

受疫情影响业绩有所下滑，静待禀赋释放与价值回归

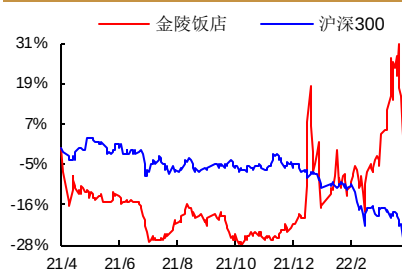
投资要点

- **业绩总结：**①**2021 年年报：**公司 2021 年全年实现营业收入 13.7 亿元（同比+21%），对应归母净利润 0.28 亿元（同比-35%），扣非归母净利润 0.13 亿元（同比-38%），扣非归母净利润基本符合我们之前的预期（前次报告预期全年净利润 0.16 亿元）。2021 年全年经营净现金流 2.5 亿元（同比+87%）。分季度看，21Q1~Q4 分别实现营业收入 3.2、2.9、3.3、4.3 亿元，对应归母净利润分别为 -1359、3031、-471、1603 万元。21 年一季度与三季度分别受全国与南京疫情影响导致单季度出现亏损，在市场恢复相对较好的 21 年二季度公司单季度实现 3000 万+的盈利。2021 年全年非经常损益：公司全年政府补助收入 1705 万元（19/20 年分别为 1183、1911 万元）。②**2022 年一季报：**2022 年 Q1 公司实现营业收入 3.8 亿元（同比+17%），对应归母净利润亏损 928 万元（21 年同期亏损 1359 万元）。22 年一季度尤其是三月以来全国疫情处于高发态势，但同比仍有减亏。
- **分板块看，**①**酒店板块：**按业务类型划分，酒店服务营业收入合计 4 亿元（同比+35%），毛利率 35%（同比+1.76pp），其中直营店客房收入 1.55 亿元（同比+19%），毛利率 39%（同比+11.12pp），直营店餐饮收入 1.72 亿元（同比+12%），毛利率 13%（同比-7.62pp），委托管理业务收入 7195 万元（同比+31%），毛利率 78%（同比-2.36pp），直营店收入增长系北京金陵并表，委托管理业务增长系 21 年新签约/开店酒店数量增多。按子公司划分，南京新金陵直营店营收 2.5 亿元，实现归母净利润 4000 万元，略超预期；南京新金陵酒管公司实现营收 7641 万元，对应 690 万归母净利润；北京金陵饭店直营店实现营收 2922 万元，亏损 1937 万元，亏损主要系新开酒店前期资本开支以及处于爬坡期。②**糖酒贸易：**商品贸易板块实现营收 7.2 亿元（同比+31%），毛利率 18%（同比-1.66pp）。按子公司划分，苏糖公司实现营收 7.1 亿元，对应 4554 万归母净利润。③**涉房业务：**房屋租赁、物业管理、房地产销售分别实现营收 1.4 亿元（同比-3%）、7025 万元（同比+20%）、616 万元（同比-68%）。按子公司划分，金陵汇德物业公司实现营收 5970 万元，对应归母净利润 1312 万元；金陵旅游公司实现营收 2497 万元，对应归母净利润亏损 2584 万元；世茂中心公司实现营收 2984 万元，对应归母净利润 921 万元。④**食品科技：**金陵食品科技公司实现营收 2611 万元（同比+76%），对应归母净利润 171 万元。
- **金陵酒管板块再定位，民族星级酒店下场中高端赛道。**公司截止 21 年底共有金陵签约连锁店 223 家（同比+23%），其中直营店 4 家，其中 21 年新开业的北京金陵饭店克服疫情冲击如期开店，完成冬奥会接待等工作，半年时间实现近 3000 万营收。公司当前已形成以金陵和金陵嘉瑞等六大品牌为核心的产品矩阵，实现从全服务高端星级酒店到中高端商务酒店、主题文化酒店、休闲度假酒店的覆盖。未来几年公司计划加速在中高端商务酒店领域的拓展进度，从直营旗舰店做起，逐步加快委托管理/加盟拓店，计划十四五期间实现 500 家门店的目标。金陵会员于 21 年取得长足增长，截止 21 年底金陵贵宾会 1160 万（同比 106%）。
- **商品贸易增长稳健，食品科技空间广阔。**2021 年苏糖公司实现营业收入 7.2 亿

