

# 湘鄂情 (002306) 定价报告

连锁餐饮行业的明日之星

合理定价区间

22.05-24.50 元

消费品 / 餐饮服务

2009 年 11 月 10 日

## 投资要点:

- 公司是一家提供融湘鄂情特色菜品与湘鄂情特色服务为一体的餐饮服务企业,是国内连锁餐饮 20 强之一。目前公司已经形成了以粤菜、湘菜、鄂菜为主,以淮扬菜、鲁菜为辅的复合菜系,通过长期经营积累了一大批稳固的客户群。
- 截至 09 年中期公司共拥有直营店 14 家,加盟店 9 家,其中的 12 家位于北京,北京成为公司最重要的经营区域和收入利润来源。公司股权结构呈现多元化,其中高级管理人员基本都持有公司股份。
- 餐饮行业与百姓生活密切相关,属于永远存在需求的行业。随着生活节奏的加快以及人均可支配收入的提高,人们外出就餐的频率明显提高,这促使整体餐饮零售额呈现明显的快速增长态势。而随着信息化以及整体经营理念的提升,我国餐饮连锁发展趋势明显。2003-2007 年连锁餐饮企业门店数年复合增长率为 28.7%,营业收入年复合增长率则高达 30.18%。
- 公司近几年营业收入保持稳定增长态势,毛利率水平逐步提升。由于新开门店数量较多,公司的三项费用率保持较高水平,一定程度上制约了其净利润的增长。随着募集资金的投入,公司近几年仍将大规模资本投资,期间费用率将保持稳定。
- 公司行业特殊,目前上市公司中可以公司相媲美的只有全聚德(002186),全聚德 2009 年动态 PE 为 51 倍,2010 年动态 PE 为 45 倍。我们给予公司 2009 年 45-50 倍的动态 PE,相应的合理价位在 22.05-24.50 元。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利收<br>益率<br>(%) |
|-------|--------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2008  | 61,177       | 18.37      | 6,379       | 9.06       | 0.32       |            |            |                  |
| 2009E | 75,990       | 24.21      | 7,467       | 17.06      | 0.37       |            |            |                  |
| 2010E | 94,549       | 24.42      | 9,863       | 32.09      | 0.49       |            |            |                  |
| 2011E | 117,980      | 24.78      | 12,929      | 31.09      | 0.65       |            |            |                  |

| 发行数据       | 2008       |
|------------|------------|
| 发行前股本(万股)  | 15,000     |
| 发行数量(万股)   | 5,000      |
| 发行价格(元)    | 18.90      |
| 发行前 EPS(元) | 0.43       |
| 发行后 EPS(元) | 0.32       |
| 发行每股净资产(元) | 1.62       |
| 发行日期       | 2009-11-3  |
| 上市日期       | 2009-11-11 |
| 主承销商       | 招商证券       |

分析师: 吴雁

TEL: (8621)6336 7000-263

FAX: (8621)6337 3209

Email: wuy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

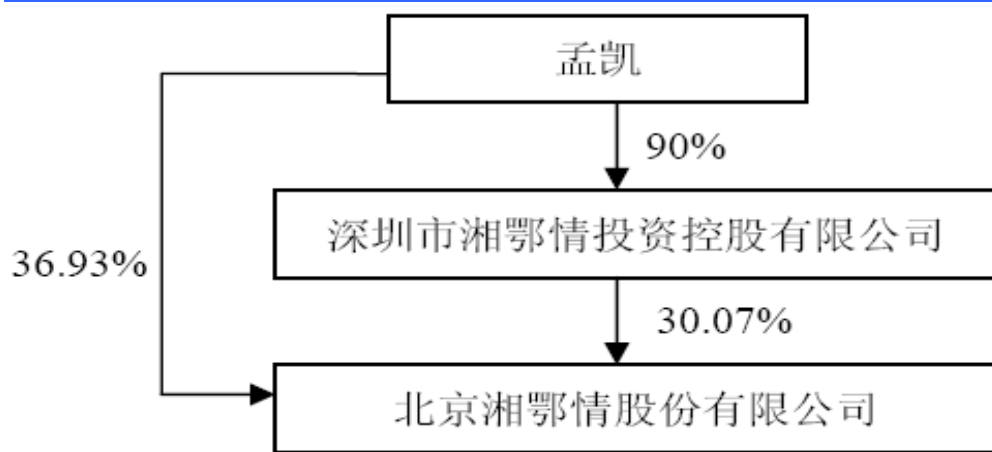
(邮编 200002)

## 1、公司简介

北京湘鄂情股份有限公司（以下简称公司）是一家提供融湘鄂情特色菜品与湘鄂情特色服务为一体的餐饮服务企业，是国内连锁餐饮 20 强之一。公司主要客户为中高端公务、商务宴请，并兼顾家庭消费群体。截至 09 年中期公司共拥有直营店 14 家，加盟店 9 家，其中 12 家位于北京。北京成为公司最重要的经营区域和收入利润来源。目前公司已经形成了以粤菜、湘菜、鄂菜为主，以淮扬菜、鲁菜为辅的复合菜系，通过长期经营积累了一大批稳固的客户群。

公司股权结构呈多元化，孟凯先生为公司的控股股东和实际控制人，合计持有公司 67% 的股份，同时公司的中高级管理人员基本都持有公司股份。

图 1：公司股权结构图

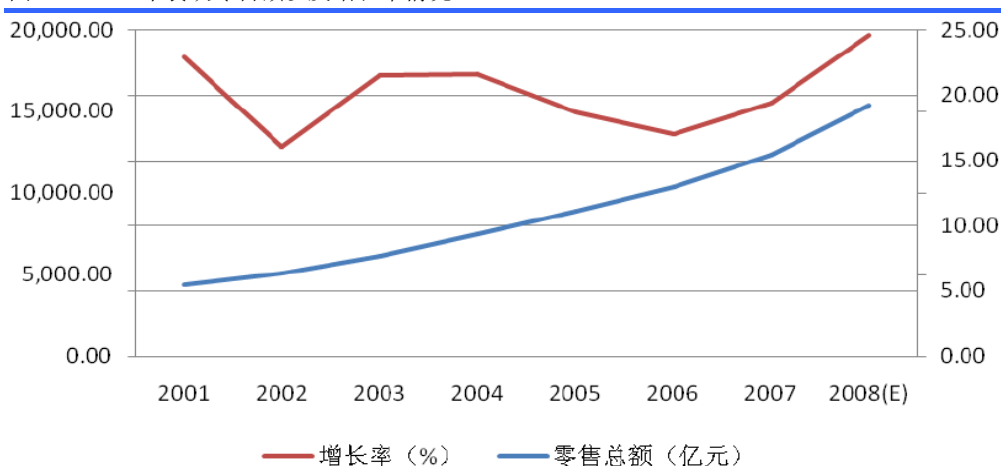


数据来源：公司招股说明书

## 2、餐饮服务行业概况

餐饮行业与百姓生活密切相关，一日三餐是每天的必须，所以餐饮行业属于永远存在需求的行业。随着生活节奏的加快以及人均可支配收入的提高，人们外出就餐的频率明显提高，近几年餐饮消费零售额呈现明显的快速增长态势，且增速高于社会消费零售总额的增速 2 个百分点左右。

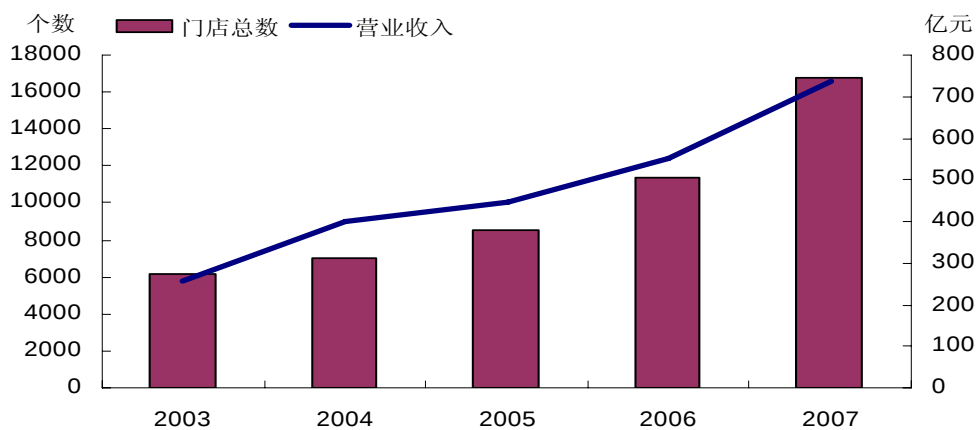
图 2：01-08 年餐饮零售额以及增长率情况



数据来源：公司招股说明书

虽然我国餐饮市场需求巨大，但我国地域广阔、地区差异大，各地的风俗习惯以及饮食偏好都不尽相同，这导致了多元化的就餐需求以及各种餐饮业态同步发展的局面。随着信息化以及整体经营理念的提升，我国餐饮连锁发展趋势明显。2003-2007 年连锁餐饮企业门店数年复合增长率为 28.7%，营业收入年复合增长率则高达 30.18%。

图 3：03-07 年我国连锁餐饮门店数以及营业收入变化



数据来源：公司招股说明书

随着国民经济的发展以及居民购买力的增强，我国餐饮消费将持续保持旺盛增长态势，公务活动、商务活动、居民消费将成为带动餐饮消费的动因。而消费升级将使餐饮摆脱原仅仅满足温饱的概念，讲究品牌、突出文化、追求个性化将是未来餐饮企业体现竞争力的着眼点。

表 1：主要餐饮连锁品牌概览

| 品牌   | 经营范围  | 品牌   | 经营范围 |
|------|-------|------|------|
| 永和豆浆 | 早餐、快餐 | 马兰拉面 | 中式快餐 |
| 小肥羊  | 火锅    | 大娘水饺 | 中式快餐 |
| 一茶一坐 | 港式茶餐厅 | 肯德基  | 西式快餐 |
| 全聚德  | 特色酒楼  | 麦当劳  | 西式快餐 |
| 味千拉面 | 日式快餐  | 德克士  | 西式快餐 |
| 湘鄂情  | 特色酒楼  | 俏江南  | 特色酒楼 |
| 丽华快餐 | 中式快餐  | 真功夫  | 中式快餐 |

数据来源：东北证券金融与产业研究所

### 3、公司经营分析

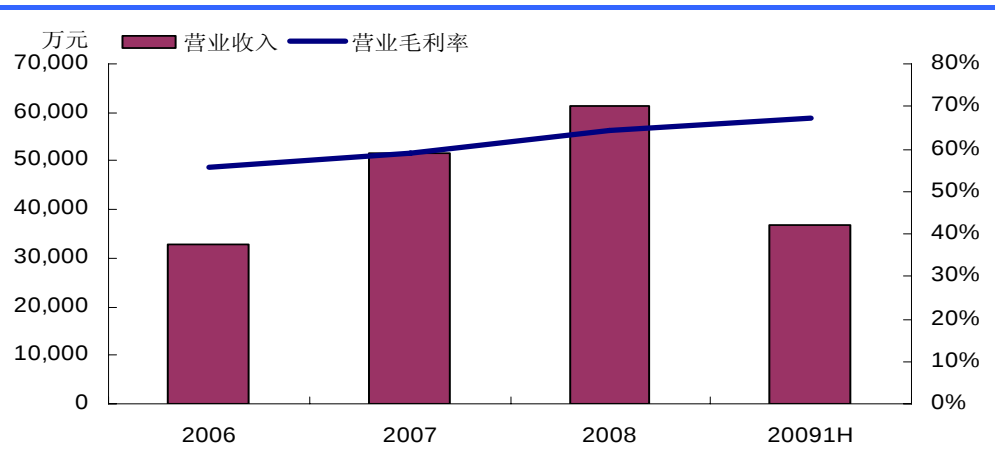
#### 3.1 公司行业地位

公司雏形于荆楚大地，起步于深圳特区，发展于首都北京。经过 10 年的发展，公司已经拥有 14 家直营门店、9 家连锁加盟店，年营业收入规模达到 6 亿元。公司“湘鄂情”商标被认定为中国驰名商标，05 年进入中国餐饮百强企业名单，特色酒楼类排名第 16 位。公司在北京、武汉、长沙、深圳等地区的中高端公务、商务餐饮市场占有重要地位，是具有持续稳健发展能力的复合菜系特色酒楼。

#### 3.2 公司财务分析

公司 06-08 年营业收入保持稳定增长，毛利率水平明显提升，主要是随着物价指数上涨，公司在 08 年上半年对菜品进行了两次提价，主要菜品价格上涨约 20%。09 年随着物价的回落，公司原材料采购价格普遍下降，进一步提升了公司的毛利率水平。09 年 1H 公司实现营业收入 3.67 亿元，主营毛利率达到 67.3%，较 08 年提升近 3 个百分点。

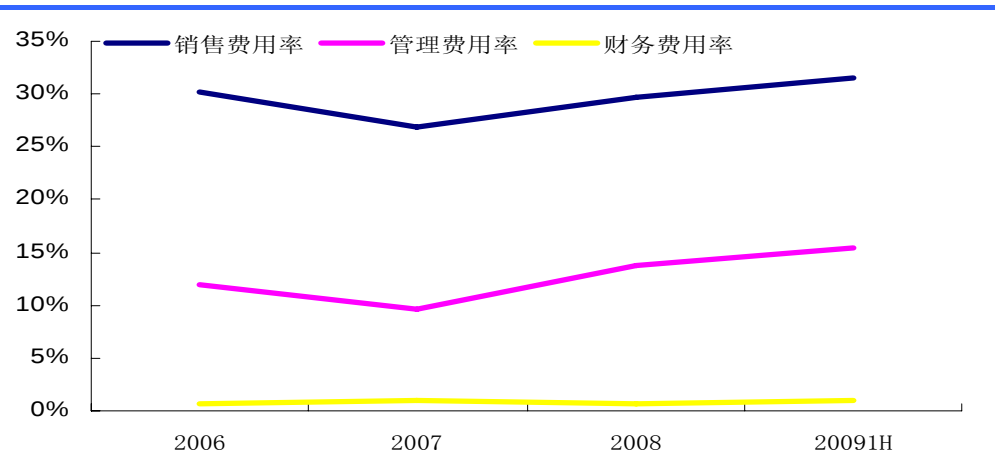
图 4：公司近 3 年 1 期营业收入与毛利率变化



数据来源：公司招股说明书，东北证券金融与产业研究所

近 3 年公司的销售费用率与财务费用率较高，主要是由于公司处于扩张期，新设直营店带来租赁费用以及折旧费用的增加，同时随着人员的增多，人工成本也逐年增加，新店开办费、酒楼装修费用摊销等费用也同步增长。我们预计未来 3 年公司仍将继续新设连锁直营门店，所以公司两项费用率将保持稳定。而随着上市获得募集资金，公司的财务费用率有望有所下降。

图 5：公司近 3 年 1 期三项期间费用率变化



数据来源：公司招股说明书，东北证券金融与产业研究所

08-09 年公司相继新开了太原店、大成路店、朝阳门店、雨花店以及国宾店，这些新门店盈利周期一般在 1 年左右，09-10 年公司营业收入将继续保持稳健增长。同时随着发行上市公司计划在西安、武汉、郑州和呼和浩特新开门店，这些新开门店将有力推动公司未来的营业增长。

图 6：公司门店情况概览

| 项 目   | 开业时间         | 2009 年 1-6 月 | 2008 年    | 增长      | 2007 年    | 增长      | 2006 年    |
|-------|--------------|--------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|
| 定慧寺店  | 1999 年 9 月   | 6,767.78     | 12,606.34 | -4.51%  | 13,201.63 | 16.30%  | 11,351.84 |
| 西单店   | 2003 年 11 月  | 4,703.12     | 8,913.76  | 3.39%   | 8,621.22  | 29.39%  | 6,662.88  |
| 西南四环店 | 2004 年 11 月  | 1,915.81     | 3,465.66  | -4.52%  | 3,629.58  | 16.23%  | 3,122.77  |
| 中轴路店  | 2006 年 9 月   | 3,710.04     | 7,305.40  | 18.45%  | 6,167.51  | 672.50% | 798.38    |
| 志新桥店  | 2006 年 3 月   | 1,371.09     | 2,601.97  | 13.87%  | 2,285.10  | 90.22%  | 1,201.31  |
| 北四环店  | 2007 年 9 月收购 | 2,668.05     | 5,292.21  | 272.38% | 1,421.19  | -       | -         |
| 武汉店   | 2006 年 3 月   | 4,181.86     | 8,286.92  | 17.97%  | 7,024.57  | 85.38%  | 3,789.33  |
| 长沙店   | 2002 年 9 月   | 1,516.43     | 3,453.45  | -17.51% | 4,186.42  | -8.31%  | 4,566.04  |
| 株洲店   | 2007 年 3 月   | 1,356.62     | 2,930.48  | 12.66%  | 2,601.13  | -       | -         |
| 菁英汇店  | 2005 年 1 月   |              | -         | -       | 1,139.81  | 113.47% | 533.94    |
| 华侨村店  | 2006 年 1 月   |              | -         | -       | 598.14    | -6.89%  | 642.41    |
| 太原店   | 2008 年 5 月   | 1,438.83     | 1,051.72  | -       | -         | -       | -         |
| 大成路店  | 2008 年 8 月   | 2,508.41     | 2,340.56  | -       | -         | -       | -         |
| 朝阳门店  | 2008 年 8 月   | 1,960.33     | 1,063.13  | -       | -         | -       | -         |
| 雨花店   | 2008 年 9 月   | 726.31       | 349.65    | -       | -         | -       | -         |
| 国宾馆   | 2009 年 4 月   | 1,295.42     |           |         |           |         |           |
| 合计    |              | 36,120.10    | 59,661.25 | 17.27%  | 50,876.30 | 55.73%  | 32,668.90 |

数据来源：公司招股说明书

#### 4、公司募投资金投向分析

公司本次计划公开发行为 5000 万股，募集资金 4.6 亿元，拟投入包括定慧寺总店改造、绿色食品配送基地与食品加工配送中心、连锁拓展以及人力资源培训基地等 4 个项目。

表 2：公司募集资金投向概览

| 项目名称             | 投资总额（万元）  | 募集资金使用金额（万元） |
|------------------|-----------|--------------|
| 定慧寺店改扩建项目        | 2,980.63  | 2,980.63     |
| 绿色食品配送基地项目       | 3,000.00  | 3,000.00     |
| 食品加工配送中心（中央厨房）项目 | 7,300.00  | 7,300.00     |
| 人力资源培训基地项目       | 3,020.00  | 3,020.00     |
| 新建北京朝阳门店项目       | 3,626.00  | 3,626.00     |
| 新建西安南二环店项目       | 7,980.00  | 7,980.00     |
| 新建郑州黄河路店项目       | 5,000.00  | 5,000.00     |
| 新建武汉三阳路店项目       | 8,300.00  | 8,300.00     |
| 新建呼和浩特呼伦贝尔北路店项目  | 2,180.00  | 2,180.00     |
| 新建北京南三环路店        | 2,600.00  | 2,600.00     |
| 总计               | 45,986.63 | 45,986.63    |

数据来源：公司招股说明书

从募集资金投向来看，公司此次主要是一方面进一步完善原料供给和物流配送，另一方面进一步扩张营业网点，提升市场影响力。我们认为连锁业态的基础就在于物流配送体系，公司目前在北京有 9 家直营店、3 家加盟店，是公司主要的收入和利润来源。通过中央厨房的建设，公司可以大大加强对北京门店的后台支持，从而降低运营成本。公司还将建设绿色蔬菜、禽肉供应基地，提高原材料的质量并降低采购成本。

公司拟利用募集资金新建西安、郑州、呼和浩特以及武汉 4 家直营店，通过此举公司将进入前三个城市的餐饮市场并增强武汉餐饮市场，对公司 2010-2011 年的营收利润产生贡献。

## 5、盈利预测与估值

根据我们的模型预测，公司 2009-2011 年的摊薄后的每股收益将分别达到 0.37 元、0.49 元和 0.65 元，3 年平均营业收入增速达到 24.47%，归属母公司净利润平均增速为 26.74%。

公司行业特殊，目前上市公司中可以公司相媲美的只有全聚德（002186），全聚德 2009 年动态 PE 为 51 倍，2010 年动态 PE 为 45 倍。

公司 2010、2011 年募集资金投入后，连锁经营的增长性优良。我们给予公司 2009 年 45-50 倍的动态 PE，相应的合理价位在 22.05-24.50 元。

表 3：公司利润表预测

| 报告参数 单位：万元 | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入       | 61,177 | 75,990 | 94,549 | 117,980 |
| 营业成本       | 21,820 | 25,748 | 31,928 | 39,591  |
| 营业税金及附加    | 3,366  | 4,179  | 5,200  | 6,489   |
| 主营业务利润     | 35,991 | 46,063 | 57,421 | 71,900  |
| 销售费用       | 18,137 | 23,177 | 28,837 | 35,984  |
| 管理费用       | 8,444  | 11,399 | 14,182 | 17,697  |
| 财务费用       | 453    | 684    | 473    | 354     |
| 资产减值损失     | 104    | 0      | 0      | 0       |
| 公允价值变动损益   | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 投资收益       | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 营业利润       | 8,853  | 10,803 | 13,929 | 17,865  |
| 营业外收支净额    | 135    | 0      | 0      | 0       |
| 利润总额       | 8,988  | 10,803 | 13,929 | 17,865  |
| 所得税        | 2,274  | 3,025  | 3,761  | 4,645   |
| 净利润        | 6,714  | 7,778  | 10,168 | 13,220  |
| 少数股东权益     | 335    | 311    | 305    | 291     |
| 归属母公司净利润   | 6,379  | 7,467  | 9,863  | 12,929  |
| 每股收益（元）    | 0.319  | 0.373  | 0.493  | 0.646   |

数据来源：东北证券金融与产业研究所

### **投资评级说明:**

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益  $\pm 5\%$  之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

### **郑重声明:**

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我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。我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。本报告版权归我公司所有。

### **东北证券股份有限公司金融与产业研究所**

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209