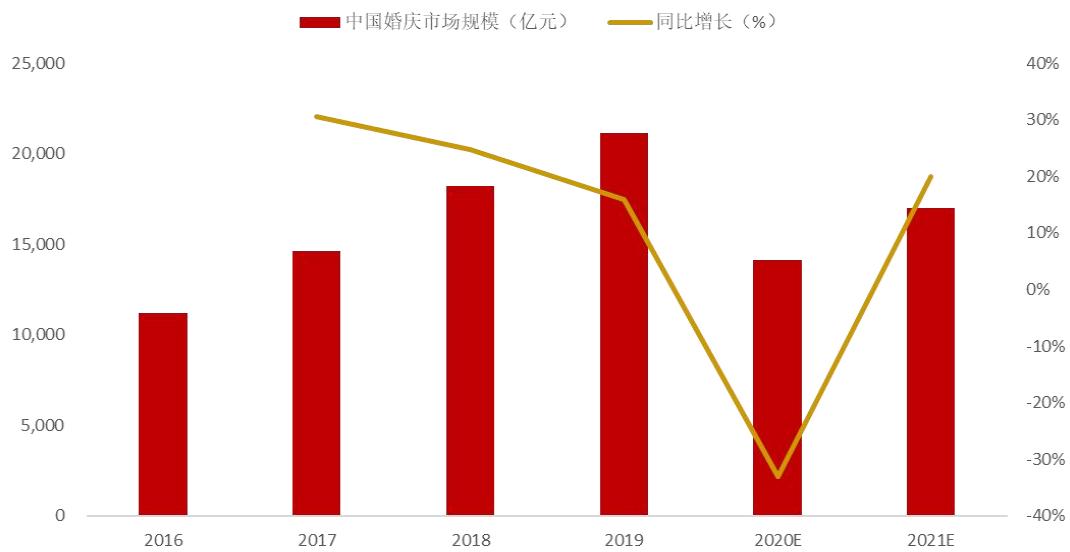
资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 29：全国出生人口近年来快速下滑



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 30：中国婚庆市场规模快速增长

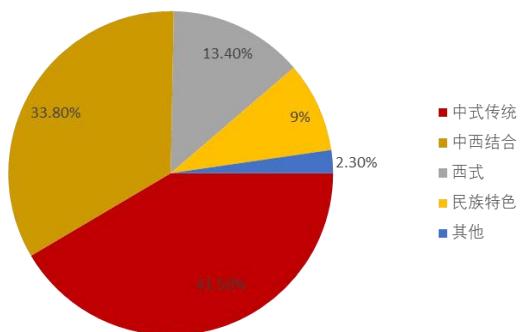


资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

婚礼需求个性化、多样化。随着国人消费能力的增长与受西方文化影响更重的一代人成为主要适婚人群，西式婚礼及特色婚礼需求逐渐成长，婚礼选择及环节、道具等呈多样化发展，催生了旅行婚礼、草坪婚礼等特色婚礼需求。2021年中国消费者对婚礼类型较为偏好中式传统，但中西结合式婚礼 33.8% 占比已接近中式传统婚礼 41.5% 的占比，纯

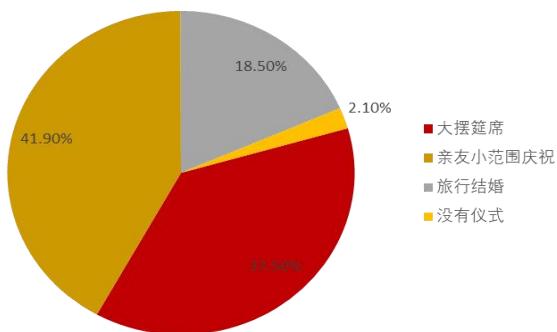
西式婚礼占比为 13.4%，民族特色婚礼占比为 9%。Z 世代人群的婚庆消费观念相比传统婚庆观念亦出现明显变化。2021 年中国消费者婚礼形式中，传统的摆筵席形式占比约 37.5%，41.9% 的消费者偏好与亲朋好友小范围摆酒庆祝，更有约 18.5% 的消费者选择以旅行结婚的方式庆祝。

