

同庆楼 (605108.SH)

三轮驱动相互协同，打造特有发展模式动能强劲

买入 (首次评级)

 当前价格: 26.36 元
 目标价格: 36.85 元

投资要点:

➤ **餐饮老字号持续进化，业绩恢复弹性大。**公司业务以餐饮为核心，逐渐衍生出了酒店及食品业务。公司2020年成立了餐饮、婚礼宴会、宾馆、食品、新餐饮五大事业部，形成了以餐饮+酒店+食品三大主业齐发展的多业态并存的发展模式。

➤ **餐饮行业持续扩容，连锁率化仍有巨大空间。**疫后随着优化措施落地，助企纾困力度加大，餐饮业开始逐步回归正轨，充分展现了餐饮经济韧性、潜力大、活力足等特点。美团数据显示，2018-2022年中国餐饮连锁化率持续走高，从18年的12%至23年的21%，中国餐饮市场连锁化进程不断加快。公司餐饮和宾馆业务相互赋能，多业态布局良性发展。强大的内部管理+完善的供应链助力门店可复制化经营快速成长。

➤ **预制菜风头正盛，徽派单品线上线下同发力。**老字号企业综合竞争力强，切入万亿预制菜赛道，公司依托名厨团队，具备强预制菜SKU研发能力，渠道端“三位一体”助力产品快速铺货，中央厨房+标准化工艺控本控品，公司布局预制菜赛道优势明显，未来预制菜业务有望助力公司业绩高增。

盈利预测与投资建议：预计公司2024-2026年归母净利润将达到3.99/4.60/5.71亿元，分别同比增长31%/15%/24%。随着餐饮业市场消费复苏，同庆楼作为其中的头部品牌，并且公司“三轮驱动”的发展战略也已初步成形，协同推动公司业绩爬坡，故给予公司2024年24倍PE，对应目标价36.85元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

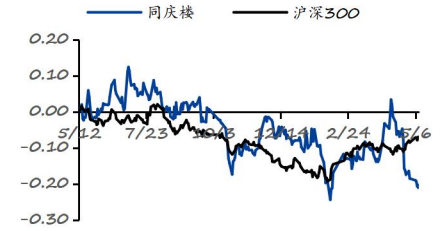
风险提示

公司拓店速度不及预期；餐饮业需求恢复不及预期；食品安全问题。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	260.00/260.00
流通A股市值(百万元)	6,853.60
每股净资产(元)	8.87
资产负债率(%)	48.82
一年内最高/最低价(元)	37.65/24.25

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
 lc30103@hfzq.com.cn
 分析师: 童杰(S0210523050002)
 tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,670	2,401	3,232	3,874	4,702
增长率	4%	44%	35%	20%	21%
净利润(百万元)	94	304	399	460	571
增长率	-35%	225%	31%	15%	24%
EPS(元/股)	0.36	1.17	1.54	1.77	2.20
市盈率(P/E)	73.2	22.5	17.2	14.9	12.0
市净率(P/B)	3.5	3.1	2.7	2.3	2.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1: 餐饮及住宿业务: 同庆楼作为中国上市公司中餐饮行业的稀缺品牌, 大型餐饮+宴会婚庆能力+连锁标准化体系构建壁垒, 供应链及综合管理优势突出, 连锁扩张力十足, 精细化管理提高运营效率, 提升公司毛利率。疫情期间被压抑的需求持续得到释放, 宴会市场消费呈现增长态势。参考公司餐饮及住宿业务的 yoy 趋势, 以及考虑模型中数据的勾稽关系, 我们预计 2024-2026 年同庆酒楼新开门店数为 6 家/3 家/4 家, 店均收入增速为 0.5%/1%/2%; 婚礼会馆新开门店数为 2 家/2 家/2 家, 店均收入增速为 0.5%/1%/2%。酒店业务将充分利用同庆楼自身独特的大型餐饮和宴会专业优势, 以“富茂 Fillmore”品牌对外输出酒店管理业务, 为公司业务拓展打开全新局面, 预计 2024-2026 年富茂酒店新开门店数为 4 家/3 家/3 家, 店均收入增速为 0.5%/1%/1%。预计新餐饮店铺数在基数增大后增速放缓, 通过加盟的方式保持一定的增长率, 我们预计 2024-2026 年的新开门店数为 7 家/10 家/7 家, 店均收入增速为 10%/7%/5%。

假设 2: 食品销售以及其他业务: 公司利用同庆楼作为餐饮美食品牌的天然优势, 延伸产业链, 大力发展食品业务, 以中华老字号餐饮美食品牌+众多线下大型餐饮门店+根基雄厚的研发力量为基础, 构建了同庆楼食品的竞争优势, 使食品业务增长动力强劲。同时“同庆楼鲜肉大包”连锁加盟业务在华东市场快速复制, 给正在快速增长的食品业务装上了“加速器”。食品销售业务本身基数较小, 预计在此基础上保持高增长, 2024-2026 年的增速为 61%/29%/59%。预计其他业务 2024-2026 年的增速为 10%/10%/10%。

区别于市场的观点

市场普遍认为在外部环境因素不稳定的社会现状下, 同庆楼旗下餐饮、宴会及食品业务高增速存在困难。但我们认为公司三轮驱动发展战略已初步成形, 公司旗下业务互相驱动, 形成叠加效益, 有望进入加速发展时期。同时预制菜零售业务可在一定程度上缓和公司餐饮门店成本增长带来的压力, 预制菜赛道有望受益于需求端拉动持续扩容。

股价上涨的催化因素

新店拓展速度超预期; 宴会市场增速超预期; 预制菜市场增速超预期。

估值和目标价格

考虑到公司为国内餐饮龙头企业之一, 因此本文选取同样主要立足于国内餐饮市场的海底捞、全聚德以及广州酒家作为可比公司。2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 24.80/19.59/17.25 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润将达到 3.99/4.60/5.71 亿元, 分别同比增长 31%/15%/24%。随着餐饮业市场消费复苏, 同庆楼作为其中的头部品牌, 并且公司“三轮驱动”的发展战略也已初步成形, 协同推动公司业绩爬坡, 故给予公司 2024 年 24 倍 PE, 对应目标价 36.85 元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

投资风险

公司拓店速度不及预期; 餐饮业需求恢复不及预期; 食品安全问题。

正文目录

1 餐饮老字号持续进化，业绩恢复弹性大	4
2 餐饮行业持续扩容，公司多业态稳定发展	6
2.1 餐饮行业持续扩容，连锁率仍有巨大空间	6
2.2 餐饮及住宿业务夯实基础，多业态布局推动良性发展	9
2.2.1 餐饮业务：以“餐饮+宴会”为核心，迭代升级多业态发展	9
2.2.2 宾馆业务：“餐饮+宴会+住宿”三合一，直营委托双模式拓展	10
2.3 强大的内部管理+完善的供应链实现门店可复制化经营	12
3 预制菜风头正盛，徽派单品线上线下同发力	14
4 增长点与行业趋势协同性强，布局新赛道绘制发展蓝图	15
5 盈利预测	15
6 投资建议	17
7 风险提示	17

