

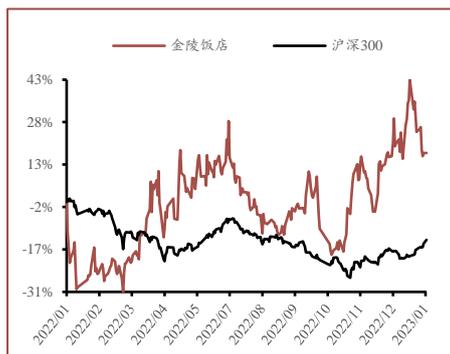
★ 投资评级:增持(维持)

基本数据

2023-01-16

收盘价(元)	10.12
流通股本(亿股)	3.90
每股净资产(元)	3.99
总股本(亿股)	3.90

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001

liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003

liyib@ctsec.com

1. 《酒店业务弹性复苏,三季度业绩转盈》 2022-10-28

核心观点

- ❖ **单体酒店起家,承袭高端酒店管理基因。**公司以五星级金陵饭店为主体,构建了“酒店投资管理、旅游资源开发、酒店物资贸易”三大板块的发展格局。目前已形成“金陵”、“金陵精选”、“金陵嘉珞”、“金陵文璟”、“金陵山水”、“金陵嘉辰”六大品牌,2021年金陵连锁酒店客房规模位居豪华品牌第三位。
- ❖ **直营店质量优异,文旅合作实现省外快速拓张,从区域走向全国。**南京金陵饭店禀赋好,在奠定金陵品牌基调的同时,亦将受益于南京商旅需求的恢复。扩张方面,截至22H1,公司开业酒店达235家,且公司预计在23、25年达到已开业酒店300家、500家的目标,从长三角走向全国。公司品牌矩阵较为完备,“北上、西进、南下”拓店战略持续推进,通过布局旗舰店、与当地企业合作酒管公司、以及成立文旅基金等方式加速酒店扩张。
- ❖ **预制菜区域认可度高,有望成为新增长点。**我国预制菜行业正处于市场成长期,未来空间大,区域性强。公司通过强区域认可度和特色菜品快速切入预制菜行业,公司深化产研和渠道建设,目前拥有6款预制菜商品,公司预计年底首批18个精选产品将全部上线。公司亦积极搭建销售渠道,已实现线上线下一多渠道覆盖,销量有望快速增长。
- ❖ **三年混改,经营提质增效,民族品牌焕发新生。**2018年母公司入选“双百行动”,落实股权多元化改革、市场化人才招聘,后续逐步推出股权激励制度,进一步激发企业活力。期间母公司将11家酒店的经营权委托至上市公司,助力金陵品牌发展,强化核心竞争力。
- ❖ **投资建议:**预计公司2022-2024年归母净利润为0.5/1.5/2.2亿元,对应EPS 0.13/0.39/0.56元,对应动态PE 78.6/26.1/18.1倍。考虑到公司持续推进直营旗舰店布局,并带动委托管理业务扩张,叠加酒店行业上行期,酒店业务将迎来快速成长;同时积极扩展预制菜销售渠道、扩充品类,亦有望带来业绩增量。给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:**疫情反复风险;拓店数量不及预期;预制菜销量不及预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1140	1374	1591	1877	2151
收入增长率(%)	-5.82	20.50	15.80	17.98	14.61
归母净利润(百万元)	43	28	50	151	218
净利润增长率(%)	-41.24	-35.39	79.11	200.64	44.07
EPS(元/股)	0.15	0.07	0.13	0.39	0.56
PE	54.48	79.44	78.59	26.14	18.14
ROE(%)	2.83	1.80	3.11	8.54	10.92
PB	1.55	1.43	2.45	2.23	1.98

数据来源:wind数据,财通证券研究所

内容目录

核心问题：金陵饭店概览.....	5
1 单体酒店起家，国企改革焕发活力.....	6
1.1 南京金陵饭店为主体，多业务协同发展.....	6
1.2 国资委控股，母公司改革焕发活力.....	7
2 短期 RevPAR 有望恢复，长期受益于消费升级.....	9
2.1 供给持续收缩，需求边际改善.....	9
2.2 短期防控政策优化，奢华型和中高端酒店修复更快.....	10
2.3 消费升级，中高端酒店增速强劲.....	11
3 直营店质量优异，委管业务未来可期.....	11
3.1 直营店禀赋好，布局旗舰店进军华北.....	12
3.2 培育品牌矩阵，拓店规划清晰.....	14
3.3 同业对比：金陵连锁拓店快，会员流量支持强.....	16
4 预制菜区域认可度高，有望成为新增长点.....	19
4.1 苏糖业绩增长平稳，积极探索业绩增长点.....	19
4.2 预制菜行业成长空间大，地区性强.....	20
4.3 传统淮扬菜餐饮企业，精准把握预制菜发展潮流方向.....	21
5 盈利预测及投资建议.....	24
5.1 盈利预测.....	24
5.2 投资建议.....	25
6 风险提示.....	26

图表目录

图 1. 一图看金陵饭店业绩构成.....	5
图 2. 金陵饭店发展历程.....	6
图 3. 公司营收及利润情况.....	6
图 4. 公司主营业务构成（百万元）.....	6
图 5. 金陵饭店股权结构.....	8
图 6. 固定资产投资完成额：住宿和餐饮业累计同比（%）.....	9
图 7. 2016-2021 年中国酒店数量.....	9

图 8. 非制造业 PMI 商务活动指数 (%)	10
图 9. 中国整体酒店客房供需差 (万间夜/周)	10
图 10. 奢华级酒店入住率(%).....	10
图 11. 奢华级酒店 RevPAR (元)	10
图 12. 中高端酒店入住率(%).....	11
图 13. 中高端酒店 RevPAR (元)	11
图 14. 商旅人士酒店类型偏好.....	11
图 15. 国内中高端酒店增速更快.....	11
图 16. 直营酒店业务经营状况.....	12
图 17. 酒店管理业务增速达 30%.....	12
图 18. 南京金陵饭店外观.....	13
图 19. 南京金陵饭店位置优越.....	13
图 20. 南京五星级酒店经营数据.....	13
图 21. 南京市五星酒店 RevPAR 高于全国平均 (元)	13
图 22. 北京金陵饭店外观.....	14
图 23. 公司酒店扩张战略布局.....	14
图 24. 公司旗下酒店数量 (个)	15
图 25. 金陵、君亭品牌矩阵对比.....	16
图 26. 金陵、君亭酒店业务营收.....	17
图 27. 金陵、君亭开业酒店数量 (个)	17
图 28. 金陵、君亭的直营收入占酒店业务比例.....	17
图 29. 金陵、君亭的附加业务占直营收入比例.....	17
图 30. 金陵、君亭委托管理模式单店营收 (万元)	18
图 31. 金陵、君亭会员数量 (万人)	18
图 32. 金陵、君亭酒店业务毛利率.....	18
图 33. 金陵、君亭整体净利率.....	18
图 34. 金陵、君亭酒店资产负债率.....	18
图 35. 金陵、君亭现金流动比率.....	18
图 36. 苏糖糖酒食品公司业绩增长情况.....	19
图 37. “金陵饭店定制酒”系列产品.....	20
图 38. 2019-2026 年中国预制菜市场规模	20
图 39. 各省份预制菜相关企业数量 (家)	21
图 40. 金陵经典菜肴.....	21

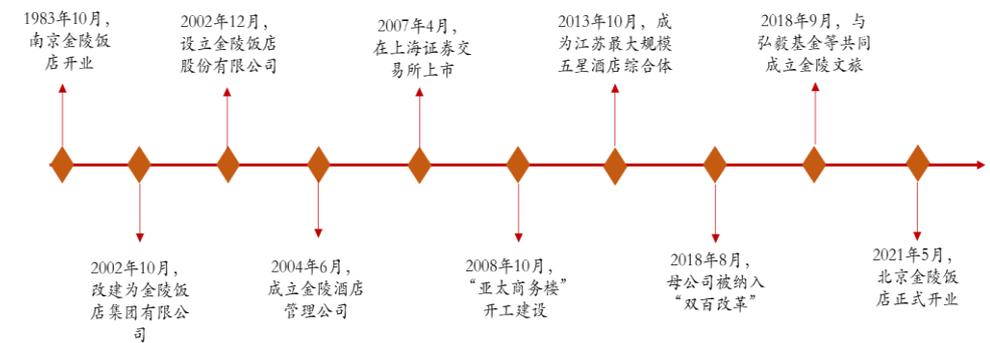
图 41. 梅苑在大众点评上排名居前.....	21
图 42. 金陵饭店半成品：金陵大肉包.....	22
图 43. 金陵预制菜业务高速增长.....	22
图 44. 金陵预制菜产品矩阵及销售渠道.....	22
表 1. 16 家省属酒旅类资产注入集团.....	7
表 2. 母公司金陵集团在国企改革下政策背景.....	8
表 3. 金陵饭店酒店业务模式.....	12
表 4. 2021 年豪华连锁品牌规模 TOP.....	14
表 5. 金陵饭店六大品牌.....	14
表 6. 公司扩张战略稳步推进.....	15
表 7. 预制菜业务规模测算.....	23
表 8. 金陵饭店营收测算（百万元）.....	24
表 9. 酒店业务核心假设.....	25
表 10. 可比公司 PE 估值.....	26