图 31：2021 年中国消费者婚礼类型偏好



资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

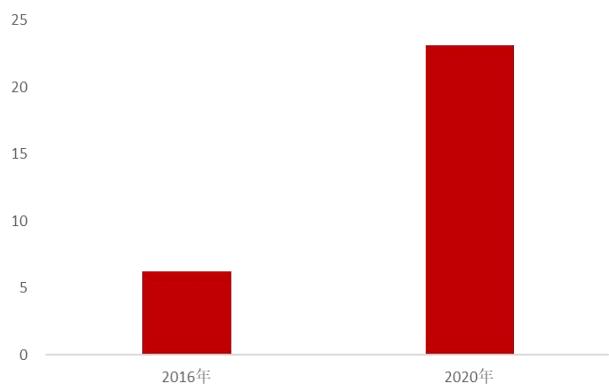
图 32：2021 年中国婚礼形式占比



资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

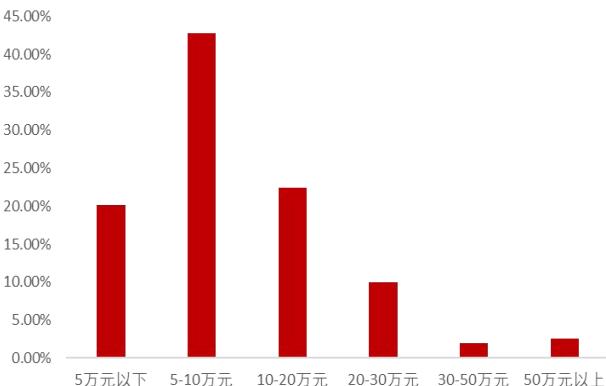
特色婚礼需求提升婚庆消费。逐渐多样化、个性化的婚礼形式对促进了婚庆消费的增长。相较传统婚礼，现代中西融合的婚礼形式环节更多、花费更高，消费者对婚礼的重视也提高了婚礼的预算水平，从 2016 年至 2020 年，中国平均每对新人婚庆消费增长 3.7 倍至 23.1 万元。尽管新增结婚登记数逐年下降，但 90 后“独生子女”们成为适婚人群，人均消费水平持续增长，双方家庭合力下婚礼预算大幅增加。2021 年，中国消费者婚礼预算中，约 42.8% 的消费者愿意为婚礼花费 5-10 万元，约 22.4% 的消费者愿意花费 10-20 万元，而婚礼预算在 5 万元以下的消费者为 20.2%。

图 33：2016 年对比 2020 年平均结婚消费（万元）（%）图 34：2021 年中国婚礼预算情况



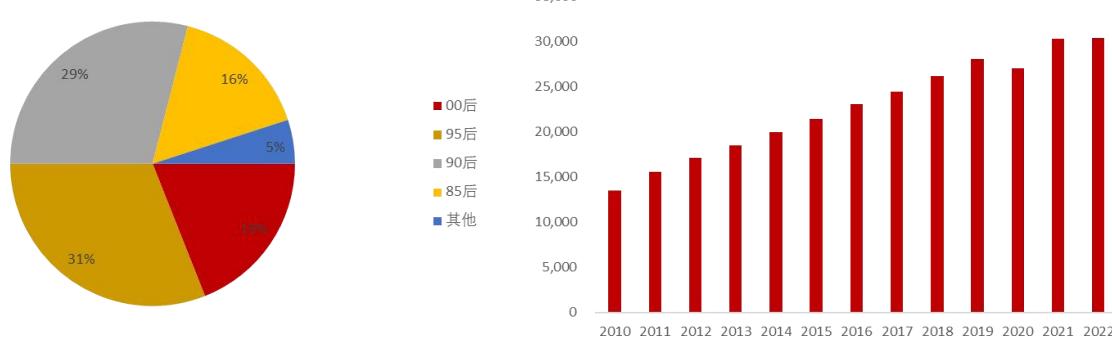
资料来源：婚礼纪，36 氪，东莞证券研究所

图 35：2021 年结婚群体年龄分布（%）



资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

图 36：城镇居民人均消费性支出（元）



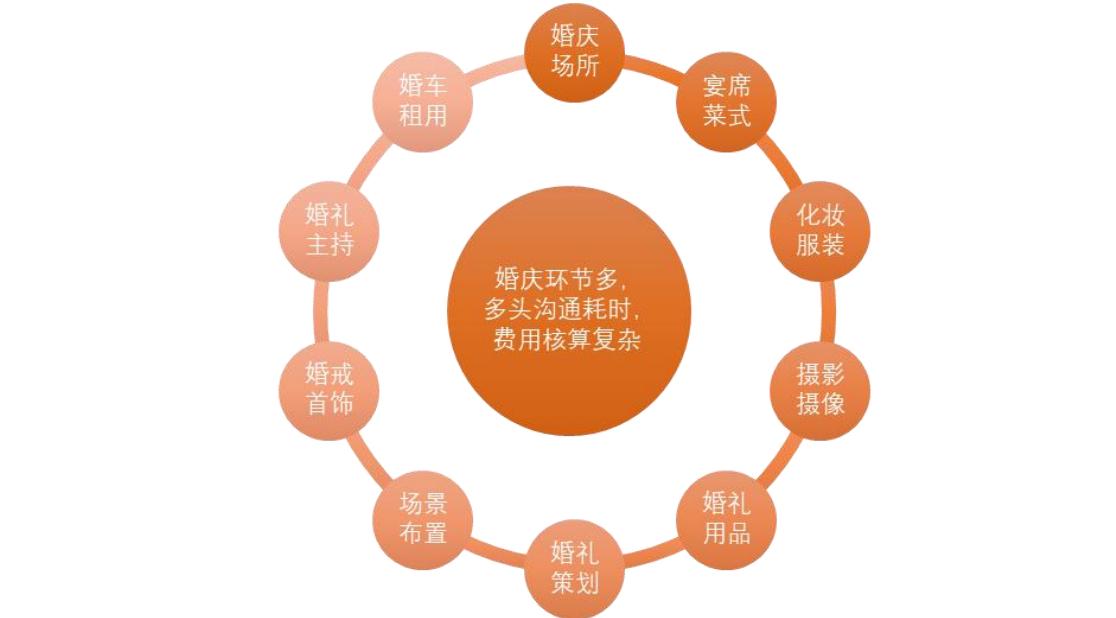
资料来源：婚礼纪，36氪，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

3.2 一站式服务与高性价比定位切入宴会赛道

一站式婚庆服务解决婚礼痛点。婚礼通常包括场地、宴席、服装、化妆、摄影摄像、主持、婚礼用品、策划、婚戒首饰、婚车等多个环节，流程较为复杂，费时费力。我国宴会市场处于相对早期阶段，消费者通常选择全服务型酒店提供的少量宴会厅作为宴请场地，并另外选择婚庆设计公司等作为配套服务提供方，但费用往往较高，一站式婚礼能有效解决婚礼痛点。

