

# 同庆楼（605108.SH）

## 2025年婚宴需求有望反弹，公司门店扩张望迎收获期

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：曾光 0755-82150809  
证券分析师：钟潇 0755-82132098  
证券分析师：张鲁 010-88005377  
证券分析师：杨玉莹

### ◆ 社会服务 · 酒店餐饮

zengguang@guosen.com.cn  
zhongxiao@guosen.com.cn  
zhanglu5@guosen.com.cn  
yangyuying@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980511040003  
执证编码：S0980513100003  
执证编码：S0980521120002  
执证编码：S0980524070006

### 事项：

**经营回顾：**不断突围的老字号民企，近两年行业需求与投资节奏变化下业绩经历从顶峰到谷底。公司系大型宴会兼日常宴请区域餐饮龙头民企，多次关键期迭代升级门店。2013年后抵抗住“限三公”低迷周期，2014年起升级为一站式宴会服务，稳扎稳打下经营现金流良好；2020年起重点投资富茂模型、资本开支扩大。2023年回补性婚宴释放下业绩创新高；2024年受制于农俗偏好走弱行业需求冲高回落，叠加公司处于快速扩张周期，前三季度收入+11%，归母净利润-59%，短期经营与现金流承压。

**最新跟踪：**初步跟踪2025年婚宴需求有望反弹，同时预计公司更加平衡投资节奏。目前包厢与宴会各占收入近半，宴会利润贡献更大。今年上半年合肥结婚对数同比增长7.3%，叠加明年“双春年”农俗效应，结合婚宴6-12个月预定周期不排除带动需求回暖。从公司报表看，三季度末其他应付款（主要系订餐押金）2.3亿元/+6.9%，增速较二季度转正。此外，若后续政策持续发力，家庭聚餐、商务宴请等需求好转也值得期待。公司公开投资者交流表示会适当控制投资节奏，我们预计明年资本开支回落有望为存量门店利润释放提供基础。

**未来展望：**如若需求回暖，公司门店扩张望逐步迎收获期。1、2019年存量店经营相对平稳。结合公司公告，即使在行业低迷期，前三季度存量门店收入依然和2019年接近，同时公司努力控成本维持盈利能力。2、新店是利润弹性核心所在。①2020-2024年公司新开传统店型店约19家、16万 $m^2$ ，加快异地份额扩张。近两年行业基数波动较大，明年需求回暖至相对正常有望为门店异地验证提供良好的观测窗口期。若简单按照2019年坪效计算，对应成熟期利润有望达约1.2亿元。②富茂酒店发展思路为先巩固合肥基本盘再布局长三角重点城市，适时开展轻资产加盟扩张。2024年底公司富茂酒店预计在营10个，其中安徽8个，上海、杭州布局首店，全部开出后估算总面积超40万 $m^2$ ，对标旗舰店滨湖富茂坪效并根据三大品牌盈利能力差异计算成熟期有望贡献2.8亿元左右利润。该模式投资与运营壁垒高，竞争力占优，参考相似的白金汉爵酒店，长三角布局门店11家，单店面积7-20万 $m^2$ ，2018年其9店总营业额超20亿元。3、财务费用：今年前三季度公司财务费用增加至4800万，预计更平衡的扩张节奏下后续财务费用增长相对可控。

**投资建议：**公司系大型餐饮区域龙头民企，积极迭代门店经营模型向外扩张，近两年行业需求与投资节奏变化加大业绩波动。展望后续，中性假设经营环境改善，新店在今年基准上爬坡，维持2024-2026年归母净利润预测为1.38/2.80/3.84亿元，动态PE为48/23/17x；乐观条件下若经营环境显著改善，新模式与异地门店验证顺利，新店利润释放节奏贴近存量店平均水平，估算2025-2026年净利润可达3.44/4.81亿元，当前股价对应动态PE为19/14x。作为A股稀缺餐饮成长标的，公司上市以来当年平均估值在20-35x区间范围，目前估值处于相对低位，更积极的促消费与生育友好政策有望对情绪形成支撑，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**消费环境不及预期，新店爬坡不及预期，财务费用控制不及预期。

## 评论：

### ◆ 经营回顾：不断突围的老字号，近两年经营业绩经历从顶峰到谷底

公司系大型宴会兼日常宴请区域餐饮龙头民企。1、2004 年公司创始人中标“同庆楼”品牌，由此开启老字号走出芜湖，逐步在安徽、江苏扩张的焕新之路。2、公司经营大本营在合肥，当地高新技术产业群积极发展带动经济活力显著提升，常住人口数量与居民消费能力持续增长，结婚人数增长相对好于全国大盘。

图1：安徽、江苏人均 GDP 增速与全国对比

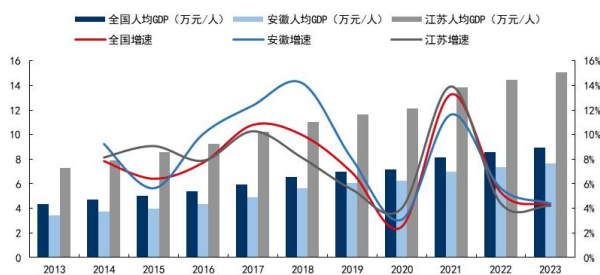
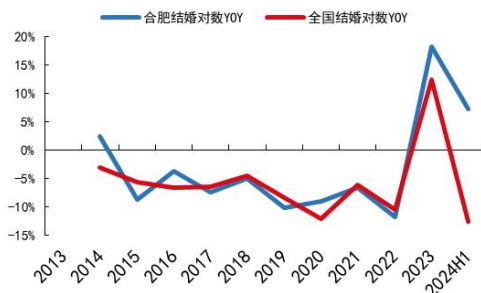


图2：合肥与全国结婚对数趋势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**关键期门店多次迭代升级。**①公司定位更偏大众消费属性，追求丰俭由人，2013年后相对抵抗住“限三公”的低迷周期；②2014年底起在传统的宴会服务基础上升级为一站式服务，较快形成了当地婚宴市场的品牌龙头优势，并逐步拓展其他喜宴；2017-2019年延伸出玫瑰庄园、Palace 定位高端婚礼品牌，稳步扩张。③2020年7月成功上市，此后重点投资富茂宾馆模型，投资运营壁垒更高，重视提升宴会竞争力，为后续在异地扩张蓄力。

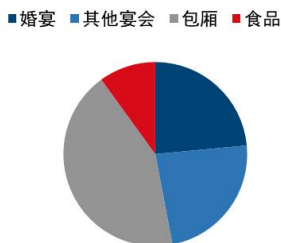
图3：同庆楼业务变化



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**目前包厢与宴会各占收入近半，预计宴会利润贡献更大。**目前收入贡献：估算宴会、包厢、食品三大业务分别占比 47%/43%/10%，其中预计婚宴占宴会收入的 4-5 成，并有望逐步提升。**目前利润率对比：**宴会（婚宴）>小家宴）>包厢>食品。

图4: 各项业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 不同宴会季节性



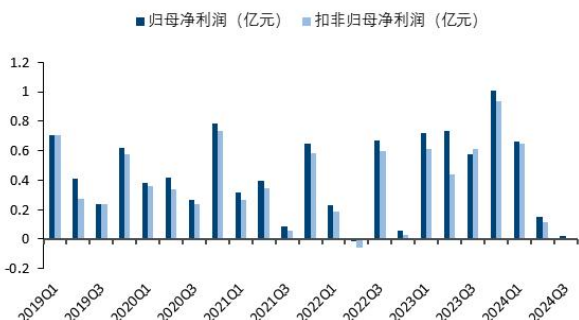
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**宴会业务:** 婚宴低频、高客单（如单桌 2500 对应人均 250 元）、相同定位下日期选择先于价格，计划生产提升时间和空间效率（提前 6-12 个月预订），相应毛利率更高；剩余一站式婚庆部分定价约 2-4 万元，受竞争扰动更大，在预售时期或淡旺季呈现较大价格弹性。婚宴行业相对分散（估算同庆楼在布局最密集的城市渗透率也仅 10-20%），因婚俗差异尚未出现全国性龙头，本身进入门槛不高，不同玩家涉足致行业竞争加剧，但后续若想做大规模则对物业获取、旺季集中交付与稳定出品有更高要求，考验公司供应链与资源调配能力，预计行业下行期后头部份额有望提升；除婚宴外，公司业务延伸至十大喜宴、商务会议等以提升产能利用率。**包厢业务:** 2017-2019 年公司包厢业务客单价约 130 元，平均翻台率约 0.8 次/天，周末、节假日尤其年夜饭为用餐高峰期，对应利润率低于宴会，更注重交通停车便捷性与店内环境。

**近两年经营业绩经历从顶峰到谷底。** 2023 年回补性婚宴释放，业绩创新高。2024 年受制于行业需求冲高回落及农俗偏好走弱，前三季度公司收入+11%，归母净利润-59%，短期经营与现金流承压；前三季度可比门店（2022 年底之前开业的门店）较 2023 年下降 13.42%。

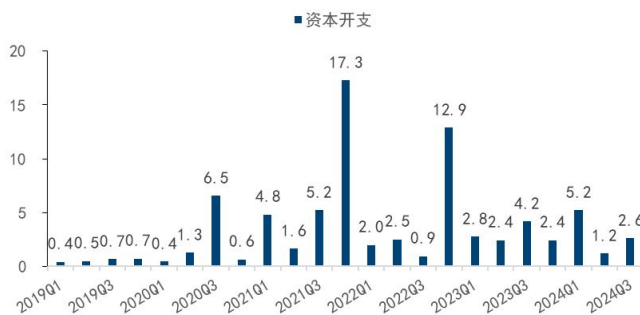
**快速扩张期资本开支加大，财务费用增加，短期现金流承压。** 过往公司经营现金流良好，有息负债率水平维持低位。近两年公司提速扩店，尤其富茂模式投入资金相对较大，2024 年前三季度资本开支约 9 亿元，季末长期借款从去年底的 1.6 亿元增加至 6.3 亿元，由此带来前三季度财务费用较同比增加近 2000 万元。Q3 末公司流动性资产 6 亿，流动性负债 12 亿，预计后续更多借助项目贷等缓解财务压力。

图6: 归母业绩情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 资本开支情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 经营展望：如若需求回暖，公司门店扩张望逐步迎收获期

初步跟踪明年婚宴预订需求有望回暖，政策持续发力或也可带动包厢业务。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。从公司报表来看，Q3 末公司其他应付款（主要系订餐押金）2.3 亿元/+6.9%，增速较二季度实现转正。考虑促内需成为国内经济增长的重要抓手，若后续促消费政策持续发力，对商务宴请等需求带动也值得期待。

接下来我们主要针对市场关注点进行探讨：

1、过往存量店收入相对平稳，公司努力控成本维持盈利能力

存量店收入在外围环境相对低迷时仍然整体平稳。回溯 2016-2017 年，2017-2018 年，2018-2019 年公司同店收入表现，整体相对稳定。其中 2019 年受宏观环境下行等因素影响同店略-2.88%，总体仍较平稳，且合肥核心门店同比仍增长。2018-2019 年公司归母业绩在 2 个亿左右，扣非业绩各 1.95、1.79 亿元（2019 年有新开店等因素影响）。结合公司三季报公告，即使在 2024 年行业低迷期，前三季度公司存量门店收入表现依然和 2019 年接近。

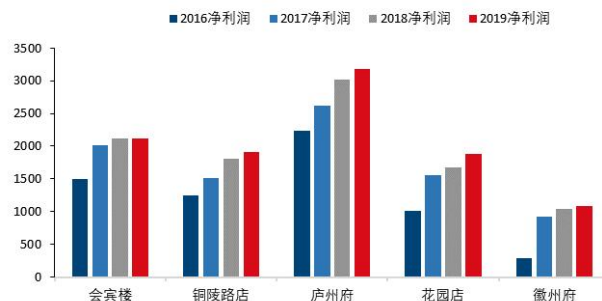
考虑原材料、人员工资等增长可能对利润端带来扰动，公司积极通过门店更新、客户管理（开源），菜单结构调整、灵活用工（节流）等改善存量门店利润率表现。一方面，公司根据原材料成本变化灵活调整菜单，2019 年同口径毛利率预计相对稳定，近几年一直稳定在 50-55%；同时通过厨房变革设计、前台作业流程调整让人员效率更高。另一方面，公司注重数字化转型，使用灵活用工管理软件有效控制人工成本；自研 CRM 系统覆盖订单从线索获取、持续追踪、成交全流程，从婚宴延伸到其他人生礼宴、提升用户复购。

图8：同庆楼同店收入相对平稳



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司合肥核心门店净利润相对稳定



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、疫后传统店型以合肥外拓展为主，明年正常经营年份是门店异地验证的良好观测窗口期

结合官方公众号信息，2020-2024 年公司新增餐饮酒楼门店约 15-20 家，其中合肥外城市新店数量占比超 8 成，异地经营表现成为市场核心关注点。结合前述，近两年行业基数波动相对较大，若明年需求回暖至相对正常年份有望为门店异地验证提供良好的观测窗口期。

仅就目前信息来看，我们可观测异地门店在 2019 年的表现提供借鉴。公司较早走出合肥跨省布局，省外收入与毛利占近半壁江山。2009 年起布局南京、无锡、常州、芜湖等城市，各地婚俗存在差异，2019 年省外收入与毛利占比均超 4 成。2019 年超半数合肥外门店单平净利润超公司平均水平（800 元/m²/年），南京百年、常州奥体店表现突出，单平净利润接近突破 1000 万。

考虑公司在合肥当地的品牌竞争力带来的议价能力，省外市场盈利能力相对有所不及。但我们认为伴随省

外城市加密，公司门店间在人员调配上有望更为灵活，同时公司通过开设旗舰大店及依托成熟的数字化营销与销售系统（根据市场需求灵活调整活动力度）有望逐步扩大品牌影响力，凭性价比定位（同档次更具性价比）、良好的餐饮基础与标准化一站式宴会服务能力有望在异地扩张中获得份额。

表1: 2017-2019 年合肥之外门店利润表现

门店名称	面积	2017 净利润	2018 净利润	2019 净利润	2017 净利润/㎡	2018 净利润/㎡	2019 净利润/㎡	2019 净利率	省份城市
金宝街店	1164	259	223	238	2223	1920	2046	13%	北京市
南京百年	6229	1373	1312	1016	2205	2106	1632	22%	南京市
珠江路店	4277	660	590	631	1542	1380	1475	18%	南京市
溧阳天目路店	2124	298	292	273	1402	1376	1287	15%	溧阳市
红山路店	3967	748	639	476	1884	1611	1200	17%	南京市
北京普天	2300	240	276	270	1044	1199	1176	15%	北京市
芜湖奥体店	3100	216	310	351	695	1001	1131	17%	芜湖市
常州奥体店	17571	-480	1927	1671	-273	1097	951	17%	常州市
赣山西路店	4686	658	575	426	1404	1227	910	17%	芜湖市
江溪路店	4800	599	667	426	1248	1390	887	12%	无锡市
公司平均水平					<b>718</b>	<b>903</b>	<b>800</b>		
玫瑰庄园	8902	-287	666	477	-322	748	535	12%	芜湖市
太湖餐饮	9322	60	-34	308	64	-37	330	11%	无锡市
常州宝龙店	4680	330	340	128	705	726	274	5%	常州市
常州吾悦店	4644	391	215	103	843	464	222	4%	常州市
安镇店	4000	162	176	87	405	441	218	4%	无锡市
鼓楼店	3116	115	76	57	369	242	183	3%	南京市
华夏路店	7000	12	146	82	18	208	117	3%	无锡市

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：其中蓝色底纹门店为合肥外、安徽省内门店

若按照 2019 年坪效（净利润/经营面积）计算，2020-2024 年新开门店成熟期对应净利润如下表：

表2: 餐饮酒楼成熟期净利润贡献测算

	存量及新店数量	总面积（万㎡）	单店面积（万㎡）	坪效假设（元/㎡）	假设成熟期门店净利润（万元）
2019（存量）	46	24.1	0.5	744	17887
2020	1	0.5	0.5	744	372
2021	2	0.9	0.5	744	669
2022	3	3.3	1.1	744	2454
2023	6	5.9	1.0	744	4422
2024（含拟开业）	7	5.6	0.8	744	4184

资料来源：公司公告，公司官方公众号，国信证券经济研究所整理 注：门店面积系官方公众号整理，仅供参考

### 3、富茂模式打开长期叙事空间

富茂宾馆目前分为三大品牌，富茂大饭店、富茂花园、富茂国际，各自侧重点如下。

表3: 富茂三大品牌类型

品牌	配套	定位	面积	发展规划	代表案例
富茂大饭店	大型餐饮宴会配套客房	全服务豪华	6-10 万㎡	针对五星以上酒店市场	滨湖富茂、高新富茂、肥西富茂
富茂花园	大型餐饮宴会配套客房	全服务休闲度假	3-4 万㎡	城市微度假，城郊结合部，周边有公园和绿化的配套	北城富茂、安庆富茂
富茂国际	大型餐饮宴会配套客房，减少客房数量及其他基础配套	中高档有限服务	1.5-3 万㎡	租赁发展为主，未来考虑加盟（希望 3-5 年 50-100 家）	上海富茂、杭州富茂、阜阳富茂

资料来源：公司公告，公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

富茂模式是以餐饮为主（占比超 70%）全服务酒店的全新探索。地产下行期物业空置增加，且业主（包括地方政府、房地产公司等）对资产收益要求提升，高端酒店行业面临重塑趋势，给予公司快速低成本扩张

机遇。同时，已有的富茂模型表明，新增配套客房，一方面助力餐标提升，另一方面通过会议活动提升周一到周五宴会厅利用率，综合餐饮分部坪效有望在大餐饮中领先。考虑大店对选址拿地能力、运营管理要求更强，存在投资与经营壁垒，有助于强化公司门店竞争力。

富茂酒店发展思路为先巩固合肥基本盘再布局长三角重点城市，适时开展轻资产加盟扩张。2024年底公司富茂酒店预计在营10个，其中安徽8个，上海、杭州布局首店，全部开出后估算总面积超40万m<sup>2</sup>，对标旗舰店滨湖富茂坪效并根据三大品牌盈利能力差异计算成熟期有望贡献2.8亿元左右利润。

表4: 富茂业绩估算

门店名称	开业时间	面积	物业	假设收入(亿元)	假设净利润(亿元)	假设净利率	城市	品牌
1、滨湖富茂	2020年10月	近9万m <sup>2</sup>	自有	3.0	0.65	22%	安徽合肥	富茂大饭店
2、瑶海富茂	2021年10月	4万m <sup>2</sup>	自有	1.4	0.25	18%	安徽合肥	富茂大饭店
3、北城富茂	2023年1月	3万m <sup>2</sup>	自有	0.9	0.17	18%	安徽合肥	富茂花园
4、阜阳富茂	2023年10月	1.8万m <sup>2</sup>	租赁	0.5	0.07	15%	安徽阜阳	富茂国际
5、高新富茂	2024年1月	6.5万m <sup>2</sup>	自有	2.2	0.48	22%	安徽合肥	富茂大饭店
6、肥西富茂	2024年1月	8.6万m <sup>2</sup>	自有	2.9	0.64	22%	安徽合肥	富茂大饭店
7、安庆富茂	2024年5月	3.1万m <sup>2</sup>	自有	1.0	0.14	15%	安徽安庆	富茂花园
8、上海富茂	预计2024年底	1.5万m <sup>2</sup>	租赁	0.4	0.06	15%	上海	富茂国际
9、杭州富茂	预计2024年底或次年初	2.7万m <sup>2</sup>	租赁	0.7	0.11	15%	浙江杭州	富茂国际
10、铜冠富茂	预计2024年底或次年初	4万m <sup>2</sup>	租赁	1.4	0.25	18%	安徽合肥	富茂国际

资料来源: 公司公告, 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

该模式投资与运营壁垒高, 竞争力占优, 此前与富茂类似的白金汉爵模式已在多地得到验证。香港汉爵国际酒店管理集团创立于1997年, 目前在苏浙沪皖四大区域市场拥有酒店约11家, 旗下门店大多经营面积超7万m<sup>2</sup>, 每平米投资额上万元。以上海店为例, 酒店配套686间客房、30个餐饮包厢、8个厅。根据公司官网介绍, 2018年旗下9家门店总营业额约超20亿元, 单店营业额超2亿元。

图10: 白金汉爵门店分布

酒店名称	面积(万平方米)	投资额(亿元)
浙江慈溪	9	-
浙江杭州	17	25
浙江平湖	7	-
江苏苏州吴中	7	-
江苏苏州相城	7	8
江苏常州	18	-
江苏南京	20	20
江苏无锡	7	-
安徽芜湖	6	-
安徽合肥	12	-
上海闵行	10	-

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图11: 白金汉爵门店分布



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议

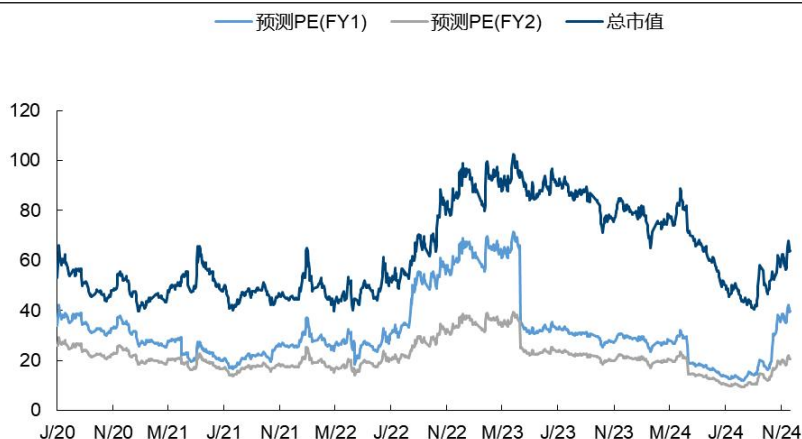
公司系大型餐饮区域细分龙头, 积极迭代门店经营模型向外扩张, 近两年行业需求与投资节奏变化加大业绩波动。展望后续, 中性假设新店在今年基准上逐步爬坡, 维持2024-2026年归母净利润预测为1.38/2.80/3.84亿元, 动态PE为48/23/17x; 乐观假设下若经营环境显著改善、新开异地门店贴近存量店此前平均爬坡水平, 估算2025-2026年净利润可达3.44/4.81亿元, 当前股价对应动态PE为19/14x, 作为A股稀缺餐饮成长标的, 公司上市以来当年平均估值在20-35x区间内, 更积极的促消费与生育友好政策有望对情绪形成支撑, 维持“优于大市”评级。

表5: 同庆楼各项业务预测假设与业绩弹性

	悲观			中性			乐观		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
<b>2019年存量门店</b>									
收入假设	1,340	1,444	1,484	1,410	1,488	1,530	1,424	1,533	1,576
净利润假设	121	130	148	127	149	168	128	161	181
<b>新增酒楼门店</b>									
收入假设	291	499	737	324	555	818	327	666	941
净利润假设	3	35	59	10	44	74	10	57	89
<b>富茂门店</b>									
收入假设	538	763	976	598	847	1,085	604	1,059	1,356
利润假设	38	92	127	55	111	151	60	148	210
<b>食品业务</b>									
收入假设	255	316	411	260	351	456	265	386	502
净利润假设	(7)	2	8	(5)	4	18	(5)	8	25
<b>总收入预测</b>	2,424	3,022	3,607	2,591	3,242	3,889	2,620	3,644	4,375
<b>归母净利润预测</b>	116	225	315	138	280	384	145	344	481

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

图12: 同庆楼股价走势及复盘



资料来源: 公司公告、wind 等, 国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告:

- 《同庆楼 (605108.SH) -短期直营模式承压, 跟踪需求转暖信号》 ——2024-10-29
- 《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

## 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	2058	2470	2921
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	246	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>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>916</b>	<b>1743</b>	<b>2699</b>	<b>2961</b>	<b>2976</b>		2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	94	304	138	280	384
股东权益	1986	2241	2338	2534	2802	资产减值准备	0	0	0	0	0
<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>	折旧摊销	82	119	212	278	323
						公允价值变动损失	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	26	43	58	53	46
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(34)	26	(87)	225	133
每股收益	0.36	1.17	0.53	1.08	1.48	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.28	0.09	0.16	0.32	0.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>141</b>	<b>449</b>	<b>262</b>	<b>780</b>	<b>838</b>
每股净资产	7.64	8.62	8.99	9.75	10.78	资本开支	0	(962)	(1250)	(600)	(500)
ROIC	4%	11%	5%	8%	11%	其它投资现金流	459	80	0	0	0
ROE	5%	14%	6%	11%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>459</b>	<b>(881)</b>	<b>(1250)</b>	<b>(600)</b>	<b>(500)</b>
毛利率	18%	27%	21%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	15%	9%	13%	14%	负债净变化	0	165	600	(100)	(100)
EBITDA Margin	12%	20%	17%	21%	22%	支付股利、利息	(73)	(22)	(42)	(84)	(115)
收入增长	4%	44%	8%	25%	20%	其它融资现金流	(298)	(141)	427	5	(123)
净利润增长率	-35%	225%	-54%	102%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(444)</b>	<b>145</b>	<b>986</b>	<b>(179)</b>	<b>(338)</b>
资产负债率	32%	44%	54%	54%	51%	<b>现金净变动</b>	<b>156</b>	<b>(288)</b>	<b>(2)</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>
股息率	1%	0%	1%	1%	2%	货币资金的期初余额	254	411	122	120	121
P/E	70.3	21.6	47.6	23.5	17.1	货币资金的期末余额	411	122	120	121	121
P/B	3.3	2.9	2.8	2.6	2.3	企业自由现金流	0	(537)	(946)	219	371
EV/EBITDA	37.4	17.2	20.8	13.7	11.0	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±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±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