

全聚德 (002186)

餐饮/餐饮旅游

发布时间: 2012-11-08

报告类型 / 公司深度报告

谨慎推荐

首次覆盖

“品牌” + “资本” 双轮驱动，业绩增长可期

报告摘要:

- 我国餐饮业发展日趋成熟，增长势头不减，整体水平提升，企业品牌竞争和文化培养力度加强，文化内涵多元和内在含量积累的影响更加突出，行业发展和企业竞争进入全面提升阶段。作为餐饮业的龙头企业，公司最大的核心竞争力在于在市场竞争中品牌优势凸显。公司利用“中华老字号”得天独厚的品牌效应，在顾客和潜在顾客的心智中建立了良好的品牌和认知，目前公司已初步形成了多品牌互动经营的良好局面。
- 公司餐饮主业稳健增长。公司地处北京，具有广阔的市场优势，北京地区餐饮业的良好增长态势有利于公司餐饮主业的长期稳健发展。公司自组建集团以来，打破传统餐饮业单店经营模式，率先在国内引进连锁经营理念，公司一直实行“直营连锁为主，特许连锁为辅”的连锁化发展战略。公司计划未来几年每年新增一到两家直营门店之外，积极拓展加盟和“三合一”模式店收购，以实现在低风险前提下门店扩张，保证餐饮业务平稳较快发展。
- 公司商品零售业务规划“十二五”期间将从 3 亿元增加到 10 亿元。公司计划 2012 年加大力度发展食品业，推进仿膳食品公司和三元金星公司扩建与改造工程，公司将成立新的食品销售公司，制定和实施新的政策与机制，全力开拓食品零售市场，计划新开 10 家特色食品专卖店（专柜）。我们认为，商品销售业务将成为公司未来业绩增长的亮点。
- 公司投资策略：作为餐饮业的龙头企业，公司核心竞争力在于显著的品牌优势，公司已建立较为完整的产业链，餐饮主业发展稳健，商品销售业务发展迅速，将成为公司未来业绩增长的亮点。公司未来将做大做强餐饮主业，加大力度发展商品销售业务，同时加快资本运作步伐。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 1.22 元、1.34 元和 1.47 元，公司目前股价 32.34 元，对应 PE27 倍、24 倍、22 倍，首次给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：风险提示：原材料及人工成本上涨、食品安全、餐饮业竞争激烈等。

股票数据

2012/11/7

收盘价(元)	32.34
12个月股价区间(元)	25.23 ~ 35.98
总市值(百万元)	4,578
总股本(百万股)	142
A股(百万股)	142
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	0

历史收益率曲线



相关报告

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouli@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,339	1,802	1,987	2,183	2,385
(+/-)%	11%	35%	10%	10%	9%
归属母公司净利润	100	129	173	190	208
(+/-)%	19%	29%	34%	10%	9%
每股收益 (元)	0.71	0.91	1.22	1.34	1.47
市盈率	45.30	35.18	26.51	24.13	22.00
市净率	6.08	5.64	4.78	4.08	3.52
净资产收益率 (%)	13.4%	16.0%	18.2%	17.1%	16.1%
股息收益率 (%)	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
总股本 (百万股)	142	142	142	142	142

内 容 目 录

1. 公司概况：“中华老字号”餐饮品牌	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 主营业务结构	5
1.3. 财务分析	6
2. 行业分析	9
2.1. 我国餐饮业发展迅速	9
2.2. 我国餐饮企业集中度低	9
2.3. 餐饮业向连锁化和品牌化发展	10
3. 公司核心竞争力：品牌优势凸显，产业链较为完整	12
4. 餐饮主业：稳健发展，未来力求做大做强	14
4.1. 公司所处地域优势明显	14
4.2. 依托连锁经营模式：直营为主、加盟为辅、“三合一”创新模式	15
4.2.1. 直营店：放慢扩张速度	16
4.2.2. 加盟店：2011 年加盟和特许费整体提价增厚公司业绩	16
4.2.3. “三合一”模式：规避新建门店前期市场培育风险	17
5. 商品销售业务：加大力度发展	17
6. 公司投资策略	18

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	5
图 2: 公司 2011 年各业务营业收入构成.....	6
图 3: 公司 2011 年各业务营业利润构成.....	6
图 4: 公司营业总收入与同比增速.....	7
图 5: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速.....	7
图 6: 公司销售毛利率.....	8
图 7: 全聚德期间费用.....	8
图 8: 湘鄂情期间费用.....	8
图 9: 公司净资产收益率.....	8
图 10: 公司资产负债率.....	8
图 11: 餐饮收入当月值与同比.....	9
图 12: 餐饮百强企业营业额占全社会住宿餐饮业营业额的比重.....	10
图 13: 限额以上连锁餐饮企业门店总数、营业面积、营业收入.....	11
图 14: 全聚德烤鸭.....	13
图 15: 三元金星生产加工基地.....	14
图 16: 仿膳食品公司主要产品.....	14
图 17: 公司餐饮业务营业收入与同比增速.....	14
图 18: 北京市限额以上餐饮业零售额与同比增速.....	15
图 19: 全聚德北京直营店分布图.....	16
图 20: 公司商品销售业务营业收入与同比增速.....	18
图 21: 三元金星营业收入与净利润情况.....	18
图 22: 仿膳食品营业收入与净利润情况.....	18

表 目 录

表格 1: 公司控股子公司、参股公司及其经营情况（截止 2012 年 6 月 30 日）.....	5
表格 2: 餐饮企业连锁经营模式.....	11
表格 3: 公司直营店和加盟店数量（截止 2012 年 6 月 30 日）.....	15
表格 4: 公司新开直营店情况（2008-2011 年）.....	16
表格 5: 2011 年公司加盟特许费更改情况.....	17
表格 6: 餐饮类重点公司盈利预测与估值.....	19

1. 公司概况：“中华老字号”餐饮品牌

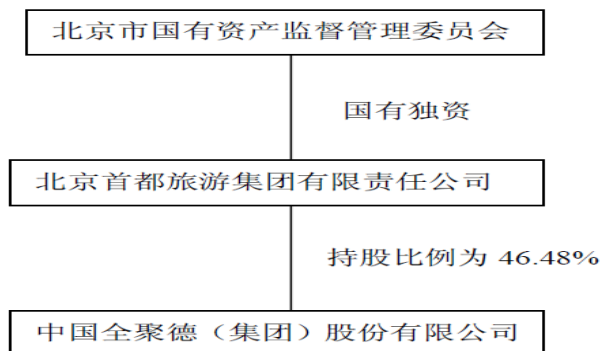
全聚德品牌创建于清同治三年（公元 1864 年），历经 140 余年的悉心经营，以其独具特色、质优味美的北京烤鸭和良好的信誉逐渐确立了在北京乃至全国餐饮行业的地位。具有历史积淀的全聚德烤鸭不仅是京粹文化的一个象征和内外文化交流的一个窗口，同时也成为我国传统饮食文化的代表。1999 年，“全聚德”商标被国家工商局认定为中国服务业中的第一个“驰名商标”。2005 年公司被商务部商业改革司、中国烹饪协会、中华全国商业信息中心评为“2004 年度中国餐饮百强企业”。2006 年，公司被商务部授予“中国十大餐饮品牌企业”称号，“全聚德”品牌被商务部认定为“中华老字号”。在百余年里，全聚德菜品经过不断创新，形成了以独具特色的全聚德烤鸭为龙头，集“全鸭席”和 400 多道特色菜品于一体的全聚德菜系，备受各国元首、政府官员、社会各界人士及国内外游客喜爱，被誉为“中华第一吃”。