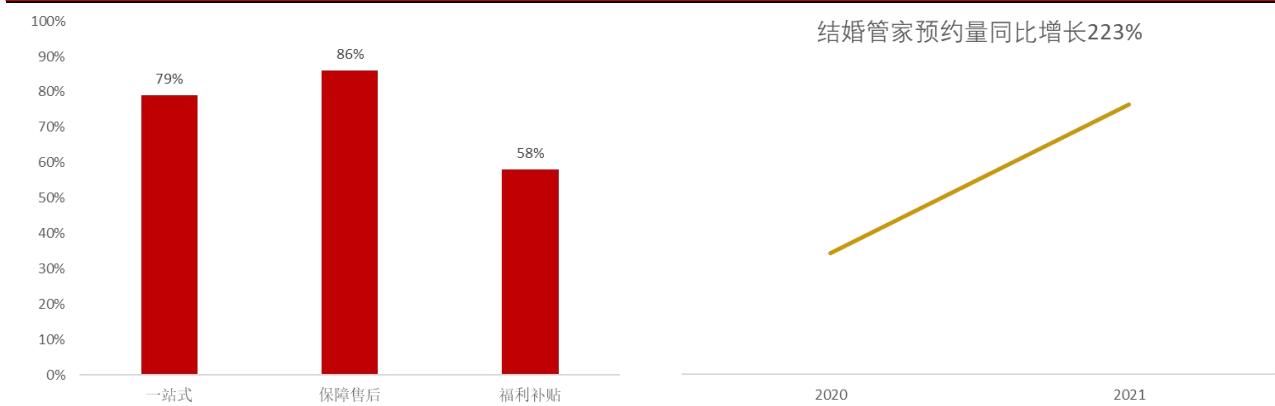
图 37：婚礼主要环节与痛点



资料来源：婚礼纪，东莞证券研究所

Z 世代消费者更倾向于选择一站式、定制化的特色婚宴体验。Z 世代消费者倾向于一站式、定制化的婚礼服务。根据婚礼纪报告，90 后新人更加重视婚礼服务，79% 的消费者关注一站式服务、86% 的消费者重视保障售后，而关注婚礼费用补贴等优惠的消费者约 58%。此外，2021 年婚礼纪结婚管家预约量同比增长 223%，表明 Z 世代消费者在婚礼中逐渐追求管家式服务，对一站式婚礼需求快速增长。

图 38：90 后新人倾向于可以信赖、一站式的婚礼消费 图 39：95 后追求管家式服务



资料来源：婚礼纪，东莞证券研究所

资料来源：婚礼纪，东莞证券研究所

同庆楼以一站式服务切入婚宴赛道。公司旗下同庆楼餐饮酒楼均设有一定数量的宴会厅，能够提供特色宴会服务。公司凭借多年婚庆经验，培养起了一批专业的婚庆设计、摄影摄像、主持人、化妆师团队，为宴会提供一站式配套服务，大大减少了高端宴请成本。此外，公司推出了宴会中心、帕丽斯婚礼艺术殿堂等宴会品牌，主打一站式宴会服务。公司婚宴价格带在 2099 元-3099 元每桌的价格带，以相对低廉的价格提供高端宴会体验。公司提出“有高兴事，到同庆楼”的口号，搭配帕丽斯婚礼艺术殿堂的知名网红打卡场景，塑造了同庆楼高端一站式婚礼宴请场所的形象，成功切入婚宴赛道。

图 40：同庆楼定制宝宝百日宴



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 41：同庆楼定制场景



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

创新打造富茂品牌，探索宴会型酒店市场。公司建立了宴会型酒店品牌“富茂”酒店，致力于提供一站式宴会及配套服务。富茂 Fillmore 品牌分为富茂大饭店、富茂花园酒店、富茂国际酒店三类。富茂大饭店为传统宴会型酒店，通常设有数个主题宴会厅并配以一定数量的酒店客房；富茂花园酒店在宴会型酒店的基础上配有超 1 万平方米的超大型户外草坪，设有多个一站式主题宴会厅及多功能厅，能够满足草坪婚礼等多方面宴会活动需求；富茂国际酒店系富茂饭店集团旗下奢华精品国际酒店品牌。

4. 设立食品部门，积极应对疫情冲击

4.1 预制菜市场迎东风

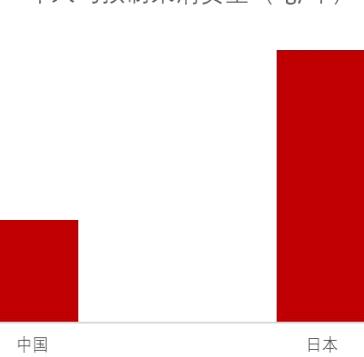
我国预制菜市场相对落后，有望快速增长。我国预制菜市场规模增长逐步提速，根据艾媒咨询报告，2021年我国预制菜市场规模为3459亿元，同比增长19.77%。2019年至2021年我国预制菜市场规模从2445亿元增长至3459亿元，CAGR为18.94%。但当前我国预制菜市场发展仍处于较早期阶段，受消费市场与冷链运输网络不成熟的影响，2021年我国人均预制菜年消费量为8.9公斤，而预制菜市场发展较为成熟的日本的人均预制菜年消费量为23.59公斤。预计未来五年我国预制菜市场将维持快速增长，根据艾媒咨询预测，至2026年我国预制菜市场规模有望突破万亿元，CAGR为25.39%。

图 42：预制菜市场规模及预测（亿元，%）



图 43：2021 年人均预制菜消费量（kg/年）

2021年人均预制菜消费量（kg/年）

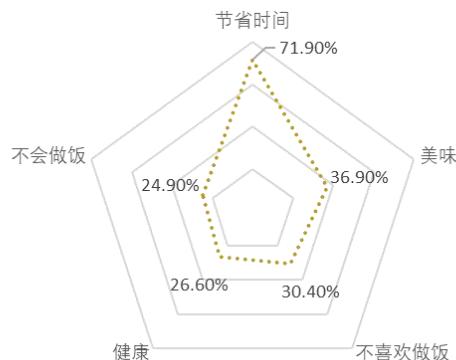


资料来源：艾媒咨询，中国连锁经营协会，东莞证券研究所 资料来源：Statista，东莞证券研究所

预制菜发展符合我国人口结构变化。预制菜主要分为经过清洗、分切等初步加工的即配食品；需要进行一定烹饪步骤才可食用的即享半成品；只需简单加热的即热食品；开封后可直接使用的即食食品。四大类预制菜均能有效缩短做饭时间，即配、即享类食品半成品相较外卖食品更容易被重视营养健康的消费者接受。根据艾媒咨询调查，购买预制菜的消费者中，节省时间、美味、不喜欢做饭、健康、不会做饭是主要原因，分别占比71.9%、36.9%、30.4%、26.6%、24.9%，节省时间是消费者购买预制菜的主要目的。而我国平均家庭户规模自2000年来整体呈缓慢下降趋势，至2020年平均每家庭户为2.62人，而2000年为3.39人。逐渐下降的家庭户规模代表单身、二口之家数量的增多，对做饭的便捷、美味等需求相应产生。高线城市中常见工作繁忙、交通耗时，能极大的缩短做饭时间、又相对外卖更健康的预制菜有望逐渐占领广大消费者心智。

图 44：消费者购买预制菜的目的

图 45：中国平均家庭户规模



资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

4.2 积极布局预制菜，多渠道变现私域流量

疫情期间趁势推出预制菜业务。新冠疫情爆发后，公司线下餐饮门店受到疫情冲击，积极开展预制菜业务自救。公司设立食品业务部，利用“同庆楼”中华老字号的品牌优势及多年来在餐饮服务中积累的渠道优势，通过食品加工中心加大半成品、食品的研发、开辟线上商城销售渠道。2021年，同庆楼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，在初创当年即实现食品销售收入1511.25万元。截至2022年上半年，公司食品业务实现销售收入3,797.5万元，食品业务快速发展。

持续加码预制菜。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，针对不同消费者推出了多系列产品。公司食品业务现在的产品为速冻面点、自热饭、臭鳜鱼、腊味、名厨名菜等五大系列，2022年开发丸子系列、酸菜系列、红烧系列、鱼系列、虾系列等新品。此外，公司积极推动食品销售，大力发展全国性经销商。公司已入驻天猫、京东等电商平台及抖音等短视频平台，同大客户中石化1200多家易捷便利店签约，入驻南京苏果、大润发等38家品牌超市，预计2022年底入驻商超店将达到100家，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。

图 46：公司预制菜体系已覆盖常见类型及价格带

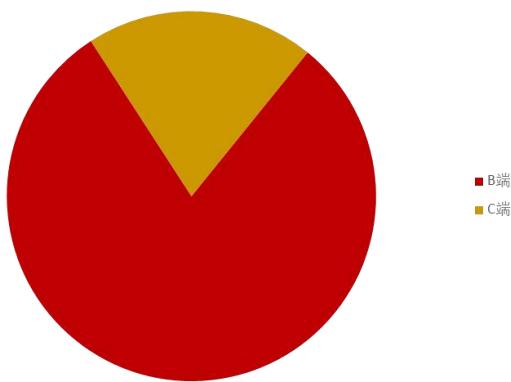


资料来源：公司公告，公司天猫、京东旗舰店，东莞证券研究所

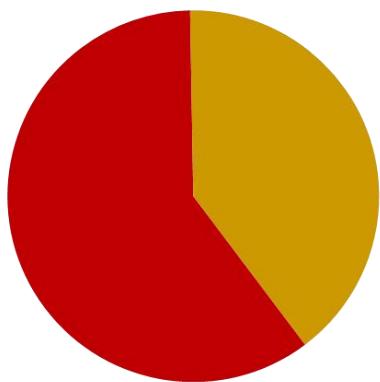
目前我国预制菜行业餐饮端较为发达，零售消费相对较小。我国预制菜的消费主要分为 B 端餐饮与 C 端零售。我国预制菜行业中餐饮端市场发展时间较长，市场较为发达，而零售端市场受限于消费习惯、消费能力与冷链技术等因素导致发展较为落后。目前我国餐饮端预制菜应用约占预制菜市场的八成左右，零售端预制菜消费约为整体预制菜市场的二成。相对日本 B 端与 C 端约 6 比 4 的成熟预制菜市场，我国零售端预制菜市场正进入快速发展阶段，随着冷链运力的增长与对居民的消费行为培育，终端预制菜消费有望快速增长，同庆楼预制菜有望乘 C 端消费增长东风实现快速增长。

图 47：预制菜行业消费结构

图 48：日本预制菜市场销量占比 (%)



资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所



资料来源：欧睿咨询，东莞证券研究所

5. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司2022-2023年每股收益分别为0.56元和0.96元，对应估值分别为61.24倍和35.33倍。公司是国内国内徽菜龙头之一，以餐饮为核心切入高增长的宴会和预制菜赛道，稳扎稳打逐渐开拓国内市场，未来有多个大店在建，成长可期，首次覆盖给予公司“增持”的投资评级。

表5：公司盈利预测简表（2023/1/20）

科目(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,608	1706	2,169	2788
营业总成本	1,448	1518	1,852	2315
营业成本	1,269	1,358	1,653	2,038
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	51	51	65	84
管理费用	102	99	119	167
财务费用	19	2	6	15
研发费用	2	2	3	3
公允价值变动净收益	4	2	3	3
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	195	211	340	496
加：营业外收入	2	6	6	5
减：营业外支出	4	21	12	12
利润总额	193	196	334	489
减：所得税	49	52	83	122
净利润	144	144	250	366
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	144	144	250	366
摊薄每股收益(元)	0.55	0.56	0.96	1.41
PE(倍)	61.40	61.24	35.33	24.14

数据来源：Wind，东莞证券研究所

6. 风险提示

- (1) **宏观经济波动导致消费疲软。**餐饮消费与宏观经济具有较大相关性，若宏观经济波动导致居民收入下降、消费降档，餐饮收入可能下滑。公司餐饮定位大众聚餐消费，但酒楼性质人均消费多在 120 元以上，可能受到消费降级影响。
- (2) **后续新冠疫情反复。**参照欧美日韩等国，防疫放松度过首轮新冠感染高峰后，后续新冠感染人数仍表现出一定的波动性，但波动幅度均远小于首轮感染，可能对餐饮等消费造成一定冲击。
- (3) **门店开业不及预期。**公司同庆楼品牌作为传承近百年的徽菜老字号品牌，已经建立起了一定的知名度，但新建门店以富茂酒店品牌为主，品牌认可度相对较低，叠加富茂大酒店资产投入较重，门店签约拓展可能不及预期，拖累业绩增速。
- (4) **市场竞争风险。**尽管餐饮与婚宴市场集中度均极低，但在长三角地带已经形成了一定的竞争对手，此外公司餐饮+宴会的酒楼模式需面临中高端酒店竞争，未来若星级酒店与婚庆公司合作构建一站式婚宴服务，可能加剧对公司所在市场的竞争。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
增持	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
持有	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
标配	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深300指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路1号金源中心24楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgza.com.cn