

# 同庆楼（605108）

## 老字号宴会餐饮龙头，多业态扩张快速成长 增持（首次）

2024年11月28日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001  
shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017  
wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1670	2401	2603	3436	4108
同比（%）	3.86	43.76	8.40	32.00	19.54
归母净利润（百万元）	93.60	304.11	146.46	315.78	428.79
同比（%）	(35.03)	224.91	(51.84)	115.61	35.79
EPS-最新摊薄（元/股）	0.36	1.17	0.56	1.21	1.65
P/E（现价&最新摊薄）	60.97	18.77	38.97	18.07	13.31

### 投资要点

- 老字号宴会龙头，三轮驱动求发展：**中华老字号品牌——同庆楼于1925年创立于芜湖，公司以大型酒楼经营宴会等餐饮业务，并基于餐饮拓展富茂酒店和食品销售业务。公司门店分布于安徽、江苏、北京等地，截至2024年上半年，公司直营门店118家，其中餐饮/富茂分别有54/7家。
- 婚宴市场规模稳健增长，全服务酒店品牌本土化：**1) **宴会市场规模稳健增长，一站式婚宴需求提升。**婚宴等聚餐场景具有价格不敏感、需求相对刚性的特点，2019年婚宴市场规模8037亿元，占婚庆市场的46%，2016-2019年婚宴市场规模CAGR为8%。我们预计2024年结婚登记对数同比-17%，但婚礼客单价持续上涨，量减价升，婚宴消费力依旧可观。2) **全服务型酒店迎本土化趋势，强餐饮产品迎合新消费趋势。**此前海外品牌进驻国内物业多与提升商业地产价值有关，地产业转型后业主方更加关注投资运营效率，对本土品牌偏好增加，2023年新开业高端酒店中本土品牌门店数占比53%，较2018年提升19pct。强餐饮、兼顾社交属性的酒店产品具有性价比，通过承接宴会需求，餐饮、客房联动补足淡季客流。
- 立足宴会餐饮，强运营&标准化促异地扩张：**1) **卡位宴会市场，聚焦餐饮经营。**公司定位“大众聚餐+宴会服务”，拥有宴会及婚庆的专业团队，疫情前10桌以上大中型宴会收入约占餐饮收入的30%。适应宴会需求的大型酒楼贡献营收利润，2019年超过6000平米的14家大型门店合计营收/净利润占比53%/79%。2) **运营效率高，单店盈利能力突出。**运营模式成熟，大店盈利能力突出。选取面积为8000/5000平米的大、中型门店测算同庆楼单店模型，预计分别实现年收入7200/3900万元，净利润1200/469万元，净利率为17%/12%，大型门店投资回收期4~5年。富茂酒店餐饮/客房收入约占比80%/20%，单体投资达亿元级别，开业1~2年达到成熟期，投资回收期约6~7年，测算成熟期单店收入/净利润为1.5/0.3亿元，净利率达19.7%，2024年底前开业的10家富茂将于成熟期贡献约3亿元利润。3) **标准化管理，持续异地扩张。**公司供应链采用集中采购和配送方式，运营管理标准化助力富茂和餐饮门店异地扩张。我们预计截至2024年底，公司直营门店132家，门店面积79.8万平米，同比+25%/50%。
- 盈利预测与投资评级：**同庆楼依托老字号品牌深耕宴会餐饮市场，高效运营的餐饮门店和富茂酒店持续扩张，随着新开门店爬坡，公司有望释放业绩弹性。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为1.5/3.2/4.3亿元，对应PE估值为39/18/13倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**需求走弱下同店表现承压、开店节奏不及预期、新店爬坡期拖累业绩等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.95
一年最低/最高价	15.32/34.65
市净率(倍)	2.57
流通A股市值(百万元)	5,707.00
总市值(百万元)	5,707.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.53
资产负债率(%LF)	55.32
总股本(百万股)	260.00
流通A股(百万股)	260.00

### 相关研究

## 内容目录

1. 公司概况：老字号宴会龙头，三轮驱动求发展 .....	5
1.1. 发展历程：打造覆盖全国的大型连锁餐饮企业 .....	5
1.2. 业务模式：以餐饮为核心，三轮驱动发展 .....	6
1.3. 股权结构 .....	9
2. 行业分析：婚宴市场规模稳健增长，全服务酒店品牌本土化 .....	10
2.1. 宴会市场规模稳增长，一站式婚宴需求提升 .....	10
2.2. 全服务型酒店迎本土化趋势，强餐饮产品迎合新消费趋势 .....	12
3. 核心优势：立足宴会餐饮，强运营&标准化促异地扩张 .....	14
3.1. 卡位宴会市场，聚焦餐饮经营 .....	14
3.2. 运营效率高，单店盈利能力突出 .....	15
3.3. 标准化管理，持续异地扩张 .....	17
4. 财务分析：新开店拖累利润表现，门店爬坡释放业绩弹性 .....	18
5. 盈利预测及投资建议 .....	20
5.1. 盈利预测 .....	20
5.2. 投资建议 .....	22
6. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1:	业务三轮驱动发展.....	5
图 2:	芜湖市同庆楼银湖店一站式宴会厅——天宫之城.....	5
图 3:	公司发展历程.....	6
图 4:	2017-2023 年及 2024H1 收入拆分.....	6
图 5:	2024 年上半年末直营门店拆分（家，占比）.....	6
图 6:	合肥滨湖富茂大饭店.....	8
图 7:	2021-2023 年富茂酒店营业收入.....	8
图 8:	同庆楼京东旗舰店.....	8
图 9:	2021-2023 年食品业务营业收入（万元）.....	8
图 10:	公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	9
图 11:	餐饮收入规模及餐饮收入 yoy、社零总额 yoy.....	10
图 12:	中国香港宴会市场规模（亿港元）.....	11
图 13:	2016-2021 中国婚庆市场规模（亿元）.....	11
图 14:	2014-2024E 年中国结婚登记人数.....	12
图 15:	2016-2021 年婚礼客单价（万元）.....	12
图 16:	高端酒店新开业门店数（家）.....	13
图 17:	全服务型高端酒店收入结构.....	14
图 18:	同庆楼餐饮收入结构（亿元）.....	14
图 19:	2019 年同庆楼净利润排名前 7 的门店.....	15
图 20:	2017-2019 年全部门店集中采购及统一配送占比.....	17
图 21:	2017-2019 年批量采购及零星采购占比.....	17
图 22:	同庆楼门店数.....	18
图 23:	同庆楼门店面积.....	18
图 24:	公司年度营收及 yoy.....	18
图 25:	公司单季度营收及 yoy.....	18
图 26:	公司分业务毛利率.....	19
图 27:	公司三大费用率.....	19
图 28:	公司归母净利润及归母净利率.....	20
图 29:	公司其他应付款及合同负债.....	20
表 1:	餐饮业务品牌明细.....	7
表 2:	主要新品牌餐饮介绍.....	9
表 3:	公司管理层简介.....	10
表 4:	一站式婚礼会所与普通酒店对比.....	12
表 5:	全服务型酒店与有限服务型酒店对比.....	13
表 6:	2019 年同庆楼门店分规模营收和利润水平.....	15
表 7:	同庆楼单店模型年度数据测算.....	16
表 8:	富茂酒店单店收入、净利润测算.....	16
表 9:	同庆楼收入预测拆分（单位：亿元）.....	21
表 10:	同庆楼毛利率及三费率预测.....	21
表 11:	同庆楼营业收入及归母净利润（单位：亿元）.....	21

表 12: 同庆楼可比公司估值 (截至 2024 年 11 月 27 日) ..... 22

## 1. 公司概况：老字号宴会龙头，三轮驱动求发展

### 1.1. 发展历程：打造覆盖全国的大型连锁餐饮企业

**老字号餐饮品牌。**同庆楼品牌于 1925 年创立于芜湖，1999 年被国家贸易部认定为“中华老字号”，2004 年沈基水拍卖竞得“同庆楼”商标。同庆楼以大型酒楼经营宴会等餐饮业务，门店分布于安徽、江苏和北京等地。公司于 2020 年上市，并于同年成立餐饮、婚礼宴会、宾馆、食品、新餐饮五大事业部，发展多元业务，并通过连锁开店逐步实现规模扩张。2023 年公司实现营收 24.01 亿元，年末直营门店 106 家。

图1：业务三轮驱动发展



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：芜湖市同庆楼银湖店一站式宴会厅——天官之城



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段：

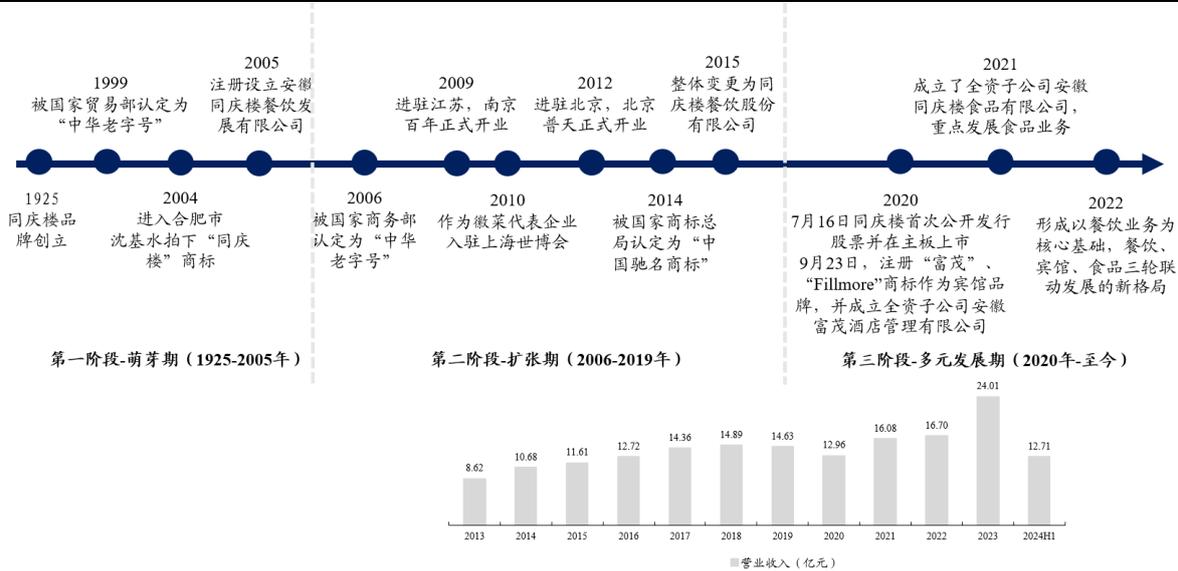
**第一阶段（1925-2005 年）：百年老字号餐饮改制公司模式。**1925 年，同庆楼品牌由徽商创立，以徽菜为主汲取沿江菜系，历史上遍布北京、南京、武汉、芜湖等城市，曾接待过众多知名人士。1999 年，作为中国历史餐饮名店，同庆楼被国家贸易部认定为“中华老字号”。2004 年，同庆楼品牌进入合肥市；同年沈基水以 27.3 万元拍下“同庆楼”商标。2005 年，注册设立安徽同庆楼餐饮发展有限公司，开始公司模式运营。2006 年，同庆楼再次被国家商务部认定为“中华老字号”。

**第二阶段（2006-2019 年）：以宴会餐饮为特色，布局安徽、江苏和北京等地。**公司于 2008 年起开始做宴会服务，满足大众聚餐需求，其中一站式婚庆产品形成独特竞争力。2009 年 12 月，同庆楼进驻江苏省，南京百年正式开业。2010 年 5 月，同庆楼作为中国八大菜系之徽菜代表企业入驻上海世博会。2012 年 12 月，同庆楼进驻北京市，北京普天正式开业。2014 年，同庆楼被国家商标总局认定为“中国驰名商标”。2015 年，安徽同庆楼餐饮发展有限公司整体变更为同庆楼餐饮股份有限公司。

**第三阶段（2020 年-至今）：以餐饮为核心，业务多元发展。**2020 年 7 月 16 日同庆楼在上交所上市，同年成立餐饮、宾馆、新餐饮、婚礼、食品五大事业部；9 月 23 日，公司注册“富茂”、“Fillmore”商标作为宾馆品牌，并成立全资子公司安徽富茂酒店管理

有限公司，运营以宴会餐饮为基础、配套客房服务的高品质酒店。2021年，公司成立全资子公司安徽同庆楼食品有限公司，开始发展食品业务，逐步形成以餐饮业务为核心，餐饮、宾馆、食品三轮联动发展的新格局，构建业务增长飞轮。

图3：公司发展历程

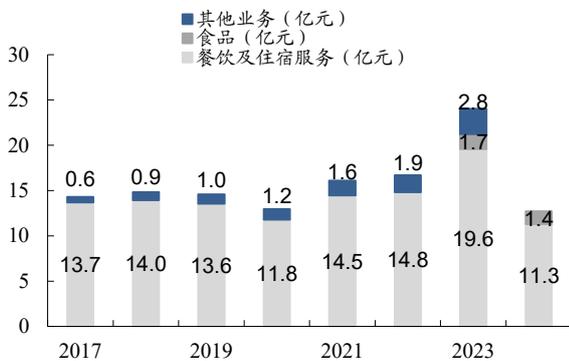


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 业务模式：以餐饮为核心，三轮驱动发展

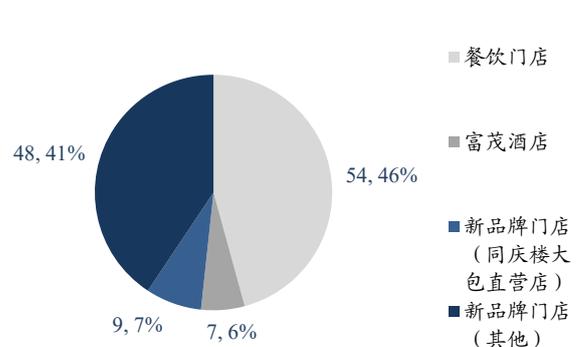
**以餐饮业务为核心，餐饮、宾馆、食品三轮驱动。**公司以餐饮业务为核心，以大型酒楼模式提供餐饮宴会服务；宾馆业务基于酒楼配套客房业务，满足宴会客人住宿需求；食品业务依托连锁酒楼和老字号品牌优势，研发、生产、销售传统食品，其他业务主要是宴会服务收入。分业务看，2023年公司餐饮及住宿服务、食品销售和其他业务分别实现营收19.6/1.7/2.8亿元，分别占比81%/7%/12%；分地区看，2023年安徽省内/省外实现营收14.9/6.3亿元，分别占比70%/30%。截至2024年H1，公司有直营门店118家，其中同庆楼餐饮/富茂酒店/新品牌门店分别54/7/57家。

图4：2017-2023年及2024H1收入拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2024年上半年末直营门店拆分（家，占比）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**餐饮业务聚焦大型酒楼，一站式婚庆打造个性化产品。**餐饮业务主要以线下直营酒楼模式提供大型餐饮和宴会运营服务。“同庆楼”传统酒楼设置宴会厅+包厢，标准门店5000平方米左右，通过“十大喜宴”等产品满足亲朋聚餐和商务宴请活动需求；婚礼宴会事业部拥有“同庆楼宴会中心”、“Palace帕丽斯”、“会宾楼”等多个品牌，提供个性化、一站式婚庆宴会服务。2023年，公司餐饮收入（报表端餐饮及住宿服务扣除富茂酒店收入）为15.1亿元，餐饮业务新开门店6家，其中酒楼门店4家，婚礼宴会门店2家；截至2023年末，公司共有44家同庆楼和9家婚礼宴会门店。

**表1：餐饮业务品牌明细**

品牌名称	定位	服务范围	规模
同庆楼	大众聚餐与宴会服务	亲朋聚餐、商务宴请及各类宴会需求	分为精品店、标准店和旗舰店三种类型，其中精品店面积1000-3000 m <sup>2</sup> ，经营模式以零点厅+包厢为主；标准店面积3000-5000 m <sup>2</sup> ，旗舰店面积5000-30000 m <sup>2</sup> ，以大量包间+宴会厅为主。
会宾楼	高端宴会中心	订婚宴、结婚宴、满月宴、百日宴、生日宴、升学宴等	主体三层，营业面积近万平米，拥有7个多功能全新豪华宴会厅，可同时承接2000人的宴请。
同庆楼宴会中心	为大众提供百万级的宴会场景服务	订婚宴、结婚宴、生日宴、毕业宴、乔迁宴、庆功宴、商务宴等特色宴会	面积3000平方米，由国内顶级宴会空间设计师创作了3种风格各异的主题宴会厅，可同时容纳近70桌宾客同时用餐。
Palace帕丽斯	高端婚礼服务品牌	王室婚礼、明星婚礼、城堡婚礼、奢侈品婚礼、秘境婚礼、定制婚礼等	面积3000平方米，三个风格迥异的宴会圣殿，共可容纳70余桌宾客同时用餐。



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**富茂酒店以餐饮为核心，配套客房拓展宾馆业务。**“富茂 Fillmore”拥有富茂大花园 (Fillmore Grand)、富茂花园酒店 (Fillmore Garden)、富茂国际酒店 (Fillmore International) 三大细分品牌，分别定位为豪华城市商务酒店、城市豪华度假酒店、城市中高档商务酒店。富茂酒店依托同庆楼大型酒楼配套高性价比客房，实现餐饮和客房业务联动，周内/周末节假日分别以接待会议/宴会需求为主。门店餐饮收入占比80%以上，市场同规模酒店餐饮收入占比不超过50%。富茂单店投资规模较大、物业地块优质，宴会向客房引流模式，可较快获得可观的投资回报，宾馆业务以直营+委托管理模式进行扩张，截至

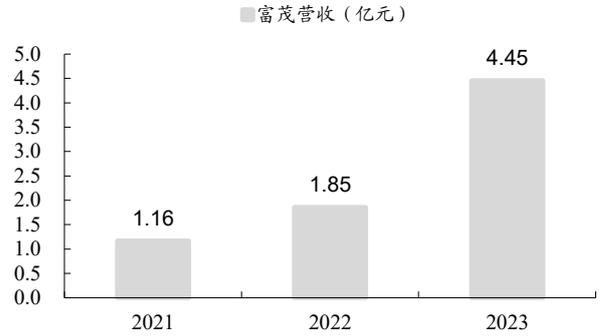
2023 末，富茂酒店直营店 4 家，2023 年宾馆业务实现营业收入 4.5 亿元。

图6：合肥滨湖富茂大饭店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图7：2021-2023 年富茂酒店营业收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

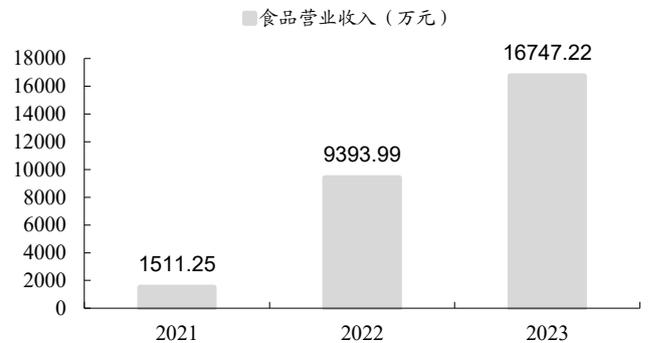
**食品销售布局线上线下渠道。**公司利用老字号品牌和同庆楼大厨团队，推出小笼包、肉包、臭鳊鱼、烧鸡、名厨粽、月饼等系列产品；渠道端，采用直营+直采+经销+代销的模式，持续布局线下零售+线上平台、直播渠道，全面铺设 C 端重要网点，打造品牌影响力。此外，“同庆楼鲜肉大包”通过直营+加盟快速扩张，截至 2024 年 8 月，已开业门店 80 家，待开 60 家。食品业务 2023 年实现营业收入 1.7 亿元，同比+78%。

图8：同庆楼京东旗舰店



数据来源：京东旗舰店，东吴证券研究所

图9：2021-2023 年食品业务营业收入 (万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新餐饮业务孵化新品牌。**同庆楼自 2020 年成立新餐饮事业部以来，推出多样化的新型餐饮业务，旗下包含符离集、鸿章砂锅、麻爷、同庆小笼、金安徽、紫亭等多个品牌。小型门店孵化成功后，可快速复制扩张。

表2: 主要新品牌餐饮介绍

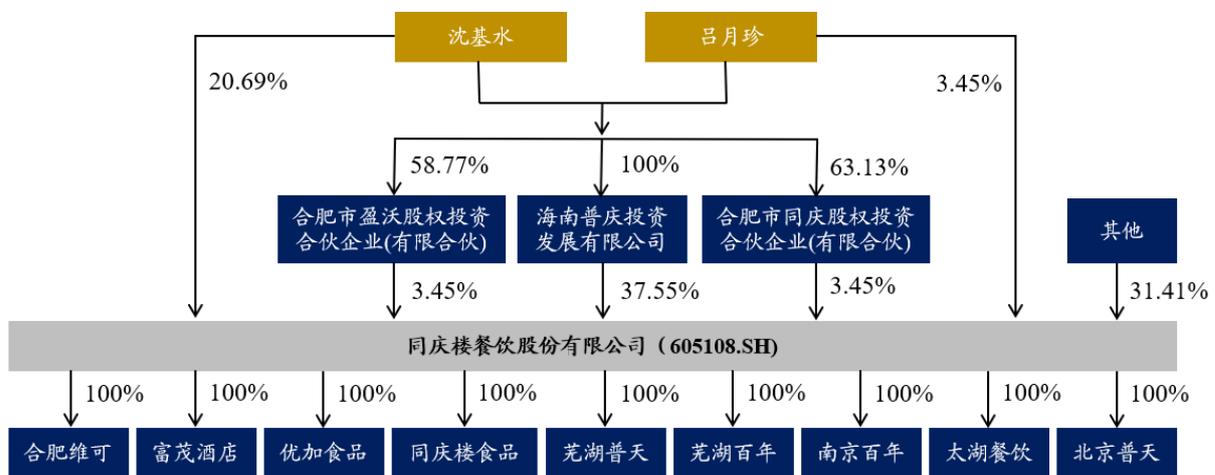
新品牌	介绍
符篱集	以中国四大名鸡之中的符离集烧鸡为特色菜品，目前共有三家门店，分别为合肥万象城门店、马鞍山路店及肥东吾悦店。
麻爷集市火锅	是同庆楼集团旗下火锅品牌，包含火锅、烤串、卤味、甜品、酒等
鸿章小馆	是同庆楼旗下徽菜品牌，主打家庭客群，老少咸宜。集聚徽菜特色，包含皖南、皖江、合肥、淮南、皖北菜，满足不同消费者口味；菜品大多以砂锅呈现，注重煨炖。
紫亭·割烹	成立于2022年，属于怀石料理，以传统的文化、习惯为基础的料理体系。以新鲜的海产品和时令新鲜蔬菜为主，讲究食材和摆盘，注重季节感。
同庆小笼	同庆楼旗下小笼包品牌，以小笼包为主打，口号：“先开窗，后喝汤，然后一口吃光光！”

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. 股权结构

**股权结构集中稳定。**公司实控人为沈基水、吕月珍（夫妻关系），截至2024年Q3末，两人直接持股比例分别为20.69%、3.45%，同时通过海南普庆投资发展有限公司、合肥市盈沃股权投资合伙企业（有限合伙）、合肥市同庆股权投资合伙企业（有限合伙）间接持股37.55%、3.45%、3.45%，合计持股68.59%，股权结构集中稳定。

图10: 公司股权结构（截至2024年9月30日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；

注：沈基水和吕月珍合计持有普庆投资100%股权、盈沃投资58.77%股权和同庆投资63.13%股权

**公司高管持股，管理层经验丰富。**高管团队包括创始人长期在餐饮和宴会服务行业深耕细作，拥有深厚的背景和多年从业经验，核心管理层成员曾在梦都餐饮、同庆楼餐饮、富茂酒店担任重要职位，积累一线工作和管理经验。同时，同庆投资与盈沃投资为由实控人控制的员工持股平台，高管持股绑定管理层和公司利益，激发了管理层的积极性和创造力。

表3: 公司管理层简介

姓名	职务	年龄	性别	任职履历
沈基水	董事长、总经理	55	男	曾任安徽省和县中医院放射科医师; 安徽省马鞍山市人民医院放射科医师; 安徽省梦都餐饮发展有限责任公司总经理; 安徽同庆楼餐饮发展有限公司总经理
王寿凤	副董事长	48	女	曾任安徽省梦都餐饮发展有限责任公司门店总经理; 安徽同庆楼餐饮发展有限公司副总经理、常务副总经理等职务
吕月珍	董事	47	女	曾任安徽省梦都餐饮发展有限责任公司门店总经理; 安徽同庆楼餐饮发展有限公司总经理助理等职务
尹慧娟	董事、副总经理	34	女	曾任同庆楼全资子公司安徽富茂酒店管理有限公司总经理。
范仪琴	董事、财务总监、董事会秘书	53	女	曾任安徽省梦都餐饮发展有限责任公司财务总监; 安徽同庆楼餐饮发展有限公司副总经理、财务总监。
韦小五	董事、副总经理	42	女	曾任安徽同庆楼餐饮发展有限公司酒店服务部经理、酒店总经理、区域总经理; 同庆楼餐饮股份有限公司区域总经理。
张悦	副总经理	45	女	曾任安徽同庆楼餐饮发展有限公司酒店服务部经理, 酒店副总经理, 酒店总经理; 上市公司常务副总经理助理, 区域总经理, 营运总监、餐饮事务部总经理

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 行业分析: 婚宴市场规模稳健增长, 全服务酒店品牌本土化

### 2.1. 宴会市场规模稳增长, 一站式婚宴需求提升

**餐饮业市场规模稳健增长。**餐饮业是促消费、惠民生、稳就业的重要领域。疫情前, 我国餐饮行业增长稳定, 2014-2019 年餐饮业市场规模 CAGR 为 10.89%, 超过社会消费品零售总额 CAGR (9.47%)。2020-2022 年受疫情影响, 餐饮消费波动较大。2023 年起消费市场持续回升, 2023 年餐饮收入达到 52890 亿元, 同比增长 20.4%, 较 2019 年增长 13.2%, 随着一系列促消费政策落地, 餐饮业有望发挥带动消费回升的重要作用。

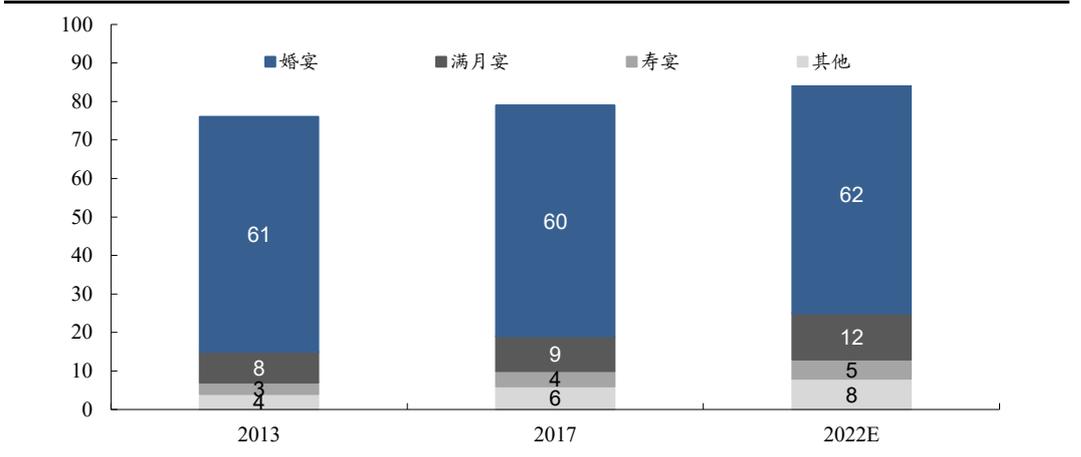
图11: 餐饮收入规模及餐饮收入 yoy、社零总额 yoy



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

婚宴和商务宴请等聚餐场景，具有价格不敏感需求相对刚性的特点。据弗若斯特沙利文统计数据显示，目前餐饮行业仍以正餐为主，2016年以来正餐市场规模占比维持50%以上。正餐中的宴会具备“社交餐饮”属性，通常包括婚宴、满月宴、寿宴、升学宴、庆功宴、年会等，婚宴、商务宴请等场景具有价格不敏感、且需求相对刚性的特点。参考中国香港的宴会市场结构，婚宴占据最大份额，2017年占比达75.9%，其次是满月宴11.4%、寿宴5.1%。

图12：中国香港宴会市场规模（亿港元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

2019年婚庆市场规模达1.76万亿元，婚宴市场规模占比46%。根据弗若斯特沙利文数据，2019年中国婚庆市场规模为1.76万亿元，2016-2019年CAGR为13%，其中婚宴市场规模为8037亿元，占比46%，2016-2019年CAGR为8%。婚庆市场规模稳健增长，婚宴作为核心消费项目，预计未来单客消费力提升将带动婚宴市场持续增长。

图13：2016-2021中国婚庆市场规模（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

一站式婚礼是未来主要发展趋势。95后和00后是婚礼消费的主力军，与老一辈不同，年轻消费者追求时尚化、个性化和便捷高效，近年来，满足Z世代消费需求的一站式婚礼开始兴起。传统婚庆行业产业链长，且产业链各个环节比较分散，对于企业来说不利于其业务整合与成本控制，对于消费者来说增加了筹备婚庆的难度和比较成本。一

站式婚礼则将单兵作战模式转变为产业协同模式，能有效解决供给端和需求端的双重痛点。

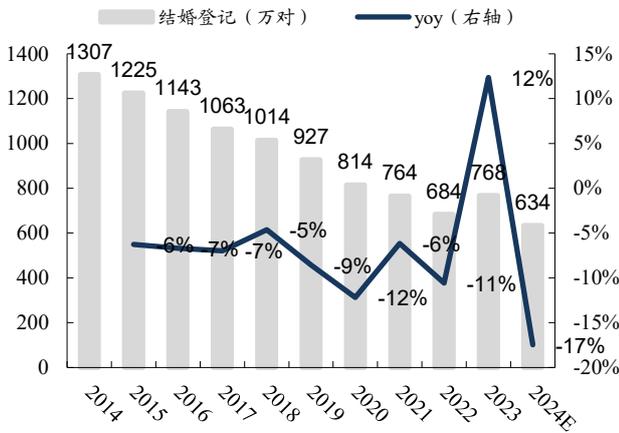
表4: 一站式婚礼会所与普通酒店对比

比较项目	一站式婚礼会所	普通酒店
客户体验	一站式服务，为客户省时省力	仅提供宴会酒席，其他事项需消费者自行筹划，时间成本高
可复制性	可在城市内、城市间复制	非标准化、很难复制
区域性	可跨区域经营	区域性较强
专业性	除婚宴酒席外，需配备专程为婚礼服务的设备、场务人员，服务专业化程度高	婚宴作为日常餐饮，服务专业化程度较低

数据来源: 前瞻研究院, 东吴证券研究所

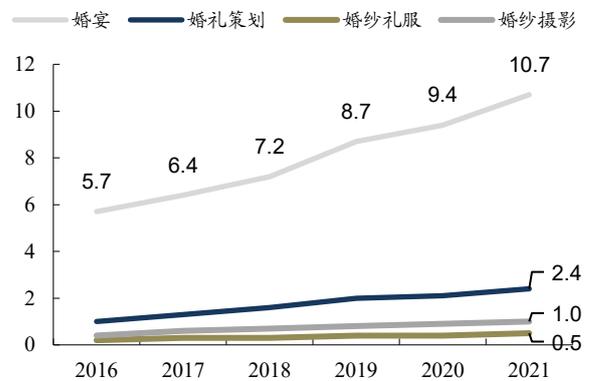
**需求端量减价升，结婚登记人数呈下降趋势，但婚宴消费潜力依旧可观。**根据民政局数据，2014-2023年，我国登记结婚新人数量从1306.7万对下降至768万对，CAGR为-6%，2023年同比增长体现补偿效应。2024年前三季度，登记结婚474.7万对，同比-20%，我们预测全年登记结婚634万对，同比-17%。未来需求端看，数量上，由于结婚人数显著下滑，婚宴数量将持续缩减；价格上，由于收入水平提升、年轻一代对婚礼仪式支付意愿提升，婚礼客单价将持续增长。