西南证券研究发展中心

分析师：陈照林
 执业证号：S1250518110001
 电话：13916801840
 邮箱：chzhil@swsc.com.cn
 联系人：宿一赫
 电话：15721449682
 邮箱：suyh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.90
流通 A 股(亿股)	3.90
52 周内股价区间(元)	5.27-9.66
总市值(亿元)	33.50
总资产(亿元)	37.51
每股净资产(元)	3.92

相关研究

1. 金陵饭店（601007）：资源禀赋优越的民族酒店品牌（2021-11-12）

元（同比+31%，过去五年复合增速 30%），实现归母净利润 4554 万元，苏糖优化“内部合伙人”机制，做大茅台、五粮液等核心产品，加强与金陵连锁店渠道整合力度。食品科技板块实现营收 2611 万元（同比+76%），21 年公司在产品研发与渠道拓展发力，目前打造了“善饌”、“饌享”、“似锦”三个产品系列，同时在 21 年签约南京盒马渠道，计划逐步向长三角 150 家盒马门店继续拓展，同时也在部分自营酒店设立了“金陵食品专柜”。

- **盈利预测与投资建议。**金陵饭店是我国第一批民族星级酒店，多年来在全服务高端酒店领域积累了深厚的运营与管理经验，“十四五”期间发力中高端商务酒店领域，计划拓店至 500 家，同时公司糖酒板块预计维持 20%以上的复合增速，预制菜板块生产与渠道同时发力，具备较高增长潜力。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 0.9、2.0、3.2 亿元（对应 2022~2024 复合增速 125%），对应 PE 为 36、17、10 倍。公司主营酒管板块业务具备疫情后周期行业修复与自身重定位之后高速增长属性，同时贸易板块底盘坚实，未来仍有省属优质资源继续注入空间，酒店行业受疫情影响较为直接，当期业绩未能反映实际盈利能力，故考虑行业复苏进度，给予 22 年 65 倍估值（PEG=0.52），对应目标价 15.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内疫情反复出行需求恢复受阻，宏观经济下行，酒店成本上涨，新签约门店不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,374.0	1,664.0	2,100.6	2,730.0
增长率	20.5%	21.1%	26.2%	30.0%
归属母公司净利润（百万元）	28.0	92.7	197.8	320.7
增长率	-35.4%	230.6%	113.4%	62.1%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.24	0.51	0.82
净资产收益率 ROE	3.5%	5.9%	11.2%	12.7%
PE	119.5	36.1	16.9	10.4
PB	2.15	2.03	1.83	1.59

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

盈利预测

关键假设：

- 1) 2022~2024 年公司新开直营店 2、5、4 家。
- 2) 2022~2024 年直营 RevPAR 分别为 400 元/间、515 元/间、535 元/间。
- 3) 2022~2024 年签约门店为 300、400、500 家。

表 1：盈利预测

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营收合计	1,374	1,664	2,101	2,730
YoY	21%	21%	26%	30%
①酒店服务	405	559	830	1,284
YoY	17%	38%	48%	55%
直营	333	420	600	955
YoY	14%	26%	43%	59%
委托管理	72	139	230	329
YoY	31%	94%	65%	43%
②商品贸易	740	866	1013	1185
YoY	32%	17%	17%	17%
③房屋租赁	144	183	197	200
YoY	-3%	27%	8%	2%
④物业管理	70	56	61	61
YoY	19%	-20%	9%	0%
⑤食品科技	26	55	105	206
YoY	-	111%	91%	96%
成本合计	931	1002	1156	1489
YoY	24%	8%	15%	29%
毛利	453	662	945	1241
YoY	17%	46%	43%	31%
毛利率	37.20%	39.78%	44.97%	45.46%

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

我国酒店行业当前正处于总量优化与结构升级阶段，酒店连锁化率 31%，参考发达国家经验 60~70% 的连锁化率水平，我国连锁酒店渗透率上升空间充足。疫情加速酒店行业供给出清，同时头部酒店集团加快轻资产步伐，积极优化产品线结构，为疫情后周期行业复苏打出盈利空间。从估值水平看，海外酒店市场趋于成熟，但龙头公司凭借杰出的管理能力与品牌塑造依然能维持 30X 的估值水平，我国酒店行业起步较晚，且行业整体资产证券化程度较低，龙头公司过去五年（排除异常值）估值水平在 40-50X 基于以上认知，我们认为尽管酒店行业整体增速已经向宏观经济中枢靠拢，但头部酒管集团通过规模/品牌/管理优势

可以在疫情加速器下充分提升市场份额并助推行业标准化程度提升，头部酒管集团规模/营收总量数据依然能维持 20~30%甚至更高的增速区间，同时伴随产品优化或出现量价齐升的局面。当前疫情期间，酒店集团的业绩未能如实反映行业结构出清以及自身结构优化升级与规模扩张带来的优势，所以考虑到行业复苏进程，在 22 与 23 年行业估值中枢有所上移，随着行业逐渐恢复如常，酒店集团在疫情期间积累的规模优势将转化为业绩优势，届时酒店行业估值将随着分母端快速抬升实现向行业长期中枢靠拢。

金陵饭店是我国第一批民族星级酒店，多年来在全服务高端酒店领域积累了深厚的运营与管理经验，“十四五”期间发力中高端商务酒店领域，计划拓店至 500 家，同时公司糖酒板块预计维持 20%以上的复合增速，预制菜板块生产与渠道同时发力，具备较高增长潜力。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 0.9、2.0、3.2 亿元（对应 2022~2024 复合增速 125%），对应 PE 为 36、17、10 倍。公司主营酒管板块业务具备疫情后周期行业修复与自身重定位之后高速成长属性，同时贸易板块底盘坚实，未来仍有省属优质资源继续注入空间，酒店行业受疫情影响较为直接，当期业绩未能反映实际盈利能力，故考虑行业复苏进度，同时考虑行业 22 年平均 69 倍估值，故给予公司 22 年业绩 65 倍估值（PEG=0.52），对应目标价 15.6 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率 PE			
			20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
600258.SH	首旅酒店	23.53	-0.51	0.06	0.45	0.95	-42	526	52	25
600754.SH	锦江酒店	53.7	0.58	0.1	0.8	1.74	-115	623	67	31
301073.SZ	君亭酒店	72.95	0.58	0.46	0.84	1.61	-185	-168	87	45
平均值							-114	327	69	34

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1373.97	1663.96	2100.65	2729.98	净利润	80.80	142.61	304.32	391.09
营业成本	931.22	1002.00	1156.00	1489.00	折旧与摊销	86.71	140.90	158.76	189.31
营业税金及附加	14.97	21.31	23.77	68.25	财务费用	23.94	-3.35	-7.56	-3.80
销售费用	99.11	183.04	231.07	300.30	资产减值损失	-5.47	0.00	0.00	0.00
管理费用	187.49	249.59	315.10	409.50	经营营运资本变动	363.62	-107.99	18.04	56.79
财务费用	23.94	-3.35	-7.56	-3.80	其他	-298.55	0.32	-9.34	3.33
资产减值损失	-5.47	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	251.06	172.49	464.22	636.72
投资收益	6.16	0.50	0.50	0.50	资本支出	48.80	-80.00	-300.00	-350.00
公允价值变动损益	11.48	8.69	8.00	-5.00	其他	-257.36	167.15	-31.50	-44.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-208.56	87.15	-331.50	-394.50
营业利润	141.93	220.55	390.76	462.24	短期借款	-39.33	-33.04	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.36	3.14	15.00	-2.14	长期借款	-44.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	133.57	223.69	405.76	460.10	股权融资	14.93	0.00	0.00	0.00
所得税	52.77	81.09	101.44	69.02	支付股利	0.00	-5.61	-18.54	-39.56
净利润	80.80	142.61	304.32	391.09	其他	111.32	-19.28	7.56	3.80
少数股东损益	52.77	49.91	106.51	70.40	筹资活动现金流净额	42.92	-57.93	-10.98	-35.76
归属母公司股东净利润	28.04	92.70	197.81	320.69	现金流量净额	85.49	201.71	121.74	206.46
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	450.54	652.25	773.99	980.45	成长能力				
应收和预付款项	244.19	357.42	391.89	505.30	销售收入增长率	20.50%	21.11%	26.24%	29.96%
存货	452.62	477.52	553.21	716.22	营业利润增长率	12.96%	55.40%	77.17%	18.29%
其他流动资产	416.26	262.16	307.98	356.36	净利润增长率	-10.16%	76.49%	113.40%	28.51%
长期股权投资	26.55	26.55	26.55	26.55	EBITDA 增长率	11.76%	41.77%	51.34%	19.52%
投资性房地产	311.77	311.77	311.77	311.77	获利能力				
固定资产和在建工程	1093.61	1067.09	1242.70	1437.77	毛利率	32.22%	39.78%	44.97%	45.46%
无形资产和开发支出	347.17	314.19	281.21	248.23	三费率	22.60%	25.80%	25.64%	25.86%
其他非流动资产	364.81	363.41	362.01	360.62	净利率	5.88%	8.57%	14.49%	14.33%
资产总计	3707.53	3832.36	4251.31	4943.27	ROE	3.52%	5.85%	11.18%	12.72%
短期借款	33.04	0.00	0.00	0.00	ROA	2.18%	3.72%	7.16%	7.91%
应付和预收款项	500.17	595.75	663.88	863.66	ROIC	7.44%	12.96%	24.21%	28.72%
长期借款	80.00	80.00	80.00	80.00	EBITDA/销售收入	18.38%	21.52%	25.80%	23.73%
其他负债	796.92	720.21	785.26	925.91	营运能力				
负债合计	1410.13	1395.96	1529.13	1869.57	总资产周转率	0.40	0.44	0.52	0.59
股本	390.00	390.00	390.00	390.00	固定资产周转率	1.23	1.54	1.82	2.04
资本公积	329.12	329.12	329.12	329.12	应收账款周转率	27.79	28.38	29.34	29.41
留存收益	840.25	927.34	1106.61	1387.74	存货周转率	2.06	2.13	2.20	2.32
归属母公司股东权益	1557.38	1646.46	1825.73	2106.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.76%	—	—	—
少数股东权益	740.02	789.93	896.45	966.84	资本结构				
股东权益合计	2297.40	2436.40	2722.18	3073.71	资产负债率	38.03%	36.43%	35.97%	37.82%
负债和股东权益合计	3707.53	3832.36	4251.31	4943.27	带息债务/总负债	8.02%	5.73%	5.23%	4.28%
					流动比率	1.51	1.72	1.76	1.71
					速动比率	1.08	1.25	1.28	1.23
					股利支付率	0.00%	6.05%	9.37%	12.34%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.24	0.51	0.82
					每股净资产	3.99	4.22	4.68	5.40
					每股经营现金	0.64	0.44	1.19	1.63
					每股股利	0.00	0.01	0.05	0.10
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	252.59	358.10	541.97	647.75					
PE	119.48	36.14	16.94	10.45					
PB	2.15	2.03	1.83	1.59					
PS	2.44	2.01	1.59	1.23					
EV/EBITDA	5.36	3.50	2.01	1.30					
股息率	0.00%	0.17%	0.55%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn