

► **公司概况：民族星级酒店品牌标杆，围绕酒店主业实现多元化业务布局。**公司成立之初以国内老牌星级酒店南京金陵饭店为核心资产开启酒店运营业务，而后逐渐进行管理输出，并围绕酒店主业发掘产业链延伸乃至业态外拓。当前公司旗下拥有 4 家直营门店（3 家自持物业），酒店管理业务旗下门店达 195 家，位居国内连锁豪华品牌第 4 位，2017 年后公司亦推出了金陵嘉珑、金陵文璟等 5 大子品牌，开启多品牌扩张步伐。此外公司亦成立子公司布局酒店物资的采购与贸易、名酒/饮料/食糖等商品经销等业务延伸酒店产业链，并切入旅游资源开发/房地产开发&销售/物业管理/食品制造等领域，实现业务多元化协同发展。

► **酒店行业：疫情下酒店资产端洗牌催生高星翻牌需求，行业持续升级品牌价值凸显。**新冠疫情下大批高星酒店经营承压、陷入现金流困境，同时作为高星酒店资产主要业主方的地产商亦深度承压，致使高星酒店资产在过去两年里快速洗牌：国内高星酒店品牌管理费+运营成本较低，叠加国潮/民族品牌风潮+大批国资平台成为酒店业主，共同驱使大批国牌高星酒店迎来翻牌机会，进入成长红利期。此外，在消费升级的背景下，酒店品牌依托产品、服务、调性赢得消费者认可获取溢价的能力成为其竞争的关键要素，经典民族酒店品牌价值有望凸显。

► **竞争优势：品牌底蕴深厚，股东资源优渥，多元化布局实现产业协同。**金陵饭店是中国最早一批五星级酒店之一，开业之初凭借 37 层、110 米的架构问鼎“中国第一高楼”；多年发展历程中多次成功接待海内外政要/作为重要活动举办地，凭借服务品质赢得海内外消费者口碑，被视作国内五星级酒店标杆，树立了良好的品牌心智。同时，公司背靠江苏省国资委，资源优渥，充分支撑公司在省内乃至全国范围内获取优质项目，乃至获得潜在的资产注入，借力资本加速扩张。公司多元布局的业务版图亦存在较强的协同效应，构筑高星酒店业务壁垒。

► **内生外延扩张+周期景气复苏+预制菜业务发力共筑成长路径。**截至 21H1，公司旗下管理门店为 195 家，22 年/25 年底目标计划达到 300 家/500 家，有望持续发力内生外延拓店，全方位扩张版图；在酒店行业供给出清的背景下，如后续疫情面得到控制需求复苏，公司有望迎来“量+价”齐升的高景气发展期。此外公司依托餐饮领域的积累和品牌效应切入预制菜赛道，在特色菜品方面优势明显，当前处在渠道发力期，有望实现高成长，增厚公司业绩。

► **投资建议：**疫情带来的行业洗牌叠加消费升级，高星酒店龙头迎来新的发展机遇。公司直营店布局有望推进，叠加委托管理业务成熟快速扩张、预制菜发力，公司未来 3-5 年处于快速成长期。不考虑公司外延并购预期，我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 0.56/0.84/1.55 亿元，对应 PE 分别为 59x/40x/21x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复风险，拓店不及预期，商品贸易增速不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1140	1291	1510	1864
增长率（%）	-5.8	13.2	17.0	23.4
归属母公司股东净利润（百万元）	43	56	84	155
增长率（%）	-41.2	29.3	49.3	85.1
每股收益（元）	0.11	0.14	0.21	0.40
PE	76	59	40	21
PB	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

8.50 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

目录

1 公司概况：底蕴深厚的民族星级酒店，实现业务多元化布局	3
1.1 业务概览：以酒店业为核心，多元布局协同发展	3
1.2 股权&组织架构：江苏省国资委直属，通过设立子公司进行业务拓展	4
1.3 发展历程：稳中求进，近年来多品牌/多元业务布局深化	5
1.4 经营概况：疫情致酒店承压，商业贸易业务持续成长	6
2 酒店行业：供给端洗牌+消费升级提速，行业整合升级进行时	9
2.1 疫情+地产“三道红线”促使供给端洗牌，高星酒店迎来翻牌浪潮	9
2.2 供需两端驱动消费升级，服务力&品牌价值彰显	11
3 竞争优势：品牌底蕴深厚，股东资源优渥，实现酒店业全产业链布局	15
3.1 品牌底蕴深厚，南京“地理+文化”地标深入人心	15
3.2 业务充分协同，实现酒店业全产业链布局	17
3.3 股东资源优渥，省属产业有效联动，国企改革注入动能	19
4 成长看点：内生外延扩张+周期复苏改善景气度+预制菜赛道高增+数字化/会员夯实基础	20
4.1 北上/南下/西进全方位战略扩张，“十四五”目标朝 500 家进发	20
4.2 疫情下行业供给出清，周期复苏下酒店业务有望呈现高弹性	24
4.3 依托餐饮优势切入预制菜赛道，多渠道发力实现高成长	27
4.4 建设数字化平台，夯实会员系统行稳致远	30
5 盈利预测&公司估值：	32
5.1 盈利预测：	32
5.2 公司估值：	33
5.3 投资建议：	34
6 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	38

1 公司概况 :底蕴深厚的民族星级酒店 ,实现业务多元化布局

1.1 业务概览：以酒店业为核心，多元布局协同发展

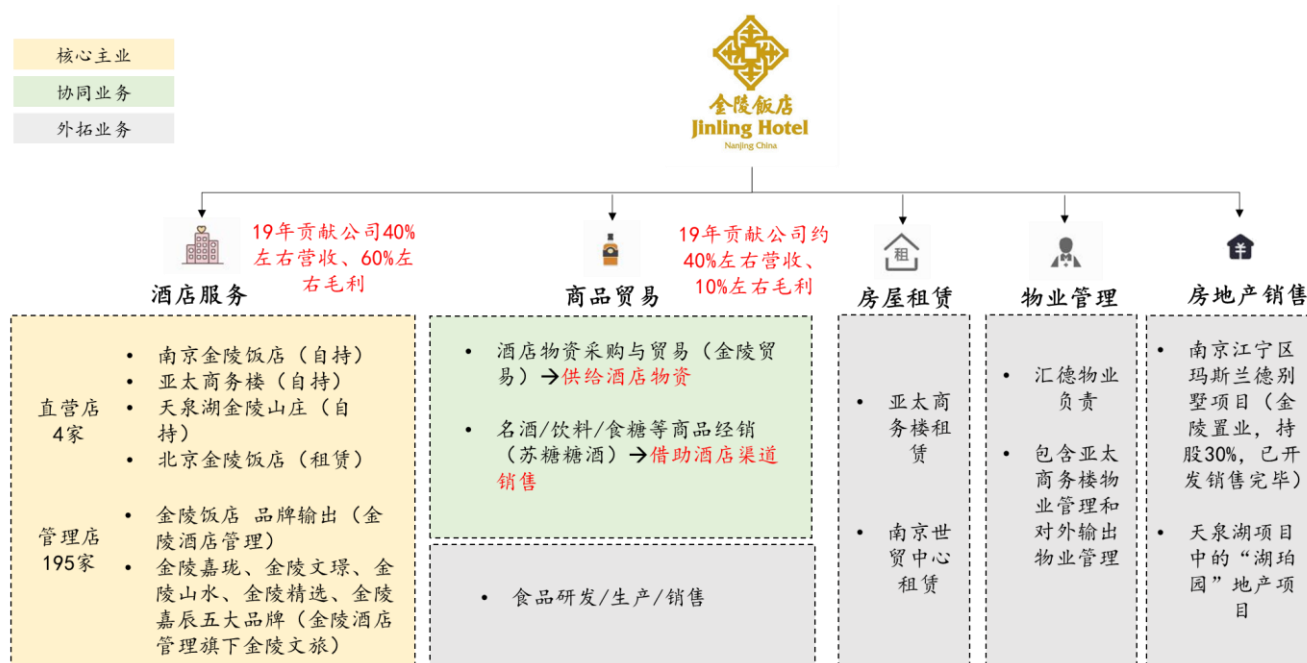
公司以酒店运营管理业务为核心，进行上下游产业链延伸，并不断外拓，切入物业管理、房屋租赁、食品制造、旅游资源开发等领域。基于业务的属性及其与主业的关系，我们将金陵的业务氛围核心主业、协同业务、外拓业务三大板块。

1) 核心主业：南京金陵饭店于 1983 年建成开业，为全国首批六家涉外饭店之一，江苏省首家五星级酒店。2002 年，公司以南京金陵饭店为核心资产成立，早年业务围绕该饭店的运营展开，并开启了管理输出；2017 年以来，公司亦推出了中高端赛段多款品牌线，通过委托管理模式加速扩张。截至 21H1，公司旗下直营门店达 4 家（3 家自有物业），管理门店达 195 家。

2) 协同业务：围绕酒店主业，公司向产业链上下游延伸，成立了多家子公司分别从事酒店物资的采购与贸易（金陵贸易）、高星酒店内精品零售（金陵精品商贸，2015 年注销）、名酒/饮料/食糖等商品经销（苏糖糖酒）等业务，与酒店主业形成联动。其中苏糖糖酒拥有茅台、五粮液等 500 多个品种酒水在江苏地区的经销权，为省内高中档酒类品牌主导运营商。

3) 外拓业务：此外，公司还成立了多家子公司分别切入房屋开发销售（金陵置业）、旅游资源开发（金陵旅游发展）+物业管理/租赁（汇德物业/南京新金陵饭店&南京贸易中心）、食品制造（金陵食品科技）等领域，实现了多元化布局。食品科技公司对金陵餐饮特色菜肴和面点为基础进行研发转化，采用预制菜的生产模式，生产特色面点和预制菜品。

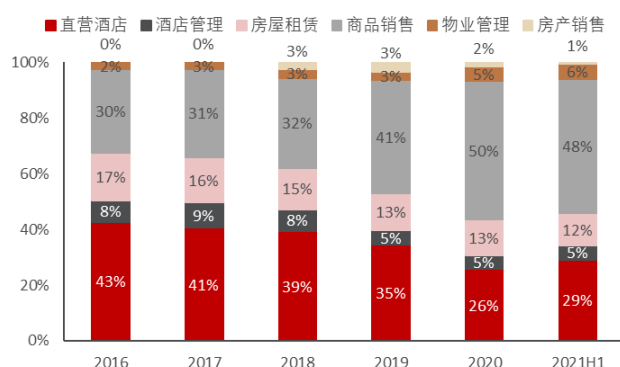
图 1：金陵饭店实现多元化业务布局



资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：图中直营店门店数为截至 21H1

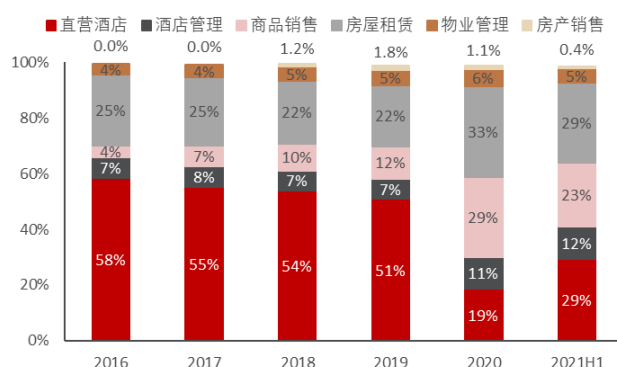
公司将旗下业务划分为酒店服务（包含直营酒店及酒店管理收入）、商品贸易、房屋租赁、物业管理、房地产销售；其中酒店服务和商品贸易贡献主要的营收。2016-2019 年，公司酒店服务/商品贸易收入占比分别在 35%-40%/30%-40%，两者贡献了公司 70%以上的收入。参照疫情/报表调整的 2020 年之前的情况，公司酒店服务和房屋租赁构成表观毛利润的主体。2020 年以来受疫情冲击，酒店业务的营收和毛利润占比均有所下降（毛利润占比下降亦存在营业成本项目调整的影响）。

图 2：公司酒店服务和商品贸易业务构成收入主体



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 3：酒店服务和房屋租赁构成表观毛利润主体



资料来源：公司财报，民生证券研究院

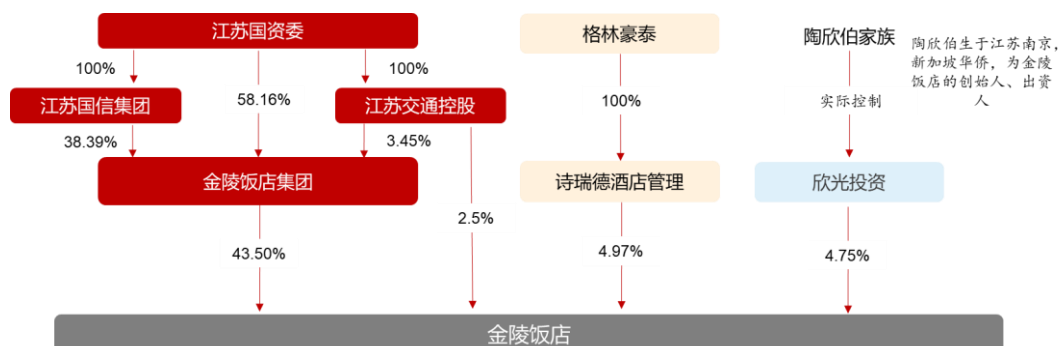
注：2020 年后根据新收入准则，营业成本项目有所调整

1.2 股权&组织架构：江苏省国资委直属，通过设立子公司

进行业务拓展

公司为江苏国资委直属企业，股权较为集中。公司最初即金陵饭店集团以南京金陵饭店经营性资产出资成立，专注酒店运营和管理业务，当前金陵饭店集团依然为公司的大股东，截至 21Q3，持股比例达 43.5%。江苏省国资委作为金陵饭店集团的控股股东，构成公司的实际控制人。诗瑞德酒店管理自 2018 年以来通过二级市场股票交易成为公司股东，其旗下运营有贝壳酒店品牌，为格林豪泰集团旗下企业。南京金陵饭店创始人陶欣伯家族的欣光投资当前亦持有 4.75% 的股权。

