

加盟扩张提速，扣非净利保持逆势增长

——锦江股份 (600754.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆前三季度营收平稳，控费助力净利增 13%

19 年前三季度营收 112.82 亿/+2.97%，归母净利 8.73 亿元/+0.15%；扣非净利 8.00 亿/+18.08%，扣非净利高增长主要因维也纳与铂涛系表现优异。EPS0.59 元/股。毛利率 89.73%/+0.03 pct，财务费率 2.30%/-0.39pct，因偿还部分银行借款，利息费用减少；销售费率 50.93%/-0.75pct；管理费 25.77%/+0.34pct；费用控制情况良好。

Q3 营收 41.40 亿/+3.04%，归母净利 3.06 亿/-17.10%，主要因铂涛持有同程艺龙股份公允价值下降，扣非后归母净利 4.42 亿/+22.09%。因维也纳系表现出色，Q3 扣非归母净利增速优于 Q2 (+16.58%)。

◆中端及加盟店占比继续提升，Revpar 整体小幅下滑

19Q3 酒店经营方面：1) 境内酒店：受行业景气度影响，整体 RevPAR 为 169.08 元/-1.49% (转负)，平均房价为 215.41 元/+3.73%，出租率 78.49%/-4.16pct。另，分系列看，经济型 RevPAR126.00 元/-8.12%，中端 RevPAR 213.53 元/-5.66%，分部数据仍受行业景气度影响表现低迷。2) 境外酒店：RevPAR 为 40.32 欧元/+2.13%，平均房价为 57.97 欧元/+1.61%，出租率 69.55%/+0.35pct。

19 年前三季度境内酒店同店方面，RevPAR156.10 元/-3.55%，中端/经济型同店 RevPAR 各-0.35%/-7.47%，中端型表现依然优于经济型酒店。

19 年前三季度酒店开店方面：全球酒店净开业 718 家，其中加盟店净增 739 家，直营业务净关店 21 家，加盟业务继续扩张。中端净开业 755 家，经济型净关店 37 家。

收入方面：1) 酒店经营业务：前三季度有限服务连锁酒店合并收入 110.94 亿元/+2.92%。Q3 单季有限服务连锁酒店合并收入 40.68 亿/+2.89%。其中，境内酒店前期服务费收入 2.36 亿元/+52.26%，开店提速致前期服务费大增，持续加盟费收入 4.02 亿/+0.90%。2) 餐饮业务：前三季度合并营收 1.88 亿/+6.32%，Q3 单季合并营收 0.72 亿/+12.63%。

◆盈利预测：行业景气度仍低迷，我们下调 19-21 年 EPS 为 1.15、1.27、1.41 元，对应 19-21 年 PE 为 21、19、17 倍，但考虑到投资收益对公司业绩的平滑作用，维持“增持”评级。

◆风险提示：经营成本上升、宏观经济波动、加盟店管理风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	13,583	14,697	15,099	15,776	16,802
营业收入增长率	27.71%	8.21%	2.73%	4.48%	6.50%
净利润 (百万元)	882	1,082	1,101	1,221	1,355
净利润增长率	26.95%	22.76%	1.71%	10.86%	11.02%
EPS (元)	0.92	1.13	1.15	1.27	1.41
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.79%	8.58%	8.37%	8.85%	9.40%
P/E	26	21	21	19	17
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 1 日

增持 (维持)

分析师

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebsecn.com

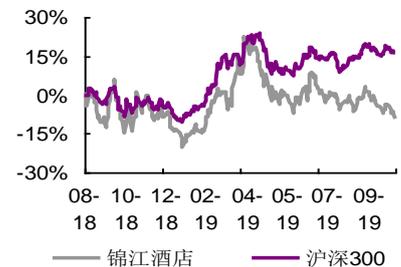
联系人

李泽楠
021-52523875
lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：9.58
总市值(亿元)：229.71
一年最低/最高(元)：18.92/30.75
近 3 月换手率：17.38%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.68	-10.06	-24.64
绝对	-3.07	-7.01	0.69

资料来源：Wind

◆酒店收入细拆

19年前三季度有限服务型连锁酒店实现合并收入 110.94 亿/+2.92%。

✓ 分地域：境内持续加盟收入增长喜人

境内酒店：营收 80.26 亿元（占比 72.34%），同比增长 4.27%，较去年同期增速（10.57%）有所放缓。境内酒店加盟开店继续扩张。另，Q3 单季营收 29.61 亿元，同比增长 3.90%，其中前期服务费 2.36 亿元/+52.26%，持续加盟费收入 4.02 亿/+0.90%。

境外酒店：营收 30.68 亿元，同比下降 0.4%。

✓ 分品牌：铂涛、维也纳表现出色

锦江系：营收 19.71 亿/-6.18%，归母净利 1.70 亿/-15.22%，因去年锦江之星因子公司动迁取得补偿收益 7761 万致去年基数较高。

铂涛系：营收 33.53 亿/+2.84%，归母净利 3.54 亿/+10.98%。主要因是所持艺龙股份上市带来的公允价值变动收益。

维也纳系：营收 26.08 亿/+16.89%，归母净利 2.54 亿/+48.59%，增长靓丽，因百岁村餐饮同比业绩有较大提升（今年净利润 1493 万对比去年 -1001 万），剔除百岁村餐饮影响，营收+17.74%，净利+32.12%，净利增速较上半年+14.60%进一步加快。

◆经营数据：境内整体 RevPAR 平稳，受益于提价与结构改善

境内酒店：Q3 境内整体 RevPAR 为 169.08 元/间/-1.49%，平均房价为 215.41 元/间（+3.73%），出租率 78.49%/-4.16pct。其中，

1) 经济型：平均房价 165.92 元/间/-1.34%，出租率 75.94%/-3.27pct，RevPAR 126.00 元/间/-8.12%。

2) 中端：平均房价 263.19 元/间/-1.86%，出租率 81.13%/-5.60 pct，RevPAR 213.53 元/-5.66%。

3) 境内酒店同店方面，RevPAR-7.47%，中端/经济型同店 RevPAR 各-0.35%/-7.47%，中端型表现依然优于经济型酒店。

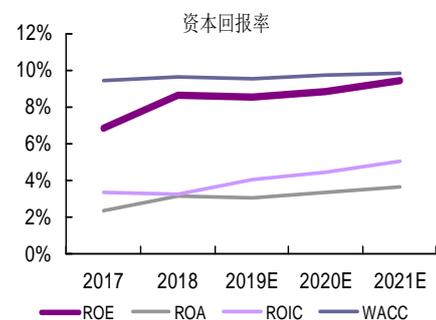
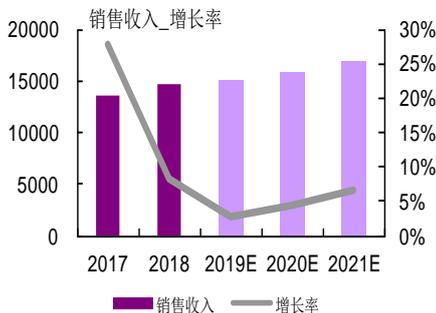
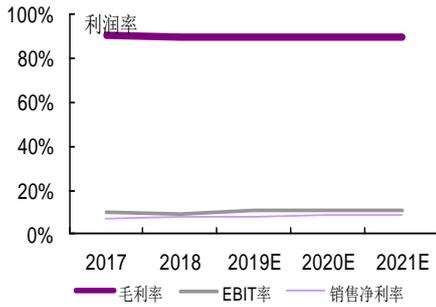
境外酒店：Q3 整体 RevPAR 为 40.32 欧元/间/+2.13%，平均房价为 57.97 欧元/间/+1.61%，出租率 69.55%/+0.35pct。中端业务优于经济型，经济型 RevPAR 39.29 欧元/间/+1.63%，中端 RevPAR 42.77 欧元/间/+3.28%。

◆开店：中端及加盟店占比持续提升

19年前三季度新开 1107 家，（Q1/Q2/Q3 分别新开 313/347/447 家），退出酒店 389 家，净增酒店 718 家，（Q1/Q2/Q3 分别净增 188/218/312 家），直营减少 21 家，加盟增加 739 家。

累计开业酒店达到 8161 家，加盟占比 87.86%，中端酒店占比进一步提升至 39.43%（Q1/Q2 占比 34.95%/37.05%）。

另，公司预计 19Q4 酒店业务实现营收 35.85~39.62 亿元，同比增幅为 -2.63%~7.61%，其中境内酒店业务营收为 26.31~29.08 亿元，同比增幅为 -1.16%~9.25%，境外酒店业务营收为 1.24~1.37 亿欧元，同比增幅为 -4.58%~5.39%



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,583	14,697	15,099	15,776	16,802
营业成本	1,295	1,528	1,585	1,625	1,680
折旧和摊销	1,445	1,439	706	701	694
营业税费	167	172	177	221	235
销售费用	7,323	7,538	7,700	8,046	8,569
管理费用	3,308	4,065	4,001	4,181	4,452
财务费用	418	372	372	372	372
公允价值变动损益	0	-20	0	0	0
投资收益	302	523	320	380	390
营业利润	1,276	1,550	1,548	1,708	1,878
利润总额	1,277	1,564	1,581	1,744	1,917
少数股东损益	108	145	140	140	140
归属母公司净利润	882	1,082	1,101	1,221	1,355

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	43,560	40,133	42,987	42,949	43,174
流动资产	12,409	9,835	12,873	13,435	14,254
货币资金	9,883	7,355	10,569	11,043	11,761
交易型金融资产	0	263	0	0	0
应收帐款	940	995	1,023	1,069	1,138
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	474	492	498	521	554
存货	76	85	92	95	98
可供出售投资	1,109	740	976	976	976
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	417	405	405	405	405
固定资产	6,747	6,634	6,547	6,381	6,182
无形资产	7,472	7,334	6,967	6,619	6,288
总负债	28,944	26,334	28,523	27,706	27,170
无息负债	8,661	9,106	9,653	9,828	10,082
有息负债	20,283	17,229	18,870	17,878	17,088
股东权益	14,616	13,798	14,464	15,244	16,004
股本	958	958	958	958	958
公积金	9,364	8,703	8,703	8,703	8,703
未分配利润	2,165	2,705	3,232	3,871	4,491
少数股东权益	1,631	1,176	1,316	1,456	1,596

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,252	3,515	2,285	2,123	2,299
净利润	882	1,082	1,101	1,221	1,355
折旧摊销	1,445	1,439	706	701	694
净营运资金增加	1,902	-205	-49	404	589
其他	-977	1,198	528	-202	-339
投资活动产生现金流	-945	-605	224	280	290
净资本支出	-782	-894	-150	-100	-100
长期投资变化	417	405	0	0	0
其他资产变化	-580	-117	374	380	390
融资活动现金流	1,177	-5,444	705	-1,929	-1,871
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,855	-3,054	1,641	-993	-790
无息负债变化	921	445	547	175	254
净现金流	3,521	-2,526	3,215	474	718

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	27.71%	8.21%	2.73%	4.48%	6.50%
净利润增长率	26.95%	22.76%	1.71%	10.86%	11.02%
EBITDA 增长率	38.99%	-2.57%	-16.90%	4.13%	6.35%
EBIT 增长率	82.28%	-4.81%	19.86%	6.27%	9.37%
估值指标					
PE	26	21	21	19	17
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	16	19	18	16
EV/EBIT	32	33	27	25	23
EV/NOPLAT	41	42	34	32	29
EV/Sales	3	3	3	3	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	90.46%	89.60%	89.50%	89.70%	90.00%
EBITDA 率	20.96%	18.88%	15.27%	15.22%	15.20%
EBIT 率	10.32%	9.08%	10.60%	10.78%	11.07%
税前净利润率	9.40%	10.64%	10.47%	11.06%	11.41%
税后净利润率 (归属母公司)	6.49%	7.36%	7.29%	7.74%	8.06%
ROA	2.27%	3.06%	2.89%	3.17%	3.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.79%	8.58%	8.37%	8.85%	9.40%
经营性 ROIC	3.30%	3.22%	3.93%	4.18%	4.57%
偿债能力					
流动比率	1.79	1.22	1.27	1.45	1.64
速动比率	1.78	1.21	1.26	1.44	1.62
归属母公司权益/有息债务	0.64	0.73	0.70	0.77	0.84
有形资产/有息债务	1.06	1.06	1.13	1.21	1.30
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.92	1.13	1.15	1.27	1.41
每股红利	0.56	0.60	0.61	0.77	0.84
每股经营现金流	3.39	3.67	2.39	2.22	2.40
每股自由现金流(FCFF)	-0.07	1.94	1.98	1.59	1.52
每股净资产	13.55	13.18	13.73	14.39	15.04
每股销售收入	14.18	15.34	15.76	16.47	17.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