1 单体酒店起家，国企改革焕发活力

1.1 南京金陵饭店为主体，多业务协同发展

老牌国资高星酒店管理集团，品牌历久弥新。公司由南京金陵饭店集团有限公司于2002年12月控股设立，2007年4月在上海证券交易所上市。公司以五星级金陵饭店为主体，构建了“酒店投资管理、旅游资源开发、酒店物资贸易”三大板块的发展格局，创立了品牌营运、质量管理、市场营销、中央采供等十大专业化连锁系统。

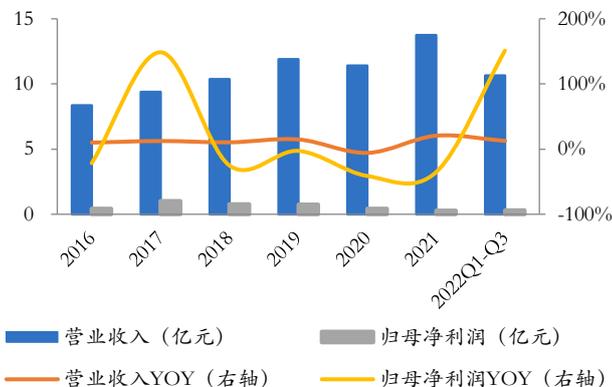
图2.金陵饭店发展历程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

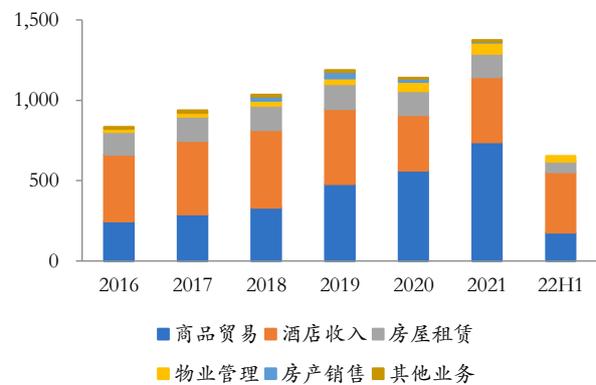
商品贸易业务稳增长对利润形成支撑，22Q3 疫情企稳酒店业务强势复苏。公司业务覆盖商品贸易、餐饮、房屋租赁、客房、物业管理、酒店管理等领域，实现业务多元化协同发展。公司2021年营收同比上升21%至13.7亿元，2022年上半年受上海疫情影响，归母净利同比下降-81.65%至0.03亿元。22Q3华东地区商旅及婚宴需求强势复苏，2022年前三季度公司实现营收10.64亿元，同比增长12.56%，实现归母净利0.30亿元，同比增长151.09%。

图3.公司营收及利润情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4.公司主营业务构成 (百万元)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 国资委控股，母公司改革焕发活力

南京金陵饭店集团作为江苏省属企业在“双百行动”下实现国企混改，获 16 家酒旅类国资旅企注入。2018 年，“双百行动”选取 404 家试点企业进行改革，金陵饭店的母公司南京金陵饭店集团作为江苏省骨干被纳入“双百企业”，重点进行了混合所有制改革。金陵饭店作为江苏省唯一的旅游上市平台，承载省内“四带两圈一网”的旅游发展战略使命，因此改革主要围绕旅游行业的价值链对其进行战略性重组。在江苏省国资委的推动下，通过无偿划拨或股权作价入股的方式，将国信集团及其旗下 11 家酒店，交通控股所属的苏州南林饭店，徐矿集团所属的西安紫金山大酒店，以及旅游类公司江苏省外事旅游汽车公司、舜天海外旅游公司划入南京金陵饭店集团。14 家酒店合计客房 3500 间，合计总资产 20+亿元。

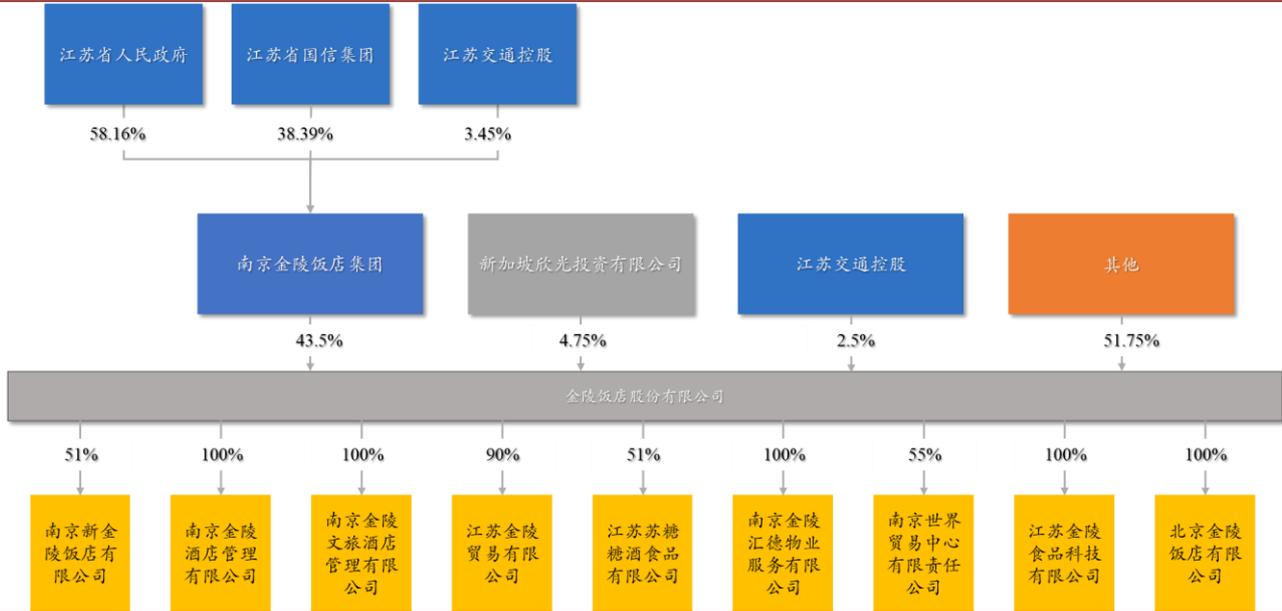
表1.16 家省属酒旅类资产注入集团

序号	入股名单	资产注入方式	原所属公司
1	江苏国信酒店集团有限公司	国有股权作价入股	国信集团
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）	国有股权作价入股	国信集团
3	南京国信状元楼大酒店有限责任公司	国有股权作价入股	国信集团
4	苏州国信雅都大酒店有限公司	国有股权作价入股	国信集团
5	连云港云台宾馆有限责任公司	国有股权作价入股	国信集团
6	淮安国信大酒店有限公司	国有股权作价入股	国信集团
7	江苏舜天国际集团碧波度假村有限公司	国有股权作价入股	国信集团
8	连云港神州宾馆有限公司	国有股权作价入股	国信集团
9	南京友好大厦有限公司	国有股权作价入股	国信集团
10	扬州花园国际大酒店有限公司	国有股权作价入股	国信集团
11	深圳市江苏宾馆有限公司	国有股权作价入股	国信集团
12	江苏舜发实业有限公司	国有股权作价入股	国信集团
13	苏州南林饭店有限责任公司	国有股权作价入股	江苏交通
14	西安紫金山大酒店有限公司	国有资产无偿划拨	徐矿集团
15	江苏省外事旅游汽车有限公司	国有股权作价入股	国信集团
16	江苏舜天海外旅游有限公司	国有股权作价入股	国信集团

数据来源：公司公告，财通证券研究所

股权结构集中，南京金陵饭店集团持股 43.5%为公司第一大股东。公司最初由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。2018 年母公司实现混改后，股权结构变更为国信集团持股 38.39%，交通控股持股 3.45%，剩下 58.16%的股权均被江苏国资委持有。截止 22Q3，公司的第一大股东仍为国资委完全控股的金陵饭店集团，持股 43.5%，而后前十大大股东几乎持股小于 5% 的基金投资机构等。

图5.金陵饭店股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：截止 2022/9/30

聚焦主业与深化人事机制改革并举，“国改三年行动”即将收官。2020年6月深改委书面提出的“国企改革三年行动”如今已到收官之年，基于“聚焦主业”的要求，同时为解决集团与上市公司间的同业竞争问题，南京金陵饭店集团于2021年将其全资或控股的11家酒店的经营管理权通过委托管理的形式注入金陵饭店酒管公司，资产仍在集团下。集团和公司也在治理机制、用人机制、激励机制这人事方面的“三大机制”进行了深化改革。1) 治理机制方面：董事层不断进行人员优化和集团层面的授权放权；2) 用人机制方面：逐步实现市场化招聘和职业经理人制度，和经营管理权下方；3) 激励机制方面：公司设立了中长期激励的工资总额机制、业务骨干跟投机制、超额利润分享计划等，通过更市场化方式为国企注入新鲜血液。

表2.母公司金陵集团在国企改革下政策背景

改革方案	重点内容	最早提出时间	持续时间
“双百行动”	是国务院国有企业改革领导小组组织开展的国企改革专项行动。在中央和地方首先各选取近200家央企子企业和地方骨干企业（即“双百企业”），然后以这404家双百企业为试点，要求实现“五大突破、一个坚持”，即在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励机制以及历史遗留问题方面实现突破，同时要坚持党的领导。	2018/8/5	2018~2020年
国企改革三年行动	是未来三年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的 具体施工图 。要求国企 聚焦主责主业 ，健全市场化经营机制，提高核心竞争力。“双百企业”要在国企改革三年行动中争当先锋表率，率先完成重点任务	2020/5/22	2020~2022年

务，特别是聚焦治理机制、用人机制、激励机制这“三大机制”实施更深层次的改革。

"十四五"规划中有 关国资国企改革	规划针对国有企业在“全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制”中要求“激发各类市场主体活力”，分为“加快国有经济布局优化和结构调整”“推动国有企业完善中国特色现代企业制度”和“健全管资本为主的国有资产监管体制”	2021/3/11	2021~2025 年
----------------------	---	-----------	-------------

数据来源：国务院，财通证券研究所

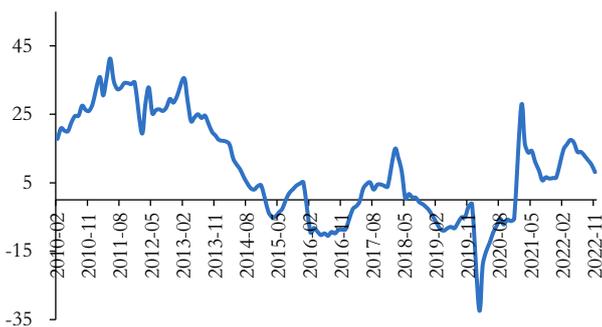
“十四五”规划提出国资深化重组，公司有望承接盘活全国地方文旅平台酒店资源，目标 2025 年开业签约 500 家门店。“十四五”规划中针对国企改革，提出要激发各类市场主体活力，其中“加快国有经济布局优化和结构调整”要求调整盘活存量资产，优化增量资本配置。一方面，随着未来第二批酒店资产注入，金陵饭店预期将获得 30+江苏省国资委控制的酒店资源，另一方面，通过设立合资公司模式，委托管理地方文旅平台旗下酒店，实现非线性的规模扩张。

2 短期 RevPAR 有望恢复，长期受益于消费升级

2.1 供给持续收缩，需求边际改善

疫情使得行业持续出清，行业供需关系改善。2014 年后我国酒店行业供给增速明显放缓，固定资产投资完成额增速在 0% 上下波动，2019 年酒店数量较 2018 年同期减少 1.83%，行业进入存量时代。2021 年在疫情冲击下，尾部单体酒店持续出清，2021 年酒店数量较 2019 年同期大幅减少 25.4%。疫情后期，单体酒店持续出清，供给结构仍在优化中。防疫政策叠加需求端回暖，加盟商投资信心边际变化，酒店筹备建设通常需要 6-12 个月时间，因此市场供给回流仍需时日。

图6.固定资产投资完成额：住宿和餐饮业累计同比(%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7.2016-2021 年中国酒店数量

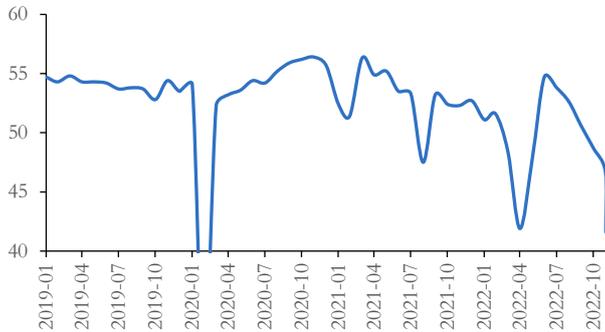


数据来源：盈蝶咨询，财通证券研究所

12 月非制造业 PMI 低于景气线，预期 23Q1 商旅需求有望触底回升。12 月份中国非制造业商务活动指数为 41.6%，环比下降 5.1pct，低于景气线，主要系各地短期内疫情感染人数快速上升，交通运输、住宿、餐饮、景区服务等行业活动持续偏弱。随着疫情政策优化，社会面人员流动性将得到改善，且即将到来的春节假

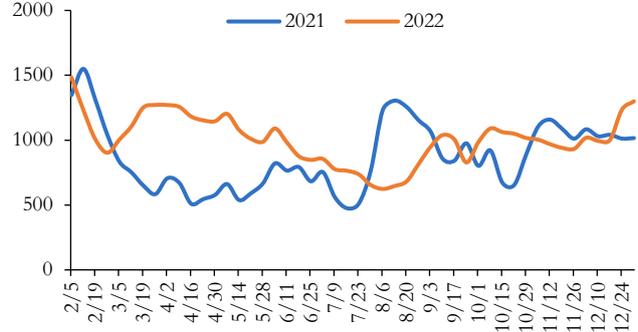
期有望提振相关消费需求，投资、消费和金融等政府相关扶持政策效果将陆续显现，预计 23Q1 商旅需求有望触底回升。

图8.非制造业 PMI 商务活动指数 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9.中国整体酒店客房供需差 (万间夜/周)



数据来源: STR, 财通证券研究所

2.2 短期防控政策优化，奢华型和中高端酒店修复更快

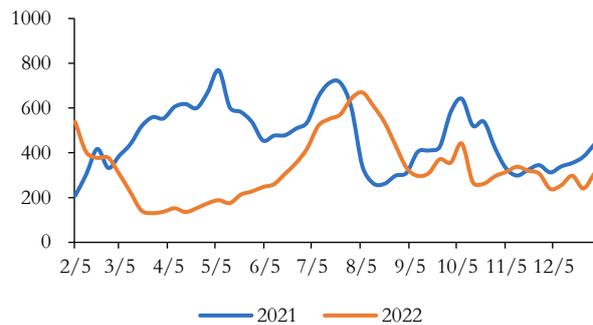
城市达峰过程中短期经营承压，度假和高端需求修复更快。随着 2022 年 11 月推出“二十条”和而后的“新十条”优化措施，短期疫情达峰过程中，全国酒店 RevPAR 受入住率影响短期下滑。结构上看，奢华型和中高端消费需求率先修复，截止 12/31 周度数据，奢华型酒店 RevPAR 环比+27.8%。早期疫情感染达峰城市如北京、成都等地入住率环比回升，截止 12/31 周度数据，分别环比+4.3%/+12.2%，三亚在度假需求带动下持续向好，与十一相比，入住率回升近 50pct, ADR 增长 50%-60%。复苏节奏来看，春节小长假酒店预订量价齐升，可能存在经营修复超预期可能。

图10.奢华级酒店入住率(%)



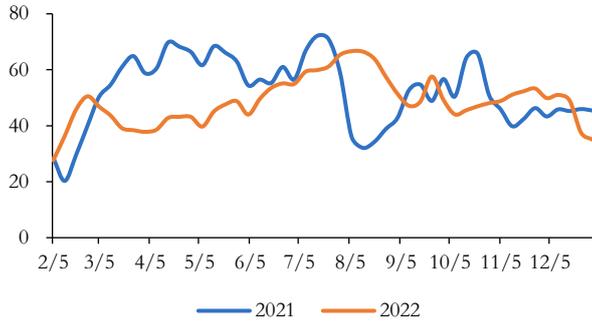
数据来源: STR, 财通证券研究所

图11.奢华级酒店 RevPAR (元)



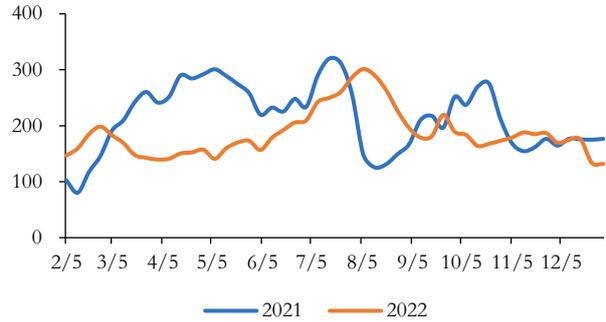
数据来源: STR, 财通证券研究所; 奢华酒店对应国内超五星级酒店

图12.中高端酒店入住率(%)



数据来源: STR, 财通证券研究所; 中高端酒店对应国内四星级酒店

图13.中高端酒店 RevPAR (元)

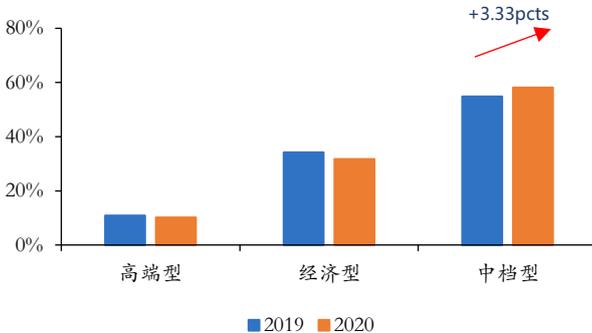


数据来源: STR, 财通证券研究所

2.3 消费升级, 中高端酒店增速强劲

受益于消费升级, 中高端酒店增速强劲。与低档品牌相比, 中高端业态起步较晚, 目前仍处于行业上升期, 增速更快。2015-2019年, 中高端酒店数量的复合增长率为 26.98%, 经济型仅为 13.67%。“十四五”规划提出, 2035 年我国中等收入群体将显著扩大, 这将带动我国中高端酒店比例进一步上升。在新一轮酒店周期中, 酒店集团一方面将受益于中高端化带来的 ADR 自然增长, 另一方面将受益于行业供需改善带来的 ADR 溢价能力。

图14.商旅人士酒店类型偏好



数据来源: 携程商旅, 财通证券研究所

图15.国内中高端酒店增速更快



数据来源: Frost & Sullivan, 财通证券研究所

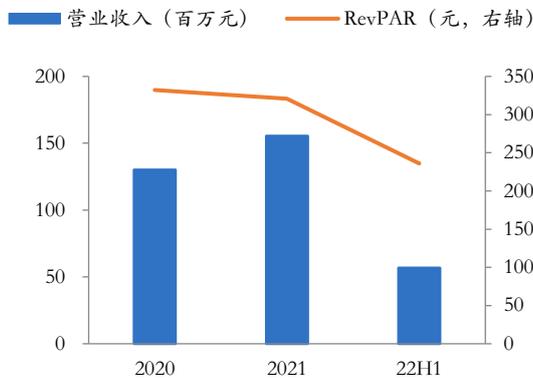
3 直营店质量优异, 委管业务未来可期

公司拥有直营店 4 家, 委托管理业务稳增长。金陵饭店经营公司酒店业务主要包括直营和受托管理两种经营模式, 截止 22Q3, 公司旗下有直营门店 4 家, 连锁加盟签约近 240 家, 其中已开业 158 家, 储备门店 80+。目前直营门店均为五星级全服务酒店, 年营收规模在 1.5 亿, 22 年下半年筹划建设 2 家中高端有限服务门店, 多品牌战略带来直营业务进一步丰富; 委托管理的抽成模式为基础管理费+奖励管理费。当前防疫政策优化, 需求端改善背景下, 奖励管理费率有望改善。

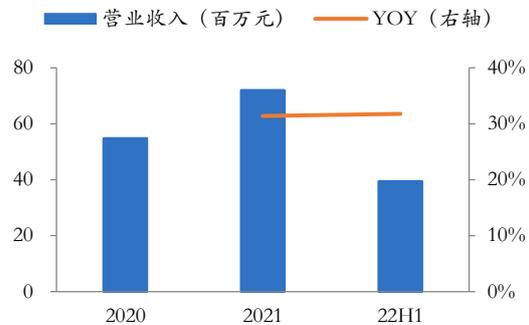
表3.金陵饭店酒店业务模式

直营门店	南京金陵饭店	亚太商务楼	天泉湖金陵山庄	北京金陵饭店
定位	位于南京新街口 CBD 的五星级饭店	集超五星级酒店、国际 5A 智能写字楼、会议展览、精品商业于一体的高端综合体	位于江苏省盱眙县天泉湖旅游度假区的五星级标准会议度假酒店	位于北京市望京 CBD 的金陵精选旗舰店
委托管理	已签约 240 家，开业约 158 家，储备门店 80+家			
抽成模式	1+N%模式，即“基础管理费+奖励管理费”			
基础管理费	高端四五星级酒店按营业收入 2%抽成，中低端酒店按营业收入 5%抽成			
奖励管理费	以 GOP 为计算门槛，阶梯式收取（高端酒店门槛在 15~20%，中端在 30%）			

数据来源：公司公告，财通证券研究所

图16.直营酒店业务经营状况


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图17.酒店管理业务增速达 30%


数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.1 直营店禀赋好，布局旗舰店进军华北

高端酒店管理底蕴深厚，首家直营店位置优越。南京金陵饭店是 1979 年改革开放初期经国务院批准立项建设的全国首批六家大型涉外旅游饭店之一。南京市五星级酒店 RevPAR 明显优于全国平均水平，且南京金陵饭店地理位置优越，处于南京核心商圈新街口，单店盈利能力强。疫情形势改善后，亦将受益于快速恢复的南京旅游与商务需求。

图18.南京金陵饭店外观



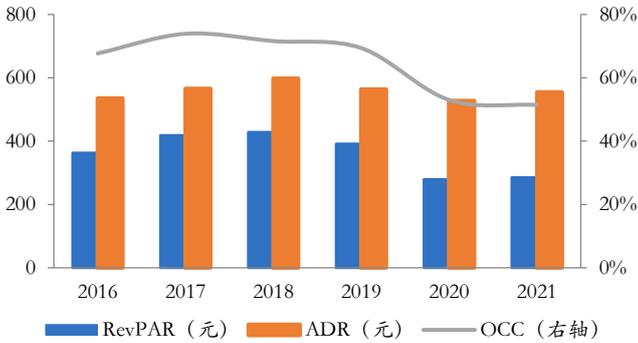
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图19.南京金陵饭店位置优越



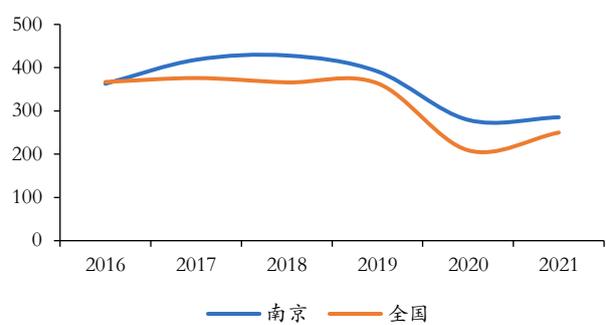
数据来源：高德地图，财通证券研究所

图20.南京五星级酒店经营数据



数据来源：国家旅游局，财通证券研究所

图21.南京市五星酒店 RevPAR 高于全国平均 (元)



数据来源：国家旅游局，财通证券研究所

北京金陵承接冬奥需求，推进战略扩张。2020年12月，公司取得了位于北京市望京商务区的“北京人济大厦C座项目”租赁经营权（租赁期10年+5年选择延期权），总建筑面积27394平方米，建筑主体地上20层、地下2层，共258间客房，是公司的第一个自营租赁酒店，而后北京金陵于次年5月28日正式开业。物业本为已装修好的酒店，前期改装投入成本低，后期租金2.8元/m²/天，在北京成本低于平均租金水平（3-4元/m²/天），有极佳的成本优势，22H1承接冬奥会接待工作，出租率达70%，营收较好的同时宣传了品牌特色。此外公司仍积极推动酒店业务扩张，逐步推进“在一、二线城市设立高中端酒店品牌旗舰店、样板店”战略布局。

图22.北京金陵饭店外观



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图23.公司酒店扩张战略布局



数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.2 培育品牌矩阵，拓店规划清晰

培育多层次品牌体系，满足客户多元化需求。2021年5月公司正式发布“金陵精选”城市精品高端商务酒店品牌。截至2021年底，公司已形成“金陵”、“金陵精选”、“金陵嘉珞”、“金陵文璟”、“金陵山水”、“金陵嘉辰”等六大酒店品牌的产品矩阵，覆盖高端商务会议酒店、中端精品商务酒店、主题文化酒店、休闲度假酒店、智能公寓酒店等各类型细分市场，品牌标准不断完善，运营能力持续提升。2021年，金陵连锁酒店客房规模位居豪华品牌第三位，市占率3.99%。

表4. 2021年豪华连锁品牌规模TOP

品牌排名	品牌名称	所属集团	客房数	门店数	市占率
1	碧桂园凤凰	凤悦酒店及度假村	29358	77	5.31%
2	富力酒店	富力集团	28192	93	5.10%
3	金陵	南京金陵酒管公司	22060	86	3.99%
4	开元名都酒店	德胧集团	21896	65	3.96%
5	首旅建国	首旅如家酒店集团	19258	67	3.48%
6	雷迪森酒店	雷迪森酒店集团	16431	78	2.97%
7	锦江酒店	锦江国际集团	14221	49	2.57%
8	君澜度假酒店	君澜酒店集团	13055	50	2.36%
9	维景国际	中国中旅酒店集团	11541	27	2.09%
10	世纪金源	世纪金源酒店	9169	18	1.66%

数据来源：盈蝶咨询，财通证券研究所

表5.金陵饭店六大品牌

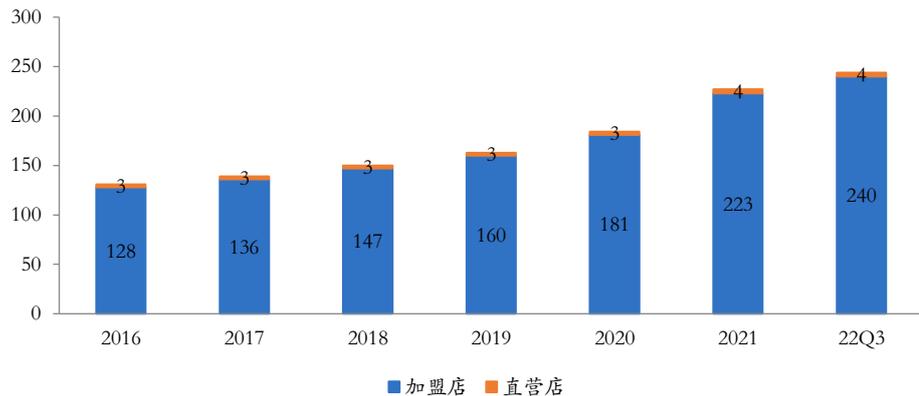
品牌名称	品牌定义	品牌理念	品牌客群
金陵	融世界水准与中国文化为一体，提供全服务的豪华高端业务酒店	细意浓情，体验金陵	高端商务、休闲旅游客人及精英会议人群

金陵精选	适度体现金陵文化元素的高端精致有限服务酒店	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
金陵嘉珞	精品商务会议酒店	温馨、舒适、高品质、极具高性价比	商务、会议及休闲旅游人群
金陵文璟	主题文化特色酒店品牌	文化、精致、舒适、休闲、高品质	追求品质生活的休闲度假人群
金陵山水	休闲旅居度假酒店	情怀、仁爱、静谣、意境	会议、休闲度假人群
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

数据来源：迈点网，财通证券研究所

拓店提速，目标清晰。截至 22H1，金陵连锁酒店已达 235 家，同比增长 20.51%，遍布全国 19 省 94 市。未来公司将通过并购整合、项目拓展加快连锁扩张，至 2023 年末，金陵连锁酒店计划突破 300 家规模，初步完成华东及全国重点城市战略布局。随后公司计划在十四五期间实现 500 家开业酒店的战略目标。

图 24. 公司旗下酒店数量（个）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

逐步推进北上、西进、南下扩张战略。公司立足长三角区域，实施北上、南下、西进的战略扩张，加大向一线城市和省会旅游城市延伸及全国多点布局，建立全国范围内的金陵旗舰示范酒店。

表 6. 公司扩张战略稳步推进

北上	北京金陵饭店成功布局一线城市核心地段，完成了开业及冬奥会测试赛接待等工作
西进	与合肥文旅博览集团有限公司合资新设酒店管理公司，携手共拓安徽酒旅市场
南下	与贵州饭店酒管集团共同设立贵宁达酒店管理公司

数据来源：公司公告，财通证券研究所

共同设立文旅基金，助力公司扩张。2020年11月，公司与圆山旅文、西藏弘毅、新兴产业投资公司共同设立金陵文旅基金。金陵文旅基金目标募集规模为2亿元-3亿元，首期认缴出资1.3亿元，其中金陵饭店拟认缴出资5000万元。该基金将主要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。金陵文旅基金的设立可以撬动社会资本，拓展金陵连锁酒店布局，同时更快更好地孵化金陵多层次新品牌体系。

3.3 同业对比：金陵连锁拓店快，会员流量支持强

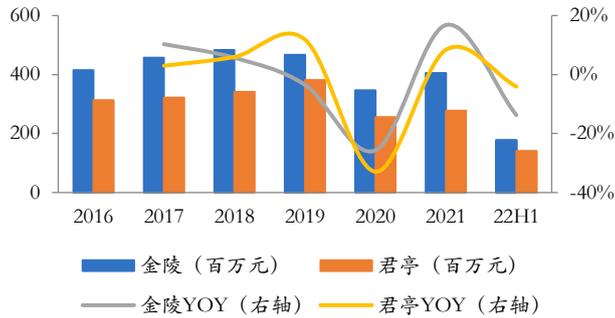
对标君亭，均发力中高端轻资产拓店，从长三角走向全国。君亭酒店主要从事于中高端精选服务连锁酒店的运营及管理，已经建立了成熟的多层次的中高端酒店品牌。22Q1君亭收购君澜、景澜切入高端度假市场，门店数量扩充至300+，实现规模跃升。金陵与君亭品牌矩阵相似，且皆为国内第二梯队连锁酒店，至2023年末，金陵连锁酒店计划突破300家规模，初步完成华东及全国重点城市战略布局。

图25.金陵、君亭品牌矩阵对比



数据来源：公司官网，财通证券研究所

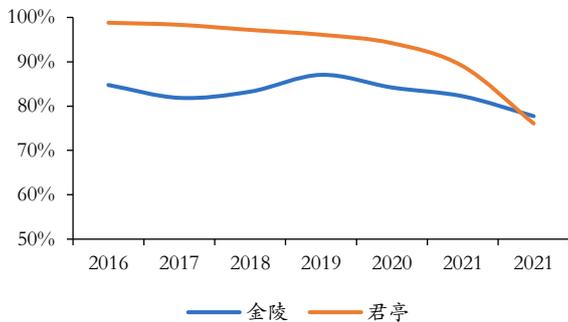
金陵整体规模更大，轻资产模式拓店更快。整体来看，2021年金陵的酒店业务营收4.0亿元，旗下签约酒店共227家；君亭营收2.8亿元，已开业酒店48家。其中，金陵的直营店仅4家，门店数占比1.8%；君亭直营门店数占比33.3%。从拓店增速来看，自2020年至22H1，金陵国企资源能力强，拓店速度稳步在10%以上，显著高于君亭。

图26.金陵、君亭酒店业务营收


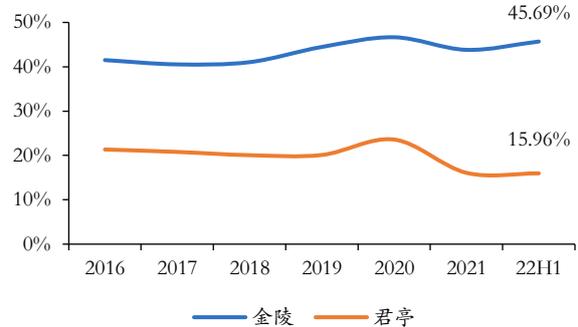
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图27.金陵、君亭开业酒店数量 (个)


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图28.金陵、君亭的直营收入占酒店业务比例


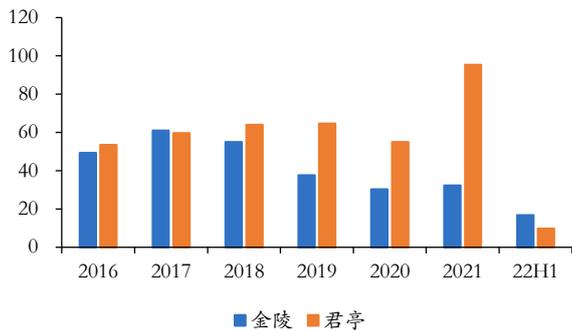
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图29.金陵、君亭的附加业务占直营收入比例


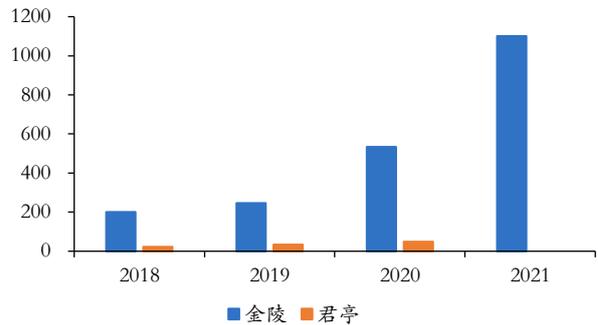
数据来源：公司公告，财通证券研究所

同为轻资产模式下，金陵附加业务贡献大。金陵和君亭的直营业务营收占比均较高，2021年分别为82%、89%，近两年由于轻资产扩张，直营店营收占比均有所下降。金陵旗下主要为全服务酒店，君亭为商务酒店为主，金陵附加业务比例远高于君亭，22H1达46%。

金陵会员支持更强，君亭委托管理模式单店营收更高。2019-2021年，君亭与金陵委托管理单店营收差距有所扩大，主要系金陵主要采取浮动+浮动抽成模式（营收的固定比例+按GOP阶梯式收费），而君亭大部分委托管理酒店为固定+浮动抽成模式（固定基础管理费+按GOP阶梯式收费），经营端营收较为低迷背景下，浮动+浮动模式收取的管理费相对较少。2021年金陵的会员数高速增长至1100万人，较20年同期增长106.4%，而君亭2020年会员为49万人，主要由于金陵在“双百计划”下数字化转型后，坚持“云、在线、会员、精益”的技术战略，持续聚焦直销、会员及生态圈的打造。

图30.金陵、君亭委托管理模式单店营收（万元）


数据来源：公司公告，财通证券研究所

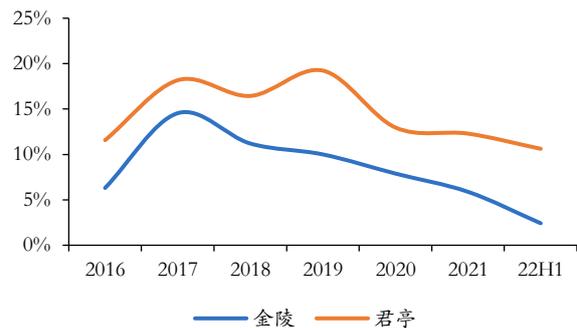
图31.金陵、君亭会员数量（万人）


数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：君亭未公告2021年会员数量

金陵费用控制有待加强，资金相对更充裕。22H1金陵酒店业务的毛利率为30%，低于君亭35.49%；净利率2.42%，低于君亭10.62%。流动性方面，2021年金陵资产负债率38.0%，低于君亭（65.9%），更加充足的资金有助于金陵进行收并购，实现酒店业务的快速扩张。

图32.金陵、君亭酒店业务毛利率


数据来源：公司公告，财通证券研究所；注：2020年金陵毛利率大幅下降系会计准则调整

图33.金陵、君亭整体净利率


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图34.金陵、君亭酒店资产负债率


数据来源：公司公告，财通证券研究所

图35.金陵、君亭现金流动比率

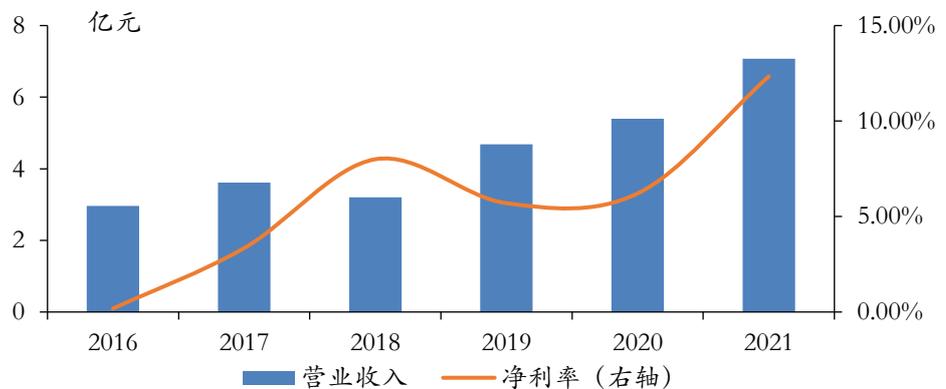

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 预制菜区域认可度高，有望成为新增长点

4.1 苏糖业绩增长平稳，积极探索业绩增长点

主导江苏高中档酒类销售，营收增长稳定。公司旗下江苏苏糖糖酒食品有限公司主要在江苏省内从事中外名酒、饮料、食糖等商品的经销业务，是江苏省内高中档酒水品牌的主导运营商，拥有茅台、五粮液等 500 多个酒类品牌在江苏地区的经销权。2021 年苏糖糖酒食品公司实现营业收入 7.1 亿元，同比增长 31.08%，营收、利润均创历史新高。

图36.苏糖糖酒食品公司业绩增长情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

业务发展受限，积极探索业绩增长点。苏糖糖酒食品公司的经销业务受上游酒厂、销售渠道和江苏省内经销等限制，只能深耕本地市场，未来后劲不足。公司积极探索业绩增长点，打破营收天花板，包括：1) 做大做强茅台、五粮液等主流产品。2) 推出“金陵饭店定制酒”系列产品。目前公司的定制产品主要是品牌的合作，包括今世缘、梦之蓝等，合作方式主要是产品贴牌，之后可能会推广到酒水的研发定制。相比于普通产品，定制酒系列产品有 5% 左右的品牌溢价，能够提高公司的利润率。3) 拓宽销售渠道，布局线上经销和新媒体营销，扩大经营规模和市场覆盖面。考虑到产品定制溢价、销售渠道拓宽等带来的业绩增长，预计酒水销售业务未来会平稳增长。

图37. “金陵饭店定制酒”系列产品



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 预制菜行业成长空间大，地区性强

疫情催化预制菜产业，市场规模将达万亿。我国预制菜行业正处于市场成长期。2019年中国预制菜市场规模约2445亿元，B端市场为1956亿元，C端市场489亿，销售渠道80%左右集中于B端。而受疫情催化，2021年国内预制菜行业市场规模为3459亿元，同比增长19.8%，后疫情时代，线下堂食受到较大影响，消费者对预制菜的接受度提升，预计未来中国预制菜市场保持较高的增长速度，根据艾媒咨询预测，2026年预制菜市场规模将达10720亿。

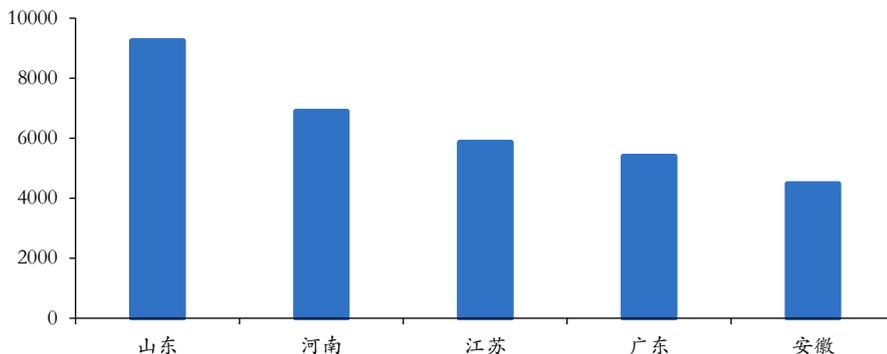
图38.2019-2026年中国预制菜市场规模



数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所

当前国内预制菜领域集中度较低，且规模化企业较少。由于中餐烹饪难度高，且中国地大物博，不同地区消费者口味差异大，因此中餐连锁企业较少。预制菜产品依赖冷链运输，产品保质期限制了单个厂商配送半径。目前预制菜企业只能覆盖一定地区，尚未出现全国性的预制菜企业。当前国内预制菜领域行业集中度较低，2020年我国仅山东预制菜企业数量便达9246家，河南、江苏、广东和安徽分别有相关企业6894家、5863家、5369家和4479家，预制菜集中度较低。

图39.各省份预制菜相关企业数量（家）



数据来源：企查查，财通证券研究所

4.3 传统淮扬菜餐饮企业，精准把握预制菜发展潮流方向

淮扬菜先行者，品牌区域认同度高。自1983年金陵饭店开业以来，公司以江苏淮扬菜为基础，汲取各大菜系流派之精华，逐渐成为江苏淮扬菜的代表。金陵饭店共有七家餐厅，分别为璇宫餐厅、香江餐厅、太平洋餐厅、金海湾餐厅、梅苑餐厅、樱花苑餐厅以及金淼餐厅，其中，以梅苑餐厅最为著名。梅苑餐厅以正统淮扬菜为基础，经过其他菜系厨师的调整，形成了现代金陵菜。今天梅苑已是公认的淮扬菜殿堂之一，经典菜如金陵盐水鸭、蟹粉狮子头等受到当地居民及游客的认同。

图40.金陵经典菜肴



数据来源：大众点评 APP，财通证券研究所

图41.梅苑在大众点评上排名居前



数据来源：大众点评 APP，财通证券研究所

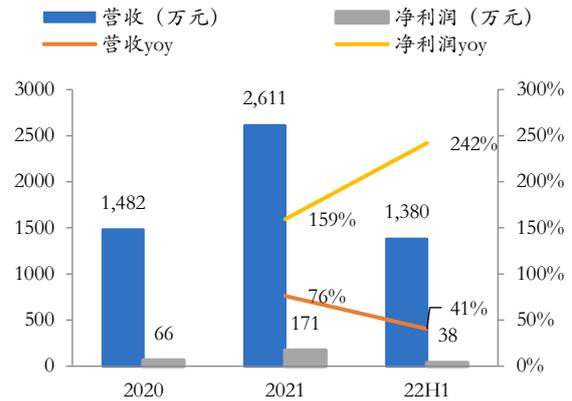
设立食品研发中心，不断促进食品工业化。公司成立金陵食品科技公司，主要职责包括新品研发、技术共享、菜肴品控、食品工业化生产等方面，2022年4月立项推进金陵预制菜业务发展。公司目前已打造出“善饌”、“饌享”、“似锦”三个系列的产品体系，形成以面点、卤菜、预制菜、地方特色美食系列为主的多元化产品体系，累计研发17款预制菜及3款礼盒。

积极扩张销售渠道，预制菜业务有望维持高速增长。公司的预制菜业务立足南京并辐射长三角区域，已实现连锁酒店、高端商超、线上平台、线下团购等多维度覆盖，在盒马鲜生等商超渠道、在部分自营酒店设立“金陵食品专柜”、线下自营门店“金陵饌享”，推动金陵特色食品产业化、规模化发展。22H1 食品科技公司实现营收 1380 万元，净利润 11.2 万，同比增长 242.1%，净利率 2.8%，同比+1.6pct。

图42.金陵饭店半成品：金陵大肉包



图43.金陵预制菜业务高速增长



数据来源：金陵尊享小程序，财通证券研究所

数据来源：公司公告，财通证券研究所

图44.金陵预制菜产品矩阵及销售渠道



数据来源：金陵商城，财通证券研究所

核心假设：

1、销售渠道：金陵预制菜业务销售以线下经销商为主，线下自营和线上平台渠道快速发展，假设 2022 年线上平台/线下自营/大经销商分别占比约为 15%/30%/55%。

2、单价及销量：根据淘宝“金陵似锦旗舰店”的销售情况，截止 2023/1/10，金陵预制菜的目前已上线所有商品（包含礼盒）的月销量为 9000+，加权平均单价为 52 元，全年线上平台销量为 11 万左右，销售额 572 万元。以线上占比 15%推算，2022 年公司预制菜销售额为 3816 万元。公司近年来积极布局线下自营渠道，预计自营增速将进一步提高。假设未来三年金陵预制菜线上/线下自营/大经销商的均价 CAGR 为 2%/2%/2%，2023 年线上平台/线下自营/大经销商销量同比增速分别为 52%/47%/32%，逐年递减 4%/5%/4%。

3、净利率：2020-22H1，金陵食品科技公司的净利率分别为 4.5%/6.6%/2.8%。参考安井食品和千味央厨，行业平均净利率水平约为 7-8%左右，假设随产品提价，金陵食品科技公司的盈利能力逐渐提升，2022/2023/2024/2025 净利润率分别为 6%/6.5%/7%/7.5%。

结论：测算得到 2025 年金陵预制菜的营业收入有望达 1 亿元，净利润有望达 763 万元，2022-2025 年 CAGR 为 49%。

表7.预制菜业务规模测算

核心假设					
均价	假设 2022-2025 年 CAGR 为 2%				
销量	线上平台 2023 年同比增长 52%，逐年递减 4%； 线下自营 2023 年同比增长 47%，逐年递减 5%； 大经销商 2023 年同比增长 32%，逐年递减 4%				
业绩测算 (万元)	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR
线上	572	887	1340	1969	51%
占比	15%	16%	18%	19%	
线下自营	1145	1717	2490	3486	45%
占比	30%	32%	33%	34%	
大经销商	2099	2833	3712	4714	31%
占比	55%	52%	49%	46%	
总计	3816	5438	7542	10170	39%
yoy	46%	43%	39%	35%	
净利率	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	
净利润	229	353	528	763	49%

数据来源：财通证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

商品贸易业务：考虑到公司持续加深销售渠道布局，同时积极扩充产品品类，如前文预测，预制菜业务 2022/2023/2024 年同比增速分别为 43%/39%/35%。苏糖公司亦拓展线上渠道，推出定制产品，线上渠道和品牌溢价能够提高公司的销售额和利润率，预计酒水贸易 22-24 年同比增长 14%/10%/10%。

酒店业务：直营业务方面，预计公司未来会进行有限服务直营店的继续布局，预计 22/23/24 年分别新开 2/4/7 家。同时已开业的全服务型酒店 RevPAR 因疫情好转、以及北京直营店业绩爬坡而回升，22-24 年同比增长 10%/40%/10%，考虑新开直营店的餐饮业务增量及疫后恢复，餐饮业务 22-24 年同比增长 11%/19%/15%。酒店管理业务方面，考虑到公司的拓店目标较高、品牌扩张战略持续推进，预计公司 22-24 年加盟店净开业 40/50/80 家。

其它业务：房屋租赁预计基本保持平稳；物业管理依赖于中标项目，参考往年，预计可以维持在 20% 增速；由于不再开发新房地产项目，房产销售预计规模逐步缩减。

表8.金陵饭店营收测算（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1140	1374	1591	1877	2151
yoy	-4%	20%	16%	18%	15%
商品贸易	562	740	895	997	1112
yoy	17%	32%	21%	11%	12%
预制菜	15	26	38	54	75
yoy		76%	46%	43%	39%
酒水贸易	547	714	857	942	1036
yoy	14%	30%	20%	10%	10%
酒店	347	405	463	629	766
yoy	-26%	17%	14%	36%	22%
餐饮	154	172	191	227	261
客房	130	155	172	252	289
酒店管理	55	72	94	142	207
其他酒店服务	8	6	6	9	10
房屋租赁	148	144	147	152	156
yoy	-5%	-3%	2%	3%	3%
物业管理	59	70	74	89	106
yoy	62%	20%	5%	20%	20%
房产销售	19	6	3	2	1

	yoy	-51%	-68%	-50%	-50%	-50%
其他业务		6	9	9	10	10
	yoy	-55%	57%	5%	5%	5%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表9.酒店业务核心假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
直营						
全服务直营店数量	3	4	4	4	4	
全服务直营店均 RevPAR (元)	332	321	353	494	543	
			同比19年	-31%	-3%	7%
全服务直营店均 OCC (%)	80%	54%	52%	56%	76%	
全服务直营店均 ADR (元)	700	611	617	630	650	
中高端直营店数量			2	4	7	
中高端直营店均 RevPAR (元)			209	272	299	
全服务直营店均 OCC (%)			65%	80%	85%	
全服务直营店均 ADR (元)			321	339	351	
直营业务毛利率	25%	26%	24%	34%	35%	
酒店管理						
委托管理酒店数量	181	195	235	285	365	
全服务酒店	147	150	155	161	167	
中低端酒店	34	45	80	124	198	
委托管理店均 RevPAR (元)	152	193	174	226	249	
			同比19年	-26%	-3%	6%
委托管理店均 OCC (%)	85%	64%	72%	61%	78%	
委托管理店均 ADR (元)	276	239	268	284	290	
综合 take rate	2.16%	2.31%	2.69%	3.02%	3.40%	
酒店管理毛利率	81%	78%	81%	84%	86%	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

5.2 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润为 0.5/1.51/2.18 亿元，对应 EPS 0.13/0.39/0.56 元，对应动态 PE78.6/26.1/18.1 倍。考虑到公司持续推进直营旗舰店布局，并带动委托管理业务扩张，叠加酒店行业上行期，酒店业务将迎来快速成长；同时公司积极扩展预制菜销售渠道、扩充品类，亦有望带来业绩增量。给予“增持”评级。

表10.可比公司 PE 估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (1.13)	归母净利润 (百万元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600754.SH	锦江酒店	549.91	57.79	158	1746	2379	348.0	31.5	23.1
600258.SH	首旅酒店	273.34	24.43	-238	785	1182	-114.6	34.8	23.1
301073.SZ	君亭酒店	83.46	64.38	38	132	185	220.9	63.3	45.1
	平均值						196.9	35.4	25.1
601007.SH	金陵饭店	39.47	10.12	50	151	218	78.6	26.1	18.1

数据来源: Wind, 财通证券研究所; 预测均采用财通研究所预测

6 风险提示

疫情反复风险。疫情反复使得商旅活动受限,酒店需求减少,进而减缓公司 RevPAR 边际改善趋势。

拓店数量不及预期。疫情期间,酒店投资者资金受限、投资信心减弱,公司拓店难度增大,拓店数量可能不及预期。

预制菜销量不及预期。预制菜行业竞争激烈,公司产品销量或不及预期。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1140.25	1373.97	1591.02	1877.04	2151.33	成长性					
减:营业成本	752.42	931.22	1101.95	1196.71	1338.09	营业收入增长率	-5.8%	20.5%	15.8%	18.0%	14.6%
营业税费	8.77	14.97	20.25	21.17	25.17	营业利润增长率	-21.3%	13.0%	4.6%	91.0%	26.4%
销售费用	97.21	99.11	119.96	141.52	162.20	净利润增长率	-41.2%	-35.4%	79.1%	200.6%	44.1%
管理费用	157.98	187.49	217.11	256.14	293.57	EBITDA 增长率	-12.9%	24.8%	32.6%	38.1%	15.3%
研发费用	0.98	1.78	1.46	1.72	1.97	EBIT 增长率	-19.0%	20.3%	-12.3%	99.4%	27.2%
财务费用	11.35	23.94	5.90	5.57	5.57	NOPLAT 增长率	-21.0%	3.6%	8.7%	99.4%	27.2%
资产减值损失	-15.47	-5.47	-5.00	-5.00	-5.00	投资资本增长率	0.3%	6.4%	3.2%	8.0%	9.3%
加:公允价值变动收益	7.84	11.48	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	2.6%	0.6%	5.2%	9.1%	10.5%
投资和汇兑收益	5.25	6.16	7.76	8.82	10.16	利润率					
营业利润	125.64	141.93	148.49	283.58	358.53	毛利率	34.0%	32.2%	30.7%	36.2%	37.8%
加:营业外净收支	2.37	-8.36	4.00	4.00	4.00	营业利润率	11.0%	10.3%	9.3%	15.1%	16.7%
利润总额	128.01	133.57	152.49	287.58	362.53	净利润率	7.9%	5.9%	7.2%	11.5%	12.6%
减:所得税	38.06	52.77	38.12	71.90	90.63	EBITDA/营业收入	18.6%	19.3%	22.1%	25.9%	26.0%
净利润	43.40	28.04	50.22	150.98	217.52	EBIT/营业收入	10.8%	10.8%	8.2%	13.8%	15.4%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	305.04	450.54	407.20	327.99	636.62	固定资产周转天数	366	290	238	191	157
交易性金融资产	274.84	397.96	397.96	397.96	397.96	流动营业资本周转天数	105	30	80	142	127
应收账款	43.95	54.93	63.61	72.34	82.91	流动资产周转天数	416	415	422	361	393
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	14	15	15	14	14
预付帐款	206.24	160.32	245.88	267.02	298.57	存货周转天数	207	177	209	198	195
存货	426.88	452.62	631.47	648.79	714.20	总资产周转天数	1023	985	889	741	716
其他流动资产	24.46	18.30	63.30	108.30	153.30	投资资本周转天数	804	710	633	579	552
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	2.8%	1.8%	3.1%	8.5%	10.9%
长期股权投资	0.00	26.55	26.55	26.55	26.55	ROA	1.4%	0.8%	1.3%	4.0%	5.2%
投资性房地产	322.49	311.77	158.16	0.97	-157.41	ROIC	3.5%	3.4%	3.5%	6.5%	7.6%
固定资产	1144.58	1093.22	1036.38	980.55	926.18	费用率					
在建工程	0.19	0.39	0.26	0.22	0.19	销售费用率	8.5%	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	356.85	347.17	337.29	327.43	317.80	管理费用率	13.9%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
其他非流动资产	0.00	34.67	34.67	34.67	34.67	财务费用率	1.0%	1.7%	0.4%	0.3%	0.3%
资产总额	3194.43	3707.53	3876.91	3812.04	4223.06	三费/营业收入	23.4%	22.6%	21.6%	21.5%	21.4%
短期债务	72.37	33.04	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	72.96	76.77	113.38	112.61	124.63	资产负债率	28.5%	38.0%	37.7%	30.8%	31.0%
应付票据	206.82	279.08	330.25	0.00	0.00	负债权益比	39.8%	61.4%	60.4%	44.5%	44.9%
其他流动负债	1.46	3.41	3.41	3.41	3.41	流动比率	1.76	1.51	1.70	2.33	2.49
长期借款	124.00	80.00	80.00	80.00	80.00	速动比率	0.90	0.92	0.89	1.18	1.40
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	10.16	6.03	22.07	46.60	59.26
负债总额	909.99	1410.13	1460.14	1174.59	1308.71	分红指标					
少数股东权益	753.03	740.02	804.17	868.88	923.26	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	300.00	390.00	390.00	390.00	390.00	分红比率					
留存收益	827.21	840.25	895.47	1051.45	1273.97	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2284.44	2297.40	2416.76	2637.45	2914.35	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.15	0.07	0.13	0.39	0.56
净利润	89.95	80.80	114.37	215.69	271.90	BVPS(元)	5.10	3.99	4.13	4.53	5.11
加:折旧和摊销	89.00	116.66	221.43	225.90	229.80	PE(X)	54.5	79.4	78.6	26.1	18.1
资产减值准备	18.52	7.84	5.00	5.00	5.00	PB(X)	1.5	1.4	2.4	2.2	2.0
公允价值变动损失	-7.84	-11.48	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	12.16	24.71	5.90	5.57	5.57	P/S	2.1	1.6	2.5	2.1	1.8
投资收益	-5.25	-6.16	-7.76	-8.82	-10.16	EV/EBITDA	10.8	8.1	11.0	8.2	6.5
少数股东损益	0.00	0.00	64.15	64.71	54.38	CAGR(%)					
营运资金的变动	-62.14	39.42	-235.26	-382.99	-17.56	PEG	—	—	1.0	0.1	0.4
经营活动产生现金流量	134.14	251.06	99.70	56.42	480.69	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-258.68	-208.56	-104.10	-130.05	-166.48	REP					
融资活动产生现金流量	-92.40	42.92	-38.95	-5.57	-5.57						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。