

源远流长，多业态驱动稳步向前

同庆楼(605108.SH)

同庆楼：民营餐饮老字号，经营韧性强

同庆楼品牌始创于1925年，至今已有近百年历史，是国家正式认定的中华老字号餐饮企业。公司定位于大众聚餐与宴会服务，坚持“好吃、不贵、有面子”的经营理念，凭借强大的内部管理体系和完善的供应链系统，发展成为华东地区规模较大的连锁企业，截至2022年底，在安徽、江苏、北京等地拥有直营门店84家。公司经营韧性较强，疫前(2017-2019年)净利率维持在11%-14%之间，疫情期间(2020-2022年)也仍保持盈利且净利率在5%以上，疫后(2023Q1)净利率迅速回升至13.4%；盈利质量较高，2017年以来经营净现金流持续为正且净现比大于1，为公司经营及展店提供有力的资金支撑。

餐饮&婚礼行业：疫后需求修复，海阔凭鱼跃

1) 餐饮市场：重启增长，连锁化率加速提升。随着去年12月防疫政策松绑，餐饮消费正逐步恢复，据国家统计局数据，2023Q1全国餐饮收入累计同比+13.9%，显著高于社零整体增速

(+5.8%)；同时，疫情影响下行业连锁化率加速提升，从2019年的13.3%提升至2021年的18.0%，但较美国和日本(2021年连锁化率分别达54%和49%)等成熟市场仍有较大提升空间。

2) 婚礼市场：需求刚性，缺乏全国性头部品牌。婚庆需求较为刚性，疫后率先迎来集中释放，据婚礼纪平台数据，今年1月平台用户活跃度较去年四季度提升3倍，春节、五一、国庆、元旦等热门档期预约咨询量均呈现大幅增长，同时，个性化和一站式婚礼服务成为行业新趋势；目前行业集中度相对较低，缺乏全国性头部品牌。

未来看点：餐饮宴会+酒店+食品，多业态打开增长空间

近年来，公司以餐饮为核心不断向外延伸新业务，2020年新成立了餐饮、婚礼、新餐饮、宾馆和食品五大事业部，形成了餐饮宴会+住宿+食品制造多轮驱动、多业态并存的发展新格局。

1) 餐饮宴会：盈利能力较强，开店提速+老店改造驱动增长。公司品牌口碑好、性价比高，且具有一站式婚礼宴会服务能力，竞争优势较为显著，疫前门店整体净利率稳定在13%-14%水平，盈利能力较强。疫后公司步入拓店快车道，据公司公告，预计2023年新开4-8家门店，并拓展10家门店物业作为新店储备；同时，公司通过对老店进行升级改造，实现存量门店业绩和口碑的双提升。

2) 富茂酒店：构建直营门店与委托管理双模式驱动。富茂为集餐饮+宴会+住宿服务于一体的五星级酒店，目前已开业3家，疫后有望加速爬坡，实现盈利能力的持续提升；同时，富茂储备充足，据公司官网、公司公告，目前至少有6家储备门店，今年计划完成2-4家新店开业。此外，公司还将以“富茂 Fillmore”

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	41.60
最新收盘价：	36.28
股票代码：	605108
52周最高价/最低价：	40.93/15.48
总市值(亿)	94.33
自由流通市值(亿)	29.62
自由流通股数(百万)	81.65



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

分析师：王璐

邮箱：wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

品牌对外输出管理，据公司公告，今年计划发展经营委托管理项目 1-3 家。

3) 食品：产品+渠道+供应链多维发力，未来放量可期。公司将持续发力产品、渠道以及供应链，产品上不断研发、迭代，大单品臭鳊鱼潜力初现；渠道上不断深化，打造线下商超直营+线上带货代销运营+经销商赋能为一体的销售渠道；供应链上持续完善，筹建臭鳊鱼、面点、大厨菜三大食品工厂及配套物流配送基地等，全面提升食品公司的供应能力。

投资建议

公司为餐饮与婚礼宴会行业的稀缺老字号品牌，短期婚礼宴会刚需集中释放，带动业绩修复，中长期预制菜等新业务打开增长空间。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 23.68/30.44/36.79 亿元，归母净利润分别为 2.71/3.85/4.98 亿元，EPS 分别为 1.04/1.48/1.90 元，4 月 27 日收盘价（36.28 元）对应 PE 分别为 34.8/24.5/19.1 倍，参考可比公司相对估值，给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标股价为 41.60 元，较当前收盘价（36.28 元）仍有 14.7% 的增长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

疫情二次冲击，食品安全风险，结婚率大幅下降，门店拓展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,608	1,670	2,368	3,044	3,644
YoY (%)	24.1%	3.9%	41.7%	28.6%	19.7%
归母净利润(百万元)	144	94	271	385	494
YoY (%)	-22.2%	-35.0%	189.6%	41.9%	28.5%
毛利率 (%)	21.1%	18.3%	22.3%	22.7%	23.2%
每股收益 (元)	0.55	0.36	1.04	1.48	1.90
ROE	7.3%	4.7%	12.0%	14.6%	15.8%
市盈率	65.96	100.78	34.80	24.52	19.08

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 同庆楼：民营餐饮老字号，经营韧性强.....	5
1.1. 始于 1925，民营餐饮老字号.....	5
1.2. 强大的内部管理+完善的供应链护航连锁发展.....	7
1.3. 经营韧性较强，现金流表现优异.....	8
2. 餐饮&婚礼行业：疫后需求修复，海阔凭鱼跃.....	10
2.1. 餐饮市场：重启增长，连锁化率加速提升.....	10
2.2. 婚庆市场：需求刚性，缺乏全国性头部品牌.....	11
3. 未来看点：餐饮宴会+酒店+食品，多业态打开增长空间.....	13
3.1. 餐饮宴会：盈利能力较强，开店提速+老店改造驱动增长.....	13
3.2. 富茂酒店：构建直营门店与委托管理双模式驱动.....	16
3.3. 食品：产品+渠道+供应链多维发力，未来放量可期.....	17
4. 盈利预测与估值.....	20
4.1. 核心假设及盈利预测.....	20
4.2. 估值及投资建议.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1 公司发展历程.....	6
图 2 公司五大事业部.....	6
图 3 公司股权结构（截至 22 年年报）.....	7
图 4 公司主营业务毛利率.....	8
图 5 近年来食材价格波动较大.....	8
图 6 22 年公司实现营收 16.70 亿元/+3.9%.....	8
图 7 22 年公司实现归母净利润 0.94 亿元.....	8
图 8 23Q1 公司实现营收 5.40 亿元/+27.3%.....	9
图 9 23Q1 公司实现归母净利润 0.72 亿元.....	9
图 10 横向对比来看，公司净利率相对较为稳定.....	9
图 11 近年来公司总资产周转率下滑带动 ROE 下降.....	10
图 12 公司经营性现金流表现优异.....	10
图 13 近三年我国餐饮行业曲折恢复.....	10
图 14 近年来我国百强餐企营收增速高于行业整体.....	10
图 15 23Q1，全国餐饮收入累计同比+13.9%.....	11
图 16 预计未来 5 年我国餐饮市场规模 CAGR+11.8%.....	11
图 17 近两年我国餐饮连锁化进程加速.....	11
图 18 我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间.....	11
图 19 今年各热门婚礼档期预约咨询量均呈现大幅增长.....	12
图 20 近年来我国结婚登记人数呈逐年下降趋势.....	12
图 21 近年来新人结婚平均花费呈持续上涨趋势.....	12
图 22 16-21 年我国婚礼服务市场规模 CAGR+18.2%.....	13
图 23 90 后已然成为当下备婚人群的主力军.....	13
图 24 近十年我国婚庆相关企业注册量.....	13
图 25 我国婚庆相关企业区域分布.....	13
图 26 帕丽斯一站式宴会厅场景.....	14
图 27 同庆楼定制百日宴场景.....	14
图 28 17-19 年公司整体门店经营利润率稳定在 17%-19%.....	14
图 29 17-19 年公司整体门店净利率稳定在 13%-14%.....	14
图 30 17-19 年会宾楼净利率稳定在 28%-30%左右.....	15
图 31 近年公司门店扩张节奏较为缓慢.....	16
图 32 同庆楼鲜肉大包店.....	16

图 33	我国预制菜行业发展历程.....	18
图 34	21 年我国预制菜市场规模超 3000 亿元.....	18
图 35	预制菜产业链及参与者.....	18
图 36	公司产品全面满足消费者“一日三餐”的需求.....	19
图 37	公司预制菜线上零售渠道包括淘宝、京东、抖音直播等.....	19
表 1	公司核心业务概览.....	5
表 2	公司已开业及待开业的富茂酒店概况.....	17
表 3	公司业绩拆分与预测.....	20
表 4	可比公司相对估值对比.....	21

1. 同庆楼：民营餐饮老字号，经营韧性强

1.1. 始于 1925，民营餐饮老字号

百年历史，中华老字号餐饮企业。同庆楼品牌始创于 1925 年，同庆楼餐饮股份有限公司成立于 2005 年，并于 2020 年 7 月在上交所主板上市；同庆楼定位大众消费，坚持“好吃、不贵、有面子”的经营理念，至今已有近百年历史，是国家正式认定的中华老字号餐饮企业。近年来，公司以餐饮为核心不断向外延伸新业务，目前核心业务包括餐饮宴会、酒店和食品等业务；截至 2022 年底，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 40 家、婚礼会馆 7 家、富茂酒店 2 家、新品牌门店 35 家（其中同庆楼鲜肉大包店 20 家），是华东地区规模较大的连锁餐饮企业。

表 1 公司核心业务概览

业务类型	定位	示例
餐饮服务	同庆楼酒楼 定位大众聚餐，带包厢的围桌中餐，主要为亲朋好友聚餐、各类商务宴请活动，客单价 140 元左右。	
	新餐饮 多品类的年轻品牌，旗下包含同庆楼鲜肉大包、符离集、鸿章砂锅、麻爷、同庆小笼、大鲇等多个品牌。	
婚礼宴会服务	经营 PALACE 帕丽斯（高端婚礼）、同庆楼（高性价比宴会）和会宾楼（高品质宴会）三大品牌，专业提供一站式高品质的宴会配套服务，宴席价格 1000-3000 元/桌不等。	
酒店业务	富茂 Fillmore 为公司旗下大型综合性高端商务酒店品牌，包括富茂大饭店（大型豪华酒店）、富茂花园酒店（城市休闲度假酒店）、富茂国际（精品国际酒店）三大类，面积在 2-10 万平不等。	
食品业务	以同庆楼中华老字号“好吃又放心”的品牌形象，打造了高端名厨菜系列、名厨面点系列、名厨酱卤系列等诸多即食食品。	

资料来源：公司公告，公司官网，大众点评，华西证券研究所

上市前（1925-2019 年）：立百年金字招牌，菜式兼收并蓄打破区域限制。1925 年，同庆楼由十九位徽商联合创办于芜湖，作为八大菜系之一徽菜的代表曾接待过众多知名人士，并于 1999 年和 2006 年先后两次被评定为“中华老字号”，2014 年被国家商标总局认定为“中国驰名商标”。同庆楼源于徽菜，同时多年来在菜式上兼收并蓄，融合了淮扬菜、粤菜、川菜等多种菜系，门店也相继进驻江苏、北京等徽外市场。

上市后（2020 年-至今）：业务多元化发展，门店异地扩张提速。2020 年，公司成功上市，加上疫情爆发对餐饮业造成了巨大冲击，在此背景下公司新成立了餐饮、

婚礼、新餐饮、宾馆和食品五大事业部，积极创新经营方式，目前已形成了餐饮宴会、住宿、食品制造多轮驱动、多业态并存的发展新格局。据上证 e 互动及公司公告，疫后公司将沿长三角、环太湖地区以及大湾区作为重点发展区域，预计 2023 年新开 6-12 家门店（餐饮宴会+酒店），2024 年开始公司餐饮、宾馆门店将全面进入拓展的快车道。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

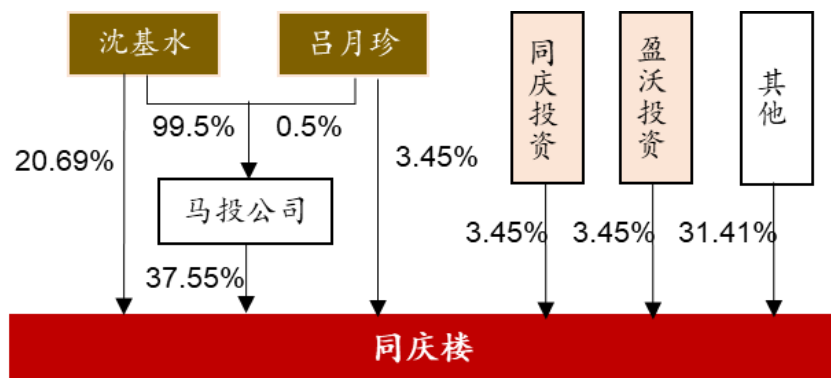
图 2 公司五大事业部



资料来源：公司公告，华西证券研究所

沈基水夫妇为公司实控人，股权高度集中。截至 2022 年底，沈基水（董事长）与吕月珍（董事、副总经理）夫妇通过直接和间接的方式合计持有公司股份超 60%，为公司实际控制人；此外，两大员工持股平台同庆投资和盈沃投资分别持有 3.45% 的股份。

图3 公司股权结构（截至22年年报）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

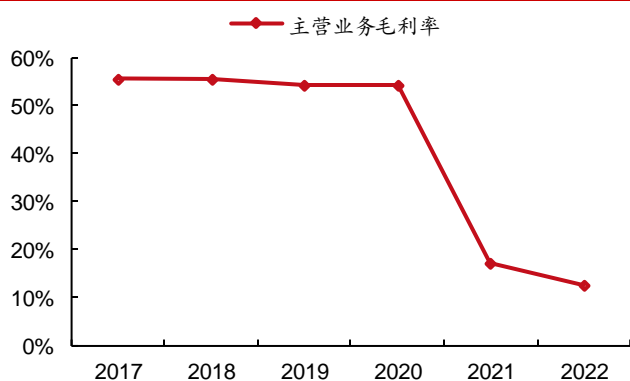
1.2. 强大的内部管理+完善的供应链护航连锁发展

强大的内部管理体系保障稳定的菜肴品质和门店的可复制性。1) 精细化的厨师管理模式，一方面，对专业菜系进行分组，并进行绩效考核，且绩效与薪金挂钩，从而减少操作失误，保障菜品质量，增强客户粘性；另一方面，采用中央厨房+标准工艺流程+门店自主创新的出品模式，在保障菜肴品质稳定的同时不断创新和迭代菜品。2) 服务流程、店面管理等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) 健全的员工培训机制，在新店开业筹备期间，抽调老员工在新店传帮带，并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可上岗。4) ERP系统，公司运用该系统对财务部、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。

完善的供应链系统强化成本管控能力。公司已建立了涵盖集中采购、半成品加工、智能仓储、冷链物流配送等功能完善的供应链系统：1) 采购端，采用集中采购，通过与原产地供应商合作，在原材料的产出期和捕捞期大规模收购原料，并采用冷链锁鲜技术，在提高原料质量的同时大幅度降低原料成本。2) 加工端，大部分门店的主要菜品通过中央厨房集中加工为半成品、成品，极大提高了工作效率，降低人力等各项成本，节约门店空间。3) 仓储运输端，拥有合肥、无锡两个物流配送中心，仓储总面积近2万平方米，配套冷链车辆80余台，除北京以外的全国门店全部实现日配模式，保障门店每日经营需要。

公司强大的内部管理体系和完善的供应链系统一方面为门店的异地扩张以及业务的多元化拓展奠定了坚实基础，另一方面在保障菜肴规模化、高品质出品的同时将成本控制在可控范围，2017-2021年，即使上游原料价格波动较大，公司餐饮主业毛利率一直维持在54%-56%的水平区间（若按新收入准则执行前的核算口径，2021年主营业务毛利率为53.93%）。

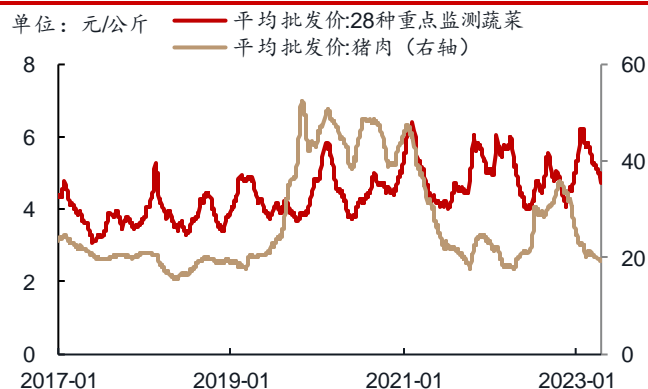
图4 公司主营业务毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：若按新收入准则执行前的核算口径，2021年主营业务毛利率为53.93%。

图5 近年来食材价格波动较大



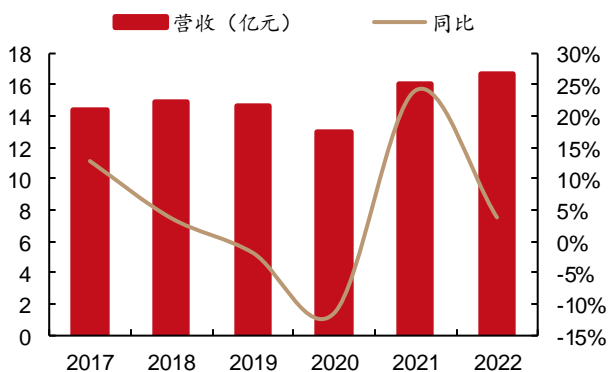
资料来源：wind，华西证券研究所

1.3. 经营韧性较强，现金流表现优异

疫情三年保持盈利，疫后经营迅速恢复。近三年来持续的疫情反复对餐饮业造成了重大冲击，餐饮企业经营显著承压。2020年公司收入端和利润端双双负增长；2021年疫情形势整体较为平稳，公司收入端重回正增长，但利润端在展店和食品新业务成本前置影响下继续承压；2022年公司收入端在新店拉动下略有增长，但利润端受疫情影响（尤其是Q1/Q4）同比下降明显。2023Q1，随着疫情防控的放开，公司经营快速恢复，分别实现收入和归母净利润5.40亿元/7229万元，同比分别+27.3%/+217.1%。

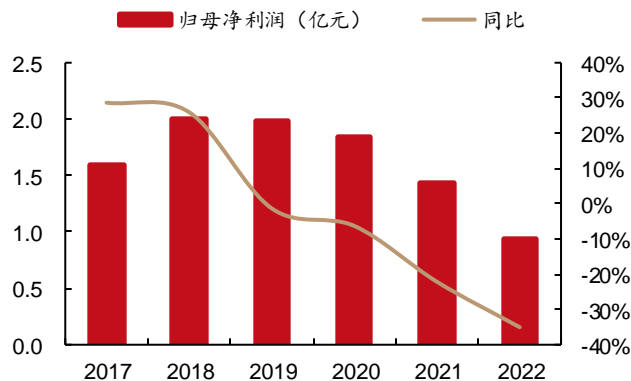
横向对比来看，公司经营稳定性和韧性彰显。疫前（2017-2019年）公司净利率维持在11%-14%之间，疫情期间（2020-2022年）也仍保持盈利且净利率在5%以上，疫后（2023Q1）净利率迅速回升至13.4%；而同业（如西安饮食、全聚德）净利率波动相对较大，且疫情期间基本处于持续亏损状态，其中持续处于盈利状态且净利率较稳定的广州酒家业务结构中月饼、速冻等食品业务占比较高（2022年餐饮业务收入占比仅18.5%）。

图6 22年公司实现营收16.70亿元/+3.9%



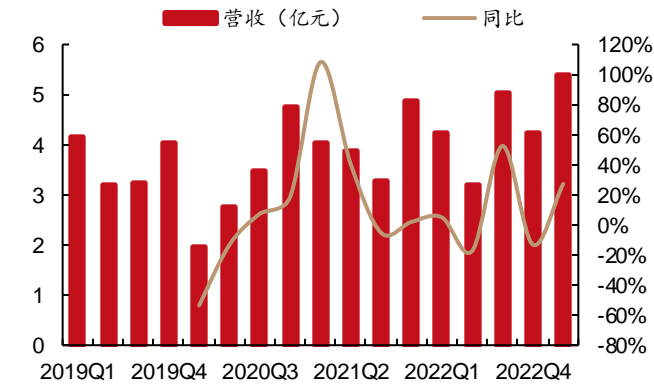
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 22年公司实现归母净利润0.94亿元



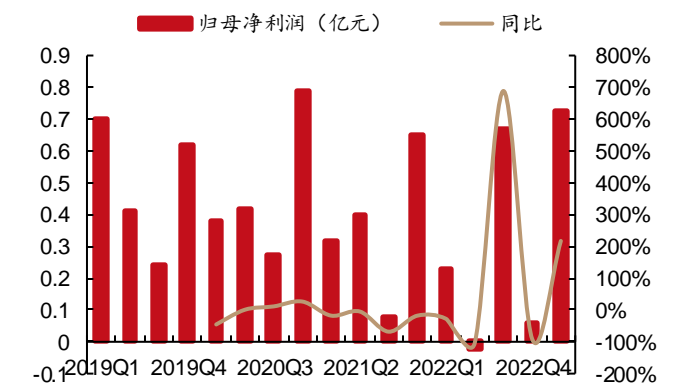
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 23Q1 公司实现营收 5.40 亿元/+27.3%



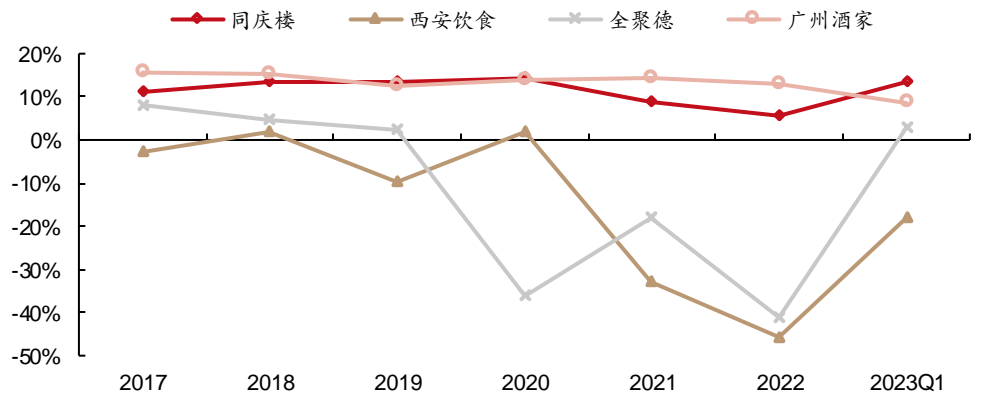
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 23Q1 公司实现归母净利润 0.72 亿元



资料来源：公司公告，华西证券研究所

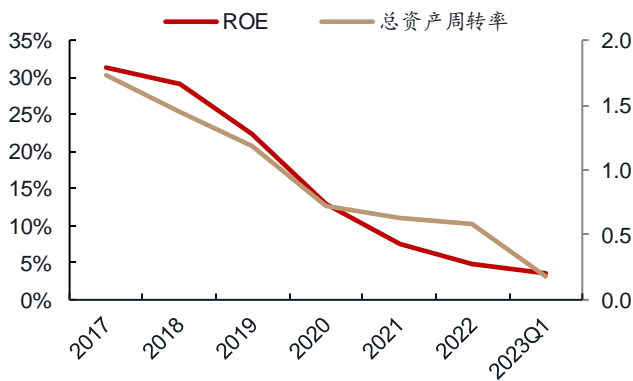
图 10 横向对比来看，公司净利率相对较为稳定



资料来源：公司公告，华西证券研究所

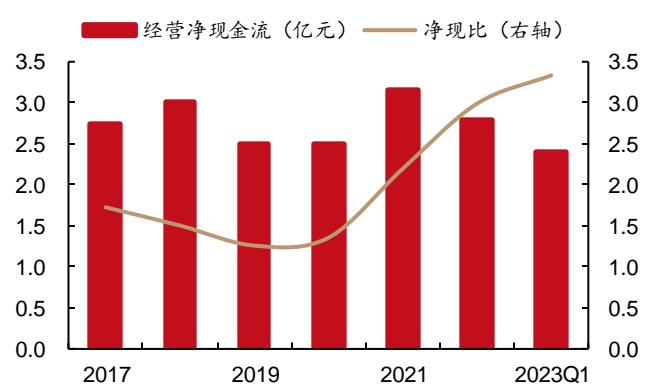
疫情等因素影响下资产周转率有所下降，经营性现金流表现优异。从 ROE 来看，2017-2019 年，公司 ROE 处于 20%-30% 的较高水平，近三年来公司 ROE 下滑较为明显，主要系总资产周转率在上市后资产增厚、疫情等因素影响下有所下降所致。从现金流来看，公司盈利质量较高，2017 年以来经营净现金流持续为正且净现比大于 1，主要系公司宴会等预定需预付定金等；同时，公司近三年来无短期和长期借款，资产负债率维持在 30%-35% 左右，公司经营及后续展店具有良好的资金支撑。

图 11 近年来公司总资产周转率下滑带动 ROE 下降



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 公司经营净现金流表现优异



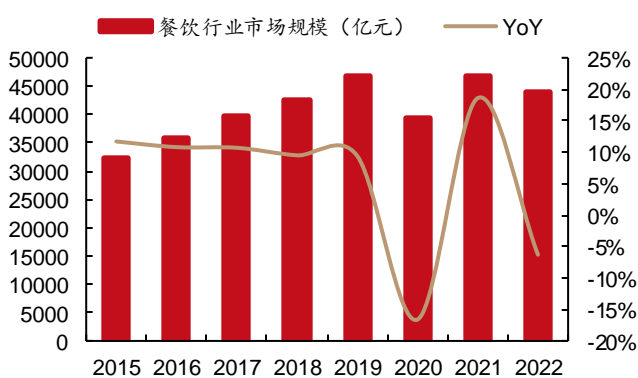
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 餐饮&婚礼行业：疫后需求修复，海阔凭鱼跃

2.1. 餐饮市场：重启增长，连锁化率加速提升

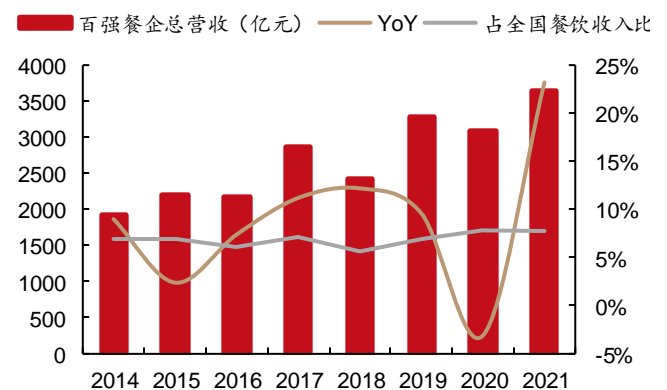
近三年来，我国餐饮行业在疫情的持续影响下曲折恢复。疫前，我国餐饮行业市场规模总体呈现稳步增长态势，据国家统计局数据，从 2014 年的 2.8 万亿元逐年增长至 2019 年的 4.7 万亿元，CAGR+10.9%。2020 年疫情爆发，我国餐饮行业市场规模跌破 4 万亿元；2021 年疫情企稳，餐饮业回暖，市场规模恢复至 2019 年水平；2022 年疫情散点频发，多地餐饮持续受到较大影响，全国餐饮收入同比-6.3%。在持续三年的疫情影响下，大中型餐饮企业表现出了更强的抗风险能力，近年来我国百强餐企营收增速持续高于行业整体增速，收入占比从 2019 年的 7.0% 提升至 2021 年 7.8%；我们认为一是大中型餐企具备更强的经营能力，二是疫情下消费者试错意愿下降，更愿意选择大品牌。

图 13 近三年我国餐饮行业曲折恢复



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 14 近年来我国百强餐企营收增速高于行业整体

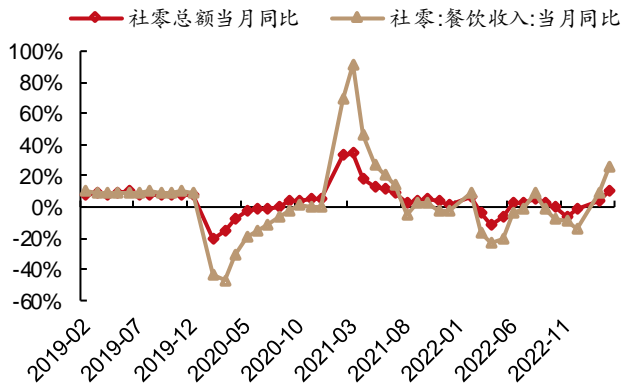


资料来源：中国烹饪协会，华西证券研究所

疫后餐饮市场恢复势头强劲，预计中长期仍将保持稳健增长。短期来看，随着去年 12 月防疫政策松绑、疫情感染高峰已过，餐饮消费正逐步恢复；据国家统计局数据，今年一季度，全国餐饮收入累计同比+13.9%，显著高于社零整体增速 (+5.8%)。中长期来看，我国餐饮行业仍将保持稳健增长，一方面，家庭小型化、懒人经济驱动

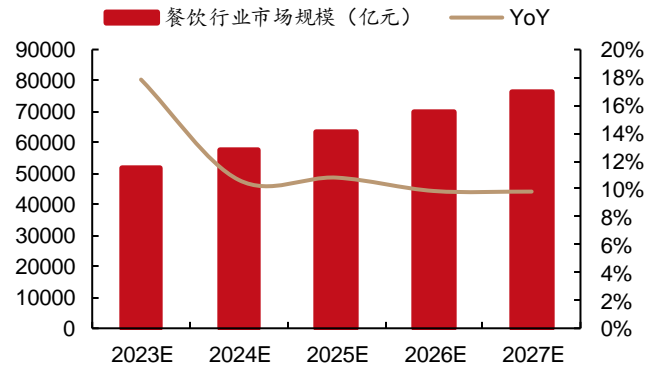
下，外出就餐更符合年轻人的消费习惯，另一方面，餐饮承载着重要的社交功能，是当下最为重要的社交场景之一；据弗若斯特沙利文数据，预计 2027 年我国餐饮行业市场规模将超 7 万亿元，未来 5 年 CAGR+11.8%。

图 15 23Q1，全国餐饮收入累计同比+13.9%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

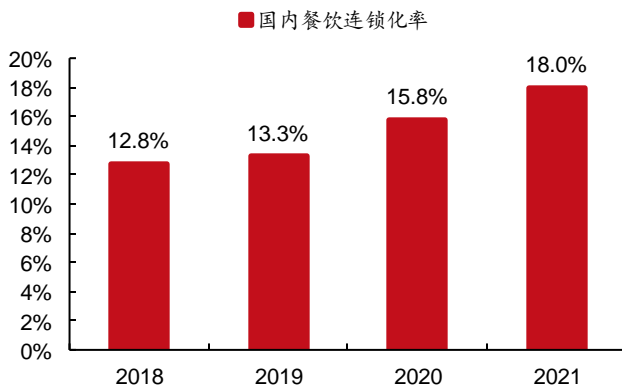
图 16 预计未来 5 年我国餐饮市场规模 CAGR+11.8%



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

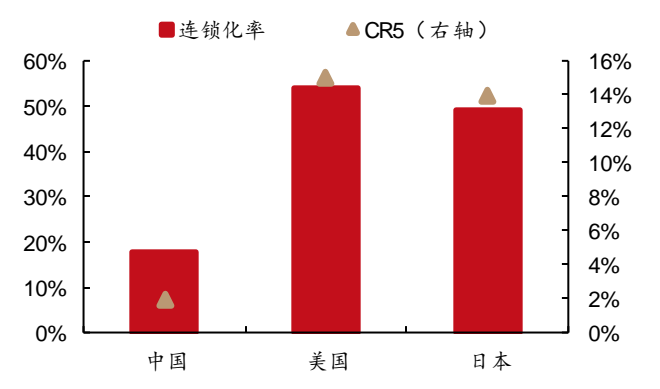
疫情影响下我国餐饮行业连锁化率加速提升。疫情中餐饮行业面临了巨大的考验，其中抗风险能力较弱的单体小型餐饮企业受到的冲击更大（租金、人工等刚性成本费用所带来的资金压力），与此同时，实力雄厚的大型餐饮企业则大批量吸纳着单体餐厅退出市场后空出的位置，从而加速了餐饮行业的连锁化进程。据美团数据显示，我国餐饮行业连锁化率从 2018 年的 12.8% 提升至 2019 年的 13.3%，并在 2020-2021 年加速提升至 15.8%/18.0%；但相较于美国和日本（2021 年连锁化率分别达 54% 和 49%）等成熟市场，我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间。

图 17 近两年我国餐饮连锁化进程加速



资料来源：美团，红餐大数据，华西证券研究所

图 18 我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间



资料来源：美团，红餐大数据，华西证券研究所

2.2. 婚庆市场：需求刚性，缺乏全国性头部品牌

婚庆需求较为刚性，疫后率先迎来集中释放。全国防疫管控放开后，过去三年没办、补办婚礼的新人开始重启备婚计划，据婚礼纪平台数据，今年 1 月平台用户活跃度较去年四季度提升 3 倍，春节、五一、国庆、元旦等热门档期预约咨询量均呈现大幅增长，预计今年婚庆需求将率先迎来集中释放。

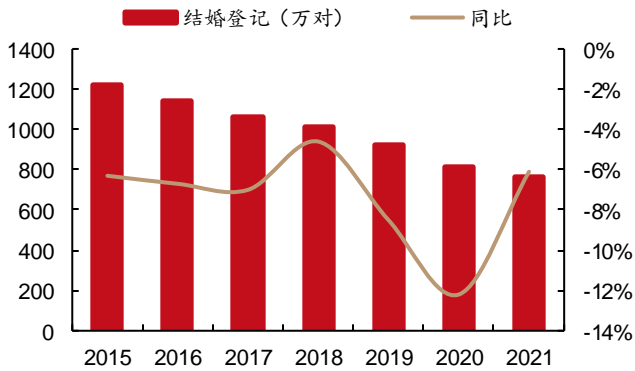
图 19 今年各热门婚礼档期预约咨询量均呈现大幅增长



资料来源：婚礼纪《2023 结婚全品类消费趋势洞察报告》，华西证券研究所

消费升级带动婚庆市场规模持续增长，个性化和一站式服务成为行业新趋势。近年来尽管我国结婚登记人数呈现逐年下降趋势，但随着居民收入和生活质量的不断提升，婚礼宴会需求逐步向精细化、高端化发展，婚宴均价不断上涨，驱动我国婚宴市场规模持续增长；据澎湃网援引的弗若斯特沙利文数据，2021 年我国婚礼服务市场达 3 万亿元，2016-2021 年 CAGR+18.2%，其中婚宴服务占比约 50%。同时，随着时代变迁，90 后已然成为当下备婚人群的主力军；对于婚礼宴会，年轻一代更追求时尚化、个性化和便捷高效，因此一站式婚礼宴会服务开始兴起，在解决繁杂婚礼事宜的同时，还可满足新人个性化、定制化的需求。

图 20 近年来我国结婚登记人数呈逐年下降趋势



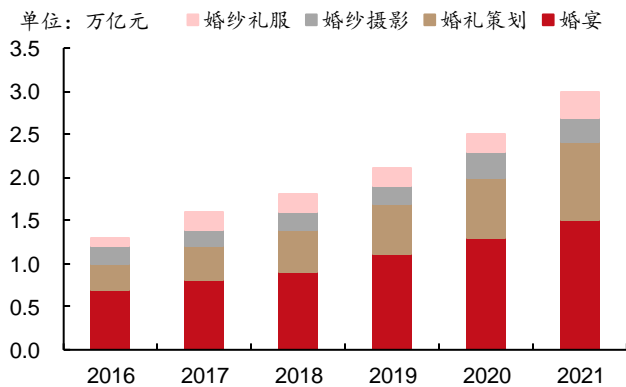
资料来源：民政部，华西证券研究所

图 21 近年来新人结婚平均花费呈持续上涨趋势



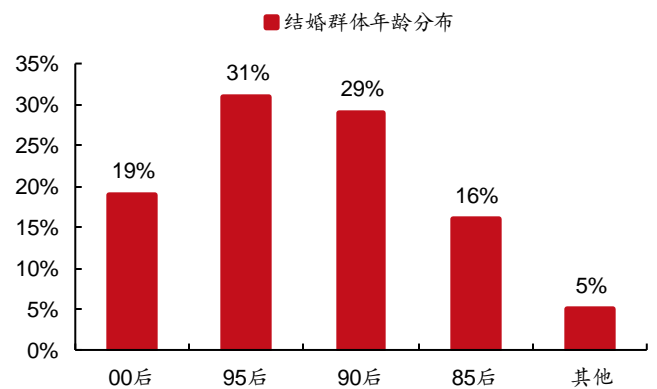
资料来源：婚礼纪《2022 春季潮婚节结婚消费趋势洞察》，华西证券研究所

图 22 16-21 年我国婚礼服务市场规模 CAGR+18.2%



资料来源：澎湃网，弗若斯特沙利文，华西证券研究所

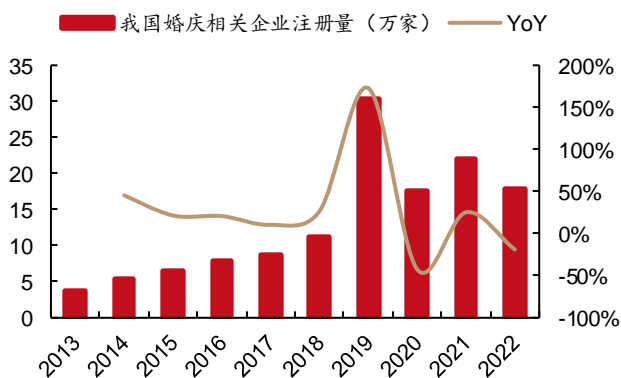
图 23 90 后已然成为当下备婚人群的主力军



资料来源：婚礼纪《2022 春季潮婚节结婚消费趋势洞察》，华西证券研究所

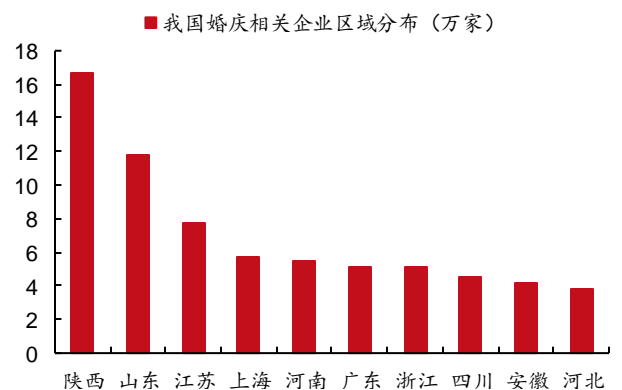
目前我国婚庆产业集中度相对较低，缺乏全国性头部品牌。婚庆类服务公司的获客成本高，竞争激烈，且属于低频次消费，很难通过规模效应提升盈利能力。据陕西网援引的企查查数据，我国现存婚庆相关企业超 105 万家，其中 2022 年新增 17.8 万家；虽然近年来业内涌现了大批婚庆公司，但规模都较小，服务品类较为单一，主要系婚庆产业链各环节相对较为分散，大多呈现单打独斗的状态。总体来看，目前我国婚庆行业消费的区域性较强，尚未形成具有全国性影响力的规模婚庆品牌。

图 24 近十年我国婚庆相关企业注册量



资料来源：陕西网，企查查，华西证券研究所

图 25 我国婚庆相关企业区域分布



资料来源：陕西网，企查查，华西证券研究所

3. 未来看点：餐饮宴会+酒店+食品，多业态打开增长空间

3.1. 餐饮宴会：盈利能力较强，开店提速+老店改造驱动增长

品牌口碑好、性价比高，一站式婚礼宴会服务提升行业竞争力。一方面，同庆楼作为中华老字号，在近一个世纪的发展过程中，始终坚持“好吃、不贵”的经营理念，在消费群体中获得较高的认知度，已经在消费者心中形成“有高兴事，到同庆楼”的品牌效应。另一方面，公司拥有宴会及婚庆的专业团队和一批婚庆设计人才，构建了一站式宴会厅产品以及配套的服务流程，同时也可为消费者提供各类场景设计，实现个性化定制。婚礼宴会属于低频消费，注重体验，且获客成本较高，口碑是重要的传播途径，公司餐饮宴会业务有望凭借良好的品牌口碑和个性化、一站式的服务实现良性循环。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 26 帕丽斯一站式宴会厅场景



资料来源：公司公告，华西证券研究所

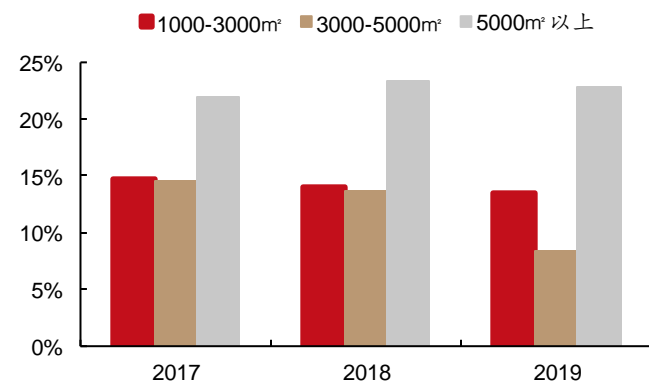
图 27 同庆楼定制百日宴场景



资料来源：公司公告，华西证券研究所

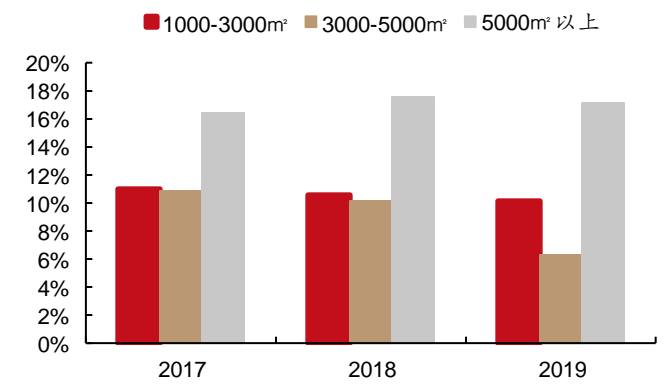
公司餐饮宴会门店疫前整体净利率稳定在 13%-14% 水平，其中大店盈利能力更强。公司餐饮宴会业务主要包括传统同庆楼酒楼和婚礼会馆两种门店类型，经营模式均为包厢+宴会厅，其中婚礼会馆以宴会厅为主。公司餐饮宴会门店盈利能力较强，据公司招股说明书，2017-2019 年，剔除新餐饮门店和当年新开门店后，公司门店总体经营利润率稳定在 17%-19% 左右，净利率稳定在 13%-14% 左右。划分不同门店面积来看，5000 平方米以上的旗舰店表现最优，2017-2019 年经营利润率达 22%-23% 左右，净利率达 16%-17% 左右，主要系其选址更为谨慎（如要求物业具备高大无柱宴会厅条件），且能够承接更多样的宴会需求；其中，2009 年开业的纯宴会门店会宾楼（8050 平方米）2017-2019 年经营利润率达 37%-40% 左右，净利率达 28%-30% 左右。

图 28 17-19 年公司整体门店经营利润率稳定在 17%-19%



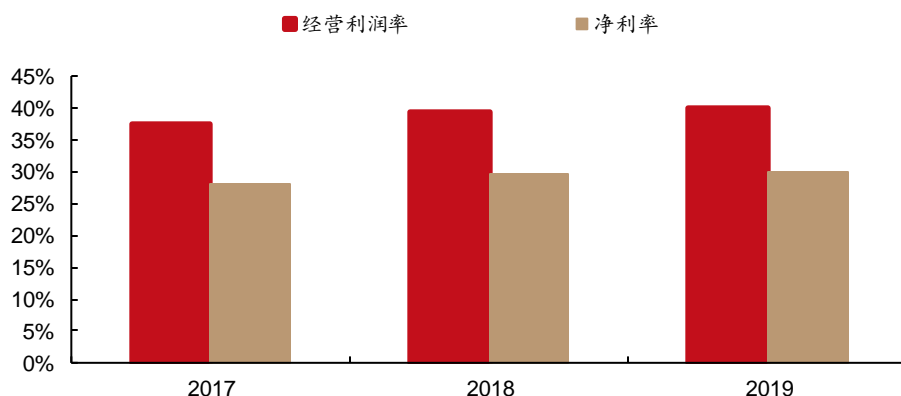
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 29 17-19 年公司整体门店净利率稳定在 13%-14%



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 30 17-19 年会宾楼净利率稳定在 28%-30%左右



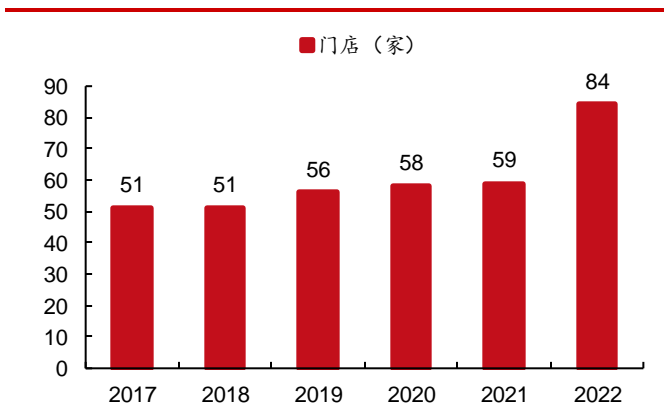
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

疫后步入拓店快车道，中期计划开业百家门店。过去几年公司门店扩张速度较为缓慢，2020-2022 年共新增 5 家大型餐饮门店。疫后公司将进入拓店的快车道，据上证 e 互动、上证路演中心、公司公告等，公司将沿长三角、环太湖地区以及大湾区作为重点发展区域，预计 2023 年新开 4-8 家门店，并拓展 10 家门店物业作为新店储备，中期计划开业百家门店（包括酒店）。同时，由于公司大型门店普遍效益更好，未来开店也将倾向于开设大型门店；据同庆楼官方微信公众号，截至 4 月中旬，今年新开的 3 家餐饮宴会门店（无锡茂业店、濉溪古城店、皖通大厦店）面积分别为 4100 平米、6000 平米、8000 平米。

老店升级改造，激活存量门店。公司近年来也对部分老店进行了重新装修升级，主要是一些经营时间较长的中小型门店，其内部环境设施已经陈旧、设备老化，规划布局也逐渐落后于市场发展；据公司公告，2021-2022 年分别升级改造老门店 7/7 家，门店业绩和口碑实现双提升。

子品牌中，鲜肉大包是目前重点发展项目。公司旗下还有众多餐饮子品牌，包括大鲷寿司(日料)、符离集(特色小餐饮)、同庆小笼(快餐)、麻爷(火锅)等，由新餐饮事业部的专业团队运营，待单个子品牌孵化成熟后再进行快速复制。目前鲜肉大包是公司重点发展的品牌，成立了同庆楼鲜肉大包项目部，正在打磨模型；据上证路演中心问答消息，鲜肉大包店除了在店内售卖各类包子，还将售卖同庆楼的各种预制菜，并将大包店作为线上食品零售业务的提货点。

图 31 近年公司门店扩张节奏较为缓慢



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：图中为公司总门店数，包含新餐饮品牌门店；其中，2022 年底 84 家总门店中包含 20 家同庆楼大包店

图 32 同庆楼鲜肉大包店



资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.2. 富茂酒店：构建直营门店与委托管理双模式驱动

富茂为集餐饮+宴会+住宿服务于一体的五星级酒店，目前已开业 3 家。2020 年公司新设立子公司安徽富茂酒店管理有限公司，聚集专业的酒店管理人才，负责富茂酒店业务；富茂是集餐饮+宴会+住宿服务于一体的五星级酒店，其餐饮婚庆收入占总收入比可达 70%以上（市场同规模酒店餐饮收入占比约 30%）。富茂有三大系列产品：1) 富茂大饭店 (Fillmore Grand)，定位大型综合性酒店，包括已开业的滨湖富茂和瑶海富茂，以及待开业的肥西富茂、蜀西湖富茂、蜀山富茂、肥东富茂；2) 富茂花园酒店 (Fillmore Garden)，定位奢华城市度假酒店，包括已开业的北城富茂以及待开业的鸠江富茂；3) 富茂国际酒店 (Fillmore International)，定位奢华精品国际酒店，包括待开业的上海富茂。

已开业酒店加速爬坡，盈利能力有望持续提升。1) 滨湖富茂：2020 年底餐饮部分开业，2021 年起住宿部分逐步开业，2022H1 实现净利润 636 万元（受上半年疫情及 6 月份 370 间客房新开业一次费用计入的影响）；2) 瑶海富茂：2021 年底餐饮部分开业，2022 年起住宿部分陆续开业，2022H1 受疫情及开业费用的影响尚未盈利；3) 北城富茂：2023 年元月开业。2022 年，滨湖富茂和瑶海富茂共贡献净利润 2102 万元。

聚焦长三角，挺进大湾区，构建直营门店与委托管理双模式驱动。据公司官网信息，公司目前至少有 6 家储备门店，主要分布于合肥、芜湖和上海，包括 4 家富茂大饭店、1 家富茂花园酒店和 1 家富茂国际酒店，面积在 1-14 万平米不等；据公司公告，今年计划完成 2-4 家新店开业。同时，除了在地理位置优越处自建或购置酒店外，公司还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，据公司公告，今年计划发展经营委托管理项目 1-3 家。

表 2 公司已开业及待开业的富茂酒店概况

		地理位置	面积	硬件设备
合肥	滨湖富茂大饭店	合肥市滨湖新区核心商业地段，毗邻滨湖银泰城、融创茂、融创乐园	约 10 万平方米	595 间客房+57 间包厢+10 个宴会厅
	瑶海富茂大饭店	合肥市东部新中新核心地段	约 6 万平方米	260 间客房+32 间包厢+15 个宴会厅
	北城富茂花园酒店	合肥市北部新中心核心地段，距离合肥火车站、合肥绕城高速仅 20 分钟车程	约 3 万平方米	280 间客房+36 间包厢+5 个宴会厅+超 1 万平方米户外草坪
	肥西富茂大饭店	合肥市肥西县金寨南路与站前路交口，毗邻名邦保利广场，距肥西高铁站仅 1 公里	约 10 万平方米	512 间客房+9 个宴会厅
	蜀西湖富茂大饭店	合肥市蜀山区，毗邻蜀西湖公园	约 4 万平方米	428 间客房+35 间包厢+13 个宴会厅
	蜀山富茂大饭店	蜀山区长江西路与怀宁路交口，毗邻北京华联购物中心	约 14 万平方米	500 间客房+12 个宴会厅
	肥东富茂大饭店	位于合肥东部新中心核心地带，毗邻禹州中央广场	约 8 万平方米	684 间客房+13 个宴会厅
芜湖	鸠江富茂花园酒店	芜湖市鸠江区万春西路太阳埠湿地公园内	约 3 万平方米	-
上海	富茂国际酒店	上海市闵行区芦恒路综合客运枢纽	约 1.6 万平方米	120 间客房+16 间包厢

资料来源：公司官网，富茂酒店微信公众号，华西证券研究所

注：表格中灰底的为待开业富茂

3.3. 食品：产品+渠道+供应链多维发力，未来放量可期

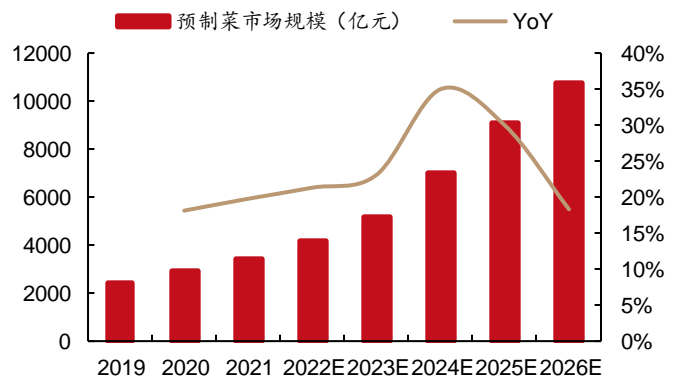
预制菜千亿蓝海市场，疫情催化下发展步入快车道。20 世纪 90 年代，肯德基等快餐进入中国，市场上出现净菜加工配送工厂；2000 年前后，国内陆续出现半成品菜生产企业，对食材进行深加工；2014 年前后，外卖的兴起和餐饮企业的连锁化推动预制菜加速在 B 端渗透；2020 年以来，疫情催化预制菜家庭端需求加速释放，行业步入发展快车道。据艾媒咨询数据显示，2021 年我国预制菜市场规模超 3000 亿元。但从行业整体发展进程来看，我国预制菜行业仍处于发展初期阶段，冷链网络、产业园等基础设施还有待完善，且目前市场集中度较低，据前瞻研究院数据显示，2020 年我国预制菜 CR10 仅 14.2%，而日本 CR5 已达 64.0%，我国预制菜行业整体仍处于蓝海竞争。

图 33 我国预制菜行业发展历程



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

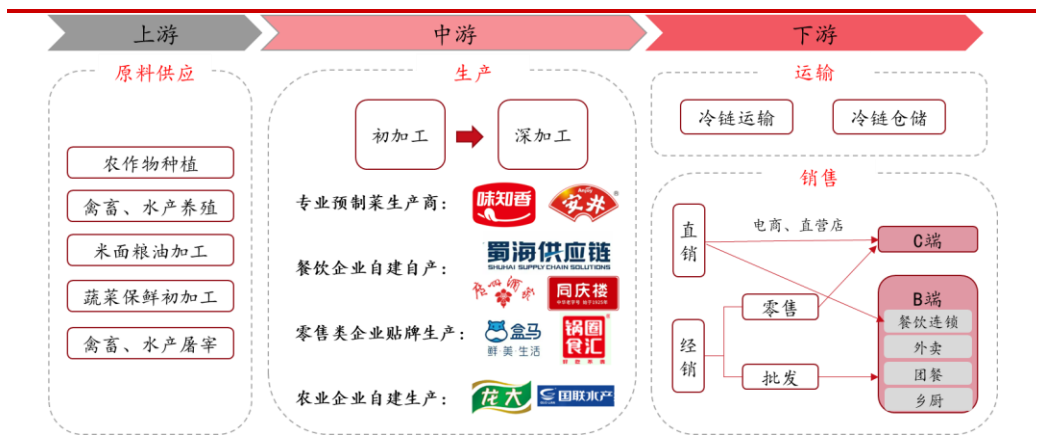
图 34 21 年我国预制菜市场规模超 3000 亿元



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

预制菜市场参与者各具优势。从市场参与者来看，目前预制菜行业中除了专业预制菜生产企业，上游的农牧水产企业以及下游的餐饮企业、生鲜电商等均在积极布局预制菜业务。专业预制菜企业深耕行业多年，产品体系、渠道网络、供应链较为完善，且已建立一定的消费者基础；餐饮企业（尤其是知名餐企）自带品牌效应，在产品上更易吸引消费者，但需要搭建销售渠道、供应链体系；农牧水产企业拥有原材料优势，产业链建设较为完善；生鲜电商平台则拥有完善的前置仓与物流配送体系，且能以自有渠道触及消费者。

图 35 预制菜产业链及参与者



资料来源：艾媒咨询，公开资料整理，华西证券研究所

品牌+研发实力+众多线下大型餐饮门店等是公司入局预制菜的主要竞争优势：

- 1) 据上证路演中心问答消息，公司餐饮业务拥有近千名大厨，可以把门店的美食利用现代化技术手段变成预制菜，同时多年积累的口碑和品牌亦可为公司预制菜做背书；
- 2) 公司在安徽、江苏、北京等地拥有大量的线下大型酒楼，且各门店深受广大顾客喜爱，为公司做预制菜打下了良好的客户基础。

产品端，完善六大产品体系，全面提升产品力。2021 年，公司成立了全资子公司安徽同庆楼食品有限公司，重点发展食品业务。自布局食品业务以来，公司不断基于顾客需求进行产品迭代和开发，目前已形成臭鳜鱼、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；其中，截至 2022 年底，大厨菜系列共有 SKU41

个，大厨面点系列 SKU23 个。2021-2022 年，公司食品 C 端的市场正在快速提升，分别实现食品销售收入 1511/9394 万元，增长势头强劲。

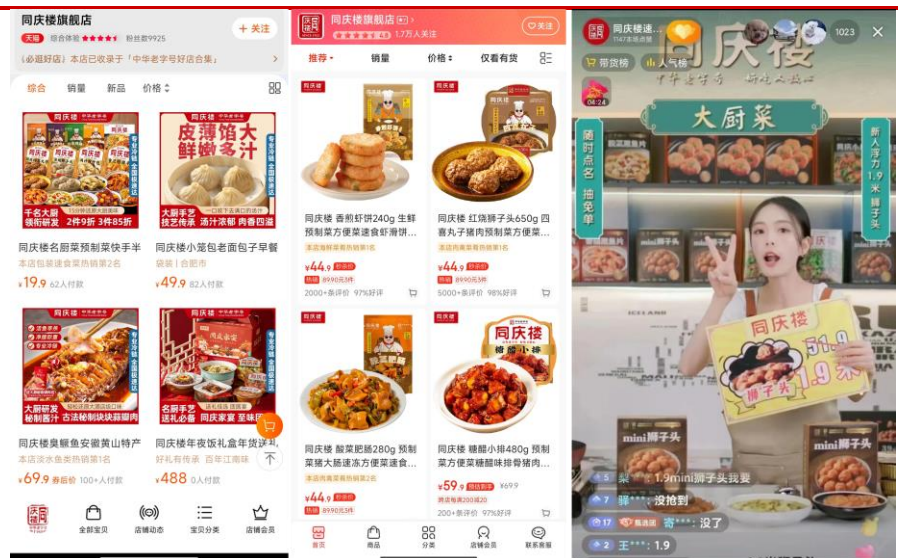
图 36 公司产品全面满足消费者“一日三餐”的需求



资料来源：公司公告，华西证券研究所

渠道端，打造线下商超直营+线上带货代销运营+经销商赋能为一体的销售渠道。线下渠道方面，截至 2022 年底已开设 107 个联营专柜，覆盖安徽合肥、江苏南京、湖北武汉市场，先后入驻苏果、大润发、安徽永辉、合家福、联家、中商、武商等 KA 系统，拓展安徽邮政系统、润发工坊系统、华润商超系统等 60 多家重点店大客户的合作。线上渠道方面，同抖音头部主播小杨哥进行深度带货合作，建立了直播、代播和达人分发的运营模式，建立自己的直播间和商务 BD，以及大厨菜直播间、面点直播间，根据品牌的特点、人群特点和产品特点拍摄各种短视频测试转化率，同时根据直播间的产品属性测试不同直播形式。供应链端，公司正筹建臭鳊鱼、面点、大厨菜三大食品工厂及配套物流配送基地等，全面提升食品公司的供应能力。

图 37 公司预制菜线上零售渠道包括淘宝、京东、抖音自播等



资料来源：京东，餐饮 020，华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设及盈利预测

核心假设：

- 1) **餐饮业务收入（餐饮宴会、富茂等其他业务）**：疫后餐饮消费逐步恢复、婚礼宴会需求集中释放，同时公司进入拓店快车道，假设 2023-2025 年门店数量（大型餐饮及酒店）分别净增 9/10/10 家，预计餐饮收入同比分别 +40%/+26%/+20%；
- 2) **食品业务收入**：公司将持续提升产品、供应链、渠道能力，食品业务有望进入全面提速阶段，预计 2023-2025 年食品销售收入分别达 1.80/3.00/4.00 亿元；
- 3) **成本费用端**：疫后整体毛利率有望逐步回升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 22.33%/22.75%/23.16%；预计 2023-2025 年销售费用率和管理费用率分别为 3.00%/2.50%/2.00%，5.50%/4.80%/4.50%。

盈利预测：综合以上核心假设，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 23.68/30.44/36.79 亿元，归母净利润分别为 2.71/3.85/4.98 亿元。

表 3 公司业绩拆分与预测

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,670	2,368	3,044	3,679
YoY	3.86%	41.73%	28.56%	20.87%
毛利率	18.33%	22.33%	22.75%	23.16%
餐饮收入	1,482	2,074	2,618	3,141
YoY	2.33%	39.96%	26.27%	19.97%
食品收入	94	180	300	400
YoY	521.60%	91.61%	66.67%	33.33%
其他业务收入	95	114	125	138
YoY		20.00%	10.00%	10.00%
销售费用率	3.91%	3.00%	2.50%	2.00%
管理费用率	6.89%	5.50%	4.80%	4.50%
归母净利润	94	271	385	498
YoY	-35.03%	189.60%	41.90%	29.46%

资料来源：wind，华西证券研究所

4.2. 估值及投资建议

相对估值：给予公司 2023 年 40 倍 PE，目标股价为 41.60 元。选取九毛九、海底捞、海伦司、奈雪的茶作为可比公司，2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 31.4/20.7/16.2 倍，根据我们的盈利预测，2023-2024 年同庆楼的 PE 分别为 34.8/24.5/19.1 倍，略高于行业平均水平。考虑到公司为 A 股餐饮与婚礼宴会行业的稀缺老字号品牌，短期婚礼宴会刚需集中释放，带动业绩修复，中长期预制菜等新业务打开增长空间；因此，我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标股价为 41.60 元，较 4 月 27 日收盘价仍有 14.7% 的增长空间。

表 4 可比公司相对估值对比

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
9922. HK	九毛九	15.38	0.03	0.46	0.71	0.93	512.5	33.4	21.7	16.5
6862. HK	海底捞	16.56	0.25	0.61	0.8	0.96	66.2	27.1	20.7	17.2
9869. HK	海伦司	10.72	-1.46	0.32	0.54	0.72	-7.3	33.5	19.9	14.9
2150. HK	奈雪的茶	6.81	-0.27	0.17	0.35	0.52	-25.2	40.0	19.4	13.1
行业平均								31.4	20.7	16.2
605108. SH	同庆楼	36.28	0.36	1.04	1.48	1.90	100.8	34.8	24.5	19.1

资料来源：wind，华西证券研究所

注：股价和汇率均为 2023 年 4 月 27 日收盘价（1 港币=0.88166 元人民币），可比公司 EPS 取自 wind 一致预期

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。疫情期间，公司展现出了较强的经营韧性，疫后婚礼宴会刚需集中释放，公司拓店也将进入快车道，支撑业绩实现较快增长，同时预制菜等新业务亦有望打开公司中长期增长空间。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 23.68/30.44/36.79 亿元，归母净利润分别为 2.71/3.85/4.98 亿元，EPS 分别为 1.04/1.48/1.90 元，4 月 27 日收盘价（36.28 元）对应 PE 分别为 34.8/24.5/19.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

疫情二次冲击：虽然国内防疫政策已经完全放开，但若疫情再次出现较大面积感染，仍会对居民外出就餐意愿造成较大冲击，从而影响门店经营，给公司带来一定损失。

食品安全风险：餐饮行业对食品安全要求非常高，而餐饮行业生产链条长、管理环节多，若公司因管理疏忽或其他不可预见的原因导致产品质量发生问题，将对公司的品牌和经营产生负面影响。

结婚率大幅下降：近年来我国结婚率呈下降趋势，若结婚率下降速度过快，整体婚庆需求或将萎缩，从而影响公司营收。

门店拓展不及预期：预计疫后公司拓店将进入快车道，并积极布局苏皖以外的市场，若门店扩张节奏不及预期，将影响公司经营业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,670	2,368	3,044	3,644	净利润	94	271	385	494
YoY (%)	3.9%	41.7%	28.6%	19.7%	折旧和摊销	185	81	97	112
营业成本	1,364	1,839	2,351	2,798	营运资金变动	-9	130	1	163
营业税金及附加	5	6	8	10	经营活动现金流	280	468	462	747
销售费用	65	71	76	73	资本开支	-462	-300	-600	-300
管理费用	115	130	146	164	投资	456	0	0	0
财务费用	26	0	0	0	投资活动现金流	17	-286	-579	-277
研发费用	2	2	3	4	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	10	14	21	23	筹资活动现金流	-138	0	0	0
营业利润	124	361	513	659	现金净流量	158	182	-117	470
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	123	361	513	659	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	30	90	128	165	成长能力				
净利润	94	271	385	494	营业收入增长率	3.9%	41.7%	28.6%	19.7%
归属于母公司净利润	94	271	385	494	净利润增长率	-35.0%	189.6%	41.9%	28.5%
YoY (%)	-35.0%	189.6%	41.9%	28.5%	盈利能力				
每股收益	0.36	1.04	1.48	1.90	毛利率	18.3%	22.3%	22.7%	23.2%
					净利率	5.6%	11.4%	12.6%	13.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.2%	8.0%	10.1%	10.8%
货币资金	411	593	475	945	净资产收益率 ROE	4.7%	12.0%	14.6%	15.8%
预付款项	26	31	36	48	偿债能力				
存货	99	206	162	275	流动比率	1.59	1.48	1.30	1.53
其他流动资产	225	205	271	247	速动比率	1.17	1.03	0.92	1.13
流动资产合计	761	1,035	945	1,515	现金比率	0.86	0.85	0.65	0.95
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	31.6%	33.5%	30.6%	31.3%
固定资产	781	1,100	1,403	1,691	经营效率				
无形资产	205	205	205	205	总资产周转率	0.58	0.75	0.85	0.87
非流动资产合计	2,141	2,359	2,863	3,051	每股指标 (元)				
资产合计	2,902	3,395	3,807	4,565	每股收益	0.36	1.04	1.48	1.90
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.64	8.68	10.16	12.06
应付账款及票据	155	302	241	410	每股经营现金流	1.08	1.80	1.78	2.87
其他流动负债	324	399	488	582	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	478	700	728	992	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	100.78	34.80	24.52	19.08
其他长期负债	437	437	437	437	PB	4.87	4.18	3.57	3.01
非流动负债合计	437	437	437	437					
负债合计	916	1,138	1,166	1,429					
股本	260	260	260	260					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,986	2,257	2,642	3,136					
负债和股东权益合计	2,902	3,395	3,807	4,565					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。