

费投加大致利润承压，期待新店爬坡进展

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年中报，实现营收12.7亿元，同比+17.5%；归母净利润0.81亿元，同比-44.4%；扣非净利润0.76亿元，同比-28.0%。2024Q2单季度，实现营收5.80亿元，同比+7.0%；归母净利润0.2亿元，同比-79.5%；扣非净利润0.11亿元，同比-74.5%。二季度业绩低于市场预期，费用投放较大致使利润承压，扣非净利润同比增速较高主要系去年同期公司无锡门店拆迁补偿及处置收益5048万元。
- 爬坡期费用投入较多，盈利能力承压。** 1、24H1公司毛利率为21.6%，同比-3.1pp；扣非净利率为6.0%，同比-3.8pp。毛利率和扣非净利率下降较多主要系新开门店规模较大，门店内的各业态陆续开业投入大量的开办费用以及资产折旧摊销等费用支出，而新店的营业收入处在爬坡期，导致新店亏损；以及公司进入全面大发展的阶段，资本性开支投入的资金较大。2、24H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为6.0%/5.1%/0.0%/2.2%，同比分别+1.9/-1.5/0.0/+0.7pct。销售费用率提升主要系食品公司收入上升对应平台渠道费用增长及新店开业营销费用增长所致；公司注重运营效率，不断优化管理效能，管理费用率下降较多。公司新增银行贷款资金、理财收入减少等导致财务费用增加1137万元。
- 餐饮业务为核，宾馆食品延伸发展，三轮驱动正循环效应。** 分业务来看，2023年公司餐饮及住宿服务和食品销售业务分别实现营收11.3/1.4亿元，毛利率分别为16.2%/64.4%。1、餐饮及宾馆方面，24H1公司新开业门店新增营业收入2.1亿元，同店较2023年下降5.5%，较2019年上升0.54%。公司新开5家门店，共新增三家规模较大的富茂酒店（高新、肥西、安庆）、一家大型餐饮门店（无锡宝能店）、一家上万平方的婚礼会馆门店（常州常青里）。今年下半年预计有4-6新店（部分区域开业）。2024年底公司计划完成10家富茂酒店主体业态开业，2025年该10家富茂酒店陆续到达成熟经营期。2、食品方面，公司围绕中华面点及中华糕点两个核心品类进行深入研究，同时鲜肉大包连锁经营业务稳步发展。线下与大润发、胖东来、中商、无锡大统华、合家福等高超渠道深度合作；线上不断布局加码抖音渠道建设，形成自播+达播+代播三位一体的打法，与与辉同行、辛选、东方甄选，小杨甄选等顶流平台合作，不断提升同庆楼品牌的影响力。
- 盈利预测和投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.9亿元、2.9亿元、3.8亿元，EPS为0.71元、1.11元、1.45元。给予公司2025年20倍估值，对应目标价22.2元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 门店拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	24.01	25.82	30.75	35.92
增长率	43.76%	7.53%	19.09%	16.81%
归属母公司净利润(亿元)	3.04	1.85	2.89	3.78
增长率	224.91%	-39.24%	56.55%	30.69%
每股收益EPS(元)	1.17	0.71	1.11	1.45
净资产收益率ROE	13.57%	8.28%	12.04%	14.58%
PE	15	24	16	12
PB	2.01	2.02	1.88	1.74

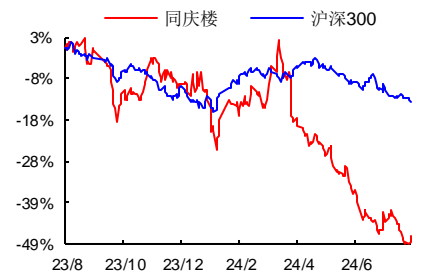
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.60
流通A股(亿股)	2.60
52周内股价区间(元)	16.74-34.38
总市值(亿元)	45.14
总资产(亿元)	44.55
每股净资产(元)	8.93

相关研究

- 同庆楼(605108): 三轮驱动强劲增长, 门店爬坡期平稳度过 (2024-04-28)
- 同庆楼(605108): 淡季业绩亮眼收官, 餐饮宴会协同发力 (2023-11-03)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到国内餐饮业经历 2023 年消费反弹之后，在大经济环境下面临较大下行压力，公司进入拓店快车道，不断构建自身运营壁垒，预计 24-26 年餐饮业务营收增速分别为 1%、5%、3%，毛利率分别为 16%、15%、14%；

假设 2：考虑到公司研发培育千万级单品，深度运营渠道布局全国市场，鲜肉大包连锁经营业务快速发展，食品业务进入全面提速阶段。预计 24-26 年食品业务营收增速分别为 80%、50%、40%，毛利率分别为 36%、37%、38%。

假设 3：考虑到已开业宾馆逐步完善、内部配套业态陆续开业以及新宾馆投入运营，多家大体量门店迎来爬坡期，预计 24-26 年其他业务营收增速分别为 10%、80%、50%，毛利率分别为 65%、60%、55%；

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	24.0	25.82	30.75	35.92
yoy	43.7%	7.5%	19.1%	16.8%
营业成本	17.6	19.59	22.68	26.00
毛利率	26.6%	24.1%	26.3%	27.6%
餐饮业务				
收入	19.6	19.8	20.8	21.4
yoy	32.1%	1.0%	5.0%	3.0%
成本	15.5	16.6	17.6	18.4
毛利率	20.7%	16.0%	15.0%	14.0%
食品业务				
收入	1.7	3.0	4.5	6.3
yoy	77.7%	80.0%	50.0%	40.0%
成本	1.1	1.9	2.8	3.9
毛利率	35.3%	36.0%	37.0%	38.0%
其他业务				
收入	2.8	3.0	5.5	8.2
yoy	191.6%	10.0%	80.0%	50.0%
成本	1.0	1.1	2.2	3.7
毛利率	62.5%	65.0%	60.0%	55.0%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以广州酒家、味知香、安井食品作为可比公司。基于公司是餐饮与婚礼宴席行业的稀缺老字号品牌，目前进入门店扩张加速周期，新富茂模型多点开花和酒店轻委托管理扩张模式处于验证关键阶段，食品业务逐步放量有望提振估值。短期婚礼宴席刚需集中释放，带动业绩修复；中长期预制菜等食品业务打开增长空间。故给予公司 2025 年 20 倍估值，对应目标价 22.2 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603043.SH	广州酒家	14.53	5.5	6.3	7.3	8.3	20	13	11	10
605089.SH	味知香	17.84	1.4	1.2	1.3	1.5	37	21	19	16
603345.SH	安井食品	73.78	14.8	16.5	18.8	21.1	21	13	12	10
平均值							26	16	14	12
605108.SH	同庆楼	17.36	3.0	1.9	2.9	3.8	15	24	16	12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24.01	25.82	30.75	35.92	净利润	3.04	1.85	2.89	3.78
营业成本	17.62	19.60	22.68	26.00	折旧与摊销	1.82	1.96	2.21	2.50
营业税金及附加	0.08	0.08	0.09	0.11	财务费用	0.43	0.98	0.97	1.14
销售费用	1.16	1.55	1.81	2.08	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.47	1.29	1.51	1.72	经营营运资本变动	0.34	-1.34	0.33	0.33
财务费用	0.43	0.98	0.97	1.14	其他	1.57	-0.07	-0.08	-0.09
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7.21	3.39	6.31	7.67
投资收益	0.03	0.10	0.10	0.10	资本支出	-9.14	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.01	0.01	0.01	0.01	其他	-2.53	-0.02	-0.04	-0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.67	-4.02	-4.04	-4.04
营业利润	3.97	2.43	3.80	4.96	短期借款	1.11	13.44	1.85	1.45
其他非经营损益	0.01	0.00	0.00	0.00	长期借款	1.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	3.98	2.43	3.80	4.97	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.94	0.59	0.91	1.19	支付股利	-0.20	-1.98	-1.20	-1.88
净利润	3.04	1.85	2.89	3.78	其他	-1.02	-1.73	-0.95	-1.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1.55	9.74	-0.30	-1.55
归属母公司股东净利润	3.04	1.85	2.89	3.78	现金流量净额	-2.91	9.11	1.97	2.07
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1.22	10.33	12.30	14.37	成长能力				
应收和预付款项	1.19	1.27	1.53	1.78	销售收入增长率	43.76%	7.53%	19.09%	16.81%
存货	1.15	1.37	1.56	1.78	营业利润增长率	220.09%	-38.71%	56.05%	30.78%
其他流动资产	1.45	1.33	1.64	1.94	净利润增长率	224.91%	-39.24%	56.55%	30.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	116.71%	-13.55%	29.62%	23.47%
投资性房地产	0.14	0.14	0.14	0.14	获利能力				
固定资产和在建工程	20.33	22.80	25.04	26.98	毛利率	26.62%	24.11%	26.25%	27.61%
无形资产和开发支出	3.05	2.95	2.84	2.74	三费率	12.75%	14.80%	13.95%	13.79%
其他非流动资产	11.30	11.09	10.90	10.71	净利率	12.66%	7.16%	9.41%	10.52%
资产总计	39.84	51.29	55.96	60.45	ROE	13.57%	8.28%	12.04%	14.58%
短期借款	1.11	14.55	16.40	17.85	ROA	7.63%	3.60%	5.17%	6.25%
应付和预收款项	4.28	3.93	4.72	5.51	ROIC	15.62%	9.10%	11.15%	12.85%
长期借款	1.65	1.65	1.65	1.65	EBITDA/销售收入	25.91%	20.83%	22.67%	23.97%
其他负债	10.39	8.82	9.17	9.51	营运能力				
负债合计	17.43	28.96	31.94	34.52	总资产周转率	0.70	0.57	0.57	0.62
股本	2.60	2.60	2.60	2.60	固定资产周转率	2.05	1.59	1.72	1.80
资本公积	7.42	7.42	7.42	7.42	应收账款周转率	67.63	67.98	68.80	67.62
留存收益	12.69	12.56	14.25	16.15	存货周转率	16.45	15.57	15.48	15.56
归属母公司股东权益	22.41	22.33	24.02	25.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	22.41	22.33	24.02	25.92	资产负债率	43.75%	56.46%	57.07%	57.12%
负债和股东权益合计	39.84	51.29	55.96	60.45	带息债务/总负债	15.82%	55.95%	56.53%	56.48%
					流动比率	0.57	0.70	0.73	0.77
					速动比率	0.44	0.63	0.66	0.70
					股利支付率	6.41%	106.98%	41.52%	49.74%
					每股指标				
					每股收益	1.17	0.71	1.11	1.45
					每股净资产	8.62	8.59	9.24	9.97
					每股经营现金	2.77	1.30	2.43	2.95
					每股股利	0.08	0.76	0.46	0.72
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	6.22	5.38	6.97	8.61					
PE	14.84	24.43	15.60	11.94					
PB	2.01	2.02	1.88	1.74					
PS	1.88	1.75	1.47	1.26					
EV/EBITDA	6.29	7.91	6.06	4.82					
股息率	0.43%	4.38%	2.66%	4.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
