

Q3 扣非增长超预期，扩张加速、有效控费驱动

买入 (维持)

2019年10月30日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14,697	15,292	15,886	16,322
同比 (%)	8.2%	4.0%	3.9%	2.7%
归母净利润 (百万元)	1,082	1,122	1,215	1,332
同比 (%)	22.8%	3.7%	8.3%	9.6%
每股收益 (元/股)	1.13	1.17	1.27	1.39
P/E (倍)	18.94	18.26	16.87	15.39

事件: 公司发布 2019 年三季报, 19Q1-Q3 实现营收 112.82 亿元 (+2.97%), 归母净利润 8.73 亿元 (+0.15%), 扣非净利 8 亿元 (+18.08%)。

投资要点

■ **三季度扣非业绩表现超预期。**19Q1-Q3 实现营收 112.82 亿元 (+2.97%), 归母净利 8.73 亿元 (+0.15%), 非经常性损益同比减少 1.2 亿元, 主要由于今年公允价值变动损失和出售北京银行的投资收益合计亏损 1501 万元 (税前), 去年同期出售长江证券取得的投资收益 7733 万元 (税前), 此外去年同期有法国所得税调整的所得税费用影响约 5723 万元; 扣非净利 8 亿元 (+18.08%), 表现亮眼, 主要由于开店加速、肯德基投资收益增加、控费有效等。19Q3 实现营收 41.39 亿元 (+3.04%), 归母净利 3.06 亿元 (-17.1%), 非经常性损益主要包括同程艺龙公允价值变动带来的 2.14 亿元损失 (税前), 扣非净利 4.42 亿元 (+22.09%), 扣非净利增长超预期。

■ **加盟加速驱动 Q3 首次加盟费高增, 餐饮收入增长稳健。**

- 19Q3 有限服务酒店营收 40.68 亿元 (+2.89%), 其中: 大陆境内营收 29.61 亿元 (+3.90%), 其中前期服务费收入 2.36 亿元 (+52.26%), 加盟扩张加速驱动首次加盟费收入高增; 持续加盟费收入 4.02 亿元 (+0.90%), 增速较 19H1 的 18.9% 显著放缓, 预计与 RevPAR 的下降有关; 其他收入 (包括直营客房、餐饮、订房渠道收入等) 23.23 亿元 (+1.2%), 增速同样较 H1 的 +2.7% 有所放缓。中国大陆境外实现营收 11.07 亿元 (+0.29%), 收入占比为 27.20%, 较 H1 下降 0.7pct。
- 预计 19Q4 酒店运营及管理收入为 35.85-39.62 亿元 (-2.6% 至 +7.6%), 其中预计境内收入 26.31-29.08 亿元 (-1.2% 至 +9.3%), 境外业务收入 1.24 亿至 1.37 亿欧元 (-4.6% 至 +5.4%)。
- **子公司层面看:** 1) 铂涛子公司营收+2.84%, 归母净利+11%, 剔除增持和同程艺龙公允价值变动损益后约+7%。2) 维也纳子公司营收+17.47%, 归母净利+32.12%, 维持强劲增长, 预计与渠道开发力度大, 加盟加速有关。3) 卢浮子公司营收+0.65%, 归母净利-5.63%。
- 19Q3 食品及餐饮业务营收 7161 万元 (+12.63%), 从事团膳业务的锦江食品同比增长, 从事中式快餐连锁的锦亚餐饮同比下降。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.40
一年最低/最高价	18.92/30.75
市净率(倍)	1.58
流通 A 股市值(百万元)	17161.44

基础数据

每股净资产(元)	13.58
资产负债率(%)	63.55
总股本(百万股)	957.94
流通 A 股(百万股)	801.94

相关研究

- 1、《锦江股份 (600754): 19H1 增长稳健, 印证经营能力, 开店提速巩固龙头地位》2019-09-01
- 2、《锦江股份 (600754): 4-5 月综合 RevPAR 增速转正, 关注酒店龙头布局机会》2019-06-27
- 3、《锦江股份 (600754): 五一错位扰动 4 月数据表现, 酒店龙头中线布局价值逐步显现》2019-05-30