图14: 2014-2024E年中国结婚登记人数



数据来源: 民政部, 东吴证券研究所预测

图15: 2016-2021年婚礼客单价 (万元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

## 2.2. 全服务型酒店迎本土化趋势，强餐饮产品迎合新消费趋势

**全服务型酒店相较于有限服务型酒店功能全面、设施齐全。**目前国内酒店业市场上的业务类型主要分为全服务型酒店业务以及有限服务型酒店业务。其中全服务型酒店不仅为顾客提供客房服务，还提供一系列如会议室、宴会厅、健身房、游泳池等配套服务，配套设施体量一般较大且全面；而有限服务型酒店一般配套设施较少，典型的有限服务型酒店只提供客房服务与早餐服务。

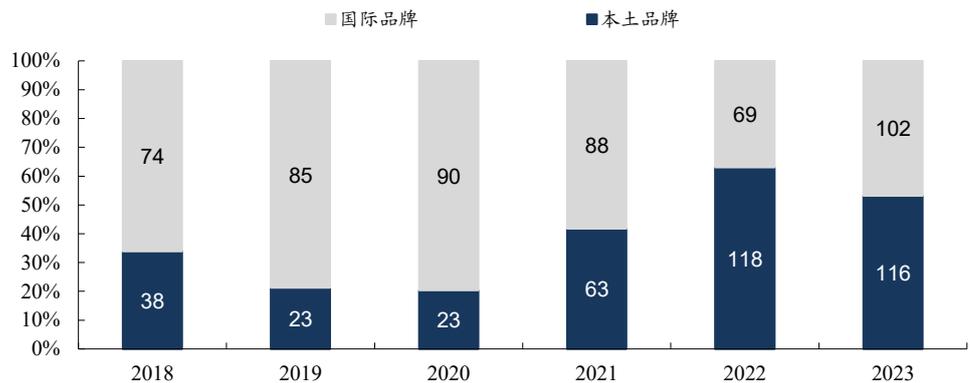
表5: 全服务型酒店与有限服务型酒店对比

比较项目	全服务型酒店	有限服务型酒店
特点	对酒店整体、接待大厅、客房、餐饮、公共区域等方面更为严格细化的评定标准,提供酒店住宿服务,同时还包括丰富的餐饮、会议、休闲娱乐等多方面供给	主要聚焦住宿和简餐功能,大堂等其他配置尽可能简化,更侧重经营效率和投资性价比
档次	通常为高端、超高端和奢华酒店	通常为经济型、中档或中档偏上的酒店
规模	客房规模体量较大,设施配置丰富	客房体量通常在150间以内
功能	设施配置丰富	客房为主,餐饮、会议暨康乐设施设置约束
客源	承接客源类型多样,散客、团队皆可	商务散客为主,团队客源承接能力不足

数据来源: 和君咨询, 东吴证券研究所

**全服务高端酒店品牌本土化。**传统全服务型高端酒店主要满足住宿、会议需求,餐饮属于功能配套产品,此前海外品牌进驻国内物业多与提升商业地产价值有关,有投资规模较大、回收期较长的特点。地产业转型后,业主方更加注重入驻酒店和宴会的投资运营效率,随着本土品牌单店模式跑通、品牌认知提升,新增物业对本土品牌的偏好增加。2023年新开业高端酒店中本土品牌门店数占比53%,较2018年提升19个百分点。

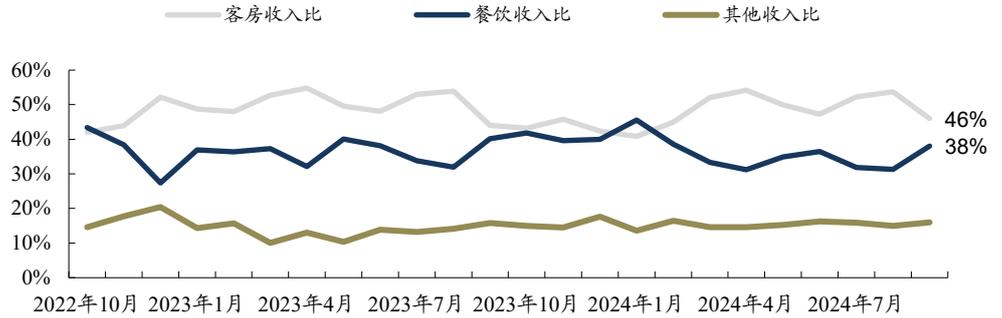
图16: 高端酒店新开业门店数(家)



数据来源: 迈点研究院, 东吴证券研究所

**强餐饮全服务型酒店符合高性价比需求。**传统全服务型酒店以客房收入为主,收入占比在40%~50%区间,其次餐饮收入占比30%~40%。随着消费者习惯变化,对酒店住宿功能外的其他需求增加,并追求有性价比的产品,强餐饮、兼顾社交属性的酒店产品优势明显;此外,由于疫情后出行和消费的淡旺季波动变大,强餐饮的酒店产品(例如富茂酒店)通过承接商务和宴会需求,通过餐饮和客房联动补足淡季客流,投资回报较优。

图17: 全服务型高端酒店收入结构



数据来源: 和泰盛典, 东吴证券研究所

### 3. 核心优势: 立足宴会餐饮, 强运营&标准化促异地扩张

#### 3.1. 卡位宴会市场, 聚焦餐饮经营

**深耕宴会餐饮。**公司定位“大众聚餐+宴会服务”，拥有宴会及婚庆的专业团队，形成了独特的管理体系，巩固同庆楼老字号品牌优势。婚宴方面，公司成立事业部提供一站式宴会配套服务，满足顾客差异化需求。疫情前，10桌以上的大中型宴会收入占餐饮收入的30%左右，随着上市后规模扩张。公司已经成为立足安徽、辐射多地的宴会连锁餐饮品牌。

图18: 同庆楼餐饮收入结构 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**适应宴会需求的大型酒楼贡献营收利润。**同庆楼作为大型连锁酒楼，具备大型餐饮和宴会运营优势，在坪效管理和人均消费上存在规模效益。2019年公司门店共57家，其中超过6000平方米的大型门店共14家，合计营收/净利润占比53%/79%，且单店盈利水平显著高于公司平均水平。

表6: 2019年同庆楼门店分规模营收和利润水平

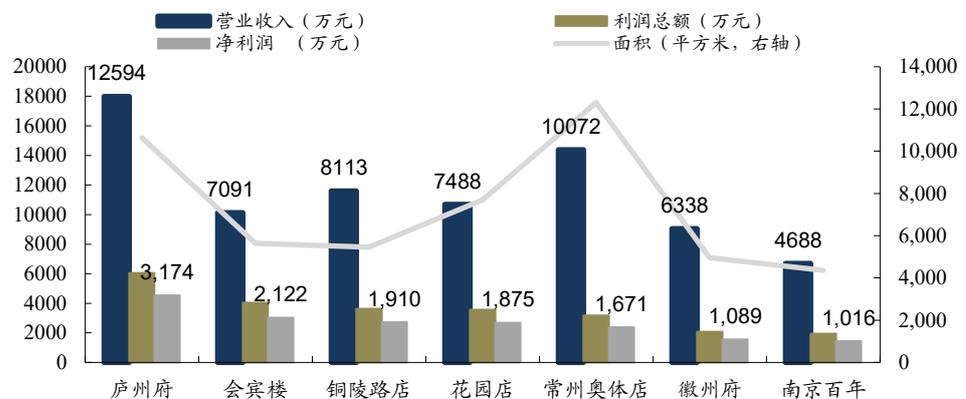
门店面积(平方米)	<3000	3000-6000	6000-9000	>9000
门店数量(家)	20	23	10	4
营业收入(万元)	18031	50135	45067	32864
净利润(万元)	984	2658	6959	7028
单店平均收入(万元)	902	2180	4507	8216
单店平均净利润(万元)	49	116	696	1757
净利率	5%	5%	15%	21%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 运营效率高, 单店盈利能力突出