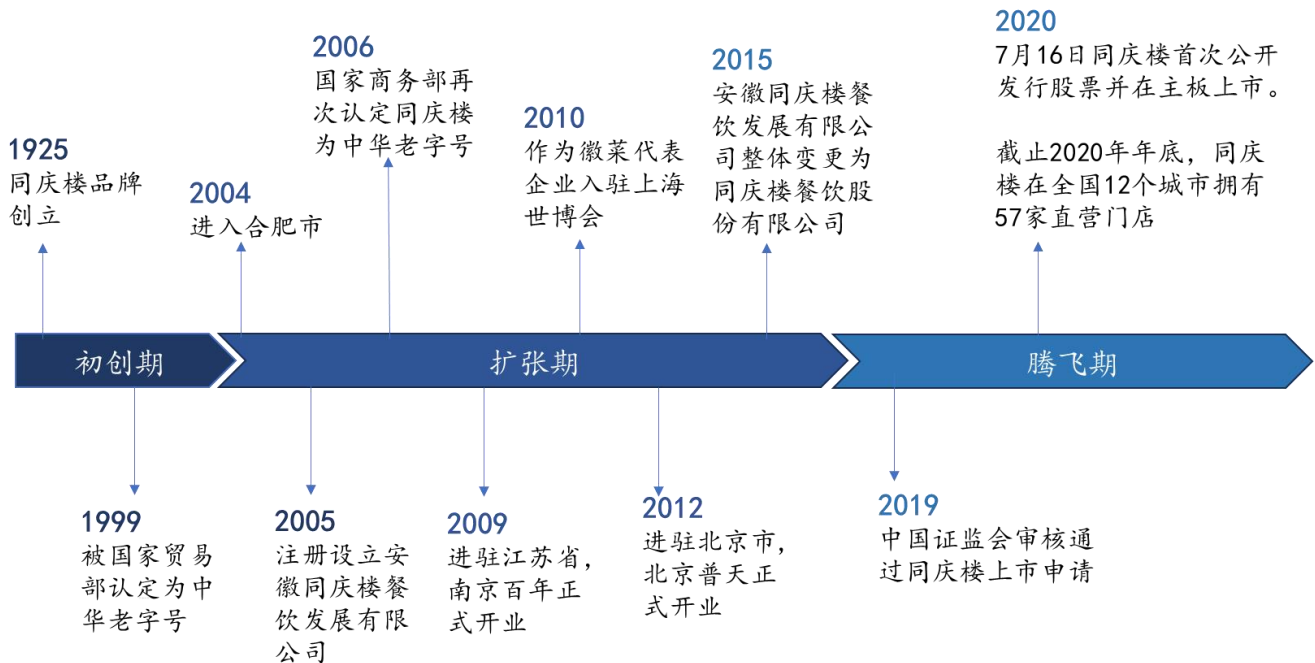
图表目录

图表 1：同庆楼发展历程	4
图表 2：同庆楼“餐饮+酒店+食品”多轮驱动	5
图表 3：20Q3-24Q1 公司营收（亿元）及增速（%）	5
图表 4：20Q3-24Q1 公司归母（亿元）及增速（%）	5
图表 5：公司餐饮住宿业务占总业务收入比例（%）	6
图表 6：餐饮及住宿业务营业收入（百万元）及增速（%）	6
图表 7：中国餐饮业市场规模（亿元）	7
图表 8：国内餐饮收入占社会消费零售总额比例(%)	8
图表 9：中国餐饮连锁率（%）	8
图表 10：公司主要事业部及业务	9
图表 11：2019 年公司各店型门店数占比	10
图表 12：2019 年公司各店型净利润占比	10
图表 13：公司已开业及待开业的富茂酒店概况	12
图表 14：公司采购、配送总流程图	13
图表 15：预制菜行业市场规模（亿元）	14
图表 16：公司预制菜产品体系	15
图表 17：公司业绩拆分预测表	16
图表 18：可比公司估值表	17
图表 19：财务预测摘要	18

1 餐饮老字号持续进化，业绩恢复弹性大

徽菜代表，餐饮业百年老字号，同庆楼品牌创始于1925年，作为中国餐饮名店1999年同庆楼被国家贸易部认定为中华老字号。2020年同庆楼登陆A股资本市场，成为为数不多的百年餐饮上市企业。公司业务以餐饮为核心，逐渐衍生出了酒店及食品业务。公司2020年成立了餐饮、婚礼宴会、宾馆、食品、新餐饮五大事业部，形成了以餐饮+酒店+食品三大主业齐发力的多业态并存的发展模式。

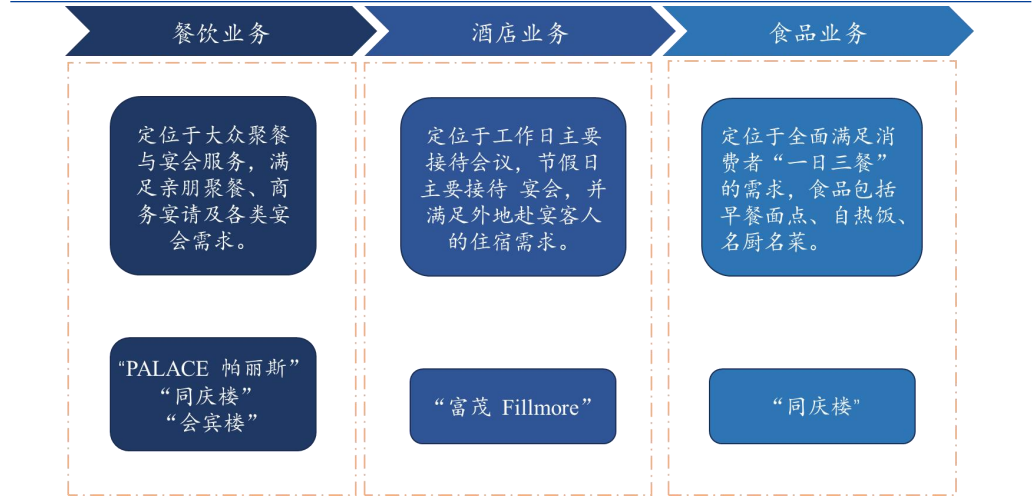
图表 1：同庆楼发展历程



数据来源：公司官网、华福证券研究所

以餐饮为核心，业务面延伸至酒店及食品业务，老字号多轮驱动，增长持续进化。同庆楼餐饮业务主要聚焦于大众聚餐与宴会服务场景，百年老字号持续贯彻“好吃、不贵、有面子”的经营理念，在提升消费性价比的同时为同庆楼获得良好的口碑和较强的客户粘性。好口碑助力公司多渠道共赢，依托老字号徽菜及千名名师大厨，公司同步开展酒店业务，以会议、节假日及宴会接待为业务重心，推出酒店品牌“富茂 Fillmore”成为各重点市场宴请首选酒店。食品业务方面，公司持续完善臭鳊鱼、大厨菜、大厨面点、大厨腊味、节礼产品、大厨料汁，六大产品体系。食品渠道方面塑造线上、线下及渠道代理商的立体化“三位一体”渠道销售路径，同时着力打造臭鳊鱼、大厨菜、面点三大食品工厂及配送基地，老字号品牌优势为食品业务赋能，公司多轮驱动增势强劲。

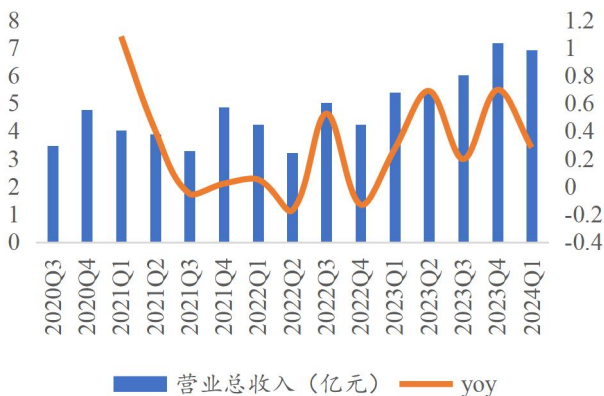
图表 2：同庆楼“餐饮+酒店+食品”多轮驱动



数据来源：公司公告、华福证券研究所

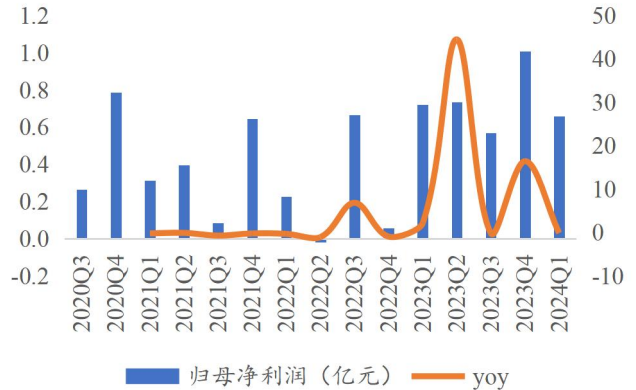
老字号多业态增长模式成效显著，穿越周期凸显经营韧性。受疫情影响公司业绩出现波动，疫情反复部分餐饮企业受损严重。但分季度看，随着科学管理及动态清零等措施相继实施，我国疫情得到有效遏制，伴随社会面区域性管控放松，公司营收出现阶段性高增，其中在 21Q1 及 23Q4 营收分别同比+108%/+70%，2020-2022 期间公司净利率仍保持在 5% 以上，展现出较强业绩韧性。24Q1 公司实现营收 6.91 亿元，归母净利润 0.66 亿元，同比变化+28.01%/-8.84%，扣除非经常性损益的影响，归母净利润同比上升 5.32%。多业态驱动增长，公司整体业绩已经恢复至同期疫情前水平。根据 2023 年年度报告显示，2023 年年度归母净利润为 3.04 亿，同比增长 224.91%，实现盈利。

图表 3：20Q3-24Q1 公司营收（亿元）及增速（%）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 4：20Q3-24Q1 公司归母（亿元）及增速（%）



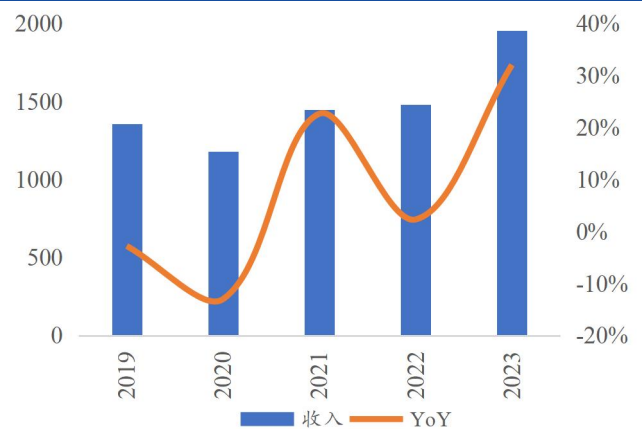
数据来源：公司公告、华福证券研究所

餐饮及住宿业务为核心，两者有机结合叠加收益。餐饮及住宿业务一直是公司营业收入的主要来源，根据公司公布的数据统计，餐饮及住宿业务的营业收入一直在稳定增长，并且占总业务营业收入的 80% 以上。虽然占比呈下降趋势，但我们预计未来相当时间内仍是公司绝对的主要收入来源。同庆楼是中华老字号品牌，具有百

年历史，生意稳定且持续发展，拥有较高的品牌知名度。公司利用同庆楼作为大型连锁酒楼所具备的大型餐饮和宴会运营优势，开展客房业务，以满足酒楼餐饮宴会客人的住宿需求，提高酒店设施的利用效率。餐饮及住宿业务双轮驱动，相互赋能，共同发展。通过提供住宿服务，不仅为顾客提供更为便捷的服务体验，还使得客人更倾向于选择同庆楼进行宴会或聚餐活动，从而进一步促进了酒楼餐饮业务的发展。客房业务的发展带动了酒店设施的更有效利用，而酒楼餐饮业务的繁荣又为客房业务的发展提供了更多的客源和需求。这种叠加效益不仅有利于同庆楼的整体经营，也为公司的发展带来了更为可观的收益。

图表 5：公司餐饮住宿业务占总业务收入比例（%）


数据来源：公司公告、华福证券研究所

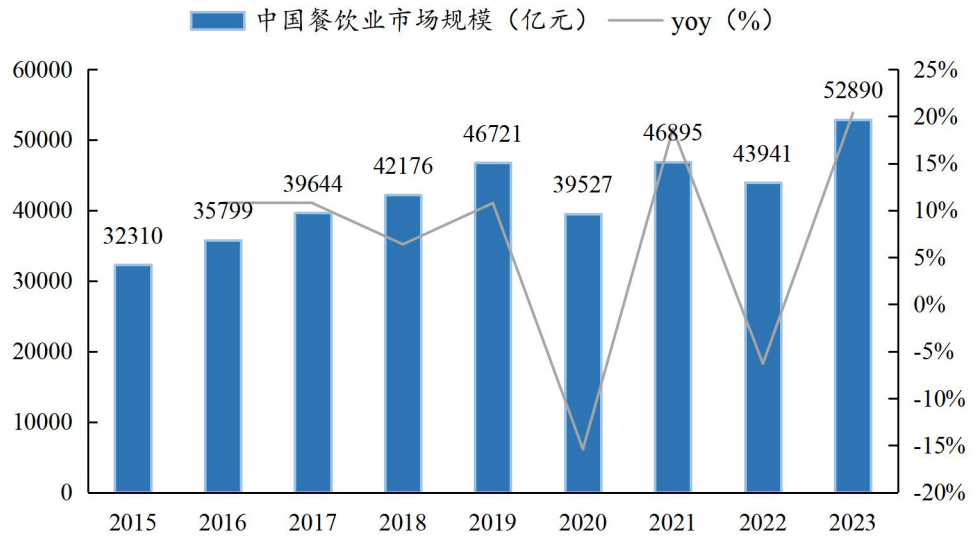
图表 6：餐饮及住宿业务营业收入（百万元）及增速（%）


数据来源：公司公告、华福证券研究所

2 餐饮行业持续扩容，公司多业态稳定发展

2.1 餐饮行业持续扩容，连锁率仍有巨大空间

疫情短期影响餐饮市场规模，疫后复苏回归正轨。疫情前国内餐饮业稳健发展，2019年全国餐饮收入达到46721亿元，2015至2019年复合增长率达9.66%。疫情期间餐饮市场经受宏观因素冲击、国内经济下行等多重考验，餐饮企业长期处在非正常经营状态中，市场规模发展受限。2022年全国餐饮收入43941亿元，同比下降6.3%；限额以上单位餐饮收入10650亿元，同比下降5.9%。2023年，我国餐饮业逐步恢复，整体增速明显，餐饮全年收入52890亿元，增长20.4%，其中限额以上单位餐饮收入13356亿元，同比增长20.9%。疫后随着优化措施落地、助企纾困力度加大，餐饮业开始逐步回归正轨，充分展现了餐饮经济韧性强、潜力大、活力足等特点。

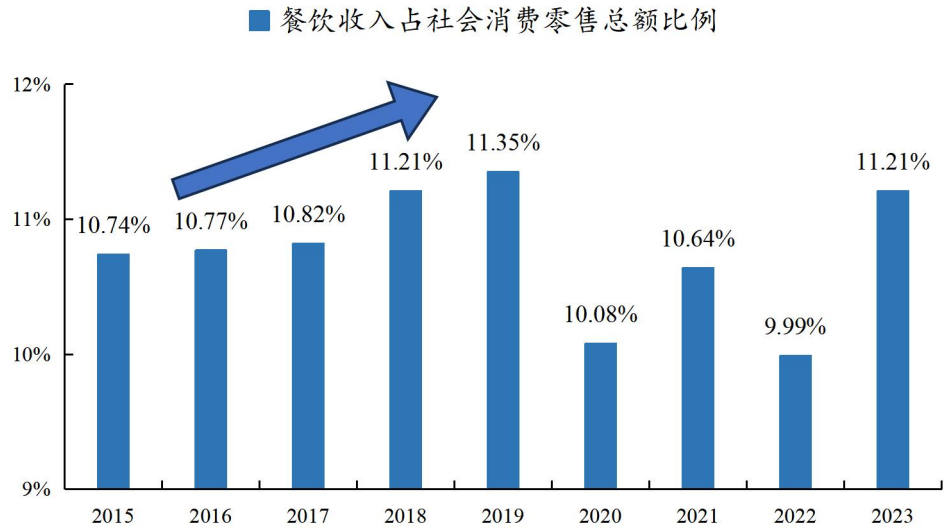
图表 7：中国餐饮业市场规模（亿元）


数据来源：公司公告、中国饭店协会、华福证券研究所

战略中长期扩大内需，消费为经济增长提供长久动力。中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，国家将扩大内需战略从短期举措上升为中长期战略，超大规模市场优势和巨大内需潜力是我国保持经济平稳运行的关键，其中消费是经济增长的持久动力。

餐饮消费驱动经济增长，收入占比逐渐提高。中国餐饮协会数据显示，近 30 年餐饮行业年均增长率为 18.6%，增长速度超过 GDP 增速。根据国家统计局数据，2015 年-2019 年全国餐饮收入增幅连续五年超过社会消费品零售总额增幅，有效拉动内需，促进经济发展。2015 年-2019 年餐饮收入占社会消费零售总额比例逐年提升，疫情期间餐饮占比波动较大。2020 年-2022 年疫情期间，虽然受外部环境干扰出现下降，但增速仍高于社会消费品零售总额增速。2023 年餐饮总收入首次突破 5 万亿元，餐饮业在社会消费品零售总额中占比 11.22%，增速远超其他类型。餐饮业复苏态势明显，发展信心逐步恢复。餐饮业继续发挥促进经济增长、带动消费回升的重要驱动作用。

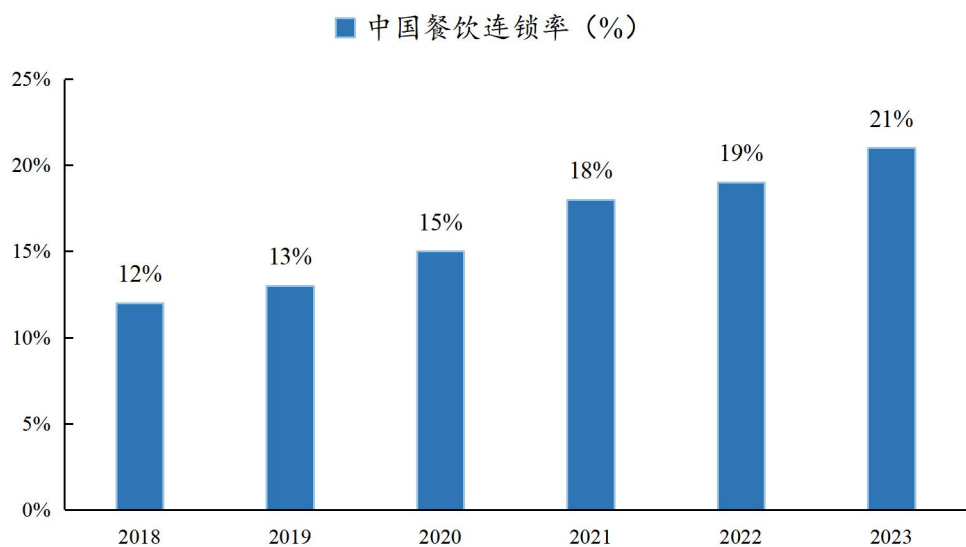
图表 8：国内餐饮收入占社会消费零售总额比例(%)



数据来源：国家统计局、华福证券研究所

餐饮连锁率持续提高，对比美国仍有空间。现阶段餐饮企业同质化竞争激烈，品牌文化以及成本管理成为企业竞争的主战场。而餐饮连锁化经营具有成本优势、价格优势、品牌优势，使企业在竞争中抢占先机，餐饮连锁化优势引领行业连锁化率提高。美团数据显示，2018-2022 年中国餐饮连锁化率持续走高，从 2018 年的 12% 至 2023 年的 21%，中国餐饮市场连锁化进程不断加快。但对比美国 54% 的餐饮连锁化率，中国餐饮连锁化率仍然有较大提升空间。

图表 9：中国餐饮连锁率 (%)



数据来源：艾媒咨询、餐饮 O2O、美团、华福证券研究所

2.2 餐饮及住宿业务夯实基础，多业态布局推动良性发展

2.2.1 餐饮业务：以“餐饮+宴会”为核心，迭代升级多业态发展

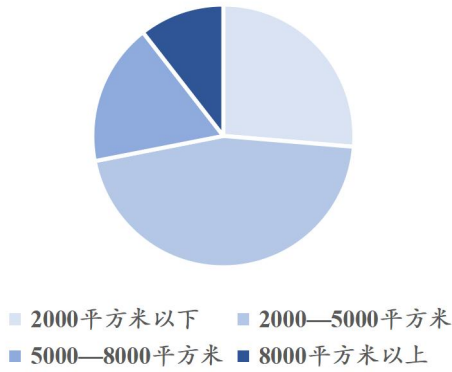
成立五大事业部，独立运营相互赋能。2020 年公司新成立了五大事业部，分别是餐饮事业部、婚礼事业部、新餐饮事业部、宾馆事业部、食品事业部。各事业部均有专业的团队负责运营，其大致介绍如下：

图表 10：公司主要事业部及业务

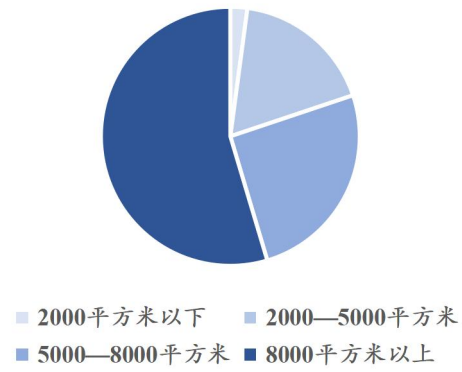
事业部	主要事务	品牌	示例图
餐饮事业部	定位于大众聚餐与宴会服务，满足朋友聚餐、商务宴请及各类宴会及婚庆市场需求	同庆楼	
婚礼事业部	主攻宴会市场，门店专门经营婚礼喜宴和各种宴会，以宴会厅为主，很少配备包厢。宴会需提前预定，没有宴会的日子酒店不需要开餐，具有用工少，各项成本低，效益高等特点	以帕丽斯艺术中心、同庆楼宴会中心	
新餐饮事业部	成立独立事业部旨在将单个子品牌孵化成熟后快速复制	大班海鲜肥牛火锅、庆小粤、咏川·川菜沸腾鱼、同庆小笼、同庆楼鲜肉大包等	
宾馆事业部	发挥同庆楼餐饮和宴会在市场上的经营优势，解决多功能宴会厅在非宴会期间的空置问题以及餐饮顾客切实存在的住宿需求。公司在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外地赴宴客人的住宿需求，酒店设施利用效率和经营效益得到较大的提升	“富茂”、“Fillmore”	
食品事业部	公司将凭借“同庆楼”的品牌优势，充分利用各门店多年来所聚集的线下客流，构建自己的私域流量池，大力拓展包括线上商城在内的各项线上销售渠道，加大产品研发力度，销售食品、原料及半成品，打造数字化新零售业务，此项业务将成为公司新的销售增长点	臭鳊鱼、香肠、酱肉、速冻小笼包、速冻大肉包、牛肉酱、鲜虾酱、多款名厨菜	

数据来源：公司招股书、华福证券研究所

与其他门店相比，大型门店盈利能力更强。2019 年，公司大型门店数量（店铺面积在 5000 平方米以上的店铺）在总统计门店数量中占比为 28.07%，但是净利润占比却达到了 80.14%，从中可以看出大型门店的盈利能力明显更高。我们认为大型门店盈利能力更强的原因系大型门店的桌次多，且大型门店承接宴会等大型活动的能力较小型门店强，较大型宴会对于价格的敏感程度更低，人均消费更高。

图表 11：2019 年公司各店型门店数占比


数据来源：公司招股书、华福证券研究所

图表 12：2019 年公司各店型净利润占比


数据来源：公司招股书、华福证券研究所

老店迭代升级，新店稳健拓展。近年来，因为门店环境和设备的老化，公司对部分经营时间较长的中小型门店进行升级。2023 年公司改造 9 家餐饮老门店，强化品牌特点，改善就餐环境，提升产品在市场的竞争力。新店拓展方面，23 年餐饮业务新开门店 6 家，其中：酒楼门店 4 家（常州孟河店、滁州悦达店、南京句容店、南京国泰店），婚礼宴会门店 2 家（合肥望湖城店、淮北濉溪店），无锡宝能店因工程施工进度影响延期至 2024 年 1 月开业。整体保持稳定增长。

新餐饮品牌种类众多，创新经营促进品牌孵化。公司旗下新餐饮菜式丰富多样，客户群体定位明确。有符离集、大鲇、同庆楼鲜肉大包等 14 个子品牌。22 年公司推出“庆小粤”茶餐厅业务，在部分门店进行试点，恢复公司兼营小吃美食的经营传统，受到市场的欢迎。公司作为中华老字号，地处江南使其地理位置拥有得天独厚的优势，拥有丰富面点小吃厨师资源。在新 SKU 开发方面，公司开创“同庆糕团”品牌业务，研发糕团产品，制作售卖以糯米为主要原料的各类江南传统点心小吃，颇受好评。庆小粤、同庆糕团与传统酒楼有机结合，让百年老店的美食基因得到显著加强，经营更有活力。

2.2.2 宾馆业务：“餐饮+宴会+住宿”三合一，直营委托双模式拓展

三元一体多品牌发展，差异化布局定位独特。富茂酒店是一家集餐饮、宴会和住宿于一体的五星级酒店品牌，迅速展现了强劲的增长势头。富茂酒店采用多品牌和多系列的发展策略，旗下有三大系列产品：“富茂大饭店”、“富茂花园酒店”和“富茂国际酒店”，各有不同的定位和特色，覆盖了豪华商务酒店到城市度假特色花园酒店等多个细分市场。

以餐饮业务为核心，相互赋能齐头并进。与传统宾馆业态不同，富茂酒店中餐饮业务是其核心，约占总收入的 70%以上（市场同规模酒店餐饮收入占比约 30%）。与此同时，配套高性价比的客房业务为在同庆楼就餐的顾客解决了住宿的问题，也

为公司带来了稳定的收入流。而宾馆业务进一步赋能餐饮业务，提高餐饮收入，形成良性循环。

聚焦长三角大湾区，直营委托双模式拓展业务。近年来，富茂酒店已开业多家分店，并计划在合肥、芜湖和上海等地进一步扩张。公司战略上聚焦于长三角和大湾区的市场，计划通过直营和委托管理双模式进行业务拓展。

公司宾馆业务盈利能力强，“富茂 Fillmore”品牌输出打开新局面。2023 年上半年，滨湖富茂实现净利润率近 15%（一月份受外部环境影响且仍有部分业态未开业的情况下），而瑶海富茂与北城富茂（2023 年一月份刚开业）尚处于爬坡阶段，尽管如此，整个宾馆板块综合净利润率也近 10%，充分彰显公司宾馆业务较强的盈利能力。公司除适当在地理位置优越处自建或购置宾馆外，下一步酒店业务将充分利用同庆楼自身独特的大型餐饮和宴会专业优势，通过“富茂 Fillmore”品牌对外输出酒店管理，进一步扩大业务规模。

注重人才引入，全方位提高服务水平。公司在管理层面非常注重人才培养和引进，如聘用了经验丰富的酒店管理专家尹慧娟女士担任集团副总，以提升整体运营效率。在运营方面，富茂酒店注重提供全方位、多层次的服务，不仅在餐饮和宴会方面具备强大的优势，还在客房设施和娱乐设施上进行了细致打磨，为客户提供了高品质的入住体验。通过与同庆楼的合作，公司能够有效地提高设施利用效率和经营效益。

图表 13：公司已开业及待开业的富茂酒店概况

门店	地理位置	配置	开业情况	示例
合肥滨湖富茂大饭店	安徽省合肥市滨湖新区庐州大道1001号	坐落于合肥市滨湖新区核心商业地段，酒店拥有480间舒适优雅的豪华客房及各式景观套房，57间同庆楼中餐包厢，逾4000m ² 宴会/会议空间，2个由明星婚礼设计师重磅打造的一站式主题宴会厅，4个可拆分使用的多功能宴会厅，另设1个面积超过2200m ² 、层高10米、可拆分使用的无柱国际厅。	已开业	
合肥瑶海富茂大饭店	安徽省合肥市瑶海区水东路与和平路交叉口	坐落于合肥市东部新中新核心地段。酒店拥有260间风格雅致的客房及套房，32间百年老字号同庆楼中餐包厢，25间豪华棋牌室，6个一站式百万级主题婚礼宴会厅、5个可拆分使用多功能宴会厅、3个顶级婚礼仪式殿堂，1个1500m ² 无柱超大可拆分国际宴会厅。	已开业	
合肥北城富茂花园酒店	安徽省合肥市北城双凤开发区魏武路与淮南北路交口东南侧	酒店拥有280间时尚优雅的客房及套房，36间同庆楼中餐包厢，超1万平超大户外草坪以及多个一站式主题宴会厅及多功能厅。	已开业	
合肥明珠富茂国际酒店	安徽省合肥市经开区繁华大道与金寨路交口	坐落于经开区繁华大道与金寨路交口，酒店拥有120间多款客房房型和16间风格不同的同庆楼餐饮包厢。	已开业	
合肥高新富茂大饭店	安徽省合肥市高新区皖水路与石莲北路交口	酒店总建筑面积4万m ² ，共24层，拥有428间舒适客房及套房，设有35个同庆楼餐饮包厢、6个宴会大厅、7个多功能宴会厅、6个会议室。	已开业	
合肥蜀山富茂大饭店	安徽省合肥市蜀山区长江西路与怀宁路交口	酒店总建筑面积约14万m ² ，地面建筑19层，地下3层，拥有500间时尚简约的客房及套房，12个多功能宴会厅，更有层高10米的大型宴会厅。	未开业	
合肥肥东富茂大饭店	安徽省合肥市肥东县长江东路与燎原路交口	总建筑面积8万m ² ，酒店设有豪华客房684间，13个面积庞大的多功能宴会厅。	未开业	
合肥肥西富茂大饭店	安徽省合肥市肥西县金寨南路与站前路交口	总建筑面积10万m ² ，酒店拥有512间舒适优雅的豪华客房及各式景观套房，9个主题宴会厅。	已开业	
芜湖鸠江富茂花园酒店	安徽省芜湖市鸠江区万春西路太阳埠湿地公园内	总建筑面积3万多平方米。依托3700亩的湿地公园，集各式餐饮、客房、宴会、休闲娱乐为一体。	未开业	
上海富茂国际酒店	上海市闵行区浦星公路569号	酒店占地面积1万6千平方，设有同庆楼中餐包厢26间，精致优雅的客房120间。	未开业	
阜阳富茂国际酒店	安徽省阜阳市市中心东200米	位于阜阳市中心，坐落在绿化覆盖率达50%的公园氧吧。	已开业	
同庆楼安庆富茂店	安庆市宜秀区独秀大道与天柱山东路交叉口		未开业	

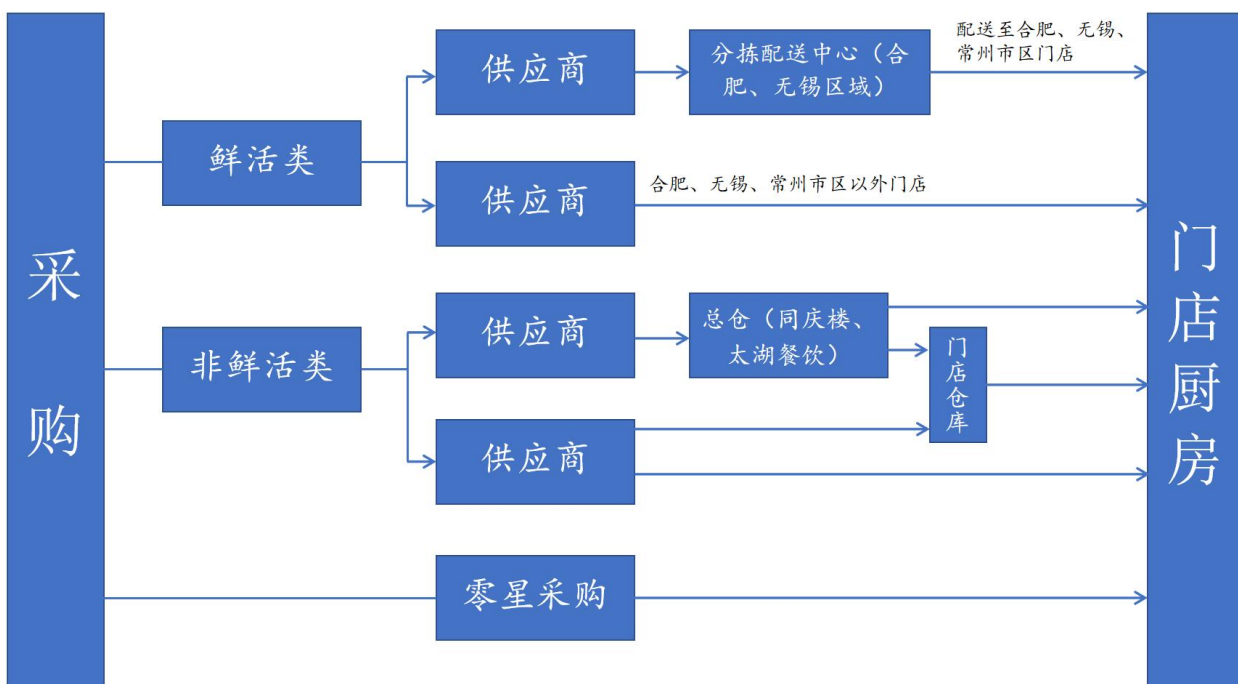
数据来源：公司官网、华福证券研究所

2.3 强大的内部管理+完善的供应链实现门店可复制化经营

门店管理标准化护航公司连锁发展。公司门店标准化主要从两方面出发：1) 采用精细化的厨师管理模式和员工培训机制助力门店连锁。公司根据专业菜系进行分类进行绩效评估，中央厨房和标准化工艺等维持菜肴品质，解决了中餐菜肴对厨师

的依赖和品质不稳定的问题。在新店开业准备期，公司从各个门店选拔熟悉业务和标准化管理的资深员工前往新店提供培训和指导。人力资源部对新员工进行了详细的培训和评估，制定了“新员工满月计划”等培训项目，只有通过考核的新员工才能上岗，这确保了新店在最短时间内成功复制。**2) 内部管理和前端服务层面标准化管理，提高工作效率。**公司利用 ERP 系统进行跨区域的集中管理，涵盖了财务部、人力资源部、供应链和各连锁酒店，实现了业务和财务的一体化管理。这种管理方式确保了全程可追溯的闭环管理，使得管理更加规范，流程更加清晰，并提高了工作效率。同时，公司在可复制的服务流程和店面管理环节实施了标准化管理，制定了《服务部操作手册》和《宴会管理指导书》等一系列规章制度，确保标准化管理贯穿于每一个环节。

供应链集中源头采购，物流统一配送。**采购端：**公司实施集中采购策略，与原产地供应商合作，在原材料的产出和捕捞季节大量采购原材料。应用冷链技术保持原料新鲜，不仅提高了原材料的品质，还显著降低了成本。**配送端：**原材料到达加工和配送中心后，公司实施集中作业，采用机械化方法进行分类、清洗、宰杀、切割和加工，这大大提高了工作效率，减少了人工成本和其他费用，并节省了门店空间。大部分门店的主要菜品在中央厨房进行集中加工，制成半成品或成品，经过规范包装和分拣后，通过冷链配送到各门店。这种方式确保了连锁门店主要菜品的标准化和流程化，保证了菜品品质的稳定性。这一整套的原料采购和加工体系有助于提升公司的整体竞争力。

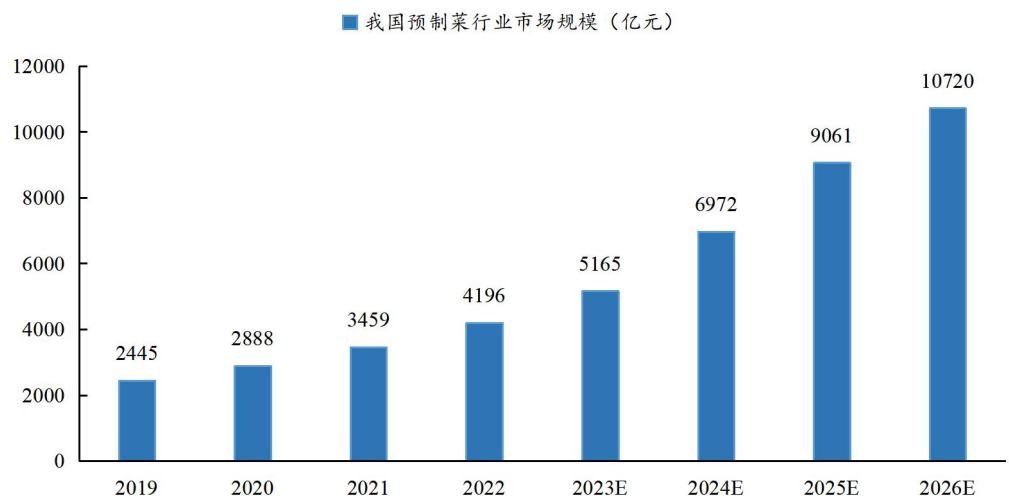
图表 14：公司采购、配送总流程图


数据来源：公司招股书、华福证券研究所

3 预制菜风头正盛，徽派单品线上线下同发力

疫情改变了人们的消费及生活习惯。从餐饮角度看，健康、高品质及便捷食品需求凸显。此外，从整个行业角度来看，疫情期间各餐饮企业经营成本攀升，使用预制菜及推行预制菜产品可在一定程度平滑餐饮企业成本段压力，提高餐饮企业盈利能力，实现降本增效，助力餐饮企业抢占疫后复苏增长新赛道。目前来看，预制菜赛道有望受益于需求端拉动持续扩容，预计到 2026 年预制菜市场规模或将突破万亿。

图表 15: 预制菜行业市场规模 (亿元)



数据来源: 艾媒咨询、华福证券研究所

百年老字号切入新赛道，预制菜布局有望助力公司打造新增张曲线。老字号餐饮企业切入预制菜赛道优势不止于口碑。

1) **名厨基础，新菜品研发能力强劲。**公司精细化厨师管理体系及厨师培养模式，在提升服务标准化的同时，为公司培养了依托名厨的强大菜菜品研发能力。公司依托名厨基础已经覆盖：自热饭、高端名厨菜、名厨面点、名厨酱肉、名厨优选等特色产品。目前公司已有超过 60 多个预制菜 SKU，强大的菜品研发能力是公司切入预制菜赛道的竞争优势之一。

2) **央厨供应链优势，标准化支撑预制菜业务快速发展。**中央厨房+标准工艺等是公司连锁经营模式下，保证产品品质，维持竞争优势的有效途径。公司大部分门店菜品通过由中央厨房集中加工、分拣，并通过冷链运输至各个门店，集中加工统一配送可实现降本增效，持续提升公司综合竞争力，标准化及可复制管理模式为公司发展预制菜业务奠定基础。

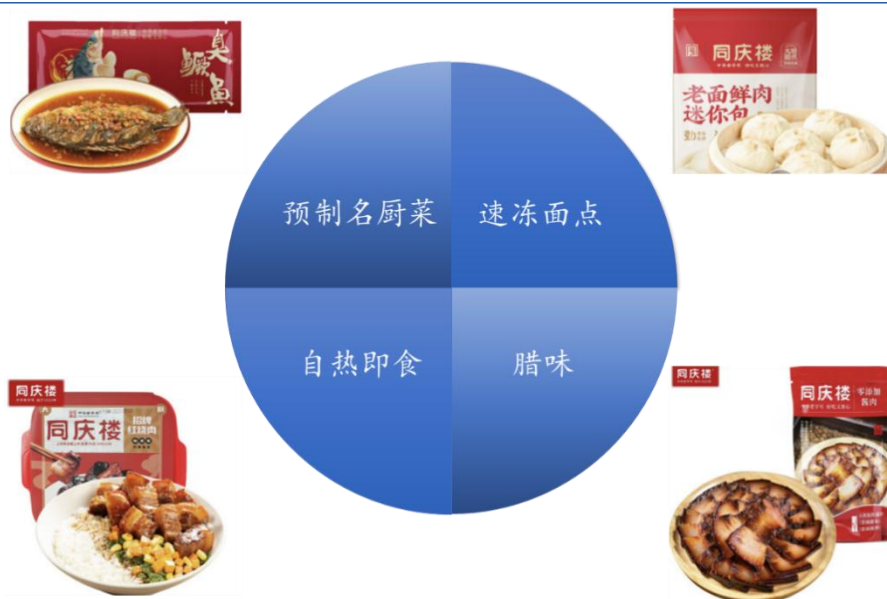
3) **线上+线下+渠道商，渠道端“三位一体”，进一步驱动公司预制菜业务。**公司完善渠道建设，打造数字化中台，以同庆楼门店为基础引流，筹备食品工厂及物

流配送基地，助力食品业务长效发展。

4 增长点与行业趋势协同性强，布局新赛道绘制发展蓝图

渠道发力，经验加速创新助推业务扩张。现阶段公司食品业务领域全面发力，构建深度运营渠道。公司将集中资源，突破重点，全面建立销售网络，完成对华东市场的全面渗透。在线下，公司加强与头部渠道如 Costco、山姆、盒马、胖东来等的战略合作，并与永辉、大润发、盒马等头部商超联合开设约 300 家店中店。同庆楼鲜肉大包计划在社区开设约 400 家店。在线上，公司重点发展抖音渠道，重新定位目标人群，传递品牌价值，通过短视频内容不断测试，实现精准销售，提升同庆楼食品品牌和产品力，持续提高线上销售业绩。

图表 16：公司预制菜产品体系



数据来源：公司官网、华福证券研究所

酒店协同餐饮发展，多维一体业态联动。公司酒店品牌为“富茂 Fillmore”，通过公司原有餐饮经营优势以解决宴会餐饮顾客的住宿需求，坚持“好吃（住）不贵有面子”的经营理念，打造国内特色的酒店商业模式。富茂酒店以餐饮业务为核心，全年酒店餐饮收入占比达 70%以上（市场同规模酒店餐饮占比约为 30%），2023 年公司将重点构建直营门店与委托管理双模式驱动，通过提高市占率以及品牌影响力，实现品牌溢价。同时构建富茂酒店一体化模式，建立完善的标准化运营模式，降本增效提高富茂产品投资产出比，保障酒店业务战略发展。

5 盈利预测

餐饮及住宿业务：同庆楼作为中国上市公司中餐饮行业的稀缺品牌，大型餐饮+宴会婚庆能力+连锁标准化体系构建壁垒，供应链及综合管理优势突出，连锁扩张力十足，精细化管理提高运营效率，提升公司毛利率。疫情期间被压抑的需求持续得到释放，宴会市场消费呈现增长态势。参考公司餐饮及住宿业务的 yoy 趋势，以及考虑模型中数据的勾稽关系，我们预计 2024-2026 年同庆酒楼新开门店数为 6 家/3

家/4家，店均收入增速为0.5%/1%/2%；婚礼会馆新开门店数为2家/2家/2家，店均收入增速为0.5%/1%/2%。酒店业务将充分利用同庆楼自身独特的大型餐饮和宴会专业优势，以“富茂 Fillmore”品牌对外输出酒店管理业务，为公司业务拓展打开全新局面，预计2024-2026年富茂酒店新开门店数为4家/3家/3家，店均收入增速为0.5%/1%/1%。预计新餐饮店铺数在基数增大后增速放缓，通过加盟的方式保持一定的增长率，我们预计2024-2026年的新开门店数为7家/10家/7家，店均收入增速为10%/7%/5%。

食品销售以及其他业务：公司利用同庆楼作为餐饮美食品牌的天然优势，延伸产业链，大力发展食品业务，以中华老字号餐饮美食品牌+众多线下大型餐饮门店+根基雄厚的研发力量为基础，构建了同庆楼食品的竞争优势，使食品业务增长动力强劲。同时“同庆楼鲜肉大包”连锁加盟业务在华东市场快速复制，给正在快速增长的食品业务装上了“加速器”。食品销售业务本身基数较小，预计在此基础上保持高增长，2024-2026年的增速为61%/29%/59%。。预计其他业务2024-2026年的增速为10%/10%/10%。

图表 17：公司业绩拆分预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2401.45	3231.56	3874.17	4702.25
YoY	43.76%	34.57%	19.89%	21.37%
营业成本	1762.16	2413.88	2895.23	3487.52
YoY	29.16%	36.98%	19.94%	20.46%
主营业务利润率	26.62%	25.30%	25.27%	25.83%
营业成本/收入	73.38%	74.70%	74.73%	74.17%
分业务拆分：				
餐饮及住宿业务				
收入	1956.58	2656.1075	3190.49	3780.681
YoY	32.06%	35.75%	20.12%	18.50%
业务收入比例	81.47%	82.19%	82.35%	80.40%
食品销售业务				
收入	167.47	270.31	348.02	552.35
YoY	78.27%	61.41%	28.75%	58.71%
业务收入比例	6.97%	8.36%	8.98%	11.75%
其他业务				
收入	277.40	305.14	335.654	369.2194
YoY	192.06%	10.00%	10.00%	10.00%
业务收入比例	11.55%	9.44%	8.66%	7.85%

数据来源：公司官网、华福证券研究所

6 投资建议

考虑到公司为国内餐饮龙头企业之一，因此本文选取同样主要立足于国内餐饮市场的海底捞、全聚德以及广州酒家作为可比公司。2024-2026年可比公司平均PE分别为24.80/19.59/17.25倍。预计公司2024-2026年归母净利润将达到3.99/4.60/5.71亿元，分别同比增长31%/15%/24%。随着餐饮业市场消费复苏，同庆楼作为其中的头部品牌，并且公司“三轮驱动”的发展战略也已初步成形，协同推动公司业绩爬坡，故给予公司2024年24倍PE，对应目标价36.85元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 18: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
6862.HK	海底捞	19.90	0.83	0.92	1.03	1.15	16.32	19.66	17.6	15.79
002186.SZ	全聚德	10.38	0.19	0.27	0.38	0.44	59.91	38.38	27	23.43
603043.SH	广州酒家	18.26	0.97	1.11	1.29	1.46	20.18	16.37	14.17	12.52
	平均值						32.14	24.80	19.59	17.25
605108.SH	同庆楼	26.12	1.17	1.54	1.77	2.32	22.33	17.01	14.75	11.25

数据来源：海底捞、全聚德、广州酒家基于2024年5月12日Wind一致预期、华福证券研究所

7 风险提示

- 1) 公司拓店速度不及预期：**餐饮业务作为公司的主营业务，拓店是其业务增长的重要手段，拓店速度不及预期将影响公司主营业务成长。
- 2) 餐饮业务需求不及预期：**餐饮业务为公司“立品牌”板块，但如果餐饮业务需求不及预期，会导致公司拓展缓慢，从而影响该业务发展。
- 3) 食品安全问题：**餐饮以及食品业务为公司现阶段主营业务，突发重大食品安全问题可能会导致舆论事件的发生，影响业务后续发展。

图表 19：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	122	646	775	940	营业收入	2,401	3,232	3,874	4,702
应收票据及账款	34	18	-7	-22	营业成本	1,762	2,414	2,895	3,488
预付账款	20	36	43	52	税金及附加	8	9	12	14
存货	115	235	227	274	销售费用	116	108	128	156
合同资产	0	0	0	0	管理费用	147	221	267	324
其他流动资产	211	199	254	320	研发费用	3	3	4	5
流动资产合计	502	1,135	1,292	1,564	财务费用	43	25	34	36
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	2	-1	-2	-1
固定资产	1,566	1,828	2,125	2,454	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	467	567	567	467	公允价值变动收益	1	2	1	1
无形资产	305	333	377	421	投资收益	3	9	7	6
商誉	0	0	0	0	其他收益	18	10	10	10
其他非流动资产	1,144	1,171	1,207	1,245	营业利润	397	521	601	746
非流动资产合计	3,482	3,898	4,275	4,586	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	3,984	5,034	5,568	6,151	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	111	864	985	893	利润总额	398	522	602	747
应付票据及账款	315	273	327	395	所得税	94	123	142	176
预收款项	0	0	0	0	净利润	304	399	460	571
合同负债	92	58	70	85	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	168	168	168	168	归属母公司净利润	304	399	460	571
其他流动负债	200	231	250	274	EPS (按最新股本摊薄)	1.17	1.54	1.77	2.20
流动负债合计	887	1,594	1,800	1,815					
长期借款	165	215	145	225					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	691	691	691	691					
非流动负债合计	856	906	836	916					
负债合计	1,743	2,500	2,637	2,732					
归属母公司所有者权益	2,241	2,533	2,931	3,419					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,241	2,533	2,931	3,419					
负债和股东权益	3,984	5,034	5,568	6,151					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	721	504	823	919
现金收益	529	671	774	926
存货影响	-15	-120	8	-47
经营性应收影响	5	-1	18	6
经营性应付影响	199	-42	54	68
其他影响	3	-3	-32	-35
投资活动现金流	-1,167	-652	-648	-622
资本支出	-1,131	-636	-620	-591
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-35	-16	-28	-31
融资活动现金流	155	671	-46	-131
借款增加	301	803	51	-12
股利及利息支付	-22	-94	-130	-149
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-124	-38	33	31

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	43.8%	34.6%	19.9%	21.4%
EBIT 增长率	195.1%	24.3%	16.3%	23.0%
归母公司净利润增长率	224.9%	31.3%	15.3%	24.0%
获利能力				
毛利率	26.6%	25.3%	25.3%	25.8%
净利率	12.7%	12.4%	11.9%	12.1%
ROE	13.6%	15.8%	15.7%	16.7%
ROIC	17.7%	15.3%	15.8%	17.4%
偿债能力				
资产负债率	43.8%	49.7%	47.4%	44.4%
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.9
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	5	3	1	-1
存货周转天数	22	26	29	26
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.54	1.77	2.20
每股经营现金流	2.77	1.94	3.16	3.53
每股净资产	8.62	9.74	11.27	13.15
估值比率				
P/E	23	17	15	12
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	79	62	54	45

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn