

## 方正证券研究中心

商业旅游行业分析师：陈翀

TEL: (86571) 87782131

E-mail: chencong@foundersec.com

联系人：傅敏

TEL: (86731) 85832274

E-mail: fumin@foundersec.com

### 历史表现



### 股票数据

|         |                |
|---------|----------------|
| 总股本（万股） | 14156          |
| 流通股（万股） | 5413           |
| 第一大股东   | 北京首都旅游集团有限责任公司 |

### 盈利预测

|          | 09E   | 10E  | 11E   |
|----------|-------|------|-------|
| 每股收益（元）  | 0.63  | 0.70 | 0.80  |
| 每股净资产（元） | 5.11  | 5.81 | 6.61  |
| 净利润（亿元）  | 0.89  | 0.99 | 1.13  |
| 市盈率      | 49.56 | 44.6 | 39.03 |

# 异地拓展模式仍在积极探索

## 全聚德 (002186) 调研简报

公司研究·分析报告  
2009.09.08

旅游业

我们于近期调研了全聚德，与公司高管进行了深入交流。

### 投资要点

#### 异地拓展模式仍在积极探索

除了上海店之外，公司直营的其余外地门店表现平淡。公司认为其主要原因有三点：一是相对于北京、上海等少数城市来讲，其他城市的大型活动较小、高档餐饮的市场容量相对有限；二是全聚德作为以传统京味菜品为主的餐馆，口味上与当地消费者之间存在一定的距离；三是品牌认知上仍有所欠缺，需要公司在品牌推广上进一步加强。

对于在异地展店的模式（是选择某个区域市场集中开店，还是先在省会城市和经济活跃城市都开出门店），公司仍在探索之中。除此之外，公司还在探索体外培育的模式，即在开店初期由加盟商投资、连锁经营公司进行业务辅导，并在合同中约定：度过培育期后，公司可选择购回门店作为直营店。

在确定了以直营连锁为主导、特许连锁为辅助的经营策略后，公司也将尽力控制直营店和加盟店的比例，并根据市场情况逐渐推进直营店的拓展。上半年公司新开出了郑州店，目前还有河北的一个项目储备。新开的顺义店以及贵阳店（均为加盟店），也签署了相应的条款，未来有可能作为加盟店转自营店的试点。在交流中公司高管也强调，虽然安装了收银系统、派驻了人员，但对加盟店经营过程中的一些细节仍无法完全掌握，体外培育目前还处在探索的初期。

#### 在京门店 7、8 月份同比增幅大于上半年

7、8 月份北京旅游市场出现恢复，这也使得公司门店的可比增速较上半年略有加快。受益于后奥运因素，亚运村店上半年收入约 3300 万元，增幅为所有门店之最。新开的双榆树店目前也达到了每日 8—9 万元的营业额，预计明年可以开始盈利。西翠路店、鸿坤店（未并表）、双井店及国门店目前也都处于盈利状态。

三家主力门店和平门店、前门店和王府井店，上半年分别实现营业收入 1.1 亿元、7600 万元和 6700 万元，表现基本正常。考虑到三季度以来出现的同比增长加快的情况，预计三季度公司业绩表现将好于预期，全年经营状况将超出之前的目标

目前公司已经严格要求装修按照 10 年寿命操作，而在装修费用的会计处理上只有 5 年摊销时间，因此部分门店（包括前门店、王府井店等）的装修费用摊销结束后会在账面上增加一定的利润。

### 望京店争取于明年春节前开业

选址确定在福码大厦之后，公司积极推进望京店的进度，目前已经开始做物业的防水施工。为缩短培育期，公司与业主签订了浮动的房租，房租将与门店的收入直接挂钩，而且是先有收入后交房租。门店也沿用了此前租户的部分设备，在一定程度上减少了投资成本。

公司表示，新开全聚德门店的覆盖半径约为 3 公里，因此随着北京城市规模的不断扩大，北京市场完全可以满足每年新开 1—2 家门店的速度。并且，在西城区、石景山区等区域内，目前也没有全聚德门店，公司正在积极寻找合适的物业以进入这些门店。

除望京店外，明年五一前公司将开出四川饭店新街口店，店内将设置一层楼经营全聚德。

### 旗下其他品牌表现相对较弱

参股的聚德华天旗下门店上半年表现不错，我们分析主要是因为这部分门店的消费特征为本地居民的日常消费，并未受到旅游市场或者商务活动变化的影响。公司旗下的仿膳、四川饭店收入有所下降，而丰泽园由于摊销增大、房租增加等原因，利润表现不如去年。

### 整合集团餐饮业务尚无进展

公司高管介绍，要进一步增持聚德华天股权的难度很大，而集团旗下另一连锁餐饮品牌东来顺的盈利状况也并不如想象中的那么好。从长远来看，首旅集团内的板块整合是大方向，但目前尚无进展。

### 外延发展是企业的主要目标

目前餐饮市场的年增长约为 18%，如果单纯依靠内涵增长，公司的发展速度很难超过这个数字。而公司力争通过主动努力，以内涵+外延的模式，获得超过 20% 的年均增长速度。

预计 2009 年至 2011 年，公司分别实现净利润 0.89 亿元、0.99 亿元和 1.13 亿元，EPS 分别为 0.63 元、0.70 元和 0.80 元。我们暂不对公司进行评级。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；

中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

**行业投资评级的说明：**

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；

中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

**特别声明与免责条款：**

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

|         | 长沙                                                              | 杭州                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）                           | 浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）                                   |
| 电话：     | (86731)85832274                                                 | (86571) 87782600                                                |
| 传真：     | (86731)85832380                                                 | (86571) 87782600                                                |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |