休闲服务

优秀管理+业务创新激发餐饮老字号新动能

2020 年 12 月 07 日

——同庆楼（605108）深度研究报告

公司评级：买入(首次)

分析师：汤瀚森

执业证书：S1030520080002

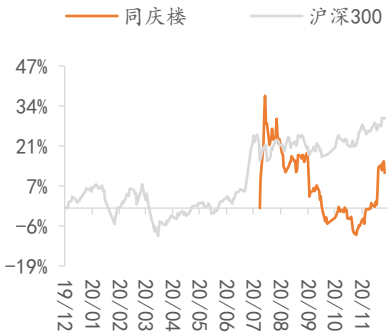
电话：0755-83199599

邮箱：tanghs@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

同庆楼（605108）与沪深 300 对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	5,376.00
流通市值（百万）	1,344.00
总股本（百万股）	200.00
流通股本(百万股)	50.00
日成交额（百万）	96.54
当日换手率（%）	7.14
第一大股东	马鞍山市普天投资发展有限公司

请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

1) **以宴会服务为特色的老字号餐饮品牌。**“同庆楼”为中华老字号餐饮品牌，2004 年起试水集团化连锁直营模式。公司定位大众餐饮与宴会服务，经营多种菜系，目前在安徽、江苏、北京等地共经营 57 家门店。公司创始人沈基水与配偶合计持股 68.59%，股权相对集中。2020 年 7 月公司登陆 A 股。

2) **大众餐饮空间广阔，宴会市场价量齐升。**（1）我国大众餐饮市场空间广阔，2019 年整体规模 4.67 万亿，10 年 CAGR11.7%，其中正餐占 42.4%。餐饮连锁化率持续上升，但相比发达国家仍有差距。（2）各类宴会需求为餐饮企业带来商机，新一代适婚群体定制化需求巨大，婚宴酒席具备价量提升空间。

3) **品牌+管理+创新提升公司核心竞争力。**公司可提供宴会厅+一站式婚宴服务，形成差异化特色品牌优势。总部统一采购、分拣配送中心及中央厨房奠定公司供应链优势。优秀的总部支持体系及较强的运营能力使门店具备较稳健的可复制性。疫情期间公司创新推进餐饮零售化，进军食品市场。新建四条食品加工生产线预计年底陆续投产，2021 年有望贡献利润，预计其他收入占比提升至 10%，同比提升 2.73pcts。

4) **门店扩张业绩稳升，盈利能力优于行业平均。**销售毛利率稳定在 55%左右，优秀控费能力抬升销售净利率，ROE 领先行业对手。公司餐饮业务利润主要由面积 2000 平以上大店贡献，随着门店结构调整，未来增长依赖门店拓张及宴会业务发力。

5) **盈利预测与投资评级。**根据盈利预测，公司 2020-2022 年 EPS 为 0.84/1.14/1.33 元，对应市盈率分别为 32/24/20 倍，低于行业可比公司。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

6) **风险提示：**门店扩张不及预期；疫情继续扩散；食品安全问题等。

预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1462.79	1219.76	1689.30	1847.13
收入同比	-1.78%	-16.61%	38.49%	9.34%
净利润（百万元）	197.59	167.67	228.73	266.55
净利润同比	-1.4%	-15.1%	36.4%	16.5%
毛利率	55.09%	55.25%	55.63%	56.29%
净利率	13.51%	13.75%	13.54%	14.43%
EPS（元）	0.99	0.84	1.14	1.33
PE（倍）	27.2	32.1	23.5	20.2

正文目录

一、 公司概况：以宴会服务为特色的老字号餐饮品牌 4
1.1 “好吃不贵”的中华老字号徽菜品牌 4
1.2 专注大众餐饮，A 股上市加速拓店速度 5
1.3 公司股权集中，激励结构清晰 6
二、 行业格局：大众餐饮空间广阔，宴会市场价量齐升 8
2.1 中国餐饮行业空间广阔，行业集中度低 8
2.2 宴会市场发展势头良好，酒席需求价量皆具提升空间 10
三、 核心优势：品牌+管理+创新提升公司核心竞争力 11
3.1 品牌定位婚宴服务，打造华东一站式婚宴第一品牌 11
3.2 规范化管理保证产品与服务品质，推动门店可持续扩张 12
3.3 餐饮零售化：创新业务模式打造公司收入新增长极 14
四、 财务分析：门店扩张业绩稳升，盈利能力优于行业平均 15
4.1 盈利能力稳定，营运指标改善 15
4.2 2000 平米以上大店成公司利润基石，新店预计 2021 年释放业绩 17
4.3 同行对比：营运能力优秀，盈利能力高于行业平均 19
五、 盈利预测及投资建议 21
5.1 关键假设 21
5.2 盈利预测与投资评级 22
六、 风险提示 23

图表目录

Figure 1 同庆楼旗下各门店分布情况 4
Figure 2 2019 年餐饮收入占 92.74%，宴会相关收入占比 34.89% 5
Figure 3 2014 年以来公司门店扩张情况 5
Figure 4 中国餐饮市场安徽菜占比 3.3% 5
Figure 5 营业收入地区构成（单位：亿元） 5
Figure 6 同庆楼旗下各门店分布情况 6
Figure 7 公司主要股东股权情况（截至 2020 年三季度） 7
Figure 8 管理架构清晰，部门职能明确 8
Figure 9 中国餐饮行业收入及增速% 9
Figure 10 公司扣非归母净利润及增速 9
Figure 11 中国餐饮连锁化率远低于美日发达国家水平 9
Figure 12 2018 年连锁餐饮家数 482 家，门店总数 3.1 万家 9
Figure 13 2018 年连锁餐饮企业收入增速超过整体餐饮行业 10
Figure 14 中国餐饮各品类连锁化率，正餐业连锁化率仅 0.3% 10
Figure 15 我国结婚登记人数变动趋势 11
Figure 16 2019 年婚宴酒席占婚礼消费近五成 11
Figure 17 2017-2019 年婚宴市场规模情况（亿元） 11
Figure 18 婚宴酒席均价不断提高 11
Figure 19 公司成立帕丽斯婚礼策划中心 12
Figure 20 同庆楼婚宴场厅效果 12
Figure 21 采购生产高度流程规范化、流程化 13
Figure 22 2017 年以来公司统一加工成本占比提升 13
Figure 23 2017 年以来公司统一配送占比提升 13
Figure 24 2017-2019 年客户现金结算方式占比逐年减少 14
Figure 25 个人消费金额占营业收入九成以上 14
Figure 26 知名餐饮企业零售化商品及渠道 15
Figure 27 2013 以来营业收入及增速% 16
Figure 28 公司归母净利润及增速 16
Figure 29 毛利率稳定，净利率提升 16
Figure 30 公司费用率稳中有降 16
Figure 31 经营活动产生现金流净额与收现比% 17
Figure 32 公司偿债能力不断改善 17
Figure 33 2000 平以上门店贡献 100.3%的净利润 18
Figure 34 IPO 募投项目新开 6 家门店面积均大于 2000 平方米 18

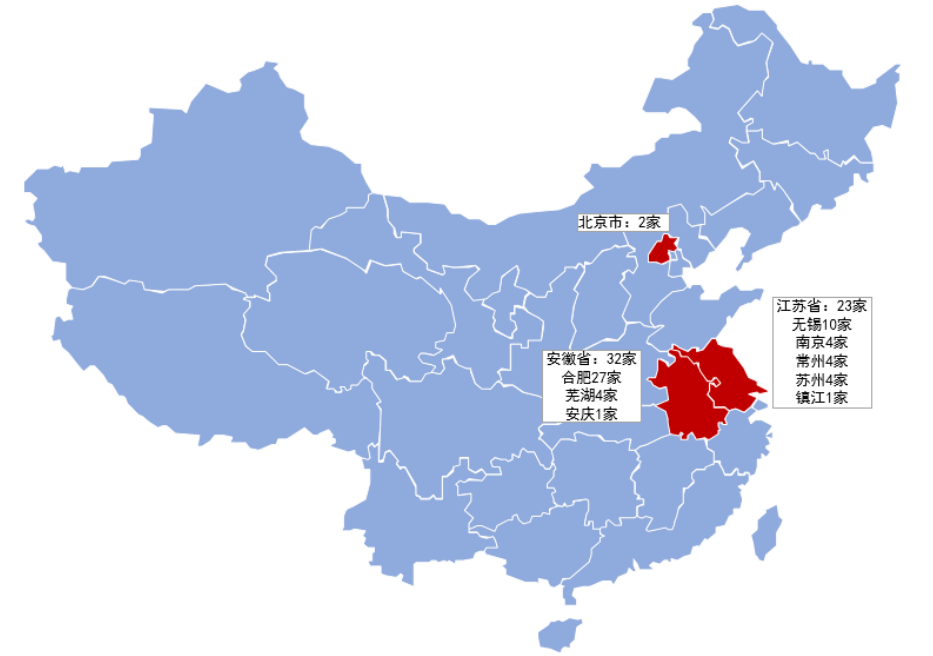
Figure 35 门店盈利能力分档比较 18
Figure 36 新开门店盈亏平衡期下降，基本 1 年实现盈亏平衡 19
Figure 37 新增门店业绩预测 19
Figure 38 销售毛利率同业对比 20
Figure 39 公司与可比公司 ROE 对比 20
Figure 40 公司 ROE 杜邦分析 20
Figure 41 同庆楼存货周转天数（天）对比 21
Figure 42 同庆楼应收账款周转天数（天）对比 21
Figure 43 同庆楼收入预测拆分 22
Figure 44 可比公司估值情况 23

一、公司概况：以宴会服务为特色的老字号餐饮品牌

1.1 “好吃不贵”的中华老字号徽菜品牌

同庆楼知名度享誉全国，同庆楼诞生于 1925 年（民国十四年）江城芜湖，历史上同庆楼遍布北京、南京、武汉、芜湖等城市，至今已有近百年历史。同庆楼餐饮股份有限公司成立于 2005 年 1 月 31 日，菜品以徽菜为代表，同时经营多种菜系，采用多品牌连锁直营模式，目前公司及其子公司在安徽、江苏、北京等地市拥有直营店 57 家。旗下拥有品牌包括：同庆楼（徽菜）、花千骨（中式快餐）、多哈环球（海鲜自助）、派尔曼特（披萨）、符离集（徽菜快餐）、同庆小笼（包子粥品）、大鲔寿司（日料）、鹅老大（火锅）等，品牌矩阵丰富。同庆楼秉承“大众消费，好吃不贵”的经营理念，市场定位大众消费，人均消费 100-200 元。同庆楼先后获得“中华老字号”、“中国驰名商标”等荣誉称号，在餐饮行业具有较高的知名度与影响力。

Figure 1 同庆楼旗下各门店分布情况

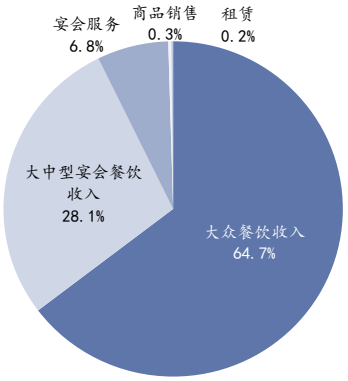


资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

主营餐饮业务，与宴会相关收入占比 34.8%。公司主营业务收入主要为餐饮业务收入，2019 年餐饮收入占比达 92.7%，其中宴会餐饮收入占比 28.08%，年收入 4.1 亿。其他业务收入占比 7.3%，包括宴会服务、商品销售和租赁，宴会服务占比 6.81%，年收入近 1 亿。宴会服务收入主要系公司向宴会消费客户提供增值服务取得的收入，包括辅助性宴会服务和一站式宴会服务。公司围绕宴会而产生的收入占到餐饮总营收的 34.8%，未来宴会业务收入占比

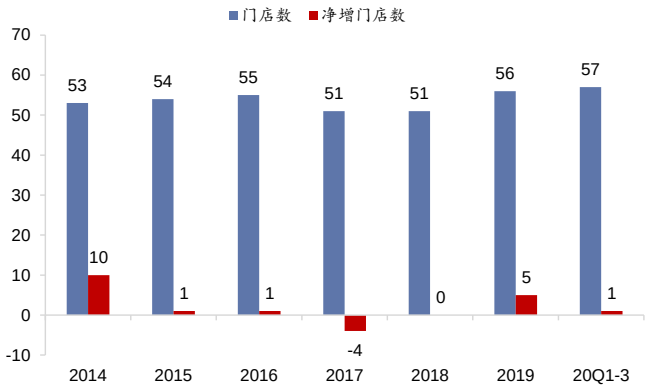
将有望提升到 50%。

Figure 2 2019 年餐饮收入占 92.74%，宴会相关收入占比 34.89%



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

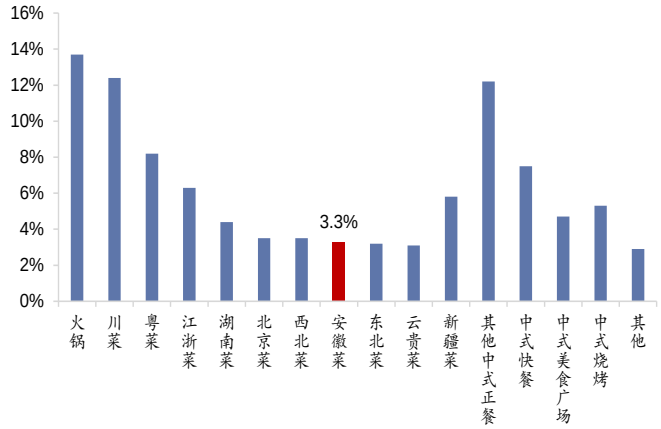
Figure 3 2014 年以来公司门店扩张情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

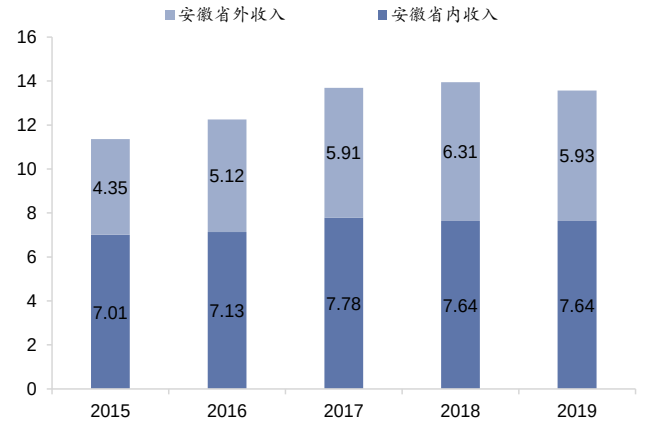
徽菜区域特色鲜明，异地扩张省外收入占比上升。同庆楼菜品主要以徽菜为主，徽菜主要特点为选料朴实，讲究火功，重油重色，味道醇厚，保持原汁原味。徽菜以烹制山野海味而闻名，其烹调方法擅长于烧、焖、炖。据弗若斯特沙利文统计，2017 年全国徽菜赛道市场份额达 3.3%。公司门店布局聚焦安徽、江苏两省，2013 年安徽省内收入占主营业务收入 73.06%，随着公司在江苏、北京等省外城市扩张门店，省外收入占比不断提升，2019 年省外收入规模达到 5.93 亿，省内收入比重下降至 56.29%。

Figure 4 中国餐饮市场安徽菜占比 3.3%



资料来源：Frost & Sullivan（2017 年统计）、世纪证券研究所

Figure 5 营业收入地区构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1.2 专注大众餐饮，A 股上市加速拓店速度

专注主业，稳扎稳打。2004 年公司创始人原马鞍山合肥梦都餐饮公司总经理沈基水以 27.3 万元竞得同庆楼商标开始集团化经营。2015 年 6 月 20 日，同庆楼先后经历七次增资扩大公司规模、门店扩张、品牌推广等措施后，完成

股份制改革。2016 年 6 月，同庆楼申请 A 股 IPO，历时三年半，2020 年 7 月 16 日成功在 A 股主板上市，成为近十年登陆 A 股纯餐饮类企业第一股。从起初的小吃品牌逐步扩张到被认定为“中华老字号”，再到后续的集团化经营，最后到 A 股上市，公司一直秉承老字号企业的良好传统，已在消费者心目中形成“有高兴事，到同庆楼”的品牌认知。

上市募投项目加速门店扩张，提升市场占有率。本次发行共募集资金 7.35 亿元，向社会公众公开发行普通股 5000 万股，占发行后总股本的比例为 25%，用于在合肥、南京、常州三地新开 15 家连锁酒店、建设原料加工与配送基地以及补充流动资金。目前已开新店 6 家，另外 9 家门店已陆续开展选址工作。募投项目实施有助于进一步扩大公司经营规模、优化区域布局。巩固和扩大华东区域市场份额，降低公司综合运营成本及保证未来利润增长。

Figure 6 同庆楼旗下各门店分布情况

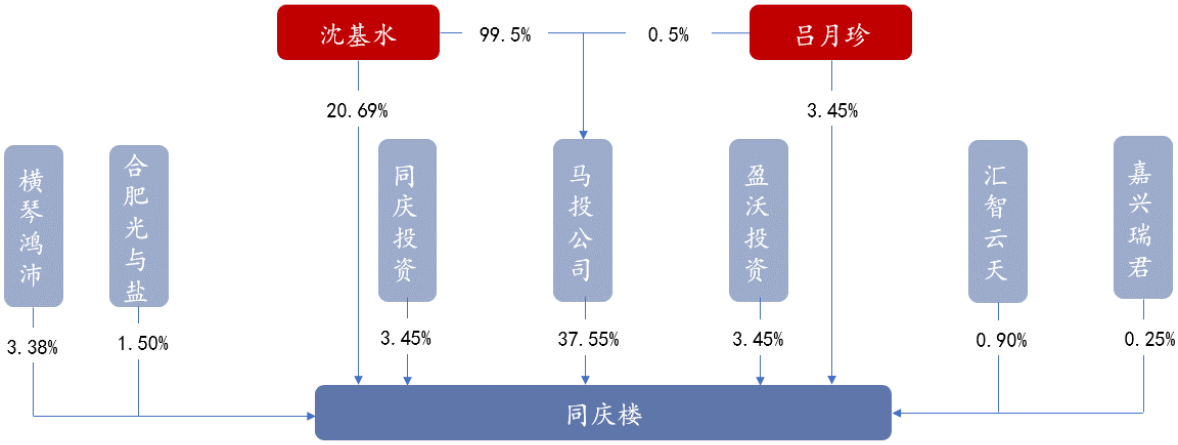
序号	募投项目名称	地区分布	项目投资总额（万元）	预计达产年均销售收入（万元）	建设期	项目回收期（年，含建设期）
1	新开连锁酒店项目	合肥 6 家	16380	25453	单店 12 个月	5.19
		常州 6 家	15770	23450		5.35
		南京 3 家	9050	13390		5.35
2	原料加工及配送基地项目		17330		18 个月	
3	补充流动资金项目		15000			
	合计		**73530**	**62293**		

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1.3 公司股权集中，激励结构清晰

沈基水夫妇为公司实控人，股权结构稳定。本次 IPO 发行后，创始人沈基水（董事长）和吕月珍（董事，副总经理）两人直接持有公司 20.69%和 3.45%的股权，通过马鞍山市普天投资发展有限公司持有公司 37.55%股权，直接控股 61.69%。另外沈基水与吕月珍通过同庆投资和盈沃投资分别间接公司各 3.45%的股权，合计控股 68.59%。实际控制人处于绝对控股地位，股权结构稳定。截止 2020 年 3 季度，公司公开发行后前 10 大股股东持股 75.04%，控制权较为集中。

Figure 7 公司主要股东股权情况（截至 2020 年三季度）

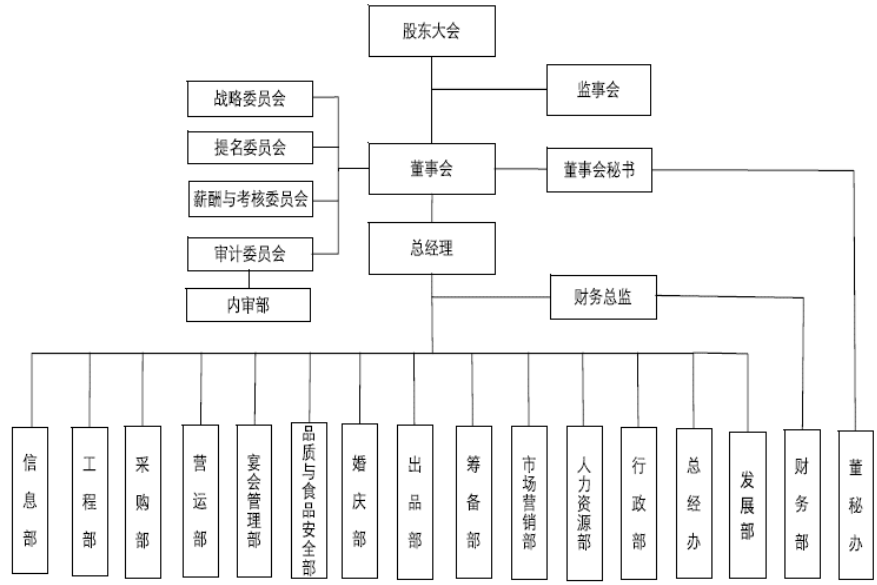


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

股权激励激发管理层积极性，助力提升公司效率。2015 年 6 月，为鼓励管理层、员工与公司共同发展，经同庆楼股东会决定，将控股股东马投公司持有的同庆楼有限 10.57%股权转让给核心管理人员及员工持股平台，转让给盈沃投资 5%、同庆投资 5%、王寿凤 0.19%、范仪琴 0.19%及季益涛 0.19%，股权转让价格为 1 元每单位注册资本。其中王寿凤为公司总经理，范仪琴为公司财务总监兼董秘，季益涛为公司原自然人股东、党委副书记，其配偶王晓华继承其股份。2015 年 12 月，沈基水、吕月珍将所持同庆投资 44.54%出资份额、盈沃投资 45.48%出资份额转让给持股员工，转让价格为 1.52 元每单位注册资本。截至公司上市时，公司员工持股平台盈沃投资和同庆投资分别持有公司股份 3.45%，王寿凤、范仪琴、王晓华分别持有公司股份 0.13%。公司管理层与核心员工持股，与公司形成利益共同体，有利于公司长期稳定发展。

总部支持体系强大，职能部门分工明确。公司总部对门店实行统一管理，下设 17 个职能部门，对门店提供人力资源、供应链、食品安全、营运督导，宴会婚庆以及出品管理等强大的总部支持体系。公司组织结构清晰，各部门职能明确。

Figure 8 管理架构清晰，部门职能明确



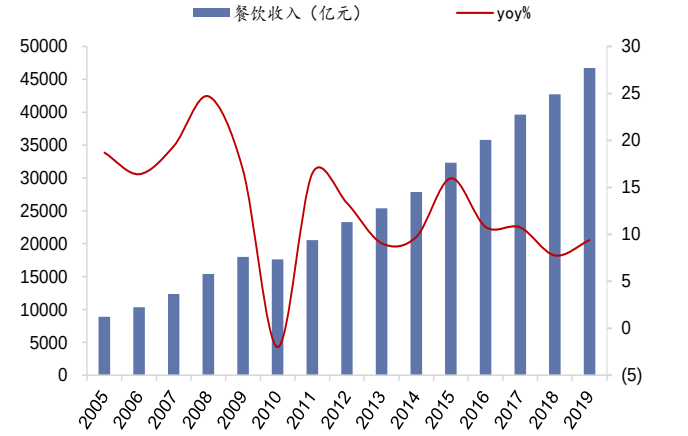
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

二、行业格局：大众餐饮空间广阔，宴会市场价量齐升

2.1 中国餐饮行业空间广阔，行业集中度低

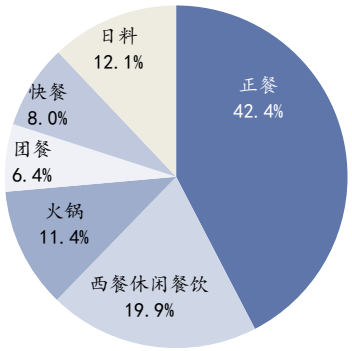
餐饮行业规模稳步提升，增速高于社零增速。我国餐饮行业随社会经济发展近年来保持良好增长态势。2019 年中国餐饮行业的整体收入规模达 4.67 万亿，2010-2019 年 CAGR 为 11.4%。根据国家统计局数据，2015-2019 年全国餐饮同比增长 11.7%、10.80%、10.70%、9.5%、9.4%,连续五年超过社会消费品零售总额增速。餐饮行业需求刚性，受宏观经济的影响较短期且有限。随着市场经济的发展，我国餐饮市场也日益呈现业态多样化发展态势，逐步形成了正餐、快餐、火锅、团膳、休闲餐饮和其他餐饮服务并存的格局。其中以正餐、休闲餐饮、火锅为主力业态。据中国饭店协会调研统计，在各种餐饮业态中，同庆楼所处的正餐赛道占比最大，达到 42.4%。

Figure 9 中国餐饮行业收入及增速%



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

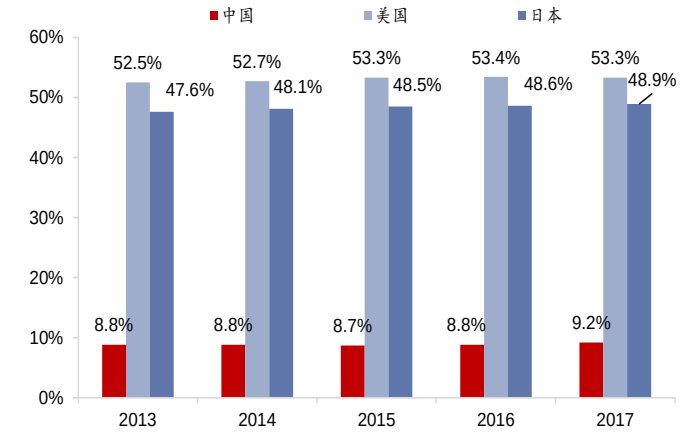
Figure 10 公司扣非归母净利润及增速



资料来源：中国饭店协会调研数据、世纪证券研究所

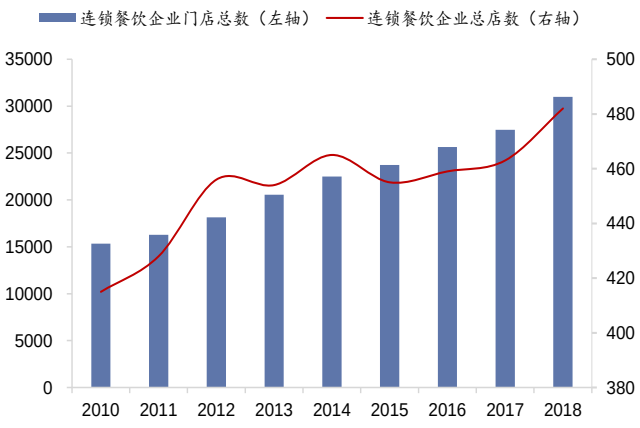
餐饮连锁化率远低于发达国家水平，近年来呈上升趋势。餐饮业发展具有多层次、多档次、多业态的特征，行业格局较为分散。根据 Euromonitor 统计，2017 年我国餐饮行业连锁化率为 9.2%，不到 10%，相较美、日等发达国家 50%左右的连锁化率还有很大提升空间。近年来我国餐饮连锁化率呈稳步上升趋势，连锁化经营有助于餐饮企业提升规模经济。餐饮品牌拥有更强大的资本平台、更高的品牌认知、更好的食品安全管控能力，能提供更优质的食品与服务。2018 年中国连锁餐饮企业收入规模达到 1950 亿元，同比增加 12.4%，超过整体餐饮行业收入增速。2018 年连锁餐饮企业数量达到 482 家。连锁餐饮企业门店总数随着连锁餐饮企业数量增长持续快速上升，2018 年达 3.1 万家，2011-2018 年 CAGR9.6%。其中正餐品类连锁比例仅为 0.3%，有较大提升空间。

Figure 11 中国餐饮连锁化率远低于美日发达国家水平



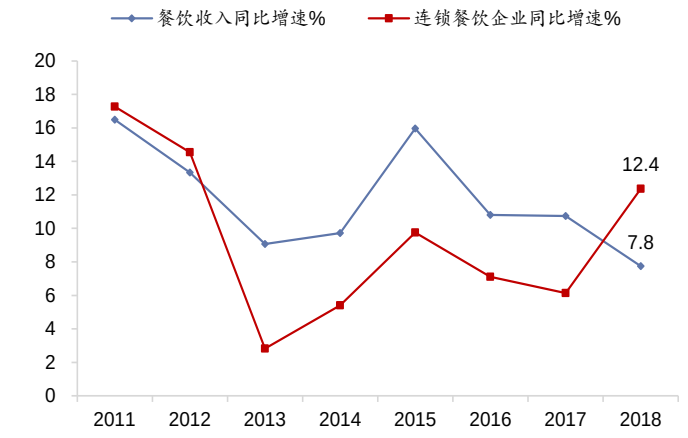
资料来源：Euromonitor，世纪证券研究所

Figure 12 2018 年连锁餐饮家数 482 家，门店总数 3.1 万家



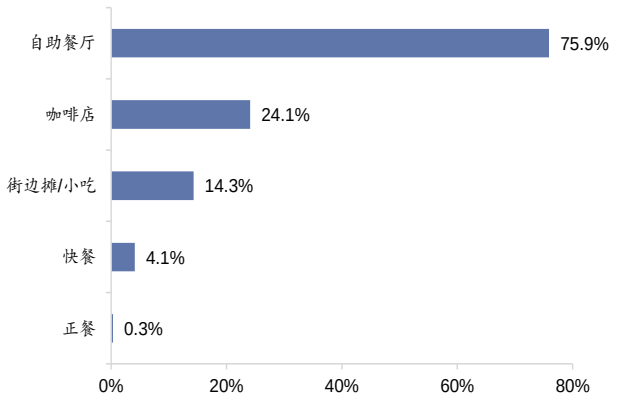
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 13 2018 年连锁餐饮企业收入增速超过整体餐饮行业



资料来源：国家统计局，世纪证券研究所

Figure 14 中国餐饮各品类连锁化率，正餐业连锁化率仅 0.3%



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

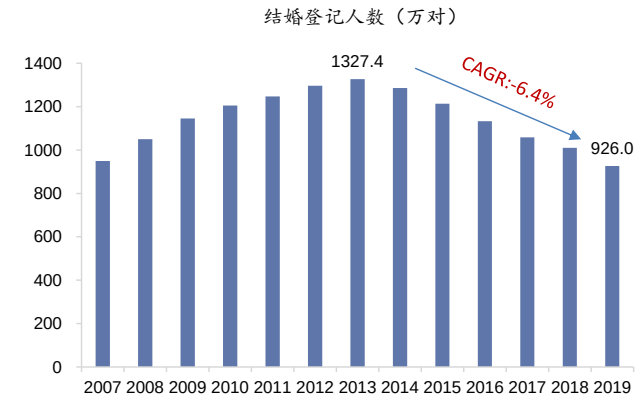
2.2 宴会市场发展势头良好，酒席需求价量皆具提升空间

各类宴会需求为正餐企业带来商机。宴会市场通常包括婚宴、满月宴、寿宴、升学宴、乔迁宴、庆功宴、年会等，其中婚宴和满月宴占了大部分市场份额。虽然 2013 年后我国结婚登记人数逐年减少，行业从原先“总量驱动”向“质量驱动”升级转型。当前 90、95 后已成为主要适婚群体，工作压力大以及对仪式感、个性化追求等群体特征使得一站式婚庆策划渐成刚需，个性化定制婚宴已成新风尚。新人们愿意为婚礼环节的个性化需求付出更多溢价。未来婚宴更趋向定制化及一站式服务。根据艾瑞咨询数据，2019 年我国婚庆整体市场规模为 21120.3 亿元，同比增长 15.85%。其中婚宴酒席占婚礼消费比重最高，根据前瞻产业研究院测算，在婚礼服务核心业务消费中，婚宴酒席占比最高达 49.3%，相较于其他细分领域具有更大的交易潜力，行业利润率达到 50%-60%。以此比重进行估算，我国 2019 年婚宴服务市场规模近 10412 亿元，2017-2019 年 CAGR 20.2%。

婚宴平均价格不断上涨，未来发展势头依旧良好。根据前瞻产业研究院统计，自 2010-2017 年全国婚宴酒席平均价格不断增长，2017 年达到 1650 元/桌。从婚宴酒席的价格接受度来看，六成消费者可以接受 1000 元-3000 元/桌的价格水平，而 3000 元以上/桌的接受度达到 13.58%，我国高端婚宴市场的潜力较大。

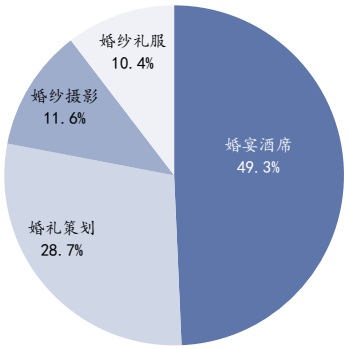
此外宝宝宴、升学宴等多种宴会需求同样广泛。随着二胎政策的放开，将带来宝宝宴的需求再次增长。人们对意识感的重视使得宴会总类多种多样，宴会需求为传统餐馆尤其是大型传统餐馆酒楼带来商机。综合来看，我国宴会酒席市场整体需求规模仍存，从量价两方面皆有提升空间。

Figure 15 我国结婚登记人数变动趋势



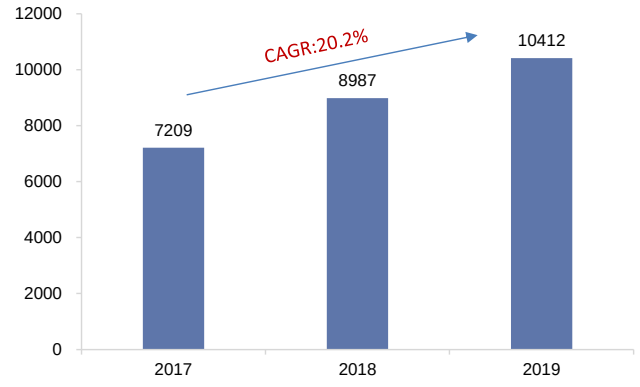
资料来源：民政局，世纪证券研究所

Figure 16 2019 年婚宴酒席占婚礼消费近五成



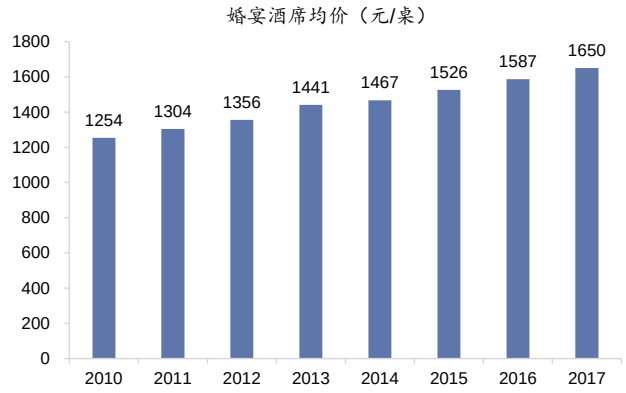
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 17 2017-2019 年婚宴市场规模情况（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，世纪证券研究所

Figure 18 婚宴酒席均价不断提高



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

三、核心优势：品牌+管理+创新提升公司核心竞争力

3.1 品牌定位婚宴服务，打造华东一站式婚宴第一品牌

同庆楼是餐饮业中较少可提供一站式婚宴服务的品牌。中国式婚礼最离不开的是宴席，宴席最重要的要素之一是稳定的菜品输出。同庆楼借助自身百年老字号的品牌优势，精准发力婚宴市场新蓝海，形成差异化特色服务，构建起企业护城河。2014 年前后，公司开始成立婚礼中心。2015 年起开始和国内宴会设计师合作，进行一站式宴会酒店的升级和改造，将原本的传统宴会厅改造成主题宴会厅。公司现已形成了自己的婚庆策划服务团队，可向新人们提供场地、菜肴、婚礼策划、主持、摄影等一站式服务。2019 年，同庆楼在婚礼堂又进行了不同形态的尝试调整，成立帕丽斯婚礼策划中心，升级 9 家门店 12 个明星宴会厅，宴会菜肴同步全面升级。近年来同庆楼宴会服务产品不断丰富，得到了当地广大消费者的认可推崇。

Figure 19 公司成立帕丽斯婚礼策划中心



资料来源：公司微信公众号，世纪证券研究所

Figure 20 同庆楼婚宴场厅效果



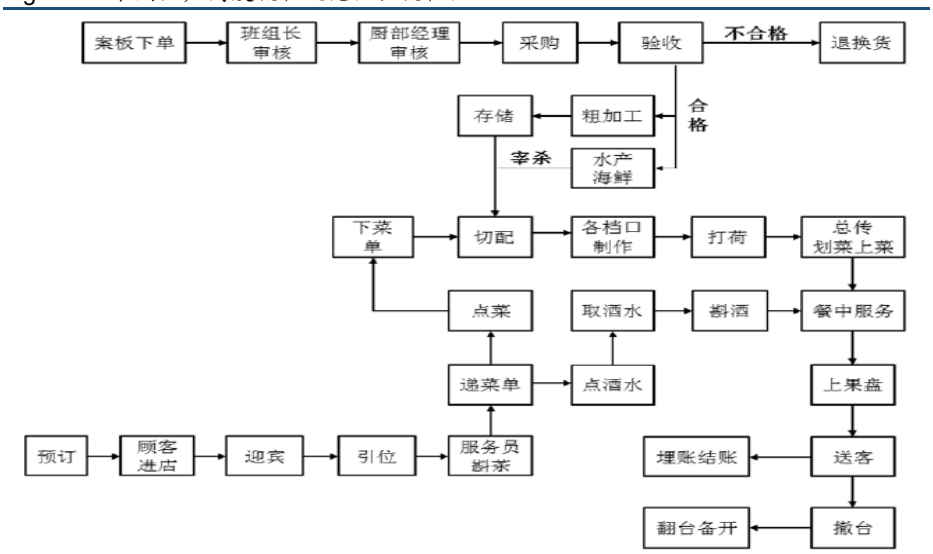
资料来源：公司微信公众号、世纪证券研究所

3.2 规范化管理保证产品与服务品质，推动门店可持续扩张

统一规范管理形成可复制的运营模式。公司经过多年发展，从前厅服务到后堂出品再到内部管理形成一套成熟运营模式。总部对门店在服务流程、店面管理等可复制环节进行标准化精细化管理，制定了《服务部工作手册》、《厨部管理手册》、《宴会管理指导书》等，对不同岗位服务人员的服务流程和行为进行标准化管理。同时在菜品研发方面鼓励创新，制定了一系列研发创新机制，从产品、服务等多方位优化创新。由公司分管副总直接负责，各区域行政总厨组织各店厨师长、菜系带头人、各店技术骨干定期外出考察市场，及时掌握市场流行元素，进行新菜品的研发与创新。统一的经营模式有助于做到规范化管理，有利于门店复制扩张，及时抓住规模化发展的机遇。

总部统一采购，统一结算。公司设采购部，所有原材料由公司统一采购，没电没有采购权。大宗和重要物资由公司统一询价、集中采购，配送至各酒店，由公司统一结算。零星物资可由公司驻点采购人员就近采购。统一的采购保证原料来源的安全可靠，虽然一定程度上提升了配送成本，但集中采购降低采购成本，原材料的统一也有助于提升生产的流程化和规模化。

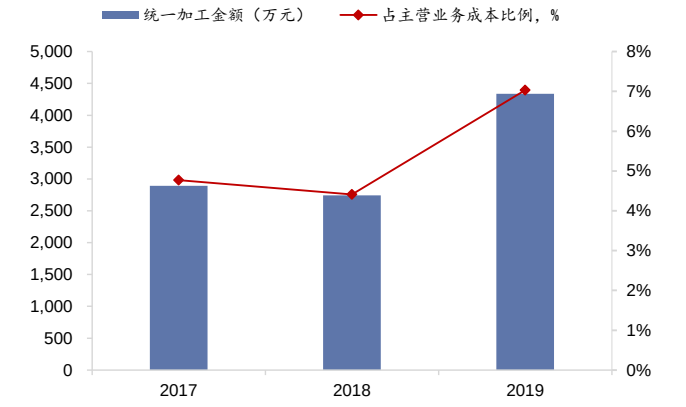
Figure 21 采购生产高度流程规范化、流程化



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

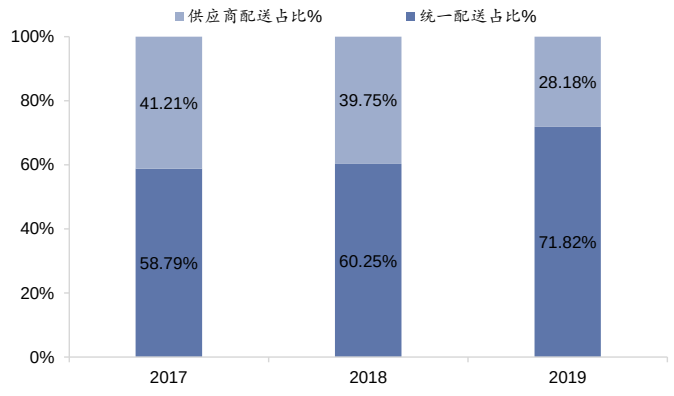
中央厨房统一配送保证菜品品质安全稳定。公司于 2014 年成立了中央厨房，集中对公司门店所需的半成品进行加工和配送以保证食品质量安全，提升菜品品质稳定性，同时提升配送效率、降低人员成本。公司采购原材料经验收后，由各直营店负责菜品加工。公司对菜品加工有严格的规范和制作流程，原材料入库、储藏、清洗、刀工处理、热菜加工、冷食加工等方面均制定了细致且严格的流程。目前门店 SKU 通过中央厨房统一配送、标准化烹饪工艺以及门店自主创新方式的比例约为 4:3:3。

Figure 22 2017 年以来公司统一加工成本占比提升



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 23 2017 年以来公司统一配送占比提升

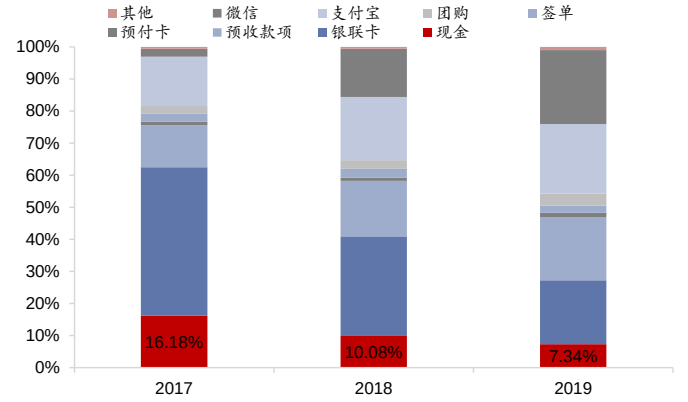


资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

ERP 系统集中管控提升公司核心竞争力。公司通过 ERP 系统对资产、人力、财务、品质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，从供应商管理、价格管控、申购、订货、采购、验收、付款结算实现全过程可追溯的闭环管理。对企业所拥有的人、财、物、信息、时间、空间等综合资源进行优化管理，有效控制食品安全，降低企业运营成本，提高公司的核心

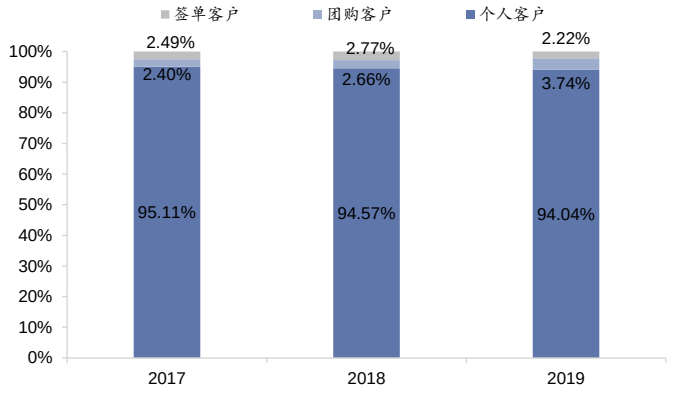
竞争力，从而取得更好的经济效益。ERP 数字化赋能带来的是消费者结算方式的便利化，近年来个人客户消费金额占比逐渐提升，公司个人客户消费金额占比九成以上，2019 年团购、签单客户消费金额分别占到总消费金额的 3.7%、2.2%。随着管理提升以及消费者支付习惯的改变，现金结算比例逐步下降，2019 年现金方式结算占营收比例从 2017 年 16.18%下降至 7.34%。

Figure 24 2017-2019 年客户现金结算方式占比逐年减少



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 25 个人消费金额占营业收入九成以上



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

3.3 餐饮零售化：创新业务模式打造公司收入新增长极

疫情催化加速餐饮零售化进程，进军万亿规模食品市场。2020 年餐饮行业受疫情影响，一季度企业门店基本暂停营业。疫情催生餐饮企业纷纷调整战略，通过外卖及半成品销售等方式增加销售额。同庆楼在疫情期间，依托中华老字号的品牌影响力利用中央厨房生产半成品进行线下铺货，研发出如臭桂鱼、面点、腌腊、酱料等多种大众喜爱的系列半成品食品迅速获得市场认可，一定程度上弥补门店停滞造成的损失。目前同庆楼食品加工产能已具备生产能力，食品加工中心总面积 10000 平方米，设有速冻米面、腌腊、酱料、臭桂鱼四条生产线，计划 2020 年底陆续投产，2021 年选择部分单品进行扩大再生产，并规划建设配套食品工业园。预计明年食品业务有望成为公司业绩新增长极，其他收入占比预计提升至 10%，同比提升 2.73pcts。长期看，该比例有望达到 20%。

半成品食品相比于外卖进入门槛更高，对餐饮上游供应链能力和中央厨房布局有严格要求。公司售卖食品为类线上餐饮模式，需要打通线上订单管理、源头采购、产品包装、物流配送、渠道分销、消费体验等一系列流程。由于半成品食品保质期较短，对菜品品质稳定性及储存条件要求较为苛刻，对上游食材供应链和物流配送能力也有更高要求。同庆楼依托自身优质供应链能力以及已有的中央厨房合理布局发力食品业务具有天然优势，疫情期间销量

已检验商业模式的有效性，品牌影响力有利于短期形成销售规模。

以核心单品为支点撬动品类销售，多渠道发力推动立体营销。餐饮企业零售化发展初期主要以礼盒套装、速冻米面形式进行售卖，如广州酒家推出月饼礼盒等，广州酒家礼盒销售占到了整体销售的 20%。销售渠道方面，同庆楼采取线上＋线下融合的方式，业务全面覆盖“堂食+外卖+零售”，将餐饮体验、食品销售融为一体。同庆楼依托门店品牌优势背书，通过线上电商+私域流量及线下门店商城等多渠道立体营销打开销路。

Figure 26 知名餐饮企业零售化商品及渠道

类型	公司	产品	渠道
节日礼盒	星巴克	茶叶礼盒	微信公众号、小程序
	奈雪的茶	月饼、冰心粽	微信公众号、APP
	喜茶	礼盒及周边	微信公众号、小程序
核心大单品	广州酒家	广式月饼、速冻点心	自有门店、第三方渠道、电商
	霸蛮	牛肉粉、豆干、素毛肚	自有门店、第三方渠道、电商
	同庆楼	臭桂鱼、同庆楼小笼包	自有门店、第三方渠道、电商、线下商城便利店
特色产品	西贝莜面村	牛羊肉、食材	自有门店、自有电商平台
	眉州东坡	食品、东坡肘子、礼盒	自有门店、自有电商平台
调味品	海底捞/颐海	火锅底料	线下商超、电商渠道
	遇上小面	香辣牛肉酱	自有门店、微信公众号

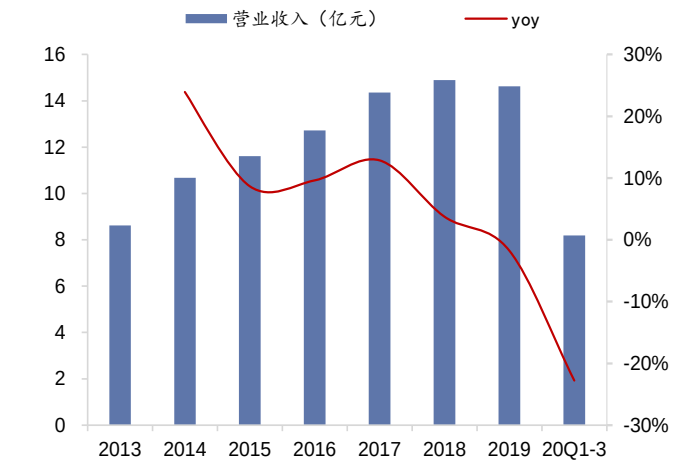
资料来源：各公司微信公众号、天猫商城、世纪证券研究所

四、财务分析：门店扩张业绩稳升，盈利能力优于行业平均

4.1 盈利能力稳定，营运指标改善

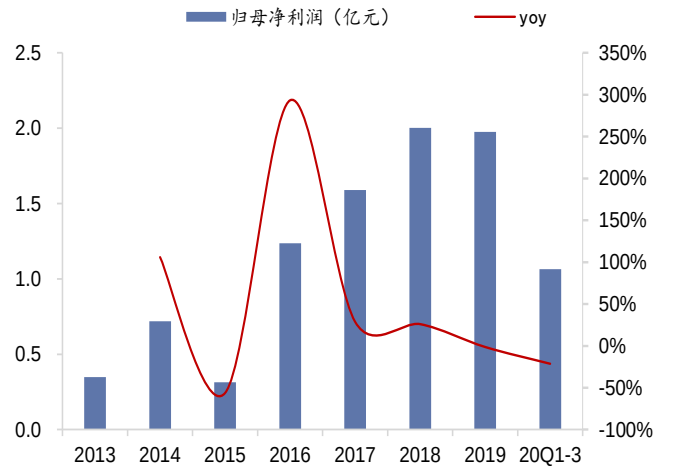
经历近年快速增长后，公司增长放缓，营收利润保持稳定。公司营业收入从 2013 年的 8.62 亿元增长至 2019 年的 14.89 亿元，复合增速达 9.2%。归母净利润从 2013 年的 0.35 亿元增长至 2019 年的 1.98 亿元，复合增速达 33.5%。2018-2019 年公司业绩增速有所放缓，营业收入与归母净利润趋向稳定，其中 2019 年营业收入较 2018 年减少 0.26 亿元，下降幅度 1.78%，主要系省外拓店及部分门店内部升级费用提升所致。2020 年一季度营收受疫情影响严重，二、三季度公司业务逐步恢复。公司 20Q1/Q2/Q3 单季度营收增速分别为-53.56%/-13.19%/7.42%，归母净利增速分别为-45.50%/0.88%/11.28%，第三季度营收与归母净利均实现同比正增长。

Figure 27 2013 以来营业收入及增速%



资料来源：Wind、世纪证券研究所

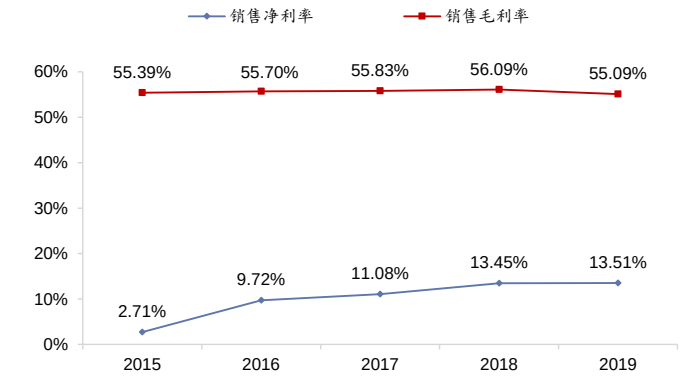
Figure 28 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、世纪证券研究所

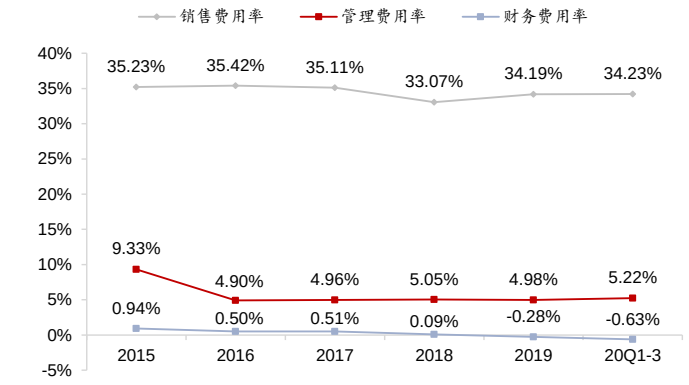
销售毛利率稳定，净利率提升明显。公司产品定价采用成本加成的策略，因此公司对各门店实行以稳定毛利率水平为重要指标的绩效考核机制，以及公司大众消费的市场定位的影响，整体毛利率稳定在 55.5%附近。主营业务成本主要由原材料、人工和燃料构成，其中 2017-2019 年原材料在主营业务成本中占比分别为 79.53%、79.20%、78.44%；人工占比 17.79%、18.34%、19.13%；燃料占比分别为 2.68%、2.46%、2.43%。原材料变动对主营业务成本变动较大。近三年来期间费用率逐步走低，净利率从 2017 年的 11.08%上升到 2019 年的 13.51%。

Figure 29 毛利率稳定，净利率提升



资料来源：Wind、世纪证券研究所

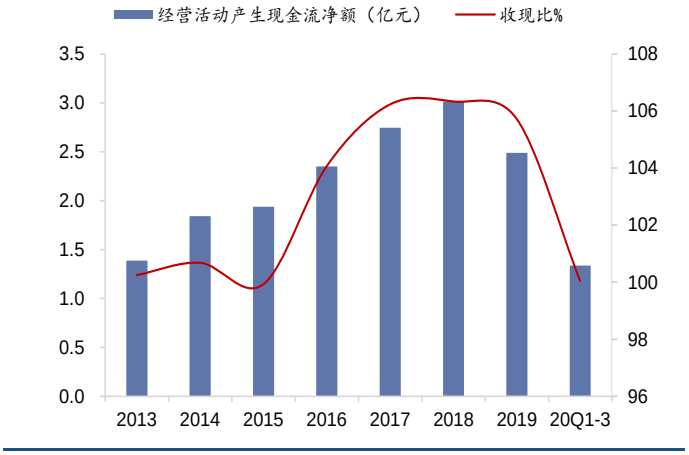
Figure 30 公司费用率稳中有降



资料来源：Wind、世纪证券研究所

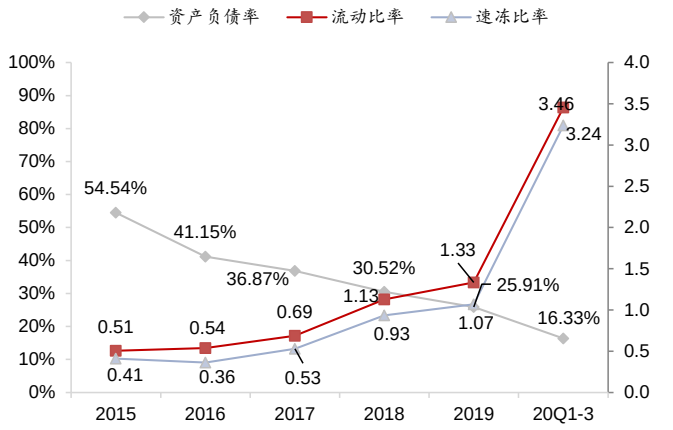
现金回款保持健康，应收账款余额较小。经营活动产生的现金流量净额从 2017 年的 1.94 亿元上涨到 2018 年的 3.01 亿元，2019 年下降至 2.49 亿元主要系购买商品、接受劳务支付金额上升所致，但仍保持在较高水平，收现比始终高于 100%，。公司经营活动现金流量较好，主要系餐饮业务产生的应收款余额较小，公司经营活动获取现金的能力较强，资金回收较为及时所致。

Figure 31 经营活动产生现金流净额与收现比%



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 32 公司偿债能力不断改善



资料来源：Wind、世纪证券研究所

资产负债率改善，偿债能力持续向好。公司主要利用自发性无息负债和少量借款性有息负债满足公司扩张阶段的资金需求，流动负债规模较大，从而导致资产负债率相对较高，流动比率、速动比率较低。随着公司经营积累，2017-2019 年公司资产负债率、流动比率及速动比率都有所改善，整体负债状况稳定。

4.2 2000 平米以上大店成公司利润基石，新店预计 2021 年释放业绩

门店结构调整，发力大店，有望加速业绩提升。公司单店平均面积在行业内位于较高水平，超过 5000 平方米门店共有 17 家，其中规模最大的常州奥体店面积达到 17571 平方米。根据对公司招股书 2019 年门店经营数据分析，我们发现公司收入主要由大店贡献，是公司的利润基石。单店面积 2000 平米以上门店收入占 94.3%，净利润占比高达 100.3%。其中单店面积 5000 平以上门店收入占 56%，净利润占比 80.1%。近年来公司新增门店主要以面积较大门店为主，关闭门店则主要为面积较小的特色快餐门店。根据招股书披露数据，IPO 募投项目中已新开业 6 家门店面积均大于 2000 平方米，平均面积 6400 平方米。

Figure 33 2000 平以上门店贡献 100.3%的净利润

门店面积	门店数量	合计收入（万元）	收入占比	合计净利润（万元）	利润占比	平均店龄	单店平均营收
大于 10000 平	3	30155	20.6%	6720	38.1%	7.6	10051.5
5000-10000 平	14	52296	35.8%	7407	42.0%	8.1	3735.4
2000-5000 平	27	55400	37.9%	3556	20.2%	8.1	2051.9
1000-2000 平	2	2892	2.0%	382	2.2%	7.8	1445.8
500-1000 平	6	3823	2.6%	-327	-1.9%	5.8	637.2
500 平以内	5	1531	1.0%	145	0.8%	2.9	306.3
合计		**146097**		**17883**			

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 34 IPO 募投项目新开 6 家门店面积均大于 2000 平方米

序号	门店	地区	面积（平米）	租期
1	吾悦广场	合肥	4900.58	15 年
2	常州奥体店	常州	17571.31	20 年
3	常州宝龙店	常州	4680	15 年
4	常州吾悦店	常州	4644	15 年
5	红山路店	南京	3967	12 年
6	帕丽斯店	合肥	2648	15 年

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

门店盈利分布方面：单店净利润超 1000 万的门店共 7 家，合计净利润 1.28 亿元，占总净利润 73%。亏损门店有 18 家，其中最大亏损为-254 万元，平均单店亏损 93.61 万元，主要由于部分新店开业期较短。最大亏损门店为安庆汇峰广场店（-253 万元）与江阴万达店（-254 万元）。

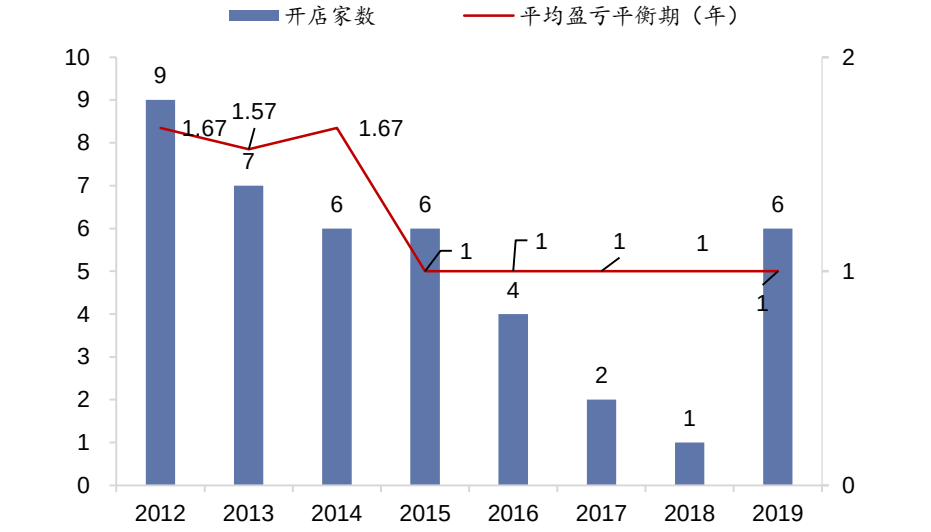
Figure 35 门店盈利能力分档比较

单店利润区间	门店数	合计收入（万元）	收入占比	合计净利润（万元）	利润占比	平均店龄
大于 1000 万元	7 家	56384	38.6%	12853	72.9%	8.09
0-1000 万元	32 家	66820	45.7%	6363	36.1%	8.21
0-300 万元	18 家	22892	15.7%	-1685	-9.6%	5.67
合计		**146097**		**17531**		

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

新店开业一年基本盈亏平衡，2021 年有望释放业绩。随着公司管理模式日渐成熟，公司的新开门店盈亏平衡期存在下降趋势，公司新开门店基本 1 年内能达到盈亏平衡。我们预计 2021 年有望为公司贡献收入。根据公司招股说明书中募投项目收益预测，15 家新增门店在合肥、常州、南京预计单店达产平均营收为 4242 万、3908 万、4463 万。考虑以上三地门店历史净利润率有所差异，我们根据 2019 年对应净利率进行测算，15 家门店可在 2021 年起为公司每年贡献营业收入 6.23 亿元，对应可增加净利润 7274 万元。

Figure 36 新开门店盈亏平衡期下降，基本 1 年实现盈亏平衡



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 37 新增门店业绩预测

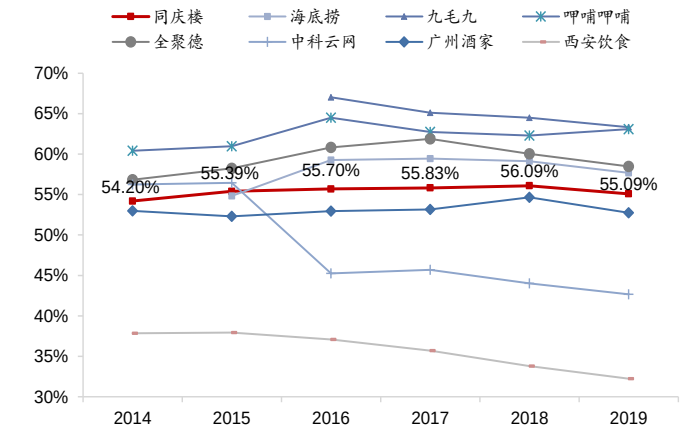
地区	净利润率			新增门店	预计单店营收（万元）	预计贡献收入（万元）	预计贡献利润（万元）
	2017	2018	2019				
合肥	14.8%	16.2%	15.9%	6	4242	25452	4052
南京	18.8%	24.0%	15.4%	3	4463	13389	2057
常州	5.1%	8.6%	5.0%	6	3908	23448	1165
合计				**15**	**12613**	**62289**	**7274**

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

4.3 同行对比：营运能力优秀，盈利能力高于行业平均

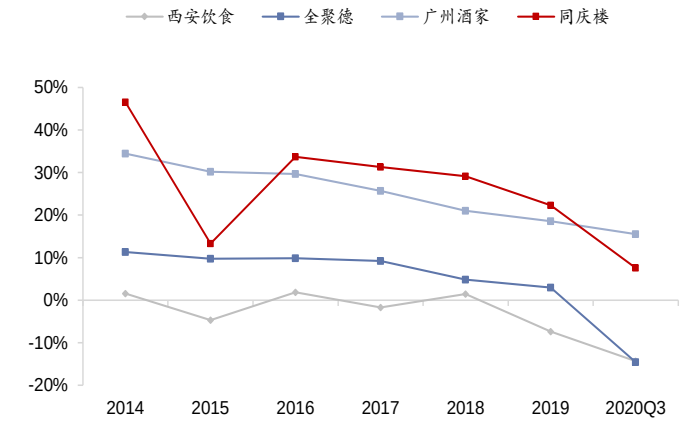
公司盈利能力处于行业中较高水平。对比可比行业竞争对手，同庆楼的餐饮业务毛利率高于西安饮食与广州酒家，低于海底捞等对手餐饮业务毛利率。不同公司之前毛利率的差异主要来自于产品结构的不同、营业成本构成的不同、所处地理位置的不同。公司 2019 年 ROE 为 22.28%，近两年 ROE 下降，但仍处于行业较高水平，领先西安饮食和广州酒家等。公司 ROE 下降主要原因系资产周转率和权益乘数下降所致。

Figure 38 销售毛利率同业对比



资料来源：WInd、世纪证券研究所

Figure 39 公司与可比公司 ROE 对比



资料来源：Wind、世纪证券研究所

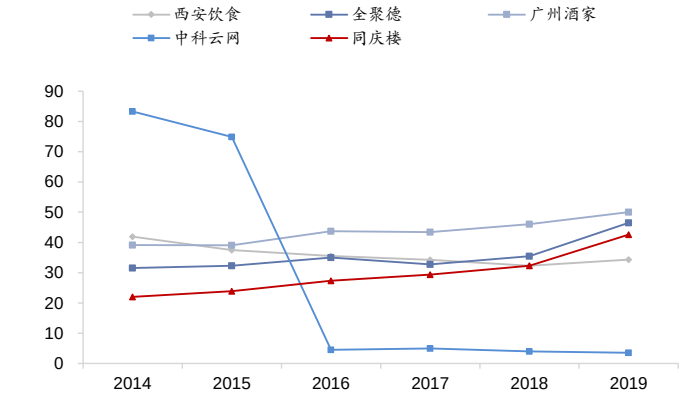
Figure 40 公司 ROE 杜邦分析

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
权益净利率(ROE)(%)	13.29	33.70	31.30	29.12	22.28	7.57
同比增减(%)	-33.23	20.41	-2.40	-2.18	-6.84	
yoy		153.6%	-7.1%	-7.0%	-23.5%	
因素分解：						
销售净利率(%)	2.71	9.72	11.08	13.45	13.51	13.01
净利润/利润总额(%)	50.15	75.44	73.89	74.98	74.58	73.18
利润总额/息税前利润(%)	85.22	96.26	98.86	100.51	102.78	105.00
息税前利润/营业总收入(%)	6.34	13.38	15.17	17.85	17.62	16.93
资产周转率(次)	1.89	1.82	1.73	1.44	1.19	0.47
权益乘数	2.60	1.91	1.63	1.50	1.39	1.25
归属母公司股东的净利润占比(%)	100	100	100	100	100	100

资料来源：Wind、世纪证券研究所

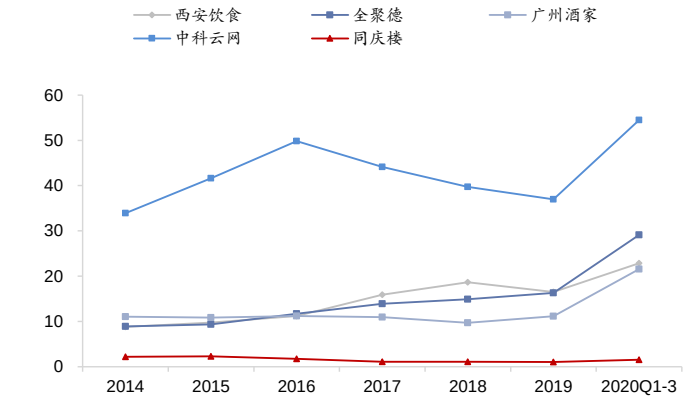
公司应收账款和存货周转率高于可比公司。公司应收账款周转能力较强，2019 年应收账款周转天数仅为 1.02 天，低于同行业上市公司，主要系其他可比上市公司应收账款中除去餐饮消费的客户外，还有金额较大的商超、租赁客户。公司存货周转能力较强，2020 年存货周转天数略有上升，2019 年存货周转天数为 42.59 天，在同行业上市公司仍处于较低水平。

Figure 41 同庆楼存货周转天数（天）对比



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 42 同庆楼应收账款周转天数（天）对比



资料来源：Wind、世纪证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1 关键假设

收入假设：由于 2020 年疫情影响公司营业收入，我们预计公司 2020 年营业收入 12.2 亿元，同比下降 16.6%，预计 2021 年和 2022 年公司分别新开 10 家左右门店，实现营业收入 16.89 亿元和 18.47 亿元，同比增加 38.5%和 9.3%。餐饮业务 2020-2022 年增速分别为-19%，38.9%，7.7%，其中省内收入增长分别为-19.4%、38.0%、7.0%，省外收入增长-19.0%，40.0%、8.5%。其他业务收入受食品、宴会业务产能释放将有较快增长。2020-2022 年增速分别为 14%/35%/25%。

成本费用假设：2020 年受疫情影响，人工和租金等刚性成本占比提升，影响销售费用率和管理费用率。预计 2020-2022 年毛利率分别为 55.3%/55.6%/56.3%；销售费用率分别为 34.2%/34.1%/34%；管理费用率分别为 6.0%/5.0%/5.0%；

Figure 43 同庆楼收入预测拆分

收入成本预测	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元							
营业总收入	1,272.14	1,435.65	1,489.26	1,462.79	1,219.76	1,689.30	1,847.13
yoy	*9.6%*	*12.9%*	*3.7%*	*-1.8%*	-16.6%	*38.5%*	*9.3%*
毛利率%	55.70%	55.83%	56.09%	55.09%	55.3%	55.6%	56.3%
整体收入	1,272.14	1,435.65	1,489.26	1,462.79	1,219.76	1,689.30	1,847.13
餐饮业收入	1,224.56	1,369.28	1,395.01	1,356.47	1,098.66	1,525.82	1,642.77
yoy	*7.8%*	*11.8%*	*1.9%*	*-2.8%*	*-19.0%*	*38.9%*	*7.7%*
省内收入	712.54	777.89	763.89	763.50	615.38	849.23	908.67
yoy	*1.6%*	*9.2%*	*-1.8%*	*-0.1%*	*-19.4%*	*38.0%*	*7.0%*
省外收入	512.02	591.38	631.12	592.98	483.28	676.59	734.10
yoy	17.7%	*15.5%*	*6.7%*	*-6.0%*	*-18.5%*	*40.0%*	*8.5%*
其他业务收入	47.58	66.37	94.25	106.32	121.10	163.48	204.35
yoy	*151.5%*	*39.5%*	*42.0%*	*12.8%*	*13.9%*	*35.0%*	*25.0%*
整体成本	563.60	634.15	653.95	656.90	545.79	749.63	807.40
餐饮业成本	546.32	605.99	621.62	616.53	500.99	689.14	733.83
yoy	*8.9%*	*10.9%*	*2.6%*	*-0.8%*	*-18.7%*	*37.6%*	*6.5%*
省内成本	309.74	331.73	330.61	337.40	273.84	377.91	399.82
yoy	*2.3%*	*7.1%*	*-0.3%*	*2.1%*	*-18.8%*	*38.0%*	*5.8%*
省外成本	236.59	274.26	291.01	279.13	227.14	311.23	334.02
yoy	*15.6%*	*15.9%*	*6.1%*	*-4.1%*	*-18.6%*	*37.0%*	*7.3%*
其他业务成本	17.28	28.17	32.33	40.37	44.81	60.49	73.57
yoy	*68.6%*	*63.0%*	*14.8%*	*24.9%*	*11.0%*	*35.0%*	*21.6%*
整体毛利率	55.70%	55.83%	56.09%	55.09%	55.3%	55.6%	56.3%
餐饮业务	55.39%	55.74%	55.44%	54.55%	54.4%	*54.8%*	*55.3%*
安徽省内	56.53%	57.36%	56.72%	55.81%	*55.5%*	*55.5%*	*56.0%*
安徽省外	53.79%	53.62%	53.89%	52.93%	*53.0%*	*54.0%*	*54.5%*
其他业务	63.89%	57.56%	65.70%	62.03%	*63.0%*	*63.0%*	*64.0%*
整体毛利	708.54	801.49	835.31	805.89	673.97	939.67	1,039.73
餐饮业务	678.24	763.29	773.39	739.94	597.67	836.68	908.94
安徽省内	402.80	446.17	433.28	426.10	341.54	471.32	508.86
安徽省外	275.44	317.12	340.11	313.84	256.14	365.36	400.08
其他业务	30.30	38.20	61.92	65.95	76.29	102.99	130.79

资料来源：Wind，世纪证券研究所

5.2 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.68 亿元/2.29 亿元/2.66 亿

元；EPS 为 0.84 元/股、1.14 元/股、1.33 元/股；对应 PE 分别为 32.1X/23.5X/20.2X。我们选取可比餐饮企业广州酒家、九毛九、呷哺呷哺、海底捞等，以消除疫情影响后的 2021 年作为对比基础，可比公司 PE 区间为 28-52 倍 PE，平均 PE 为 41 倍，公司预测估值低于平均水平。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

Figure 44 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元，CNY）	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002186.SZ	全聚德	11.35	35.01	0.02	0.26	0.72	700.62	43.77	15.84
603043.SH	广州酒家	38.65	156.14	1.06	1.38	1.64	36.34	28.04	23.56
9922.HK	九毛九	18.48	226.96	0.04	0.36	0.53	434.97	51.17	35.04
6862.HK	海底捞	55.40	2,481.09	0.26	1.09	1.43	209.92	50.71	38.66
0520.HK	呷哺呷哺	18.30	167.42	0.03	0.57	0.71	644.31	32.09	25.77
平均				0.28	0.73	1.01	405.23	41.15	27.78
605108.SH	同庆楼	27.80	55.60	0.84	1.14	1.33	32.06	23.50	20.17

资料来源：wind、世纪证券研究所（可比公司预测数据为 wind 一致预期，A 股股价按人民币计价，港股股价按港币计价，汇率按照 1 港币=0.845 人民币换算，以 2020 年 12 月 4 日收盘数据为准）

六、风险提示

门店扩张不及预期。公司未来跨区域快速扩张门店，对公司运营、人力、采购、等都多方面提出更高要求。若公司管理水平的提升不能与门店扩张速度匹配，则可能出现门店管理滞后影响销售，人员不足甚至流失，经营理念不一致，跨区域文化差异对品牌不认可的情形，进而对公司市场形象和经营业绩造成不利影响，从而影响公司的整体盈利能力。

疫情继续扩散。疫情防控对餐饮行业冲击巨大，目前国内疫情防控形势良好，海外疫情控制仍不明朗。若国内局部地区重新出现病例并扩散，将对公司餐饮及宴会业务产生影响，短期对业绩影响较大。

食品安全问题。食品安全问题是餐饮行业的生命线。若由于经营管理不善等因素导致发生食品安全问题，公司品牌和经营业务会受到明显影响。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.99	0.84	1.14	1.33
每股净资产	4.93	5.77	6.91	8.24
每股经营现金流	1.24	1.29	2.44	2.27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	27.21	32.06	23.50	20.17
P/B	198.99	195.54	198.52	186.27
P/S	2.76	3.31	2.39	2.18
EV/EBITDA	-0.81	11.13	6.69	5.79
股息率（%）	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	55.1%	55.3%	55.6%	56.3%
净利润率	13.5%	13.7%	13.5%	14.4%
净资产收益率	20.0%	14.5%	16.6%	16.2%
资产回报率	14.9%	11.7%	12.9%	12.9%
投资回报率	17.3%	11.6%	14.7%	14.1%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-1.8%	-16.6%	38.5%	9.3%
EBIT 增长率	-12.9%	-21.7%	52.5%	14.5%
净利润增长率	-1.4%	-15.1%	36.4%	16.5%
偿债能力指标				
资产负债率	25.9%	19.9%	21.9%	20.1%
流动比率	1.33	2.07	2.67	3.47
速动比率	0.99	1.73	2.33	3.12
现金比率	0.79	1.52	2.14	2.93
经营效率指标（%）				
应收帐款周转天数	1.00	1.02	1.01	1.02
存货周转天数	50.07	50.07	50.07	50.07
总资产周转率	1.10	0.85	0.95	0.90
固定资产周转率	9.42	38.00	-11.06	-6.02

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1463**	**1220**	**1689**	**1847**
营业成本	657	546	750	807
毛利率%	55.1%	55.3%	55.6%	56.3%
营业税金及附加	4	4	5	5
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	500	417	576	628
营业费用率%	34.2%	34.2%	34.1%	34.0%
管理费用	72	73	84	92
管理费用率%	4.9%	6.0%	5.0%	5.0%
研发费用	1	1	1	1
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用	-4	-7	-13	-20
财务费用率%	-0.3%	-0.6%	-0.7%	-1.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	**0**	**0**	**0**	**0**
营业利润	263	285	307	358
营业外收支	**2**	**-60**	**0**	**0**
利润总额	265	225	307	358
所得税	67	57	78	91
有效所得税率%	25.4%	25.5%	25.5%	25.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	**198**	**168**	**229**	**267**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	198	168	229	267
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	105	145	206	175
非经营收益	-8	-25	0	0
营运资金变动	-46	-29	53	12
经营活动现金流	**249**	**257**	**488**	**454**
资产	-225	-133	-128	-104
投资	0	0	0	0
其他	7	34	34	34
投资活动现金流	**-218**	**-99**	**-94**	**-70**
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-1	0	0	0
融资活动现金流	**-1**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**30**	**158**	**394**	**384**

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	270	429	822	1206
应收款项	4	3	5	5
存货	90	75	103	111
其它流动资产	90	76	97	103
流动资产合计	455	583	1026	1425
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	155	32	-153	-307
在建工程	352	452	502	502
无形资产	155	194	252	336
非流动资产合计	876	856	744	639
资产总计	**1330**	**1439**	**1770**	**2064**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	155	129	177	191
预收账款	30	26	35	38
其它流动负债	156	127	173	182
流动负债合计	341	282	384	411
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债总计	**345**	**286**	**388**	**415**
实收资本	150	150	150	150
归属于母公司所有者权益	986	1153	1382	1649
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	**1330**	**1439**	**1770**	**2064**

数据来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。