- **加盟占比提升带动销售费用率下降,控费有效。**19Q1-Q3 毛利率 89.73%(+0.03pct), 其中酒店业务毛利率 90.39% (+0.07pct), 食品业务毛利率 51.2% (-1.17pct)。控费有效, 销售费用率 50.93%(-0.75pct), 预计与加盟占比提升有关; 管理费用率 25.45%(+0.1pct), 基本平稳; 研发费用率 0.32% (+0.24pct), 与铂涛软件开发费用增加有关; 财务费用率 2.3%(-0.55pct); 其他收益同比增长 117%, 主要由于本期政府补助同比增加。Q3 单季利润增速高于收入增速主要由于毛利率提升以及销售费用率、财务费用率下降。
- **多因素影响, 经营活动现金流量净额下降。**经营活动现金流同比下降 36.59%, 主要由于: 1) 采购业务收款方式变化, 预收款项比上年同期减少; 2) 结算效率提高, 支付的加盟商代收款项比上年同期增加; 3) 18 年经营业绩提升导致本期支付职工奖金同比增加; 4) 上年同期收到三年期定期存款利息等因素。
- **同店 RevPAR 降幅收窄, 提价减速、出租率降幅收窄, 表现平稳。**19 年 Q1-3 境内酒店同店 RevPAR -3.55%, 较 H1 降幅收窄 0.32pct, 预计与基数降低有关, ADR+1.29% (较 H1 下降 0.3pct), OCC -3.84pct (较 H1 降幅收窄 0.4pct)。其中, 中端酒店同店 RevPAR-0.35%, (较 H1 降幅收窄 0.35pct), 经济型酒店同店 RevPAR -7.47% (较 H1 降幅收窄 0.41pct)。
- **Q3 开店速度环比进一步提升, 逆势加速扩张。**19Q1-3 新开酒店 1107 家, 净开业 718 家 (直营减少 21 家, 加盟增加 739 家); Q3 新开 447 家, 净开 312 家, 开店速度环比 Q2 进一步提升。截止 9 月底, 已开业酒店 8161 家 (房间总数达 81.3 万间), 其中中端酒店占比 39.43%。至 9 月底签约酒店 1.24 万家 (约 127 万间房间)。
- **盈利预测:** 根据经营情况跟踪以及非经常性损益波动, 适当调整全年盈利预测, 预计 19-21 年归母净利分别为 11.22、12.15、13.32 亿元, 同比增长 3.7%、8.3%、9.6%, EPS 分别为 1.17、1.27、1.39 元, 对应 PE 分别为 18、17、15 倍。看好酒店龙头中长期成长性, 关注估值底部机会。
- **风险提示:** 宏观经济波动、扩张不及预期、经营效益不及预期等风险。

图 1: 核心经营数据

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	3250.86	3688.49	4017.30	3740.77	3337.18	3805.68	4139.23
yoy	14.5%	6.9%	7.4%	5.3%	2.7%	3.2%	3.0%
归母净利润	230.44	272.97	368.50	210.55	295.38	272.35	305.51
yoy	15.8%	27.9%	23.1%	23.8%	28.2%	-0.2%	-17.1%
毛利率 (%)	89.65	90.11	89.37	89.30	88.35	90.60	90.05
期间费用率 (%)	89.22	76.47	75.23	87.06	87.55	76.31	74.57
其中: 销售费用率 (%)	58.00	49.50	48.57	50.13	55.94	50.14	47.62
管理费用率 (含研发费用, %)	27.78	24.55	24.34	34.86	28.67	24.10	24.97
财务费用率 (%)	3.44	2.42	2.32	2.07	2.95	2.07	1.98
归母净利率	7.1%	7.4%	9.2%	5.6%	8.9%	7.2%	7.4%
ROE (%)	1.81	2.21	2.96	1.67	2.31	2.12	2.37
pct	0.27	0.55	0.63	0.36	0.49	-0.10	-0.59
资产负债率 (%)	68.08	65.99	65.55	65.62	64.57	64.35	63.55
pct	0.95	-0.35	-0.69	-0.83	-3.51	-1.63	-2.01

存货	79.29	81.70	82.84	85.44	84.47	83.62	82.95
较上年同期增减	10.40	10.61	6.79	9.84	5.18	1.92	0.11
存货周转天数	20.72	20.19	18.96	18.97	19.66	20.38	19.63
较上年同期增减	-1.13	-1.91	-2.40	-2.26	-1.06	0.19	0.67
应收账款	1015.39	1072.55		995.48	1058.91	1142.12	1153.63
较上年同期增减	299.01	180.03		55.5	43.5	69.6	1,153.6
应收账款周转天数	27.07	26.10		23.70	27.70	26.93	25.72
较上年同期增减	5.67	4.26		2.85	0.63	0.83	25.72
应付账款及应付票据	2027.97	2031.38	1961.76	2026.85	1852.83	1933.39	1908.46
较上年同期增减	197.37	74.89	-83.38	-110.17	-175.14	-97.99	-53.30
预收账款	736.00	946.98	940.03	947.62	865.63	1046.37	992.54
较上年同期增减	-21.91	228.98	-32.20	74.39	129.63	99.39	52.51
经营性现金流净额	246.58	1541.92	2522.97	3515.21	52.24	649.19	1599.75
较上年同期增减	-41%	10%	1%	8%	-79%	-58%	-37%
筹资性现金流净额	(929.97)	(4720.85)	(5294.01)	(5443.69)	(755.34)	(2200.85)	(2618.99)
较上年同期增减	194%	155%	143%	-563%	-19%	-53%	-51%
资本开支	266.12	172.69	114.50	466.29	285.86	248.91	177.82
较上年同期增减	15%	-32%	-15%	154%	7%	44%	55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：境内酒店经营数据

分类	平均房价 (元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (元/间)		
	19Q3	YOY	19H1 增速	19Q3	YOY (pct)	19H1 增速 (pct)	19Q3	YOY	19H1 增速
中端酒店	263.19	-1.86%	0.26%	81.13	-3.27	-4.19	213.53	-5.66%	-4.94%
经济型酒店	165.92	-1.34%	0.06%	75.94	-5.6	-4.73	126	-8.12%	-6.22%
平均	215.41	3.73%	6.02%	78.49	-4.16	-3.89	169.08	-1.49%	0.68%

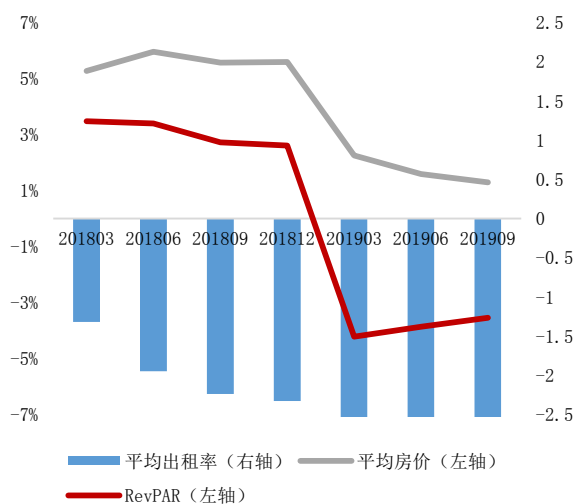
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：境外酒店经营数据

分类	平均房价 (欧元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (欧元/间)		
	19Q3	YOY	19H1 增速	19Q3	YOY (pct)	19H1 增速 (pct)	19Q3	YOY	19H1 增速
中端酒店	68.02	1.78%	2.70%	62.88	0.91	3	42.77	3.28%	8.32%
经济型酒店	54.33	1.55%	1.77%	72.32	0.06	-0.76	39.29	1.63%	0.63%
平均	57.97	1.61%	2.02%	69.55	0.35	0.52	40.32	2.13%	2.86%

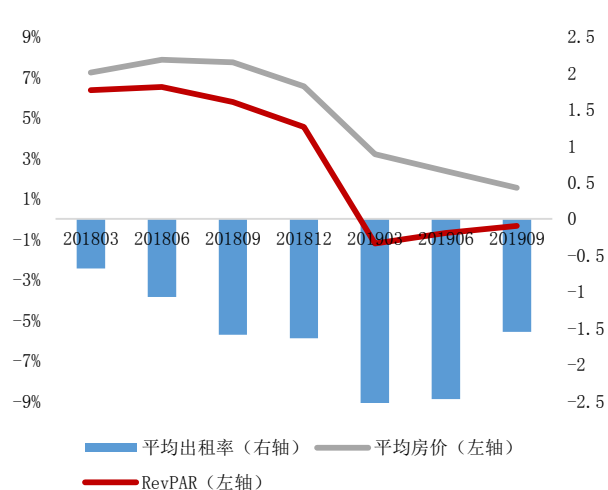
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：国内同店数据



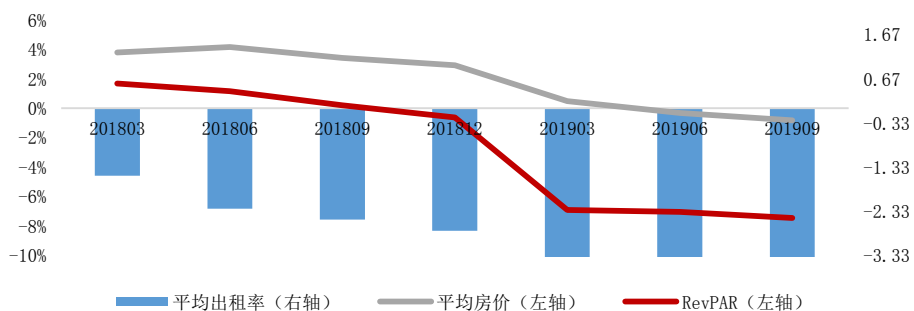
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：国内中端同店数据



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：国内经济型同店数据



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锦江酒店三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	9,835	9,733	4,748	3,715	营业收入	14,697	15,292	15,886	16,322	
现金	7,355	6,757	2,234	625	减:营业成本	1,528	1,563	1,618	1,658	
应收账款	995	931	1,100	976	营业税金及附加	172	153	159	163	
存货	85	85	89	90	营业费用	7,538	7,912	8,041	8,068	
其他流动资产	1,400	1,960	1,324	2,023	管理费用	4,065	3,976	4,130	4,244	
非流动资产	30,297	31,955	33,544	34,713	财务费用	372	352	334	326	
长期股权投资	405	551	686	824	资产减值损失	59	20	20	20	
固定资产	6,634	6,780	6,894	6,825	加:投资净收益	523	265	175	165	
在建工程	539	846	1,021	1,075	其他收益	51	55	45	20	
无形资产	7,334	8,507	9,919	11,183	营业利润	1,550	1,612	1,745	1,932	
其他非流动资产	15,385	15,271	15,025	14,807	加:营业外净收支	14	0	0	0	
资产总计	40,133	41,688	38,291	38,428	利润总额	1,564	1,612	1,745	1,932	
流动负债	8,050	11,283	9,693	11,851	减:所得税费用	336	338	366	419	
短期借款	13	347	236	273	少数股东损益	145	151	163	181	
应付账款	2,027	2,468	2,101	2,609	归属母公司净利润	1,082	1,122	1,215	1,332	
其他流动负债	6,011	8,468	7,357	8,969	EBIT	2,368	1,882	2,016	2,201	
非流动负债	18,284	15,908	13,298	10,339	EBITDA	3,807	3,070	3,341	3,663	
长期借款	15,508	13,054	10,469	7,502						
其他非流动负债	2,777	2,854	2,828	2,837						
负债合计	26,334	27,191	22,991	22,190	重要财务与估值指	标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1,176	1,327	1,491	1,672	每股收益(元)		1.13	1.17	1.27	1.39
归属母公司股东权益	12,622	13,169	13,809	14,567	每股净资产(元)		13.18	13.75	14.42	15.21
负债和股东权益	40,133	41,688	38,291	38,428	发行在外股份(百万		958	958	958	958
					股)		958	958	958	958
					ROIC(%)		6.1%	4.9%	5.6%	6.5%
					ROE(%)		8.9%	8.8%	9.0%	9.3%
					毛利率(%)		89.6%	89.8%	89.8%	89.8%
					销售净利率(%)		7.4%	7.3%	7.6%	8.2%
					资产负债率(%)		65.6%	65.2%	60.0%	57.7%
					收入增长率(%)		8.2%	4.0%	3.9%	2.7%
					净利润增长率(%)		22.8%	3.7%	8.3%	9.6%
					P/E		18.94	18.26	16.87	15.39
					P/B		1.62	1.56	1.48	1.41
					EV/EBITDA		8.35	10.44	10.23	9.06
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E						
经营活动现金流	3,515	3,443	1,748	4,632						
投资活动现金流	-605	-2,547	-2,837	-2,526						
筹资活动现金流	-5,444	-1,493	-3,434	-3,715						
现金净增加额	-2,526	-598	-4,523	-1,609						
折旧和摊销	1,439	1,188	1,325	1,461						
资本开支	1,020	1,321	1,518	1,010						
营运资本变动	1,030	761	-1,157	1,418						

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

