

**谨慎推荐** (维持)

## 凯撒旅游 (000796) 深度报告

风险评级：一般风险

欧洲游复苏 公司业绩有望快速增长

2017年4月20日

### 投资要点：

**魏红梅**

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

**研究助理**
**卢立亭**

S0340116030094

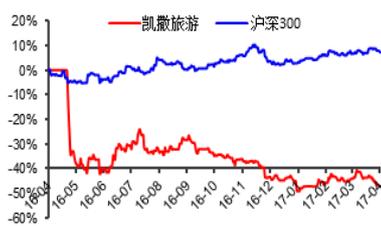
电话：0769-22110619

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

### 主要数据 2017年4月19日

收盘价(元)	14.21
总市值(亿元)	114.11
总股本(亿股)	8.03
流通股本(亿股)	2.46
ROE(TTM)	14.42%
12月最高价(元)	27.46
12月最低价(元)	13.55

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- **组团出游比例继续提高，欧洲游增长复苏。**2016年，我国旅行社组织的出境游客人数是5587.87万人次，同比快速增长20.34%，增速大幅高于同期出境游客增速。由此可见，旅行社组织的出境游人数在出境游总人数中的占比有所提升。数据显示，该比例从2010年的28.99%提高到2016年的41.35%。此外，欧洲线路的恢复性增长有望推动公司业绩快速提升。2017年一季度，我国赴欧洲旅游的游客数同比高速增长103%，其中，通过组团方式去往欧洲的游客同比增长113%。随着二、三季度旅游旺季的到来，我国将会有更多游客赴欧洲旅游，预计全年赴欧游客将同比增长10%左右。
- **拟定增募资72亿元，打通旅游服务全产业链。**公司2017年1月份发布了定增预案修订稿，拟募集资金72亿元建设国内营销总部二期项目、公民海外即时服务保障系统项目、凯撒邮轮销售平台项目和凯撒国际航旅通项目。随着增发流程的推进，各建设项目进展有望加快，利好公司深化航旅结合的经营模式，打通旅游产业链，提高盈利能力和客户体验，扩大传统旅行社业务和邮轮游业务的市场占有率，从而增厚公司业绩。
- **目前市价低于股东增持、定增最低价，具有一定的安全边际。**公司二股东的一致行动人宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业2017年2月7日、8日、16日和17日多次增持公司股份，增持均价是14.65元，增持总市值是2960万元，增持金额占公司总市值的比例约为0.26%，表明股东对公司发展具有信心。从定增发行价格来看，本次非公开发行价格将不低于15.65元/股。综合来看，公司股东的股份增持价格、定增方案确定的增发最低价均为公司股价提供一定的支撑。
- **维持谨慎推荐评级。**预计公司在2016、2017年的EPS分别为0.33元和0.40元，对应PE分别为44倍和35倍，维持谨慎推荐评级。
- **风险提示。**欧洲游复苏低于预期，定增预案推进不及预期，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件的发生。

### 主要财务指标预测表

单位(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	4,935	6,369	7,989	9,680
YOY (%)	730.83%	29.06%	25.45%	21.16%
归母公司净利润(百万)	206	261	322	412
YOY (%)	475.51%	26.94%	23.43%	27.75%
毛利率 (%)	19.36%	19.50%	19.50%	19.50%
ROE (%)	12.98%	14.56%	15.24%	16.29%
每股收益(元)	0.26	0.33	0.40	0.51
市盈率(倍)	55.45	43.68	35.39	27.70

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

## 目 录

1. 公司经营状况良好，旅游零售业务是主体 .....	3
2. 出境游增速下滑，欧洲游有望实现复苏 .....	4
3. 毛利率处于行业领先水平，公司竞争优势明显 .....	6
3.1 加强对上游资源的掌控能力，公司采购成本显著降低 .....	6
3.2 线上线下齐布局，公司深耕直营零售业务 .....	7
3.3 采购成本下降，直营零售拓展，公司毛利率高于众信旅游 .....	8
3.4 背靠海航集团，有望发挥资源协同作用 .....	8
4. 邮轮游市场空间大，公司加紧布局 .....	9
4.1 发展条件良好，邮轮游有望进入黄金发展期 .....	9
4.2 提高邮轮产品附加值，公司深耕邮轮游市场 .....	13
5. 拟定增募资 72 亿元，打通旅游服务全产业链 .....	13
5.1 建设国际航旅通业务，深化航旅结合模式 .....	13
5.2 建设国内营销总部二期项目，渠道下沉扩大市占率 .....	14
5.3 建设邮轮销售平台项目，深入挖掘邮轮游市场 .....	15
5.4 打造海外即时服务保障系统，致力提高服务水平 .....	15
6. 目前市价低于股东增持、定增最低价，具有一定的安全边际 .....	16
7. 投资建议：维持谨慎推荐评级 .....	17
8. 风险提示 .....	17

## 插图目录

图 1：2012-2015 年凯撒同盛主营业务收入（百万） .....	3
图 2：2012-2016 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利率变动情况 .....	3
图 3：2012-2016 年 6 月凯撒同盛主营业务营收构成（按业务分类） .....	4
图 4：2012-2016 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利构成（按业务分类） .....	4
图 5：2010-2016 年我国旅行社组织的出境旅游人数增长情况 .....	5
图 6：2010-2016 年我国旅行社组织旅游人天市场结构 .....	5
图 7：2012-2015 年 6 月凯撒同盛和同行业可比公司旅行社业务毛利率比较 .....	8
图 8：2016 年 6 月公司旅行社各业务板块和众信旅游各业务板块毛利率对比 .....	8
图 9：2011-2016 年我国接待邮轮数量增长情况 .....	10
图 10：2011-2016 年我国接待邮轮游客人数 .....	10
图 11：2011-2016 年我国人均 GDP 增长情况 .....	10
图 12：2016 年人均 GDP 超过 10000 美元的省市 .....	10

## 表格目录

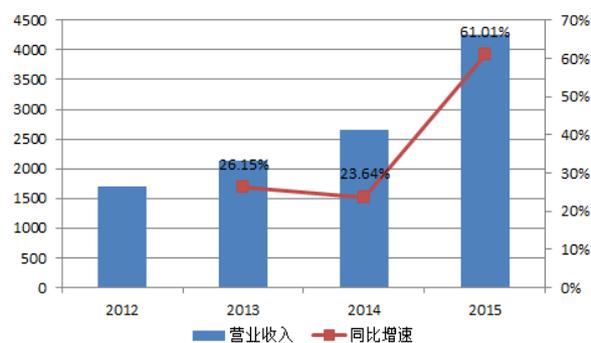
表 1：2006-2016 年我国发布的支持邮轮业发展的政策文件 .....	12
表 2：公司盈利预测简表 .....	18

## 1. 公司经营状况良好，旅游零售业务是主体

公司从地接社起家，现归海航集团旗下。1993年，德国华龙旅行社和凯撒国际贸易展览有限公司在德国成立，并于2000年合并成为德国凯撒旅游集团，是凯撒旅游的前身。2003年，德国凯撒旅游集团与中国保利集团合作，对保利集团旗下的保利国旅进行重组，并更名为北京凯撒国际旅行社有限责任公司。2008年，公司被北京市旅行社评定委员会评为最高等级旅行社——5A级旅行社。后经过多次对外并购重组，公司于2010年8月发展成为凯撒同盛。2012年，海航集团战略投资凯撒同盛，海航旅游成为凯撒同盛的最大股东。2014年，凯撒同盛收购了地接社德国凯撒和美国DMC。2015年，易食股份向海航旅游和凯撒世嘉发行约4.32亿股、作价24亿元，购买其分别持有的凯撒同盛51%和49%的股权。交易完成后，凯撒同盛成功借壳易食股份登陆A股市场，并更名为凯撒旅游。2016年三季报显示，凯撒旅游的最大股东是持股比例为31.79%的海航旅游集团有限公司，其次是持股26.39%的凯撒世嘉旅游管理顾问有限公司，公司的实际控制人是海航工会。

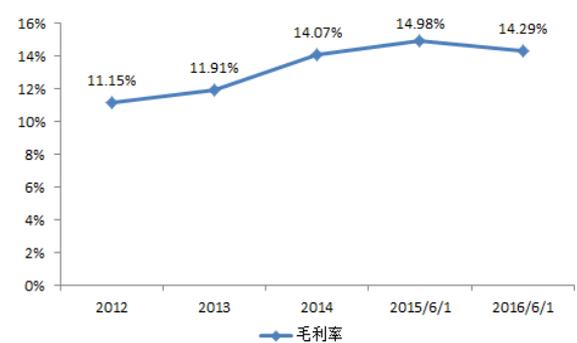
**凯撒同盛近年来经营状况良好，主营业务实现快速增长。**凯撒同盛是专注于发展欧洲游和亚洲游产品的旅行社。2015年6月，欧洲游产品和亚洲游产品的营收在其总营收中的占比分别是41.74%和43.37%。2012-2015年，凯撒同盛主营业务收入的年均增速是35.92%，保持了快速增长的势头。从毛利率的角度来看，2012年以来，凯撒同盛的毛利率大致呈上升趋势，从2012年的11.15%上升至2016年6月的14.29%。凯撒同盛综合毛利率的提升主要是由公民零售业务和企业会奖业务毛利率的提升所带动的。其中，公民零售业务毛利率从2012年的13.24%上升到2016年6月的15.75%，企业会奖业务毛利率从2012年的13.17%上升到2016年6月的16.36%。

图 1：2012-2015 年凯撒同盛主营业务收入（百万）

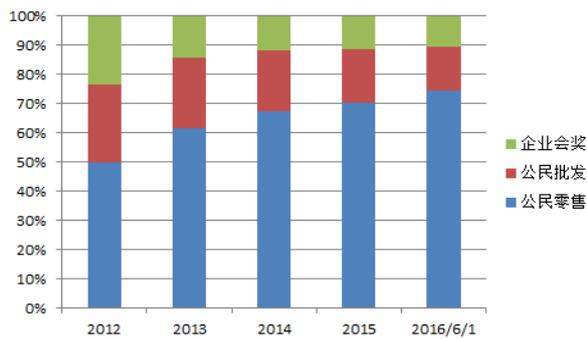


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

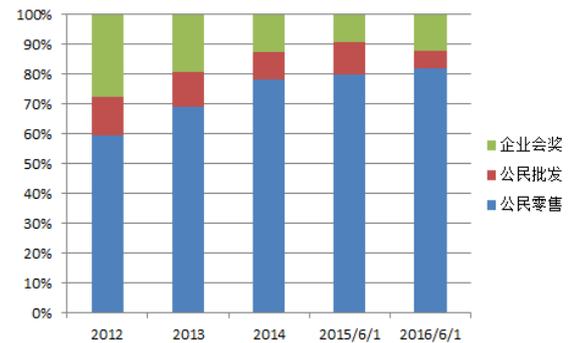
图 2：2012-2016 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利率变动情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

**图 3：2012-2016 年 6 月凯撒同盛主营业务营收构成（按业务分类）**


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

**图 4：2012-2016 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利构成（按业务分类）**


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司并表凯撒同盛，公民零售业务是重要组成部分。公司于 2015 年 9 月并表凯撒同盛，全年实现营业收入 49.35 亿元，同比增长 51.92%；归母净利润 2.06 亿元，同比增长 129.72%。其中，旅游服务业务实现营业收入 42.59 亿元，在总营收中占比 86.32%；航空配餐、铁路配餐销售及服务业务实现营业收入 6.19 亿元，在总营收中占比 12.55%。从毛利润的角度，2015 年，旅游服务业务的毛利率为 14.89%，毛利润 6.34 亿元，占公司综合毛利的 66.39%；航空配餐、铁路配餐销售及服务业务的毛利率为 44.27%，毛利润为 2.74 亿元，占公司综合毛利的 28.71%。2016 年上半年，公司实现的营业收入和归母净利润分别是 26.02 亿元和 5694 万元。在旅游服务业务构成方面，公民零售业务、公民批发业务和企业会奖业务对旅游服务业务营收的贡献度分别是 74.45%、14.97%和 10.58%；三者对旅游服务业务毛利润的贡献度分别是 82.06%、5.83%和 12.11%。可见，公司的旅游服务业务以公民零售业务为主。

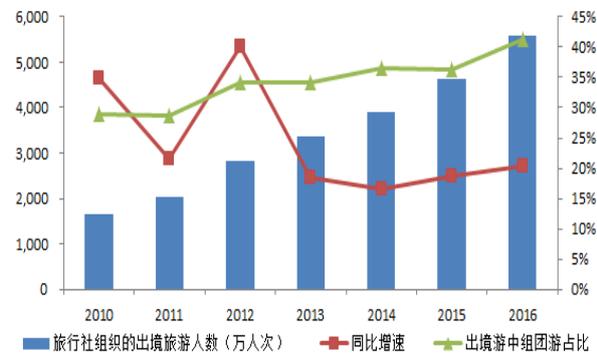
## 2.出境游增速下滑，欧洲游有望实现复苏

虽然出境游整体增速下滑，但组团出境游比例继续提高。2010-2014 年我国因私出境人数的年增速均维持在 20%左右。2015 年增速有所回落，但仍然维持在 10.62%的较快增长水平。进入 2016 年，我国因私出境人数同比增长 5.57%，增速明显放缓。2010-2015 年，我国旅行社组织的出境游客人数以 23.39%的年均增速快速增长，高于整体因私出境人数的年均增速。2016 年，我国旅行社组织的出境游客人数是 5587.87 万人次，同比快速增长 20.34%，增速大幅高于同期出境游客增速。由此可见，旅行社组织的出境游人数在出境游总人数中的占比有所提升。数据显示，该比例从 2010 年的 28.99%提高到 2016 年的 41.35%。

国家旅游局的最新数据显示，按照入境接待人天、国内组织人天、出境组织人天三项指标，我国旅行社组织的入境游、国内游和出境游市场份额分别是 2.49%、59.81%和 37.7%，同比分别降低 0.47 个百分点、降低 1.46 个百分点和提升 1.93 个百分点。事实上，我国的旅行社旅游市场中，出境游所占的比重近年来呈上升趋势，从 2010 年的 15.33%提升

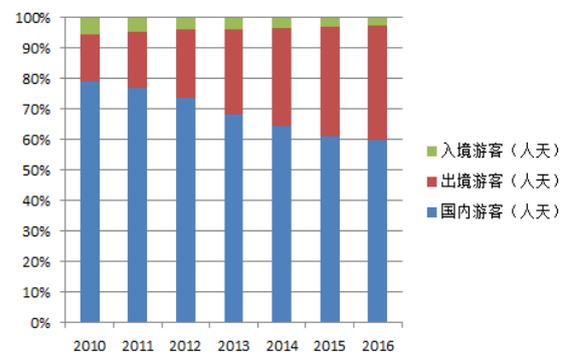
至 2016 年的 37.7%；而国内游和入境游的比重则呈下降趋势。

图 5：2010-2016 年我国旅行社组织的出境旅游人数增长情况



数据来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 6：2010-2016 年我国旅行社组织旅游人天市场结构



数据来源：国家旅游局，东莞证券研究所

**中产阶级规模壮大，将推动出境游市场平稳增长。**根据 CHFS（西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心）2015 年的调查数据显示，按照 5 万至 50 万美元的净财富标准，当前中国中产阶级成年人口数量约为 2.04 亿人，在成年人口中的占比为 20.1%；中产阶级所掌握的总财富约为 28.3 万亿美元，远远超过美国和日本的 16.8 万亿美元和 9.7 万亿美元。无论是从中产阶级人口规模，还是中产阶级总财富方面来看，中国都居于世界榜首。国家发改委学术委员会秘书长张燕生预计，中国中产阶级的人数在未来 20 年将增加到 6.3 亿人，成为一个追求高品质产品和服务的庞大消费群。逐年壮大的中产阶级有望进一步成为出境游产品的重要消费群体，推动我国出境游市场快速增长。

**2017 年一季度欧洲游强势复苏，看好欧洲游全年增长情况。**2015 年以来，欧洲多地先后发生暴力袭击事件，对欧洲旅游市场造成一定的负面冲击。2015 年 8 月，荷兰阿姆斯特丹开往法国巴黎的列车上发生枪击事件，造成三人受伤。2015 年 11 月，法国巴黎发生多起袭击事件，造成数百人伤亡。2016 年 3 月，比利时布鲁塞尔一地铁站发生自杀式爆炸事件，造成数十人死亡，数百人受伤。2016 年 7 月，法国尼斯发生卡车冲撞人群的袭击事件，造成至少 80 人死亡、50 人受伤。虽然多起袭击事件的发生对欧洲旅游市场造成了消极影响（2016 年我国赴欧洲旅游的人数同比增长 6.3%，增速明显放缓），但消极影响的大小因国家而异，其中法国受到的影响最大。进入 2017 年，欧洲游市场增速出现恢复迹象。根据近日中国旅游研究院联合华远国旅、携程旅游发布的《2017 年中国赴欧洲旅游趋势报告》（以下简称“报告”），2017 年一季度，我国赴欧洲旅游的游客数同比高速增长 103%，其中，通过组团方式去往欧洲的游客同比增长 113%。报告认为，欧洲仍是中国游客的热门旅游地。从细分目的地来看，北欧线、东欧线的增速最快，二者接待的中国游客分别同比增长约两成和一倍。从旅游产品种类来看，深度游线路产品快速增长。报告指出，以一国、两国为游览目的地的深度游产品分别同比增长 88% 和 51%，表明越来越多的游客追求休闲度假类、高品质享受类旅游产品。报告预计，随着二、三季度旅游旺季的到来，我国将会有更多游客赴欧洲旅游，全年赴欧游客将同比增

长 10% 左右。

2015 年上半年，公司欧洲游线路产品实现的营业收入在旅游服务总收入中的占比是 41.74%，对旅游服务业务收入的贡献度在各线路产品中排名第二（贡献度最大的是亚洲游，占比是 43.37%）。由于公司的欧洲游线路产品在旅游服务业务中占有较大的比例，且公司起源于德国地接社，在欧洲游市场上拥有良好的产品设计、服务的能力，预计能分享欧洲游恢复增长带来的红利。

### 3. 毛利率处于行业领先水平，公司竞争优势明显

对于出境游旅行社来说，其核心工作是对资源进行高效、优质的整合，即低价、及时和高效地获得并整合产业链上游的机票和地接服务等资源。由于旅行社业务属于微利行业，对核心资源掌控能力的强弱直接决定旅行社产品质量和成本的高低，决定企业是否具有竞争优势。此外，商业模式的定位也是影响旅行社企业盈利能力的重要因素。一般而言，相比于批发业务，旅游产品的直营零售业务毛利率更高。

#### 3.1 加强对上游资源的掌控能力，公司采购成本显著降低

**并购、合作力度加大，公司完善地接社网络。**在地接服务资源方面，2014 年底，公司完成了对德国凯撒的收购，快速整合了欧洲地接服务及目的地管理工作，积极推动境外碎片化旅游资源的整合，开发了地接业务的信息化管理系统，提高了业务沟通的效率。此外，公司还收购了美国 DMC 和美国阿伯丁两家地接社公司，并与全球各大洲共 104 个国家和地区的 700 多个地接社建立了合作关系，使得公司的地接社网络进一步完善。在目的地交通资源方面，公司取得了欧洲铁路、德国铁路、意大利铁路、西班牙铁路的票务代理权及新航假期北方区的独家代理权。总的来说，公司最初从德国地接社发展而来，加之近年来不断整合地接社资源，其资源内部化程度逐渐提高，显著地降低了公司在地接服务上的采购成本。2014 年，凯撒同盛公民零售业务的人均地接服务采购成本同比下降了 5.18%。而公司的可比上市公司众信旅游目前和各境外目的地地接社之间采取的是协议合作的方式，内部化程度低，因此对地接社服务采购成本的控制力不如凯撒旅游。

**实施航旅结合战略，机票采购成本具有优势。**在航空资源方面，公司坚持实施航旅结合战略，因而机票采购成本得以有效控制。公司目前已与约 60 家航空公司建立了密切的合作关系，并在包机业务方面积累了大量的运营经验。2015 年，公司以北京、天津、广州、杭州、沈阳、西安、武汉、成都、贵州、三亚为口岸，与多家航空公司开展战略合作，相继开通了北京-哥本哈根，北京-马尔代夫，北京-伯明翰，北京-大溪地，天津-东京，杭州-马德里，杭州-大阪，杭州-冲绳，西安-冲绳，贵州-曼谷等共计 29 条国际旅游直航航线，超过 2200 个架次。此外，公司通过与海航集团合作设计航线、向海航旗下的海南航空和首都航空直采机票，有效地提高采购效率并降低成本。2016 年上半年，公司与首都航空先后开通了三亚-普吉、三亚-峴港、沈阳-大阪、沈阳-冲绳、杭州-马德里、杭州-芽庄、广州-芽庄、济南-静岡、济南-大阪等旅游航线，累计送客人数超过 25 万人次，涉及 8 个始发城市，6 个目的地国家，12 个目的地城市。受航旅结合业务的带动，

2016年上半年亚洲地区业务增长达102%。2017年4月，公司和美国匹兹堡市达成战略合作，未来将推出与美国匹兹堡线路相关的旅游产品，同时有望实现我国到美国匹兹堡直飞航班包机。在航旅结合战略的持续实施的背景下，我们预计公司将会拥有热门旅游航线机票的充足供给，并继续维持机票采购的较低成本，有利于提升公司的产品竞争力和盈利能力。事实上，2014年，凯撒同盛公民零售业务的人均机票采购成本较2013年下降2.32%，其与地接服务采购成本一道，共同推动零售业务旅游产品的人均成本同比下降4.91%。

### 3.2 线上线下齐布局，公司深耕直营零售业务

**不断完善线下门店布局，扩大零售业务市占率。**公司2015年持续完善直营零售体系的全国网络化布局，在浙江、江苏、福建、河南、辽宁、广西等11个省份共新开分公司17家，在全国新开门店92家。截至2015年底，公司在全国范围内的分公司有39家，门店175家，全部实施“统一形象、统一管理、统一服务标准”的战略，有利于保证公司产品和服务的质量。在加大区域布局力度的同时，公司还致力于加强新型零售门店的研发以及功能的升级，为旅游消费者打造多维度的旅游服务体验。2016年上半年，公司新开设分公司8家，分公司数量达到48家；新开设体验中心73家，体验中心数量达到241家。公司在2015年新研发的三代店已经投入使用，效益良好。其中，在北京中关村三代店里拍摄的北京电视台举办的“鲁豫的礼物”原创明星夫妻旅游真人秀第二季节目取得了良好的收视效果，带动了门店的客流。受益于分公司及门店的全国布局，2016年上半年，公司的零售业务在旅游服务业务中的占比继续扩大到74.45%，同比上升5.53个百分点。同时，2016年上半年，公司还加大了在华东和西南地区的拓展力度，两地区业务均快速增长，收入增幅分别达到126%和136%。

**加码线上布局，持续推进O2O战略。**除了线下渠道的布局，公司还加速开拓线上渠道。公司的O2O战略致力于把线下门店、呼叫中心、网站和手机客户端相互连通，实现各渠道、各端口信息的无缝连接，加快线上线下一体化的步伐。公司于2015年11月公告称，设立易启行网络科技有限公司（以下简称“易启行”）和北京首航假期网络科技有限公司（以下简称“首航假期”）两家合资公司。其中，公司的子公司凯撒同盛出资6000万持有易启行60%的股权，通过其完善公司面向C端的在线交易系统，并利用大数据分析，串联出境游出行前中后期的各个环节，优化用户体验。此外，公司出资2000万元参与设立首航假期，占其注册资本的20%。首航假期将以首都航空的机票作为核心资源，并以航空资源作为入口，构建B2B的线上交易平台。合资设立首航假期有利于公司增加其旅游产品的销售渠道，并有望获得一定的投资收益。

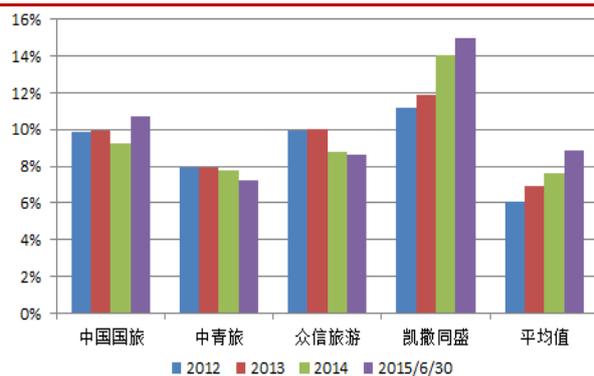
公司于2016年4月决定以自筹资金2.5亿元对深圳活力天汇科技有限公司（以下简称“活力天汇”）进行增资，增资后持有公司11.58%的股权。活力天汇深耕旅游交通预订移动端领域，并围绕场景化服务为用户提供包括出行信息查询、交通票务预订、场景电商平台和场景服务体验在内的四项出行服务。活力天汇的盈利来源包括：为用户提供购票服务所获得的机票佣金；通过和保险公司合作为用户提供保险等增值服务所获得的分成收入；广告和营销平台收入；共享经济业务平台的分成收入。在市场份额方面，活力天汇

2014年在移动端旅游交通预订领域排名仅次于携程、去哪儿和阿里旅行，位列第四，市场认可度较高。活力天汇近年来在技术研发和市场推广方面投入较大，因此近三年均处于亏损状态。但公司在本次增资公告中预计活力天汇将在2017年达到盈亏平衡、2018年实现盈利。增资活力天汇是公司发力移动端市场的重要举措，有利于公司提高产品丰富度，完善其旅游业务的线上布局，拓宽用户获取渠道，加快线上线下一体化的进程。

### 3.3 采购成本下降，直营零售拓展，公司毛利率高于众信旅游

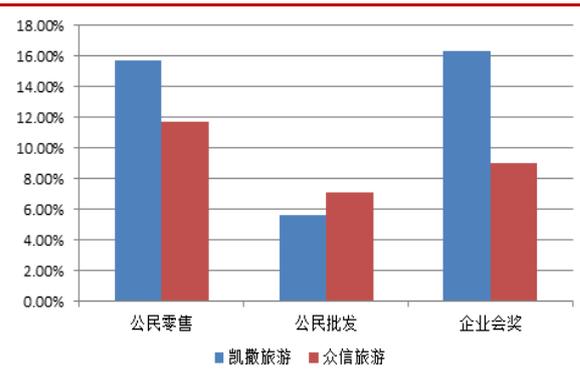
综合来看，通过加强对上游地接服务资源和航空资源的掌控，公司有效地降低了采购成本；同时，公司不断完善线下零售门店的布局，打开线上营销渠道，扩大了客户群体，大幅提升了具有高毛利率的零售业务在营收中的占比。因此，采购成本的下降和直营零售业务比例的上升共同推动公司综合毛利率的提高。公司公告的数据显示，2012年，凯撒同盛的综合毛利率为11.15%；2015年6月，该指标提高至14.98%，高于旅行社行业均值8.88%、高于中国国旅旅行社业务的10.75%、中青旅旅行社业务的7.23%和众信旅游的8.65%。从单项业务的毛利率来看，凯撒同盛和众信旅游相比仍然具有竞争优势。2016年6月，公司旅游零售业务和企业会奖业务的毛利率分别是15.75%和16.36%，分别同比明显提升4.06和7.32个百分点，且高于同期众信旅游零售业务和企业会奖业务的毛利率（分别是13.57%和10.07%）。在旅游批发业务方面，2016年中报显示，公司的毛利率是5.57%，同比下滑1.54个百分点，且低于众信旅游批发业务的7.93%的毛利率水平。总的来看，2016年6月，公司旅行社业务的综合毛利率是14.29%，明显高于众信旅游的8.91%。

图 7：2012-2015 年 6 月凯撒同盛和同行业可比公司旅行社业务毛利率比较



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 8：2016 年 6 月公司旅行社各业务板块和众信旅游各业务板块毛利率对比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3.4 背靠海航集团，有望发挥资源协同作用

公司的最大股东是海航旅游集团（以下简称“海航旅游”），其涵盖了航空、酒店、旅游、金融、互联网等多种业务，旗下拥有首都航空、金鹿公务、唐拉雅秀、易生支付、通汇货币等 20 余个成员品牌。2015 年，海航旅游管理的资产超过 1400 亿元，实现营业收入

360 亿元，进入中国旅游集团前五强。

公司有望与海航旗下的航空、酒店、金融和在线旅游等资源发挥较强的协同作用。在航空资源方面，公司 2014 年采购的机票资源有超过 30% 来自于海航旅游旗下的海南航空和首都航空；2016 年上半年，公司向首都航空采购的机票金额是 2.44 亿元，向海南航空采购的机票金额是 3202 万元，二者合计占机票采购总额的 30% 左右。背靠海航集团的航空资源能较好地提高采购效率，降低采购成本。

在酒店领域，海航集团拥有多个酒店品牌，包括博唐奢华酒店品牌、唐拉雅秀五星级酒店品牌、逸唐高端商务酒店品牌、海航高档城市商务酒店品牌、海航中高端商务酒店品牌和海航快捷酒店品牌等。此外，海航旅游近年来与 Tsogo 太阳酒店、NH 酒店和红狮酒店等多家国际知名酒店集团展开紧密合作。海航集团丰富的酒店资源有望为公司采购境外酒店房源带来便利，有利于公司以较低成本及时高效地获得境外酒店资源。

在金融领域，海航旅游旗下的易生金服运营有三个板块的业务，包括提供交易支付服务的旅游支付业务、提供小额贷款和互联网金融服务的旅游金融业务和致力于提高客户粘性的旅游增值业务。公司有望与易生金服展开合作，为客户提供一站式的旅游金融服务，提高客户满意度和用户粘性。

在线上布局方面，2015 年年底，海航集团旗下的海航旅游、凯撒世嘉和北京旅游产业基金等一道，向途牛旅游网合计投资 5 亿美元，持有途牛约 24% 的股权，成为途牛的第一大股东。艾瑞咨询的《2016 年中国在线旅游度假市场研究报告》显示，2015 年，途牛在在线跟团游市场的市占率为 26.1%，超过携程的 17.9%，连续 4 年取得在线跟团游市场的第一大市场份额。海航集团成途牛第一大股东有利于公司充分利用途牛多年来积累的庞大客户群体，为自身的旅游产品拓展线上渠道，持续推进 O2O 线上线下一体化的进程。

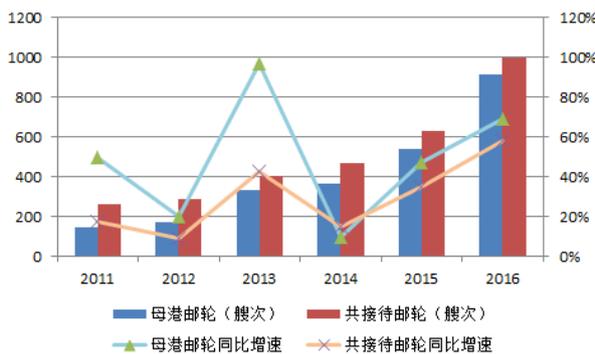
## 4. 邮轮游市场空间大，公司加紧布局

### 4.1 发展条件良好，邮轮游有望进入黄金发展期

**我国邮轮游市场增速快，未来发展潜力大。**邮轮旅游是游客通过邮轮这一交通工具前往不同的港口城市进行休闲旅游的方式。邮轮旅游的重要特点是邮轮本身是集住宿、餐饮、运动设施等娱乐休闲功能于一体的度假景点。近年来，我国邮轮旅游市场呈现出快速增长的势头。2011-2016 年，我国接待邮轮总数的年均增速是 30.61%；其中，接待的母港邮轮是主体，其年均增速达到 45.09%，快于邮轮总接待量的增速。2016 年我国 10 个港口（大连、天津、青岛、烟台、上海、舟山、厦门、广州、海口和三亚）共接待邮轮 996 艘次，同比增长 58.35%。其中，接待母港邮轮 913 艘次，同比大幅增长 69.39%。在接待邮轮游客方面，2011-2016 年，我国接待国内外邮轮游客的年均增速为 55.06%；其中，接待的国内游客是主体，年均增速达到 75.90%，快于邮轮游客总数的增速。2016 年，我国共接待国内外邮轮游客 452.28 万人次，同比高速增长 82.33%；其中，接待国内游客 424.52 万人次，同比高速增长 90.87%。

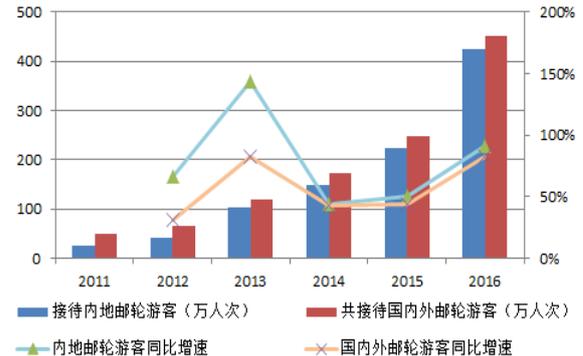
从邮轮旅游渗透率的角度来看，目前美国的渗透率是 3.5%，澳洲是 3.4%，新加坡是 3%，英国是 2.6%，德国是 2%，而中国只有不到 0.05%，发展空间巨大。我国交通运输部预计，2020 年，我国邮轮旅客数量将达到 450 万人次，是 2015 年的 1.81 倍，有望成为亚太地区最具活力的邮轮市场。从邮轮市场收入的层面来看，《2015 年中国在线邮轮市场年度报告》的数据显示，2015 年全球邮轮市场总收入是 385.9 亿美元，同比增长 10.6%，我国邮轮市场收入为 45.3 亿元人民币，同比增长 35.2%。据报告测算，到 2018 年，我国邮轮市场收入将达到 100 亿元人民币。

图 9：2011-2016 年我国接待邮轮数量增长情况



数据来源：中国交通运输协会邮轮游艇分会，东莞证券研究所

图 10：2011-2016 年我国接待邮轮游客人数



数据来源：中国交通运输协会邮轮游艇分会，东莞证券研究所

人均 GDP 稳步增长，为邮轮游市场增长提供经济基础。国际邮轮游发展的经验显示，当人均 GDP 达到 5000 美元时，邮轮游市场兴起；当人均 GDP 进入 6000-8000 美元的区间时，邮轮游市场会进入快速发展阶段。2016 年，我国年人均 GDP 约为 8104.75 美元，其中，包括天津、北京、上海、江苏、浙江等在内的经济发达省市人均 GDP 更是超过 10000 美元。同时，驴妈妈旅游网发布的《2016 年邮轮游消费趋势报告》显示，上海、天津、北京是邮轮游市场的前三大客源城市，表明居民对邮轮游产品的需求量与人均 GDP 的相关性高。随着我国人均 GDP 的稳步提升，我国邮轮游市场有望进一步快速增长。

图 11：2011-2016 年我国人均 GDP 增长情况



数据来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 12：2016 年人均 GDP 超过 10000 美元的省市



数据来源：网站整理，东莞证券研究所

**中产阶级规模壮大，老年人口增多，邮轮游市场拥有良好客户基础。**上海国际邮轮经济研究中心等机构联合发布的《中国邮轮产业发展报告（2015）》显示，我国邮轮游客的平均年龄是 38 岁，比欧美国家的邮轮游客要年轻；70% 以上的邮轮游客具有本科以上学历且来自月收入 1-2 万的中等收入家庭。随着我国中产阶级规模的扩大，该群体对邮轮游产品的需求将会进一步增加，促进邮轮游市场快速发展。此外，旅游行业在老年人口消费市场的渗透率高达 30%。随着我国老龄化进程加快，具有闲暇时间和一定消费能力的老龄人口有望成为我国邮轮游产品的潜在客户。2015 和 2016 年，我国 65 岁以上的人口比重分别是 10.5% 和 10.8%。我国部分经济发达地区的老龄化现象明显。2013 年，天津 65 岁以上的人口比例高达 20.01%；2014 年，浙江省 65 岁以上老龄人口比例为 19.54%，北京的该指标是 14.94%，江苏是 12.11%，山东是 11.52%。这些地区经济发达，老年人口的消费能力相对较强，消费观念更为开放，对旅游消费升级的需求更为强烈。因此，随着我国老龄化进程的加剧，经济发达地区的老龄人口有望成为邮轮游市场的重要客户群体。

**邮轮游的经济带动效果明显，政府政策大力支持。**邮轮游的产业链包括上游的邮轮制造和港口码头建设、中游的邮轮运营管理、下游的邮轮游产品代理分销。因此邮轮经济可以带动产业链各环节共同发展，综合经济效益大。在对港口城市的经济拉动方面，由于邮轮在母港的停靠时间最长，邮轮游客对母港城市的消费、物流、城市设施建设和就业等方面的带动作用明显。根据国际经验，邮轮经济给母港带来的经济效益一般是停靠港的 10-14 倍。以新加坡为例，其在 20 世纪 80 年代仅是欧美邮轮的停靠港，后于 1991 和 1998 年分别投资 5000 万新币和 2300 万新币，建成大型深水码头，邮轮经济随即蓬勃发展。2008 年，新加坡接待邮轮游客 51.41 万人次，2010 年接待 100 万人次，年均增速达到 39.47%。同时，新加坡旅游董事会的统计数据显示，2010 年新加坡邮轮行业实现收入 5.2 亿美元。其中，包括邮轮维修、燃油、食品补给、运营管理等在内的邮轮配套产业贡献收入 3.03 亿美元；包括住宿、餐饮、购物在内的游客消费贡献收入 2.08 亿美元。邮轮经济也带动新加坡整体旅游业快速发展，2011 年，赴新加坡旅游的游客人数实现双倍增长，实现旅游收入 2230 万新元，同比增长 18%。

我国政府自 2006 年以来陆续出台了支持邮轮行业发展的文件。2006 年 9 月，国家发改委发布《全国沿海港口布局规划》，提出将全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个港口群体。2008 年 6 月，发改委发布《促进我国邮轮业发展的指导意见》，提出通过政府扶持和市场引导，以初期服务外轮为起点，积极吸引国际邮轮靠岸。2009 年 12 月，国务院发布《关于加快发展旅游业的意见》，支持有条件的地区发展邮轮游艇旅游，把邮轮游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。2013 年 2 月，国务院发布《国民旅游休闲纲要（2013-2020）》，提出积极发展邮轮游艇旅游。2014 年 3 月，交通部出台《关于促进我国邮轮运输业持续健康发展的指导意见》，提出到 2020 年，邮轮旅客数量达到 450 万人，我国成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场的目标。2015 年 4 月，交通部发布《全国沿海邮轮港口布局规划方案》，提出我国邮轮港口将以始发港为主体，重点发展 7 大区域 8 个始发港。2015 年 8 月，国务院发布《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，明确提出推进邮轮旅游产业发展。未来，国家旅游局将尽快出台《中国邮轮旅游发展总体规划》，对我国邮轮旅游发

展的指导原则、基本定位、发展目标、重点任务、产品建设、业态培育、政策框架等进行统筹设计。鉴于邮轮旅游对于母港区域整体经济发展具有较强的带动作用，政府积极支持邮轮行业发展，预计邮轮游市场将继续快速增长。2016年3月，《上海市邮轮旅游经营规范》发布，这是我国首部邮轮旅游经营规范，从服务的层面引导上海市乃至全国邮轮旅游市场向服务质量更优质的方向发展。2016年4月，发改委等24部门印发《促进消费带动转型升级行动方案》，指出要加快发展邮轮游艇等消费，培育本土邮轮发展。2016年12月，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》，指出要制定邮轮游发展规划，支持长江流域等有条件的江河、湖泊发展内河游轮旅游。

表 1：2006-2016 年我国发布的支持邮轮业发展的政策文件

发布时间	发布主体	文件名称	支持邮轮业发展的内容
2006年9月	发改委	《全国沿海港口布局规划》	将全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海5个港口群体，强化群体内综合性、大型港口的主体作用。
2008年6月	发改委	《促进我国邮轮业发展的指导意见》	通过政府扶持和市场引导，以初期服务外轮为起点，积极吸引国际邮轮靠岸；选择具备优势条件的港口城市开展试点，加强相关基础设施建设，逐步进入邮轮业国际网络。
2009年12月	国务院	《关于加快发展旅游业的意见》	培育新的旅游消费热点，支持有条件的地区发展邮轮游艇旅游，把邮轮游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。
2013年2月	国务院	《国民旅游休闲纲要（2013-2020）》	加强邮轮游艇码头等旅游休闲基础设施建设，积极发展邮轮游艇旅游。
2014年3月	交通部	《关于促进我国邮轮运输业持续健康发展的指导意见》	提出邮轮运输业的发展目标：到2020年，邮轮旅客数量达到450万人，我国成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场；邮轮港口布局合理，设施功能完善，形成2-3个具有影响力的邮轮母港。
2015年4月	交通部	《全国沿海邮轮港口布局规划方案》	未来一段时期，我国邮轮港口发展将以始发港为主体，本规划重点对始发港提出布局方案。
2015年8月	国务院	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	推进邮轮旅游产业发展，培育发展游艇旅游大众消费市场。
2016年3月	上海市旅游局、上海市交通委员会	《上海市邮轮旅游经营规范》	我国首部邮轮旅游经营规范，从服务的层面引导上海市乃至全国邮轮旅游市场向服务质量更优质的方向发展。
2016年4月	发改委等24部门	《促进消费带动转型升级行动方案》	加快发展邮轮游艇等消费，培育本土邮轮发展；出台粤港澳游艇自由行试点政策，支持游艇码头等基础设施建设。
2016年12月	国务院	《“十三五”旅游业发展规划》	要制定邮轮游发展规划，支持长江流域等有条件的江河、湖泊发展内河游轮旅游。

数据来源：网站内容整理，东莞证券研究所

## 4.2 提高邮轮产品附加值，公司深耕邮轮游市场

**提高邮轮产品附加值，实现产品的二次开发。**我国旅行社涉足邮轮业务所采取的商业模式一般是从邮轮公司处采购邮轮产品和服务，再出售给消费者。公司的境外长线邮轮产品一般采取该商业模式进行运作。而对于公司的母港邮轮游产品来说，公司采取的商业模式是在采购邮轮公司产品和服务的基础上，进行附加产品和服务的研发，从而提高邮轮游产品的附加值，优化游客的消费体验，提高公司邮轮产品的盈利能力。具体来说，公司会承包一定航期的邮轮，通过与邮轮公司合作，共同进行航线的设计、航行期间船上活动的策划、以及本土化服务质量的提高等工作。此外，公司还对邮轮游产品的价值进行延伸，包括为游客提供从客源所在地到出发地母港的交通接驳服务、提供邮轮挂靠港周边的观光旅游产品等，从而实现了对邮轮游产品的二次开发和价值提升。

**与邮轮公司深度合作，公司市占率或将提高。**近年来，公司先后与皇家加勒比游轮、公主邮轮、歌诗达邮轮、夸克邮轮、MSC 邮轮等多家邮轮公司合作，推出国内母港短途邮轮产品、境外长线邮轮产品、极地路线和环球航行的邮轮产品。2015 年 10 月，公司与 MSC 地中海邮轮公司签订顶级战略合作协议，将作为 MSC 在中国的独家运营方，在人才培养、设施改造、服务设计、服务运营保障等方面与 MSC 进行深入合作，为中国游客提供本土化的优质体验。具体来说，公司将在邮轮公司提供服务的基础上梳理出邮轮游过程中的完整服务体系，为游客在不同游玩阶段提供贴心服务，从而参与邮轮的运营管理，成为在邮轮公司运营基础上的本土化补充。2015 年，公司开发了母港-日韩的邮轮产品，操作了国内第一个环球世界 86 天的产品，完成了 3 个航次的南极邮轮包船业务，为 2016 年邮轮业务扩大市场占有率打下良好的基础。公司数据显示，其母港邮轮产品在 2015 年的市占率约为 7%，预计 2016 年将上升至 12%；境外长线邮轮产品市占率有望于 2016 年达到 20%。

## 5. 拟定增募资 72 亿元，打通旅游服务全产业链

### 5.1 建设国际航旅通业务，深化航旅结合模式

2017 年 1 月，公司发布了定增可行性报告修订稿，定增募集资金总额由原来的 80 亿元下调至 72 亿元，并拟投入其中的 25.95 亿元（占募集资金总额的 36.04%）建设凯撒国际航旅通项目。该项目将依托与航空公司合作包机而构建的线下航旅通业务中心和线上航旅通管理平台开展凯撒国际航旅通业务，致力于提高客机利用率和降低航空旅行成本。

该项目的线下部分是线下航旅通业务中心，主要通过与航空、酒店等资源方合作包机、包房，优化调整旅游航线、酒店资源、提升资源利用率，实现运营成本降低并让利广大消费者，更好的匹配游客需求和偏好，保证终端产品竞争力。其中，在休闲旅游最重要的因素之一旅游航线方面，本项目计划与各大航空公司在包机基础上实现更为紧密的合作，共同开发中国至境内外优质度假海岛和高端旅游目的地城市的直飞包机航线，在提

高航空公司飞机利用效率及盈利能力的基础上，开发更具创新性、竞争力的休闲旅游产品，实现与航空公司的共赢。在线上方面，线上航旅通管理平台是项目的信息化管理平台，主要包括包机航线管理、酒店管理、票务政策管理、收益管理、订单管理、客户管理和财务管理等功能。

在具体产品规划方面，本项目重点定位于开发和运营境内外优质度假海岛和高端旅游目的地城市旅游产品，并形成高端婚庆、水上运动、民俗节庆、家庭亲子、会展会议等旅游产品主题，提升旅游产品及服务的丰富度，进一步提升收益。未来，公司还将依托该项目的开发运营经验，逐步开展包括海岛、雨林、滑雪、探险等特色旅游目的地的完整旅游服务产品体系。

该项目的建设对于公司的发展具有以下四个方面的意义：（1）实行重要旅游客源地到热门旅游目的地的包机业务，有利于通过规模效应降低旅游产品成本，提高公司业务的盈利能力；（2）直飞包机航线的建立有利于提高客户的旅游体验，保证公司产品质量，有利于提高公司产品的议价能力；（3）该项目的产品定位是海岛线路产品和其他高端旅游目的地产品，有利于公司把握目前休闲度假游、海岛游、高端深度游等业态快速增长的势头，迎合游客需求变化，紧抓行业发展机遇；（4）该项目是公司对于上游资源的加强控制，有利于公司打造从上游采购、中游产品设计生产、批发和下游零售的全产业链条，进行全链条的费用成本和质量的控制。

## 5.2 建设国内营销总部二期项目，渠道下沉扩大市占率

在 2017 年 1 月份的定增预案修订稿中，公司拟投入募集资金中的 10.27 亿元（占募集资金总额的 14.26%）建设国内营销总部二期项目，该项目总投资是 12.48 亿元。该项目包括建设门店营销网络和加强全网营销及客户关系管理两部分。

门店营销网络由凯撒旅游体验店、升级版体验店、凯撒到家店和凯撒 mall 组成。一方面，项目将依托凯撒旅游的区域优势，进一步加快凯撒旅游体验店的全国布局，逐年建设覆盖北京、天津、上海等一线城市；沈阳、长春、哈尔滨、大连、成都等二线城市以及南昌、合肥、乌鲁木齐等重点省会城市的 150 家“凯撒旅游体验店（二代店）”，进一步提高市场的布局密度，基本覆盖全国主要商圈和高端社区。另一方面，在一线城市新建 28 家“升级版体验店（三代店）”、1,000 家“凯撒到家店（四代店）”和 5 家“凯撒 mall”，最终实现包含多种店型且能覆盖全国的凯撒旅游线下零售网络。

全网营销及客户关系管理由全媒体线上服务中心、门店 VR 体验设备、微信推广、第三方 APP 推广、平面媒体、流媒体及社区旅游综合服务平台等搭建形成，通过互联网电商技术实现旅游产品的设计开发、体验展示、网络平台、品牌推广、网点分销等一系列功能的集成营销并对客户进行统一管理，大幅提升线下门店的服务效率和内部数据管理的信息化程度，从而提升公司品牌形象，规范门店营销管理，促进整体销量提升，解决当前线下销售操作环节多和费用较高的瓶颈问题。

该项目对于公司业务发展具有以下五方面的意义：（1）有助于公司形成系统化、多层次的零售门店网络，进一步拓宽公司业务覆盖范围，深挖潜在客户资源，扩大公司的市场

占有率；（2）在门店网络开拓的过程中有利于提高公司的品牌知名度；（3）随着公司知名度和市场占有率的扩大，公司业务发展将形成规模效应，有利于促进单位产品生成成本下降，提高公司的盈利能力；（4）全网营销和客户关系管理的加强有助于公司第一时间把握客户需求，提供适销产品；（5）网络营销的方式符合客户目前的消费习惯，有利于提高客户购买产品的便利度、体验度和满意度。

### 5.3 建设邮轮销售平台项目，深入挖掘邮轮游市场

根据 2017 年 1 月的定增预案修订稿，公司拟投入募集资金中的 27.31 亿元（占募集资金总额的 37.93%）建设凯撒邮轮销售平台项目，该项目的总投资金额是 34.90 亿元，募集资金不足项目实际所需资金的部分由公司自筹解决。邮轮项目将依托公司与全球各大邮轮公司建立的深度合作关系、与 MSC 邮轮达成全球顶级战略合作伙伴关系。具体来说，公司将通过与知名邮轮公司（MSC 邮轮公司、皇家加勒比邮轮公司、歌诗达邮轮公司、公主邮轮公司、星梦邮轮、庞洛邮轮，Ocean wide，北冕号等）合作，建设线上的数字化邮轮体验中心和线下的邮轮体验中心，全面覆盖天津、上海、香港、厦门等母港口岸。

线上数字化邮轮体验中心将基于凯撒邮轮的官方网站不断拓展邮轮服务功能，与全球知名邮轮公司逐步实现系统对接，除传统邮轮预定之外，将引入丰富的体验元素，如商品展销、线上购物等项目让客户更便捷、更直观的完成在线搜索、预订购买和体验等行为。

线下邮轮体验中心将引进邮轮互动项目、邮轮产品多媒体展示、以及邮轮衍生商品等全新项目，构建以邮轮为核心的专业实体店铺体验中心，深度拓展用户对邮轮文化的体验，以丰富的产品，优美的环境和专业的服务人员弘扬邮轮文化，打造业内领先的专业邮轮体验。公司计划未来三年开设 60 家（面积在 100-200 平米之间的）线下“邮轮体验中心”，主要分布在二线三线城市，如常州、青岛、厦门、大连、武汉、郑州、哈尔滨等。

该项目对公司发展的意义包括以下四方面：（1）有利于加强与全球知名邮轮公司合作，打开我国的邮轮旅游市场，发掘我国邮轮游市场潜力；（2）有利于公司快速提高凯撒邮轮旅游的品牌影响力和知名度；（3）有利于公司提高在邮轮游市场的占有率，抢占先发优势，公司计划未来三到五年内占有我国邮轮游市场 25% 以上的份额；（4）线上数字化邮轮体验中心将提供符合游客消费行为习惯的购买体验，快捷、便利、智能化有望提高顾客满意度并增强顾客粘性。

### 5.4 打造海外即时服务保障系统，致力提高服务水平

根据定增方案，公司拟投入募集资金中的 8.47 亿元（占募集总资金的 11.76%）建设公民海外即时服务保障体系项目，项目的建设总资金是 10.59 亿元。该项目即构建公民海外即时服务保障平台，且该平台的载体包括线上旅游网站、APP/移动端网站、实体门店、联络中心等。

该平台打造的内容包括以下四个方面：（1）全球 7\*24 小时联络中心，它是支撑用户于全球任何地点/任何时间获得服务的接入中心，可提供语音、短消息、PC 端/移动端社交

工具（微信等）接入，以及多语言服务；（2）全球境外服务网点，它是通过与海外成熟机构合作的方式加快实体网店、门店和联络处的建设，努力为全球华人客户提供便捷的信息联络网点、旅行服务网点及应急处理网点；（3）全球服务整合平台系统，它是全球服务统一接入统一管理的平台级系统，通过对服务提供者的整合、对服务过程的质量监控、对服务流程的标准化、对服务在全球任何一个接触点的信息共享，达到对用户的一流服务；（4）旅游智能服务助手，它是基于旅游垂直领域的智能助手，根据用户所在位置、周边情况、当前服务阶段等多维度，智能判断旅游服务场景，并通过语音、文字、AR 等方式提供服务帮助。

从提供的产品服务方面，该项目将为客户提供以下四个方面的服务：（1）为游客推荐并提供个性化的要素组合式旅游产品，让游客在既定自由行线路的基础上有更多的选择调整空间；（2）与国外当地旅游社、景点等机构合作，由项目平台统一结算，将更多国内了解较少但极具特色的旅游产品、精品线路整合包装并推介给客户；（3）向平台用户提供信息查询、场景浏览、资源搜索、实时电话咨询、救援呼叫等免费服务；（4）以会员制预付费模式为不同等级会员提供有偿的进阶增值服务，如特定旅游产品专享、限期折扣、会员优惠、产品资源优先预约与预定、专家达人个性指导等。

该项目对公司发展具有以下三方面意义：（1）为自由行客户提供更多的旅游要素组合选择，提高自由行业务发展水平；（2）为出境游客客户（特别是自由行客户）提供境外目的地的信息整合搜集、垂直搜索、应急事件处理等贴心服务，有利于提高客户体验；（3）将进一步提高产业链下游客户接待的服务水平，提升品牌价值和知名度。

## 6.目前市价低于股东增持、定增最低价，具有一定的安全边际

2015年8月3日以来，公司股东和高管对公司股份进行了多次增持，合计增持股份市值1.33亿元左右，公司目前的流通市值是35亿元左右；增持均价17.66元，高于公司当前股价，为公司股价提供一定的安全边际。从近期来看，公司二股东的一致行动人宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业2017年2月7日、8日、16日和17日多次增持公司股份，增持均价是14.65元，增持总市值是2960万元，增持金额占公司总市值的比例约为0.26%，表明股东对公司发展具有信心。

从定增发行价格来看，公司定增募集72亿元的方案中规定，本次非公开发行的定价基准日为审议本次非公开发行股票股东大会会议决议公告日，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即15.65元/股。具体发行价格将在公司取得中国证监会发行核准批文后，根据发行对象申购报价的情况，遵照价格优先的原则，根据竞价结果与保荐机构(主承销商)协商确定。在本次定增方案中，公司的大股东拟认购合计20亿元的股份，占募集资金总额的比27.78%；二股东拟认购7亿元，占募集资金总额的9.72%。两股东认购比例合计达到37.5%，表明公司股东对公司定增项目的建设和发展充满信心。

综合来看，公司股东的股份增持价格、定增方案确定的增发最低价均为公司股价提供一

定的支撑。随着增发流程的推进，公司国内营销总部二期项目、公民海外即时服务保障系统项目、凯撒邮轮销售平台项目和凯撒国际航旅通项目的建设将加快进行，利好公司深化航旅结合的经营模式，打通旅游产业链，提高盈利能力和客户体验，扩大传统旅行社业务和邮轮游业务的市场占有率，从而增厚公司业绩，有利于提升公司股价。

## 7.投资建议：维持谨慎推荐评级

首先，虽然出境游整体增速下滑，但组团出境游比例继续提高。2010-2015年，我国旅行社组织的出境游客人数以23.39%的年均增速快速增长，高于整体因私出境人数的年均增速。2016年，我国旅行社组织的出境游客人数是5587.87万人次，同比快速增长20.34%，增速大幅高于同期出境游客增速。由此可见，旅行社组织的出境游人数在出境游总人数中的占比有所提升。数据显示，该比例从2010年的28.99%提高到2016年的41.35%。此外，欧洲线路的恢复性增长有望推动公司业绩快速提升。2017年一季度，我国赴欧洲旅游的游客数同比高速增长103%，其中，通过组团方式去往欧洲的游客同比增长113%。随着二、三季度旅游旺季的到来，我国将会有更多游客赴欧洲旅游，预计全年赴欧游客将同比增长10%左右。

其次，公司采购成本的下降和直营零售业务比例的上升共同推动公司综合毛利率的提高。同时，公司有望与海航集团旗下的航空、酒店、金融和在线旅游等资源发挥较强的协同作用，进一步降低公司对上游资源的采购成本，提高产品的盈利能力。

再者，公司2017年1月份发布了定增预案修订稿，拟募集资金72亿元建设国内营销总部二期项目、公民海外即时服务保障系统项目、凯撒邮轮销售平台项目和凯撒国际航旅通项目。随着增发流程的推进，各建设项目进展有望加快，利好公司深化航旅结合的经营模式，打通旅游产业链，提高盈利能力和客户体验，扩大传统旅行社业务和邮轮游业务的市场占有率，从而增厚公司业绩，有利于提升公司股价。

最后，公司二股东的一致行动人宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业2017年2月7日、8日、16日和17日多次增持公司股份，增持均价是14.65元，增持总市值是2960万元，增持金额占公司总市值的比例约为0.26%，表明股东对公司发展具有信心。从定增发行价格来看，公司定增募集72亿元的方案中规定，本次非公开发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即15.65元/股。综合来看，公司股东的股份增持价格、定增方案确定的增发最低价均为公司股价提供一定的支撑。预计公司在2016、2017年的EPS分别为0.33元和0.40元，对应PE分别为44和35倍，维持谨慎推荐评级。

## 8.风险提示

欧洲游复苏低于预期，定增预案推进不及预期，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件的发生。

表 2: 公司盈利预测简表

科目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>4,935</b>	<b>6369</b>	<b>7,989</b>	<b>9,680</b>
<b>营业总成本</b>	<b>4,644</b>	<b>5983</b>	<b>7,512</b>	<b>9,069</b>
营业成本	3,979	5,127	6431	7,792
营业税金及附加	44	25	32	39
销售费用	369	484	623	745
管理费用	233	325	399	465
财务费用	17	20	24	25
<b>其他经营收益</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>294</b>	<b>389</b>	<b>480</b>	<b>614</b>
加 营业外收入	3	3	3	3
减 营业外支出	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>295</b>	<b>390</b>	<b>481</b>	<b>615</b>
减 所得税	66	90	111	141
<b>净利润</b>	<b>229</b>	<b>300</b>	<b>371</b>	<b>473</b>
减 少数股东损益	23	39	48	61
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>206</b>	<b>261</b>	<b>322</b>	<b>412</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.26</b>	<b>0.33</b>	<b>0.40</b>	<b>0.51</b>
<b>PE (倍)</b>	<b>55</b>	<b>44</b>	<b>35</b>	<b>28</b>

数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn