

# 同庆楼 (605108.SH)

## 短期直营模式承压，跟踪需求转暖信号

优于大市

### 核心观点

公司2024年单三季度收入下降1.23%，利润承压微利。2024Q3公司实现收入5.9亿元/-1.23%，归母净利润0.02亿元/-95.74%，扣非净利润微利。2024Q1-3公司收入18.65亿元/+10.81%，归母净利润0.83亿元/-58.92%，扣非净利润0.76亿元/-52.51%。整体上业绩承压，主要系：1) 去年回补性宴会释放叠加今年消费环境有所回落，公司同店收入下滑；2) 公司今年进入快速扩张周期，新店爬坡延长扰动短期利润率表现；3) 财务费用增加。

同店收入双位数回落仍与2019年基本持平，新店贡献增量收入但拖累利润。

1) 前三季度公司可比门店(2022年底之前开业的门店)较2023年下降13.42%，前期一季度增长6.2%、上半年下降5.5%，据此估算单三季度下降接近3成。三季度本身系经营淡季，去年回补性婚宴释放，今年回归以升学宴和包厢为主，表现增速较上半年进一步走弱，但与2019年基本持平。2) 2024年公司提速直营扩张，年初计划新增门店面积26万m<sup>2</sup>，较2023年的实际开店面积翻倍以上，前三季度实际已开22万m<sup>2</sup>，新店贡献营业收入3.57亿元，但爬坡期亏损约3000万左右，估算单三季度亏损约1000万。季末非流动性资产占比87%，重资产属性较为显著，当下需求环境加大业绩波动。

快速扩张期资本开支加大，财务费用增加，短期现金流承压。过往公司经营现金流良好，有息负债率水平维持低位。今年以来提速扩店，公司前三季度资本开支约9亿元，季末长期借款从去年底的1.6亿元增加至6.3亿元，由此带来前三季度财务费用较同比增加近2000万元。Q3末公司流动性资产6亿，流动性负债12亿，预计后续更多借助项目贷等缓解财务压力。

短期直营模式仍有压力，继续跟踪需求转暖信号。四季度旺季预计仍然面临高基数压力，且新店开业爬坡拖累与财务费用扰动仍在。目前我们初步观测到一些积极信号，一方面今年上半年合肥结婚对数同比增长7.3%，结合6-12个月的婚宴预定周期预计后续不排除逐步释放，同时明年“双春年”农俗效应不排除能够带动婚宴举办；Q3末公司其他应付款(主要系订餐押金)2.3亿元/+6.9%，较二季度转正；另一方面，若后续促消费政策持续发力，对宴请等需求带动也值得期待。整体而言，公司为正餐宴会细分赛道龙头，今年直营大店提速扩张战略受制于需求冲高回落以及部分农俗偏好走弱趋势，短期观察公司在经营承压下如何平衡扩张与流动性压力，同时跟踪行业需求转暖信号以及门店经营拐点，如若需求回暖则直营模式利润弹性也较为可观。

**风险提示：**同店恢复不及预期，新店爬坡不及预期，异地验证不及预期。

**投资建议：**参考去年与今年一季度公司良好经营趋势，我们4月底曾假设同店平稳增长且新店稳步爬坡释放利润；但二季度以来宴会与包厢宴请等需求相对承压，同店开始双位数下滑；而加速扩张期公司刚性成本提升放大对业绩端的负面扰动，短期尚未出现非常明确的拐点。基于此，我们较4月底盈利预测下调公司门店收入增速与利润率假设(详见正文表格)，进而下调2024-2026年归母净利润至1.38/2.80/3.84亿元(此前为3.38/4.30/5.37亿元)，动态PE为40/20/15x。公司为正餐宴会细分赛道龙头，但今年直营大店提速扩张战略受制于需求冲高回落以及部分农俗偏好走弱趋势，短期需要观察公司在经营承压下如何平衡扩张与流动性压力；后续如若促消费政策持续发力后需求回暖，则直营模式利润弹性也较为可观，静待门店经营表现拐点，维持中线“优于大市”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.45元
总市值/流通市值	5577/5577百万元
52周最高价/最低价	34.65/15.32元
近3个月日均成交额	59.08百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《同庆楼(605108.SH)-回补需求有效承接，提速拓店蓄势未来》——2024-04-27
- 《同庆楼(605108.SH)-单四季度业绩增长靓丽，期待2024年异地验证表现》——2024-01-18
- 《同庆楼(605108.SH)-明年主业拓展目标积极，期待旺季表现》——2023-12-02
- 《同庆楼(605108.SH)-高基数下收入维持良好增长，新店与新业务拓展致利润下滑》——2023-10-31
- 《同庆楼(605108.SH)-回购彰显公司信心，基本面良好趋势持续验证》——2023-09-28

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,670	2,401	2,591	3,242	3,889
(+/-%)	3.9%	43.8%	7.9%	25.1%	20.0%
净利润(百万元)	94	304	138	280	384
(+/-%)	-35.0%	224.9%	-54.5%	102.5%	37.0%
每股收益(元)	0.36	1.17	0.53	1.08	1.48
EBIT Margin	7.1%	15.2%	9.0%	12.8%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	4.7%	13.6%	5.9%	11.1%	13.7%
市盈率 (PE)	59.6	18.3	40.3	19.9	14.5
EV/EBITDA	32.4	15.1	18.5	12.3	9.8
市净率 (PB)	2.81	2.49	2.39	2.20	1.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

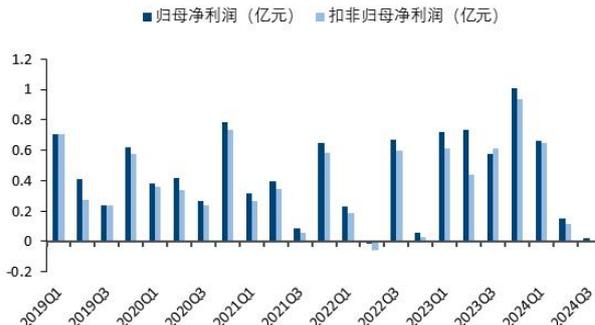
**公司 2024 年单三季度收入下降 1.23%，利润承压微利。**2024Q3 公司实现收入 5.9 亿元/-1.23%，归母净利润 0.02 亿元/-95.74%，扣非净利润微利。2024Q1-3 公司收入 18.65 亿元/+10.81%，归母净利润 0.83 亿元/-58.92%，扣非净利润 0.76 亿元/-52.51%。整体上业绩承压，主要系：1) 去年回补性宴会释放叠加今年消费环境有所回落，公司同店收入下滑；2) 公司今年进入快速扩张周期，新店爬坡延长扰动短期利润率表现；3) 财务费用增加。

图1：同庆楼 2019 年以来逐季收入



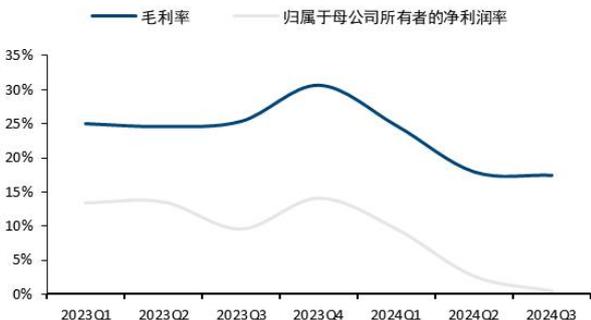
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：同庆楼 2019 年以来归母净利润及扣非净利润



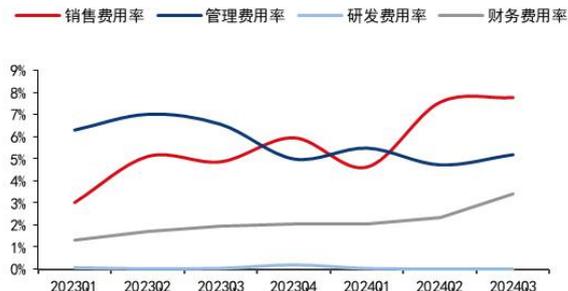
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：同庆楼毛利率与归母净利率表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：同庆楼期间费用率表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**同店收入双位数回落仍与 2019 年基本持平，新店贡献增量收入但拖累利润。**1) 前三季度公司可比门店（2022 年底之前开业的门店）较 2023 年下降 13.42%，前期一季度增长 6.2%、上半年下降 5.5%，据此估算单三季度下降接近 3 成。三季度本身系经营淡季，去年回补性婚宴释放，今年回归以升学宴和包厢为主，表现增速较上半年进一步走弱，但与 2019 年基本持平。2) 2024 年公司提速直营扩张，年初计划新增门店面积 26 万 $m^2$ ，较 2023 年的实际开店面积翻倍以上，前三季度实际已开 22 万 $m^2$ ，新店贡献营业收入 3.57 亿元，但爬坡期亏损约 3000 万左右，估算单三季度亏损约 1000 万。季末非流动性资产占比 87%，重资产属性较为显著，当下需求环境加大业绩波动。

**快速扩张期资本开支加大，财务费用增加，短期现金流承压。**过往公司经营现金流良好，有息负债率水平维持低位。今年以来提速扩店，公司前三季度资本开支约 9 亿元，季末长期借款从去年底的 1.6 亿元增加至 6.3 亿元，由此带来前三季度财务费用较同比增加近 2000 万元。Q3 末公司流动性资产 6 亿，流动性负债 12 亿，预计后续更多借助项目贷等缓解财务压力。

**短期直营模式仍有压力，继续跟踪需求转暖信号。**四季度旺季预计仍然面临高基数压力，且新店开业爬坡拖累与财务费用扰动仍在。目前我们初步观测到一些积极信号，一方面今年上半年合肥结婚对数同比增长 7.3%，结合 6-12 个月的婚宴预定周期预计后续不排除逐步释放，同时明年“双春年”农俗效应不排除能够带动婚宴举办；Q3 末公司其他应付款（主要系订餐押金）2.3 亿元/+6.9%，较二季度转正；另一方面，若后续促消费政策持续发力，对宴请等需求带动也值得期待。整体而言，公司为正餐宴会细分赛道龙头，今年直营大店提速扩张战略受制于需求冲高回落以及部分农俗偏好走弱趋势，短期观察公司在经营承压下如何平衡扩张与流动性压力，同时跟踪行业需求转暖信号以及门店经营拐点，如若需求回暖则直营模式利润弹性也较为可观。

**风险提示：**同店恢复不及预期，新店爬坡不及预期，异地验证不及预期。

**投资建议：**参考去年与今年一季度公司良好经营趋势，我们 4 月底曾假设同店平稳增长且新店稳步爬坡释放利润；但二季度以来宴会与包厢宴请等需求相对承压，同店开始双位数下滑；而加速扩张期公司刚性成本提升进一步加剧对业绩端的负面扰动，短期尚未出现非常明确的拐点。基于此，我们较 4 月底盈利预测下调公司门店收入增速与利润率假设（详见下表）。

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 25.9/32.4/38.9 亿元，同比分别 +8%/+25%/+20%，收入绝对值较此前下调幅度为 15%/17%/17%。具体看餐饮酒楼、富茂酒店、食品业务三大类业务（业务拆分仅供参考）：

1) 餐饮酒楼：最新预测基于今年同店承压下行但明后年逐步企稳大、但新店爬坡期延长等假设，我们预计 2024-2026 年餐饮酒楼收入分别为 15.0/17.5/19.9 亿元，同比分别 -0.5%/+17%/+14%，绝对值较此前预测下调 17%/19%/21%，主要考虑酒楼异地扩张竞争力差异。

2) 宾馆业务：最新预测考虑今年富茂快速拓展，基于明后年需求端企稳假设，兼顾宾馆业态渐进开放节奏，预计未来 3 年收入增速分别为 +32%/+46%/+32%，绝对值较此前预测下调 17%/15%/11%，主要延长新富茂爬坡以及放缓存量店增速。

3) 食品业务：公司食品业务仍在初步发展中，最新预测未来 3 年食品业务收入增长分别为 55%/35%/30%，结合前三季度实际完成情况，收入绝对值较此前下修 13%/18%/21%。

**盈利能力：**考虑直营店人工、租金、折摊等刚性成本，我们下修毛利率 5.4/3.2/3.1pct 至 21%/24%/25%，上修财务费率与销售费率、下修管理费率（费用管控良好），最终归母净利率下修 4.7/2.4/1.6pct 至 5.3%/8.6%/9.9%。

综合上述，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润至 1.38/2.80/3.84 亿元（此前为 3.38/4.30/5.37 亿元），动态 PE 为 40/20/15x。公司为正餐宴会细分赛道龙头，但今年直营大店提速扩张战略受制于需求冲高回落以及部分农俗偏好走弱趋势，短期需要观察公司在经营承压下如何平衡扩张与流动性压力；后续如若促消费政策持续发力后需求回暖，则直营模式利润弹性也较为可观，静待门店经营表现拐点，维持中线“优于大市”评级。

表1: 公司业绩拆分预测变动 (拆分系估算数据, 仅供参考)

	目前预测			较 2024 年 4 月底预测变动		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1、餐饮酒楼总收入	1,498	1,749	1,994	-17%	-19%	-21%
2、富茂酒店	598	872	1,148	-17%	-15%	-11%
3、食品业务	260	351	456	-13%	-18%	-21%
4、其他业务	236	270	290	0%	0%	0%
总收入	2,591	3,242	3,889	-15%	-16%	-17%
毛利率	21%	24%	25%	-5%	-3%	-3%
财务费用率	2%	2%	1%	1%	0%	0%
销售费用率	6%	5%	5%	1%	1%	1%
管理费用率	5%	5%	5%	-1%	-1%	-1%
归母净利润	5%	9%	10%	-5%	-2%	-2%

资料来源: 国信证券经济研究所整理估算

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
605108.sh	同庆楼	21	56	1.17	0.53	1.08	1.48	18.3	40.3	19.9	14.5	优于大市
603043.sh	广州酒家	16	90	0.97	1.08	1.23	1.39	16	15	13	11	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	411	122	120	121	121	营业收入	1670	2401	2591	3242	3889
应收款项	69	99	107	134	161	营业成本	1364	1762	2057	2470	2920
存货净额	99	115	137	191	226	营业税金及附加	5	8	13	16	19
其他流动资产	102	165	151	203	245	销售费用	65	116	153	175	206
<b>流动资产合计</b>	<b>761</b>	<b>502</b>	<b>515</b>	<b>649</b>	<b>753</b>	管理费用	115	147	132	162	194
固定资产	1184	2034	2896	3149	3261	研发费用	2	3	2	2	3
无形资产及其他	205	305	483	555	622	财务费用	26	43	58	53	46
投资性房地产	751	1142	1142	1142	1142	投资收益	10	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>2902</b>	<b>3984</b>	<b>5037</b>	<b>5495</b>	<b>5778</b>	其他收入	19	68	(2)	(2)	(3)
短期借款及交易性金融负债	56	192	620	625	501	营业利润	124	397	181	369	505
应付款项	155	315	180	521	653	营业外净收支	(1)	1	0	0	0
其他流动负债	267	379	424	418	495	<b>利润总额</b>	<b>123</b>	<b>398</b>	<b>181</b>	<b>369</b>	<b>505</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>478</b>	<b>887</b>	<b>1224</b>	<b>1563</b>	<b>1650</b>	所得税费用	30	94	43	88	121
长期借款及应付债券	0	165	765	665	565	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	437	691	710	733	761	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>94</b>	<b>304</b>	<b>138</b>	<b>280</b>	<b>384</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>437</b>	<b>856</b>	<b>1475</b>	<b>1398</b>	<b>1326</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>916</b>	<b>1743</b>	<b>2699</b>	<b>2961</b>	<b>2976</b>	净利润	94	304	138	280	384
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1986	2241	2338	2534	2802	折旧摊销	82	119	212	278	323
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2902</b>	<b>3984</b>	<b>5037</b>	<b>5495</b>	<b>5778</b>	公允价值变动损失	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	26	43	58	53	46
每股收益	0.36	1.17	0.53	1.08	1.48	营运资本变动	(34)	26	(87)	225	133
每股红利	0.28	0.09	0.16	0.32	0.44	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	7.64	8.62	8.99	9.75	10.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>141</b>	<b>449</b>	<b>262</b>	<b>780</b>	<b>838</b>
ROIC	4%	11%	5%	8%	11%	资本开支	0	(962)	(1250)	(600)	(500)
ROE	5%	14%	6%	11%	14%	其它投资现金流	459	80	0	0	0
毛利率	18%	27%	21%	24%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>459</b>	<b>(881)</b>	<b>(1250)</b>	<b>(600)</b>	<b>(500)</b>
EBIT Margin	7%	15%	9%	13%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	20%	17%	21%	22%	负债净变化	0	165	600	(100)	(100)
收入增长	4%	44%	8%	25%	20%	支付股利、利息	(73)	(22)	(42)	(84)	(115)
净利润增长率	-35%	225%	-55%	103%	37%	其它融资现金流	(298)	(141)	427	5	(123)
资产负债率	32%	44%	54%	54%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(444)</b>	<b>145</b>	<b>986</b>	<b>(179)</b>	<b>(338)</b>
股息率	1%	0%	1%	2%	2%	<b>现金净变动</b>	<b>156</b>	<b>(288)</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>
P/E	59.6	18.3	40.3	19.9	14.5	货币资金的期初余额	254	411	122	120	121
P/B	2.8	2.5	2.4	2.2	2.0	货币资金的期末余额	411	122	120	121	121
EV/EBITDA	32.4	15.1	18.5	12.3	9.8	企业自由现金流	0	(537)	(946)	219	371
						权益自由现金流	0	(513)	37	83	113

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032