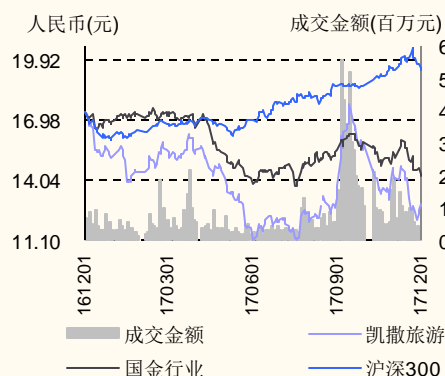


凯撒旅游 (000796.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 12.81 元
 目标价格 (人民币): 16.00-17.00 元
 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 246.04
 总市值 (百万元) 10,286.43
 年内股价最高最低 (元) 17.80/11.10
 沪深 300 指数 3998.14
 深证成指 11013.15



行业复苏龙头受益，资源+渠道纵向产业布局

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.256	0.265	0.423	0.474	0.620
每股净资产 (元)	2.05	2.33	2.76	3.23	3.85
每股经营性现金流 (元)	0.34	0.38	0.46	0.67	0.91
市盈率 (倍)	107.15	57.23	30.25	27.05	20.66
行业优化市盈率 (倍)	27.87	27.87	27.87	27.87	27.87
净利润增长率 (%)	475.51%	3.30%	59.94%	11.86%	30.91%
净资产收益率 (%)	12.50%	11.35%	15.36%	14.66%	16.10%
总股本 (百万股)	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **2018 年中欧中加旅游年以及亚洲低基数影响下出境游市场预期能够出现结构性机会，公司对接零售端能够直接受益：**从出境游数据来看 2017 年前三季度欧洲市场复苏迹象明显，去年的恐袭和指纹签的影响弱化，同时航线布局和旅游目的地需求的升级支撑市场持续高增长。2017 年下半年港澳台日泰均表现出较强的复苏迹象。在出境游利空因素减弱行业处于复苏状态下，公司作为零售业务的龙头能够获益。
- **线上线下布局出境游旅行社零售业务，盈利能力相对较强：**对标众信旅游来看，公司布局零售端直接面向 C 端用户，毛利率及净利率相对较高，在市场充分竞争的情况下，公司能够受益于细分行业的复苏和市占率的提高。同时布局线下门店（目前线下门店数约 238 家），培育消费者的品牌意识和粘性，通过优质服务的附加值为公司带来规模的增量。
- **背靠海航上游资源，产品灵活性和议价能力高：**凯撒的零售端优势较强，背靠海航航空和地接资源，线下门店的铺设和线上的营销渠道的打造；在 2016 年受到出境游市场的断崖式放缓的背景下，零售端的销售增速放缓明显，但凯撒的增速仍超过出国游行业平均增速。对标海外成熟的旅行社的发展路径来看目前 C 端的资源获取和上游资源端的把控是旅行社的重要战略，凯撒在全产业链布局、批零一体化、提升直销比例方面步伐较快。上游资源端能够借力海航旅游，产品的灵活性相对较高。同时上游资源相对重资产，对于财务压力相对较大，以海航为背景进行重资产布局能够优化资本结构。

投资建议及盈利预测

- 预计 2017E-2019E 的业绩分别为 3.4/3.8/4.98 亿元，增速分别为 60%/12%/31%，EPS 分别为 0.42/0.47/0.62 元，目前股价对应的 PE 分别为 30/27/21 倍，首次推荐给予买入评级。

估值讨论

- 公司经历了一轮旅行社资源热潮期之后的估值水平处于历史低位。对标国外的旅行社上市公司来看 A 股相对于国际上来说存在溢价，给予国内出境游旅行社 30-35 倍估值，目标价为 16-17 元/股。

风险提示

- 1) 安全和政策因素影响较大；2) 人民币贬值风险导致国内出境游实际消费水平下降；3) 国内经济放缓导致出境游低速增长；4) 线下门店的布局拖累公司业绩；5) 非公开发行存在过会失败或者修改募资方案的可能

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
 (8621)60933978
 loufy@gjzq.com.cn
 卞丽娟 联系人
 bianlijuan@gjzq.com.cn

内容目录

1.	核心议题及投资逻辑总结	5
1.1	核心议题	5
1.2	投资逻辑	5
1.3	投资建议及盈利预测	6
1.4	风险提示	6
2.	公司业务分析：发挥高毛利优势，旅行社零售业务增速高	7
2.1	公司概况	7
2.2	以出境游旅行社业务为主，专注于零售领域	7
2.2.1	旅游业务整体情况	7
2.2.2	零售业务情况	9
2.2.3	批发业务情况	10
2.2.4	配餐业务情况	11
2.2.5	盈利预测——通过对行业的预判和公司业务结构的认识对各项业务进行业绩拆分和预测	12
2.3	40%以上营收为欧洲游市场贡献，未来实行目的地均衡化。	14
2.4	主要布局一二线城市，进行三、四线城市的渗透	17
2.5	非公开发行募资打造多项出境服务	17
3.	公司核心竞争力分析：盈利性、上游端、下游端和产品端。	19
3.1	优势一：盈利性——凯撒 VS 众信对比之下，公司零售业务占比高，毛利率高，盈利性更强。	19
3.2	优势二：下游端——零售端占比高，溢价能力较强，布局零售端发挥长板效应。	21
3.3	优势三——上游端：地接及交通费用占比较高，布局目的地资源有利于降低成本，提升品牌优势。	22
3.4	优势四：产品端——个性化旅游产品满足消费者需求	23
4.	对标国际，上下游资源整合为主要模式，从轻资产到重资产过渡提高行业门槛	26
4.1	Thomas Cook——经营模式相对成熟，业绩增长缓慢	26
4.2	TUI——兼并收购为主，重资产布局全产业链	29
4.3	总结——全产业链布局、批零一体化、提升直销比例为国内旅行社需要加强的领域	32
5.	个股估值是否合理——对标海外旅行社，估值消化达到底部	33
5.1	板块估值相对较高，A股稀缺标的存在一定的估值溢价	33
5.2	估值消化到达底部，结合行业和估值来看存在投资机会	33
6.	风险提示	35

图表目录

图表 1: 公司股权结构图.....	7
图表 2: 凯撒旅游 2012-2016 旅游业务收入及增速.....	8
图表 3: 凯撒旅游 2012-2016 三类旅游业务营收占比.....	8
图表 4: 凯撒旅游 2012-2016 三类旅游业务毛利占比.....	8
图表 5: 众信旅游 2012-2016 三类旅游业务营收占比.....	8
图表 6: 凯撒旅游 2012-2016 三类旅游业务毛利率.....	9
图表 7: 众信旅游 2012-2016 三类旅游业务毛利率.....	9
图表 8: 凯撒旅游零售业务接待游客人次及增速情况.....	9
图表 9: 凯撒旅游零售业务销售金额及增速情况.....	9
图表 10: 凯撒旅游零售业务人均消费额及其增速.....	10
图表 11: 众信旅游零售业务销售金额及其增速.....	10
图表 12: 凯撒旅游批发业务接待人数及其增速.....	10
图表 13: 凯撒旅游批发业务销售收入及其增速.....	10
图表 14: 凯撒旅游批发业务的人均销售额及增速.....	11
图表 15: 众信旅游批发业务的销售额及其增速.....	11
图表 16: 2012-2016 年食品业务营业收入及其增速.....	11
图表 17: 公司食品业务以航空配餐为主.....	11
图表 18: 2015-2016 年航空及铁路配餐业务的配餐量及营收情况.....	12
图表 19: 2005-2016 年民航客运量及其增速.....	12
图表 20: 2005-2015 年铁路客运量及其增速.....	12
图表 21: 2015-2019E 公司各项业务的拆分情况以及盈利预测.....	12
图表 22: 2012-2015H1 凯撒旅游的销售额的地区结构图.....	14
图表 23: 1-9 月各国赴欧洲旅游的到达人次及留宿人次增速明显, 中国的增长最为突出.....	14
图表 24: 从各个境外旅游目的地相关旅游部门所追踪的中国出境游客人次数据.....	16
图表 25: 2017H1 凯撒旅游的营收来源地结构情况.....	17
图表 26: 公司在西南、华东以及华中地区的收入增速较快.....	17
图表 27: 公司非公开发行股票募集资金项目情况.....	18
图表 28: 出境游旅行社的上中下游产业链图.....	19
图表 29: 2016 年凯撒旅游的营收及净利润 (亿元).....	19
图表 30: 2016 年众信旅游的营收及净利润 (亿元).....	19
图表 31: 众信旅游及凯撒旅游在旅游服务业务的毛利率及净利率情况.....	20
图表 32: 凯撒旅游批发及零售业务结构情况.....	20
图表 33: 众信旅游批发及零售业务结构情况.....	20
图表 34: 2016 年凯撒旅游及众信旅游三大业务的毛利率对比%.....	21
图表 35: 凯撒旅游的线下营业网点的地区分布.....	22
图表 36: 2016 年旅行社业务营业成本结构 (万元).....	22
图表 37: 大交通以及地接费占营业成本比例较高.....	22

图表 38: 海航集团航空及旅游目的地资源丰富.....	23
图表 39: 2010-2016 年我国邮轮接待游客情况 (万人次)	24
图表 40: 2015-2020 年中国体育产业规模及其预测趋势图.....	24
图表 41: 2012-2017 年中国商旅管理市场交易规模及预测.....	25
图表 42: 2010-2016 年 Tomas Cook 的营业收入情况	26
图表 43: 10-16 年旅行社及航空收入情况 (百万英镑)	26
图表 44: 2012-2016 年公司的毛利率情况%.....	27
图表 45: 按照地区划分公司的业务结构图.....	27
图表 46: 2016 年年度 (截止 9 月底) Thomas Cook 分地区业务一览表.....	27
图表 47: 2013-2016 年净利润及净利率情况.....	28
图表 48: 按照地区划分公司各项业务的利润结构图.....	28
图表 49: Thomas Cook 2008 年以后收购情况汇总	28
图表 50: Thomas Cook 商业盈利增长战略模式.....	29
图表 51: Thomas Cook 旗下各品牌酒店 NPS 提升情况	29
图表 52: 途易集团纵向一体化战略示意图.....	29
图表 53: TUI 酒店业务的经营情况一览表	30
图表 54: TUI 重要并购重组组合资事件一览表	30
图表 55: 2011-2016 财年公司的利润率情况.....	31
图表 56: 2014 年起公司逐步剥离三大非核心旅游业务.....	31
图表 57: TUI 财务调整前后对比图	32
图表 58: 2014-2017 年出境游板块 PE (TTM) 水平.....	33
图表 59: 2014-2017 年出境游板块相对 PE 水平	33
图表 60: 2015-2017 年凯撒旅游的 PE (TTM) 走势.....	33
图表 61: 2014-2017 年众信旅游 PE (TTM) 走势	33
图表 62: 2015-2017 年凯撒旅游的 EV/EBITDA 走势.....	34
图表 63: 2015-2017 年国外上市旅行社 PE 走势	34
图表 64: 2015-2017 年国外上市旅行社 ev/ebitda 走势.....	34

1. 核心议题及投资逻辑总结

1.1 核心议题

此篇报告报告解决的核心议题是：

- 1) **公司业务比较**：对出境游行业的两家上市公司众信旅游和凯撒旅游进行财务数据和经营情况的对比。
- 2) **核心竞争力分析**：从产业链上下游关系提炼概括凯撒旅游的四点核心竞争力——盈利性、上游端、下游端和产品端。
- 3) **国际龙头对标**：以世界旅行社龙头 TUI 和英国老牌旅游企业 Thomas Cook 为案例，从上游要素、中端渠道、下游平台和客户体验四个维度研究龙头出境游企业的经营模式经验。
- 4) **估值讨论分析**：分别采用 PE 和 EV/EBITDA 两种估值方式对公司进行估值讨论。考虑到国际上出境游旅行社（途易、HIS 以及托马斯库）PE 平均值及中位数分别为 28.95/26.72 倍，A 股相对于国际上来说存在溢价，给予国内出境游旅行社 30-35 倍估值。对应于凯撒旅游 2017E/2018E/2019E 的 EPS 为 0.42/0.47/0.62，目标价为 16-17 元/股。

1.2 投资逻辑

- **2018 年中欧中加旅游年以及亚洲低基数影响下出境游市场预期能够出现结构性机会，公司对接零售端能够直接受益**：从出境游数据来看 2017 年前三季度欧洲市场复苏迹象明显，去年的恐袭和指纹签的影响弱化，同时航线布局和旅游目的地需求的升级支撑市场持续高增长。同时亚洲市场是中国游客主要的目的地（人次占比约八成），从 2017 年下半年港澳台日泰均表现出较强的复苏迹象：1) **港澳台的人次回暖**，7 月/+4.3%，8 月/-0.7%，9 月/+7.7%，10 月澳门/+12.8%。台湾的跌幅收窄显著。2) **日本增速显著回升（8-10 月分别为+21.2%/+29.9%/+31.1%）**。10 月中韩关系的缓和有望带动韩国市场在 2018 年复苏。3) **东南亚区域泰国人次出现高增长，8-10 月恢复两位数增速（10 月/+69.9%）**。越南继续受到包机产品和小众海岛游兴起维持高景气度。
- **线上线下布局出境游旅行社零售业务，盈利能力相对较强**：对比众信旅游和凯撒旅游来看，各自在批发领域和零售领域市占率较高。但由于商业模式的不同，零售端直接面向 C 端用户，毛利率及净利率相对较高，在市场充分竞争的情况下，公司能够受益于细分行业的复苏和市占率的提高。同时布局线下门店（目前线下门店数约 238 家），培育消费者的品牌意识和粘性，通过优质服务的附加值为公司带来规模的增量。
- **背靠海航上游资源，产品灵活性和议价能力高**：凯撒的零售端优势较强，主要是由于背靠海航和地接资源，线下门店的不断增加和线上的营销渠道的打造；同时在 2016 年受到出境游市场的断崖式放缓的背景下，零售端的销售增速放缓明显，但凯撒的增速超过出国游增速，而众信旅游低于行业平均水平。从旅行社的发展路径来看目前 C 端的资源获取和上游资源端的把控是比较重要的方面，凯撒旅游的优势在于上游资源端能够借力海航旅游，产品的灵活性相对较高。同时上游资源相对重资产，对于财务压力相对较大，以海航为背景进行重资产的布局能够优化公司的资本结构。
- **对标海外成熟的旅行社发展路径来看，凯撒在全产业链布局、批零一体化、提升直销比例方面步伐较快**：全产业链布局、批零一体化、提升直销比例为国内旅行社需要加强的领域。1) 凯撒旅游背靠海航的旅游资产优势，能够与国内其他出境游旅行社形成天然壁垒，在上游资源端拥有优势。2) 目前国内出境游旅行社在批发业务和零售业务的战略选择上存在差异，但市场利润空间被逐步挤压的情况下，从批零选择到批零一体化是出境游旅行社企业发展的必然趋势。进一步打造批零一体化后供应链环节会减少，将有利于企业对成本的控制。凯撒旅游及众信旅游分别以零售业务和批发业务为主，未来将以批零一体化为业务重心进行布局。3) 通过布局线下零售门店来壮大线下业务，出境游旅行社业务为服务类业务，单纯的以线上渠道为主无法传递企业的服务优势，通过布局线下零售门店来为消

费者提供更多的服务附加值。同时线上 OTA 对企业自身的线上渠道来说冲击较大，一方面与 OTA 平台进行合作，另一方面优化自身的直销平台来提升自身的线上业务利润率。

1.3 投资建议及盈利预测

- 我们认为明年的出国游市场将迎来结构性的机会，叠加 2018 年中欧旅游年契机，公司布局的欧洲目的地将因此受益，同时背靠海航的上游资源和线下零售门店的布局符合旅行社的升级趋势。我们预计 2017E-2019E 的业绩分别为 3.4/3.8/4.98 亿元，增速分别为 60%/12%/31%，EPS 分别为 0.42/0.47/0.62 元，目前股价对应的 PE 分别为 30/27/21 倍，首次推荐给予买入评级。

1.4 风险提示

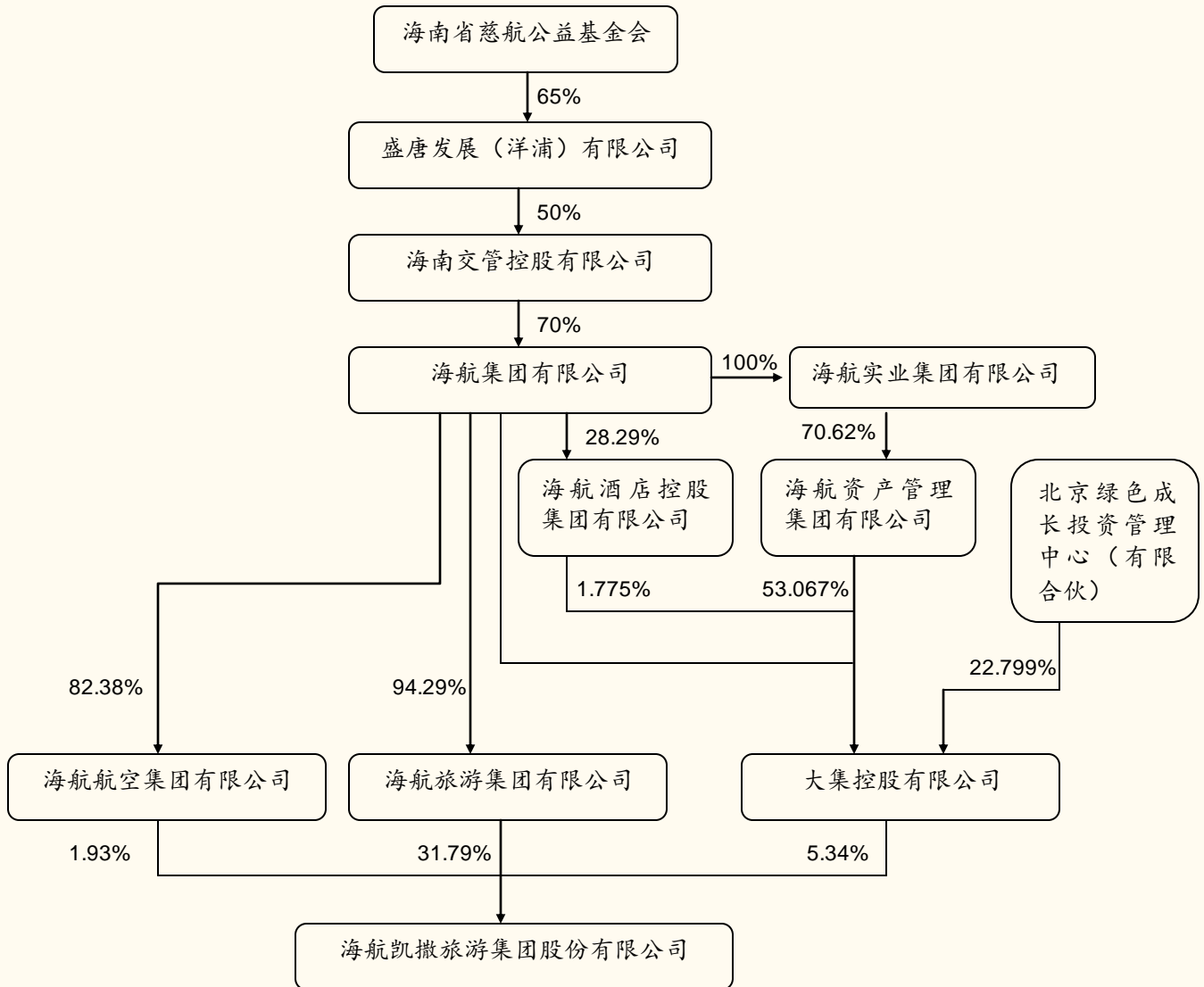
- **境外目的地的景气度受到安全和政策因素影响较大：**从行业角度来看，出境游目的地的第一要素是安全，从欧洲恐袭事件发生后的欧洲市场走势来看，安全事件的发生将导致游客心理的微妙变化，但是这个影响不是长期的，目的地的安全系数的提高和推介将能够带来当地旅游市场的复苏。政策因素将一定程度影响旅行社的产品供给，国内游客前往境外目的地本身是一个外交表现，一旦国与国之间的外交关系出现危机，将影响到旅行社的产品供给，从韩国萨德事件来看政策因素对旅行社的影响是巨大的。
- **国内经济放缓导致出境游市场持续低速增长：**出境游相对于国内游来说是旅游产品的高阶产物，支撑国内出境游市场发展动力的是人均可支配收入的增长。类比日韩来看，国内经济的放缓将使得出境游的需求收入弹性较高，消费变得相对敏感，出境游市场的低迷将传递到公司体内。
- **人民币贬值会导致国内出境游的实际消费水平下降：**美国税改后，人民币汇率存在贬值压力。人民币的贬值可能会带来国内出境旅游的实际消费能力下降，需求有所抑制。
- **线下门店的布局拖累公司业绩：**公司从线上获客到线下的门店获客的转变，大量布局三四线城市的零售门店，提供咨询和售后服务，将过去传统的出境游产品的价格竞争引导为服务和品牌竞争。但是由于出境游的低频消费和价格敏感属性相对较强，线下门店如果不能实现盈利仅仅作为服务载体将拖累公司业绩。
- **非公开发行存在过会失败或者修改募资方案的可能：**公司通过非公开发行募资 72 亿元，根据再融资新政的规定，该方案的融资金额过大，存在过会失败或者修改募资方案的可能。同时该非公开发行的有关决议的有效期到 2018 年 6 月 5 日。