1993 年 5 月，中国北京全聚德集团成立。1994 年 6 月，由全聚德集团等 6 家企业发起设立了北京全聚德烤鸭股份有限公司。2004 年 4 月，首都旅游集团、全聚德集团、新燕莎集团实施战略重组。首都旅游集团成为北京全聚德烤鸭股份有限公司的第一大股东。2005 年 1 月，北京全聚德烤鸭股份有限公司更名为中国全聚德（集团）股份有限公司。随即，中国全聚德（集团）股份有限公司进一步收购了聚德华天控股有限公司 30.91% 股权，与北京华天饮食集团并列成为聚德华天控股有限公司的第一大股东。2007 年 4 月，北京著名老字号餐饮企业仿膳饭庄、丰泽园饭店、四川饭店也进入全聚德股份公司，至此中国全聚德（集团）股份有限公司已发展成为涵盖烧、烤、涮，川、鲁、宫廷、京味等多口味，汇聚京城多个餐饮老字号品牌的餐饮联合舰队。公司成立至今，确立了充分发挥全聚德的品牌优势，走规模化、现代化和连锁化经营道路的发展战略。十几年来，以独具特色的饮食文化塑造品牌形象，积极开拓海内外市场，加快连锁经营的拓展步伐。现已形成拥有 70 余家全聚德品牌成员企业，年销售烤鸭 500 余万只，接待宾客 500 多万人次，品牌价值近 110 亿元的餐饮集团。

1.1. 股权结构

公司第一大股东为首都旅游集团，持股 6580.34 万股，占普通流通股比例为 46.48%。公司于 2007 年在深圳证券交易所挂牌交易，截止 2012 年 6 月 30 日，公司合计总股本 14156 万股。公司共有北京三元桥全聚德烤鸭店有限责任公司、北京聚兴德餐饮管理有限公司、北京润德恒信餐饮管理有限责任公司、上海浦东全聚德大酒店有限公司、重庆全聚德餐饮经营管理有限责任公司、长春全聚德餐饮管理有限责任公司、青岛全聚德餐饮管理有限公司、哈尔滨全聚德餐饮经营管理有限责任公司、郑州全聚德餐饮管理有限责任公司、新疆全聚德控股有限公司、杭州全聚德餐饮有限公司、沈阳全聚德餐饮管理有限公司、无锡市全聚源餐饮管理有限公司、北京市仿膳饭庄有限责任公司、北京市丰泽园饭店有限责任公司、北京市四川饭店有限责任公司、北京全聚德仿膳食品有限责任公司、北京全聚德三元金星食品有限责任公司、北京全聚德集团培训中心、北京市第七十二职业技能鉴定所等 20 家控股子公司，参股聚德华天控股有限公司、北京鸿德华坤餐饮管理有限责任公司 2 家公司。

图 1: 公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

表格 1: 公司控股子公司、参股公司及其经营情况（截止 2012 年 6 月 30 日）

项 目	持股比例及是否列入合并报表	2012 年1-6月净利润	2011 年1-6月净利润	同比变动比例%	对合并净利润的影响比例(%)
北京三元桥全聚德烤鸭店有限责任公司	100%是	1,920,606.96	1,899,324.61	1.12%	1.96%
北京聚兴德餐饮管理有限公司	51%是	773,665.21	530,443.08	45.85%	0.79%
北京润德恒信餐饮管理有限责任公司	70%是	1,013,706.54	770,035.49	31.64%	1.04%
上海浦东全聚德大酒店有限公司	90%是	338,215.03	413,938.38	-18.29%	0.35%
重庆全聚德餐饮经营管理有限责任公司	100%是	178,546.01	-490,014.10	136.44%	0.18%
长春全聚德餐饮管理有限责任公司	90%是	48,780.80	-722,475.12	106.75%	0.05%
青岛全聚德餐饮管理有限公司	100%是	-1,217,546.70	-1,409,288.48	13.61%	-1.25%
哈尔滨全聚德餐饮经营管理有限责任公司	100%是	2,003,387.54	-1,272,546.04	257.43%	2.05%
郑州全聚德餐饮管理有限责任公司	100%是	-1,797,230.67	-1,966,688.22	8.62%	-1.84%
新疆全聚德控股有限公司	85%是	5,239,085.44	4,515,487.95	16.02%	5.36%
杭州全聚德餐饮有限公司	100%是	149,967.82	-119,586.21	225.41%	0.15%
沈阳全聚德餐饮管理有限公司	100%是	-547,716.63	0.00	0.00%	-0.56%
无锡市金聚源餐饮管理有限公司	80%是	572,557.28	0.00	0.00%	0.59%
北京市仿膳饭庄有限责任公司	100%是	834,105.10	778,995.11	7.07%	0.85%
北京市丰泽园饭店有限责任公司	100%是	-54,596.04	69,395.25	-178.67%	-0.06%
北京市四川饭店有限责任公司	100%是	-278,116.71	-760,359.84	63.42%	-0.28%
北京全聚德仿膳食品有限责任公司	100%是	16,620,929.36	12,373,030.72	34.33%	17.00%
北京全聚德三元金星食品有限责任公司	60%是	15,575,601.70	10,307,632.87	51.11%	15.93%
北京全聚德集团培训中心	100%是	36,662.44	3,798.73	865.06%	0.04%
北京市第七十二职业技能鉴定所	100%是	44,255.06	-546.61	8190.50%	0.05%
聚德华天控股有限公司	30.91%否	26,395,801.99	21,031,029.48	25.51%	
北京鸿德华坤餐饮管理有限责任公司	49%否	715,846.94	879,301.15	-18.59%	

数据来源：东北证券，公司公告

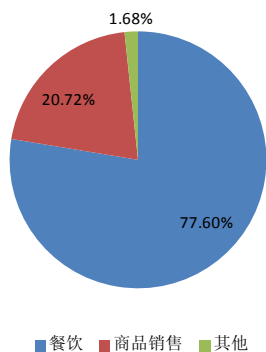
1.2. 主营业务结构

公司主营业务为餐饮服务及食品加工销售等，餐饮服务方面主要提供以“全聚德”烤鸭为代表的“全鸭席”系列菜品为主的高档餐饮服务，以及公司旗下以经营“满汉全席”为特色的仿膳饭庄、以经营“葱烧海参”为代表的高档鲁菜的丰泽园饭店和以经营“京派”特色川菜的四川饭店提供的中高档餐饮服务。公司拥有生产北京鸭生、熟制品为主的北京全聚德三元金星食品有限责任公司和以生产面食品、专用

调料并配送、销售为主营业务的北京全聚德仿膳食品有限责任公司。三元金星作为公司的肉食品生产基地，主要生产烤鸭原料—鸭坯，以及全聚德真空包装和系列熟食产品。食品公司主要生产荷叶饼、甜面酱等烤鸭辅料，以及月饼、元宵、仿膳宫廷糕点等传统面食品，并作为公司的物流基地，承担着向公司下属各直营及连锁企业配送货品的任务，同时向商场和超市销售真空包装烤鸭和面食品等。

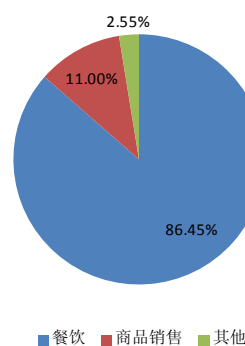
可以看到，餐饮业务是公司营业收入和营业利润的主要来源。2011 年，公司餐饮业务营业收入占总营业收入的 77.60%；商品销售业务营业收入占总营业收入的 20.72%；其他业务营业收入占总营业收入的 1.68%。2011 年，公司餐饮业务营业利润占总营业利润的 86.45%；商品销售业务营业利润占总营业收入的 11.00%；其他业务营业利润占总营业利润的 2.55%。

