

# 同庆楼 (605108.SH)

## 明年主业拓展目标积极，期待旺季表现

**买入**

### ◆ 公司研究 · 公司快评

**证券分析师：** 曾光 0755-82150809  
**证券分析师：** 钟潇 0755-82132098  
**证券分析师：** 张鲁 010-88005377  
**联系人：** 杨玉莹 0755-81982942

### ◆ 社会服务 · 酒店餐饮

zengguang@guosen.com.cn  
 zhongxiao@guosen.com.cn  
 zhanglu5@guosen.com.cn  
 yangyuying@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980511040003  
 执证编码：S0980513100003  
 执证编码：S0980521120002

### 事项：

**事项：** 结合投资者交流平台，1、公司明年计划新开门店 15-21 家，其中富茂 8 家，酒楼 8 家，婚礼会馆 5 家。2、今年 1-9 月份食品业务税后收入近 1.4 亿，同比增长 118%，占总收入比重提升至 8.3%；2024 年食品收入目标同比翻倍、突破 4 亿。3、Q1/Q4 为公司主业传统旺季，结合我们跟踪当前预订情况相对良好。

### 国信社服观点：

**讨论一：关于明年预订展望？** 1、部分投资者对明年婚宴预订在无春年与高基数上有所担忧，我们认为行业量减但价增叠加公司领先竞争地位，节令扰动相对可控：①由于适婚年龄层人数下降、初婚推迟及观念变迁等原因，我国结婚率逐年下行，今年结婚对数转而向上（其中合肥上半年结婚登记共 2.8 万对，估算同比略增长）预计部分有延期释放影响，因此明年数量仍待跟踪；②根据婚礼纪数据，2021 年我国新人结婚平均花费 25 万，5 年翻升 3.8 倍，我们认为合肥高新技术产业群发展带动居民消费能力提升，有望助力婚嫁持续升级。③公司在合肥品牌影响力高，好日子产能利用较满，2016 年、2019 年无春年公司同店分别下降 2.1%、2.9%，但合肥核心门店同比仍增长。2、今年 Q4 有望增长良好：Q3 末其他应付款（主要为订金）同增 29%，再创新高，考虑今年 Q1/Q2 其他应付款均为下一个季度收入的 30%左右，Q4 值得期待。

**讨论二：关于异地扩张成效？** 1、近两年公司加速扩张：疫情三年公司新增经营面积近 20 万<sup>m</sup>，较 2019 年近翻倍；今年预计开业近 16 万<sup>m</sup>（9 家门店，已开业合肥 2 家/安徽其他城市 3 家/江苏 3 家），明年目标进一步提速，处于快速扩张期。Q3 末在手现金近 2 亿元+8 亿元授信额度+明年经营性净现金流入，可用资金充沛。2、公司较早走出合肥跨省布局，省外收入与毛利占近半壁江山：2009 年起布局南京、无锡、常州、芜湖等城市，各地婚俗存在差异，2019 年省外收入与毛利占比均超 4 成。3、2019 年超半数合肥外门店单平净利润超公司平均水平（800 元/<sup>m</sup>/年），南京百年、常州奥体店表现突出，单平净利润接近突破 1000 万。4、我们认为公司通过开设旗舰大店及依托成熟的数字化营销与销售系统有望逐步扩大品牌影响力，同时凭性价比定位、良好的餐饮基础与标准化一站式宴会服务能力有望在异地扩张中获得份额。

**讨论三：关于新业务探索？** 1、富茂模式验证良好多点开花：该模式是以餐饮为主（收入占比超 70%）全服务酒店的全新探索，一方面契合高端酒店行业重塑趋势，另一方面也通过配套性价比客房提升餐标（高于周边门店）及宴会厅利用率。当前合肥旗舰店盈利验证良好（23H1 滨湖富茂净利润 1843 万元），另已落子阜阳，且上海、杭州均有储备项目，未来轻资产扩张有望加速成长。2、食品快速铺设渠道收入翻倍：今年收入翻倍增长，占总营收达 8%，短期渠道投放或影响利润释放，但预计年内有望盈亏平衡；其本身可共享餐饮品牌、供应链与研发基础，快速放量显示公司创新渠道建设初显成效，也彰显高效执行力。

**投资建议：** 维持 2023-2025 年归母净利润 2.75/3.78/4.91 亿元，EPS 为 1.06/1.46/1.89 元，对应动态 PE 31/22/17x。公司宴会餐饮业态具有较好的差异化竞争力，门店加速拓展及食品放量有望支撑未来 2-3 年业绩维持较高增速。假设未来新开业门店也能达到过去平均盈利水平，仅按照目前公告已开业和待开业门店计算，假设逐步爬坡至 2025 年有望贡献 3.8-4 亿利润，按 25x 估值对应近百亿市值。公司模式稀缺，今年以来业绩增长良好，后续异地复制进一步验证及食品业务利润释放有望提振估值，维持“买入”评级。

**风险提示：** 消费需求复苏不及预期；新店异地验证不及预期；食品扩张不及预期；竞争加剧等。

## 评论：

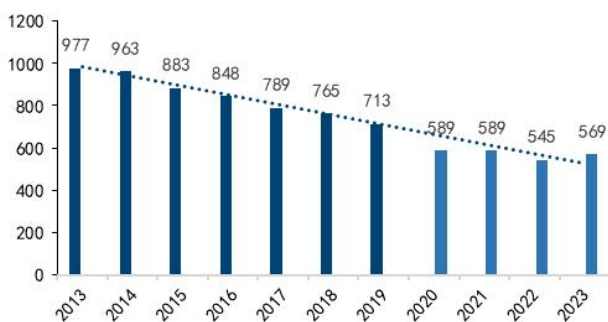
### ◆ 讨论一：关于明年预订展望？

考虑公司近两年宴会收入占比提升且婚宴本身餐标高于其他宴会，公司婚宴业务在宴会收入中的占比有望从此前 3 成+进一步提升，是影响业绩表现的核心指标之一。

今年前三季度结婚对数同比转增，预计有延期需求释放影响。同时，考虑到 2024 年 2 月 4 日为立春，2 月 10 日为春节，即当年农历年中没有立春，部分投资者对明年婚宴预订在无春年与高基数上有所担忧，我们认为行业量减但价增叠加公司领先竞争地位，节令扰动相对可控。

- 1、**明年结婚对数不排除仍面临趋势性压力。**由于适婚年龄层人数下降、初婚推迟及观念变迁等原因，我国结婚率逐年下行，2020-2022 年因聚餐宴席管控，结婚对数下降更为显著；今年是完全放开后的第一年，根据民政部统计，前三季度结婚人数 569 万对、同比增加 25 万对，其中合肥上半年结婚登记共 2.8 万对、估算同比略增长，我们预计存在去年第四季度延期因素，明年数量不排除仍面临趋势性压力。
- 2、**婚礼消费持续升级，区域经济活力支撑。**尽管结婚对数在下行，但消费升级基础上，新人对结婚仪式的重视程度逐步提升，根据婚礼纪数据，2021 年我国新人结婚平均花费 25 万，5 年翻升 3.8 倍。我们认为合肥高新技术产业群发展带动居民消费能力提升，有望助力婚嫁持续升级。

图1：2013 年以来前三季度全国结婚对数变化



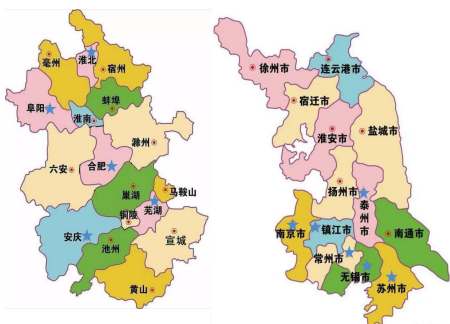
资料来源：民政局、国信证券经济研究所整理

图2：安徽、江苏人均 GDP 增速与全国对比



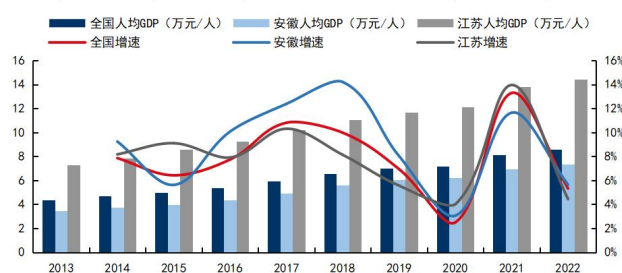
资料来源：婚礼纪、国信证券经济研究所整理

图3：同庆楼当前门店主要布局安徽江苏



资料来源：百度地图、国信证券经济研究所整理，标蓝星为已布局

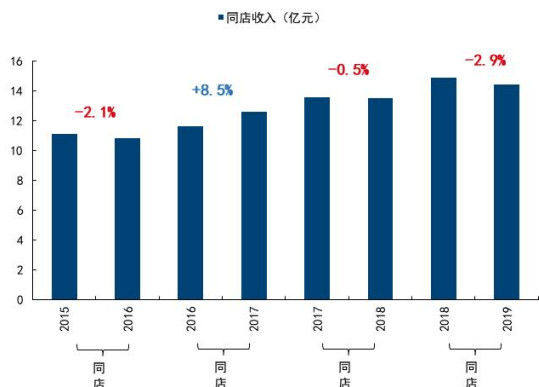
图4：安徽、江苏人均 GDP 增速与全国对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

- 3、**过往无春年公司同店影响相对可控，尤其合肥大本营延续平稳向上。**我国婚俗通常讲究好日子，婚宴举办与农历年月、节假日均较为挂钩，婚宴业务呈现出季节性。公司在合肥品牌影响力高，好日子产能利用较满，尽管 2016 年、2019 年均均为无春年，且 2019 年叠加宏观经济下行等因素，公司同店分别下降 2.1%/2.9%，但合肥核心门店同比仍增长，整体仍然相对可控。

图5: 同庆楼同店收入相对平稳



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司合肥核心门店净利润相对稳定



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

此外, 公司订金逐季创新高支撑后续收入释放: Q3 末其他应付款(主要系餐饮押金贡献)同比+29%、继续创新高, 今年 Q1/Q2 其他应付款均为下一个季度收入的 30%左右, 考虑婚宴预订一般提前 6-12 个月, 好日子甚至更早, 定金强劲增长为后续收入释放奠定信心基础。

图7: 同庆楼其他应付款变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 同庆楼业务呈现季节性

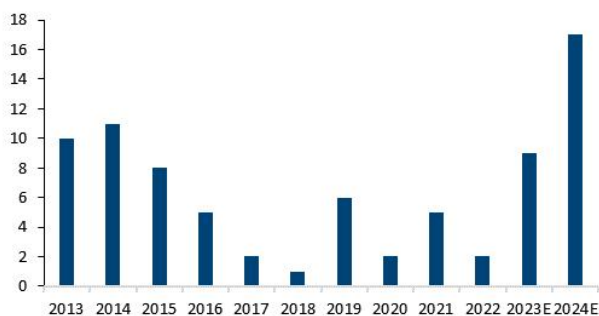


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 讨论二：关于异地扩张成效？

1、近两年公司门店加速扩张。公司于2020年7月上市，2016年-2019年在证监会审核期间，拓展门店速度放缓。疫情3年公司逆袭而上，新增经营面积近20万㎡，以盈利能力更强的优质大店为主。消费渐复苏下，公司仍维持年初规划的扩张节奏，结合公司投资者公开问答，今年截止11月已开业8家，全年预计开业9家，合计达近16万㎡；公司明年计划新开门店15-21家，已进入快速发展期。2023Q2末，公司在营门店89家（同庆楼/婚礼会馆/富茂/新餐饮品牌系列各41/8/3/37家），总面积44.6万㎡，有效承接疫后回暖需求。考虑今年为完全放开后的第一年，元月份仍有所影响，近两年新开店利润尚未完全释放，且今年加速开店尤其集中Q4，预计明年也有望贡献增量。

图9：公司新开门店加速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：同庆楼后续大餐饮业务拓展思路



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**资金储备：良好现金流支撑直营扩张。**宴会及婚庆业务客户需提前支付预付款，因此公司现金流及负债情况较好。目前公司资金状况良好，Q3末在手现金近2亿元，上半年公司把握低利率市场窗口机会，申请8亿元授信额度用于布局新门店所需，且考虑明年经营性净现金流流入，整体可用资金较为充沛。

表1：同庆楼2020-2022年新开店情况（不含新餐饮）

门店	面积	配套	开业时间	城市
同庆楼盛晟阳光城店	5000 平米	19 包厢+3 宴会厅	2020 年 1 月	安徽安庆
同庆楼宴会中心银湖店	3000 平米	3 宴会厅	2021 年 7 月	安徽芜湖
帕丽斯靖江店	6000 平米	4 宴会厅	2021 年 7 月	江苏靖江
同庆楼阜阳双清湾店	5000 平米	19 包厢+3 宴会厅	2022 年 3 月	安徽阜阳
同庆楼高新区皖通店	8000 平米	42 包厢+4 宴会厅	2022 年 10 月	安徽合肥
无锡红星店（扩建）	2 万平米	宴会中心	2022 年 12 月	江苏无锡
濉溪古城店	6000 平米	宴会中心	2023Q2	安徽濉溪
常州孟河店	4300 平米	17 包厢+1 个婚宴厅+2 个主题宴会厅+2 个多功能厅	2023Q2	江苏常州
南京句容店	1 万平米内	20 包厢+5 一站式宴会厅	2023 年 10 月	江苏句容
滁州悦达店	1 万平米内	28 包厢+6 宴会厅+1 多功能厅	2023 年 10 月	安徽滁州
会宾楼望湖城店	2.6 万平米	15 个一站式宴会厅	2023 年 10 月	安徽合肥
同庆楼南京国泰金融中心店	4170 平米	22 包厢+2 主题宴会厅+1 多功能厅	2023 年 11 月	江苏南京
滨湖富茂	9 万平米	57 间包厢+11 个宴会厅+475 间客房+其他休闲配套	2020 年 10 月	安徽合肥
瑶海富茂	6 万平米	32 个包厢+3 主题宴会厅+10 个多功能宴会厅+25 个棋牌包厢+260 个豪华客房	2021 年 10 月	安徽合肥
北城富茂	3-4 万平米	30 间包厢+5 个宴会厅+200 间客房+7 个会议厅	2023 年 1 月	安徽合肥
阜阳富茂	占地近 3 万平米	-	2023 年 10 月	安徽阜阳

资料来源：公司公告、公司官方公众号、国信证券经济研究所整理 注：公开内容整理，可能与实际有偏差

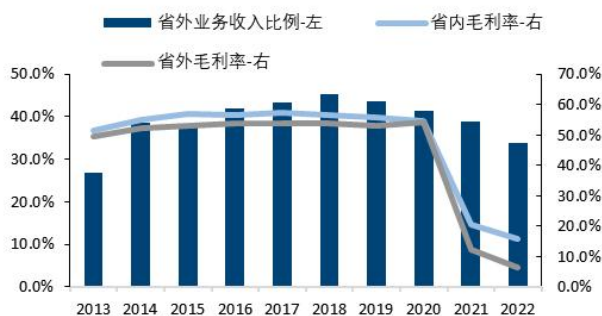
表2: 同庆楼开业拓展情况一览表

	截止 2022 年末已开业的门店		2023 前三季度开业的门店		正在筹备的门店		备注
	数量	经营面积 (m <sup>2</sup> )	数量	经营面积 (m <sup>2</sup> )	数量	门店总面积 (m <sup>2</sup> )	
酒楼	40	208071.09	1	4326.5	4	44779.14	其中 3 家门店预计于 2023 年 10 月部分开业; 1 家门店预计于 2023 年 11 月部分开业
婚礼宴会	7	45659.91	1	5850.72	2	28174.83	其中 1 家门店预计 2023 年 10 月部分开业; 1 家门店预计于 2023 年 12 月部分开业
富茂酒店	2	136000	1	42000	4	191442.49	其中 1 家门店预计于 2023 年 10 月部分开业; 1 家门店预计于 2023 年 11 月部分开业; 2 家门店预计于 2024 年 1 月部分开业
新品牌 (含鲜肉大包)	35	4429.36	2	已开业门店划分部分区域	51	3060	其中 51 家为已经签约的鲜肉大包加盟店
合计	84	394160.36	5	52177.22	61	267456.46	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

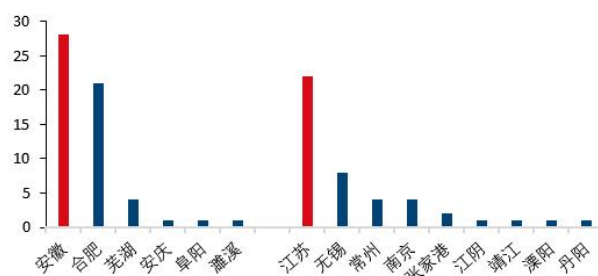
2、此前省外布局已经形成规模体量, 2019 年收入与毛利占比均超 4 成。安徽地区以外, 公司业务收入主要来源于太湖区域和南京, 2013-2018 年在主营收入中占比从 27%提升至 45%, 2019 年因宏观经济扰动等省外业务占比略下滑至 43%。毛利贡献层面, 2019 年在主营业务中占比达到 42%, 即省外布局已经形成一定规模体量。

图11: 疫情前省外收入占主营收入比重



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 同庆楼门店分布



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年超半数合肥外门店坪效超公司平均水平, 前两大门店南京百年、常州奥体店表现突出。2009 年公司走出安徽, 在南京开设第一家同庆楼店——南京百年店, 该店面积 6048 m<sup>2</sup>, 门店净利润从 2013 年 411 万元, 翻倍至 2019 年的 1016 万元, 单平净利润达 1631 万元, 显著领先公司同期门店平均水平, 净利率 22%、盈利能力表现突出。2017 年, 常州奥体店开业, 开店次年净利润达到 1927 万元, 2019 年实现 1671 万元, 单平净利润也接近 1000 元, 领先公司平均水平。

表3: 2017-2019 年合肥之外门店利润表现

门店名称	面积	2017 净利润	2018 净利润	2019 净利润	2017 净利润/m <sup>2</sup>	2018 净利润/m <sup>2</sup>	2019 净利润/m <sup>2</sup>	2019 净利率	省份城市
金宝街店	1164	259	223	238	223	1920	2046	13%	北京市
南京百年	6229	1373	1312	1016	2205	2106	1632	22%	南京市
珠江路店	4277	660	590	631	1542	1380	1475	18%	南京市
溧阳天目路店	2124	298	292	273	1402	1376	1287	15%	溧阳市
红山路店	3967	748	639	476	1884	1611	1200	17%	南京市
北京普天	2300	240	276	270	1044	1199	1176	15%	北京市
芜湖奥体店	3100	216	310	351	695	1001	1131	17%	芜湖市
常州奥体店	17571	-480	1927	1671	-273	1097	951	17%	常州市
赣山西路店	4686	658	575	426	1404	1227	910	17%	芜湖市

江溪路店	4800	599	667	426	1248	1390	887	12%	无锡市
	公司平均水平				<b>718</b>	<b>903</b>	<b>800</b>		
玫瑰庄园	8902	-287	666	477	-322	748	535	12%	芜湖市
太湖餐饮	9322	60	-34	308	64	-37	330	11%	无锡市
常州宝龙店	4680	330	340	128	705	726	274	5%	常州市
常州吾悦店	4644	391	215	103	843	464	222	4%	常州市
安镇店	4000	162	176	87	405	441	218	4%	无锡市
鼓楼店	3116	115	76	57	369	242	183	3%	南京市
华夏路店	7000	12	146	82	18	208	117	3%	无锡市

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 其中蓝色底纹门店为合肥外、安徽省内门店

从上述分析，我们看出，同庆楼在省外扩张较早起步，积累了差异化的婚俗经验，且单店店效表现良好。

但客观而言，考虑公司在合肥当地的品牌竞争力带来的议价能力，省外市场盈利能力相对有所不及；疫前二者毛利（仅包括厨部成本）相差 3-4 个点，疫后毛利差 7-8 个点（包括门店租金、折摊、人工等）。但我们认为伴随省外城市加密，公司门店间在人员调配上有望更为灵活，同时公司通过开设旗舰大店及依托成熟的数字化营销与销售系统（根据市场需求灵活调整活动力度）有望逐步扩大品牌影响力，凭性价比定位（同档次更具性价比）、良好的餐饮基础与标准化一站式宴会服务能力有望在异地扩张中获得份额。

◆ 关于新业务探索？

1、大店模型单店餐饮分部坪效更高，富茂模式验证良好多点开花

持续迭代的大店模型单店坪效更高。2019年公司8000m<sup>2</sup>以上的门店单店净利润及净利率分别达到分别达到1374元/m<sup>2</sup>、21.88%，相比2017年有较大程度提升。门店盈利能力随单店规模提升呈现一定的上升趋势，同时大店对选址拿地能力要求更强，也存在资金壁垒，有助于强化公司门店竞争力。从2020年以来新开的门店看，基本集中在5000m<sup>2</sup>以上，可见其战略选择。

图13: 不同面积门店净利润率情况 (%)



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

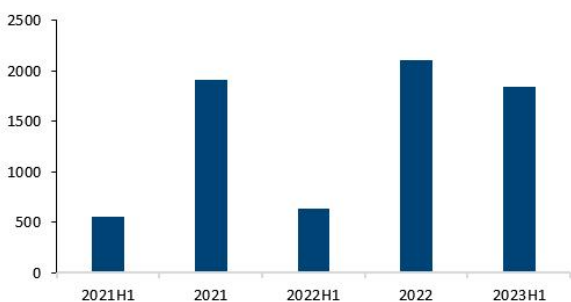
图14: 不同面积门店单平米净利润情况 (万/m<sup>2</sup>/年)



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

**富茂模式，一面契合行业重塑趋势，一面进一步优化餐饮模型，中线轻资产输出打开空间。**该模式是以餐饮为主（占比超70%）全服务酒店的全新探索。疫后物业空置增加，且业主（包括地方政府、房地产公司等）对资产收益要求提升，高端酒店行业面临重塑趋势，给予公司快速低成本扩张机遇。同时，已有的富茂模型表明，新增配套客房，一方面助力餐标提升，另一方面通过会议活动提升周一到周五宴会厅利用率，综合餐饮分部坪效有望在大餐饮中领先。当前合肥旗舰店盈利验证良好（23H1滨湖富茂净利润1843万元），另已落子阜阳，且上海、杭州均有储备项目，未来轻资产扩张有望加速成长。后续若以轻资产输出，即客房分部收取管理费、餐饮分部自营，相当于客房为餐饮赋能，盈利能力有望进一步增强。

图15: 滨湖富茂净利润 (单位: 万元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 合肥各区富茂与公司周边其他门店对比 (单位: 元)

	滨湖富茂	3699/3899/4299/4699
包河区	庐州府	2699/2999/3299/3699
	望湖城会宾楼	2699/2899/3099/3399/3699
	同庆楼帕里斯宴会中心	2899/3099/3399/3599
瑶海区	瑶海富茂	2899/3099/3299/3699
	铜陵北路店	1899/2099/2399
高新区	龙湖富茂	2999/3599/4299
	皖通大厦店	2699/2899/3299
长丰县	北城富茂	1999/2399/2999
	全顺澜庭大酒店	1799/2099/2399

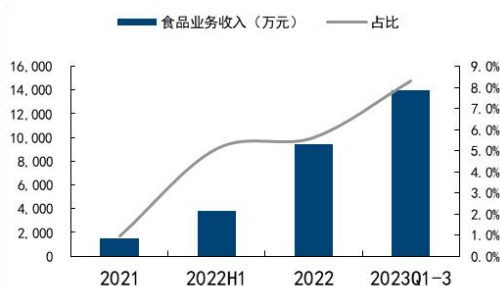
资料来源：大众点评，国信证券经济研究所整理 注：同庆楼在长丰县仅开设一家门店，故与大众点评评分相近、档次相近的其他店对比

2、食品业务：收入目标翻倍式增长，多渠道多重突破

前三季度食品业务收入同比增长118%，明年目标同比进一步翻倍。同庆楼以传统优势餐饮为基础，不断深化产业链，食品工业是公司餐饮业务做大之后必然面临的选择。结合最近投资者公开问答，公司今年1-9月份同庆楼食品完成税后收入近1.4亿，较去年同期6413万增长118%，占总收入比重提升至8.3%。伴随规模扩张，全年或有望略盈利。2024年同庆楼食品收入目标同比翻倍，力争突破4亿，多渠道积极布局提

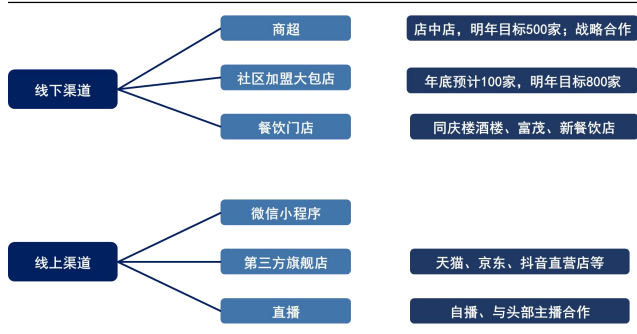
供支持，预计利润端有望逐步放量。

图17: 同庆楼食品业务收入规模及占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 同庆楼食品业务线上+线下全渠道布局



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**渠道积极布局短期有费用拖累，但助力加速推广。**今年公司初步完成渠道建设，目前公司食品业务能实现30%+毛利率，但渠道铺设对利润有所拖累。**线下渠道：**1、已在安徽、江苏、湖北等商超建立150家店中店，明年预计将深耕华东市场、占领武汉市场，目标达500家。2、与国内超市业头部开市客、盒马、胖东来、伊藤洋华堂等达成战略合作，为明年的食品业务增长打下基础。3、同庆楼鲜肉大包店已布局50家门店，年底目标突破100家，明年将全面开放安徽、江苏、浙江、湖北等地区加盟，目标达800家。**线上渠道：**与京东京加坊开展多品类的双品牌合作，共同打造老字号线上爆品，预计今年12月份会全部上线。

我们认为食品业务本身具备餐饮业务的品牌、供应链与研发基础，而该业务快速放量说明公司积极投身全渠道建设方面也初显成效，同时也彰显公司民企的高效执行力与创新思路，为后续扩张提供基础。

◆ **投资建议：**维持2023-2025年归母净利润2.75/3.78/4.91亿元，EPS为1.06/1.46/1.89元，对应动态PE31/22/17x。在目前整体消费景气欠佳的情况下，公司目前四季度和明年春节前预订趋势良好，验证公司宴会等业务优势。并且，公司规模体量仍较小，目前仍然处于门店快速扩张期，今年预计新开门店近10家，明年门店预计保持较快扩张节奏，有望助力公司盈利近两年持续保持较快增长。公司宴会餐饮业态具有较好的差异化竞争力，门店加速拓展、门店平均净利润坪效提升及食品放量有望支撑未来业绩维持较高增速。假设未来新开业门店也能达到过去平均盈利水平，仅算目前公告已开业和待开业门店计算，假设逐步爬坡至2025年有望贡献近3.8-4亿利润，按25x估值对应近百亿市值。公司模式稀缺，今年以来业绩增长良好，后续异地复制进一步验证及食品业务利润释放有望提振估值，维持“买入”。

表4: 2019年及表2公司公告门店的业绩预测（中性）

	2023E	2024E	2025E
2019年存量门店收入假设	14.8	14.9	15.1
存量门店净利润假设	1.9	1.9	2.0
表2公告新增门店收入假设	7.9	13.0	16.2
增量门店净利润假设	0.8	1.3	1.8
公司公告门店的总收入假设	22.7	27.9	31.3
门店净利润假设	2.7	3.2	3.8

资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理估算

◆ **风险提示：**新店拓展不及预期；新模型及原有门店模型异地验证不及预期；食品扩张不及预期；原材料、人工成本、租金成本上涨；竞争加剧。



表5: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
605108.sh	同庆楼	32.57	84.68	0.36	1.06	1.46	1.89	90	31	22	17	买入
603043.sh	广州酒家	20.76	118.08	0.92	1.28	1.54	1.81	23	16	13	11	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告:

- 《同庆楼 (605108.SH) -高基数下收入维持良好增长, 新店与新业务拓展致利润下滑》 ——2023-10-31
- 《同庆楼 (605108.SH) -回购彰显公司信心, 基本面良好趋势持续验证》 ——2023-09-28
- 《同庆楼 (605108.SH) -二季度业绩高增长, 三轮驱动中线盈利释放》 ——2023-08-22
- 《同庆楼 (605108.SH) -上半年净利润预告高增长, 业绩释放与加速开店逐步验证》 ——2023-07-12
- 《同庆楼 (605108.SH) -四季度逆势微利, 2023 年扩张显著提速》 ——2023-04-26

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	254	411	507	560	609	营业收入	1608	1670	2461	3047	3946
应收款项	42	69	82	114	140	营业成本	1269	1364	1852	2265	2944
存货净额	99	99	143	395	515	营业税金及附加	4	5	8	9	12
其他流动资产	72	102	113	150	194	销售费用	51	65	77	88	107
<b>流动资产合计</b>	<b>1007</b>	<b>761</b>	<b>926</b>	<b>1299</b>	<b>1539</b>	管理费用	102	115	163	185	233
固定资产	950	1184	1389	1725	2164	研发费用	2	2	3	4	5
无形资产及其他	147	205	198	191	184	财务费用	19	26	(3)	(3)	(3)
投资性房地产	734	751	751	751	751	投资收益	14	10	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	1	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>2838</b>	<b>2902</b>	<b>3264</b>	<b>3966</b>	<b>4637</b>	其他收入	15	19	(3)	(4)	(5)
短期借款及交易性金融负债	53	56	118	118	118	营业利润	195	124	367	504	654
应付款项	144	155	169	499	688	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	215	267	363	472	613	<b>利润总额</b>	<b>193</b>	<b>123</b>	<b>367</b>	<b>504</b>	<b>654</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>412</b>	<b>478</b>	<b>650</b>	<b>1089</b>	<b>1419</b>	所得税费用	49	30	92	126	164
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	461	437	436	433	431	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>144</b>	<b>94</b>	<b>275</b>	<b>378</b>	<b>491</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>461</b>	<b>437</b>	<b>436</b>	<b>433</b>	<b>431</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>873</b>	<b>916</b>	<b>1085</b>	<b>1522</b>	<b>1850</b>	净利润	144	94	275	378	491
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1965	1986	2179	2443	2787	折旧摊销	115	82	106	140	172
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2838</b>	<b>2902</b>	<b>3264</b>	<b>3966</b>	<b>4637</b>	公允价值变动损失	(4)	(1)	(3)	(3)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	19	26	(3)	(3)	(3)
每股收益	0.55	0.36	1.06	1.46	1.89	营运资本变动	(84)	(34)	39	117	137
每股红利	0.08	0.28	0.32	0.44	0.57	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	7.56	7.64	8.38	9.40	10.72	<b>经营活动现金流</b>	<b>171</b>	<b>141</b>	<b>418</b>	<b>633</b>	<b>797</b>
ROIC	9%	4%	14%	18%	21%	资本开支	0	(311)	(301)	(466)	(601)
ROE	7%	5%	13%	15%	18%	其它投资现金流	58	459	0	0	0
毛利率	21%	18%	25%	26%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>58</b>	<b>149</b>	<b>(301)</b>	<b>(466)</b>	<b>(601)</b>
EBIT Margin	11%	7%	15%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	12%	19%	21%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	24%	4%	47%	24%	30%	支付股利、利息	(20)	(73)	(83)	(114)	(147)
净利润增长率	-22%	-35%	194%	38%	30%	其它融资现金流	(390)	13	62	0	0
资产负债率	31%	32%	33%	38%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(430)</b>	<b>(133)</b>	<b>(21)</b>	<b>(114)</b>	<b>(147)</b>
股息率	0%	1%	1%	1%	2%	<b>现金净变动</b>	<b>(201)</b>	<b>156</b>	<b>96</b>	<b>53</b>	<b>49</b>
P/E	59.76	91.97	31.30	22.75	17.55	货币资金的期初余额	455	254	411	507	560
P/B	4.38	4.33	3.95	3.52	3.09	货币资金的期末余额	254	411	507	560	609
EV/EBITDA	32.14	47.57	20.87	15.94	12.79	企业自由现金流	0	(173)	113	163	193
						权益自由现金流	0	(161)	177	165	195

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032