**运营模式成熟, 大店盈利能力突出。**同庆楼在门店选址、菜品创新、迎合市场、日常运营管理等方面形成一套可复制的体系, 人才管理体系赋能门店高效运营。历史门店数据显示, 直营门店通常在1~2年内完成业绩爬坡, 成熟的运营模式下, 同庆楼餐饮和酒店的单店盈利能力突出。2019年同庆楼单店净利润超千万元的门店共7家, 净利率在15%~30%区间, 规模效应凸显, 运营能力显著高于公司平均水平。

图19: 2019年同庆楼净利润排名前7的门店



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**以同庆楼门店为例, 测算单店模型。**分别选择面积8000、5000平方米的门店作为大、中型同庆楼酒楼的代表, 假设门店产能爬坡完成且日常运营成熟, 通过客流\*单客消费测算收入, 计算得大/中型门店年收入约为7200/3900万元; 扣除原材料、人工、能耗、租金、折旧摊销等成本费用以及所得税, 测算得大/中型门店年度净利润为1200/469万元, 净利率为17%/12%。根据公司测算, 大型门店投资回收期约为4~5年。

表7: 同庆楼单店模型年度数据测算

面积 (平方米)	8000	5000
客流 (万人次)	45	30
单客消费 (元)	160	130
<b>收入 (万元)</b>	<b>7200</b>	<b>3900</b>
原材料成本 (万元)	2376	1365
人工成本 (万元)	1584	936
能耗等其他成本 (万元)	324	176
租金 (万元)	528	330
摊销 (万元)	500	313
其他费用 (万元)	288	156
<b>营业利润 (万元)</b>	<b>1600</b>	<b>625</b>
营业利润率	22%	16%
<b>净利润 (万元)</b>	<b>1200</b>	<b>469</b>
净利率	17%	12%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

**富茂酒店单店盈利水平可观。**根据 2024 年三季报, 富茂酒店餐饮/客房收入约占比 80%/20%, 餐饮业务与客房业务联动提高运营效率, 单体投资规模达数亿元级别, 公司预计开业 1~2 年达到成熟期, 成熟期净利润为 10%~20%之间, 大约 6~7 年收回投资。2023 年富茂酒店实现营业收入 44503 万元, 净利润为 5460 万元, 计算得单店平均营收/净利润为 7417/910 万元, 净利率为 12.3%, 新开门店爬坡期拖累利润率表现; 其中合肥滨湖富茂酒店 2023 年实现营收 2.78 亿元, 净利润率达 19.7%。随着新开店不断爬坡, 单店盈利能力将持续提升。

表8: 富茂酒店单店收入、净利润测算

	2021	2022	2023	2026E
营业收入 (万元)	11583	18478	44503	152740
净利润 (万元)	1911	2102	5460	29021
门店数量 (家)	2	3	6	10
平均单店收入 (万元)	5792	6159	7417	15274
平均单店净利润 (万元)	956	701	910	2902
净利率	16%	11%	12%	19%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

注: 2026 年测算数据仅考虑 2024 年底前开业的 10 家门店

**未来 10 家富茂酒店将贡献约 3 亿元净利润。**公司预计截至 2024 年底完成 10 家富茂酒店主体业态开业, 2025 年新开门店将陆续达到成熟期, 我们测算 2026 年成熟期门店的单店平均收入/净利润分别为 1.53/0.29 亿元, 净利率为 19%, 10 家门店合计贡献利润 2.9 亿元。

### 3.3. 标准化管理，持续异地扩张

**供应链采用集中采购和配送方式。****采购端：**公司下门店均为直营店，门店无采购权，食材由公司统一采购。2019 年公司批量采购达 99.22%，零星采购占比少。**配送端：**对于非鲜活类，公司自 2014 年成立中央厨房集中对公司门店所需的半成品进行加工配送，中央厨房按照各门店报备的半成品需求量进行生产、包装、分拣，以自有物流车输送，2019 年统一配送和供应商配送的占比分别为 71.82%/28.18%。

图20: 2017-2019 年全部门店集中采购及统一配送占比

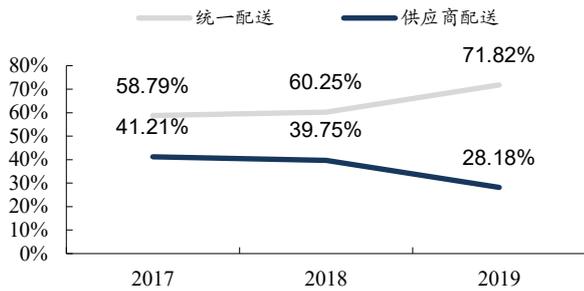
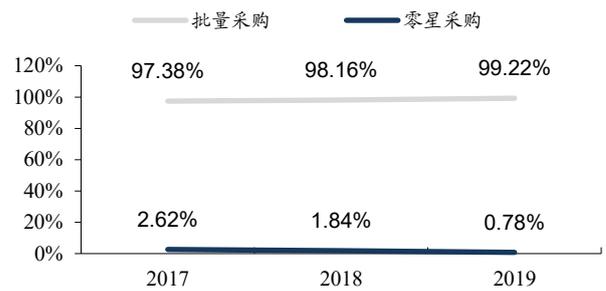


图21: 2017-2019 年批量采购及零星采购占比



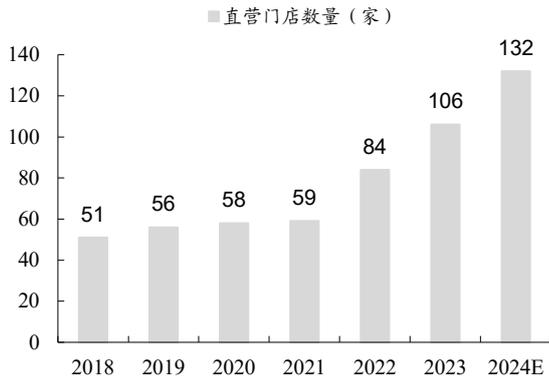
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**运营管理标准化，数字化提供系统支持。**作为传统连锁餐饮企业，总部层面，公司通过 ERP 系统对人、财、物、信息等资源进行统一管理；公司在服务流程、店面管理等可复制环节进行标准化管理，制定了一系列规章制度；人力资源管理方面，新店开业筹备期调用熟悉标准化管理的老员工进行传帮带，新员工考核合格后方能上岗。公司定制餐饮运营管理系统，实现财务和业务信息一体化及终端门店信息的实时化，为单店订单预定、会员管理等提供有力支撑。

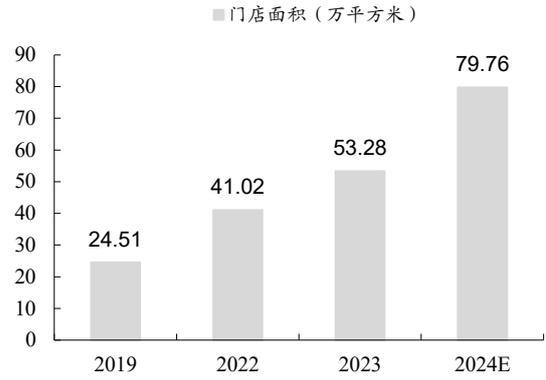
**富茂酒店和同庆楼门店全国扩张。**标准化流程赋能公司直营门店稳步扩张，未来将以自营+加盟的方式扩张富茂酒店规模，在长三角地区大力发展大型餐饮门店，异地拓店逐步实现全国化扩张。公司预计 2024 年全年资本开支 10~15 亿元，新增 10 家大型餐饮和富茂酒店直营门店。我们预计截至 2024 年底直营门店 132 家，门店面积 79.8 万平方米，门店数/门店面积同比分别为 25%/50%。同时基于消费市场现状，公司将阶段性放缓扩张节奏，预计 2025 年资本开支 5~6 亿元。

图22: 同庆楼门店数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 同庆楼门店面积



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4. 财务分析: 新开店拖累利润表现, 门店爬坡释放业绩弹性

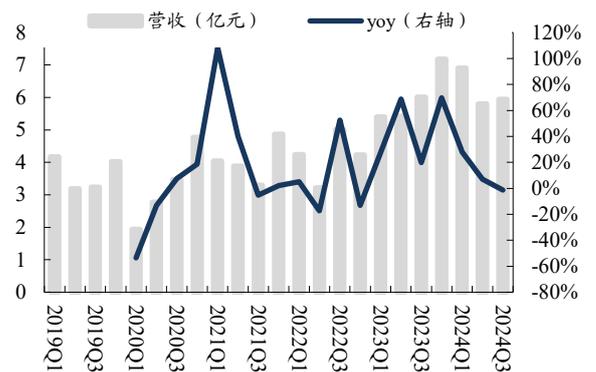
门店规模扩张驱动带动营收增长。2019 年公司营收 14.6 亿元, 2015-2019 年营收 CAGR 为 6%, 2020 年上市后门店规模加速扩张, 2023 年起消费市场回暖带动营收大幅增长, 2023 年营收 24.0 亿元, 较 2019 年同期+64%。分季度看公司业务季节性, 通常 Q1、Q4 为旺季, Q2、Q3 为淡季。2024 前三季度营收 18.7 亿元, 同比+11%, 其中由于 2023 年高基数和“无春年”影响婚宴市场, 同比门店较 2023 年下降 13%, 较 2019 年基本持平, 新开业门店收入 3.6 亿元。预计明年婚宴市场回暖和新开店爬坡支撑营收增长。

图24: 公司年度营收及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

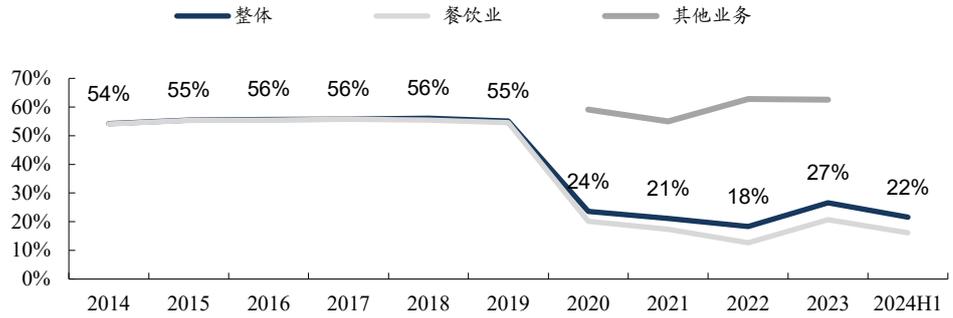
图25: 公司单季度营收及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

需求承压和新店爬坡拖累毛利率。2020 年以前公司的整体毛利率一直稳定在 55% 左右; 2020 年起公司执行新收入准则, 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, 叠加新店爬坡和疫情影响, 2020-2022 年毛利率在 18%~25% 区间。2023 年积压需求集中释放, 毛利率达 27%; 2024 年新开业多家大型直营门店, 新店爬坡期拖累毛利率, 2024 上半年公司毛利率为 22%, 同比-3pct。

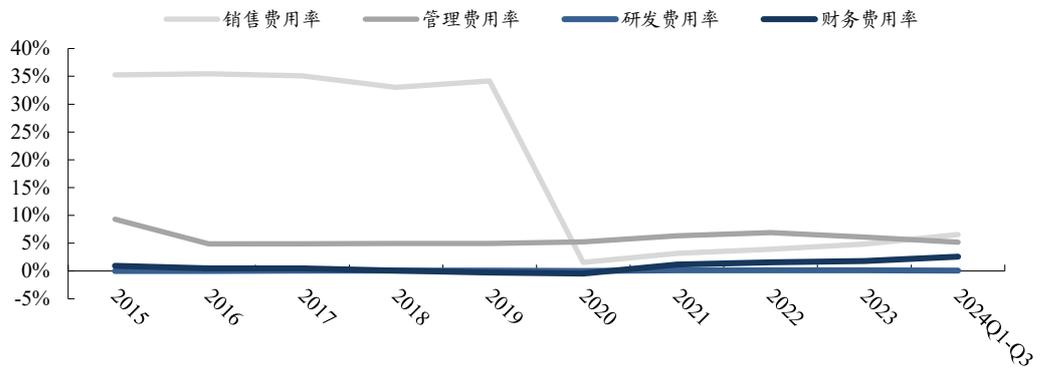
图26: 公司分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**扩张期费用率提升。**2020 年公司上市后持续规模扩张, 销售费用率持续提升; 管理费用率在 5%~6% 之间; 研发费用率基本维持稳定; 由于扩张期负债规模增加, 财务费用率有所提升。2024 前三季度, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.5%/5.1%/0.1%/2.6%, 合计同比增加 1.4pct。

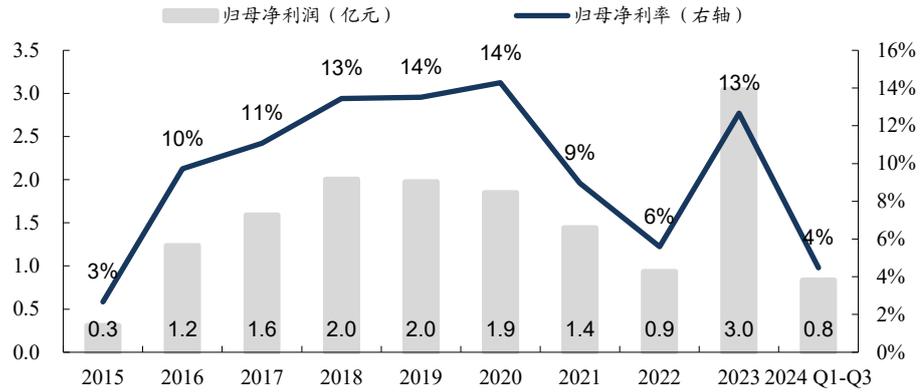
图27: 公司三大费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**餐饮需求承压和新门店亏损拖累净利率。**2015-2020 年公司归母净利率持续提升, 疫情前稳定归母净利率为 13%~15%。2023 年由于宴会需求集中释放、疫情期间新开门店快速爬坡, 2023 年归母净利润 3.0 亿元, 较 2019 年同期+54%; 2024 年高基数下终端需求增长疲软, 新开大型门店爬坡期亏损, 2024 年前三季度归母净利润为 0.8 亿元, 同比-59%, 归母净利率为 4%。预计 2025 年“双春年”婚宴需求有所反弹, 已开业的富茂酒店业绩爬坡释放利润弹性, 利润率逐步回归正常水平。

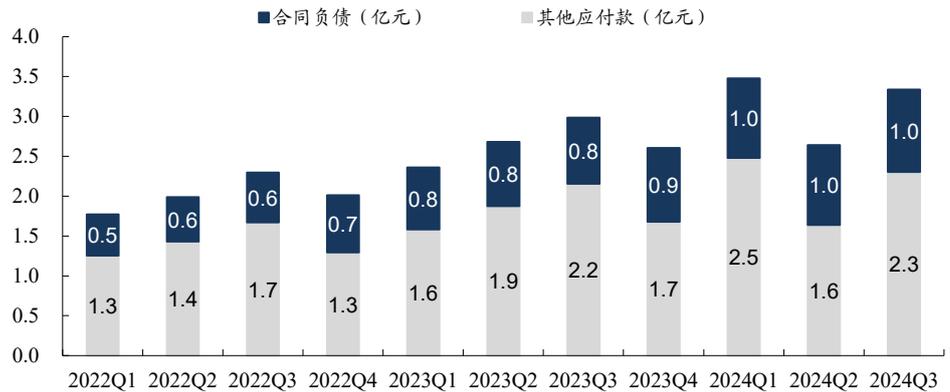
图28: 公司归母净利润及归母净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司预订情况有所回升。其他应付款中包含提前预定的定金, 合同负债中包含预存款项, 二者可反映公司未来业务的预定情况, 通常定金+预存款在 Q2、Q3 规模大于 Q1、Q4。2024Q3 二者合计 3.3 亿元, 同比+12%, 环比 26%, 预订情况有所回升。

图29: 公司其他应付款及合同负债



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

#### 主要假设:

**门店数:** 预计 2024-2026 年同庆楼和婚礼宴会中心的门店数分别为 62/65/68 家, 富茂酒店门店数为 10/12/14 家。

**餐饮及住宿业务:** 2025 年“双春年”婚宴需求有望回升, 新开门店业绩持续爬坡, 10 家富茂酒店陆续达到成熟期。预测 2024-2026 年餐饮及住宿业务营收分别为

21.1/28.4/34.4 亿元，同比增长 8%/35%/21%。

**食品销售业务：**公司依靠大厨研发迭代产品，线上线下渠道完善销售网络，食品业务快速增长。预计 2024-2026 年收入分别为 2.4/3.0/3.6 亿元，同比增长 45%/25%/20%。

表9：同庆楼收入预测拆分（单位：亿元）

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
食品及住宿业务	14.82	19.57	21.11	28.43	34.45
yoy	2.3%	32.1%	7.9%	34.7%	21.2%
食品销售业务		1.67	2.43	3.04	3.64
yoy		78.3%	45.0%	25.0%	20.0%
其他业务	1.89	2.77	2.50	2.90	2.98
yoy	+17.7%	192.1%	-10.0%	16.0%	3.0%
合计	16.70	24.01	26.03	34.36	41.08
yoy	3.9%	43.8%	8.4%	32.0%	19.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计 2025 年起公司毛利率将持续回升。2024 年由于存量门店收入承压、新开门店爬坡拖累，毛利率显著下滑，费用率有所上涨。预计 2025 年起随着需求端回暖、新门店进入成熟期，毛利率显著回升，费用率有所改善。

表10：同庆楼毛利率及三费率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	18.3%	26.6%	22.0%	25.2%	26.1%
销售费用率	3.9%	4.8%	6.9%	6.0%	5.7%
管理费用率	6.9%	6.1%	6.0%	5.4%	5.2%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用率	1.6%	1.8%	2.2%	2.1%	1.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.46/3.16/4.29 亿元，同比-52%/+116%/+36%。随着出境游及国内游需求释放，公司各业务表现回暖，预计公司净利率状况将持续改善，2024-2026 年归母净利率分别为 5.6%/9.2%/10.4%。

表11：同庆楼营业收入及归母净利润（单位：亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16.70	24.01	26.03	34.36	41.08
yoy	3.9%	43.8%	8.4%	32.0%	19.5%
归母净利润	0.94	3.04	1.46	3.16	4.29
归母净利率	5.6%	12.7%	5.6%	9.2%	10.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5.2. 投资建议

同庆楼依托老字号品牌深耕宴会餐饮市场，高效运营的餐饮门店和富茂酒店持续扩张，随着新开门店爬坡，公司有望释放业绩弹性。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.5/3.2/4.3 亿元，对应 PE 估值为 39/18/13 倍。

我们选取宴会相关的餐饮上市公司广州酒家和海底捞作为可比公司，2025 年可比公司平均估值为 16 倍；考虑宴会需求相对刚性、新开门店爬坡贡献业绩增量，公司有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表12：同庆楼可比公司估值（截至 2024 年 11 月 27 日）

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603043.SH/ 广州酒家	92	5.5	5.3	6.2	7.1	17	17	15	13	增持
6862.HK/ 海底捞	784	45.0	45.5	50.3	54.6	17	17	16	14	买入
两家可比公司按市值加权平均 PE							17	16	14	
605108.SH/ 同庆楼	57	3.0	1.5	3.2	4.3	19	39	18	13	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：同庆楼盈利预测由东吴证券研究所给出，广州酒家和海底捞盈利预测为 wind 一致预期；海底捞总市值单位为亿元，取 2024 年 11 月 27 日港元兑人民币汇率 0.93

## 6. 风险提示

**需求走弱下同店表现承压：**宏观经济波动影响消费者消费意愿，此外，婚宴业务或受当年结婚对数规模影响。需求走弱下，存量门店表现有同比下滑风险。

**开店节奏不及预期：**行业需求恢复进度影响公司资本开支计划，安徽省外扩张和储备情况存在一定的不确定性，开店进度可能不及预期。

**新店爬坡期拖累业绩：**公司新开富茂酒店门店投资规模较大，直营模式下爬坡期成本刚性，爬坡期延长可能拖累公司业绩。

同庆楼三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>502</b>	<b>449</b>	<b>714</b>	<b>1,021</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,401</b>	<b>2,603</b>	<b>3,436</b>	<b>4,108</b>
货币资金及交易性金融资产	123	38	237	489	营业成本(含金融类)	1,762	2,031	2,572	3,034
经营性应收款项	54	59	77	91	税金及附加	8	14	14	14
存货	115	124	143	160	销售费用	116	180	205	236
合同资产	0	0	0	0	管理费用	147	157	185	213
其他流动资产	210	227	257	282	研发费用	3	3	4	5
<b>非流动资产</b>	<b>3,482</b>	<b>4,593</b>	<b>4,958</b>	<b>5,288</b>	财务费用	43	58	71	71
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	18	18	18
固定资产及使用权资产	2,160	3,061	3,358	3,622	投资净收益	3	3	4	5
在建工程	469	513	526	540	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	305	379	413	447	减值损失	2	2	2	2
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	51	10	5	3
长期待摊费用	338	358	378	398	<b>营业利润</b>	<b>397</b>	<b>192</b>	<b>415</b>	<b>563</b>
其他非流动资产	210	282	282	282	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>3,984</b>	<b>5,041</b>	<b>5,672</b>	<b>6,310</b>	<b>利润总额</b>	<b>398</b>	<b>193</b>	<b>416</b>	<b>564</b>
<b>流动负债</b>	<b>887</b>	<b>1,250</b>	<b>1,476</b>	<b>1,685</b>	减:所得税	94	46	100	135
短期借款及一年内到期的非流动负债	192	504	604	704	<b>净利润</b>	<b>304</b>	<b>146</b>	<b>316</b>	<b>429</b>
经营性应付款项	315	339	357	379	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	92	96	124	144	<b>归属母公司净利润</b>	<b>304</b>	<b>146</b>	<b>316</b>	<b>429</b>
其他流动负债	286	312	391	458	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.17	0.56	1.21	1.65
非流动负债	856	1,455	1,655	1,805	EBIT	385	251	487	636
长期借款	165	665	765	815	EBITDA	642	472	692	855
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.62	21.96	25.15	26.15
租赁负债	626	726	826	926	归母净利率(%)	12.66	5.63	9.19	10.44
其他非流动负债	65	63	63	63	收入增长率(%)	43.76	8.40	32.00	19.54
<b>负债合计</b>	<b>1,743</b>	<b>2,705</b>	<b>3,130</b>	<b>3,489</b>	归母净利润增长率(%)	224.91	(51.84)	115.61	35.79
归属母公司股东权益	2,241	2,336	2,541	2,820					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,241</b>	<b>2,336</b>	<b>2,541</b>	<b>2,820</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,984</b>	<b>5,041</b>	<b>5,672</b>	<b>6,310</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	721	417	632	764	每股净资产(元)	8.62	8.99	9.77	10.85
投资活动现金流	(1,167)	(1,318)	(560)	(541)	最新发行在外股份(百万股)	260	260	260	260
筹资活动现金流	155	816	127	29	ROIC(%)	10.33	5.12	8.25	9.66
现金净增加额	(291)	(85)	199	252	ROE-摊薄(%)	13.57	6.27	12.43	15.20
折旧和摊销	257	221	205	219	资产负债率(%)	43.75	53.66	55.19	55.30
资本开支	(1,254)	(1,229)	(544)	(526)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.77	38.97	18.07	13.31
营运资本变动	187	23	61	56	P/B(现价)	2.55	2.44	2.25	2.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>