

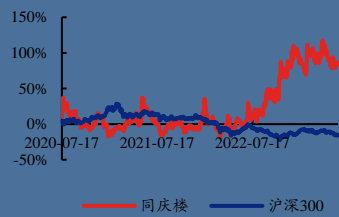


Research and
Development Center

同庆楼（605108.SH）深度报告：百年民企 老字号餐饮为基，打造多成长曲线

— 同庆楼（605108.SH）深度报告

2023年06月09日

证券研究报告
公司研究
深度报告
同庆楼 (605108.SH)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	33.79
52周内股价	16.93-39.42
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅	-0.85
(%)	
总股本(亿股)	2.60
流通A股比例(%)	31.41
总市值(亿元)	87.85

资料来源：万得，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
 执业编号：S1500522110002
 联系电话：15000310173
 邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师
 执业编号：S1500522110003
 联系电话：18701877193
 邮箱：wangyue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

同庆楼 (605108.SH) 深度报告：百年民企老字号餐饮为基，打造多成长曲线

2023年06月09日

本期内容提要：

- ◆ **A股领先的百年民营餐企。**同庆楼品牌成立于1925年，于2004年被沈基水拍卖所得，成为A股为数不多的百年民营餐企。公司定位于大众消费，主营门店分布在安徽、江苏区域，但区外门店扩张迅速。同庆楼通过内部控制、品牌、可复制运营模式实现拓店成本稳定可控，盈利能力优于行业平均。同庆楼疫情期间展现了强有力的经营韧性，疫后复苏领先行业内同比公司。2020年公司成立餐饮、婚礼、宾馆、食品、新餐饮五大事业部，分别对应餐饮宴会业务、酒店业务、食品业务、新餐饮业务，打造了以餐饮为核，“餐饮+宴会+住宿+食品”的多轮驱动新模式。
- ◆ **标准化可复制运营模式，助力门店加速扩张。**同庆楼门店虽全部采用直营模式，但仍能在全国快速拓店。一方面，在门店面积、选址、开业筹备等开店流程方面，同庆楼实现了开店流程标准化；另一方面，公司运用ERP系统及操作手册实现了门店前厅服务及管理的标准化，以“中央厨房+厨师专业菜系分组”来保证菜品口味及创新，凭供应链集中采配降本增效，通过股权激励、绩效考核、人才储备保证运营，四大模式力撑企业展店。伴随公司上市融资，同庆楼或将加速在全国范围内扩张门店，优先布局于沪宁线和浙江、湖北两省，公司预计在2027年实现百店目标。
- ◆ **一站式婚宴服务构筑企业竞争护城河。**我国婚庆市场的发展由“数量拉动”提级为“价格驱动”，婚宴占比超50%，为主要增长点。受益于城镇化及居民可支配收入的提升，我国整体婚宴市场规模增长。据艾媒咨询统计，2017-2021年，“一站式”婚礼服务检索量同比增长343.5%、343.47%、390.7%、413%、343.5%，已成为Z世代结婚人群的新风尚。同庆楼以提供专属策划师、主持人、化妆师、摄影师、餐饮宴会实现一站式服务，“婚礼+婚宴”的跨界联合经营助力企业积累起区域品牌势能。伴随着公司一站式婚礼服务经验积累叠加品牌优势、大店议价能力，同庆楼有望成为一站式婚礼服务业龙头。
- ◆ **“酒店+食品+新餐饮”打造多业态成长曲线。**截至2023年1月末，富茂酒店瑶海、滨湖、北城店（23年1月开始营业）均已开业。凭借专业化人才管理、多元化多层次服务、餐饮宴会配套客房的模式，富茂酒店打造了具备竞争力的差异化酒店经营新业态。据22年年报显示，富茂酒店以餐饮为核心，收入占比达70%，住宿业务占比约为30%。其中，瑶海、滨湖门店21年、22H1分别贡献净利润1,911.23万元、635.99万元。伴随富茂业态逐步成熟并释放业绩，同庆楼将拥有新的业绩支撑。此外，同庆楼通过品牌、产品、渠道优势搭乘预制菜发展东风，旗下大鲇寿司、符离集、同庆小笼等新餐饮品牌，有望孵化成熟后快速复制，成为新增长看点。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**同庆楼作为A股稀缺标的，伴随餐饮宴会刚需释放，现有及新增门店有望贡献较大业绩增量。一站式婚礼服务铸就稀缺品牌，富茂酒店可享资源战略提级，在建6家酒店项目稳步推进，贡献业绩新增量；预制菜切入千亿蓝海市场、新餐饮业务加码细分赛道，有望成为公司新的增长点。我们预计公司2023-25年归母净利润分别为2.91/3.87/5.00亿元，6月9日收盘价对应PE分别为30/23/18倍，同时我们预计同庆楼2023年PB为3.86倍，低于可比公司平均水平，首次覆盖，

给予“买入”评级。

◆**风险因素：**餐饮宴会市场需求疲软，门店复制扩张不及预期，行业竞争风险加剧，食品安全风险，跨市场选取可比公司风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,608	1,670	2,299	3,009	3,855
增长率 YoY %	24.1%	3.9%	37.6%	30.9%	28.1%
归属母公司净利润 (百万元)	144	94	291	387	500
增长率 YoY%	-22.2%	-35.0%	210.8%	33.2%	29.0%
毛利率%	21.1%	18.3%	26.8%	27.1%	27.2%
净资产收益率 ROE%	7.3%	4.7%	12.8%	14.5%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.36	1.12	1.49	1.92
市盈率 P/E(倍)	60.98	93.86	30.20	22.68	17.59
市净率 P/B(倍)	4.47	4.42	3.86	3.30	2.78

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年06月09日收盘价

一、百年民营老字号业绩韧性足，公司治理能力强劲	6
1.1 百年民营老字号立足安徽江苏，聚焦大众餐饮和宴会服务.....	6
1.2 公司股权结构与管理层.....	7
1.3 公司整体营收稳步增长，新店开拓增强经营韧性.....	8
1.4 “餐饮宴会+住宿+食品制造+新餐饮”打造多业态成长曲线.....	8
二、宴会市场借力消费升级，一站式宴会服务构筑企业护城河	9
2.1 单桌消费攀升力撑婚庆市场规模.....	10
2.2 我国婚庆宴会市场两大驱动因素：城镇化、人均可支配收入.....	12
2.3 同庆楼有望成为“一站式”婚庆服务的龙头企业.....	13
三、餐饮宴会业务异地复制扩张，新业态打造多成长曲线	15
3.1 公司餐饮宴会业务模式可复制.....	15
3.2 “标准管理+中央厨房+集中采配+人力培训”模式支撑同庆楼全国拓店.....	16
3.3 富茂酒店独特的“餐饮+宴会+住宿”模式，打造差异化竞争力.....	19
3.4 传统餐饮企业以食品业务部为基，开拓预制菜蓝海市场.....	21
3.5 新餐饮业务跑马圈地，寻找新的增长点.....	22
四、公司业绩疫情期间韧性十足，三项费用逐项优化	23
4.1 营收以餐饮和省内为主，业绩韧性较强，净利率显著优于同行.....	23
4.2 公司主要面向个人消费者，毛利率略高于行业平均水平.....	25
4.3 公司新开门店盈亏平衡年限短，大店模式盈利更为显著.....	26
4.4 公司加强经营管理及内部控制，期间费用率稳步下降.....	28
五、盈利预测与投资评级	30
5.1、核心假设与盈利预测.....	30
5.2、投资建议.....	32
风险提示	32

表目录

表 1: 同庆楼获百强餐饮企业称号.....	6
表 2: 同庆楼管理层职位与工作履历匹配.....	8
表 3: 2020 年公司成立五大事业部.....	9
表 4: 中国各结婚项目在结婚直接消费中的占比（数据截止 2018 年）.....	10
表 5: 不同年代平均婚宴开销（按 1978 年不变价格）.....	12
表 6: 2019 年，同庆楼中央厨房统一配送以安徽江苏区域门店为主（万元）.....	17
表 7: 富茂酒店瑶海、滨湖、北城三店开业.....	20
表 8: 同庆楼大面积单店贡献超 50% 的净利润.....	28
表 9: 同庆楼 2023-2025E 餐饮业务收入（百万元）.....	30
表 10: 同庆楼 2023-2025E 营业收入拆分（百万元）.....	31
表 11: 同庆楼业绩预测（百万元）.....	31
表 12: 公司可比公司估值表.....	32

图目录

图 1: 同庆楼作为“中华老字号”，品牌历史悠久.....	6
图 2: 公司股权结构清晰，创始人为公司实控人.....	7
图 3: 公司营收较为稳健，疫后营收达新的高峰.....	8
图 4: 公司营收疫后恢复速度较快.....	8
图 5: 同庆楼品牌门店稳步扩张.....	9
图 6: 公司门店主要分布在安徽、江苏.....	9
图 7: 5 年间，中国新人结婚平均花费扩大 2.7 倍（万元）.....	10
图 8: 疫情前我国婚庆市场的规模已突破 2 万亿元.....	10
图 9: 香港新人结婚平均花费高于我国（元）.....	11
图 10: 中国婚礼服务市场以婚宴为主（万亿元）.....	11
图 11: 中国结婚登记数连续 8 年下滑（万对）.....	11
图 12: 2021 年我国结婚率下降至 5.4%.....	11
图 13: 2020 年我国婚宴酒席价格预算以 3000-6000 元为主.....	11
图 14: 中国婚宴酒席平均价格逐年攀升（元/桌）.....	11
图 15: 我国城镇化率仍有上涨空间.....	12
图 16: 我国人均可支配收入/支出逐年上涨（元）.....	12
图 17: 同庆楼提供一站式婚礼服务.....	13
图 18: 同庆楼拥有众多“一站式婚礼”服务合作方.....	13
图 19: 同庆楼婚宴/宴会人气榜独占四席.....	14

图 20: 同庆楼婚宴/宴会好评榜独占前 2.....	14
图 21: 同庆楼提供 12 种不同风格的明星级婚礼宴会厅.....	14
图 22: 婚庆行业产业链各环节细分.....	15
图 23: 当前婚礼服务市场较为分散.....	15
图 24: 未来几年“一站式婚礼服务”将成为主流.....	15
图 25: 公司开店流程标准化.....	16
图 26: 同庆楼 ERP 系统实现业务财务一体化.....	17
图 27: 中央厨房统一加工额大幅上升.....	17
图 28: 同庆楼拥有统一的采购及配送供应链.....	18
图 29: 公司以直营店统一配送为主, 供应商配送为辅.....	18
图 30: 公司以批量采购为主, 零星采购为辅.....	18
图 31: 同庆楼人均薪资高于当地行业人均薪酬(万元).....	19
图 32: 员工整体工资水平呈上升趋势(万元).....	19
图 33: 2022 年, 富茂酒店营收以餐饮宴会为主.....	20
图 34: 富茂酒店获“最具投资价值酒店品牌”称号.....	20
图 35: 富茂大酒店集多样化服务于一体.....	21
图 36: 富茂大酒店提供不同类型的宴会厅满足消费者需求.....	21
图 37: 我国预制菜市场规模逐年上扬(亿元).....	22
图 38: 同庆楼预制菜五大系列产品.....	22
图 39: 新餐饮业务涵盖砂锅、火锅、披萨等多个子品牌.....	22
图 40: 餐饮业务为主, 其他业务加速扩张.....	23
图 41: 其他业务收入增速较快, 餐饮收入增速稳定(百万元).....	23
图 42: 安徽省外收入占比不断提升.....	24
图 43: 安徽省外收入增幅较快(百万元).....	24
图 44: 公司营收疫后恢复较快.....	24
图 45: 2019 年始公司归母净利润开始下滑.....	24
图 46: 同庆楼毛利率水平较为稳定.....	25
图 47: 同庆楼净利率水平优于可比公司.....	25
图 48: 公司主要客户为个人消费者.....	25
图 49: 餐饮业务毛利率相对平稳.....	25
图 50: 安徽省内毛利率高于省外.....	26
图 51: 同庆楼毛利率略高于行业平均水平.....	26
图 52: 公司实现盈亏平衡的时间主要为 1 年.....	27
图 53: 不同开业年份实现盈亏平衡的时间分布.....	27
图 54: 6000 m ² 以上面积门店数占比仅 24.56%.....	27
图 55: 6000 m ² 以上大型单店净利率高.....	27
图 56: 公司主要门店分布在安徽、江苏.....	28
图 57: 合肥、南京、北京三地门店净利率最高.....	28
图 58: 公司期间费用率稳步下降.....	28
图 59: 同庆楼销售费用率逐步优化.....	28
图 60: 同庆楼管理费用率优于同行.....	29
图 61: 同庆楼财务费用率优于行业均值.....	29

投资聚焦

A 股餐饮企业因收入成本确认不清晰、税收核查、菜品口味问题，面临上市难困境。同庆楼克服了这些问题，并拥有其他直营餐饮企业为数不多的成长性。我们认为其成长性在于一站式婚礼服务、富茂酒店差异化扩张、预制菜及新餐饮打造新成长曲线。财务数据分析表明，同庆楼主要利润贡献来自核心大型单店，在品牌背书、可复制的餐饮宴会加持下，构筑了企业核心竞争力。

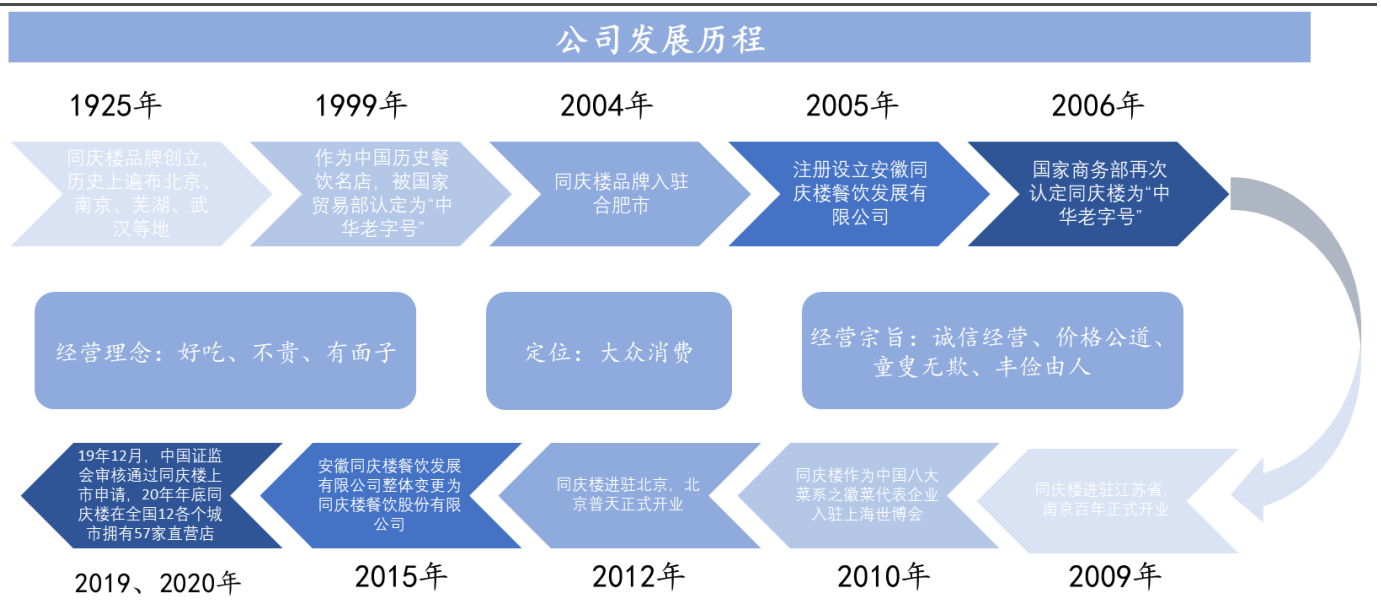
一、百年民营老字号业绩韧性足，公司治理能力强劲

同庆楼作为 A 股为数不多的民营百年餐饮企业，在股权架构、激励机制、管理团队等方面拥有核心竞争力。公司营收整体稳步增长，疫情下经营韧性凸显。展望未来，公司会继续在餐饮宴会主业上将传统的同庆楼门店拓展至长三角等重要城市。此外，还通过富茂酒店布局“宾馆+餐饮”的新业态，目前已初见成效。食品业务有望乘预制菜发展东风快速壮大，新餐饮业务有望依托多种系列品牌打开成长空间。

1.1 百年民营老字号立足安徽江苏，聚焦大众餐饮和宴会服务

A 股稀缺民营百年餐饮老字号。A 股的百年老字号同仁堂、云南白药、广州酒家、西安饮食都是国有企业，但同庆楼却是民营企业。同庆楼于民国 14 年诞生于芜湖，90 年代初芜湖国企经营不善，于 2004 年被沈基水以 27.3 万元拍卖所得，成为民企。同庆楼注重品牌建设，获中华老字号、中国百强餐饮企业 15 强、中国正餐十大品牌等荣誉称号，2010 年作为徽菜代表参展上海世博会。2020 年，同庆楼成为 11 年来 A 股首家上市餐饮企业。公司以“好吃、不贵、有面子”的理念服务于大众消费与宴会，在餐饮行业具有高知名度和影响力。

图1：同庆楼作为“中华老字号”，品牌历史悠久



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

表1：同庆楼获百强餐饮企业称号

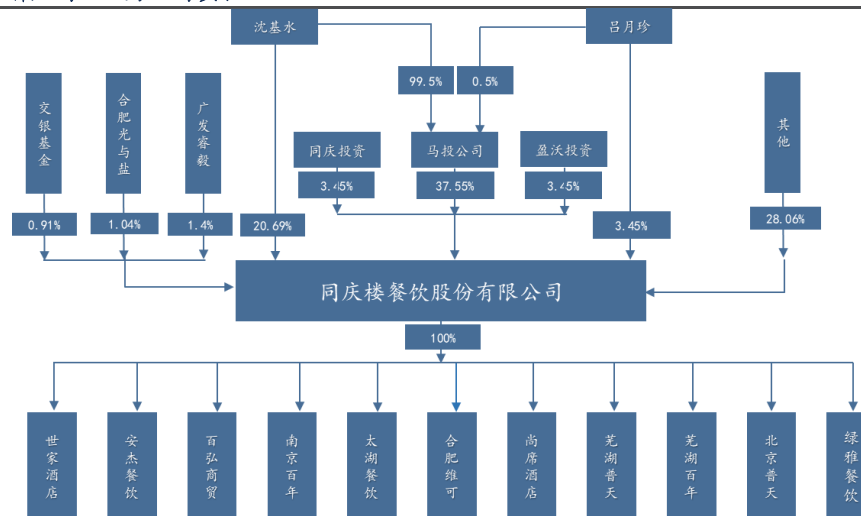
排名	企业名称	代表品牌	领跑指数
1	杭州饮食服务集团有限公司	知味观	95.8
2	九毛九国际控股有限公司	九毛九	95.4
3	广州酒家集团股份有限公司	广州酒家	93.5
4	山东凯瑞商业集团	老牌坊鲁菜名店	93.4
5	北京华天饮食集团	马凯餐厅	93
6	山东蓝海股份有限公司	钟鼎楼食府	92.5
7	安徽小菜园餐饮管理有限责任公司	小菜园新徽菜	92.4
8	上海杏花楼（集团）股份有限公司	杏花楼	90.9
9	宁波白金汉爵酒店投资有限公司	白金汉爵大酒店	87.5
10	南京大惠企业发展有限公司	南京大牌档	87.4
11	外婆家餐饮集团有限公司	外婆家	87.3
12	重庆陶然居饮食文化（集团）股份有限公司	陶然居	87.3
13	丰收日（集团）股份有限公司	丰收日	86.1
14	湖南徐记酒店管理有限公司	徐记海鲜	86
15	安徽同庆楼集团	同庆楼	85.9
16	厦门豪客来餐饮管理有限公司	豪客来牛排	85.8
17	北京新荣记餐饮管理有限公司	新荣记	85.5
18	唐宫（中国）控股有限公司	唐宫海鲜坊	85.2
19	宁波石浦酒店管理发展有限公司	石浦大酒店	82.2
20	石狮市荣誉实业发展有限公司	荣誉大酒店	81.2

资料来源：中国饭店协会、信达证券研发中心

1.2 公司股权结构与管理层

创始人为公司实控人，员工持股激励明确，核心管理层经验丰富。截至 23 年一季度末，创始人夫妇沈基水和吕月珍分别直接控股 20.69%、3.45%，并通过马鞍山市普天投资发展有限公司间接持有公司 37.55% 的股份，合计控股 61.69%。同庆楼采用直接和间接持股两种方式实施员工激励，盈沃投资、同庆投资作为员工间接持股平台分别持有 3.45% 的股份，王寿凤、范仪琴等管理人员以个人身份成为公司控股股东。公司核心管理层曾担任梦都餐饮总经理、门店经理、财务总监，具备丰富的管理经验。

图2：公司股权结构清晰，创始人公司实控人



资料来源：Wind、公司财报、信达证券研发中心

注：数据截止 2023 年一季度末

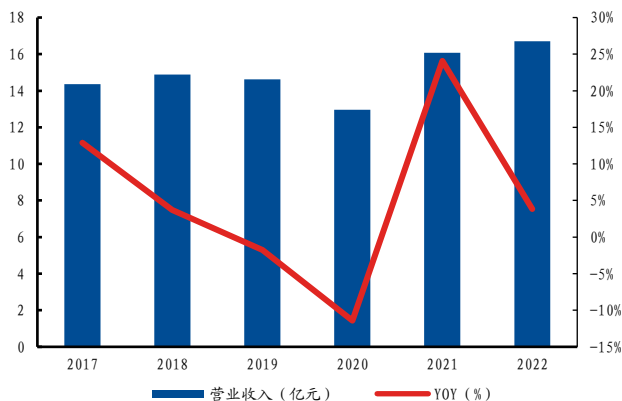
表2:同庆楼管理层职位与工作履历匹配

姓名	职位	学历	主要经历
沈基水	董事长	大专学历 54岁	曾任安徽省和县中医院、马鞍山市人民医院放射科医师，安徽省梦都餐饮、同庆楼餐饮公司总经理，与吕月珍为夫妻关系
吕月珍	董事 副总经理	高中学历 46岁	曾任安徽省梦都餐饮公司总经理；同庆楼餐饮公司总经理助理
王寿凤	董事 总经理	大专学历 47岁	曾任安徽省梦都餐饮公司门店总经理，同庆楼餐饮公司副总经理、常务副总经理等职务
范仪琴	董事、副总经理 财务总监、董事会秘书	本科学历 52岁	曾任马鞍山市华冶宾馆会计、科长助理，安徽省梦都餐饮公司财务总监，同庆楼餐饮公司副总经理、财务总监

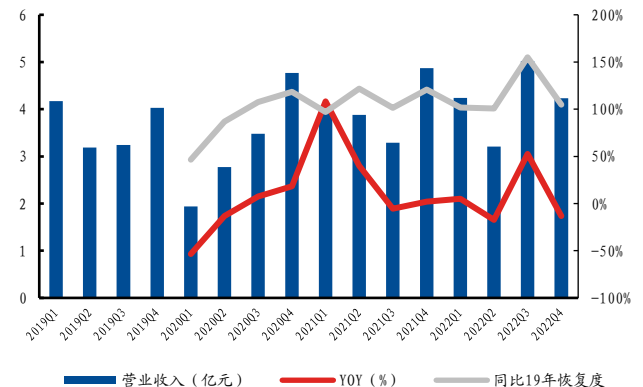
资料来源：公司公告、企查查、信达证券研发中心

1.3 公司整体营收稳步增长，新店开拓增强经营韧性

公司整体营收稳步增长、经营韧性凸显。2017-2019年，公司整体营收较为稳健，主要系公司处于上市申报期及门店扩张速度较缓。2020年受疫情影响，全年营收12.96亿元，同比下降11.41%。与19年同期相比，20Q1和20Q2恢复度仅为46.52%、86.83%，20Q3和Q4恢复至107.41%、118.36%。2021-2022年因新增门店开始贡献收入，全年营收分别为16.08、16.7亿元，营收稳步增长。其中，21Q2和Q4为2019年同期的121.63%、120.84%，恢复较快。22H1公司营收7.45亿元，同比下滑5.91%，22Q3和Q4营收分别为5.02、4.23亿元，同比+52.58%/-13.14%。整体来看，20Q1和Q2、21Q3、22H1营收有所下滑，主要为相关门店反复遭遇阶段性暂停堂食所致；但因疫情延期的婚宴刚需叠加新门店的扩张及新业务的拓展，20Q3和Q4、21Q2和Q4、22Q3和Q4营收与19年同期相比均实现了反弹，彰显了公司的经营韧性。

图3：公司营收较为稳健，疫后营收达新的高峰


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图4：公司营收疫后恢复速度较快


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

1.4 “餐饮宴会+住宿+食品制造+新餐饮”打造多业态成长曲线






2020年，公司新成立“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”五大部门，分别对应四大业务板块。

➢ **餐饮宴会业务：**对应餐饮和婚礼事业部，截止2022年共计47家门店。其中，同庆楼

酒楼 40 家，婚礼会馆 7 家，为同庆楼现阶段主要盈利点。未来，同庆楼将沿沪宁线和浙江、湖北两省的主要城市进行餐饮宴会业务的标准化异地复制，计划 5 年扩展至 100 家门店，巩固企业经营壁垒。

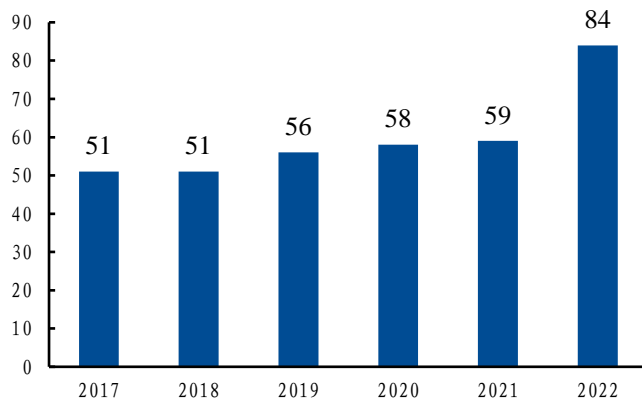
- **酒店业务：**对应宾馆事业部，主要品牌为“富茂 Fillmore”。目前，拥有 3 家富茂酒店（滨湖、瑶海、北城），6 家在建酒店。21 年富茂酒店逐步营业，市场反响积极，有望成为公司快速提升业绩的重要来源。
- **食品业务：**对标广州酒家，目前拥有臭鳃鱼、速冻面点、自热饭、腊味、名厨名菜等产品。同庆楼食品业务有望乘预制菜发展东风快速壮大。
- **新餐饮业务：**新品牌门店 35 家，其中，同庆楼鲜肉大包店 20 家。主要运营大鲇寿司（日料）、符离集（特色小餐饮）、同庆小笼（快餐）等品牌。

表3:2020年公司成立五大事业部

部门	定位	品牌	图示
餐饮事业部	定位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	同庆楼品牌、同庆楼十大喜宴	
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，配备少量包厢。以一站式宴会厅与个性化定制产品提升产品竞争力	帕丽斯艺术中心、同庆楼宴会中心	
新餐饮事业部	将单个子品牌孵化成熟后快速复制	大鲇寿司（日料）、符离集（特色小餐饮）、同庆小笼（快餐）、麻爷（火锅）	
宾馆事业部	“富茂 Fillmore”品牌凭借同庆楼+客房管理的综合优势，打造高性价比的酒店新模式。	富茂 Fillmore	
食品事业部	利用门店的线下客流，构建私域流量池，大力拓展线上销售渠道，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	臭鳃鱼、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	

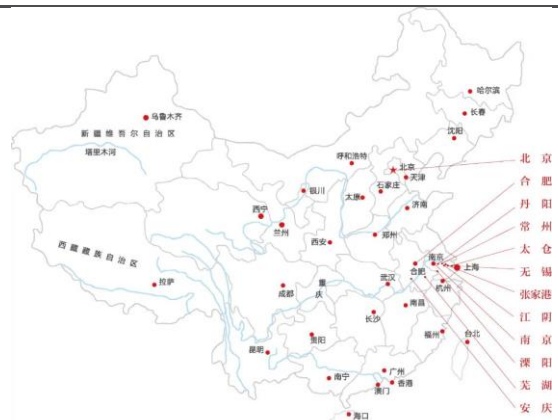
资料来源：公司公告、同庆楼微信公众号、招股说明书、公司官网、信达证券研发中心

图5：同庆楼品牌门店稳步扩张



资料来源：公司年报、招股说明书、信达证券研发中心

图6：公司门店主要分布在安徽、江苏



资料来源：同庆楼微信公众号、信达证券研发中心

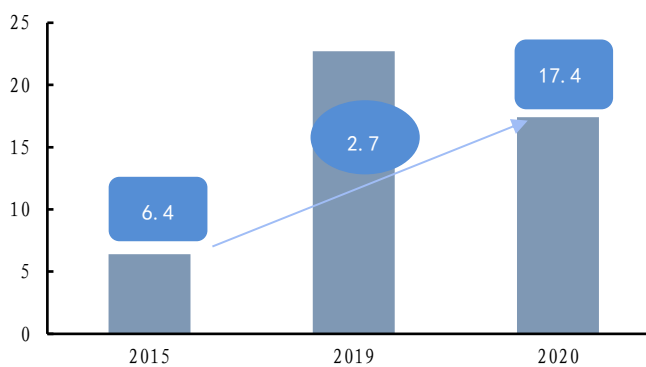
二、宴会市场借力消费升级，一站式宴会服务构筑企业护城河

2.1 单桌消费攀升力撑婚庆市场规模

我国婚庆市场整体规模仍在上涨，未来增量可观。从量和价拆分看，受结婚率下滑的影响，消费数量有所萎靡，但单桌婚宴预算及均价不断上涨，成为婚庆市场规模增长的主要驱动力。

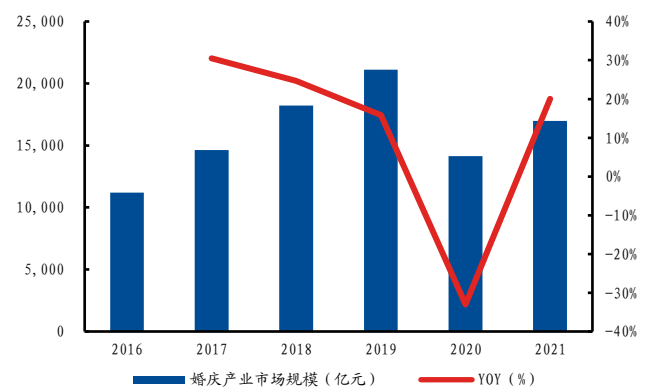
整体婚庆市场规模上涨。2016-2019 年我国婚庆产业规模由 11,206 亿元增长至 21,120.3 亿元，受疫情影响，我国婚庆产业规模 20、21 年均有所下降，分别约为 14,148 亿元、16,978 亿元。据《2021 年结婚行业洞察白皮书》统计，我国新人结婚平均花费在 2019 年达到 22.7 万元的峰值，受疫情影响 2020 年这一数据下滑至 17.4 万元，但相较于 2015 年仍增长了 2.7 倍。

图7：5 年间，中国新人结婚平均花费扩大 2.7 倍（万元）



资料来源：《2021 年结婚行业洞察白皮书》、信达证券研发中心

图8：疫情前我国婚庆市场的规模已突破 2 万亿元



资料来源：智研咨询、信达证券研发中心

婚庆市场以婚宴酒席花费为主，未来增量可观。婚礼服务产业以“婚宴服务、婚礼策划、婚纱摄影和婚纱礼服”四大行业为主，2016-2021 年 CARG 分别为 17.3%/21.9%/16.6%/14.6%。

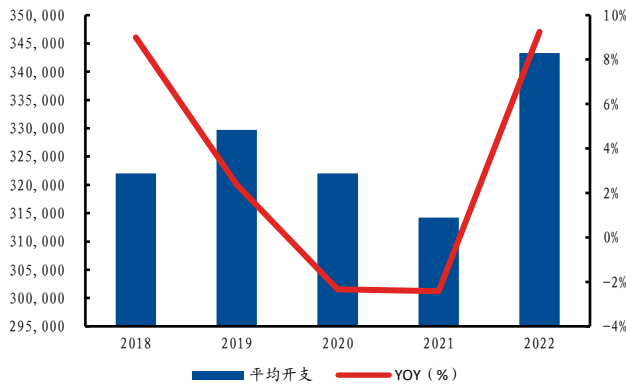
《中国城镇家庭结婚消费结构的区域差异分析》研究表明，从整体上看，截止 2018 年，一、二、三线城市酒宴开销占比最大，分别为 55%、61%、50%，而同庆楼在立足一线之余，也正在将门店下沉至二三线城市，如 2022 年新开阜阳双清湾店；婚纱购买或租赁占比最小，或因将婚宴作为增加与亲戚、朋友和同事等的互动，能够很好地展现婚礼举办方的社会地位和财富水平。婚礼服务消费场景具有特殊性，承担着消费者独特的情感属性和社交属性，因此对服务价格敏感度较低，更容易接受溢价产品及服务。按人民币汇率测算，香港新人结婚平均花费 2018-2021 年稳定在 32 万元左右，随着防疫政策优化，2022 年这一花费达到了 34 万元。未来，根据我们测算，中国人均结婚花费存在 16.6 万元增量；以 700 万对新人结婚计，中国婚庆市场规模存在约 1,162 亿元增量。下面从量和价两个维度进行拆分：

表4：中国各结婚项目在结婚直接消费中的占比（数据截止 2018 年）

城市类别	酒宴	床上用品和化妆品	婚戒	蜜月旅行	婚纱照	婚纱
一线城市	55%	10%	11%	11%	7%	6%
二线城市	61%	9%	12%	8%	7%	4%
三线城市	50%	15%	11%	9%	9%	5%

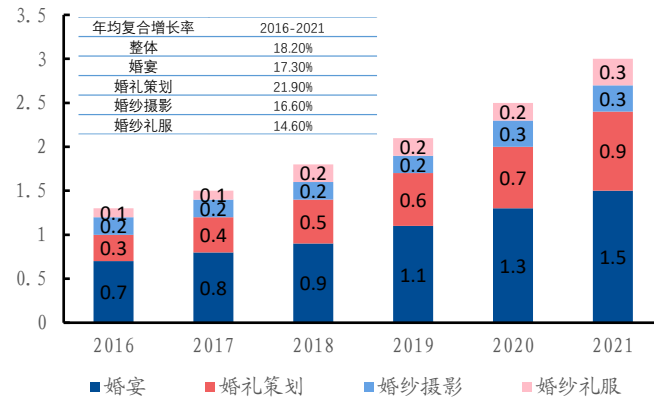
资料来源：《中国城镇家庭结婚消费结构的区域差异分析》、信达证券研发中心

图9：香港新人结婚平均花费高于我国（元）



资料来源：结婚产业观察公众号、生活易、信达证券研发中心

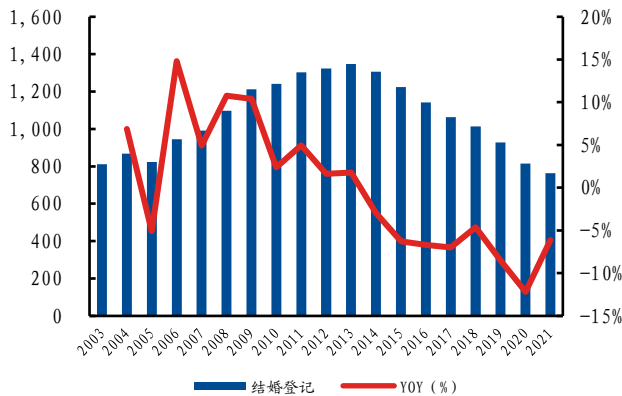
图10：中国婚礼服务市场以婚宴为主（万亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

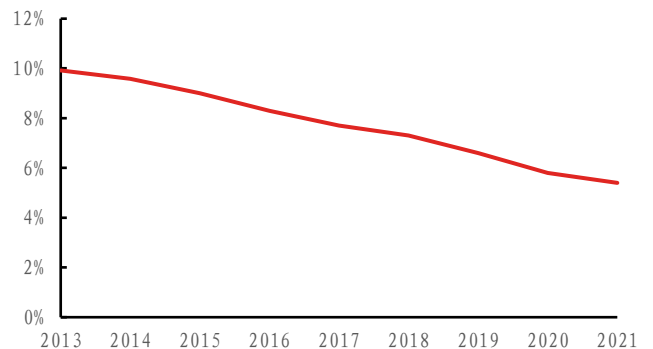
量：婚庆市场消费数量呈下降趋势。近年来我国结婚登记人数和结婚率持续下降，根据国家统计局数据显示，我国结婚登记人数由2013年的1,346.93万对下降至2021年的764.30万对，结婚率由2013年的9.9‰下降至2021年的5.4‰。

图11：中国结婚登记数连续8年下滑（万对）



资料来源：国家统计局、信达证券研发中心

图12：2021年我国结婚率下降至5.4%

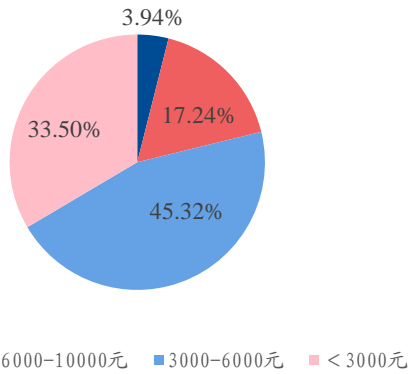


资料来源：wind、信达证券研发中心

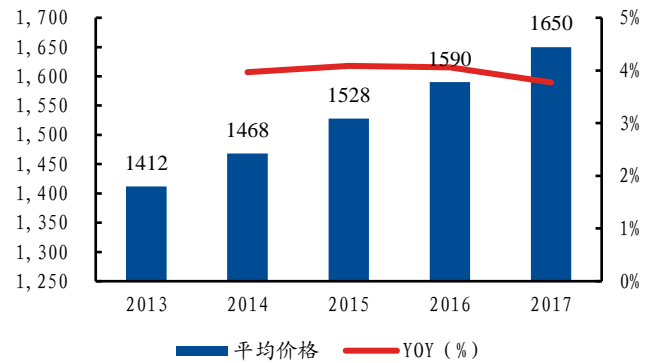
价：单桌婚宴价格攀升。根据中商产业研究院统计，国内婚宴酒席均价从2013年的1,412元/桌上涨至2017年1,650元/桌，单桌酒宴价格不断攀升。据《中国城镇家庭结婚消费结构的区域差异分析》研究，酒宴平均开销按1978年不变价格计算近三十年上涨了8,498元，年均复合增长率5.9%。婚宴平均桌数增加了约2.5倍，但平均酒宴开销增长了约10倍，因此婚宴消费的增长主要来自单桌酒席费用的上涨。2020年，我国新人结婚单桌预算价格主要集中在3,000元以下、3,000-6,000元，分别占比33.5%、45.32%，这与同庆楼的单桌价格定位相一致，也说明我国婚宴市场逐渐向中高端发展。

图13：2020年我国婚宴酒席价格预算以3000-6000元为主

图14：中国婚宴酒席平均价格逐年攀升（元/桌）



资料来源：时尚 COSMObride、前瞻经济学人、信达证券研发中心



资料来源：中商产业研究院、信达证券研发中心

表5:不同年代平均婚宴开销 (按 1978 年不变价格)

结婚年代	平均酒宴开销 (元)	平均桌数 (桌)	平均每桌开销 (元)
1980 年代	932	14	64
1990 年代	1918	19	101
2000 年代	4707	28	168
2010 年代	9430	36	263

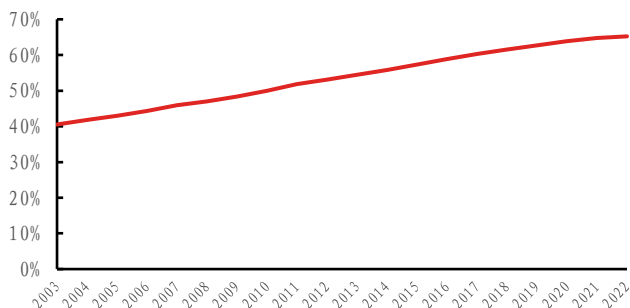
资料来源：《中国城镇家庭结婚消费结构的区域差异分析》、信达证券研发中心

2.2 我国婚庆宴会市场两大驱动因素：城镇化、人均可支配收入

城镇酒楼式宴会替代农村酒席式宴会。据 Wind 数据显示，我国城镇化率从 2003 年的 40.53% 上升至 2022 年的 65.22%。与欧美发达国家相比，仍有一定的上涨空间。城镇化的出现使得传统的婚宴酒席难以居家举办，越来的越多的年轻结婚人群会选择更宽阔、更专业的酒楼作为替代。

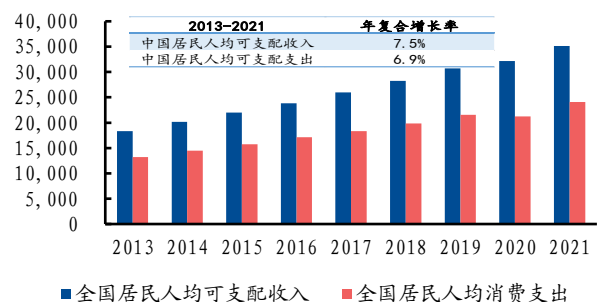
城镇化+居民可支配收入倍增，婚庆消费基础牢固。随着经济的高速发展，2021 年我国人均可支配收入和消费支出分别达 35,128 元、24,100 元，13-21 年年均复合增长率 7.5%/6.9%。人均可支配收入倍增将激发出较大的消费潜力，新人结婚群体在心理上也更容易接受日益上涨的结婚支出。与欧美发达国家人均可支配收入相比，我国人均可支配收入及消费支出仍有一定的上涨空间，中国婚礼服务市场的潜力仍然较大。

图15：我国城镇化率仍有上涨空间



资料来源：Wind、信达证券研发中心

图16：我国人均可支配收入/支出逐年上涨 (元)



资料来源：国家统计局、wind、信达证券研发中心

2.3 同庆楼有望成为“一站式”婚庆服务的龙头企业

一站式婚礼服务已成为市场主流，同庆楼凭借内外部优势形成了一定的品牌势能。在婚庆行业集中度较低的格局下，同庆楼有望打通婚庆产业链中下游，成为一站式婚宴市场龙头企业。

婚庆行业集中度低，“一站式”婚礼服务大势所趋。目前，在万亿级别的婚嫁市场中，仅花嫁丽舍仍在新三板挂牌，伊铭萱、烟雨江南等已经摘牌，婚嫁行业进入了重新整合扩张的阶段。随着 00 后步入适婚年龄，成为结婚消费新势力，其在结婚年龄分布中占比达 19%；而 95 后依旧是结婚主力，占比 31%。从用户消费行为偏好看，Z 世代偏爱“一站式备婚”，2017 年至 2021 年，“一站式结婚服务检索量”分别同比增长 343.5%/343.47%/390.7%/413%/343.5%，懒人经济的代表 95/00 后，希望婚纱摄影、婚礼策划、婚宴酒店都能一键买齐。相对于价格，他们更在乎品牌知名度和产品服务的高品质。因此，随着消费者的年轻化，相较于传统模式的碎片化、割裂式运营，一站式模式更符合年轻消费者定制化、便捷化的需求。

同庆楼提供一站式全过程婚礼服务，已积累起优势区域品牌势能

- 内部层面：**公司拥有宴会及婚庆的专业团队，并定期组织团队去三亚婚博会、日本知名婚庆企业学习，目前拥有“palace 帕丽斯艺术中心”和“同庆楼宴会中心”两个系列产品。同时，公司对专属策划师（公司与明星御用婚礼策划师、国内顶级宴会空间设计师、WPOY2013、2014 年度最佳婚礼策划师蔡上在安徽和江苏签订独家协议，作为宴会总设计师）、专业主持人、高级化妆师、专业摄影摄像、宴会服务、专业厨师团队进行了一站式配齐，提供王室、明星、城堡、户外、草坪、星空婚礼等多种主题特色婚礼，打造满月、百日、周岁、成人、升学宴等十大喜宴。
- 外部层面：**公司通过婚彩会与钻戒、造型、婚车、婚纱摄影、礼服业等知名企业合作，满足消费者多样化、定制化的需求，目前已成为华东地区规模较大的婚礼宴会主题连锁餐饮企业。据大众点评数据，同庆楼在婚宴/宴会人气榜前五席中拔得四席，在婚宴/宴会好评榜中独占前二。

图17：同庆楼提供一站式婚礼服务



专属策划师 | 专业主持人 | 高级化妆师 | 专业摄影摄像 | 宴会服务 | 专业厨师团队 一站式配齐

图18：同庆楼拥有众多“一站式婚礼”服务合作方



资料来源：同庆楼微信公众号、信达证券研发中心

资料来源：同庆楼微信公众号、信达证券研发中心

图19：同庆楼婚宴/宴会人气榜独占四席



图20：同庆楼婚宴/宴会好评榜独占前2



资料来源：大众点评、信达证券研发中心

资料来源：大众点评、信达证券研发中心

图21：同庆楼提供 12 种不同风格的明星级婚礼宴会厅

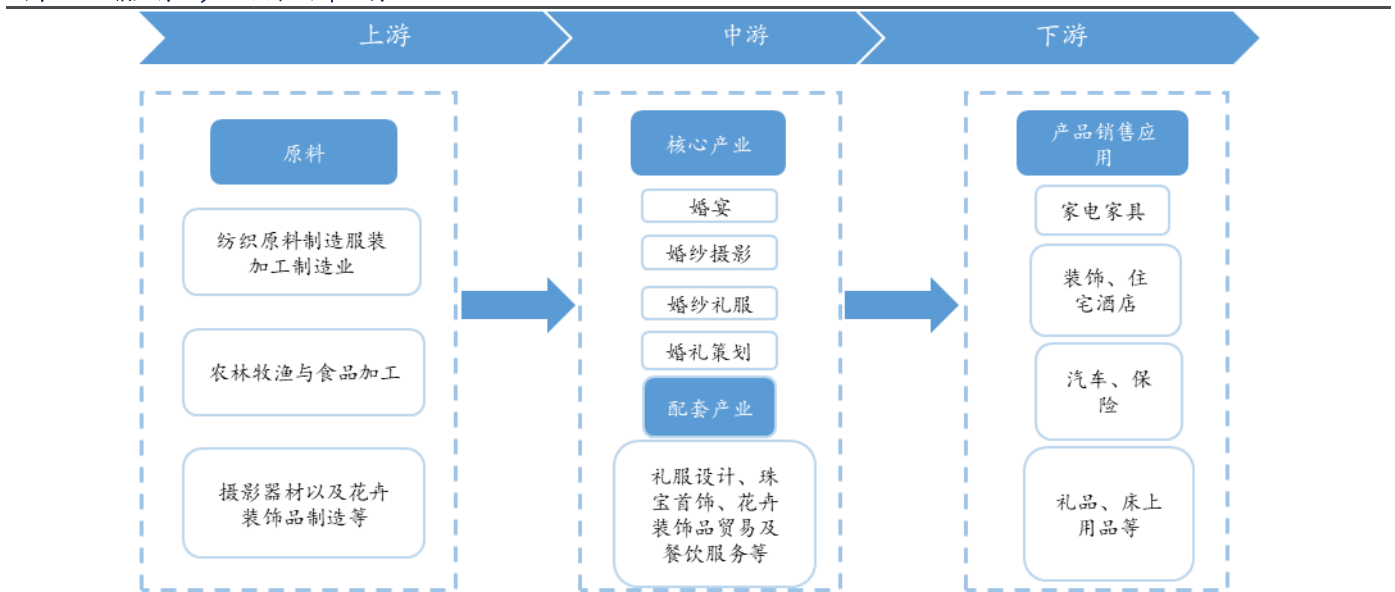


资料来源：同庆楼微信公众号，信达证券研发中心

同庆楼涉足婚礼产业链中下游，有望成为一站式婚宴市场龙头企业。2017年起公司开拓一站式婚宴服务，聚焦宴会业务+大型餐饮，内部已形成较为完善成熟的婚庆和宴会管理体系。相比于单独的婚庆公司或者兼做的部分单体酒店，同庆楼独特的餐饮+宴会模式可较好满足婚礼宴会供餐的稳定性和菜肴品质。目前，公司已涉及婚庆产业链中下游，一方面，能够提高服务流程的可复制性，降低企业获客成本，提升利润率。另一方面，也让消费者免于对接多个供应商，满足其便利性需求。相比传统婚礼服务供应商零散无序的状态，一站式服务模式通过整合产业链上多个环节，压缩成本，创造出更高的利润空间。未来，在一站

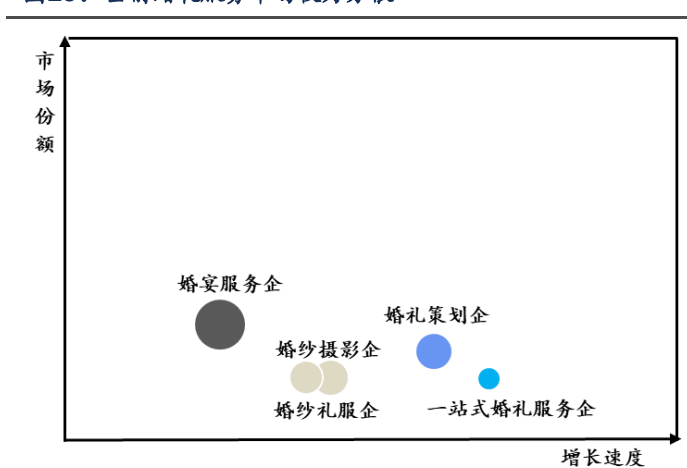
式婚礼服务市场高增速下，公司具有较强的市场竞争力。

图22：婚庆行业产业链各环节细分



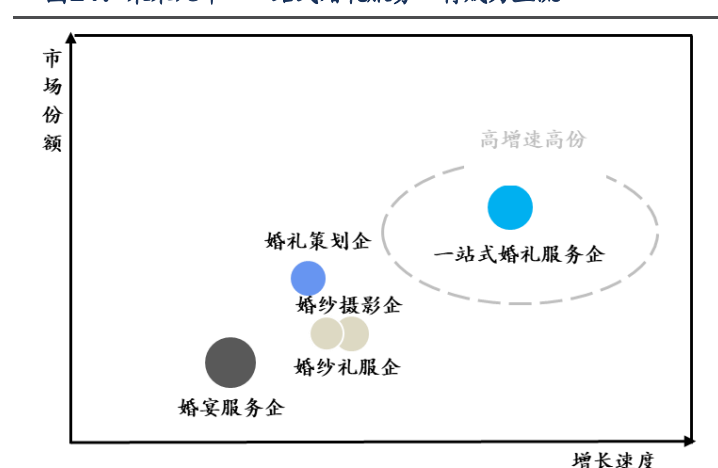
资料来源：观研天下，信达证券研发中心

图23：当前婚礼服务市场较为分散



资料来源：弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

图24：未来几年“一站式婚礼服务”将成为主流



资料来源：弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

三、餐饮宴会业务异地复制扩张，新业态打造多成长曲线

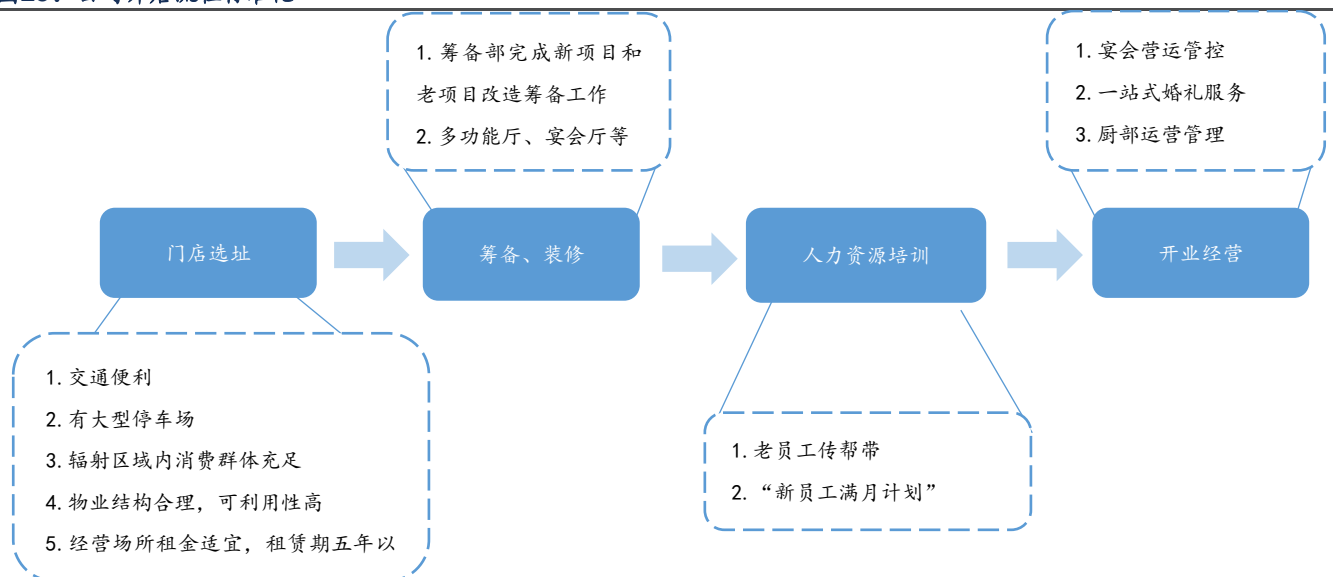
公司的核心亮点在于餐饮宴会业务的标准化运营，显著提升其异地复制扩张的能力。富茂酒店凭借专业化人才管理、多元化服务、差异化竞争模式开启增长新动能。未来，同庆楼借助品牌、渠道、产品优势发力预制菜、新餐饮业务，有望打造新的成长曲线。

3.1 公司餐饮宴会业务模式可复制

与西安饮食、全聚德、广州酒家的“直营+加盟”模式相比，同庆楼凭借开店流程标准化，服务管理、人力培训、口味保证、原材料采配体系化，在全国快速拓展直营门店。

- **门店面积：**主流门店面积基本上5,000平方米以上，公司培养的新品牌门店面积较小，如同庆小笼、符离集。
- **选址要求：**交通便利、地理位置佳以便有充足的消费群体，物业结构合理，可利用性高。二者虽会导致符合要求的物业存量较少，房租总额高，但同庆楼可凭借品牌流量优势，成为商场招商引流的不二选择。因此能在物业谈判中获得较大的租金优惠，形成同业较难复制的大店扩张护城河。
- **新酒店开业筹备：**公司抽调懂业务熟悉标准化管理的老员工在新店传帮带，人力资源部对新员工进行严格的培训考核，制定“新员工满月计划”等培训计划，新员工考核合格后方能上岗，使新店在最短时间内成功复制。经过多年积累，公司在门店选址、筹备、装修、人力资源培训和开业经营等多方面拥有丰富的经验，具备了在全国快速拓展餐饮门店的能力。

图25：公司开店流程标准化



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

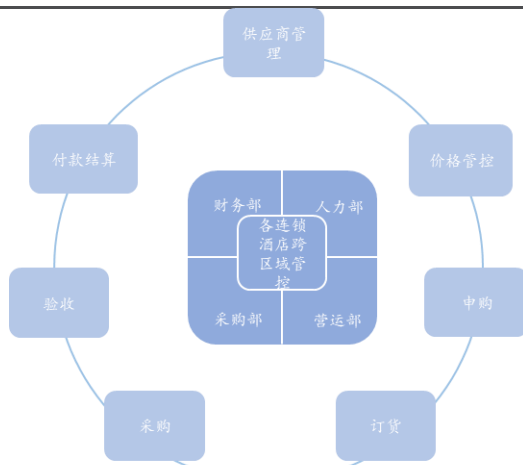
3.2 “标准管理+中央厨房+集中采配+人力培训”模式支撑同庆楼全国拓店

3.2.1 门店前厅服务、管理标准化

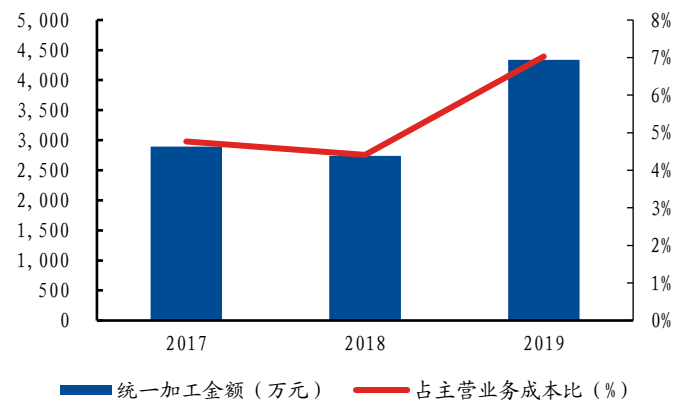
- **内部管理层面：**公司运用 ERP 系统对财务部、人力资源部、供应链等部门及各连锁酒店进行跨区域集中管控，业务财务一体化，实现全过程可追溯的闭环管理，达到管理规范，流程清晰化，提高工作效率。
- **前厅服务层面：**公司在服务流程、店面管理等可复制的环节进行标准化管理，制定了《服务部操作手册》、《宴会管理指导书》等一系列规章制度，将标准化管理深入到每个环节。

3.2.2 “中央厨房+厨师专业菜系分组”保证后堂出品

公司经营徽菜、粤菜、沪杭菜、川菜、湘菜、淮扬菜等多种菜系。为保证中式菜肴品质稳定，公司采用精细化的厨师管理模式，对厨师进行专业菜系分组及绩效考核。同时，公司菜品供应模式为“中央厨房提供 40%的料包和半成品，标准化工艺流程菜品供应占 30%，门店自主创新菜品占 30%”。据招股说明书数据显示，中央厨房统一加工金额从 2017 年的 2891 万元上涨至 2019 年的 4336 万元，同比增长 49.94%。2019 年公司位于皖、苏的主要门店统一配送占比均超过 65%，受制于运费成本，北京区域门店仍由供应商进行配送。这种模式既保证了各门店因地域特色而保有一定自主性，也有助于公司减少对厨师的依赖，保证口味一致性，实现各直营门店菜品复制，为全国化连锁经营铸就了坚实的基础。

图26：同庆楼 ERP 系统实现业务财务一体化


资料来源：招股说明书、信达证券研发中心

图27：中央厨房统一加工额大幅上升


资料来源：招股说明书、信达证券研发中心

表6:2019年，同庆楼中央厨房统一配送以安徽江苏区域门店为主 (万元)

区域	统一配送		供应商配送	
	金额	占比	金额	占比
合肥区域门店	18833.26	79.52%	4850.48	20.48%
太湖区域门店	10388.11	65.14%	5558.68	34.86%
南京区域门店	3321.55	72.36%	1269.05	27.64%
芜湖区域门店	2170.13	69.24%	963.86	30.76%
北京区域门店	19.96	1.98%	986.5	98.02%

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

3.2.3 供应链集中源头采购，物流统一配送。公司所有门店均为直营店，且主要覆盖合肥、无锡等区域。

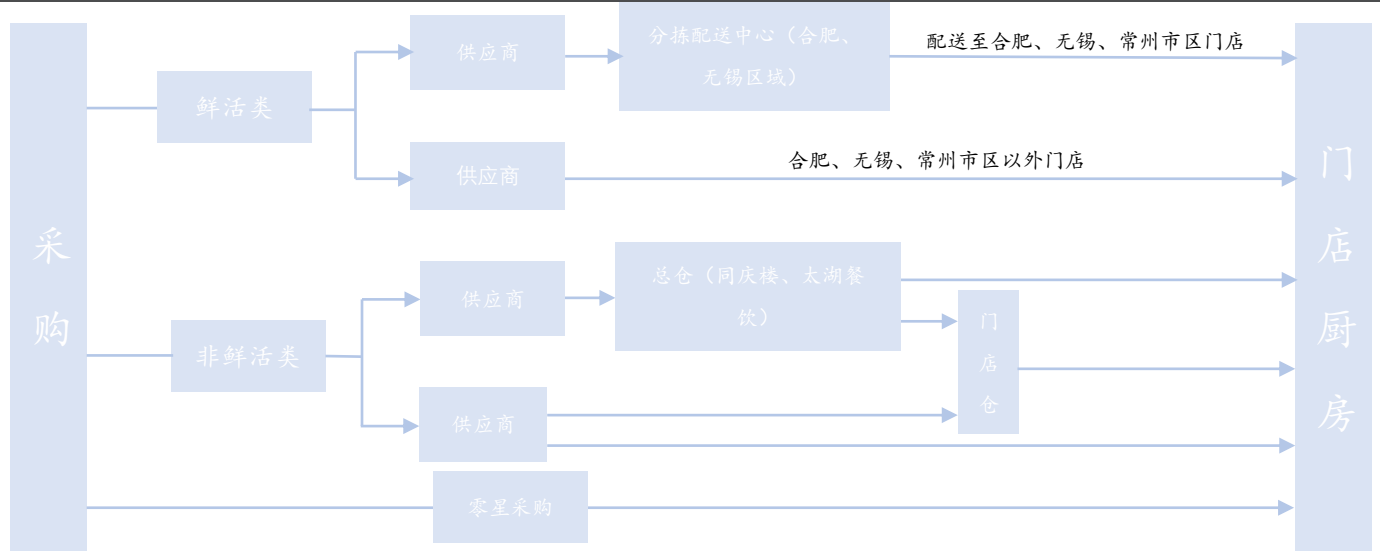
- 配送端：**非鲜活类，2014 年成立了中央厨房，集中对公司门店所需要的半成品进行加工和配送，各门店提前将所需半成品计划报送至中央厨房，中央厨房对门店计划汇总并报送采购部，采购部采购后发送原材料至中央厨房，中央厨房按门店所需进行生产、包装及分拣，并通过自有物流车运送到门店。鲜活类，2016 年度公司在合肥、无锡区域设立生鲜原材料集中分拣配送中心。门店按计划向分拣配送中心提交采购申请，分拣配送中心按门店申购数量分拣并通过第三方物流配送至各门店。2017-2019 年，各直

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

营店统一配送比例从 58.79%提升至 71.82%。

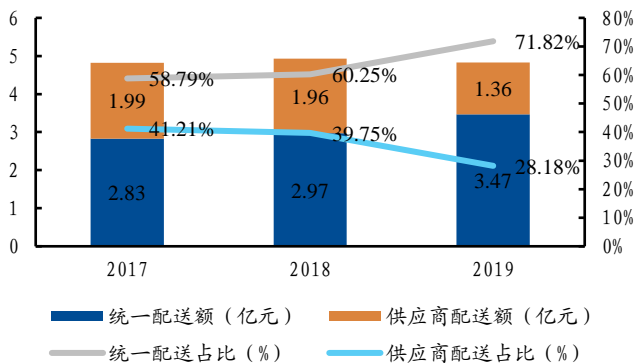
- **采购端：**公司设采购部负责开发供应商，选取合格供应商报批后录入 ERP 系统，所有原材料由采购部统一询价、集中采购，按门店需求由公司统一配送或由供应商配送至各门店。对于鲜活类产品，公司同供应商约定定价周期，在保证原材料品质的同时降低原料成本。2017-2019 年，公司批量采购占比从 97.38%提升至 99.22%。

图28：同庆楼拥有统一的采购及配送供应链



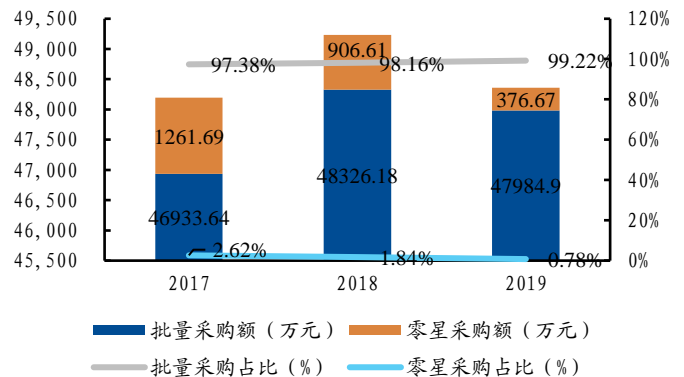
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图29：公司以直营店统一配送为主，供应商配送为辅



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图30：公司以批量采购为主，零星采购为辅



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

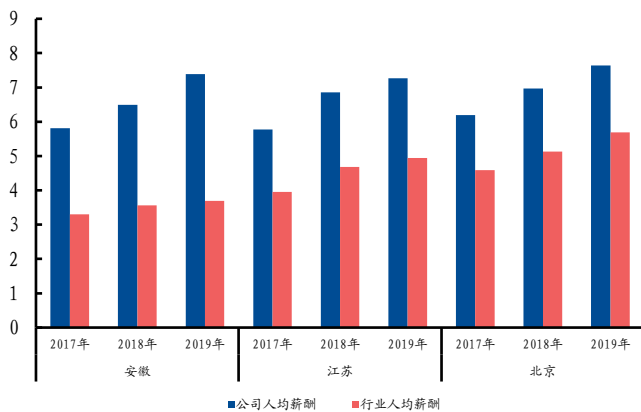
3.2.4 人力资源、研发创新体系完善

- **激励计划层面：**公司针对在职人员实行了一系列的激励措施，如股权激励计划、绩效考核，为关键岗位人员提供出国学习及晋升机会。
- **人才储备层面：**公司特别重视与院校的合作，目前已在多家院校开设“同庆班”，吸收优秀学生，提高公司员工素质。另一方面，通过具有行业竞争力的薪酬待遇来吸引优秀人才，2019年同庆楼在安徽、江苏、北京三个区域的人均薪酬分别为同行业的 200%、147%、134%。
- **人才培养层面：**对每一个新员工进行入职培训和定期培训，制定“新员工满月计划”

等培训计划。

- **服务创新层面：**管理人员定期外出考察业内服务标杆企业，制定符合公司特色的服务标准。
- **菜式创新层面：**组织厨师长、菜系带头人等定期外出考察市场，及时掌握市场流行元素，进行新菜品的研发与创新。公司创新菜品“同庆楼小笼汤包”、“徽州炖双头”、“金牌红烧肉”、“黄山扣子菇”被认定为“服务世博名特菜点”。为激励员工创新新式菜品，公司 2017-2019 年员工人均薪酬从 5.8 万元/年上涨至 7.35 万元/年。

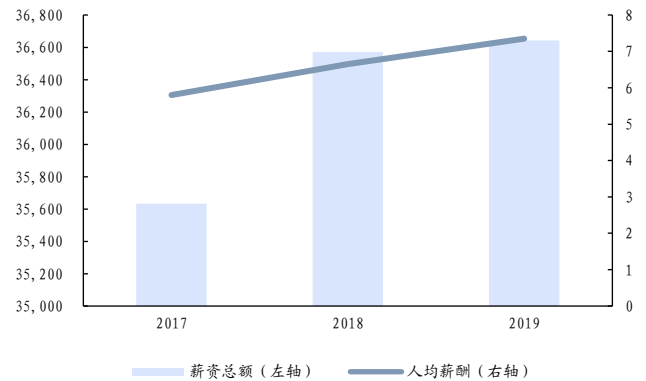
图31：同庆楼人均薪资高于当地行业人均薪酬（万元）



资料来源：招股说明书，国家统计局，信达证券研发中心

注：行业人均薪酬以住宿和餐饮业城镇私营单位就业人员平均工资(元)计算

图32：员工整体工资水平呈上升趋势（万元）



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

3.3 富茂酒店独特的“餐饮+宴会+住宿”模式，打造差异化竞争力

富茂酒店以专业化人才进行管理，打造多元化多层次服务型酒店。中长期伴随外部环境的改善叠加差异化模式扩张，富茂酒店有望成为公司新增长曲线。

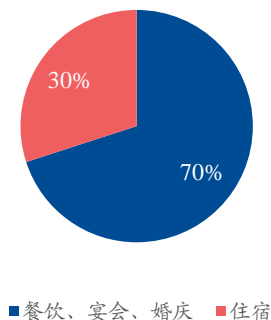
餐饮+宴会为核，配套高性价比客房，打造具备竞争力的差异化酒店经营新模式

- **业绩端：**据 22 年年报显示，富茂酒店的主营业务收入为餐饮、宴会及婚庆，占比约 70%，配套业务为住宿，占比约 30%。随着酒店住宿业务全部运营，该业绩结构可能产生变化。富茂酒店在第十五届中国最佳酒店大奖项目上，成功斩获“最具投资价值酒店品牌”称号。
- **运营端：**充分发挥同庆楼餐饮和宴会在市场上的经营优势，同时通过在同庆楼大型餐饮和宴会业态中配套一定数量的客房，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。酒店运营以“工作日接待会议，节假日接待宴会+外地赴宴客人的住宿需求”模式为基，能够提升设施利用效率和经营效益。
- **利润端：**公司瑶海富茂大饭店于 2021 年年底开业（酒店业务 22 年开业），合肥滨湖富茂大饭店于 2021 年开业。据年报数据显示，21 年富茂酒店实现净利润 1911.23 万元，22 年实现净利润 2101.87 万元，随着公司酒店运营趋于成熟，未来利润端业绩贡献有望大幅提升。
- **目前：**公司酒店类品牌在建项目约为 6 个，北城富茂花园酒店已于 2023 年 1 月 15 日开业。
- **未来：**公司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”品牌对外输出宾馆管理，为公司业务拓展打开全新局面。

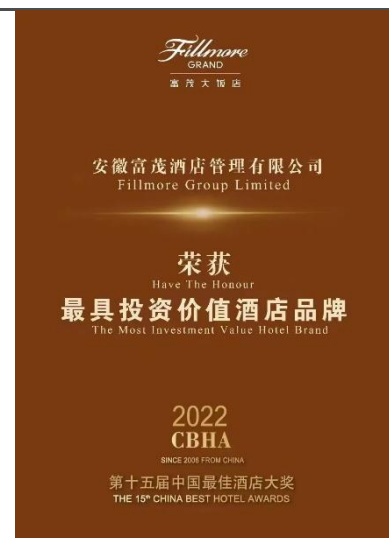
表7:富茂酒店瑶海、滨湖、北城三店开业

门店	品牌	地区	客房(间)	面积(m ²)	宴会厅	楼层	餐饮包厢	项目状态
合肥瑶海富茂大饭店	富茂大饭店	合肥	260	60,000	>10	-	32	21年餐饮宴会开业、22年酒店开业
合肥滨湖富茂大饭店	富茂大饭店	合肥	500	100,000	>10	20	60	2021年开业
合肥肥西富茂大饭店	富茂大饭店	合肥	512	100,000	9	21	-	2022/7/27开工建设
合肥蜀西湖富茂大饭店	富茂大饭店	合肥	428	40,000	13	24	35	在建
合肥蜀山富茂大饭店	富茂大饭店	合肥	500	140,000	12	19	-	在建
合肥肥东富茂大饭店	富茂大饭店	合肥	684	80,000	13	-	-	在建
合肥北城富茂花园酒店	富茂花园酒店	合肥	280	30,000	-	-	36	2023/1/15开业
芜湖鸠江富茂花园酒店	富茂花园酒店	芜湖市	-	30,000	-	-	-	在建
上海富茂国际酒店	富茂国际酒店	上海	120	16,000	-	-	26	在建

资料来源:公司官网、信达证券研发中心

图33: 2022年,富茂酒店营收以餐饮宴会为主


资料来源:公司年报,信达证券研发中心

图34: 富茂酒店获“最具投资价值酒店品牌”称号


资料来源:同庆楼微信公众号,信达证券研发中心

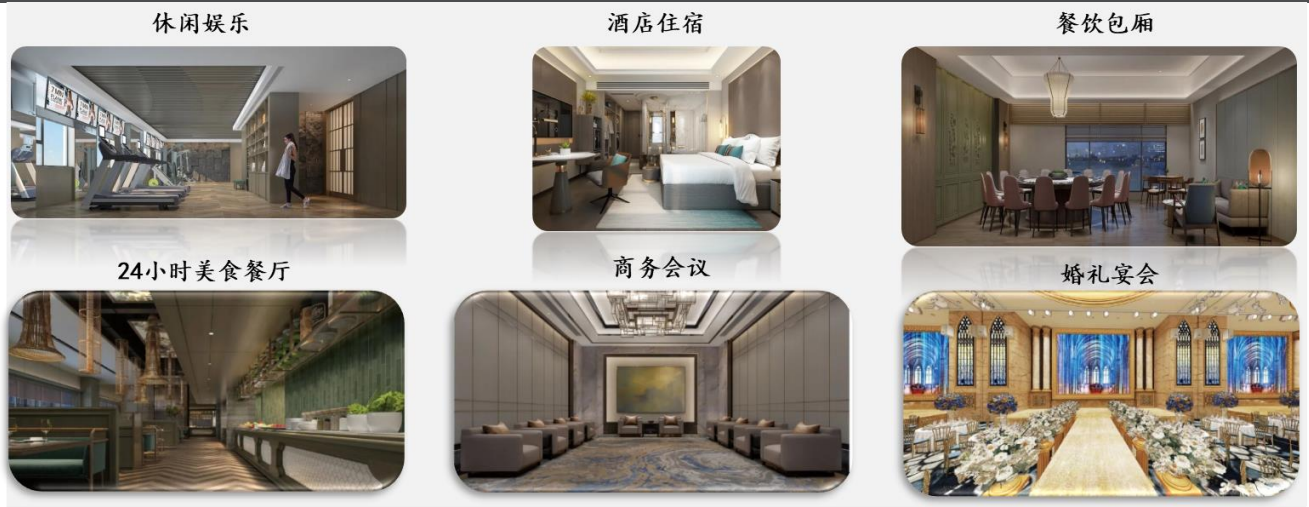
多品牌、多系列发展,打造多元化服务型酒店。富茂酒店定位于豪华酒店、高端城市酒店、城市度假特色花园酒店等综合性高端商务酒店,主要品牌有富茂大饭店、富茂城市酒店、富茂花园酒店、富茂国际酒店。富茂酒店整体设计风格奢华,酒店整体由包揽多项国际设计大奖的设计公司“香港 CCD 团队”匠心打造,涵盖餐饮包厢、商务会议、综合宴会、客房、健身、棋牌、24 小时餐厅为一体的综合性酒店。酒店拥有十余个宴会大厅,可满足宴会、培训、会议、发布会等各类需求。此外,富茂酒店有一站式婚礼、商务会议、升学宴等厅型,如维多利亚厅、伊里斯厅。各种厅型大部分活动空间宽敞灵活,可使用移动隔墙划分成较小场地以满足不同的活动需求。

聘用专业型人才管理富茂酒店。据公司公告称,2022 年 11 月 22 日公司董事会表决通过《关于聘任公司副总经理的议案》的议案。尹慧娟女士酒店经营管理经验丰富,曾在神旺

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

国际大酒店、温德姆、美豪酒店担任部门或区域管理要职。富茂项目总经理担任集团副总，有利于获得更多集团资源。

图35：富茂大酒店集多样化服务于一体



资料来源：合肥瑶海富茂大饭店微信公众号、信达证券研发中心

图36：富茂大酒店提供不同类型的宴会厅满足消费者需求

宴会厅	楼层	长 (m)	宽 (m)	高 (m)	面积	宴会式	课桌式	剧院式	回型	U型
一号厅	2F	20	18	5.6	360	34	200	320	60	45
二号厅	2F	20	18	5.6	360	34	200	320	60	45
三号厅	2F	24	10	5.6	240	16	150	200	40	32
维多利亚厅	3F	30	25	5.6	750	36	400	600	120	100
伊里斯厅	3F	25	22	5.6	550	34	/	/	/	/
花火厅	3F	25	23	5.6	575	34	/	/	/	/
玫瑰宫	4F	29	25	10	725	36	/	/	/	/
国际厅	4F	50	25	10	1250	60	500	1000	/	/

资料来源：合肥瑶海富茂大饭店微信公众号，信达证券研发中心

3.4 传统餐饮企业以食品业务部为基，开拓预制菜蓝海市场

同庆楼对使用预制菜降本增效的需要叠加自身品牌、产品、渠道端的优势，有望乘预制菜东风发展壮大。

品牌、产品、渠道三端发力预制菜市场

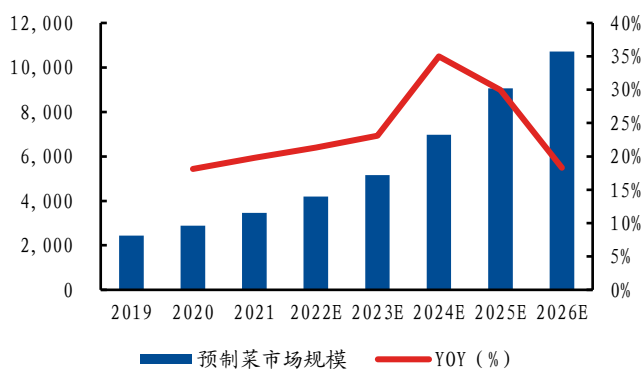
品牌端：同庆楼是中华老字号，在安徽、江苏、北京等地拥有众多门店，且作为“精品安徽，皖美智造”第一批安徽重点代表企业登陆央视 CCTV-13、CCTV-2、CCTV-9 等多个频道，品牌认知度高。同时，同庆楼积极研发更多不同类型名厨名菜，大幅度增加名厨名菜的 SKU 数量，从早餐面点到自热饭、名厨名菜，产品品类越来越丰富，可以全面满足消费者“一日三餐”的需求。据艾媒咨询 2022 年预制菜品牌百强榜，同庆楼以即热预制菜系列位列 31 名。

产品端：公司 2020 年成立食品事业部，2021 年成立全资子公司安徽同庆楼食品有限公司。

目前，食品公司已完成团队建设、产品研发定标、OEM 工厂合作、4 条标准化生产线等工作。食品业务已经形成以生产速冻面点、自热饭、臭鳊鱼、腊味、名厨名菜等五大系列产品为主，加大力度进行粽子、月饼、春节礼包等节庆产品开发和销售、开发宴会伴手礼以及公司从原产地定制的餐饮优质原料为辅的业务格局。随着 B 端和 C 端消费者对于预制菜需求的增加，根据艾媒咨询预测，2026 年我国预制菜市场规模将突破万亿，达 10,720 亿元。根据公司财报数据，2021 年公司实现食品销售收入 1,511 万元，22 H1 实现销售收入 3,797 万元。随着预制菜市场的快速发展及市场上缺乏领军的品牌企业，同庆楼可凭借餐饮渠道企业优势，杀入预制菜市场，预制菜业务有望成为同庆楼下一阶段业绩的另一增长点。

渠道端：产品销售方面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。线上零售方面，公司通过天猫、猫超、京东等电商平台的自运营、抖音自播+代运营短视频电商运营，积极开展食品线上营销；线下销售方面，2021 年，在安徽合肥市自营 30 余家商超专柜，江苏区域入驻南京苏果、大润发等 38 家超市，并已在南京建立了分仓，2022 年年底入驻商超店达 107 家。同庆楼自有私域流量：公司将重点打造数字化客户系统，打通餐饮、婚庆、酒店、食品各业务板块客户数据库，实现客户资源共享。

图37：我国预制菜市场规模逐年上扬（亿元）



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图38：同庆楼预制菜五大系列产品



资料来源：公司财报，同庆楼甄选商城，信达证券研发中心

3.5 新餐饮业务跑马圈地，寻找新的增长点

公司旗下拥有大鲷寿司（日料）、符离集（特色小餐饮）、同庆小笼（快餐）、派尔曼特（披萨）、庆小粤（早午茶）等众多子品牌，旨在将单个子品牌孵化成熟后快速复制。虽然同庆楼小型门店运营的新餐饮业务大部分尚未实现盈亏平衡，但公司投资部以此挑选出优质项目进行再投资，寻找公司新的业绩增长点。

图39：新餐饮业务涵盖砂锅、火锅、披萨等多个子品牌

品牌	品牌介绍	门店	图示
同庆小笼	1932年，同庆楼师傅发明了用烫面做的小笼包，改写了中国人一直用发面做包子的历史，并传至全国。	同庆小笼 合家福广场店	
大鲷寿司	主推蝴蝶卷、公主卷、凯撒卷等经典寿司，让食材回归本真，轻松体验异域的美食舌尖之旅。	华润万象城店	
符离集	以中国四大名鸡之中的符离集烧鸡为特色菜品，聚皖北传统名菜以及各种面食，菜品丰富，食材新鲜，制作精细，口味正宗。	合肥万象城门店 马鞍山路门店 肥东吾悦店	
派尔曼特披萨	主营各类意式披萨，以及美味牛排、意大利面、芝士焗饭、醇香咖啡等各类美食，是一家休闲、欢乐、时尚集一体的西餐厅。	万象城店	
大班海鲜肥牛火锅	以海鲜姿造和精品牛肉为主打，精选世界各地深海时鲜烹饪、海鲜姿造，搭配招牌菌汤锅底，还原食材本真风味	蜀山区怀宁路	
阿摩娜葡萄牙餐厅	主要菜品有鳕鱼、金枪鱼、长寿鱼、珍鲷鱼、澳洲小青龙、原汁原味的葡式烧烤，是一家正宗的葡萄牙式海鲜烧烤餐厅。	万象城店	
鸿章砂锅	鸿章砂锅聚徽菜特色，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	五彩城店	
庆小粤	庆小粤是同庆楼集团旗下早午茶品牌，主打粤式早茶和江南早茶，打造传统与潮流相结合的早午茶新方式	包河万达店 天鹅酒家店 等六家	
咏川·川菜沸腾鱼	涵盖正宗川味麻辣和川式清爽口味，以沸腾黑鱼片为主打菜品。	包河万达店	

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

四、公司业绩疫情期间韧性十足，三项费用逐项优化

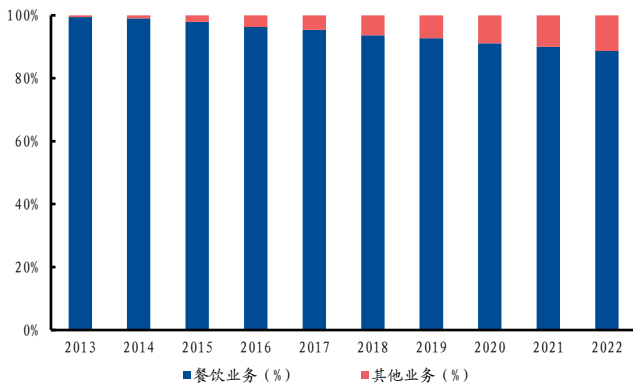
同庆楼主要面向大众消费群体，毛利率及净利率水平优于同行。营收以餐饮业务及省内业务为主，其他业务及省外业务加速扩张，疫情下经营显韧性。核心大店贡献主要利润，门店实现盈亏平衡年限主要为 1 年。通过加强经营管理及内部控制，公司财务、管理、销售费用逐项优化，期间费用率稳步下降。

4.1 营收以餐饮和省内为主，业绩韧性较强，净利率显著优于同行

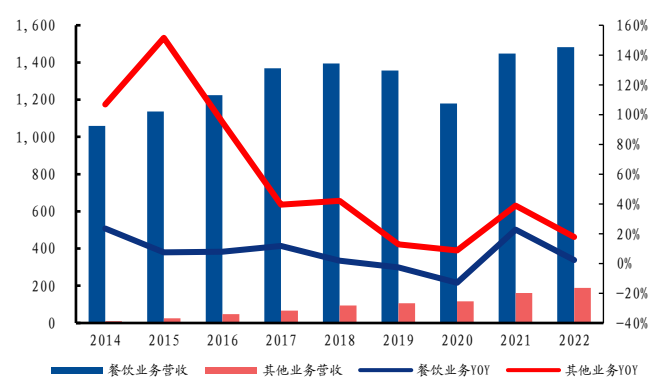
分业务看：餐饮收入占比超九成，其他业务增速较快。公司主要业务分为餐饮和其他（如宴会服务、食品业务等）。随着公司不断加码预制菜食品、一站式婚庆服务，餐饮业务收入占比逐年下降，从 2013 年的 99.46% 下降至 2022 年的 88.69%。2021 年餐饮收入 14.48 亿元，同比增长 22.66%，为近七年最大增幅，主要系 2020 年公司业绩受疫情影响较大叠加新增餐饮门店开业贡献业绩。2022 年，其他业务收入为 1.89 亿元，同比增长 17.67%，占营收比重约 11.3%。

图40：餐饮业务为主，其他业务加速扩张

图41：其他业务收入增速较快，餐饮收入增速稳定（百万元）



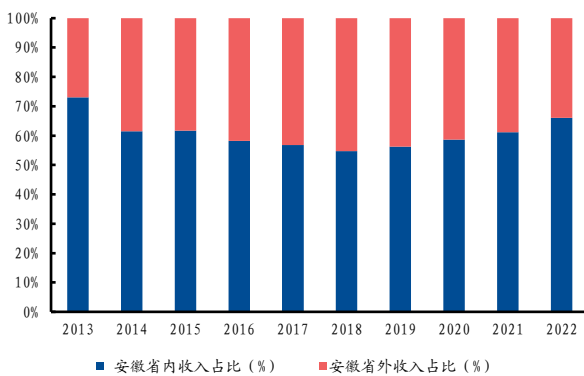
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

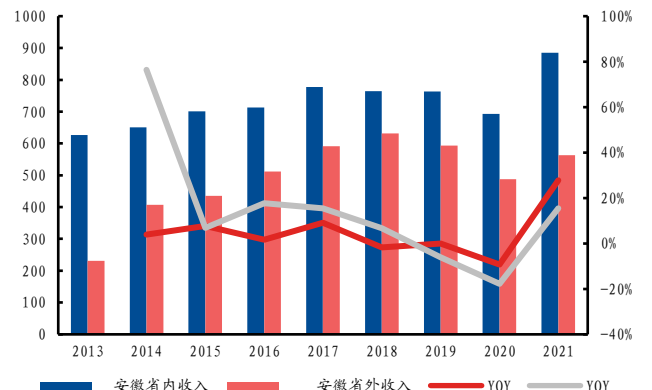
分区域看：省内收入为主，省外收入占比逐年提升。省外收入占比从2013年始稳步增长，2018年以6.31亿元登顶，占比约为42.38%。2019-2022年逐年下降，但仍维持在30%以上，主要系2019年无锡地区收入下降以及2020年疫情冲击。2021-2022年，安徽省外收入分别为5.63、5.03亿元，恢复至2019年的94.91%/84.78%，同比+15.4%/-10.67%。安徽省内收入分别为8.85、9.79亿元，恢复至2019年的115.92%/128.2%，同比增长27.8%/10.6%。

图42: 安徽省外收入占比不断提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图43: 安徽省外收入增幅较快 (百万元)

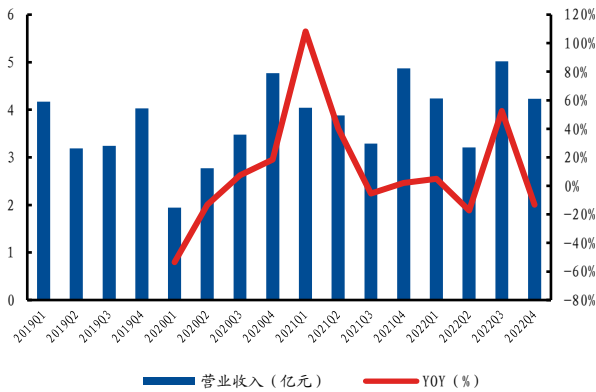


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

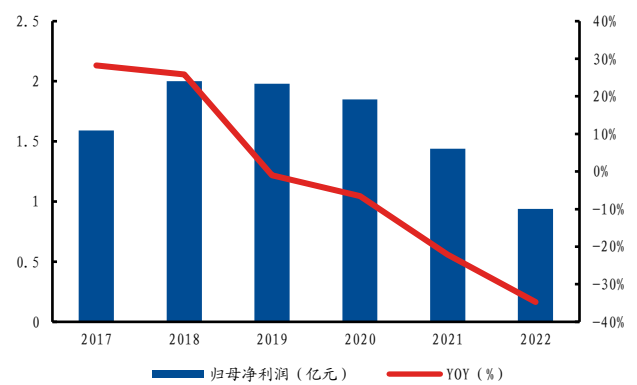
公司营收受疫情影响，新店开拓助力企业经营韧性。2020年受新冠疫情的冲击，公司营业收入及归母净利润分别为12.96/1.85亿元，同比下降11.41%/6.57%。2021年公司营业收入和归母净利润分别为16.08/1.44亿元，分别相比19年+9.91%/-27.27%。营业收入的增长主要系新开7家门店收入的增长所致，归母净利润同比下滑主要为新开门店费用增加（0.77亿元）、老门店工资自然增长（0.2亿元）、外卖平台佣金费用增加（0.13亿元）、食品推广及研发费用的增加（700多万元）所致。受3月份上海疫情爆发，公司核心经营区域门店反复遭遇阶段性暂停堂食影响，22H1营业收入为7.45亿元/yoy-5.91%。三季度疫情影响相对较小，同店恢复、新店增量叠加上半年部分订单延期消费，22Q1-Q3营业收入为12.47亿元/yoy+11.24%，全年营收及归母净利润分别为16.7/0.94亿元，彰显了公司的经营韧性。

图44: 公司营收疫后恢复较快

图45: 2019年始公司归母净利润开始下滑



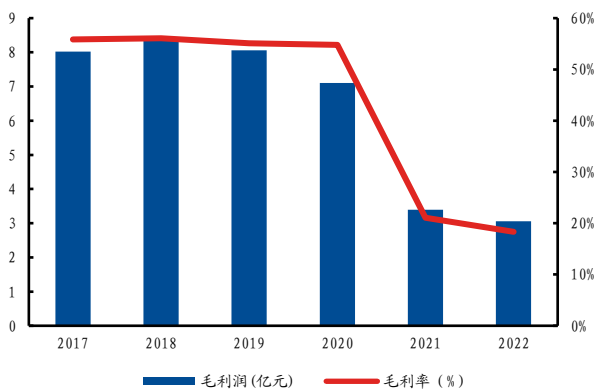
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

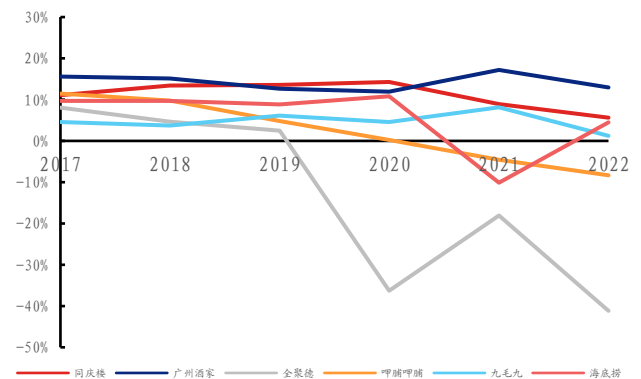
公司毛利率水平稳定，净利率显著优于同行。2017-2020年毛利率分别为55.85%、56.08%、55.09%、54.78%趋于稳定，主要系公司采用成本加成的定价策略、以稳定毛利率水平为考核指标、客户群体较为稳定所致。2021-2022年公司毛利率为53.93%（新会计准则后为21.08%）、18.32%，剔除会计准则变更影响后分别较19年同期下降了1.16pct、3.92pct，主要得益于供应链体系及门店现场管控，降低了原材料成本。横向对比看，公司净利率处于行业领先水平，显著好于全聚德、呷哺呷哺、九毛九、海底捞，或因新店扩张叠加疫情对核心门店的冲击，近两年净利率有所下滑，略低于广州酒家。

图46：同庆楼毛利率水平较为稳定



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图47：同庆楼净利率水平优于可比公司



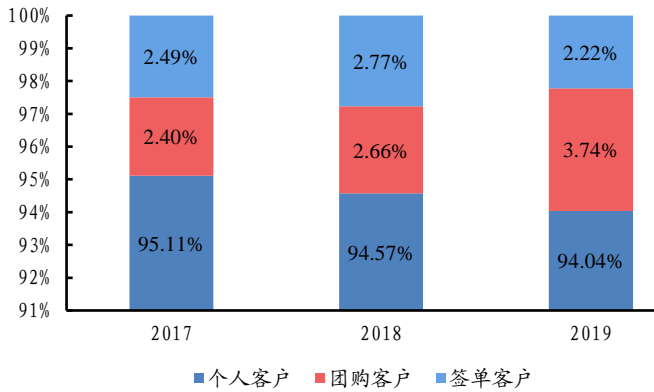
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

4.2 公司主要面向个人消费者，毛利率略高于行业平均水平

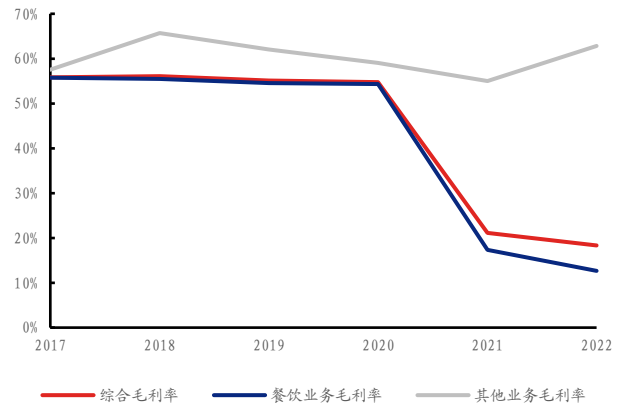
公司客户群体主要为较为分散的个人消费者。公司主营业务为餐饮服务，面向的客户群体庞大，消费金额较为平均且相近，不存在对收入构成较大影响的客户，具有餐饮企业客户分散的特点。其中，个人客户占收入的比重大于94%，团购客户占比虽小，但有上升趋势。2017-2019年团购客户收入占比上升至3.74%，上涨1.34pct。

图48：公司主要客户为个人消费者

图49：餐饮业务毛利率相对平稳



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

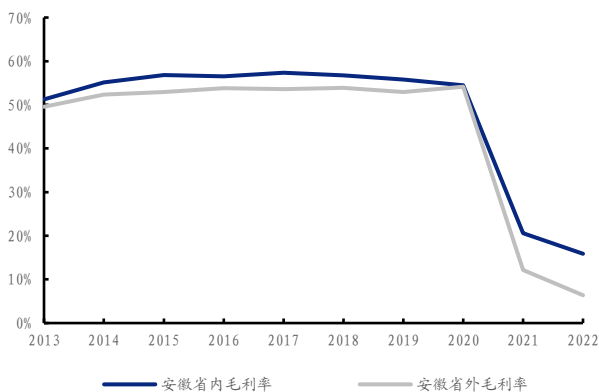


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司将稳定毛利率作为重要考核机制指标，毛利率水平稳定

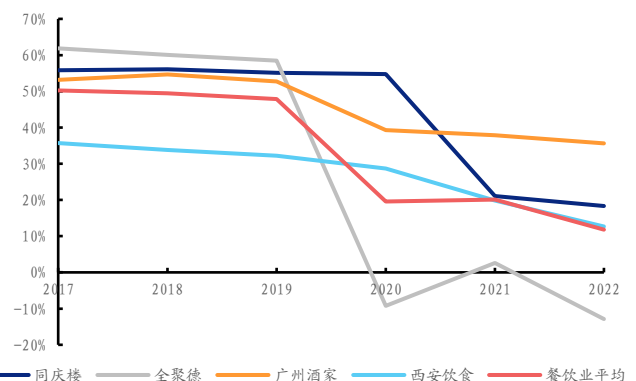
- 分业务看：**2017-2022年，公司综合毛利率较为稳定，分别为55.83%、56.09%、55.09%、54.77%、21.09%（按会计准则前的口径测算为53.93%）、18.33%，主要为公司将毛利率作为考核指标所致。餐饮业务毛利率2017-2020年分别为55.74%、55.44%、54.55%、54.35%，整体平稳运行。2021年毛利率仅为17.33%，主要系会计准则变更。2022年下降至12.66%，主要系疫情期间企业并未裁员而承担了较多的人工成本。
- 分区域看：**安徽省内毛利率略高于省外，随着2012年北京普天店和2015年金宝街店开业，安徽省外毛利率从2013年的49.56%攀升至2018年的53.89%，增长4.33pct。
- 分行业看：**同庆楼综合毛利率水平一直位于高于行业平均水平振荡，综合毛利率水平一直高于西安饮食，与广州酒家较为接近。2019年之前毛利率低于全聚德，2020年开始优于全聚德处于行业领先水平，2021-2022年仅次于广州酒家。

图50：安徽省内毛利率高于省外



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图51：同庆楼毛利率略高于行业平均水平



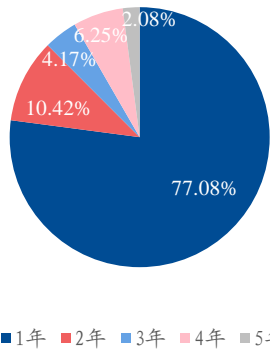
资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.3 公司新开门店盈亏平衡年限短，大店模式盈利更为显著

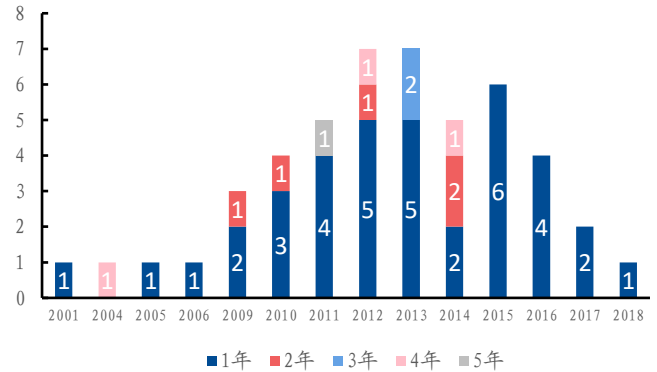
4.3.1 公司门店自开业至达到收支平衡的时间主要为1-2年

- 从盈亏平衡年限看：**截止2020年7月，公司所有57家门店中，48家门店已经实现盈亏平衡。其中，37家门店在1年内实现盈亏平衡，占比达77.08%，5家门店2年实现盈亏平衡，占比达10.42%。

- **从开业时间看：**截止 2020 年 7 月，尚未盈利的门店主要为 2019 年的新品牌门店，如同庆小笼合家福广场店、吾悦广场店、帕丽斯店等，共计 7 家。此外，2012 年新开的太仓万达店、2014 年新开的合家福广场店尚未实现盈亏平衡。

图52：公司实现盈亏平衡的时间主要为 1 年


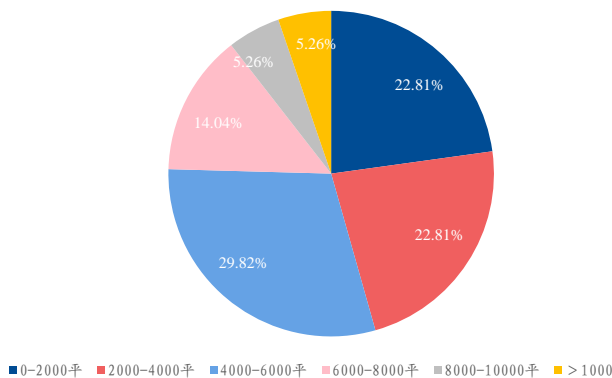
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心
 注：数据截止 2020 年

图53：不同开业年份实现盈亏平衡的时间分布


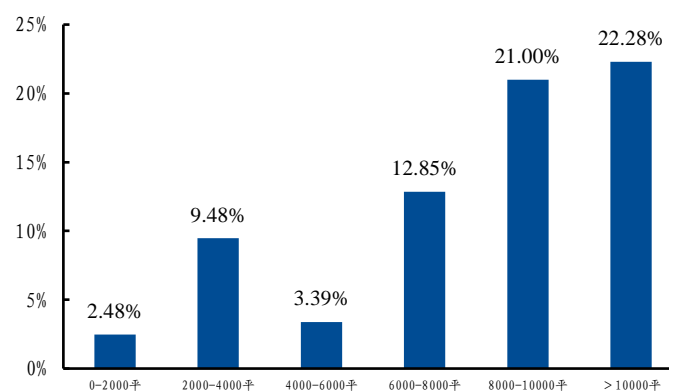
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心
 注：数据截止 2020 年

4.3.2 大店运营，盈利能力更为显著

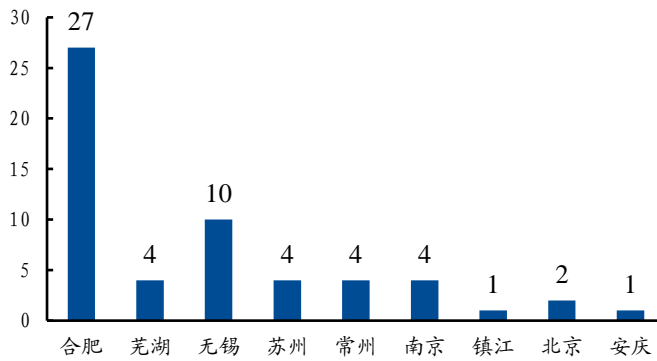
- **门店数量分布：**截止 2020 年 7 月，6,000 m²以下门店数量占比达 75.44%，但净利润占整体比重仅有 20.66%，净利率也只有 5.34%，主要系同庆楼旗下的新品牌餐饮小面积门店如鸿章砂锅、派尔曼特披萨、同庆小笼盈利期限较长、单店盈利弱所致；6,000 m²以上门店数量占比仅 24.56%，而净利润占整体比重达 79.34%，净利率达 17.95%，反映出同庆楼大店运营的盈利能力更强。
- **门店净利率：**截止 2020 年 7 月，6,000-8,000 m²、8,000-10,000 m²、>10,000 m²的门店净利率分别为 12.85%、21%、22.28%，单店面积越大，盈利能力越强。
- **分区域看：**截止 2020 年 7 月，公司主要门店分布在安徽、江苏区域，合肥、南京、北京三地门店净利率水平最高，分别为 16.29%、17.32%、13.62%。
- **从利润贡献看：**截止 2020 年 7 月，TOP5 大型门店庐州府、会宾楼、铜陵路店、花园店、常州奥体店合计占地面积仅 24%，却在 2018-2019 年贡献了 53%、54% 的净利润且有上升趋势，未来公司发展仍会以大型单店为主进行门店扩张。

图54：6000 m²以上面积门店数占比仅 24.56%


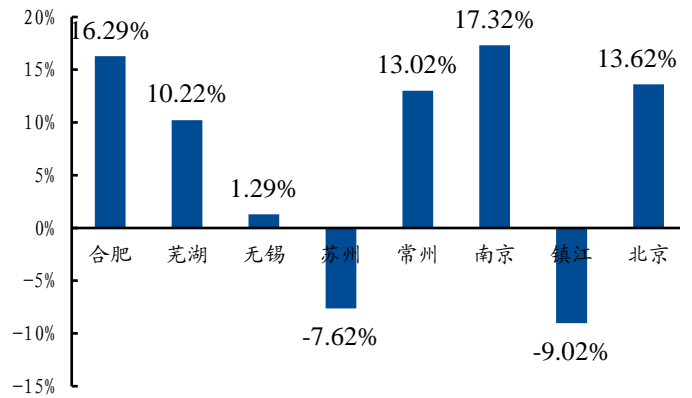
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心
 注：数据截止 2020 年

图55：6000 m²以上大型单店净利率高


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心
 注：数据截止 2020 年

图56：公司主要门店分布在安徽、江苏


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心
注：数据截止 2020 年

图57：合肥、南京、北京三地门店净利率最高


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心
注：数据截止 2020 年

表8:同庆楼大面积单店贡献超 50%的净利润

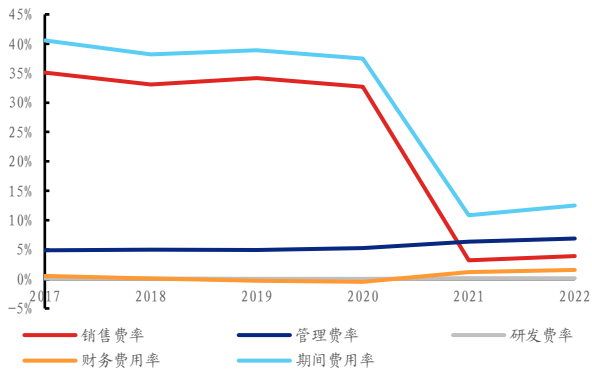
门店	开业时间(年)	门店面积(m²)	2019年					2018年				2017年			
			营业收入(万元)	坪效(万元/米)	净利润(万元)	净利率	人均消费(元)	营业收入(万元)	净利润(万元)	净利率	人均消费(元)	营业收入(万元)	净利润(万元)	净利率	人均消费(元)
庐州府	2012	15,205	12,594	0.83	3,174	25.2%	168	12,677	3,022	23.8%	167	11,755	2,618	22.3%	169
会宾楼	2009	8,050	7,091	0.88	2,122	29.9%	171	7,149	2,110	29.5%	169	7,174	2,016	28.1%	176
铜陵路店	2014	7,805	8,113	1.04	1,910	23.5%	157	8,064	1,812	22.5%	158	7,197	1,511	21.0%	163
花园店	2010	10,992	7,488	0.68	1,875	25.0%	164	7,128	1,682	23.6%	156	7,023	1,552	22.1%	153
常州奥体店	2017	17,571	10,072	0.57	1,671	16.6%	168	10,297	1,927	18.7%	162	3,112	-480	-15.4%	160
公司整体		250,125	146,279		19,759	13.5%		148,926	20,030	13.4%		143,565	15,904	11.1%	
TOP5 门店占比		24%	31%		54%			30%	53%			25%	45%		

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

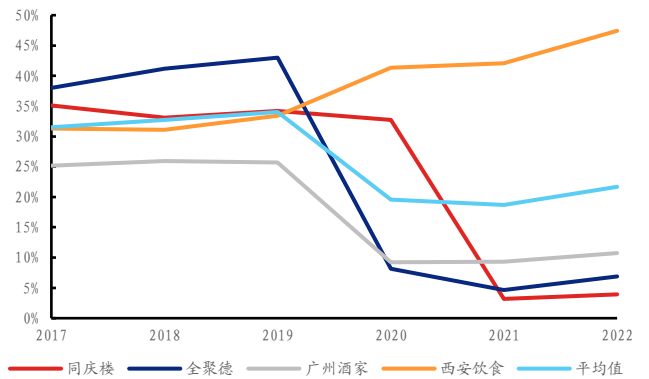
4.4 公司加强经营管理及内部控制，期间费用率稳步下降

期间费用稳步下降，管理费用优于同行。2017-2022 年，公司期间费用率分别为 40.58%、38.21%、38.90%、37.51%、10.84%、12.49%。其中，期间费用率主要受销售和财务费用影响。2021 年，公司期间费用率大幅下降至 10.84%，主要系会计准则变更，公司开始将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列报所致。2017-2022 年公司管理费用率整体呈上扬趋势，主要系公司的规模扩大，工资增长，购置固定资产、无形资产增加导致每期的折旧、摊销增加所致，但仍优于全聚德、广州酒家。2022 年达历史高位 6.89%，但处于行业低位。

图58：公司期间费用率稳步下降
图59：同庆楼销售费用率逐步优化



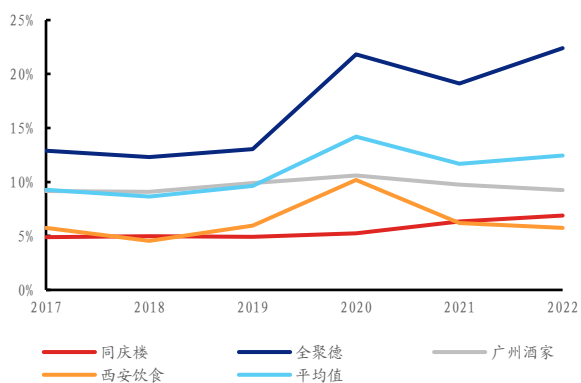
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

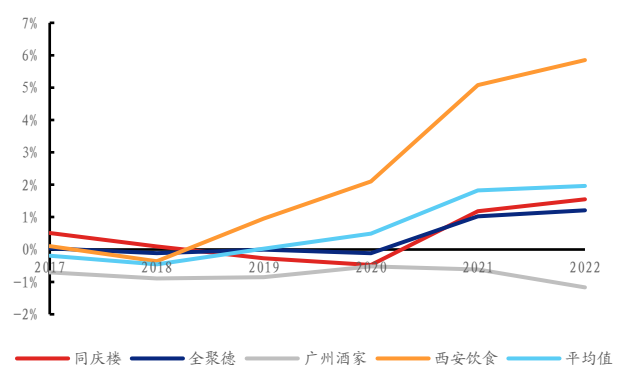
销售费用率、财务费用率逐步优化。2017-2020 年, 公司销售费用率分别为 35.11%、33.07%、34.19%、32.71%、高于同行水平但逐年下降。主要系公司处于开店拓展期, 业务规模逐步扩大所致。2021-2022 年销售费用率大幅下滑至 3.18%、3.91%, 则主要是会计准则变更所致。2017-2022 年财务费用率分别为 0.51%、0.09%、-0.28%、-0.48%、1.18%、1.55%, 19 年之前公司财务费用率劣于同行, 主要系公司银行贷款所需利息支出较大所致。19 年后财务费用率优于同行, 主要系贷款所需利息支出少、存款利息收入增加、手续费减少所致。

图60: 同庆楼管理费用率优于同行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图61: 同庆楼财务费用率优于行业均值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

五、盈利预测与投资评级

5.1、核心假设与盈利预测

- **餐饮业务：**餐饮业务为公司的核心业务，主要来自公司旗下同庆楼、富茂酒店。2022年公司加快老店改造升级，同时持续拓展新店，截止22年末，公司在安徽、江苏、北京等地拥有直营门店84家，其中同庆楼酒楼/婚礼会馆/富茂酒店/新品牌酒店分别为40/7/2/35家。**我们预计：**1) 同庆楼酒楼+婚礼会馆：假设23-25年公司新开6/10/12家，同时新开业/开业1年/开业2年门店年单店营收分别为0.15/0.20/0.25亿元，成熟门店（开业3年及以上）单店营收稳中有增，23-25年分别为0.30/0.31/0.32亿元，则23-25年同庆楼酒楼+婚礼会馆实现营收14.84/17.28/20.45亿元；2) 富茂酒店：假设23-25年公司新开4/7/10家，贡献营收4.0/7.4/11.4亿元；3) 新品牌门店：假设23-25年公司新开10/10/10家，贡献营收0.45/0.55/0.65亿元。我们预计23-25年餐饮业务合计贡献营收19.29/25.23/32.50亿元，同比增速分别为36.3%/30.8%/28.8%，并假设毛利率分别为20.0%/20.2%/20.4%。

表9:同庆楼 2023-2025E 餐饮业务收入（百万元）

	2023E	2024E	2025E
餐饮收入	1,929	2,523	3,250
——YOY	36.3%	30.8%	28.8%
成本	1,543	2,014	2,587
——毛利率	20.00%	20.20%	20.40%
同庆楼酒楼+婚礼			
合计门店数	53	63	75
当年新门店数	6	10	12
营收	90	150	180
单店	15	15	15
1年新门店数	2	6	10
营收	40	120	200
单店	20	20	20
2年新门店数	0	2	6
营收	0	50	150
单店	25	25	25
成熟门店数	45	45	47
营收	1,354	1,408	1,515
单店	30	31	32
减少门店数	0	0	0
合计营收	1,484	1,728	2,045
富茂酒店			
合计门店数	4	7	10
当年新门店数	2	3	3
合计营收	400	740	1,140
新品牌门店			
合计营收	45	55	65

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- 宴会业务：同庆楼“有高兴事到同庆楼”的品牌口号在市场上广为人知，此外，公司还成立了婚礼宴会事业部建立专业团队，实现一站式服务，“婚礼+婚宴”的跨界联合经营助力企业积累起区域品牌势能。我们预计 2023-25 年公司宴会业务营收分别为 2.10/2.62/3.15 亿元，同比增速分别为 30%/25%/20%，假设疫情后宴会业务毛利率逐步恢复至疫情前水平，23-25 年分别为 62%/63%/64%。
- 食品业务：2021 年以来，公司重点发展食品业务，21-22 年分别实现营收 1511/9394 万元，势头较好。目前，公司食品业务形成五大产品系列，销售渠道覆盖线上+线下商超+同庆楼酒楼的立体式路径，并在夯实安徽市场同时，逐步向省外扩张，食品业务有望提供更多营收贡献。我们预计 2023-25 年公司食品业务营收分别为 1.60/2.24/2.91 亿元，同比增速分别为 70%/40%/30%，23-25 年毛利率分别为 62%/63%/64%。

表10:同庆楼 2023-2025E 营业收入拆分 (百万元)

	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,299	3,009	3,855
——YOY	37.60%	30.91%	28.12%
成本	1,684	2,193	2,805
——毛利率	26.75%	27.11%	27.25%
餐饮收入	1,929	2,523	3,250
——YOY	36.3%	30.8%	28.8%
成本	1,543	2,014	2,587
——毛利率	20.00%	20.20%	20.40%
宴会服务	210	262	315
——YOY	30%	25%	20%
成本	80	97	113
——毛利率	62.00%	63.00%	64.00%
食品业务	160	224	291
——YOY	70%	40%	30%
成本	61	83	105
——毛利率	62.00%	63.00%	64.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综合来看，我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 22.99/30.09/38.55 亿元，归母净利润分别为 2.91/3.87/5.00 亿元，每股收益分别为 1.12/1.49/1.92 元。截至 2023 年 6 月 5 日收盘价，对应 23-25 年 PE 分别 30/22/17X。

表11:同庆楼业绩预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,608	1,670	2,299	3,009	3,855

——YOY	24.11%	3.86%	37.60%	30.91%	28.12%
——毛利率	21.09%	18.33%	26.75%	27.11%	27.25%
归母净利润	144	94	291	387	500
——YOY	-22.2%	65.0%	210.8%	33.2%	29.0%
——归母净利率	8.96%	5.60%	12.66%	12.87%	12.96%
ROE(%)	7.33%	4.71%	12.78%	14.54%	15.79%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2、投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.91/3.87/5.00 亿元，6 月 9 日收盘价对应 PE 分别为 30/23/18 倍。我们选取 A 股餐饮公司广州酒家、港股餐饮公司百胜中国、海底捞、呷哺呷哺作为可比公司，我们预计同庆楼 2023 年 PB 为 3.86 倍，低于可比公司平均水平。同庆楼作为 A 股稀缺标的，其餐饮宴会刚需释放，现有及新增门店有望加快带来较大业绩增量。一站式婚礼服务铸就稀缺品牌，富茂酒店可享资源战略提级，在建 6 家酒店项目稳步推进，贡献业绩新增量；预制菜切入千亿蓝海市场、新餐饮业务加码细分赛道，有望成为公司新的增长点，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 公司可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	EPS (元/股)					PE				PB			
			2023/6/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
广州酒家	603043.SH	28.27	0.92	1.26	1.54	1.81	28.14	22.39	18.37	15.60	4.41	4.11	3.49	2.95	
百胜中国	9987.HK	427.68	7.31	14.98	18.00	20.04	53.32	28.56	23.76	21.34	3.64	3.47	3.08	2.68	
海底捞	6862.HK	15.76	0.25	0.60	0.80	0.97	81.14	26.10	19.60	16.28	14.98	7.74	5.65	4.22	
呷哺呷哺	0520.HK	3.95	-0.33	0.31	0.51	0.70	-24.40	12.80	7.75	5.66	5.91	2.40	1.89	1.44	
平均							34.55	22.39	17.29	14.65	7.23	4.43	3.53	2.82	
同庆楼	605108.SH	33.79	0.36	1.12	1.49	1.92	93.86	30.20	22.68	17.59	4.42	3.86	3.30	2.78	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：同庆楼 EPS 为信达证券研发中心预测，广州酒家、百胜中国、海底捞、呷哺呷哺 EPS 为 Wind 一致预期；数据截止 2023/6/9。

风险提示

餐饮宴会市场需求疲软：我国居民消费不及市场预期，更偏向于提升储蓄率规避风险。

门店复制扩张不及预期：跨区域经营受不同地区文化差异限制，公司门店扩张所需考虑的因素将会增加，供应链体系完善也需要一定的时间。

行业竞争风险加剧：我国餐饮市场不同区域口味差别太大，跨区域经营将面对更多当地企业的竞争；预制菜赛道或迎来更多上游原材料企业入局。

食品安全风险：餐饮业、预制菜难以避免的产品质量问题容易引发食品安全风险。

跨市场选取可比公司风险：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,007	761	755	897	1,164	
货币资金	254	411	402	496	697	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	8	33	11	12	14	
预付账款	12	26	29	33	48	
存货	99	99	117	146	179	
其他	634	192	197	209	226	
非流动资产	1,831	2,141	2,566	2,984	3,459	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	397	781	1,161	1,606	2,110	
无形资产	147	205	225	235	235	
其他	1,288	1,154	1,180	1,142	1,114	
资产总计	2,838	2,902	3,321	3,880	4,624	
流动负债	412	478	587	729	932	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	144	155	208	256	331	
其他	268	324	379	472	602	
非流动负债	461	437	457	487	527	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	461	437	457	487	527	
负债合计	873	916	1,044	1,216	1,460	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,965	1,986	2,277	2,664	3,164	
负债和股东权益	2,838	2,902	3,321	3,880	4,624	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	
营业总收入	1,608	1,670	2,299	3,009	3,855	
同比(%)	24.1%	3.9%	37.6%	30.9%	28.1%	
归属母公司净利润	144	94	291	387	500	
同比(%)	-22.2%	-35.0%	210.8%	33.2%	29.0%	
毛利率(%)	21.1%	18.3%	26.8%	27.1%	27.2%	
ROE%	7.3%	4.7%	12.8%	14.5%	15.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.36	1.12	1.49	1.92	
P/E	60.98	93.86	30.20	22.68	17.59	
P/B	4.47	4.42	3.86	3.30	2.78	
EV/EBITDA	13.88	30.75	14.41	11.42	9.06	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,608	1,670	2,299	3,009	3,855	
营业成本	1,269	1,364	1,684	2,193	2,805	
营业税金及附加	4	5	6	8	10	
销售费用	51	65	75	99	129	
管理费用	102	115	143	184	231	
研发费用	2	2	2	3	4	
财务费用	19	26	28	30	32	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	14	10	10	10	10	
其他	21	22	14	12	10	
营业利润	195	124	386	515	664	
营业外收支	-2	-1	2	2	2	
利润总额	193	123	388	517	666	
所得税	49	30	97	129	167	
净利润	144	94	291	387	500	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	144	94	291	387	500	
EBITDA	361	317	618	774	958	
EPS(当年)(元)	0.55	0.36	1.12	1.49	1.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	
经营活动现金	316	280	598	715	910	
净利润	144	94	291	387	500	
折旧摊销	169	185	202	227	259	
财务费用	14	22	31	33	35	
投资损失	-14	-10	-10	-10	-10	
营运资金变动	7	-9	80	72	117	
其它	-5	-1	4	6	8	
投资活动现金流	-412	17	-595	-618	-713	
资本支出	-501	-462	-483	-573	-663	
长期投资	59	456	20	15	10	
其他	30	23	-132	-60	-60	
筹资活动现金流	-105	-138	-11	-3	5	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-20	-73	-31	-33	-35	
现金流净增加额	-200	158	-8	94	201	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。



机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	栗琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。