图 2：公司 2011 年各业务营业收入构成



数据来源：东北证券，公司公告

图 3：公司 2011 年各业务营业利润构成



数据来源：东北证券，公司公告

1.3. 财务分析

公司经营业绩稳定增长。营业总收入从 2006 年的 66564 万元上升到 2011 年的 180231 万元；归属于母公司股东的净利润从 2006 年的 5666 万元上升到 2011 年的 12918 万元。2011 年，公司全年共实现营业收入 180231 万元，比去年同期增加 46298 万元，增长 34.57%；实现归属于母公司股东的净利润 12918 万元，比去年同期增加 2889 万元，增长 28.81%。实现每股收益 0.9125 元。2012 年三季度，公司共实现营业收入 145169 万元，同比增长 8.45%；实现归属于母公司股东的净利润 13537 万元，同比增长 32.40%。实现每股收益 0.9562 元。

公司毛利率情况较为稳定，2011 年餐饮业务毛利率为 62.34%，商品销售业务毛利率为 29.68%，综合毛利率为 55.96%。公司综合毛利率 2011 年较 2010 年同比下降 1.22 个百分点。主要原因为：公司 2011 年将 2010 年 12 月收购完成的新疆全聚德纳入合并报表，使得公司整体餐饮毛利率略有下降。同时公司 2011 年商品销售毛利率同比上升 3.91 个百分点，而商品销售收入占主营业务收入比例略有下降。最终使得公司综合毛利率略有下降。2012 年三季报显示，公司的综合毛利率为 56.43%，比去年同期提升了 0.04 个百分点。

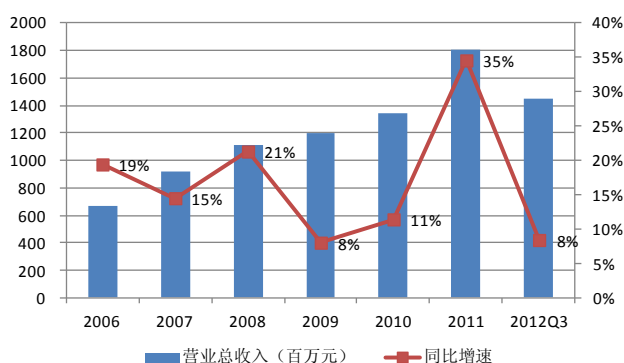
从费用控制方面看，公司从 2006 到 2011 年的费用率均较为平稳。2011 年公司销售费用率为 27.79%，管理费用率为 12.81%，财务费用率为 1.11%。2011 年公司销售费用率有所下降，主要原因在于 2011 年营业收入大幅提高，同时源于公司对于新设门

店的租金及人工成本的良好控制。但是实际销售费用发生额为 5.01 亿元，同比增加 25.83%，销售费用上涨主要源于新设门店对应的人工和租赁费用大幅上升。2011 年公司管理费用率虽也有所下降，但是实际管理费用发生额为 2.31 亿元，同比增长 32.07%，管理费用上涨主要是由于收入上升引起人工成本增加，另外由于 2010 年 12 月收购新疆全聚德以及当期新增分公司马家堡店及子公司杭州全聚德后，增加以上公司管理费用折旧待摊费用所致。2011 年公司财务费用发生额为 1998 万元，同比增长 324.84%，主要原因在于公司当期借入长期借款造成财务利息支出增加；以及 2011 年度合并报表口径增加新疆全聚德控股有限公司（2010 年 12 月完成收购）、全聚德马家堡店、全聚德杭州店和公司各企业收入增加造成刷卡金额增加和刷卡手续费同比增加；同时 2011 年度贷款利率提高造成财务利息支出增加。2012 年三季报显示，公司的销售期间费用率为 39.39%，比去年同期下降了 2.31 个百分点。主要是因为公司的管理费用率和财务费用率同比下降，其中管理费用率为 11.39%，同比下降 2.46 个百分点，主要是商品销售业务收入增幅大于餐饮业务收入增幅导致的管理费用率的下降。财务费用率为 0.74%，同比下降 0.66 个百分点，主要是因为公司本期长短期贷款余额较去年同期减少。

通过与上市公司湘鄂情的期间费用比较，可以看出，公司销售费用处于较低水平，和湘鄂情快速扩张战略相比，公司扩张速度相对比较慢，并且成本控制良好。我们预计未来公司期间费用水平仍将保持相应水平。

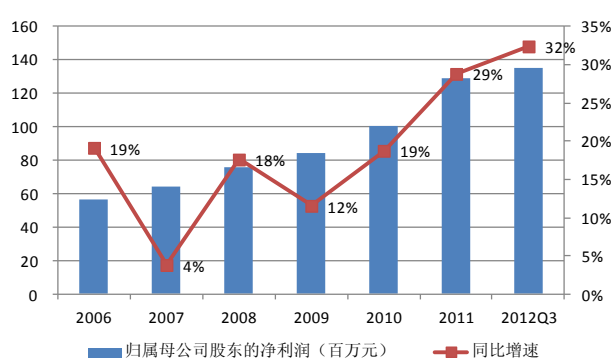
从净资产收益率方面看，公司的净资产收益率自 2008 年以来一直保持着稳步上升的趋势。同另外两家餐饮公司湘鄂情和西安饮食对比，2010 年和 2011 年，公司这一指标均优于另外两家公司。从资产负债率角度看，公司资产负债率较为平稳，始终保持在 30% 左右。

图 4：公司营业总收入与同比增速



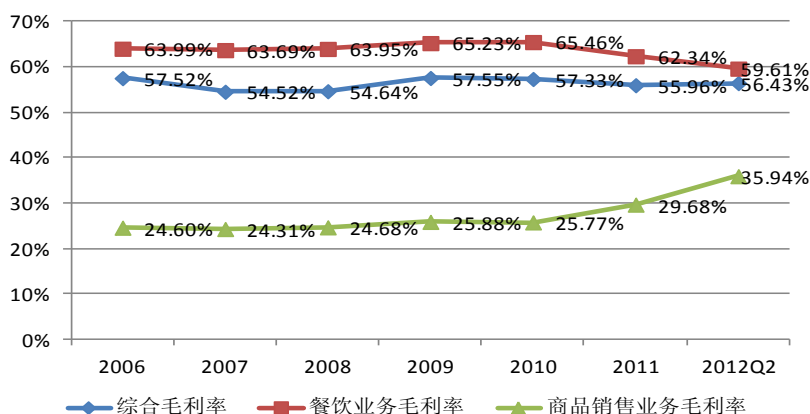
数据来源：东北证券，公司公告

图 5：公司归属母公司股东的净利润与同比增速



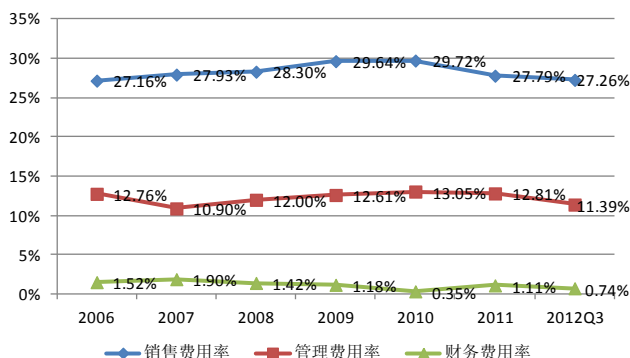
数据来源：东北证券，公司公告

图 6: 公司销售毛利率



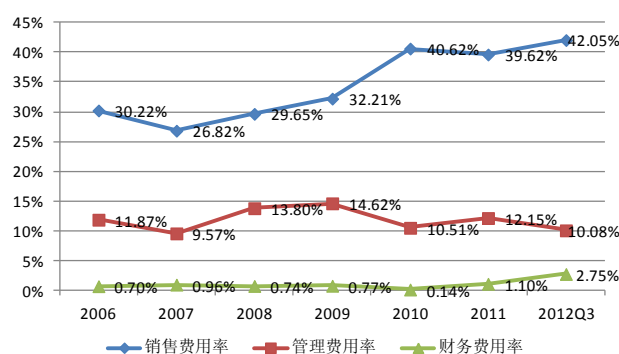
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 7: 全聚德期间费用



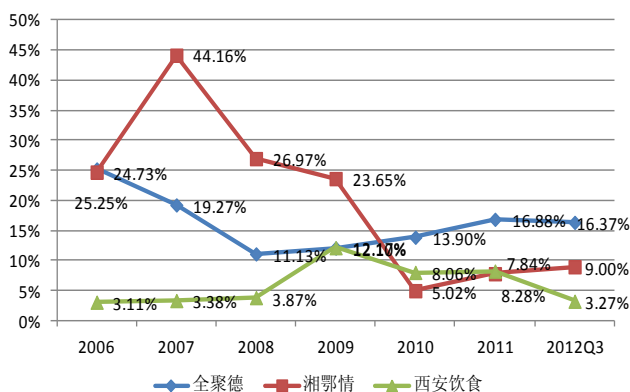
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 8: 湘鄂情期间费用



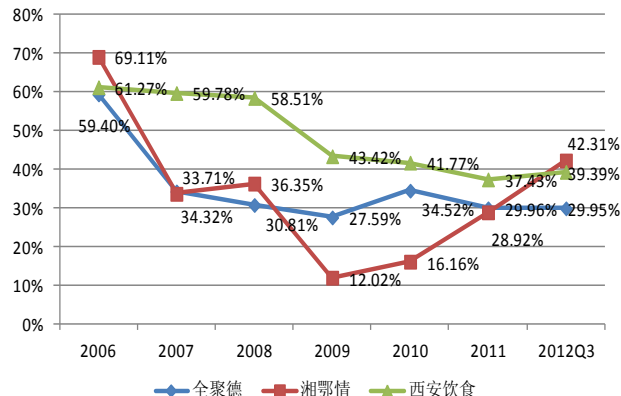
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 9: 公司净资产收益率



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 10: 公司资产负债率



数据来源: 东北证券, 公司公告

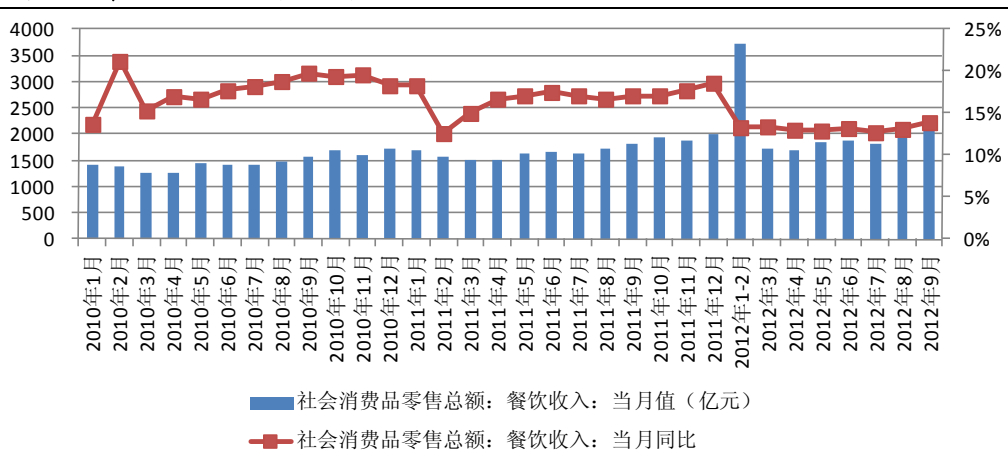
2. 行业分析

2.1. 我国餐饮业发展迅速

随着我国经济的快速发展，人民生活水平的显著提高，生活方式发生很大的变化，外出就餐成为大多数人日常生活的一部分，因此餐饮业发展非常迅速，成为第三产业中的重要产业，餐饮业收入连续 20 年以 20% 左右的速度增长，是国内发展速度最快的产业。2011 年中国餐饮业实现餐饮收入 20635 亿元，同比增长 16.9%，占社会消费品零售总额的比重为 11.2%，对社会消费品零售总额增长的贡献率为 11.10%，远高于 2010 年的贡献率，拉动社会消费品零售总额增长了 1.9 个百分点。2012 年 9 月社会消费品零售总额餐饮业收入达到 2071.5 亿元，同比增长 13.9%。餐饮业收入继续保持平稳的增长。

未来餐饮业的发展将展现出继续向好的趋势。2011 年下半年以来，政府宏观调控的积极效应逐步显现，价格调控总体有效，经济保持平稳较快增长。为在复杂形势中保持中国经济的良好发展态势，中央经济工作会议明确提出：“推动 2012 年经济社会发展，要突出把握好稳中求进的总基调。”把保障和改善民生放到更加突出的位置，继续立足国内需求，把扩大消费作为国内经济发展的动力。商务部《关于“十二五”期间促进餐饮业科学发展的指导意见》提出，中国餐饮业“十二五”发展目标是：“力争保持年均 16% 的增长速度，到 2015 年零售额突破 3.7 万亿元。”为此，将“大力发展特色餐饮、快餐送餐、餐饮食品等多种业态的连锁经营。培育一批跨区域、全国性的餐饮连锁示范企业，支持老字号餐饮企业开拓特许经营业务，培育一批拥有知识产权和知名品牌、具有国际竞争力的大型餐饮企业集团，将企业品牌培育与餐饮菜系、菜品创新和技术进步紧密结合，发挥名店、名菜、名师的品牌叠加效应。”2012 年 5 月 17 日，证监会公布了《关于餐饮等生活服务类公司首次公开发行股票并上市信息披露指引(试行)》，这预示着餐饮等生活服务类公司 IPO 放行。对于餐饮类企业融资的开闸放行无疑是对餐饮行业的重大利好。

图 11: 餐饮收入当月值与同比



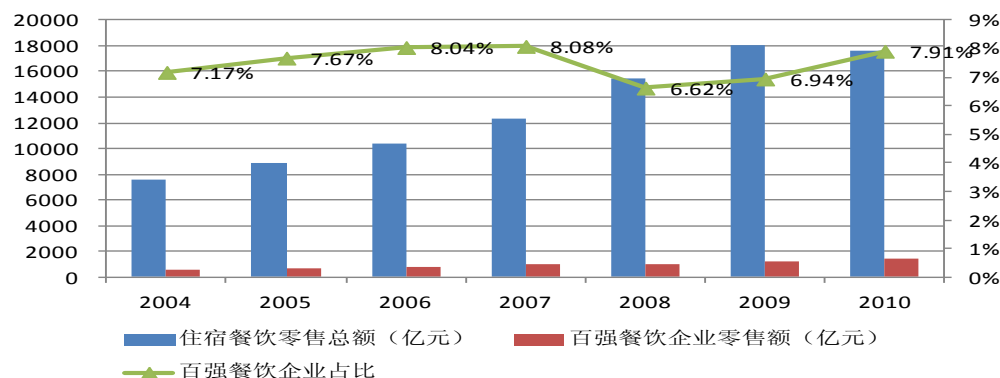
数据来源：东北证券，国家统计局

2.2. 我国餐饮企业集中度低

总体来看，我国餐饮行业的资本市场规模较小。目前我国餐饮百强企业在餐饮业总营业额的占比约在 6% 到 8% 之间，与西方发达国家高达 20% 的集中度相比，仍有极

大差距。在这种现状下，规模大且具有品牌和资金优势的餐饮企业将更有可能通过快速扩张、加速收购等方式加速发展。我们认为，目前我国餐饮行业尚处于发展初期，市场规模、集中化程度都有巨大发展空间，将来有望孕育龙头大公司。

图 12: 餐饮百强企业营业额占全社会住宿餐饮业营业额的比重



数据来源：东北证券，中国烹饪协会

2.3. 餐饮业向连锁化和品牌化发展

餐饮加工产业化、经营模式连锁化将成为我国餐饮行业发展的主流，百强企业和优势企业竞争优势将更加明显，行业集中度将会进一步提高。餐饮行业主要有单店经营和连锁经营两种模式，其中，连锁经营在迅速占领市场、充分利用品牌和服务优势、节约成本等方面具有单店经营不可比拟的优势，是国际餐饮企业通行的经营模式，也是我国餐饮企业发展的方向。连锁经营通过集中配送、规模经营、科学管理成为餐饮企业在竞争中生存发展的最佳模式。连锁经营通过品牌共享，业务形式和经营技巧的复制，可以在任何有消费群的地域发展，从而突破了传统的单店经营模式对餐饮企业扩张发展的限制，是一种既安全又迅速的业务拓展方式。连锁经营分为直营和特许两种方式。直营连锁，指各连锁店同属一个投资主体，经营同类商品，或提供同样服务，实行进货、价格、配送、管理、形象等方面统一，总部对分店拥有控制权，统一核算，统负盈亏。特许连锁，指总部同加盟店签订合同，授权加盟店在规定区域内使用自己的商标、服务标记、商号、经营技术和销售总店开发的产品，在同样形象下进行销售及劳务服务，加盟店拥有对门店的所有权和收益权。加盟店具备法人资格，实行独立核算。经营连锁化不仅是企业提高效率、降低成本的经营方式，更重要的是能够帮助企业突破发展中的管理瓶颈。连锁经营具有成本优势、价格优势、服务优势、品牌优势，有着极强的竞争能力，是我国餐饮业经营模式的主要发展方向。

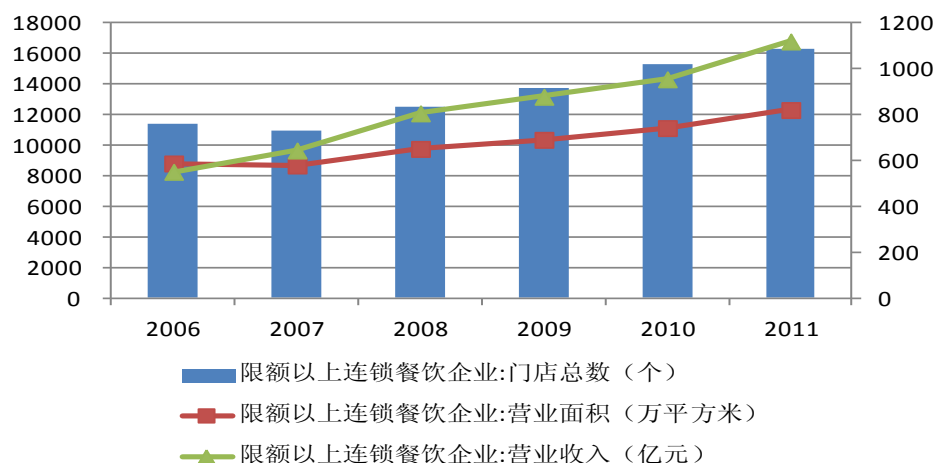
表格 2: 餐饮企业连锁经营模式

序号	连锁模式	描述
1	直营连锁	各连锁店同属一个投资主体, 经营同类商品, 或提供同样服务, 实行进货、价格、配送、管理、形象等方面统一, 总部对分店拥有绝对控制权。
2	特许加盟连锁	总部同加盟店签订合同, 授权加盟店在规定区域内使用自己的商标、服务标记、商号、经营技术和销售总部开发的产品, 在同样形象下进行销售及劳务服务, 加盟店拥有对门店的所有权和收益权。加盟店具备法人资格, 实行独立核算。

数据来源: 东北证券, 公司公告

经过 20 多年的行业发展与市场竞争, 到本世纪初, 我国餐饮业基本形成了投资主体多元化、经营业态多样化、经营方式连锁化和行业发展产业化的局面, 市场化程度较高。据国家统计局公布的统计数据显示, 餐饮行业限额以上连锁餐饮企业门店总数从 2006 年的 11360 个增加到 2011 年的 16285 个, 营业面积从 2006 年的 588.25 万平方米扩大到 2011 年的 821.37 万平方米, 营业收入从 2006 年的 551.94 亿元增加到 2011 年的 1120.39 亿元。

图 13: 限额以上连锁餐饮企业门店总数、营业面积、营业收入



数据来源: 东北证券, 国家统计局

进入 21 世纪, 我国餐饮业发展更加成熟, 增长势头不减, 整体水平提升, 一批知名的餐饮企业在外延发展的同时, 更加注重内涵文化建设, 培养提升企业品牌, 综合水平和发展质量不断提高, 并开始输出品牌与经营管理, 品牌创新和连锁经营力度增强, 现代餐饮发展步伐加快。中国餐饮业在经历了模仿、同质竞争阶段后, 开始走向文化创新、菜品创新、寻求差异化路线。更加注重特色、服务、环境、营养、生态的需求, 品牌店、特色店和名牌餐饮企业的增长势头将更加明显, 企业品牌竞争和文化培养力度加强, 文化内涵多元和内在含量积累的影响更加突出, 行业发展和企业竞争进入全面提升阶段。

3. 公司核心竞争力：品牌优势凸显，产业链较为完整

我国餐饮业在长期的发展过程中呈现出的是零散式、多样化、重复性强的运营态势，投资餐饮并不需要作太大的先期投入。基于这一国情发展起来的中小型餐馆构成了我国餐饮行业的主体。餐饮企业品牌营运战略的实施时间较短，餐饮企业普遍缺乏品牌意识、企业商标注册意识淡薄、品牌推广力度不够、品牌资产管理滞后。

“定位之父”特劳特指出，目前中国正处在一个至关重要的十字路口。制造廉价产品已使中国有了很大的发展，但上升的劳动力成本、环境问题、收入不平等以及对创新的需求都意味着重要的不是制造廉价的产品，而是更好地进行产品营销。这意味着中国需要更好地掌握如何在顾客和潜在顾客的心智中建立品牌和认知，如何应对国内及国际上无处不在的竞争。在未来的 30 年里，人类将迎来一个品牌的时代、品牌的社会。无论个人还是组织都要学会运用定位这一新工具“由内而外”地为自己建立品牌，从而在竞争中赢得优先选择。

作为餐饮业的龙头企业，公司最大的核心竞争力在于在市场竞争中具有很强的品牌优势。“全聚德”是我国著名的老字号，始建于 1864 年（清同治三年）。经过一百多年的不断发展与创新，形成了以全聚德烤鸭为代表、集全鸭席及 400 多道特色名菜于一体的全聚德菜系。具有历史积淀的全聚德烤鸭不仅是京粹文化的一个象征，同时也成为我国传统饮食文化的代表之一，是北京历史文化特色旅游的组成部分。

“全而无缺，聚而不散，仁德至上”精辟地概括了全聚德百余年来一贯追求和秉承的经营思想。全聚德烤鸭及其独具特色的饮食文化，已成为中华饮食文化的重要组成部分，享誉海内外。1999 年，“全聚德”商标被国家工商局认定为中国服务业中的第一个“驰名商标”。2005 年公司被商务部商业改革司、中国烹饪协会、中华全国商业信息中心评为“2004 年度中国餐饮百强企业”。2006 年，公司被商务部授予“中国十大餐饮品牌企业”称号，“全聚德”品牌被商务部认定为“中华老字号”。

公司收购的仿膳饭庄、丰泽园饭店和四川饭店都是京城餐饮行业的知名品牌。仿膳饭庄是具有 80 余年历史的经营宫廷风味菜肴的老字号，其经营的“满汉全席”享誉中外，是我国宫廷菜肴的代表，被称为中式餐饮的“明珠”，1994 年被原国内贸易部评为“中华老字号”。丰泽园饭店始建于 1930 年，擅长经营正宗鲁菜，以“葱烧海参”为代表“海参王”系列菜品倍受海内外宾客的好评，2006 年被商务部评为“中华老字号”，被中国烹饪协会授予“中华餐饮名店”、“中国鲁菜名店”、“全国绿色餐饮企业”、“国家级特级酒家”等称号。四川饭店成立于 1959 年，是一家专营“京派”川菜的特色饭店，其特色菜肴多次荣获北京市相关行业协会的褒奖。

上述三家企业均是北京地区的老字号饭店，在业内和消费者心目中享有很高声誉。通过收购上述三家知名餐饮企业，更进一步丰富了公司的品牌，强化了公司的品牌优势，公司初步形成了多品牌互动经营的良好局面。

另外，公司建立了较为完整的产业链体系，从原材料生产供应、物流配送等环节保障了公司能够始终提供高品质的产品和服务。公司原材料生产由下属肉食品加工基地—北京全聚德三元金星食品有限责任公司和面食品加工基地—北京全聚德仿膳食品有限责任公司进行，物流配送由下属配送中心完成。

三元金星具有年产 350 万只鸭坯和 150 万只真空保鲜烤鸭等熟食品的生产加工能力，是烤鸭产业链的延伸。三元金星是由公司与北京金星鸭业中心合资建立的公司，北京金星鸭业中心是与公司有多年良好合作关系的供应商。该中心拥有全国唯一的国家级北京鸭良种繁育基地和全国最大的北京填鸭商品生产基地，是全国最大的北京鸭生产企业。北京金星鸭业中心 2001 年被认定为国家级北京鸭资源保护场和北京市农业产业化龙头企业，该中心生产的北京鸭系列产品于 2001 年获北京市食用农产品安全认证和中国国际农业博览会名牌产品荣誉称号。通过合资建立原料生产基地，有效解决了全聚德所有连锁企业的优质鸭坯供应问题，而且为实现鸭源供给的可追溯制度、确保鸭源的食品安全提供了可能。仿膳食品公司主要生产荷叶饼、甜面酱等烤鸭辅料，以及月饼、元宵、仿膳宫庭糕点等传统面食品，并作为公司的物流基地，承担着向公司下属各直营及连锁企业配送货品的任务，同时向商场和超市销售真空包装烤鸭和面食品等。

北京全聚德配送中心负责直营和加盟各门店的鸭坯、荷叶饼及甜面酱的配送，该中心拥有存储容量为 5 万只鸭坯和 10 万只真空包装烤鸭的大型冷库，具有日配送 3000 只鸭坯的冷链运输能力。同时，配送中心和北京地区具有冷链运输能力的公路和铁路物流企业签订了运输外包合同，负责鸭坯等产品的运输工作。配送中心正在逐步建立和完善符合现代物流配送业务的物流配送管理平台，以保证生产和销售的无缝衔接。

公司将充分利用百年发展中积淀起来的品牌影响力和菜肴制作工艺，进一步发挥老字号品牌的影响力，努力实现“中国第一餐饮，世界一流美食，国际知名品牌”的企业愿景。同时，公司将依托公司肉食品生产基地、面食品生产基地和配送中心，进一步完善连锁经营和食品加工相配套的产业结构，推动老字号品牌的发展。

图 14: 全聚德烤鸭



数据来源：东北证券，公司官网

图 15: 三元金星生产加工基地



数据来源：东北证券，公司官网

图 16: 仿膳食品公司主要产品

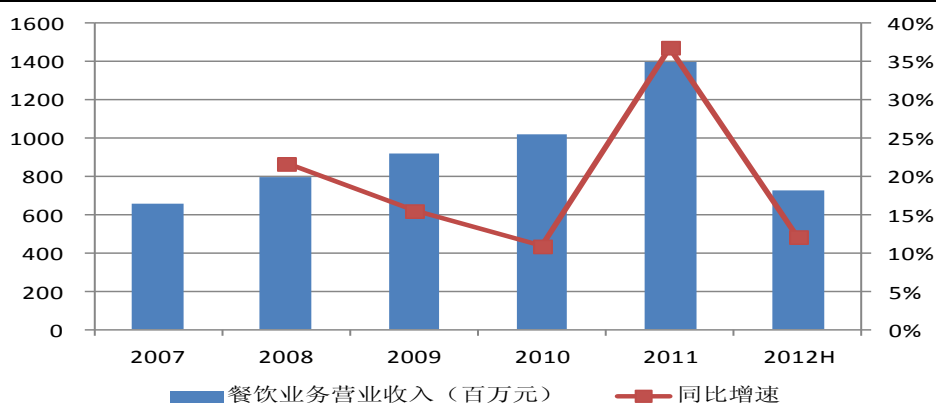


数据来源：东北证券，公司官网

4. 餐饮主业：稳健发展，未来力求做大做强

公司餐饮业务主要提供以“全聚德”烤鸭为代表的“全鸭席”系列菜品为主的高档餐饮服务，以及公司旗下以经营“满汉全席”为特色的仿膳饭庄、以经营“葱烧海参”为代表的高档鲁菜的丰泽园饭店和以经营“京派”特色川菜的四川饭店提供的中高档餐饮服务。餐饮业务实行直营和加盟并存的连锁模式经营，以直营为主、加盟为辅。近年来，公司餐饮主业发展稳健，营业收入从 2007 年的 65551 万元上升到 2011 年的 139877 万元。2011 年，餐饮业务营业收入较去年同期增长 34.57%，主要得益于并表新疆全聚德以及新增北京马家堡门店及杭州全聚德门店。2012 年上半年，公司餐饮业务营业收入为 72489 万元，较去年同期增长 12.14%。

图 17: 公司餐饮业务营业收入与同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

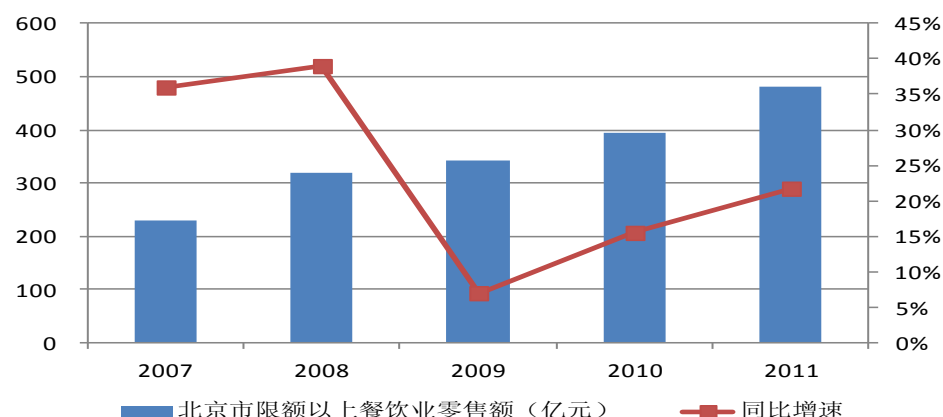
4.1. 公司所处地域优势明显

公司地处北京，具有广阔的市场优势。北京作为中国的首都，是国家政治、经济、文化中心，集中了大量国家机关、涉外机构以及企事业单位，餐饮消费市场巨大。并且许多全国性的政治、文化、经济活动都在北京举办，这些活动有力地促进了餐饮业的发展。北京餐饮业在消费力度、投资力度、供应与产业规模、餐饮政策、餐

饮文化包容性、领导消费时尚和示范效应等许多方面都具有其他城市无法相比的优势。在全国餐饮市场蓬勃发展的同时，北京地区的餐饮产业呈现出更为强劲的增长态势，限额以上餐饮业零售额从 2007 年的 229.7 亿元上升到 2011 年的 480.5 亿元，年均增长率达到 23.85%。

公司业务主要集中在北京地区。2011 年，公司 82.08% 的营业收入来源于北京地区。我们认为，北京地区餐饮业的良好增长态势有利于公司餐饮主业的长期稳健发展。

图 18: 北京市限额以上餐饮业零售额与同比增速



数据来源：东北证券，Wind

4.2. 依托连锁经营模式：直营为主、加盟为辅、“三合一”创新模式

全聚德自组建集团以来，打破传统餐饮业单店经营模式，率先在国内引进连锁经营理念，通过十多年不断的探索和实践，已在国内外拥有 50 余家连锁企业，全聚德品牌的影响力广及五洲四海。公司一直实行“直营连锁为主，特许连锁为辅”的连锁化发展战略。截止 2012 年 6 月 30 日，公司拥有北京、上海、重庆、长春、青岛、郑州、杭州、沈阳、无锡、新疆等地“全聚德”品牌直营店 25 家（其中北京 13 家，京外 12 家，含公司参股 49% 的北京鸿德华坤餐饮管理有限责任公司—北京全聚德西客站店以及新疆全聚德控股有限公司下辖三家分公司）和其他品牌店 4 家：“仿膳”品牌直营店 1 家，“丰泽园”品牌直营店 2 家，“四川饭店”品牌直营店 1 家。同时公司还拥有大陆地区“全聚德”特许加盟店 54 家和海外“全聚德”特许加盟店 5 家，“丰泽园”品牌特许加盟店 1 家。

表格 3: 公司直营店和加盟店数量（截止 2012 年 6 月 30 日）

	直营店	加盟店	合计
全聚德	25	59	84
仿膳	1	0	1
丰泽园	2	1	3
四川饭店	1	0	1
总计	29	60	89

数据来源：东北证券，公司公告

4.2.1. 直营店：放慢扩张速度

公司直营店目前已出具规模。截止 2012 年 6 月 30 日，公司拥有北京、上海、重庆、长春、青岛、郑州、杭州、沈阳、无锡、新疆等地“全聚德”品牌直营店 25 家。对新开直营店，公司在拟选址方面着重两个优先原则，一是优先选择房屋交付条件较完善的项目，有效缩短开业筹备期、降低前期的固定资产投资和经营期间的折旧摊销费用；二是优先选择前期房租压力较低的项目，使新建企业顺利度过市场培育期。

由于公司餐饮业务的营业收入主要来源于北京地区。考虑到北京原有门店餐位容量几近饱和，内生性增长较慢，全聚德餐饮业务增长单纯依靠开设直营店难有较大起色。因此，公司计划未来几年每年新增一到两家直营门店之外，积极拓展加盟和“三合一”模式店收购，以实现在低风险前提下门店扩张，保证餐饮业务平稳较快发展。

表格 4: 公司新开直营店情况 (2008-2011 年)

时间	数量	直营店名称
2008	5	北京全聚德双井店、北京全聚德通州店、北京王府井四川饭店、全聚德青岛店和全聚德哈尔滨店
2009	2	全聚德双榆树店、全聚德郑州店
2010	4	全聚德望京店、四川饭店新街口店、全聚德马家堡店、全聚德杭州店
2011	1	全聚德沈阳店

数据来源：东北证券，公司公告

图 19: 全聚德北京直营店分布图



数据来源：东北证券，公司官网

4.2.2. 加盟店：2011 年加盟和特许费整体提价增厚公司业绩

公司在发展直营店的同时，也在进行加盟连锁店的拓展和管理。截止 2012 年 6 月 30 日，公司拥有大陆地区“全聚德”特许加盟店 54 家和海外“全聚德”特许加盟店 5 家，“丰泽园”品牌特许加盟店 1 家。公司计划在 2012 年新开设 3 家特许加

盟店。2011 年，公司修改了特许加盟政策，对于新的加盟店收取的加盟费和特许费都大幅上调，加盟和特许费的整体提价将显著增加特许加盟业务收入，从而增厚对公司净利润的贡献。

表格 5：2011 年公司加盟特许费更改情况

项目	2007年	2011年调整后
加盟费	30 万元	100万元
特许费	营业收入3%	营业收入3%
特许费保底	按城市性质计算：	按营业面积或者建筑面积计算：
	直辖市：20万	营业面积3000—3700平方米或建筑面积4000—5000平方米：40万
	省会城市：18万	营业面积2300—3000平方米或建筑面积3000—4000平方米：30万
	地级城市：16万	营业面积1200—2300平方米或建筑面积1500—3000平方米：20万
专用电脑烤鸭炉年租金	3万	5万
全聚德微电脑管理系统	15-20万	20-40万

数据来源：东北证券，公司官网

4.2.3. “三合一”模式：规避新建门店前期市场培育风险

为了最大限度的控制投资风险，同时又能实现公司快速发展，公司总结直营连锁的发展实践，尝试“特许+托管+收购”三合一的开发模式，所谓的“三合一”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，并在合同中约定一度过培育期后，公司可选择对经营业绩较好、发展较为完善的加盟店进行收购。新的开发模式力求有效规避新建企业前期市场培育的经营风险，为 3 年后直营店发展进行有效储备，降低新建企业的前期投入，提高收益质量。公司目前已完成第一家“三合一”模式店面全聚德无锡店的收购，目前无锡店运营良好。未来公司计划按每年两家左右的规模进行“三合一”模式的收购，我们对其前景看好。

5. 商品销售业务：加大力度发展

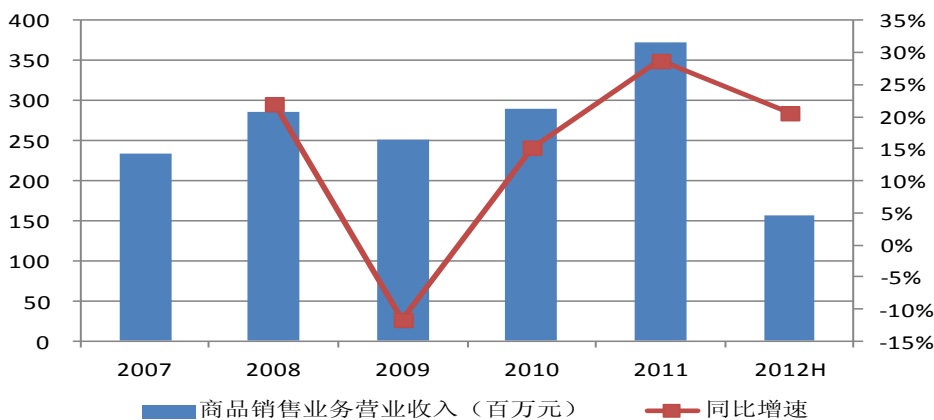
公司旗下进行商品销售业务的包括三元金星食品公司（持股比例 60%）和全资子公司仿膳食品公司。三元金星食品公司主要从事北京鸭的屠宰加工、鸭坯制作及鸭类熟食的生产加工，具备年屠宰活鸭 450 万只，鸭坯加工 300 万只，熟食制品 200 万只的生产能力，是全国最大的北京鸭生产加工基地。仿膳食品公司主要生产全聚德品牌的荷叶饼、春饼、空心烧饼、甜面酱；仿膳品牌的汤圆、宫廷糕点以及全聚德集团旗下全聚德、仿膳、丰泽园、四川饭店四大品牌的月饼等四大类上百个品种的各类食品。在北京拥有近 500 家成熟的商超销售网络、专卖专柜系统，外埠区域代理业务也快速增长，销售的全聚德品牌烤鸭类熟食制品、年销售真空烤鸭 280 万只，仿膳、全聚德品牌月饼已占据北京市场的前三甲。另外公司还担负着全聚德集团各直营、连锁企业所需鸭坯、饼、酱、酒水、餐饮用具等原料产品的统一采购及配送工作。

近年来，公司商品销售业务发展迅速，营业收入从 2007 年的 23375 万元上升到 2011 年的 37360 万元。其中，三元金星食品公司营业收入从 2007 年的 18271 万元上升到 2011 年的 33432 万元，净利润从 2007 年的 730 万元上升到 2011 年的 2982 万元。仿膳食品公司营业收入从 2010 年的 34004 万元上升到 2011 年的 45911 万元，净利

润从 2010 年的 1759 万元上升到 2011 年的 3380 万元。2012 年上半年，公司商品销售业务营业收入为 15715 万元，同比增长了 20.58%。

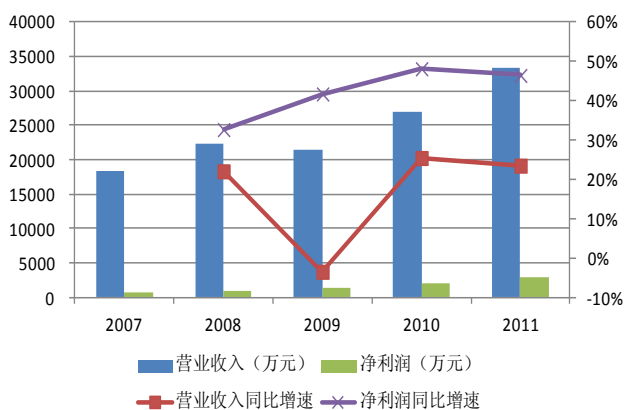
公司商品零售业务规划“十二五”期间将从 3 亿元增加到 10 亿元。公司计划 2012 年加大力度发展食品业，推进仿膳食品公司和三元金星公司扩建与改造工程，公司将成立新的食品销售公司，制定和实施新的政策与机制，全力开拓食品零售市场，计划新开 10 家特色食品专卖店（专柜）。我们认为，商品销售业务将成为公司未来业绩增长的亮点。

图 20：公司商品销售业务营业收入与同比增速



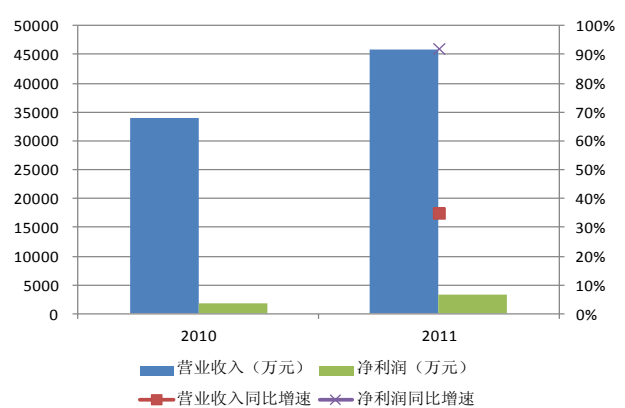
数据来源：东北证券，公司公告

图 21：三元金星营业收入与净利润情况



数据来源：东北证券，公司公告

图 22：仿膳食品营业收入与净利润情况



数据来源：东北证券，公司公告

6. 公司投资策略

作为餐饮业的龙头企业，公司核心竞争力在于显著的品牌优势，公司已建立较为完整的产业链，餐饮主业发展稳健，商品销售业务发展迅速，将成为公司未来业绩增长的亮点。公司未来将做大做强餐饮主业，加大力度发展商品销售业务，同时加快资本运作步伐。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 1.22 元、1.34 元和 1.47 元，公司目前股价 32.10 元，对应 PE26 倍、24 倍、22 倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

表格 6: 餐饮类重点公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	当前股价	每股收益				市盈率			
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
002186	全聚德	32.34	0.91	1.22	1.34	1.47	35.54	26.51	24.13	22.00
002306	湘鄂情	8.86	0.47	0.39	0.44	0.54	18.85	22.72	20.14	16.41
000721	西安饮食	6.00	0.18	0.12	0.17	0.21	33.33	50.00	35.29	28.57

数据来源：东北证券，公司公告

风险提示：原材料及人工成本上涨、食品安全、餐饮业竞争激烈等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	210	350	384	464	净利润	144	190	209	228
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	27	49	53	61	折旧及摊销	104	72	88	104
存货	90	97	109	116	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	5	5	5	5	财务费用	20	17	18	20
流动资产合计	347	515	568	663	投资损失	-12	-13	-14	-15
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	49	-4	10	21
长期投资净额	43	43	43	43	其他	0	0	0	0
固定资产	612	762	915	1,075	经营活动净现金流量	297	256	306	353
无形资产	115	122	129	136	投资活动净现金流量	-59	-240	-246	-252
商誉	43	43	43	43	融资活动净现金流量	-223	124	-25	-21
非流动资产合计	926	1,104	1,276	1,439	企业自由现金流	256	7	49	89
资产总计	1,273	1,619	1,844	2,102					
短期借款	0	132	147	167	财务与估值指标				
应付款项	80	88	93	105		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	37	41	45	49	每股指标				
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	每股收益 (元)	0.91	1.22	1.34	1.47
流动负债合计	301	485	529	585	每股净资产 (元)	5.70	6.72	7.86	9.13
长期借款	68	69	71	74	每股经营性现金流量 (元)	2.10	1.81	2.16	2.49
其他长期负债	11	11	11	11	成长性指标				
长期负债合计	23	22	22	22	营业收入增长率	34.6%	10.3%	9.9%	9.2%
负债合计	381	565	611	670	净利润增长率	28.8%	34.1%	9.8%	9.1%
归属于母公司股东权益合计	806	951	1,113	1,292	盈利能力指标				
少数股东权益	85	102	120	140	毛利率	56.0%	56.2%	56.2%	56.2%
负债和股东权益总计	1,273	1,619	1,844	2,102	净利率	7.2%	8.7%	8.7%	8.7%
利润表 (百万元)					运营效率指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E	应收账款周转率 (次)	7	7	9	9
营业收入	1,802	1,987	2,183	2,385	存货周转率 (次)	36	39	39	39
营业成本	794	870	956	1,045	偿债能力指标				
营业税金及附加	81	89	98	107	资产负债率	30.0%	34.9%	33.1%	31.9%
资产减值损失	-0.51	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.15	1.06	1.07	1.13
销售费用	501	546	598	653	速动比率	0.85	0.86	0.87	0.94
管理费用	231	229	249	272	费用率指标				
财务费用	20	17	18	20	销售费用率	27.8%	27.5%	27.4%	27.4%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	管理费用率	12.8%	11.5%	11.4%	11.4%
投资净收益	12	13	14	15	财务费用率	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业利润	188	249	277	303	分红指标				
营业外收支净额	3.64	3.94	0.00	0.00	分红比例				
利润总额	192	253	277	303	股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税	48	63	69	75	估值指标				
净利润	144	190	209	228	P/E (倍)	35.18	26.51	24.13	22.00
归属于母公司净利润	129	173	190	208	P/B (倍)	5.64	4.78	4.08	3.52
少数股东损益	15	17	18	20	P/S (倍)	2.52	2.29	2.08	1.91
					净资产收益率	16.0%	18.2%	17.1%	16.1%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760