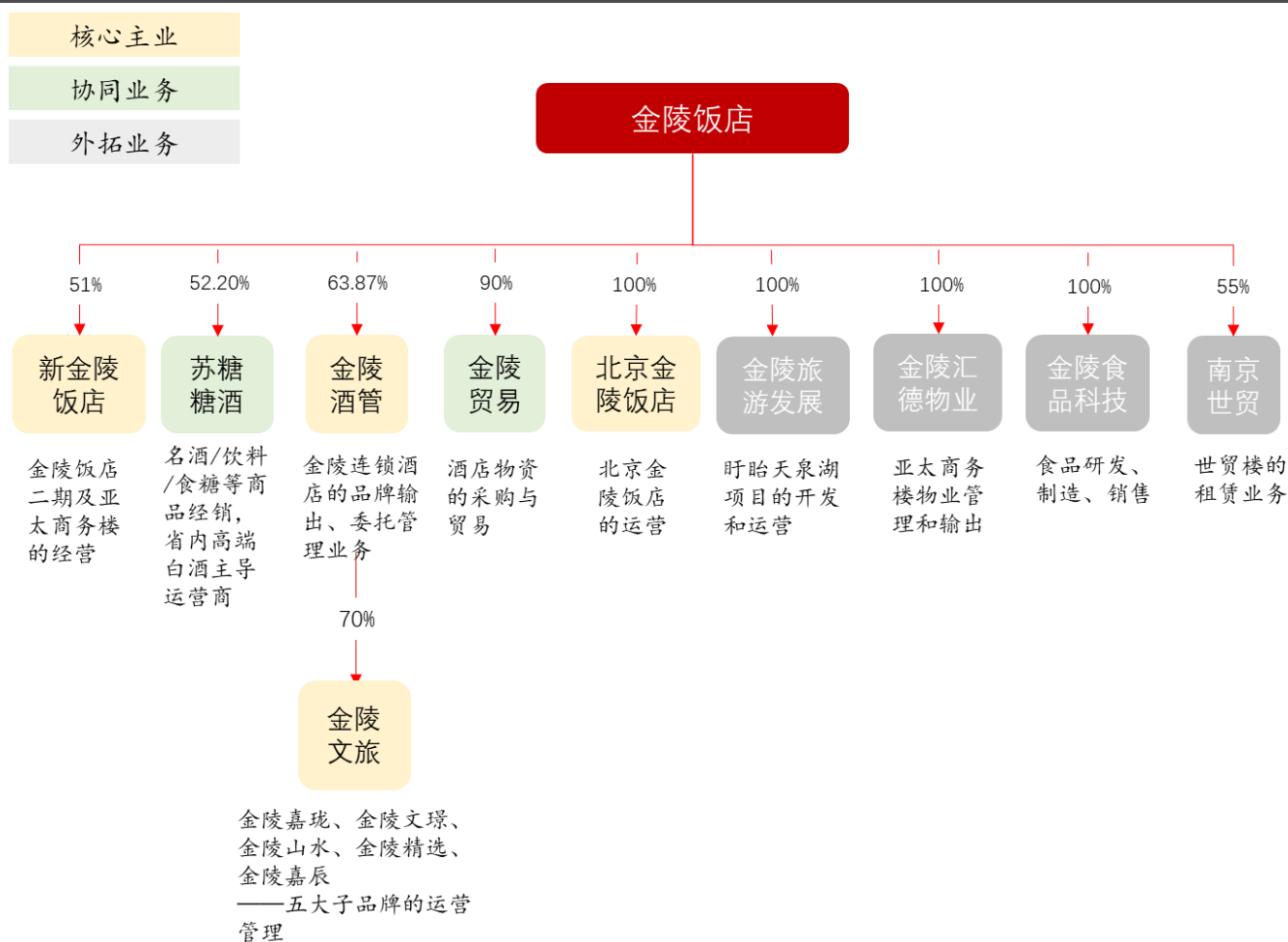
图 4：公司为江苏国资委直属企业



资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：图中直营门店数为截至 21H1

公司旗下设立有多家子公司，依托子公司集群打造多元化业务版图。公司旗下除南京金陵饭店的运营之外的业务目前均分别置于不同的子公司体内。其中新金陵饭店/金陵酒管/北京金陵饭店以及金陵酒管旗下的金陵文旅主要聚焦酒店运营和管理主业(新金陵饭店旗下还有写字楼的运营/管理/租赁业务，另外金陵旅游发展旗下亦有部分酒店运营相关业务)；苏糖糖酒、金陵贸易则聚焦跟公司酒店业务充分协同的名酒/饮料/食糖经销，以及酒店物资的采购与贸易；金陵旅游发展、汇德物业、食品科技、南京世贸等公司则分别聚焦至旅游资源开发/物业管理输出/食品制造/世贸楼运营租赁等外拓业务。

图 5：金陵饭店旗下设立了多家子公司分别从事不同业务板块



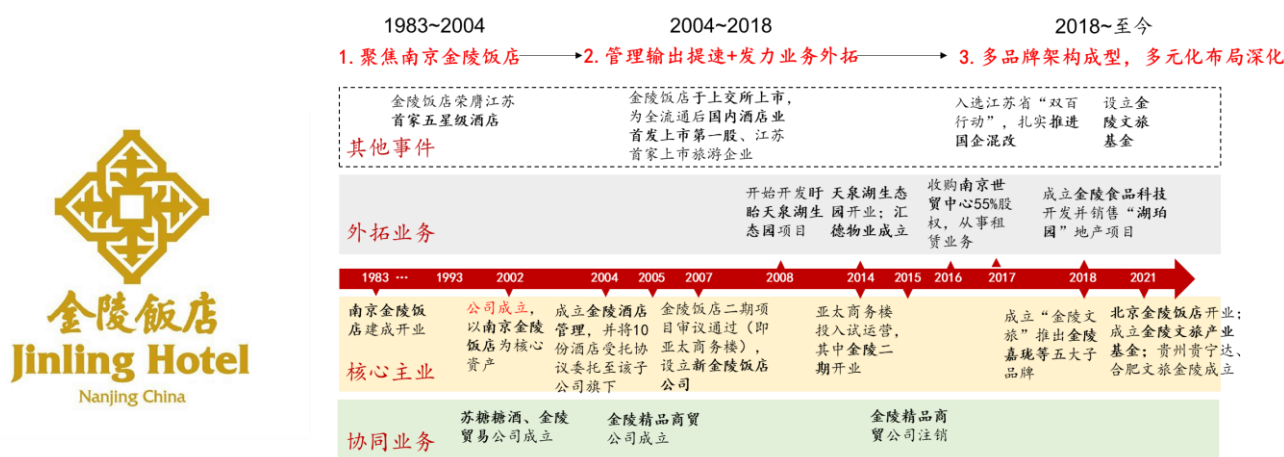
资料来源：公司财报，民生证券研究院；

1.3 发展历程：稳中求进，近年来多品牌/多元业务布局深化

公司发展历程可分为三个阶段：1) 1983 年-2004 年聚焦南京金陵饭店：公司的前身南京金陵饭店 1983 年 10 月建成开业，1993 年荣膺江苏省首家五星级酒店。2002 年公司以南南京金陵饭店为核心资产成立，这一阶段公司业务紧密围绕金陵饭店展开，仅有 10 家管理输出店；同年糖酒公司、金陵贸易公司成立，与星级酒店业务形成充分协同。2) 2004 年-2018 年“管理输出

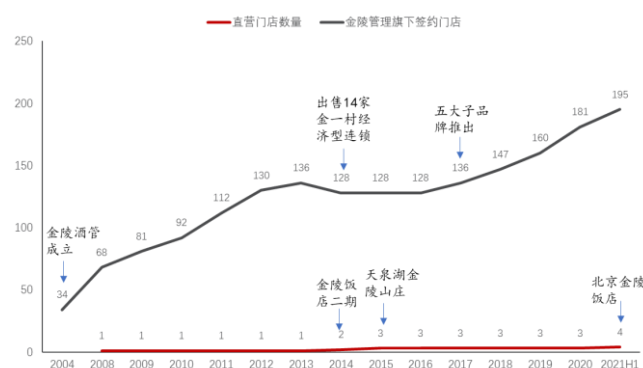
提速+发力业务外拓”：2004 年成立了金陵酒管公司，并将旗下的 10 家酒店的受托管理协议注入，并承诺公司不再签署新的酒店受托管理协议。自此之后，公司旗下的轻资产酒店管理/品牌输出等业务均至于金陵酒管之下。成立之初至 2014 年，金陵酒管旗下还创立了金一村经济型连锁酒店品牌，2014 年将该部分资产出售；在这一阶段，公司亦发力业务外拓，先后投资开发亚太商务楼、天泉湖生态园，创立了汇德物业。3) 2018 年至今“多品牌架构成型，多元化布局深化”：2018 年公司与弘毅基金共同成立金陵文旅酒管公司，由金陵酒管持股 70%，新推出“金陵嘉珑”、“金陵文璟”等中高端细分品牌，多品牌矩阵成型。

图 6：金陵饭店早年项目为核心导向，近年来多品牌/多元布局深化



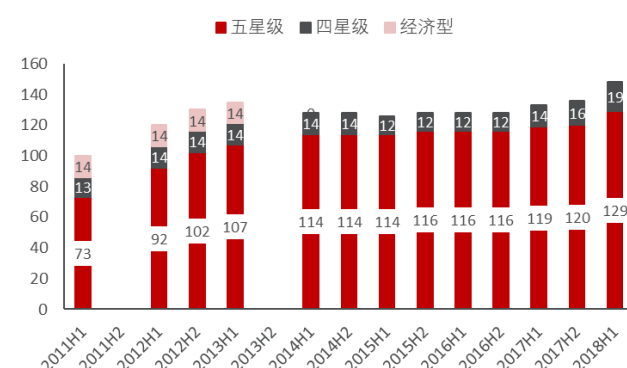
资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：图中直营店门店数为截至 21H1

图 7：金陵饭店旗下门店情况



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 8：金陵酒管旗下在管门店结构情况



资料来源：公司财报，民生证券研究院

注：部分年份数据缺失

1.4 经营概况：疫情致酒店承压，商业贸易业务持续成长

受疫情影响，酒店业务承压拖累营收及盈利能力。受疫情影响，公司 2020 年营收同比下降 4%，2021 前三季度公司营收同比增长 17.10%至 9.45 亿元，扣非归母净利润下滑至-0.03 亿元；2021Q3 公司营收同比增长 4.03%至 3.28 亿元，扣非归母净利润下滑至 0.06 亿元。从费用

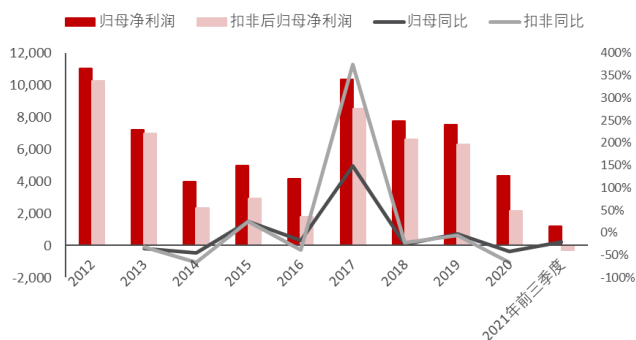
从盈利能力来看，会计准则调整后的 2020/2021H1，三费水平维持稳健；盈利能力方面，受疫情影响，近两年亦有所承压。

图 9：12-21 年前三季度公司营收（亿元）



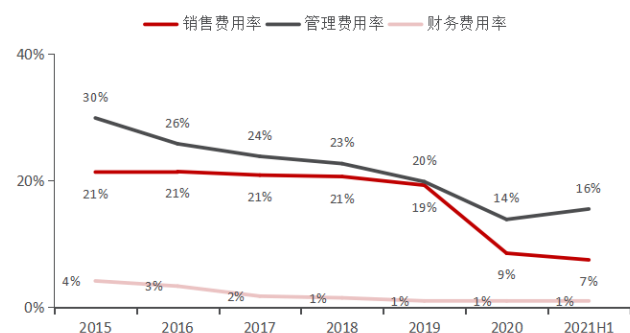
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：12-21 年前三季度公司利润（万元）



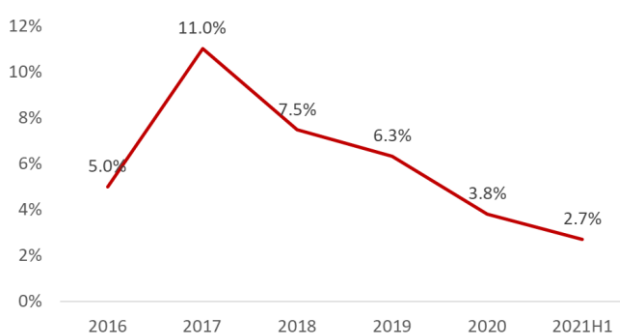
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：15-21H1 公司三费情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

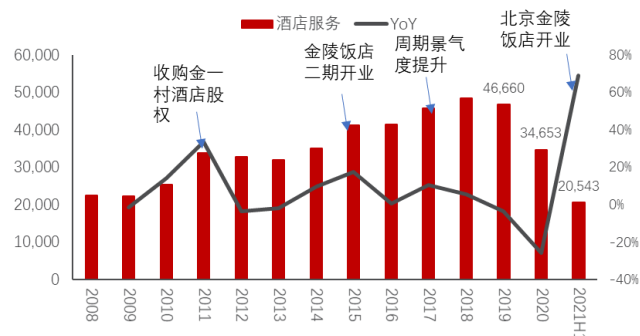
图 12：16-21H1 公司归母净利润率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

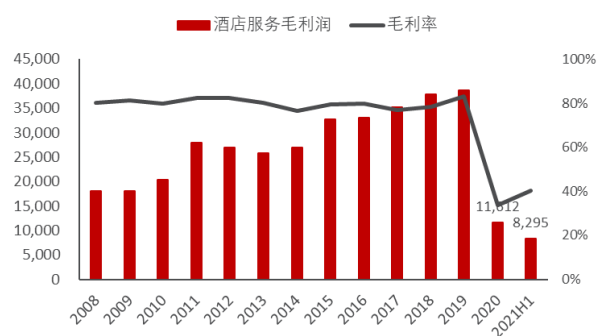
分业务板块来看，酒店收入受到周期波动/门店扩张影响；多元化业务中，商品贸易/物业管理呈现长期成长性，地产销售与其项目周期相关。酒店服务收入主要受到直营门店的扩张和周期波动影响，2011/2015/2021H1 酒店服务收入大幅提高主要系直营门店数量增加，2017 年则主要为行业景气度回升助推。商品贸易业务营收主要来自白酒经销，2013 年受中央“八项规定”影响营收大幅下滑后，后续几年总体维持增长，毛利率也随产品结构优化不断提高。物业管理业务随着业务不断拓展，具备持续的成长性；房屋租赁、物业管理业务起初均围绕亚太商务楼展开，2015 年亚太商务楼开业后两项业务均大幅提高；2016 年公司收购南京世贸大厦，房屋租赁收入再迈上一个台阶后多年维持稳定；物业管理业务后续亦展开了对外输出，具备持续的成长性。地产销售业务与公司项目周期有关，当前主要是天泉湖湖珀园地产项目销售所得。

图 13：2008-2021H1 酒店服务营收（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

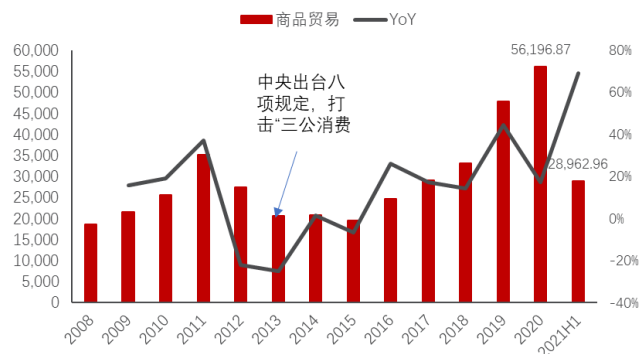
图 14：2008-2021H1 酒店服务毛利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

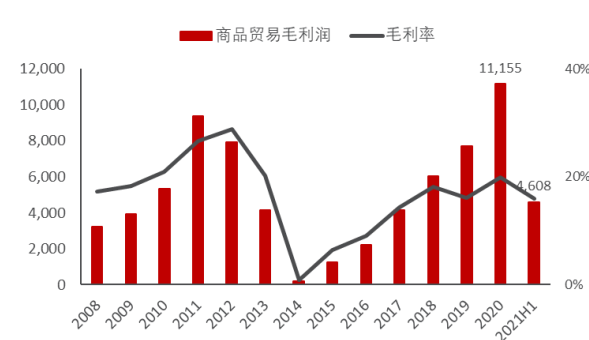
注：2020 年毛利率大幅下降主要是会计准则调整影响

图 15：2008-2021H1 商品贸易营收（单位：万元）



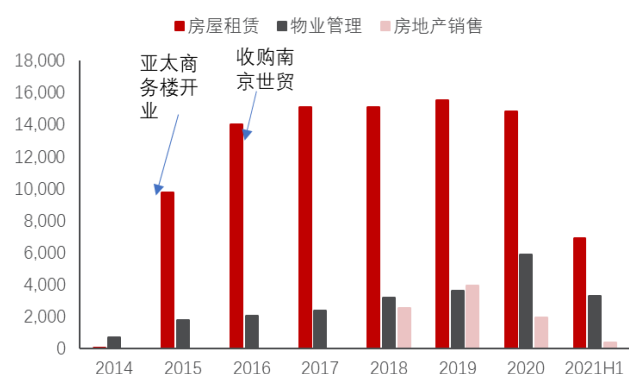
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16：2008-2021H1 商业贸易毛利润（单位：万元）



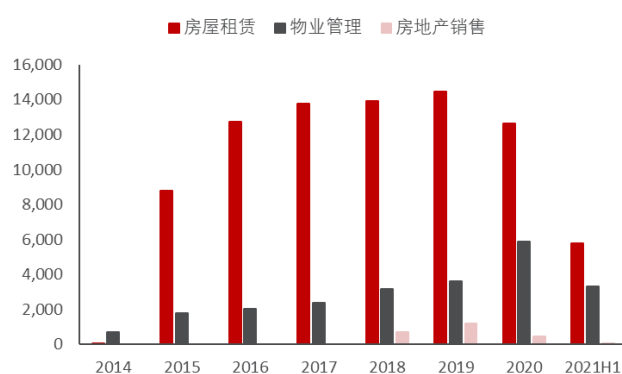
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：房屋租赁/物业管理/房产销售营收（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：房屋租赁/物业管理/房产销售毛利（单位：万元）



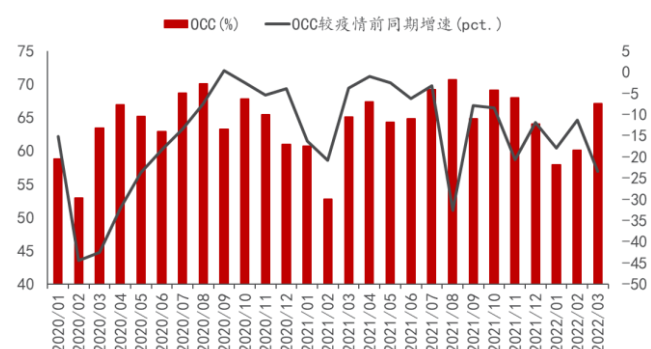
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 酒店行业：供给端洗牌+消费升级提速，行业整合升级进行时

2.1 疫情+地产“三道红线”促使供给端洗牌，高星酒店迎来翻牌浪潮

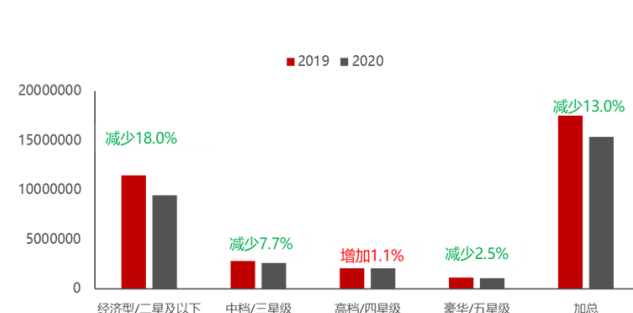
新冠疫情冲击下，酒店行业深度承压，供给大幅出清。2020 年以来的新冠疫情致使住宿业客流大幅下降，酒店业经营深度承压。根据 STR 数据，疫情爆发初期的 2020 年 2 月，中国大陆酒店业入住率较疫情前下降约 45pct，尽管 2020 年下半年以及 2021 年 2-5 月疫情较为缓和，行业有所修复，但 2021 年下半年以来疫情变种传播力加强，给国内防疫体系带来更大的压力而频频采取封控措施，致使行业出行率在较长的时间内震荡承压。根据我们测算，常规酒店在入住率下降至 55-60% 时即进入亏损区间；2 年疫情下，诸多酒店陷入现金流压力而退出市场，根据盈蝶咨询数据，国内 2020 年客房量较 2019 年同比降幅达 13%。

图 19：疫情冲击下酒店行业经营深度承压



资料来源：STR，民生证券研究院

图 20：疫情致酒店行业供给大幅出清（单位：家）



资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图 21：我们测算，入住率下降至 55%-60% 后，酒店进入亏损区间

单体酒店	
成本端	
租金 (万元)	116.8
物业租金 (元/日)	0.8
折摊 (万元)	73
折摊年限 (年)	11
人工 (人)	105
员工数量 (人)	25
人房比	0.25
单员工费用 (元/月)	3500
水电 (万元)	14
单间夜水电成本 (元/日)	7
物耗 (万元)	12
单间夜物耗成本 (元/日)	6
其他 (万元)	18
单房其他成本 (元/日)	5
外部导流费用 (万元)	33
外部导流间夜占比	70%
导流费率	13%

经营利润率		入住率水平										
ADR 水平 (元/间)		25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%
	100	-265%	-208%	-167%	-136%	-113%	-93%	-78%	-65%	-54%	-45%	-36%
	120	-206%	-158%	-124%	-98%	-79%	-63%	-50%	-39%	-30%	-22%	-15%
	140	-163%	-122%	-93%	-71%	-54%	-41%	-30%	-20%	-13%	-6%	0%
	160	-131%	-96%	-70%	-51%	-36%	-24%	-15%	-6%	0%	6%	11%
	180	-107%	-75%	-52%	-35%	-22%	-12%	-3%	4%	10%	16%	20%
	200	-87%	-58%	-38%	-23%	-11%	-1%	6%	13%	18%	23%	27%
	220	-71%	-45%	-26%	-12%	-2%	7%	14%	20%	25%	29%	33%
	240	-57%	-34%	-17%	-4%	6%	14%	21%	26%	31%	34%	38%
	260	-46%	-24%	-8%	4%	13%	20%	26%	31%	35%	39%	42%

资料来源：草根调研，民生证券研究院测算

地产公司深度承压，变卖旗下酒店资产，诸多酒店资产进入国资。在过去国内城市化快速发展的进程中，房地产企业一直以来都是高星酒店的主要投资方/业主方，而随着国内城市化进程放缓，地产红利亦逐渐走向尾声，地产财务压力不断增加，诸多房企均债务高企。据贝壳研究院统计，房企 2022 年预计到期债务约 9603 亿元，比 2021 年下降约 25%，但仍处于接近万亿元的偿债规模高位。此外 2020 年 8 月国内出台银行在房地产企业融资方面“三道红线”，叠加疫情影响下经济下行/住宅销售承压，国内房企出现大面积的流动性危机。在上述背景下，房企旗下的酒店资产则被出售，作为回笼资金改善现金流的手段，而国资平台往往成为了这部分酒店资产的下家。以世贸集团 2022 年出售上海外滩茂悦大酒店为例，1 月 28 日，世贸集团公告 45 亿元出让上海外滩茂悦大酒店，上海地产成为了该资产的接盘方。

图 22：国内诸多房企债务高企

部分上市房企2021上半年有息负债 (不完全统计：迈点)	
房企简称	有息负债(亿元)
中国恒大	5700
保利发展	3341.14
碧桂园	3242.4
融创中国	3035.3
绿地控股	2869
万科	2697.1
世贸集团	1645.14
富力地产	1433.49

资料来源：迈点网，民生证券研究院

图 23：世贸酒店集团近两年挂牌出售的酒店项目

世贸集团出售酒店项目 (不完全统计：迈点)				
项目城市	资产类型	资产名称	评估值/净投入(元)	抵押融资余额(元)
上海	酒店	上海世茂余山洲际酒店	22.5亿元(待定)	20.73亿元(待定)
上海	酒店	上海余山茂御臻品之选酒店	16.6亿	15.5亿
上海	酒店	上海外滩茂悦大酒店	56亿	36亿
上海	酒店	上海世茂皇家艾美酒店	135.5亿	65亿
上海	商业	上海世茂广场		
南京	酒店	南京世茂滨江希尔顿酒店	11.8亿	7.37亿
武汉	酒店	武汉世茂希尔顿酒店	12.9亿	3.5亿
武夷	酒店	世茂御樟·武夷度假酒店	5.25亿	2.12亿

资料来源：迈点网，民生证券研究院

经营承压/资产流转促使酒店业迎来翻牌潮，国内高端品牌迎来突围机遇。伴随着行业“寒冬”下频繁的资产流转，国内酒店行业亦迎来翻牌浪潮，这其中包括因为经营压力业主选择提前与原品牌方中止合同以节省管理费，以及业主更迭下对于酒店发展思路变化促成的酒店翻牌。根据亚洲旅宿大数据研究院，2005 年-2018 年，国际酒店品牌撤牌事件仅 35 起，平均每年 2-3 起。2020 年，国内就有 8 家酒店翻牌，2021 年则有 10 多家酒店翻牌，“翻牌”后的新品牌不少是国内高端酒店。如无锡万达颐华酒店“翻牌”自无锡锦江大酒店、北京金陵饭店“翻牌”自北京人济万怡酒店、上海扬子江丽笙精选酒店“翻牌”自扬子江万丽大酒店。随着地产发展逐渐趋缓，此前通过挂牌国际高星酒店提高商业配套的调性，进而提高周边地块和住宅价格的综合项目开发思路亦逐渐让位于追求酒店资产本身现金流回报的资产管理思路。由于国内高星酒店品牌管理费较低，同时服务/餐饮/品牌调性更加符合本土消费者偏好，在行业频繁翻牌的背景下，有望迎来突围机遇，重新“夺回”曾经被外资酒店品牌“占领”的城市地标。

图 24：扬子江丽笙精选酒店“翻牌”万丽



资料来源：迈点网，民生证券研究院

图 25：2021 年国内高星酒店翻牌达十余家

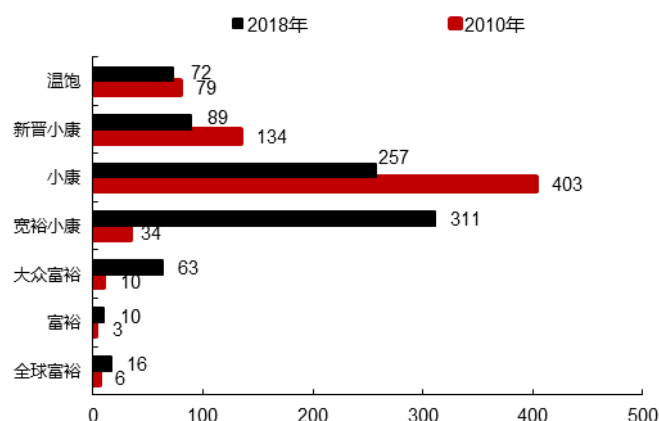
2021年高端酒店翻牌不完全统计	
翻牌前	翻牌后
上海四季酒店（奢华）	上海阿丽拉
无锡锦江大酒店	无锡万达颐华酒店
北京人济万怡酒店	北京金陵饭店
上海扬子江万丽大酒店	上海扬子江丽笙精选酒店
上海索菲特海仑宾馆	上海丽笙精选海仑宾馆
上海兴国宾馆	上海兴国宾馆丽笙精选
古象大酒店	假日酒店、艺龙酒店和古象杉丽
杭州景澜·云台印象酒店	杭州诗莉莉漫戈塔·天池酒店
南新雅大酒店	南新雅皇冠假日酒店
南京东方珍珠饭店	南京东方珍珠voco酒店
千岛湖阳光大酒店	voco千岛湖阳光大酒店
杭州千岛湖润和建国度假酒店	杭州千岛湖伊敦度假酒店
东方饭店	东方·美仑美奂酒店
郴州华天大酒店	瑞际酒店
西宁富力万达嘉华酒店	西宁富力万达文华酒店
新华诺富特大饭店	武汉新华voco酒店

资料来源：亚洲旅宿大数据研究院；注：不完全统计

2.2 供需两端驱动消费升级，服务力&品牌价值彰显

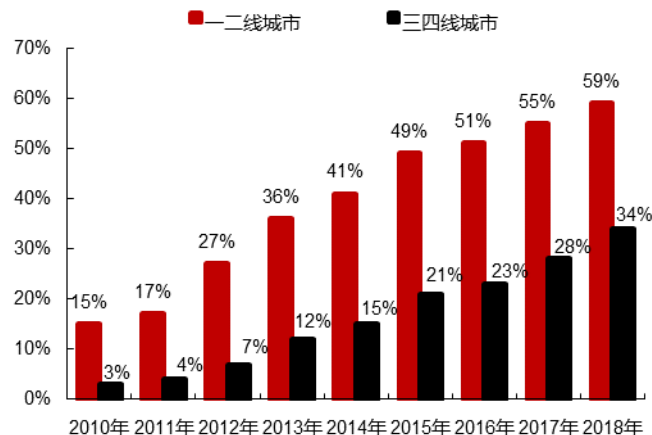
中产阶级群体持续扩大，对消费品和服务质量的要求提高，中高端酒店需求增长。居民收入水平的结构同样会深刻影响当地对不同层次酒店的需求，中产阶级在总人口中所占比重在一定程度上也反映出中高端酒店的潜在消费市场空间的大小。根据麦肯锡 2019 年发布的《中国消费者调查报告》，我国城镇人口中达到中产阶级及以上收入水平的人口从 2010 年的 7.92% 上升到 2018 年的 48.90%，不同收入阶层的居民结构已经从金字塔形逐渐转变为橄榄球形，开始向发达国家靠拢。此外，三四线城市受益于经济增长生活水平也在不断提高，近八年中产家庭数量年均复合增速达 38%，较城镇中产家庭数量 CAGR 高出 15pct，未来三四线城市的消费升级空间同样可期。因此从下游的顾客需求端来看，我国酒店行业的中高端升级条件成熟。

图 26：城镇人口中产阶级占比已增至近一半（百万人）



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

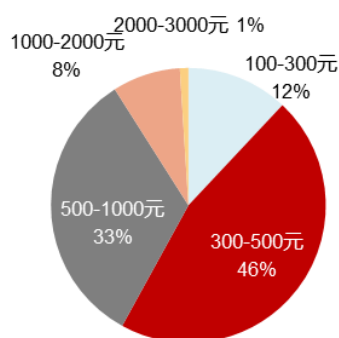
图 27：我国中产阶级人口占比不断扩张



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

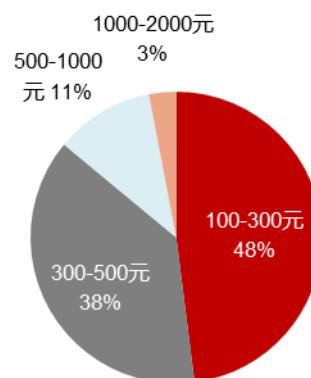
差旅标准提高，中高端酒店成为商务出差住宿的可选项。我国整体差旅住宿标准随着经济发展不断提升，客观上使得商旅住宿的消费能力从过去廉价的经济型酒店提升至中端乃至中高端酒店。以中央机关普通职员差旅标准为例，根据 2016 年起实行的中央和国家机关工作人员赴地方差旅住宿标准，赴一线城市的差旅住宿平均标准约为 475 元/人·天，赴二线城市的差旅住宿平均标准约为 370 元/人·天，而司局级、部级人员对应标准更高，随着差旅住宿标准的提高，国内中高端酒店成为越来越多人的差旅住宿选择。根据携程对企业差旅负责人调研的数据，同样可以发现一二线城市酒店差旅标准主要集中在 300-500 元以及 500-1000 元档次，进一步证明差旅住宿中中档乃至中高端酒店的接受度日渐提高。

图 28：一二线城市差旅人均预定标准



资料来源：携程商旅，民生证券研究院

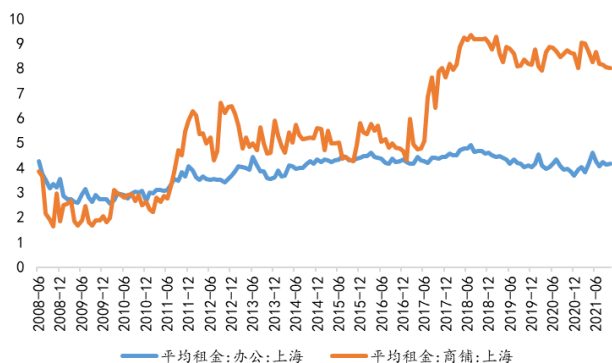
图 29：三四线城市差旅人均标准



资料来源：携程商旅，民生证券研究院

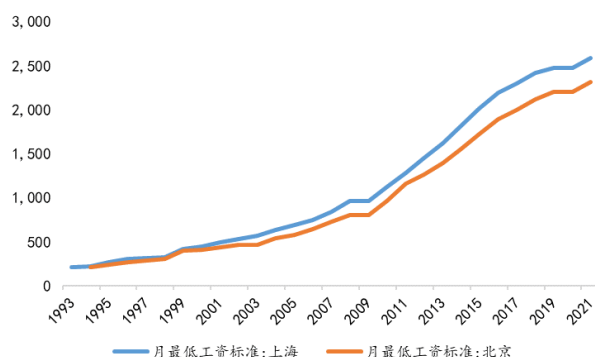
高端&中高端酒店品牌凭借较强的溢价能力和经营灵活性，疫情后展现出较强的回报率。根据 STR 的样本数据，尽管 TrePAR（包含非客房收入）仅恢复至 2019 年同期的 75%，2021 年高端&中档偏上的酒店产品的 GOPPAR（单间可售房经营利润）达到了 2019 年同期的 112%，这主要得益于高端&中高端赛段品牌的定价能力和经营灵活性：一方面，该赛段产品具备优良的装修/设施，给予客户优质的体验，因此能够维持较高的售价；另一方面，相比于奢华和超高端赛段产品，高端&中高端通常不含游泳池/SPA/高档餐饮/宴会厅等服务，同时疫情下甚至能够进一步削减其餐饮/会务等服务内容以降低人员及运营成本，实现精简化运营，通过节流的方式优化其运营利润率。由于模型展现出了较强的竞争力，中高端及高端产品亦受到酒店投资人青睐，根据 STR 的在建酒店样本数据（仅含中端及以上），2022/2023/2024 及以后开业的酒店中，中高端/高端产品占据了大部分。

图 30：城市物业租金水平不断提高（元/平米/日）



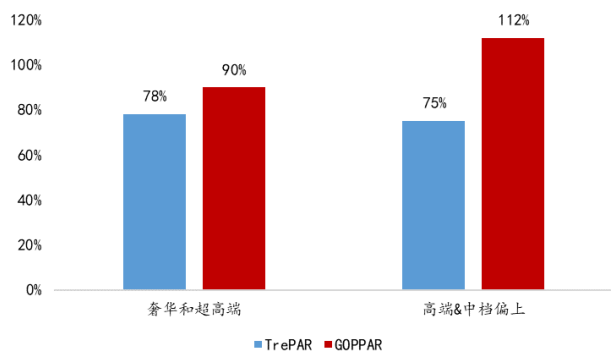
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：最低工资水平不断提高（元/月）



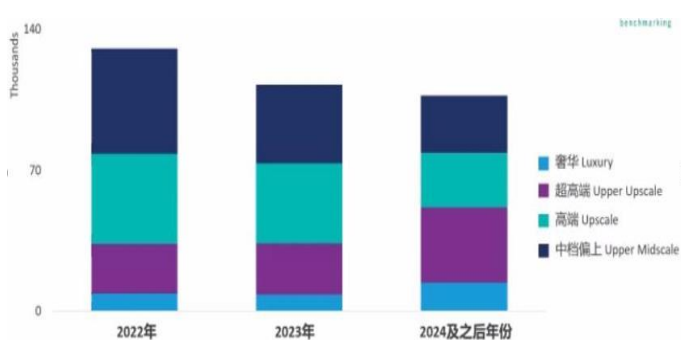
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：疫情后高端&中档偏上酒店恢复率良好



资料来源：STR，民生证券研究院

图 33：中高端及高端产品亦受到酒店投资人青睐



资料来源：STR，民生证券研究院

图 34：行业供给加速出清的背景下，高档四星级酒店规模不降反增



数据截止时间为2020年1月和2021年1月，数据来源：中国饭店业协会

资料来源：中国饭店业协会，民生证券研究院

疫情影响下，酒店的服务标准关注度进一步提高，叠加消费升级趋势，具备强服务基础的酒店品牌有望迎来发展机遇。2020 年疫情爆发以来，疫情防控对酒店的服务和管理提出了更高的要求，由于新冠病毒的强传播力，酒店作为人员频繁进出的场所，需要进行更加精准的人员入住

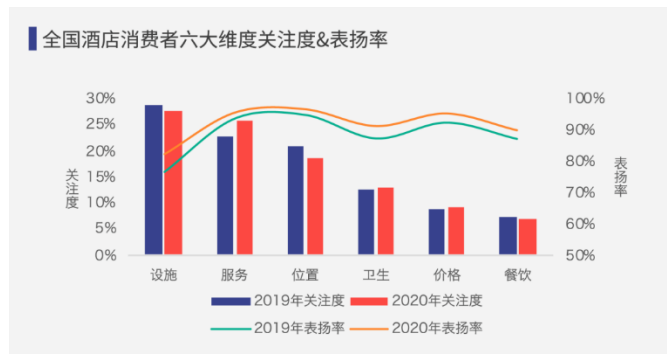
管控和卫生管控。根据浩华的调研，2020 年酒店消费者对服务的关注度大幅上升，同时对卫生价格的要求亦有小幅提高。在这点上，对员工要求更高和 SOP 管理更加严格的高星级酒店具备优势，品牌价值有望凸显。

图 35：疫情下对酒店的流程管理提出了更高的要求



资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

图 36：2020 年消费者对于服务的关注度进一步提高



资料来源：浩华咨询，民生证券研究院

消费升级背景下品牌价值不断凸显，年轻消费者话语权不断加大将为国内酒店品牌突围创造条件。根据浩华咨询的统计，品牌定位及概念成为业主进行加盟品牌选择时候最重要的考虑因素。中国的“Z 世代”具备自主选择品牌的信息基础/文化环境，并具备较强的民族自信心，对本土品牌偏爱有加，而其中的大多数人口将逐渐具备独立的消费决策权，上述消费者的代际更迭将构成消费品牌格局变迁的社会基础。根据飞猪/途家等 OTA 端旅游数据，2022 年的元旦假期，95 后和 00 后异军突起占据主流地位，其中 00 后年轻客群占据总人数的 47%，95 后客群占 20%以上。而年轻人的审美偏好亦将塑造着住宿业的生态，2022 年元旦期间京郊民宿均价上涨七成，民宿预定住客中 95 后和 00 后占比约 67%，其中装修风格较为年轻新潮的网红民宿预订量占年轻用户订单总量的 10%，体验型民宿占年轻用户民宿订单总量的 19%。

图 37：品牌定位及概念成为业主选择时的核心因素



资料来源：浩华咨询，民生证券研究院

图 38：90 后消费者更倾向于选择本土消费品牌



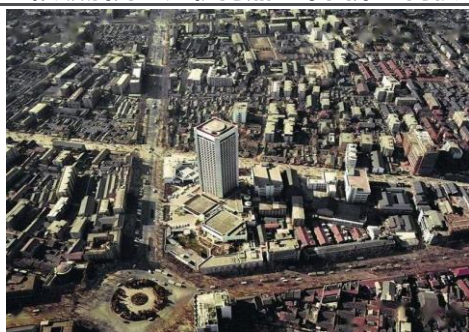
资料来源：百度 2021 国潮骄傲搜索大数据，民生证券研究院

3 竞争优势：品牌底蕴深厚，股东资源优渥，实现酒店业全产业链布局

3.1 品牌底蕴深厚，南京“地理+文化”地标深入人心

知名品牌酒店起家，经营四十载打造国内五星级典范。金陵饭店是经国务院批准成立的全国首批涉外旅游饭店，于 1983 年 10 月建成开业。作为中国最早一批五星级酒店之一，金陵饭店开业之初凭借 37 层、110 米的高楼问鼎“中国第一高楼”，国际媒体视之为“中国改革开放的窗口”。饭店曾多次成功接待党和国家领导人以及美国前总统布什、原联合国秘书长潘基文、法国前总统密特朗等数百名政要、五千余名流和两千三百万海内外宾客，其优质的服务受到了国内外政要名流的广泛认可。国家旅游局在《饭店星评标准访查示范》中，将金陵饭店管理模式和服务标准作为五星级酒店范本并拍摄成教学片，向全国酒店业推广。

图 39：金陵饭店开业之初问鼎“中国第一高楼”



资料来源：金陵饭店官网，民生证券研究院

图 40：南京金陵饭店曾接待多国政要及名流巨商



资料来源：旅搜网公众号，民生证券研究院

地处南京市中心繁华地段，以苏皖为中心积极向全国范围辐射，当前门店规模位居全国豪华五星酒店前五位。南京金陵饭店地处南京市中心新街口，紧邻金鹰国际购物中心、德基广场等大型购物中心，交通便捷，具有得天独厚的地理位置优势。饭店以南京、安徽都市圈为核心门店开拓区域，积极向全国 20 省 89 市布局，门店总数达 201 家（截止 21 年 12 月）。公司近三年阶段性目标是实现连锁酒店 300 家的规模，完成全国重点城市战略布局。

图 41：南京金陵饭店地处市区中心繁华地段



资料来源：高德地图，民生证券研究院

图 42：公司布局全国 20 省 89 市



资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

图 43：公司门店数位居国内豪华五星品牌 TOP5（单位：家）

排名	品牌名称	2018年		品牌名称	2019年		品牌名称	2020年	
		门店	客房		门店	客房		门店	客房
1	锦江酒店	29000	94	碧桂园	74	28092	碧桂园凤凰	76	28966
2	碧桂园酒店	24329	73	锦江	92	28000	富力酒店	91	27409
3	首旅建国	18429	66	首旅	62	17550	锦江酒店	88	27000
4	金陵连锁	16972	65	金陵饭店	62	17421	金陵连锁酒店	79	20800
5	开元名都	16263	46	开元酒店	49	17285	开元名都	51	18360
6	万达嘉华	14453	51	君澜	55	15994	首旅建国	64	18295
7	世纪金源	9823	25	万达	48	14100	君澜大饭店	64	17798
8	粤海酒店	9126	34	世纪金源	20	10321	万达嘉华	51	14997
9	维景国际	6975	19	君澜	32	10256	君澜度假	36	11465
10	万达文化	5833	20	港中旅	23	8934	世纪金源	20	10093

资料来源：中国饭店业协会，民生证券研究院

餐饮底蕴深厚，金陵美食正统。金陵饭店主打淮扬菜系+特色美食，被视为京苏菜正统，盐水鸭、炖生敲、蟹粉狮子头、南京烤鸭等为代表菜等为代表菜品。金陵饭店注重餐饮文化的挖掘、传承和创新，设立 4000 亩“金陵饭店专供有机食材基地”，拓展从餐桌到田间可溯源的食品安全供应链。金陵饭店厨师团队参加央视财经频道“厨王争霸”大赛，在与中外名厨的较量中一路过关斩将，赢得“厨王”的最高荣誉。此外，金陵在业内率先成立食品研发中心，每月推出 30-40 道创新菜，并组织创新菜大奖赛共创新菜点 220 多款。如天泉湖金陵山庄提供天泉湖鱼、生态采集、生态羊肉等独特自然食材，为山水胜景锦上添花；金陵梅苑主打经典淮扬菜，厨师从南京金陵饭店本部调来，招牌菜包括盐水鸭、文思豆腐羹、红烧狮子头、松鼠桂鱼、酒酿蒸白鱼、金陵方糕等，开业期间还举办了淮扬菜美食节，梅苑中餐厅被《美食与美酒》评为“BEST10 中国最佳餐厅”。

图 44：酒店餐饮环境优雅


资料来源：携程，民生证券研究院

图 45：公司餐饮以淮南菜为核心，兼顾多种菜系


资料来源：公开资料整理，民生证券研究院

以人文素养为内核，注重细节打造品质服务，政商会议/重大活动方面经验丰富。服务方面，金陵饭店强调以人文素养为内核，关注宾客的价值体验和深层次需求，在经营中融入人性化设计、精细化管理和亲情化服务，铸就了“东方的、世界的”金陵连锁酒店品牌文化内涵。金陵在听音助眠的声、萦香助眠的闻、小食助眠的味、好物助眠的触、心情助眠的形，五大细节上齐下功夫，

让宾客体验到高质的酒店服务，并建立详细的客户档案，记录客人饮食爱好、个人紧急、兴趣爱好、生日等个人生活细节，将个性化服务做到极致。同时，作为江苏国资委直属的高星级酒店集团，金陵饭店在政务企业单位内部活动接待方面，金陵拥有丰富的经验和完整的系统流程，特别是在管理和经营政府及各企业单位酒店和服务政府各类接待任务及各种规模、各种形式会议方面具备特长。饭店每年接待各类重大活动和商务会议千余批次，承接了全国糖酒会食品饮料主展区业务等重大会展活动，曾于 2016 年荣膺第八届会议产业大会(CMIC2015)“中国最佳会议酒店”称号。2014 年旗下 7 家酒店获经济与会议酒店发展大会“优秀会议酒店”名单。

图 46：全方位着手打造精品服务



资料来源：金陵饭店官网，民生证券研究院

图 47：公司 4+8+32 的管理宗旨



资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

图 48：金陵饭店承接江苏发展大会的餐饮/接待/住宿



资料来源：新华社图片，民生证券研究院

图 49：举办过诸多重大活动的“钟山厅”

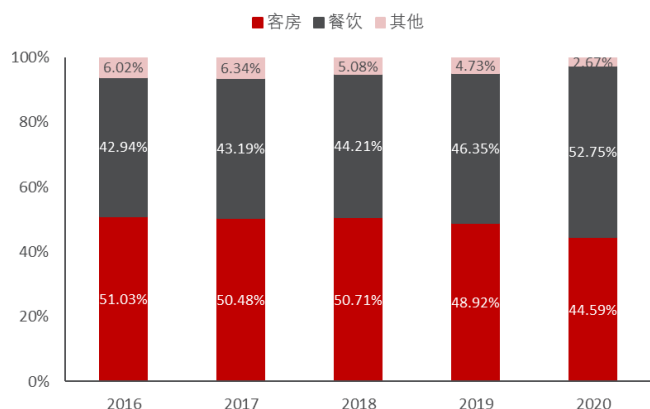


资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

3.2 业务充分协同，实现酒店业全产业链布局

苏糖糖酒拥为省内高中档酒类品牌主导运营商，有力支持高星酒店餐饮业务。苏糖糖酒有茅台、五粮液等 500 多个品种酒水在江苏地区的经销权，高星酒店业务结构中，常态情况下餐饮贡献收入接近 50%，涵盖了大量商务宴请、婚宴、会议餐饮配套等多种业务形态。苏糖糖酒作为江苏省内高中档酒店类主导经销商，能够与金陵饭店旗下的高星酒店餐饮业务形成密切协同，保障持续供货能力和合理的供货价格。

图 50：公司旗下高星直营店餐饮收入占比接近 50%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 51：苏糖糖酒旗下酒类产品多样



资料来源：苏糖公司官方网站，民生证券研究院

金陵贸易搭建酒店物资采购平台，助力公司酒店主业降低采购成本。金陵贸易主营酒店物资采购，持续通过规模化、集团化的采购效应为成员酒店降低采购成本，2021 年金陵战略合作伙伴在项目的成单率高达 80%以上。根据公司公众号披露，公司借助联盟平台为西安紫金山洽谈引入当地供应商，仅冰露水一个产品降本率达到 17.5%，帮助酒店实现资源最优配置。此外公司还建立了“金陵饭店采购网”电子商务平台，加强连锁饭店采购业务的整合，促进资源合作，实现资源共享和物资线上直采、集采。目前金陵供应链体系成为酒店业电子采购供应链的示范。“金陵酒店采购网”拥有酒店物资 1.4 万种，近 700 家供应商实现网上交易，平台服务酒店数量已近 150 家，2021 年平台交易规模达 1.5 亿元。

图 52：金陵饭店采购网合作品牌丰富



资料来源：金采网，民生证券研究院

图 53：公司搭建了完善的酒店供应链服务平台



资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

设立文旅基金，撬动社会资本，打通酒店业投资/运营循环，助力扩张。2020 年 9 月，金陵饭店发布公告与罔山旅文、西藏弘毅、新兴产业投资公司共同设立金陵文旅产业基金(有限合伙)。金陵文旅基金主要从事长三角区域为主的酒店住宿类项目投资、金陵酒管公司投资收购以及相关文旅等领域的项目投资。文旅基金将通过设立全资或合资的项目公司、采取“租赁经营+装修投资”等方式获取酒店经营权，并委托金陵酒管公司进行专业化运营管理。通过“基金投资+金陵运

营”的市场化运作机制，公司能够撬动社会资本，以解决连锁经营布局中的资金投入问题，有效拓展租赁经营的业务模式，推动公司快速、低成本地抢占市场优质资源，加快中高端新品牌酒店的扩张力度；另一方面通过专业化运营管理基金投资的酒店项目，可以打造公司旗下系列品牌旗舰店，进一步扩大品牌影响力，提高金陵连锁酒店市场占有率，有利于公司长远可持续发展。

表1: 金陵文旅基金募集规模

募集规模	有限合伙人	首期认缴金额	目的	备注
2-3 亿元	金陵饭店	5000 万元	从事长三角区域为主的酒店住宿类项目投资、酒店管理公司投资收购以及相关文旅等领域的项目投资并将兼顾长三角一体化的其他区域的投资。	投资于江苏省区域内相关项目的金额不低于合伙企业于最后交割日的认缴出资总额的 50%
	圈山旅文	5000 万元		
	西藏弘毅	2800 万元		
	新兴产业投资公司	200 万元		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 股东资源优渥，省属产业有效联动，国企改革注入动能

公司作为江苏国资委旗下企业，能够与母公司金陵饭店集团，乃至省属多家企业实现业务合作与联动。金陵饭店集团已基本构建出“食住行游购娱”的全产业链整体优势，能够与上市公司充分协同。此外，集团公司积极探索省属企业间优势互补、资源共享、利益共赢的战略合作新实践，成立股份公司省属企业间战略合作推进工作小组，加强与各省属企业对接合作的沟通协调。汇鸿冷链食材、农垦大米、舜天进口海产品、苏盐集团调味品、海企定制工作服等一系列优质产品，利用集团化采购的规模效应，以市场优质低价源源不断通过金陵采购平台进入省内外金陵连锁酒店。与此同时，金陵亦与国信、汇鸿、海企、苏豪、舜天、农垦等省属企业洽谈会员发展、批量导入，为省属企业员工制定专属优惠礼遇，提升会员数量及会员消费。目前已有 11 家省属企业在金陵订房消费，截至 2021 年 7 月底实现了 4000 余间的客房产量，金陵大肉包、盐水鸭等拳头产品也进入了省属企业员工食堂等“内供平台”。

表 2：金陵饭店集团覆盖“食住行游购娱”全产业链

产业	公司	公司持股	主营业务
客运	江苏省外事旅游汽车	100%	涉外旅游客运
零售	金陵五星实业	100%	机械、零部件及食品销售等
旅游	金陵旅投	99%	投资管理，酒店及餐厅管理，旅游业务，物业管理
工程服务	南京金宸建筑设计	90%	建筑工程设计
养老	江苏天泉湖开发建设	60%	天泉湖项目开发及公共设施建设与运营

资料来源：企查查，民生证券研究院

图 54：金陵饭店产品进入省属企业线上商城



资料来源：舜天海外官方商城，民生证券研究院

图 55：金陵饭店与省属其他企业业务联动



资料来源：江苏省商会，民生证券研究院

入选国企改革“双百行动”，发力国企改革，资产注入激发动能。“双百行动”由国务院领导，主要内容是在 2018-2020 年期间实施国有企业改革，鼓励主业在充分竞争的行业和领域的国企通过改制上市发展混合所有制经济。截至 2021 年 11 月底，江苏省国有企业改革“双百行动”目标完成率达 85%。1) **资产注入落实股权多元化**：江苏省国资委为盘活省属国资优质存量资源，支持金陵饭店做大做强，于 2018 年将 16 家省属酒旅类资产注入集团，首批注入资产约 23.6 亿。资产整合完成后，金陵饭店集团成为由江苏省国资委、国信集团、交通控股集团多元控股的国资子公司，实现混合所有制改革。目前，金陵饭店集团已有 6 家控股子公司通过引入战略投资者、引入员工持股等方式落实了混合所有制改革。2) **依托资本运作解决同业竞争**：由于注入酒旅类资产与集团主业形成同业竞争，2021 年 8 月，金陵饭店集团与金陵旅投集团将 11 家酒店的经营权委托至金陵酒管公司，实现产权与经营权分离，进一步加强酒店板块集约化管理，加速金陵品牌快速扩张。

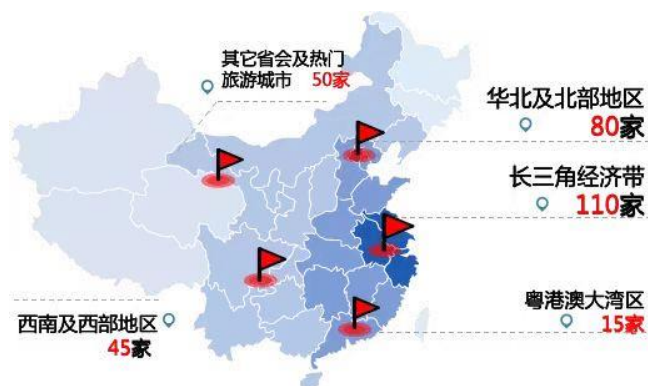
4 成长看点：内生外延扩张+周期复苏改善景气度+预制菜赛道高增+数字化/会员夯实基础

4.1 北上/南下/西进全方位战略扩张，“十四五”目标朝 500 家进发

2022 年金陵连锁目标发展至 300 家规模，2025 年达到 500 家。根据集团公司党代会精神、股份公司，酒店业务板块五年行动计划，金陵连锁到 2022 年，旗下酒店发展到 300 家规模，初步完成省内及全国重点城市战略布局的阶段任务，并管理 2、3 家境外酒店。让“金陵”品牌走出去，实现从区域性走向全国性、从全国性走向国际化酒店集团的战略升级，到 2025 年，实现全国 500 家金陵连锁饭店的奋斗目标，配合国家“一带一路”战略，让“金陵”品牌走出

去。

图 56：公司 2022 年目标规划



资料来源：金陵饭店集团公众号，民生证券研究院

图 57：公司 2022 年目标中规划的品牌结构



资料来源：金陵饭店集团公众号，民生证券研究院

4.1.1 直营业务：加速旗舰店布局，集团资产有望进一步注入

北京金陵饭店项目有望释放业绩弹性；践行扩张战略、加速旗舰店布局。北京金陵饭店于 2021 年 5 月 28 日开业，北京金陵饭店翻牌自人济万怡酒店，是集团旗下高端品牌“金陵”在北京中心区域开设的首家品牌旗舰店，也是第一家由金陵接管的外资品牌翻牌酒店，该项目取得了位于北京市望京商务区的北京人济大厦 C 座项目“经营租赁权”（租赁期 10 年+5 年选择延期权）。2021 年下半年北京金陵饭店在经营爬坡期即取得了 1039.45 万元的营业收入，看好未来随着经营进入稳态叠加疫后修复，实现更高的业绩弹性。此外，北京项目即公司“北上”扩张的战略支点，在公司“在一二线城市中设立高中端酒店品牌旗舰店、样本店”的战略布局下，公司有望在行业底部寻求优质的租赁经营项目/并购项目，打造区域直营店。

图 58：北京金陵饭店打造为北方旗舰店



资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

图 59：公司计划在全国一二线核心城市打造旗舰店



资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

集团逐步整合省属国企旗下酒店资产，未来有望注入上市公司体内。江苏省国资委为整合省属企业的优势资源，支持金陵饭店集团做大做强，于 2018 年 6 月 7 日将包括 16 家省属企业酒店类资产或国有股权注入金陵饭店集团。此次首批整合的总资产合计约为 23.6 亿元，未来，江苏省其他省级机关和单位管理的酒店类、旅游类资产也会在条件成熟时逐步注入金陵饭店集团。针对这部分资产，2021 年 8 月 9 日，公司控股子公司金陵酒管公司与金陵饭店集团及其下属于

公司金陵旅投公司已完成《委托管理合作框架协议》的签署，将集团全资或控股的 11 家酒店的经营管理权通过委托管理的形式注入上市公司。针对未来，考虑到集团仍将持续整合省属酒店类资产，公司作为江苏省国资委旗下唯一的旅游上市平台，后续仍有集团资产证券化、优质资产注入上市公司的预期。

表 3：2018 年 6 月注入资产列表

原所属公司	序号	公司名称	公司对应酒店	星级
江苏国信集团有限公司	1	江苏国信酒店集团有限公司		
	2	上海紫金山大酒店有限公司（含上海江苏大厦物业管理有限公司）	上海国信紫金山大酒店	五星级
	3	南京国信状元楼大酒店有限责任公司	南京国信状元楼大酒店	五星级
	4	苏州国信雅都大酒店有限公司	苏州国信雅都大酒店	五星级
	5	连云港云台宾馆有限责任公司	连云港国信云台大酒店	五星级
	6	淮安国信大酒店有限公司	淮安国信大酒店	五星级
	7	江苏舜天国际集团碧波度假村有限公司	无锡国信碧波度假村	四星级
	8	连云港神州宾馆有限公司	连云港国信神州酒店	四星级
	9	南京友好大厦有限公司	南京双门楼宾馆	四星级
	10	扬州花园国际大酒店有限公司	扬州花园国际大酒店	四星级
	11	深圳市江苏宾馆有限公司	深圳江苏宾馆	三星级
	12	江苏舜发实业有限公司	速 8 酒店南京总统府店	经济型
江苏交通控股公司	13	苏州南林饭店有限责任公司	苏州南林饭店	五星级
徐矿集团	14	西安紫金山大酒店有限公司	西安紫金山大酒店	四星级
国信集团	15	江苏省外事旅游汽车有限公司		
国信集团	16	江苏舜天海外旅游有限公司		

资料来源：公司公告，江苏省国资委，民生证券研究院

表 4：江苏省属未注入的酒店资产情况（不完全统计）

股东	酒店名称	档次	客房间数
江苏省国信集团	南京国信大酒店	四星级	139
江苏省国信集团	南京丁山花园大酒店	五星级	104
江苏钟山宾馆集团	钟山宾馆	五星级	581
江苏钟山宾馆集团	江苏饭店	五星级	115
江苏钟山宾馆集团	江苏古林饭店	三星级	72

资料来源：公司公告，企查查，民生证券研究院；注：不完全统计

4.1.2 委托管理：五大子品牌满足多元化需求，将成为后续扩张主力

六大品牌多元化需求，打造多品牌矩阵。公司旗下的子公司金陵酒店管理公司为酒店管理业务，此前的酒店管理业务主要由子公司金陵酒店管理公司，主要业务为星级全服务酒店金陵饭店的品牌输出和委托管理。2018 年与弘毅基金共同成立了金陵文旅酒店管理公司，开启了多品牌战略，打造了金陵嘉珑、金陵文璟、金陵精选、金陵山水、金陵嘉辰五大子品牌，覆盖了高中端

赛段中中高端有限服务、主题文化、休闲度假、智能公寓多种酒店住宿品类，与五星级全服务的金陵连锁共同构成多品牌、多层次、多品类的酒店组合。

表 5：金陵六大子品牌概况

品牌	品牌定义	品牌理念	品牌客群	产品特点
 金陵饭店	融世界水准与中国文化为一体的五星级全服务商务酒店	细意浓情，体验金陵	高端商务、休闲旅游客人及精英会议人群	营造雍容典雅的舒适氛围和环境，提供现代化的一流设施及金陵独有的待客之道
 金陵精选	具备金陵文化元素的高端有限服务酒店	细意浓情，体验金陵	追求特色化，快节奏的中青年客人及部分中高端休闲旅游人群	具有较高硬件水平和装修风格的酒店项目，以适中的价格为繁忙的商旅客人及家庭提供“金陵品质”服务
 金陵嘉珑	中端精品商务酒店	温馨、舒适、高品质极具高性价比	商务、会议及休闲旅游人群	融合中西设计理念，表现当代时尚的色彩和中式美学，营造具有品质感、舒适个性的休憩空间
 金陵文璟	主题文化特色酒店	文化、精致、舒适休闲、高品质	追求品质生活的休闲度假人群	以情怀、倾意、温馨、精致为设计核心，将中国文化(区域性、主题性)融入现代设计，为宾客营造中国经典文化与现代时尚生活为一体的人文旅居体验
 金陵山水	休闲旅居度假酒店	情怀、仁爱、静谧、意境	会议、休闲度假人群	通过创意和灵性艺术的布局，以表现大自然亲密接触的意境，呈现钟林毓养的山水，安闲自得的旅居空间
 金陵嘉辰	智能服务公寓酒店	亲和力、家居性、舒适性、实用性	长包房及商务人群	以个性化、简约化、智能化、亲和力和便捷性的设计原则，为宾客营造温馨、愉悦的家居体验

资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.1.3 外延扩张：借力资本驱动扩张，投资参股/并购加速整合

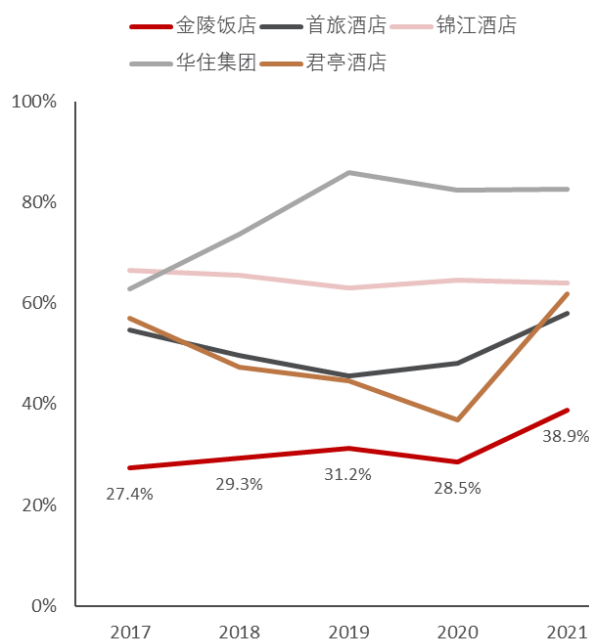
与国有文旅集团加强战略合作，实现存量酒店批量翻牌转化。公司作为国资背景的星级酒店标杆，在与各地方国资合作商存在着天然的优势。以公司与贵州酒店集团的合作为例，公司 2020 年 12 月与其成立了贵州贵宁达酒店管理股份公司，公司持股 40%，负责托管贵州酒店集团旗下符合股东双方要求的存量酒店，同时开展贵州省内及省外的酒店新项目拓展和运营管理，截至 21H1，贵宁达旗下签约连锁酒店达 35 家，遍布贵州各州市。通过上述形式，公司有望对地方国资旗下的酒店资产进行批量翻牌，通过参股/合作的形式助力扩张。

表 6：金陵饭店与地方国资文旅合资成立酒管公司

	成立时间	公司持股	营收	21H1 财务情况（百万元）		
				净利润	总资产	净资产
贵州贵宁达酒店管理	2020 年 12 月	40%	5.99	0.32	12.67	10.32
合肥文旅金陵酒店管理	2021 年 5 月	35%	/	/	/	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

把握疫后机遇期，有望通过并购实现扩张提速。南京金陵饭店集团董事长耿嘉先生在 2021 年 2 月接受迈点网采访时提到：“公司高度关注酒店业的并购机会，积极寻找储备优质投资项目及合作机会，洽谈收购具有一定品牌效应和规模实力的轻资产酒管公司，进一步提升行业集中度、资源聚合度，实现资产证券化。有序推动以股份公司为投资主体、参股或并购国内中等规模轻资产酒管公司的全新模式，形成资本市场融资和优质资源获取的良性循环。”截至 21Q3，金陵饭店资产负债率为 38.9%，在国内酒店业上市公司中处于低位，较低的负债率亦为公司后续潜在的资本扩张提供了空间。

图 60：金陵饭店资产负债率处于较低水平


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：金陵、君亭为截至 21Q3，其余公司为截至 21 年底

图 61：国内外酒店集团发展均经历多次并购重组

国内外酒店集团并购事件一览(节选)		
发生时间	事件概述	重组/收购
2013年	海航集团收购西班牙NH酒店集团20%股权	收购
2014年	开元正式签约收购法国碧梦酒庄	收购
2014年	开元信托收购松江酒店	收购
2014年	首旅酒店2.8亿收购南苑股份70%股权	收购
2015年	锦江13亿收购现金收购卢浮集团100%股权	收购
2015年	首旅酒店150亿收购如家，成国内第二大酒店集团	收购
2015年	万豪国际122亿美元“翻香”喜达屋，全球最大酒店集团诞生	收购
2015年	锦江83亿收购铂涛	收购
2016年	锦江17.48亿收购维也纳酒店	收购
2016年	海航旅游集团65亿美元收购希尔顿酒店25%股权	收购
2017年	华住36.5亿元全资收购桔子水晶酒店集团100%股权	收购
2018年	华住4.6亿收购花间堂71.2%股份	收购
2018年	洲际2.46亿收购丽晶51%股份	收购
2018年	锦江完成收购丽笙酒店集团	收购
2018年	绿地酒店集团对绿地大基建、绿地商业、绿地酒店旅游实施重组	重组
2019年	万达发展收购万达酒店集团全部股份，涉资8.78亿港元，并对其进行重组	重组+收购
2019年	凯撒旅游7.85亿元收购海航酒店控股10.09%股	收购
2019年	OYO酒店完成对住宿品牌“千屿”100%股权收购	收购
2019年	华住收购德国德意志酒店集团100%股权	收购
2020年	锦江酒店对锦江都城管理公司、维也纳酒店集团、铂涛酒店集团进行重组，成立锦江酒店（中国区）	重组/收购
2021年	华天酒店重组，正式“易主”兴湘集团	重组

资料来源：迈点新闻

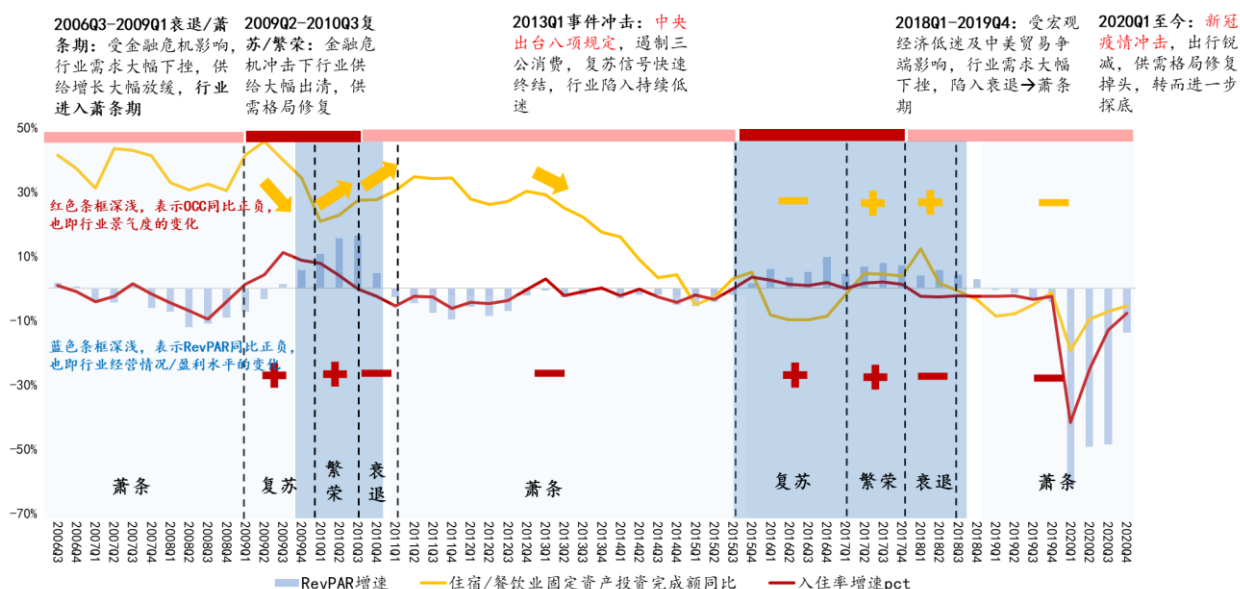
资料来源：迈点网，民生证券研究院

4.2 疫情下行业供给出清，周期复苏下酒店业务有望呈现高弹性

2006Q3 以来国内酒店业经历了两轮完整周期，当前处于疫情冲击下的萧条底部。我们将酒店周期划分为四个阶段：1) 复苏期：需求止跌回升，供给复苏滞后，仍处于下跌区间下跌；2) 繁荣期：需求拉动下，供给开始恢复，供给/需求双升；3) 衰退期：需求已然见顶转降的情况下，

酒店供给由于存在刚性，仍维持上升，行业入住率开始下降；4) 萧条期：供给开始出清，供需双跌。从本轮周期情况来看，酒店行业自 2018Q4 季度以来已经处于周期萧条磨底阶段，已经呈现行业周期下的供给自然出清，2020 年以来的新冠疫情对行业的冲击无疑是雪上加霜，将加速供给出清的进程，行业供需双双探底。

图 62：新冠疫情冲击下行业陷入深度萧条



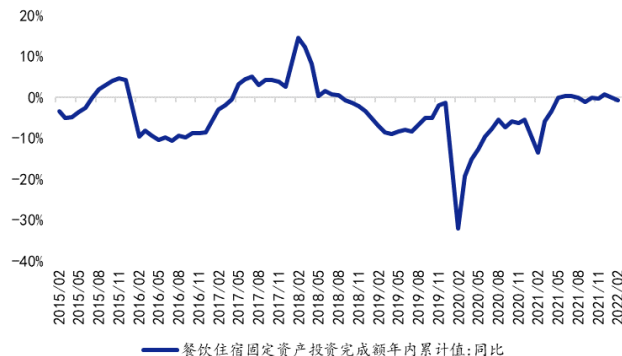
资料来源：首旅/如家公司公告，Wind，民生证券研究；注：上图中经营数据同颜色色块较深的表示同比增加，较浅的表示同比下滑

供需结构：新冠疫情造成供给历史性去化，需求端震荡中复苏。供给端方面：2020 年新冠疫情下酒店业经营显著承压，大批酒店因现金流断裂而倒闭，其中主要以 RevPAR 水平较低/经营能力较弱/且缺乏集团支持的单体酒店和中小酒管集团旗下的连锁酒店为主；而 2021 年随着疫情反复震荡，部分此前尚可勉力支撑的酒店企业现金流状况日益恶化，供给去化持续。根据盈蝶咨询数据，2020 年国内酒店存量出现历史性下滑，客房总数同比分别下滑 13.0%；从供给增量上看，年内酒店投资情绪依然显著承压，餐饮酒店固定资产投资完成额仍未修复至 2019 年水平。**需求端方面**，疫情反复下防疫政策的影响构成及酒店需求的直接遏制因素，但后续随着国内防疫体系不断成熟，疫情对出行需求及酒店入住率的冲击程度有所减弱，整体呈复苏趋势。

图 63：2020 年酒店客房总量同比-13%



图 64：餐饮住宿固定资产投资完成额仍未修复至 19 年



资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

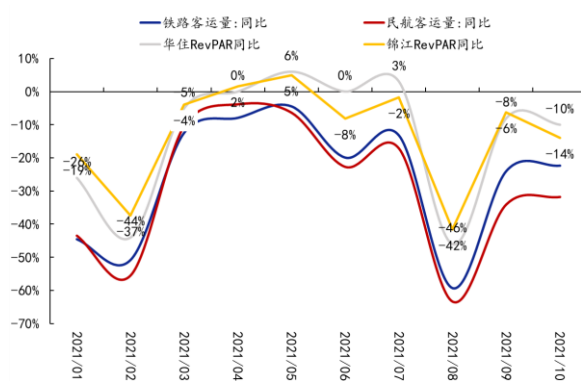
参照往年情况及美国，后续行业 RevPAR 复苏可期。参照往年情况，酒店行业周期景气阶段，RevPAR 有望维持 5%以上的同比增长。而本轮周期在新冠疫情冲击下供给端的历史性去化，有望在需求复苏后形成较大的供需矛盾，通过涨价推动 RevPAR 超预期增长。以美国情况为例，由于美国需求随疫苗接种呈线行复苏，在需求偏刚性的情况下，行业已出现了阶段性/结构性的供需矛盾，7 月后 ADR 持续维持同比正增长，亚洲旅宿研究员亦对 2022 年酒店行业的涨价给予了较高预期；如后续行业周期反转下的涨价逻辑得以演绎，公司业绩有望得到大幅提振。

图 65：参照往年周期景气期，RevPAR 增幅可达 8%



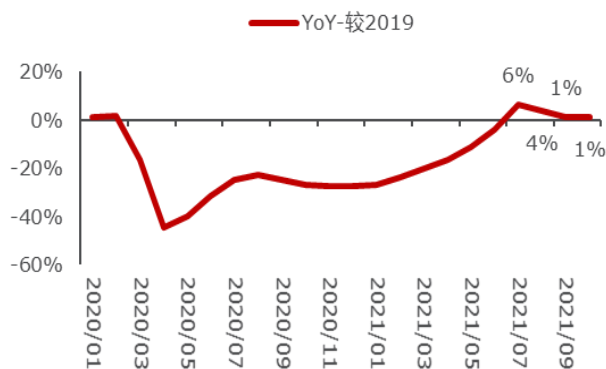
资料来源：STR，民生证券研究院

图 66：国内酒店龙头 2021 年 RevPAR 增速情况



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

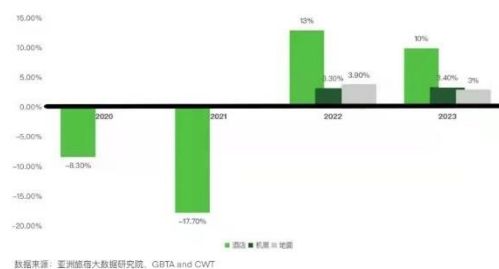
图 67：美国酒店业今年 7 月后 ADR 持续转正



资料来源：Statista，民生证券研究院

图 68：第三方机构预计 2022 年酒店价格将大幅上涨

2022 年全球酒店价格将持续上涨

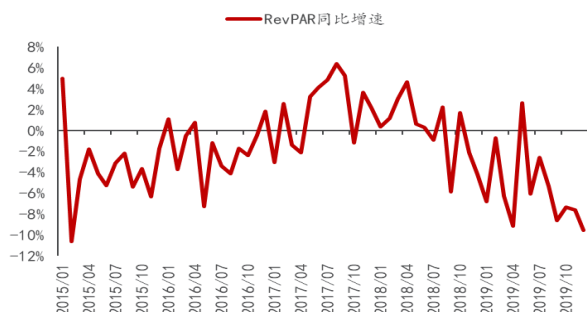


资料来源：亚洲旅宿大数据研究院，民生证券研究院

参照往年情况及美国，后续行业 RevPAR 复苏可期。参照往年情况，酒店行业周期景气阶段，RevPAR 有望维持 5%以上的同比增长。而本轮周期在新冠疫情冲击下供给端的历史性去化，有望在需求复苏后形成较大的供需矛盾，通过涨价推动 RevPAR 超预期增长。以美国情况为例，由于美国需求随疫苗接种呈线行复苏，在需求偏刚性的情况下，行业已出现了阶段性/结构性的供需矛盾，7 月后 ADR 持续维持同比正增长，亚洲旅宿研究员亦对 2022 年酒店行业的涨价给予了较高

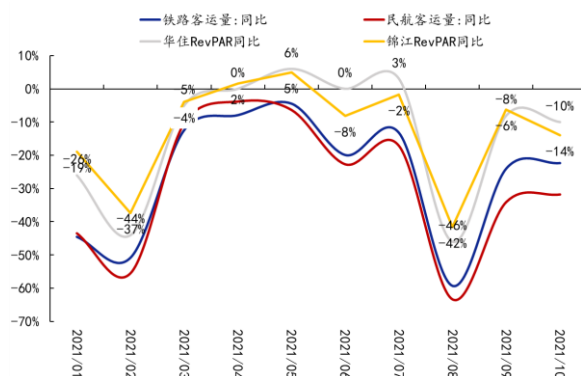
预期；如后续行业周期反转下的涨价逻辑得以演绎，公司业绩有望得到大幅提振。

图 69：参照往年周期景气期，RevPAR 增幅可达 8%



资料来源：STR，民生证券研究院

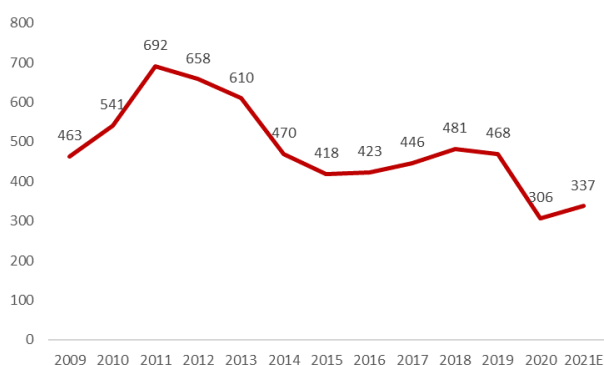
图 70：国内酒店龙头 2021 年 RevPAR 增速情况



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

公司旗下直营门店 RevPAR 较疫情前大幅下跌，后续存在较大修复空间。根据公司财报披露数据计算，公司旗下直营店 RevPAR 受到疫情冲击，由 19 年的 468 元下降至 2020 年的 306 元，2021 年预计较 2020 年略有回升。参照往年情况，公司直营店业务 RevPAR 和毛利润水平呈现出典型的周期性，2009-2011 年、2015-2017 年两个周期景气上行期公司的 RevPAR 均表现出自然上升。我们看好后续在行业需求回暖景气周期开启的背景下，公司业绩有望大幅回升。

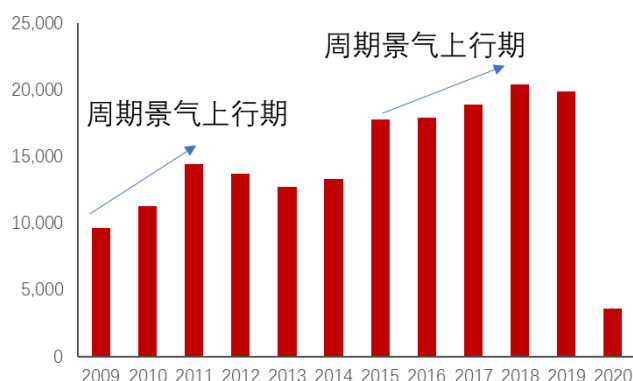
图 71：公司旗下直营店 RevPAR 情况（单位：元）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

注：2014 年 RevPAR 下降主要是客房结构变化

图 72：公司直营业务毛利润周期性显著（单位：万元）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

4.3 依托餐饮优势切入预制菜赛道，多渠道发力实现高成长

预制菜行业风口来临，疫情推动千亿市场进一步高增。疫情影响下，消费者生活方式及餐饮习惯发生显著改变，帮助预制菜迅速在全国范围内完成消费普及；餐饮企业抗风险需求增加，行业有望加速扩容。根据艾媒咨询，2019-2021 年，我国预制菜的市场规模从 2445 亿元增加至 3459 亿元，年均复合增速为 18.94%。预计 2023 年预制菜行业规模将达 5165 亿，市场空间潜

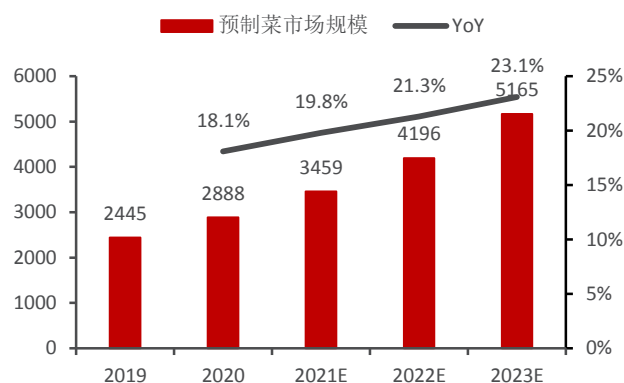
力巨大。

图 73：中国预制菜市场规模及预测（NCBD 口径，单位：亿元）



资料来源：NCBD，民生证券研究院

图 74：中国预制菜市场规模及预测（艾媒咨询口径，单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

以传统老字号食品切入，天然具备品牌壁垒。金陵食品主营金陵特色面点和预制菜产品的研发、生产及销售。在上述本地特色菜品/面点的研发和品牌认同上金陵食品壁垒深厚、具备明显优势：金陵饭店一直被视作京苏菜正统，金陵食品以金陵大肉包、盐水鸭、酱牛肉等地方特色菜品切入预制菜，天然具备高品牌心智；同时亦发挥高端餐饮优势，以较高端的家庭式宴会为切入点进行试制，推出“年夜饭带回家”系列预制菜礼盒，并延伸到生日宴、谢师宴、好友聚餐等细分领域。以金陵大肉包为例，其一经问世就广受南京人喜爱，金陵饭店线下销售多年经久不衰。2020 年疫情爆发初期，金陵大肉包开始上线成为第一批外卖产品，2 月 21 日-2 月 24 日 24 时，金陵大肉包销量突破 24 万只，订单覆盖南京上百个小区。公司建立预制菜研发机构和“中央厨房”基地，开拓电商平台和食品专柜（门店）运营，持续提升金陵预制菜定制化、产业化发展的规模和速度，有望培育第二增长曲线。

图 75：金陵饭店盐水鸭、大肉包产品



资料来源：苏宁易购，金陵饭店公众号，民生证券研究院

图 76：金陵饭店新春礼盒

**金陵如意
新春礼盒**

1888元/盒
2021年12月26日前
线上购买可享
【1699元/盒】优惠

- 金陵饭店盐水鸭 一只
- 金陵秘制醉蟹 一份
- 五香牛腱 一份
- 金陵秘制鸭舌 一份
- 天鹅庄199红葡萄酒 一瓶
- 金陵特酱 一瓶
- 金陵萨其马 一盒
- 金陵秘制燕窝 两瓶
- 家餐厅单人火锅券 两张

资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

发力线上线下渠道，销量快速增长。金陵与盒马联名的预制菜产品已上线南京、无锡的盒马门店。其中，金陵大肉包 2020 年 6 月起在盒马开售，年销量近 100 万只。此外，公司亦开拓了线上渠道，苏宁易购、金陵连锁酒店小程序、“金陵尊享”、盒马鲜生 APP 亦能够对公司产品进行订购。金陵食品科技公司 2020/2021H1 营收分别为 1482/982 万元。在当前需求高增的背景

下，产能和渠道为制约公司食品业务的主要瓶颈，看好随着公司渠道不断铺设，食品业务有望维持高增。

图 77：金陵连锁酒店小程序端能够订购特色食品



资料来源：金陵尊享公众号，民生证券研究院

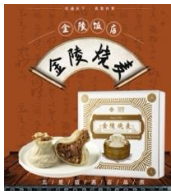
图 78：金陵&盒马联名产品入驻盒马线下门店



资料来源：金陵饭店公众号，民生证券研究院

表 7：金陵尊享 APP 上 食品 SKU 概况

产品细分	规格	价格（元）	外观
金陵大肉包礼盒装	4 只/盒	30	
善饌牌盐水鸭	1kg	99-118	
金陵端午礼盒	金陵似锦粽：100g*4 粒 金陵麻油绿豆糕：30g*6 只 金玲红葱酱：90g*1 瓶 金陵菌菇酱：90g*1 瓶 红心咸鸭：65g*6 枚	188	
金陵方糕	24 只/盒	50	

雨花石汤圆	10 枚/盒	35	
烤鸭松子烧麦	8 只*180g	60	
金陵福团	3 盒, 4*40g/盒	55	

资料来源：公司官方小程序，民生证券研究院；截至 2021 年 4 月 21 日

4.4 建设数字化平台，夯实会员系统行稳致远

持续发力数字化建设，夯实连锁化平台基础。金陵饭店在多年发展历程中一直非常重视数字化建设，2003 年，公司即邀请 IBM 公司进行第一轮 ITSP 规划。2016 年公司邀请安永（中国）企业咨询有限公司做了第二轮业务战略规划，并酒店板块的前台、后台以及技术架构进行了升级，CRS 预订系统、LPS 会员系统、云 PMS 系统、中央结算平台、ERP 管理系统以及酒店板块经营分析 APP 应用系统先后上线，实现数字化转型升级。2019 年，金陵饭店集团发起“登峰计划”，聚焦直销和会员，将数字化重心从 To B 转向 To C，启动前端数字化营销项目，构建了具有自主知识产权的 SAAS 业务中台、技术中台和数据中台，确保技术的先进性。同年金陵饭店集团酒店板块经营分析 APP 系统上线，实现了集团、品牌、区域和单店经营数据的实时化、移动化、动态化、图形化展示，并对关键指标进行了横向和纵向的对比。2020 年，金陵饭店集团花费大量精力做连锁酒店代码标准的统一，云 PMS 系统上线后，围绕集团“One Jinling one PMS”的整体目标，开始对存量酒店和新增酒店的系统进行升级。

图 79：公司打造了高度系统化的数字平台



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 80：公司联合石基信息西软云打造 PMS 系统



资料来源：中国旅游协会公众号，民生证券研究院

完善线上会员平台，与同业开拓会员互通。公司不断完善线上预订平台，自主开发“尊享金陵”小程序由金陵自主开发，旨在充分利用金陵私域流量，提升直销渠道产量、会员数量和会员消费，不断提升客户粘性和复购率。2021 年金陵连锁酒店“尊享金陵”小程序平台共发展会员 12.8 万人，平台总收入达 3710 万元，完成全年目标的 168%，平台订单销量提升明显。此外，金陵连锁酒店亦与托迈酷客/美豪酒店等同业伙伴打通会员权益互通。2021 年 7 月，美豪酒店集团与金陵连锁酒店实现会员权益互通；2022 年 3 月与托迈酷客互通后，金陵贵宾会员规模达到 2000 万，可在托迈酷客生活方式平台、三亚·亚特兰蒂斯、Club Med 等约百家酒店获得更多会员权益，包括餐饮折扣、免费升级及平台每月出行礼包等超值权益。托迈酷客生活方式平台用户也可预订金陵连锁酒店旗下盱眙天泉湖金陵山庄等多个高星级度假酒店，覆盖江苏、安徽等热门度假目的地。

图 81：公司与美豪集团搭建会员系统互通



资料来源：迈点网，民生证券研究院

图 82：公司与托迈酷客签署合作协议



资料来源：公司微信公众号，民生证券研究院

5 盈利预测&公司估值：

5.1 盈利预测：

公司业务包括 1) 酒店服务，分为直营酒店、委托管理；2) 商品贸易；3) 房屋租赁；4) 物业管理；和 5) 房地产销售。以下分别对上述五项业务做出设定：

1) 酒店服务方面：针对直营业务，公司未来的增量主要在于旗下五大子品牌扩张过程中在核心城市开设的直营店，我们预计 21/22/23/24 年分别新开 0/3/4/4 家，该部分门店在公司间接持股 70%的孙公司金陵文旅酒管旗下，假设这批门店均采以 40%入股，60%吸纳社会资本的合资形式开设，这批门店收入以 28%的比例计入收入端。针对管理业务，公司旗下五大子品牌处在清晰的扩张轨道中，我们预计其门店数量持续扩张，21/22/23/24 年分别净开 29/30/40/50 家。

2) 商品贸易方面：考虑到预制菜业务随渠道拓展放量，我们预计其 21/22/23/24 年化增速分别为 15%/15%/20%/20%。

3) 房屋租赁方面：公司收入整体保持稳定，预计 21-24 年年化增速为 2%。

4) 物业管理方面：参考往年增速，预计 21-24 年化增速为 25%。

5) 房产销售方面：预计随着存量项目单元不断销售去化，贡献的收入逐渐减少，预计 21/22/23/24 年分别贡献 1000/800/500/0 万元。

图 83：公司主营业务增长预测

单位：万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
主营业务拆分									
直营酒店	35,146	37,439	40,241	40,612	29,177	33,373	40,786	50,982	51,492
yoy		7%	7%	1%	-28%	14%	22%	25%	1%
% of 营收	43%	41%	39%	35%	26%	26%	27%	28%	25%
客房	17,936	18,899	20,405	19,866	13,009	15,892	19,422	24,277	24,520
yoy		5%	8%	-3%	-35%	22%	22%	25%	1%
餐饮	15,093	16,168	17,791	18,825	15,390	15,892	19,422	24,277	24,520
yoy		7%	10%	6%	-18%	3%	22%	25%	1%
其他	2,118	2,372	2,045	1,920	778	1,589	1,942	2,428	2,452
yoy		12%	-14%	-6%	-59%	104%	22%	25%	1%
酒店管理	6,321	8,294	8,090	6,038	5,476	6,400	8,280	13,410	14,625
yoy		31%	-2%	-25%	-9%	17%	29%	62%	9%
% of 营收	8%	9%	8%	5%	5%	5%	6%	7%	7%
商品销售	24,729	29,052	33,185	47,911	56,197	64,626	74,320	89,184	107,021
yoy		17%	14%	44%	17%	15%	15%	20%	20%
% of 营收	30%	31%	32%	41%	50%	51%	50%	48%	51%
房屋租赁	14,051	15,099	15,082	15,529	14,815	15,112	15,414	15,722	16,037
yoy		7%	0%	3%	-5%	2%	2%	2%	2%
% of 营收	17%	16%	15%	13%	13%	12%	10%	9%	8%
物业管理	2,043	2,364	3,185	3,619	5,867	7,334	9,167	11,459	14,324
yoy		16%	35%	14%	62%	25%	25%	25%	25%
% of 营收	2%	3%	3%	3%	5%	6%	6%	6%	7%
房产销售	0	0	2,563	3,947	1,942	1,000	800	500	0
yoy				54%	-51%	-49%	-20%	-38%	-100%
% of 营收	0%	0%	3%	3%	2%	1%	1%	0%	0%
主营业务收入	82,291	92,249	102,347	117,655	113,474	127,844	149,534	184,528	209,386
yoy		12%	11%	15%	-4%	12.7%	17%	23%	13%
其他收入	1,174	1,593	1,233	1,227	551	1,278	1,495	1,845	2,094
yoy				-1%	-55%	132.1%	17%	23%	13%
营业收入	83,465	93,841	103,580	118,882	114,025	129,123	151,029	186,374	211,479
yoy		12%	10%	15%	-4%	13.2%	17%	23%	13%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

图 84：公司毛利率及费用项设置

单位：万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
毛利率及三费情况									
毛利率情况									
直营酒店	83.7%	82.4%	83.1%	83.3%	24.6%	17.9%	21.1%	50.3%	50.3%
酒店管理	58.2%	52.2%	54.4%	80.6%	80.8%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
商品销售	9.0%	14.3%	18.2%	16.1%	19.8%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
房屋租赁	90.5%	91.2%	92.3%	93.1%	85.2%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
物业管理	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	41.8%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
房产销售	0.0%	0.0%	27.9%	29.7%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%	0.0%
毛利占比									
直营酒店	58.4%	55.0%	53.9%	50.9%	18.5%	15.1%	18.7%	37.1%	35.4%
酒店管理	7.3%	7.7%	7.1%	7.3%	11.4%	12.9%	14.2%	14.6%	14.4%
商品销售	4.4%	7.4%	9.7%	11.6%	28.8%	29.4%	28.6%	21.8%	23.7%
房屋租赁	25.2%	24.6%	22.4%	21.7%	32.6%	34.4%	29.7%	19.2%	17.7%
物业管理	4.1%	4.2%	5.1%	5.4%	6.3%	6.3%	7.2%	6.4%	8.2%
房产销售	0.0%	0.0%	1.2%	1.8%	1.1%	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%
三费情况									
销售费用率	21.4%	20.8%	20.6%	19.6%	8.5%	8.0%	9.0%	10.0%	10.0%
管理费用率	25.8%	23.8%	22.7%	20.0%	13.9%	13.0%	13.0%	12.0%	11.0%
财务费用率	3.3%	1.7%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
归母净利润	4,163	10,348	7,742	7,529	4,340	5,611	8,376	15,507	18,011
yoy				-3%	-42%	29%	49%	85%	16%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

测算结果：根据上述测算，我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 1.29/1.51/1.86 亿元，YoY 分别为 13%/17%/23%；公司归母净利润分别为 5611 万/8376 万/1.55 亿元，YoY 分别为 29%/49%/85%。

5.2 公司估值：

P/E 估值：公司主营业务为酒店业务，酒店行业可比上市公司为锦江酒店/首旅酒店/君亭酒店/华住集团，我们测算下公司 PE-2023 为 21，低于可比公司 PE-2023 的平均值 32。

表 8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS(元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600258.SH	首旅酒店	23.15	0.05	0.45	0.95	463	51	24
301073.SZ	君亭酒店	77.32	0.47	1.03	1.57	165	75	49
600754.SH	锦江酒店	51.71	0.09	0.80	1.74	575	65	30
1179.HK	华住集团	19.80	-0.15	0.25	0.78	/	79	25
平均值						401	68	32
601007.SH	金陵饭店	8.50	0.14	0.21	0.40	59	40	21

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期；股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价；当日 1CNY=1.23HKD

5.3 投资建议：

疫情带来的行业洗牌叠加消费升级，高星酒店龙头迎来新的发展机遇。公司直营店布局有望推进，叠加委托管理业务成熟快速扩张、预制菜发力，公司未来 3-5 年处于快速成长期。不考虑公司外延并购预期，我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 0.56/0.84/1.55 亿元，对应 PE 分别为 59x/40x/21x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 疫情反复风险：疫情持续反复，导致多地采取封控措施，旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费停摆等，影响公司正常经营。

2) 拓店不及预期：如公司后续战略规划未能落地，拓店进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。

3) 商品贸易增速不及预期：公司商品贸易业务贡献了 40%以上的收入，如后续白酒经销或预制菜业务发展滞后，可能影响我们对公司的成长预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1140	1291	1510	1864
营业成本	752	896	1043	1128
营业税金及附加	9	8	9	60
销售费用	97	103	136	186
管理费用	158	168	196	224
研发费用	1	1	2	2
EBIT	114	115	124	264
财务费用	11	13	15	18
资产减值损失	-15	-6	-7	-7
投资收益	5	3	5	5
营业利润	126	133	110	242
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	128	135	112	243
所得税	38	46	19	61
净利润	90	90	92	182
归属于母公司净利润	43	56	84	155
EBITDA	203	326	343	495

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	305	514	661	868
应收账款及票据	44	43	49	64
预付款项	206	279	381	357
存货	427	597	656	698
其他流动资产	317	314	317	323
流动资产合计	1299	1745	2064	2310
长期股权投资	0	5	10	13
固定资产	1145	1158	1187	1286
无形资产	357	347	337	326
非流动资产合计	1895	1761	1638	1582
资产合计	3194	3506	3701	3893
短期借款	72	0	0	0
应付账款及票据	280	471	536	531
其他流动负债	387	505	563	612
流动负债合计	739	976	1098	1142
长期借款	124	124	124	124
其他长期负债	47	47	47	47
非流动负债合计	171	171	171	171
负债合计	910	1147	1270	1313
股本	300	390	390	390
少数股东权益	753	787	795	823
股东权益合计	2284	2359	2432	2579
负债和股东权益合计	3194	3506	3701	3893

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.82	13.24	16.97	23.40
EBIT 增长率	-25.15	0.49	8.23	112.86
净利润增长率	-41.24	29.30	49.27	85.14
盈利能力 (%)				
毛利率	34.01	30.64	30.94	39.48
净利润率	7.89	6.95	6.12	9.79
总资产收益率 ROA	1.36	1.60	2.26	3.98
净资产收益率 ROE	2.83	3.57	5.12	8.83
偿债能力				
流动比率	1.76	1.79	1.88	2.02
速动比率	0.90	0.89	0.93	1.10
现金比率	0.41	0.53	0.60	0.76
资产负债率 (%)	28.49	32.72	34.30	33.74
经营效率				
应收账款周转天数	14.07	12.68	12.48	13.08
存货周转天数	207.08	245.47	231.85	228.13
总资产周转率	0.36	0.37	0.41	0.48
每股收益	0.11	0.14	0.21	0.40
每股净资产	5.86	6.05	6.23	6.61
每股经营现金流	0.34	0.98	0.69	1.10
每股股利	0.05	0.04	0.05	0.09
估值分析				
PE	76	59	40	21
PB	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.94	9.08	8.19	5.26
股息收益率 (%)	0.59	0.45	0.60	1.06

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	90	90	92	182
折旧和摊销	89	211	219	231
营运资金变动	-62	64	-58	-6
经营活动现金流	134	380	271	430
资本开支	-5	-80	-101	-181
投资	-259	6	6	7
投资活动现金流	-259	-71	-89	-169
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-49	-72	0	0
筹资活动现金流	-92	-100	-35	-53
现金净流量	-217	209	147	208

插图目录

图 1：金陵饭店实现多元化业务布局	3
图 2：公司酒店服务和商品贸易业务构成收入主体	4
图 3：酒店服务和房屋租赁构成表观毛利润主体	4
图 4：公司为江苏国资委直属企业	4
图 5：金陵饭店旗下设立了多家子公司分别从事不同业务板块	5
图 6：金陵饭店早年项目为核心导向，近年来多品牌/多元布局深化	6
图 7：金陵饭店旗下门店情况	6
图 8：金陵酒管旗下在管门店结构情况	6
图 9：12-21 年前三季度公司营收（亿元）	7
图 10：12-21 年前三季度公司利润（万元）	7
图 11：15-21H1 公司三费情况	7
图 12：16-21H1 公司归母净利润率	7
图 13：2008-2021H1 酒店服务营收（单位：万元）	8
图 14：2008-2021H1 酒店服务毛利润（单位：万元）	8
图 15：2008-2021H1 商品贸易营收（单位：万元）	8
图 16：2008-2021H1 商业贸易毛利润（单位：万元）	8
图 17：房屋租赁/物业管理/房产销售营收（单位：万元）	8
图 18：房屋租赁/物业管理/房产销售毛利（单位：万元）	8
图 19：疫情冲击下酒店行业经营深度承压	9
图 20：疫情致酒店行业供给大幅出清	9
图 21：我们测算，入住率下降至 55%-60%后，酒店进入亏损区间	9
图 22：国内诸多房企债务高企	10
图 23：世贸酒店集团近两年挂牌出售的酒店项目	10
图 24：扬子江丽笙精选酒店“翻牌”万丽	11
图 25：2021 年国内高星酒店翻牌达十余家	11
图 26：城镇人口中产阶级占比已增至近一半（百万人）	11
图 27：我国中产阶级人口占比不断扩张	11
图 28：一二线城市差旅人均预定标准	12
图 29：三四线城市差旅人均标准	12
图 30：城市物业租金水平不断提高（元/平米/日）	13
图 31：最低工资水平不断提高（元/月）	13
图 32：疫情后高端&中档偏上酒店恢复率良好	13
图 33：中高端及高端产品亦受到酒店投资人青睐	13
图 34：行业供给加速出清的背景下，高档四星级酒店规模不降反增	13
图 35：疫情下对酒店的流程管理提出了更高的要求	14
图 36：2020 年消费者对于服务的关注度进一步提高	14
图 37：品牌定位及概念成为业主选择时的核心因素	14
图 38：90 后消费者更倾向于选择本土消费品牌	14
图 39：金陵饭店开业之初问鼎“中国第一高楼”	15
图 40：南京金陵饭店曾接待多国政要及名流巨商	15
图 41：南京金陵饭店地处市区中心繁华地段	15
图 42：公司布局全国 20 省 89 市	15
图 43：公司门店数位居国内豪华五星品牌 TOP5	16
图 44：酒店餐饮环境优雅	16
图 45：公司餐饮以淮南菜为核心，兼顾多种菜系	16
图 46：全方位着手打造精品服务	17
图 47：公司 4+8+32 的管理宗旨	17
图 48：金陵饭店承接江苏发展大会的餐饮/接待/住宿	17
图 49：举办过诸多重大活动的“钟山厅”	17
图 50：公司旗下高星直营店餐饮收入占比接近 50%	18
图 51：苏糖糖酒旗下酒类产品多样	18
图 52：金陵饭店采购网合作品牌丰富	18
图 53：公司搭建了完善的酒店供应链服务平台	18
图 55：金陵饭店产品进入省属企业线上商城	20

图 56：金陵饭店与省属其他企业业务联动	20
图 57：公司 2022 年目标规划.....	21
图 58：公司 2022 年目标中规划的品牌结构.....	21
图 59：北京金陵饭店打造为北方旗舰店	21
图 60：公司计划在全国一二线核心城市打造旗舰店	21
图 61：金陵饭店资产负债率处于较低水平	24
图 62：国内外酒店集团发展均经历多次并购重组.....	24
图 63：新冠疫情冲击下行业陷入深度萧条	25
图 64：2020 年酒店客房总量同比-13%.....	25
图 65：餐饮住宿固定资产投资完成额仍未修复至 19 年	25
图 66：参照往年周期景气期，RevPAR 增幅可达 8%.....	26
图 67：国内酒店龙头 2021 年 RevPAR 增速情况.....	26
图 68：美国酒店业今年 7 月后 ADR 持续转正	26
图 69：第三方机构预计 2022 年酒店价格将大幅上涨.....	26
图 70：参照往年周期景气期，RevPAR 增幅可达 8%.....	27
图 71：国内酒店龙头 2021 年 RevPAR 增速情况.....	27
图 72：公司旗下直营店 RevPAR 情况	27
图 73：公司直营业务毛利润周期性显著（单位：万元）	27
图 74：中国预制菜市场规模及预测（NCBD 口径）	28
图 75：中国预制菜市场规模及预测（艾媒咨询口径）	28
图 76：金陵饭店盐水鸭、大肉包产品	28
图 77：金陵饭店新春礼盒	28
图 78：金陵连锁酒店小程序端能够订购特色食品.....	29
图 79：金陵&盒马联名产品入驻盒马线下门店	29
图 80：公司打造了高度系统化的数字平台	30
图 81：公司联合石基信息西软云打造 PMS 系统.....	30
图 82：公司与美豪集团搭建会员系统互通	31
图 83：公司与托迈酷客签署合作协议	31
图 84：公司主营业务增长预测.....	32
图 85：公司毛利率及费用项设置.....	33

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：金陵文旅基金募集规模	19
表 2：金陵饭店集团覆盖“食住行游购娱”全产业链	19
表 3：2018 年 6 月注入资产列表	22
表 4：江苏省属未注入的酒店资产情况（不完全统计）	22
表 5：金陵六大子品牌概况	23
表 6：金陵饭店与地方国资文旅合资成立酒管公司	24
表 7：金陵尊享 APP 上 食品 SKU 概况	29
表 8：可比公司 PE 数据对比.....	33
公司财务报表数据预测汇总.....	36

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001