2. 公司业务分析：发挥高毛利优势，旅行社零售业务增速高

2.1 公司概况

- **2015 年借壳易食股份上市，以出境游旅行社业务为主：**实际控制人为海南省慈航公益基金会。公司业务板块分为旅游服务业务以及航空及铁路配餐业务，航空配餐业务主要是为海航集团旗下的航空公司进行服务，旅游服务板块由凯撒同盛经营。作为出境游板块的龙头企业，出境游方面覆盖了全球 100 多个国家和地区，超过 7300 种服务于不同人群的高端旅游产品，同时背靠海航集团的旅游资源，对上游要素资源的掌控能力较强。

图表 1：公司股权结构图



来源：公司年报，国金证券研究所

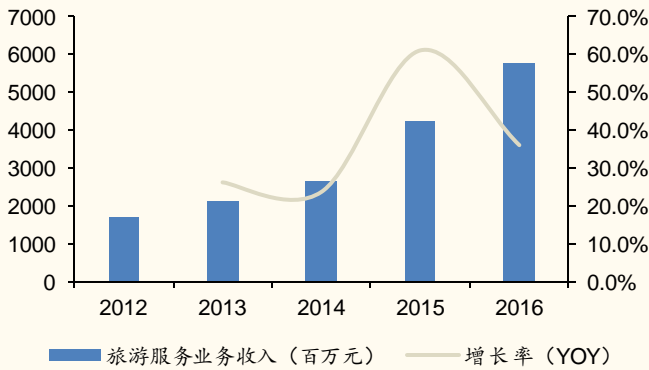
2.2 以出境游旅行社业务为主，专注于零售领域

- 公司 2015 年借壳上市后，其主营业务由出境游服务业务和配餐业务两部分组成。其中出境旅游服务业务全部由其全资子公司凯撒同盛所贡献，2016 年实现营收 57.91 亿元，同比增长 36%，占总销售额的 87.3%；配餐业务营收 7.78 亿元，同比增长 25.5%，占比 11.7%。两者分别实现毛利润 8.17 亿元、3.48 亿元，对应毛利率为 14.1%、44.8%。

2.2.1 旅游业务整体情况

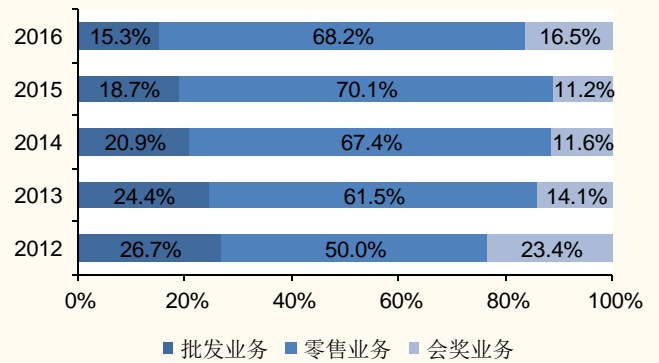
- **出境游业务以公民零售为主，与众信旅游批发为主的经营策略相区别：**公司出境游服务按业务类型分为公民零售业务、公民批发业务及企业会奖业务。2016年旅游业务收入为57.9亿元/+36%，其中三类旅游服务业务销售收入占比依次为68.2%、15.3%、16.5%，经营战略以零售业务为主。而另一家出境游上市公司众信旅游经营战略则以批发业务为核心，2016年零售、批发、会奖业务收入占比分别为17.84%、73.64%、7%。

图表 2：凯撒旅游2012-2016 旅游业务收入及增速



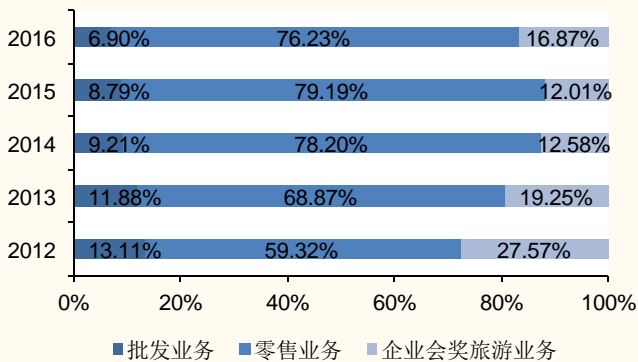
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：凯撒旅游2012-2016 三类旅游业务营收占比



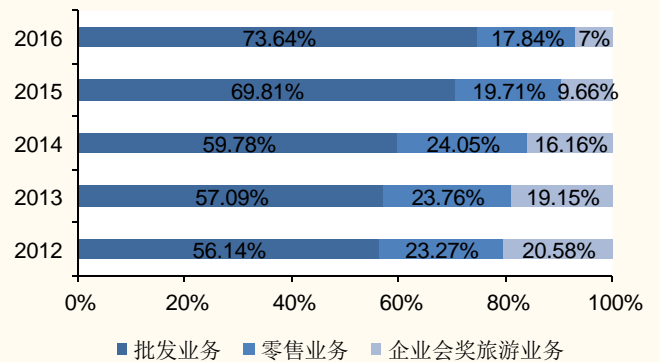
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：凯撒旅游2012-2016 三类旅游业务毛利占比



来源：公司公告，国金证券研究所

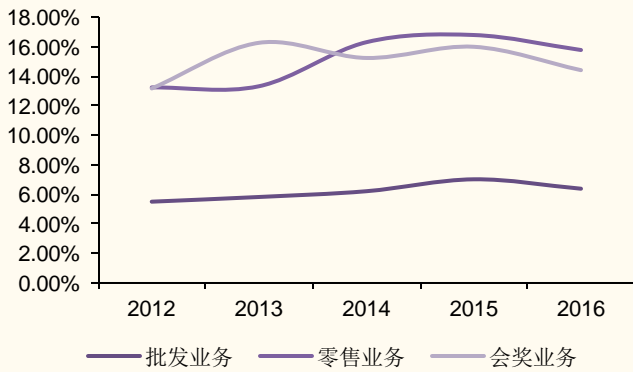
图表 5：众信旅游2012-2016 三类旅游业务营收占比



来源：公司年报，国金证券研究所

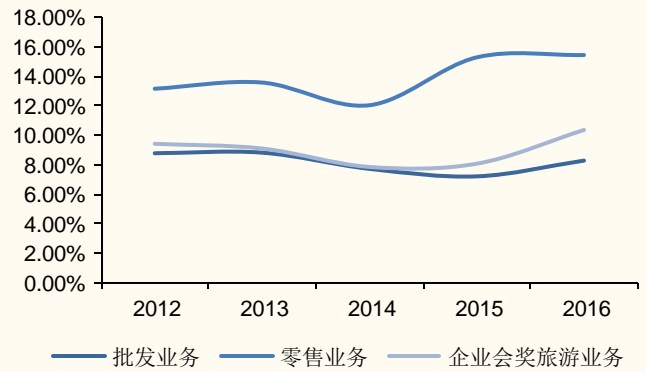
- **毛利率水平上零售业务>会奖业务>批发业务，毛利占比更加突出零售核心地位：**2016年公司零售、批发、会奖业务的毛利率分别为15.8%、6.4%、14.4%，众信旅游三者毛利率为15.44%、8.27%、10.35%。相比于众信旅游三类业务的毛利率水平来说，凯撒旅游的零售、会奖业务的成本管控与盈利能力更高，而批发业务则较为不足，这也体现了两家公司业务定位的不同。各类业务的毛利润占比方面，2016年零售、批发、会奖业务占比分别为76.2%、6.9%、16.9%，与营收占比项目，零售业务的核心地位进一步突出。

图表 6：凯撒旅游 2012-2016 三类旅游业务毛利率



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：众信旅游 2012-2016 三类旅游业务毛利率

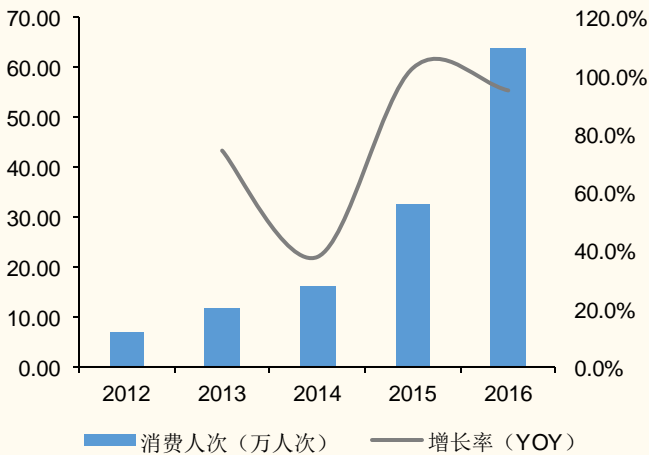


来源：公司年报，国金证券研究所

2.2.2 零售业务情况

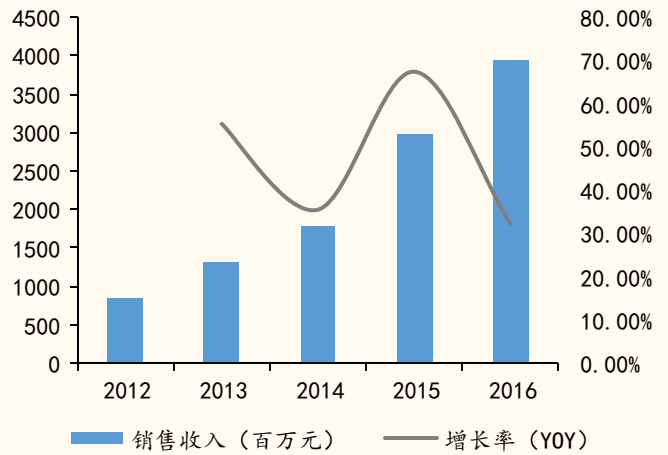
- 零售领域均通过布局线下门店和开拓移动端来提高市场规模，公司零售业务增速较快：2016 年凯撒旅游的零售业务接待游客人次 63.77 万人次/+95%，实现销售额 39.48 亿元/+32%，人均消费额为 6191 元/-32.2%。人均消费额的下降主要是出境游产品结构的转变以及价格的调整。2016 年新开分公司 11 家，分公司数量达到 50 家；新开设体验中心 82 家，体验及服务中心数量达到 282 家。开通了基于手机移动端的微商管理系统和基于订单的分段集体佣金管理系统，实现线上与线下的拓展。众信旅游出境游零售业务收入 18.03 亿元，增速 9.27%，拥有门店 108 家，线上线下宣传力度加大。对比凯撒和众信的零售业务得出以下结论：1) 凯撒的零售端优势较强，主要是由于背靠海航和地接资源，线下门店的不断增加和线上的营销渠道的打造；2) 2016 年受到出境游市场的断崖式放缓，零售端的销售增速放缓明显，但凯撒的增速超过出国游增速，而众信旅游低于行业平均水平。

图表 8：凯撒旅游零售业务接待游客人次及增速情况



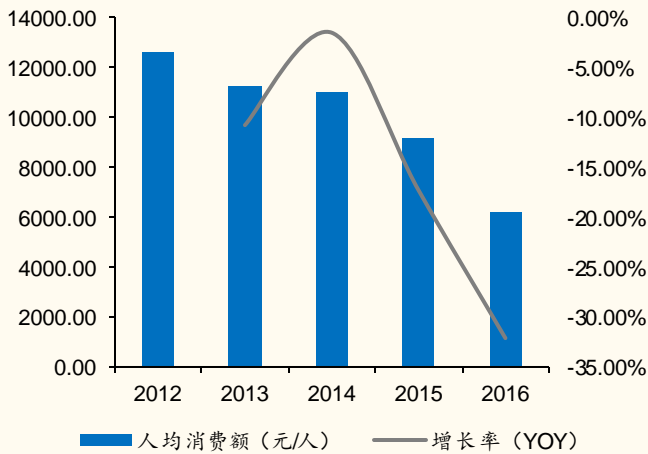
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 9：凯撒旅游零售业务销售金额及增速情况



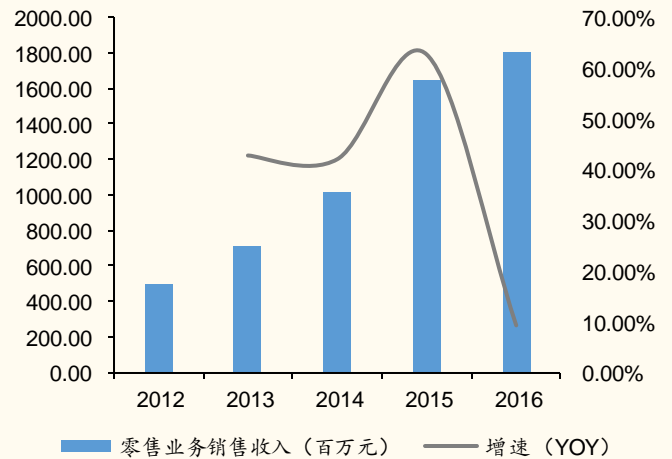
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10: 凯撒旅游零售业务人均消费额及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 众信旅游零售业务销售额及其增速

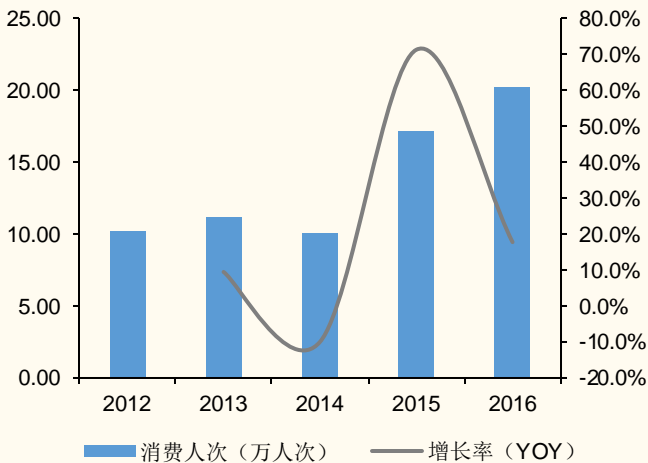


来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.2.3 批发业务情况

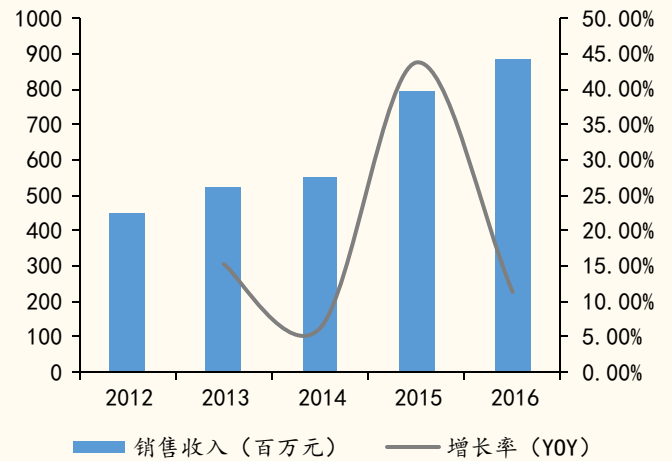
- 批发业务毛利率相对较低, 众信旅游批发业务增速较高, 双方在各自擅长的领域实现了高增长: 由于批发业务需要支付旅游代理商相应费用, 所以毛利率低于零售业务。2016 年凯撒旅游批发业务接待人数 20.17 万人次, 增速为 18%, 销售额为 8.86 亿元, 增速为 11%。众信旅游核心业务为批发业务, 实现营业收入 74.40 亿元, 增速为 27.32%, 毛利率为 8.27%, 提升 1.07pct。在产品布局上提高亚洲产品占比和俄罗斯产品, 增加中高端产品比例。

图表 12: 凯撒旅游批发业务接待人数及其增速



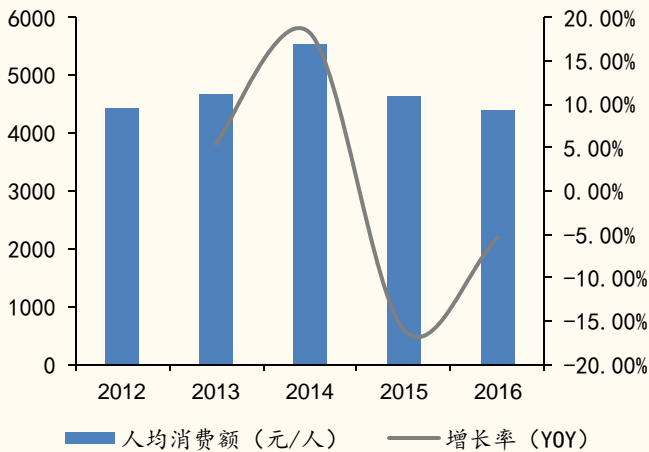
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 13: 凯撒旅游批发业务销售收入及其增速



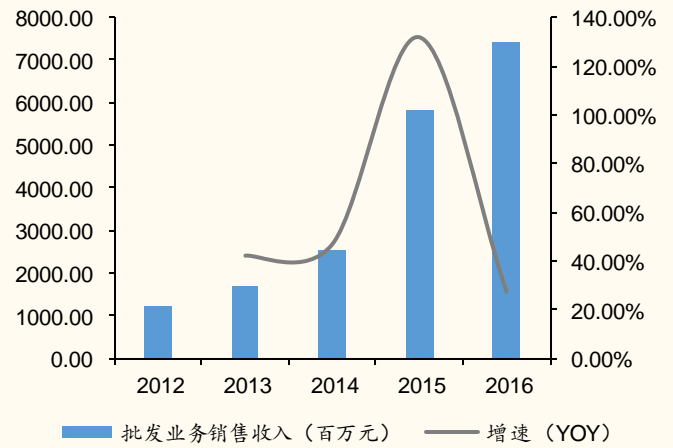
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 14: 凯撒旅游批发业务的人均销售额及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 众信旅游批发业务的销售额及其增速

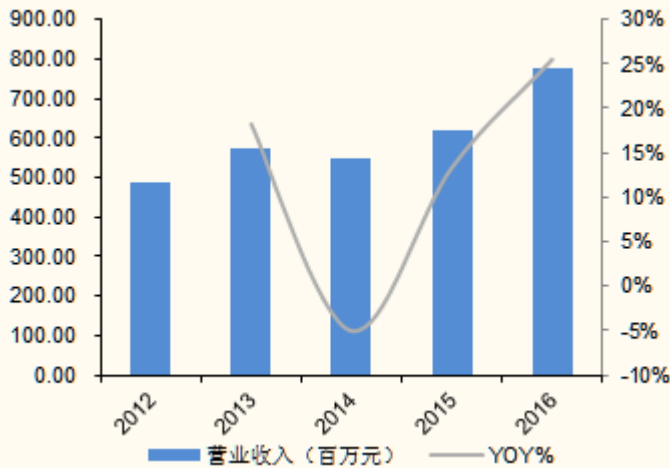


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2.4 配餐业务情况

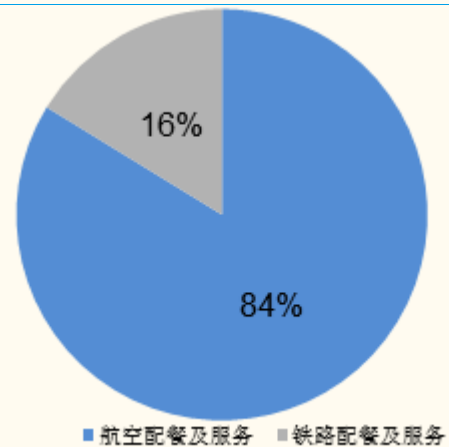
- 食品业务以航空配餐为核心, 航空及铁路行业保持增长:** 公司食品业务实现配餐量 3346.26 万份, 增速 23%, 销售收入为 7.77 亿元, 增速 26%。食品业务主要以航食为核心, 航空配餐占比 84%, 铁路配餐 16%。2016 年航空配餐量 3143.37 万份, 增速 20%, 实现营业收入 6.51 亿元, 增速 22%。铁路配餐量 202.79 万份, 增速 111%, 销售收入为 1.26 亿元, 增速 46%。2016 年, 民航全行业完成旅客运输量 48796 万人次, 比上年增长 11.9%。国内航线完成旅客运输量 43634 万人次, 比上年增长 10.7%, 其中港澳台航线完成 985 万人次, 比上年下降 3.4%; 国际航线完成旅客运输量 5162 万人次, 比上年增长 22.7%。民航事业的成长带动公司航食业务的成长。

图表 16: 2012-2016 年食品业务营业收入及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 公司食品业务以航空配餐为主



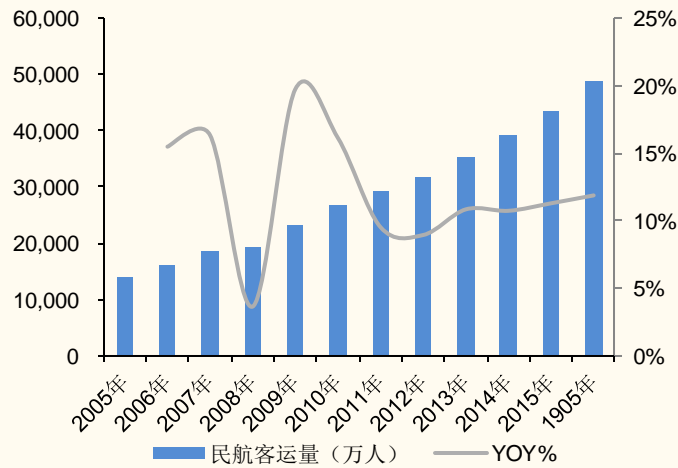
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 2015-2016 年航空及铁路配餐业务的配餐量及营收情况

	2016 年			2015 年			同比	
	配餐量 (万份)	金额(万元)	占比	配餐量 (万份)	金额(万元)	占比	配餐量	金额
航空配餐及服务	3,143.47	65,118.28	84%	2,616.20	53,281.21	86%	20%	22%
铁路配餐及服务	202.79	12,629.97	16%	96.32	8,665.93	14%	111%	46%
合计	3,346.26	77,748.25	100%	2,712.52	61,947.14	100%	23%	26%

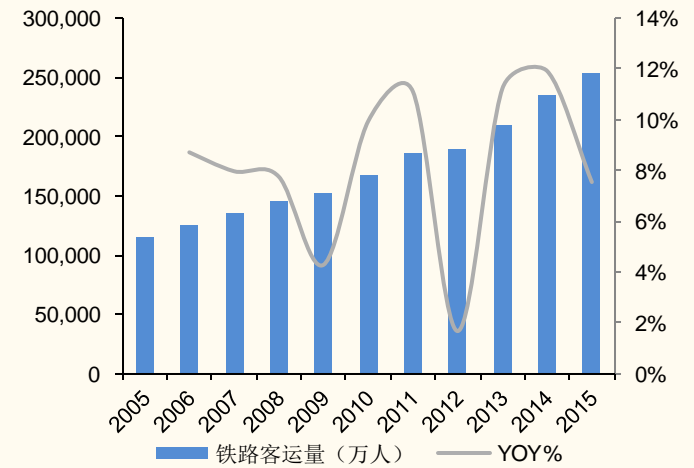
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 2005-2016 年民航客运量及其增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 2005-2015 年铁路客运量及其增速



来源: wind, 国金证券研究所

2.2.5 盈利预测——通过对行业的预判和公司业务结构的认识对各项业务进行业绩拆分和预测

图表 21: 2015-2019E 公司各项业务的拆分情况以及盈利预测

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、旅行社业务					
1、批发业务收入	796	886	1,369	1,834	2,077
YOY%	43.8%	11.3%	54.5%	33.9%	13.3%
毛利率%	7.0%	6.4%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	5.97	12.36	17.80	25.67	31.16
YOY%	20.8%	107.1%	44.0%	44.2%	21.4%
净利率%	0.8%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%
收入占旅游服务比重	18.7%	15.3%	17.1%	17.1%	15.2%
利润占旅游服务比重	3.7%	6.0%	6.4%	6.8%	6.5%
2、零售业务收入	2,987	3,948	5,084	6,807	9,115
YOY%	67.4%	32.2%	28.8%	33.9%	33.9%
毛利率%	16.8%	15.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	147.9	177.1	233.8	326.7	455.7
YOY%	51.2%	19.8%	32.1%	39.7%	39.5%
净利率%	5.0%	4.5%	4.6%	4.8%	5.0%

收入占旅游服务比重	70.1%	68.2%	63.5%	63.4%	66.8%
利润占旅游服务比重	90.4%	86.6%	84.6%	87.0%	95.5%
3、企业会奖收入	476	957	1,550	2,092	2,448
YOY%	54.8%	101.1%	62.0%	35.0%	17.0%
毛利率%	16.0%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	9.7	15.0	24.8	35.6	44.1
YOY%	206.8%	54.9%	65.5%	43.4%	23.9%
净利率%	2.0%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
收入占旅游服务比重	11.2%	16.5%	19.4%	19.5%	17.9%
利润占旅游服务比重	5.9%	7.3%	9.0%	9.5%	9.2%
旅游服务收入	4,259	5,791	8,003	10,733	13,640
YOY%	61.0%	36.0%	38.2%	34.1%	27.1%
毛利率%	14.9%	14.1%	14.7%	14.7%	14.9%
净利润	164	204	276	376	477
YOY%	54.4%	25.0%	35.2%	35.9%	27.1%
净利率%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
旅游服务收入占比	86.3%	87.3%	89.7%	90.8%	91.8%
旅游服务利润占比	72.4%	85.9%	87.6%	87.6%	85.7%

二、配餐业务

1、航空配餐收入	533	651	797	935	1,049
YOY%	18.9%	22.2%	22.4%	17.3%	12.2%
毛利率%	42.2%	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
航空配餐占配餐业务的比重	86.0%	83.8%	86.3%	86.4%	86.1%
2、铁路配餐收入	87	126	150	176	200
YOY%	-11.9%	45.7%	19.0%	17.0%	14.0%
毛利率%	56.8%	72.5%	70.0%	70.0%	70.0%
铁路配餐占配餐业务的比重	14.0%	16.2%	16.3%	16.2%	16.5%
配餐业务收入	619.47	777.50	923.34	1082.65	1217.77
YOY%	13.3%	25.5%	18.8%	17.3%	12.5%
毛利率%	44.3%	44.8%	43.3%	43.3%	43.4%
净利润	65.21	36.18	41.55	49.80	57.24
YOY%	12.5%	-44.5%	14.8%	19.9%	14.9%
净利率%	10.5%	4.7%	4.5%	4.6%	4.7%
旅游服务收入占比	12.6%	11.7%	10.3%	9.2%	8.2%
旅游服务利润占比	28.9%	15.2%	13.2%	11.6%	10.3%
总收入	4,934.5	6,636.0	8,926.2	11,815.5	14,857.8
YOY%		34.5%	34.5%	32.4%	25.7%
【费用端测算】净利润	225.8	237.9	315.0	427.3	554.9
YOY%		5.3%	32.4%	35.7%	29.9%
【各业务测算】净利润	228.73	240.62	318.00	425.45	534.64
YOY%		5.2%	32.2%	33.8%	25.7%

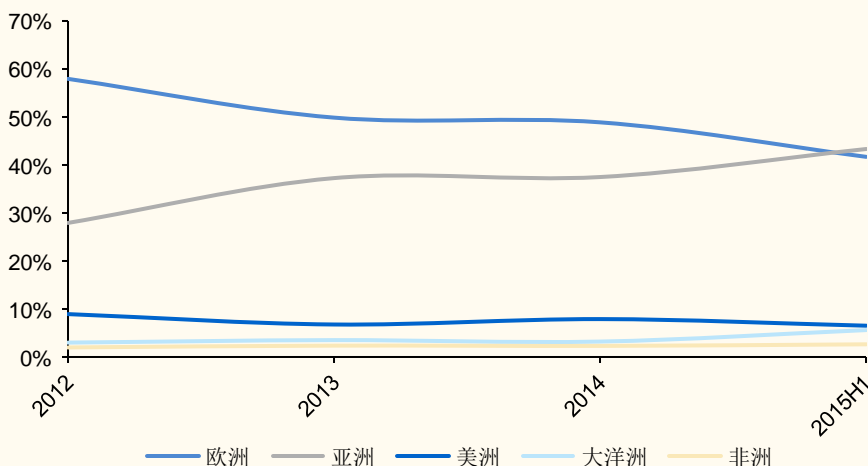
来源：公司年报，国金证券研究所

注：该业务拆分中的净利润数据未包含投资收益（因转让嘉兴永文明体投资合伙企业的股权取得 5868.49 亿元的投资收益）

2.3 40%以上营收为欧洲游市场贡献，未来实行目的地均衡化。

- 公司 40%以上营收来自于欧洲旅游市场，叠加 2016 年低基数、恐袭及指纹签的负面影响弱化以及欧洲市场的大力度推介，欧洲旅游市场将在 2017 年得到反弹式增长，假设未来不发生恐怖袭击等突发事件的前提下，中国赴欧洲游市场将维持高增长。2018 年是中欧旅游年，在国家政策指导和欧洲各国的推介下明年的欧洲旅游市场也将会呈现较为乐观的局面。

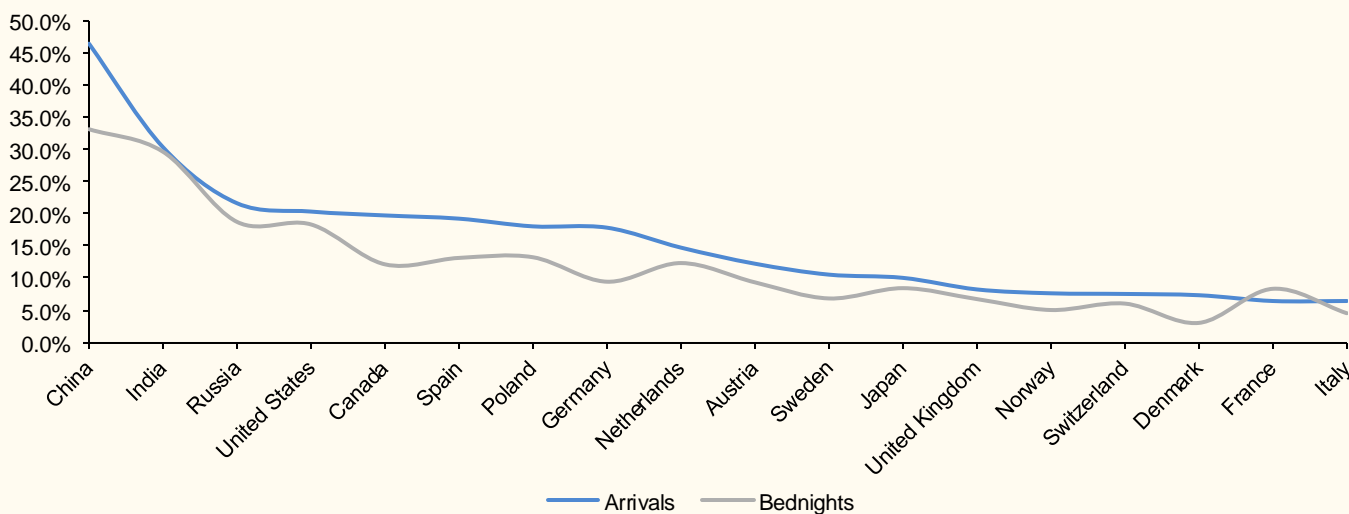
图表 22：2012-2015H1 凯撒旅游的销售额的地区结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据携程旅游、华远国旅交易数据显示，2017 第三季度中国赴欧洲旅游同比实现了 29% 的增长，其中跟团游实现 36% 的高增长。2017 年第三季度中国赴欧洲旅游同比实现了 29% 的增长，其中跟团游为欧洲游主要方式，跟团比例达到 80%；自由行游客规模同比增长 69%。从目的地数据来看 1-9 月中国赴欧洲的游客人次增速为多个客源地市场增速水平最高的，中国游客达到欧洲的人次增速为 46.4%，过夜游客增速为 33.1%。欧洲游升温的主要原因是 1) 赴欧新航线持续开通，运力提升；2) 欧洲国家增设内地签证中心，提升签证便利服务；3) 部分欧洲国家对中国公民签证政策逐步放宽；4) 恐袭事件及指纹签负面影响逐渐减弱；5) 欧洲腹地广阔，长线游旅游目的地存在更迭的情况，小众目的地的吸引力持续加强。

图表 23：1-9 月各国赴欧洲旅游的到达人次及留宿人次增速明显，中国的增长最为突出



来源：TourMIS，国金证券研究所

- 亚洲目的地 2017 年下半年出现复苏迹象，公司直接对接消费者能够直接获益：1) 出境游角度来看，亚洲地区占据出境游总人次的八成（2016 年

约 1 亿人次亚洲游), 人次出现回暖将直接带动出境游增速提升。上半年考察重要境外目的地数据来看亚洲地区 2017H 增速为-4.3%, 从 7 月开始原本的跌幅收窄, 9/10 月出现正向增长。2) 港澳台的人次回暖造成 (7 月/+4.3%, 8 月/-0.7%, 9 月/+7.7%, 10 月澳门/+12.8%)。再聚焦到港澳台层面, 除了香港和澳门地区的比起上半年增幅扩大之外, 台湾的跌幅收窄显著, 从上半年 30%-50% 的跌幅收窄到 7 月/-21%, 8 月/+0.6%, 9 月/+4.6%, 10 月/-2.6% 的情况。3) 从权重占比较高的日本和韩国情况来看, 日本增速显著回升, 韩国有望 2018 年复苏。日本的 8-10 月增速回暖到两位数以上, 分别为+21.2%/29.9%/+31.1%。韩国虽因中韩关系于 10 月开始回暖有望复苏正常旅游贸易往来, 但航班航线和相关旅游产品还未能及时反应在数据上, 7-10 月依然维持在-60%-75% 的跌幅, 韩国有望在 2018 年复苏。4) 东南亚区域泰国人次出现复苏暴增, 8-10 月恢复两位数增速, 10 月增速高达 69.9%。越南继续受到包机产品和小众海岛游兴起维持高景气度。

图表 24：从各个境外旅游目的地相关旅游部门所追踪的中国出境游客人次数据

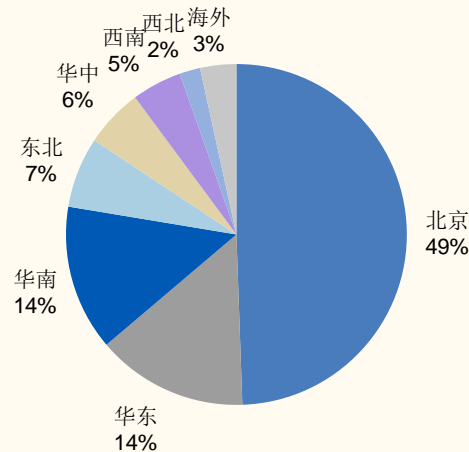
【国金社服-旅游】内地赴各国或地区的出境游月度数据检测											
	月度数据										
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	累计
1、亚洲小计	956.73	784.23	771.34	790.48	770.46	709.16	907.85	918.88	751.55		
YOY	12.4%	-6.1%	2.7%	-3.8%	-2.4%	-5.8%	-1.3%	-1.2%	4.3%		
港澳台小计	660.65	500.62	518.75	550.47	535.45	483.10	633.05	622.28	551.94		
YOY	8.9%	-10.2%	6.6%	0.4%	1.4%	-3.3%	4.3%	-0.7%	7.7%		
香港	435.35	313.87	333.08	352.19	345.00	309.77	407.72	395.60	357.28		3249.86
YOY	7.7%	-6.8%	10.4%	1.9%	3.8%	-3.4%	3.7%	-2.0%	7.2%		2.5%
澳门	199.74	166.52	165.51	176.86	170.26	154.42	201.61	201.68	172.19	205.85	1814.64
YOY	20.4%	-7.5%	11.5%	7.1%	4.4%	1.8%	9.6%	1.9%	9.2%	12.8%	7.0%
台湾	25.57	20.23	20.16	21.42	20.19	18.91	23.73	25.00	22.47	20.97	218.64
YOY	-30.2%	-50.1%	-44.6%	-43.0%	-38.3%	-30.4%	-20.9%	0.6%	4.6%	-2.6%	-29.2%
日本	63.06	50.91	50.90	52.88	51.71	58.73	78.08	81.97	67.83	66.38	622.45
YOY	32.7%	2.0%	2.2%	2.7%	2.0%	0.8%	6.8%	21.2%	29.9%	31.1%	12.9%
韩国	48.93	45.90	26.38	15.88	17.25	18.15	20.71	22.62	22.97	24.45	263.22
YOY	7.1%	8.2%	-47.2%	-73.6%	-71.9%	-73.0%	-74.8%	-69.8%	-62.4%	-58.5%	-56.4%
印度	2.50	2.83	2.56	2.18	1.83	1.69	1.83	1.40	1.69		18.52
YOY	8.0%	8.5%	7.4%	16.1%	7.0%	48.1%	7.1%	-24.3%	-18.2%		4.8%
马尔代夫	3.07	2.43	2.51	2.10	2.32	2.42	3.43	3.37	2.72	2.87	27.23
YOY	32.0%	-29.3%	15.4%	-15.4%	-7.1%	-15.7%	-6.0%	-6.8%	-6.9%	-2.5%	-5.8%
东南亚小计	178.53	181.55	170.24	166.97	161.90	145.08	170.75	187.24	104.40	111.51	1578.16
YOY	21.5%	0.9%	6.1%	5.9%	11.8%	17.0%	12.1%	20.6%	16.8%	55.9%	14.2%
柬埔寨	8.04	9.20	10.06	8.78	8.03	8.89					53.00
YOY	20.4%	13.6%	44.9%	52.3%	59.4%	66.1%					39.9%
马来西亚	19.49	18.27	17.38	18.42	16.97						90.53
YOY	20.0%	0.9%	2.5%	8.2%	8.3%						7.8%
菲律宾	8.60	7.80	7.60	7.50	7.40	6.61	9.08	9.57			64.15
YOY	75.5%	-4.9%	40.7%	38.9%	57.4%	18.0%	10.7%	54.3%			32.0%
新加坡	31.68	26.90	26.47	25.21	23.23	21.80	34.95	35.73			225.96
YOY	38.2%	-3.2%	9.7%	-6.5%	-0.8%	-1.6%	12.3%	13.2%			7.6%
泰国	85.96	79.01	78.94	74.81	76.22	76.25	93.79	98.32	76.08	80.56	819.94
YOY	5.5%	-17.5%	-7.9%	-8.3%	3.2%	6.6%	8.4%	10.3%	15.5%	69.9%	5.3%
越南	24.76	40.37	29.79	32.25	30.05	31.53	32.93	43.62	28.32	30.95	324.57
YOY	67.9%	84.4%	39.1%	54.4%	35.5%	63.1%	24.7%	53.6%	20.5%	28.5%	45.6%
2、欧洲											
丹麦	0.81	0.73	0.68	1.01	1.92	2.69	3.37	3.90			15.11
YOY	32.8%	0.0%	-13.9%	-1.0%	22.1%	-9.2%	-0.9%	-2.9%			0.1%
巴黎	11.36	12.76	11.51	13.69	13.57	15.61					78.50
YOY	59.4%	21.3%	33.3%	39.4%	19.5%	14.0%					28.4%
3、美洲											
美国	33.97	16.14	17.18	18.08	23.18						108.56
YOY	16.6%	-22.9%	-2.2%	-1.6%	-4.4%						-1.5%
加拿大	4.49	3.13	2.89	4.03	5.51	7.96	10.48	10.12	7.92		56.54
YOY	45.7%	-11.6%	22.3%	21.0%	9.5%	9.0%	4.5%	9.0%	3.3%		9.5%
4、大洋洲											
澳大利亚	16.69	14.34	11.11	10.18	8.01	7.64	14.94	11.63	11.79		106.33
YOY	44.8%	-18.1%	8.2%	4.0%	11.3%	15.8%	24.7%	23.2%	19.4%		12.9%
新西兰	5.41	3.37	4.20	3.93	2.76	1.77	2.94	2.92	3.07	3.30	33.67
YOY	32.4%	-36.5%	3.8%	-9.4%	-5.0%	-4.5%	11.9%	11.9%	12.9%	12.4%	0.7%
5、非洲											
南非	1.21	0.90	0.84	0.72	0.65	0.60	0.71	0.83	0.91		7.36
YOY	28.3%	-27.0%	-14.3%	-28.8%	-21.2%	-27.2%	-19.6%	-30.3%	-10.4%		-17.3%

来源：各国及各地旅游局，国金证券研究所

2.4 主要布局一二线城市，进行三、四线城市的渗透

- **市场结构从一二线城市慢慢向三四线城市渗透：**从旅游营收的来源地来看，公司全面布局一二线城市，在北京的优势最为突出，营收占比接近半数。对于出境游产品来说公司拥有的消费者经济水平较高，能够在欧洲游市场中抢占更多的份额。公司基本完成了在一二线城市的布局，这一批高净值人群的出游率及人均消费均相对稳定。公司开始将渠道向三、四线城市进行渗透，通过门店及分公司的布局，2017年上半年西南及华南地区的业务增长较快，收入增速分别达到84%、80%。

图表 25：2017H1 凯撒旅游的营收来源地结构情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 26：公司在西南、华东以及华中地区的收入增速较快

分地区	营收 (亿元)	毛利率%	增速	主营业务
华南地区	4.7	20.55%	84.48%	零售及会奖业务为主
西南地区	1.61	8.30%	79.97%	批发业务为主
华中地区	1.89	30.30%	38.04%	配餐业务为主
北京地区	16.83	18.97%	23.58%	零售及会奖业务为主
东北地区	2.28	8.18%	21.98%	批发业务为主
华东地区	4.89	9.23%	20.96%	批发业务为主
西北地区	0.67	48.72%	13.04%	配餐业务为主
海外	1.17	33.12%	7.98%	零售业务

来源：公司年报，国金证券研究所

注：根据各地区的毛利率情况来区分该地区的业务类型

2.5 非公开发行募资打造多项出境服务

- **募资升级公司现有业务，打造多项出境服务：**非公开发行募集资金不超过72亿元用于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，募集资金投资项目涉及营销网络、出境游安全及服务、邮轮、自由行、海岛及特色旅游城市休闲旅

游等项出境服务及旅游要素。此次非公开发行海航旅游认购金额不低于人民币 200,000 万元，凯撒世嘉投资公司认购金额不低于人民币 70,000 万元。根据再融资新规政策来看，公司总股本为 8.03 亿，能够申请的非公开发行数量不得超过 1.606 亿，按照 12 月 1 日的股价 12.81 元来看，能够融资的最大金额为 20.6 亿元。72 亿元的非公开发行目前来看无法通过审核，本次非公开发行的股票有效期至 2018 年 6 月 5 日，预期非公开发行方案存在修改的可能。

图表 27：公司非公开发行股票募集资金项目情况

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	国内营销总部二期项目	124,816	102,723
2	公民海外即时服务保障系统项目	105,865	84,689
3	凯撒邮轮销售平台项目	349,020	273,117
4	凯撒国际航旅通项目	296,202	259,471
合计		875,903	720,000

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 公司核心竞争力分析：盈利性、上游端、下游端和产品端。

图表 28：出境旅行社的上中下游产业链图

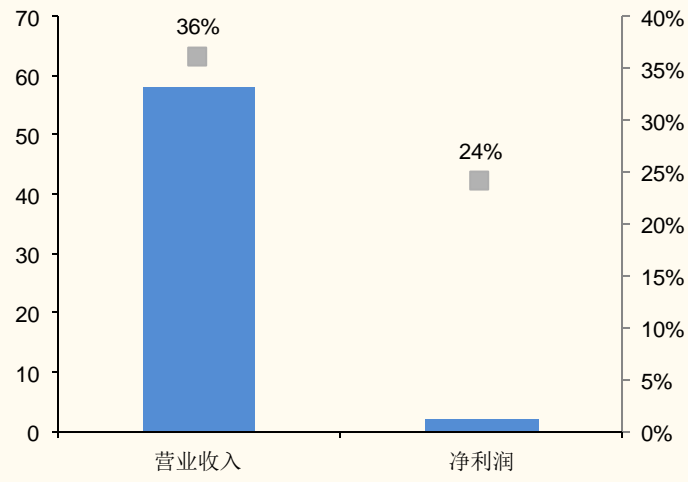


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

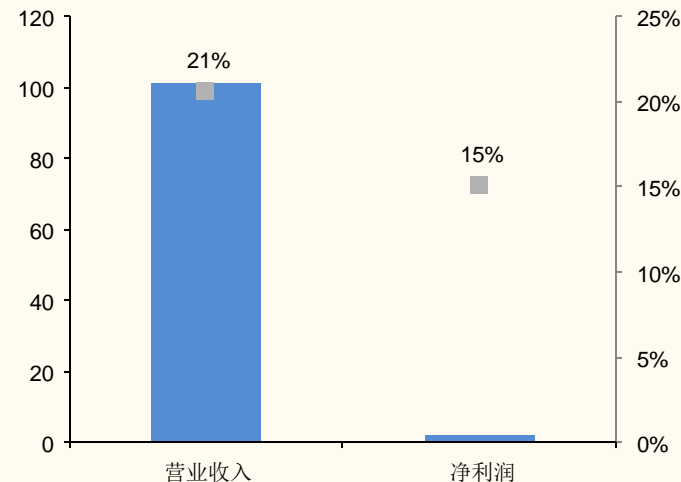
3.1 优势一：盈利性——凯撒 VS 众信对比之下，公司零售业务占比高，毛利率高，盈利性更强。

- 凯撒的旅行社业务收入及利润增速较快，规模小于众信：2016 年凯撒的旅行社业务实现营业收入及净利润分别为 57.91 亿元/2.07 亿元，增速分别为 36%/24%。众信旅游营收及净利润分别为 100.93 亿元/2.15 亿元，增速分别为 20.58%/15.08%。从旅行社的盈利情况来看众信旅游的规模较大，但增速低于凯撒旅游。

图表 29：2016 年凯撒旅游的营收及净利润（亿元）



图表 30：2016 年众信旅游的营收及净利润（亿元）

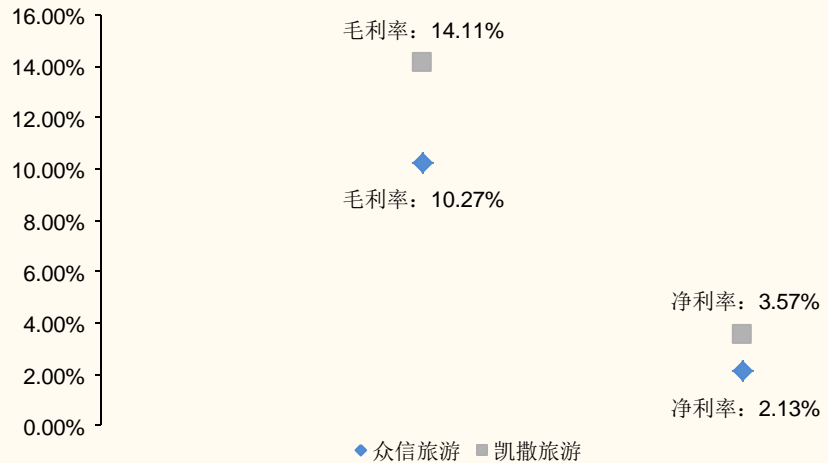


来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

- **毛利率及净利率角度来看凯撒水平较高**：从毛利率角度来看，凯撒旅游毛利率为 14.11%，众信旅游的毛利率为 10.27%。从净利率角度来看，凯撒净利率为 3.57%，众信净利率为 2.13%。净利率的不同主要系两大公司在零售及批发业务上结构不同所造成。

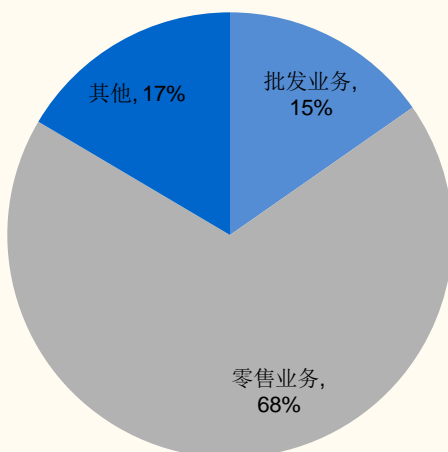
图表 31：众信旅游及凯撒旅游在旅游服务业务的毛利率及净利率情况



来源：公司年报，国金证券研究所

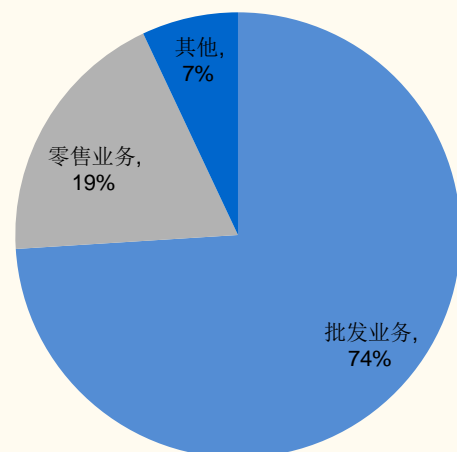
- **批发及零售业务结构不同，众信旅游批发业务占比七成，凯撒旅游零售业务占比七成**：凯撒旅游公民批发业务营业收入为 8.86 亿元，增速为 11.32%，毛利率为 6.36%；公民零售业务营业收入为 39.48 亿元，增速为 32.17%，毛利率为 15.78%；企业会奖业务营业收入为 9.57 亿元，增速为 101.08%，毛利率为 14.41%。从结构上来看凯撒旅游的批发业务占比 15.3%，零售业务占比 68.2%，会奖业务营业收入为 16.5%。众信旅游批发业务为 7.44 亿元，增速为 27.32%，毛利率为 8.27%；零售业务为 1.80 亿元，增速为 9.27%，毛利率为 15.44%。众信旅游批发业务占比为 74%，零售业务占比为 19%。

图表 32：凯撒旅游批发及零售业务结构情况



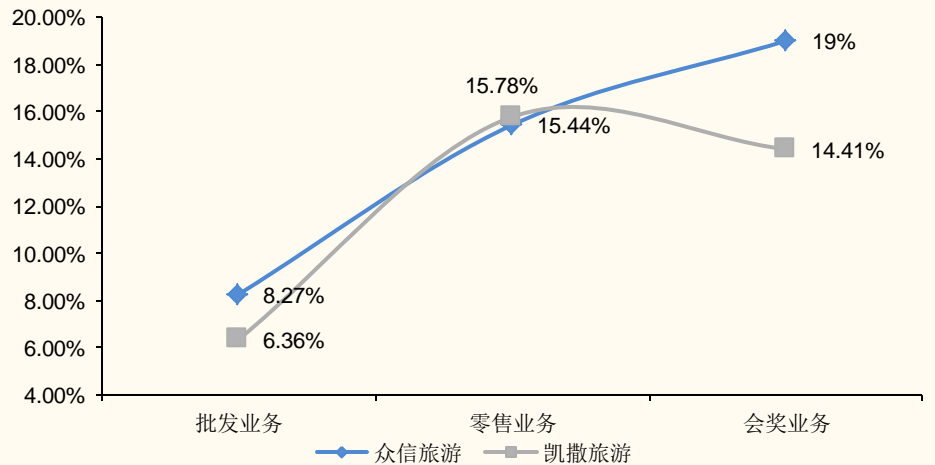
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 33：众信旅游批发及零售业务结构情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 34：2016 年凯撒旅游及众信旅游三大业务的毛利率对比%



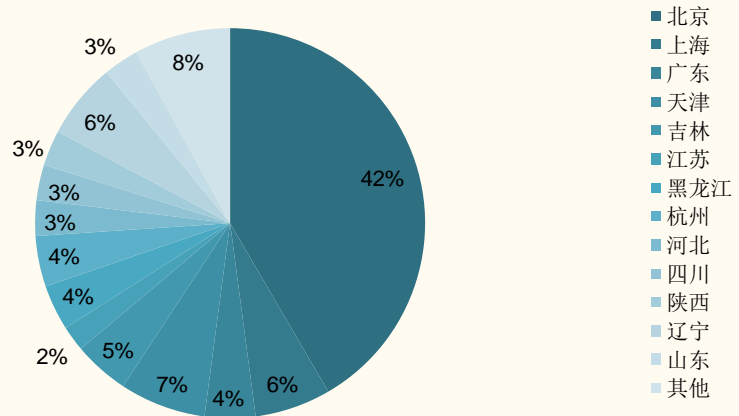
来源：公司年报，国金证券研究所

- **从产业角度来看轻资产的旅行社业务的盈利性的提升目前主要归因于规模效应：**凯撒的零售领域相对于众信旅游较高，批发领域的众信旅游毛利率高于凯撒旅游。旅行社对比与其他产业来看进入门槛相对较低，最初级的竞争就是价格竞争，后期随着品牌效应和服务的重要性提高后，品牌溢价和服务优势将显现。这一逻辑下在初级的竞争态势下公司的增量业绩主要在于市占率的提高，随着消费者的品牌意识和粘性提高后，优质服务的附加值为公司带来规模的增量。

3.2 优势二：下游端——零售端占比高，溢价能力较强，布局零售端发挥长板效应。

- **拓展销售网络，实现长板效应：**2017 年线下营业网点达到 238 家，门店布局主要集中在一二线城市，其中北京比例最高达到 42%。从“一代传统门店+二代旅游体验店+三代升级版体验店+四代凯撒到家店”等多种店型的零售网络，凯撒旅游的长板效应一直在延伸。截止到四季度止，公司基本完成了在全国一、二线城市的布局，将渠道网络向三、四线城市渗透。受益于分公司及门店的结构性布局，公司 2016 年西南和华东地区的业务增长较快，收入增幅分别达到 106.1%和 66.5%。凯撒旅游的战略中心在于获取零售端的客流，从线上到线下的客群辐射带来增量客源。同时线下门店下沉到三四线城市，低开店成本和高的客群基数能够为公司业绩带来新的增量。

图表 35：凯撒旅游的线下营业网点的地区分布

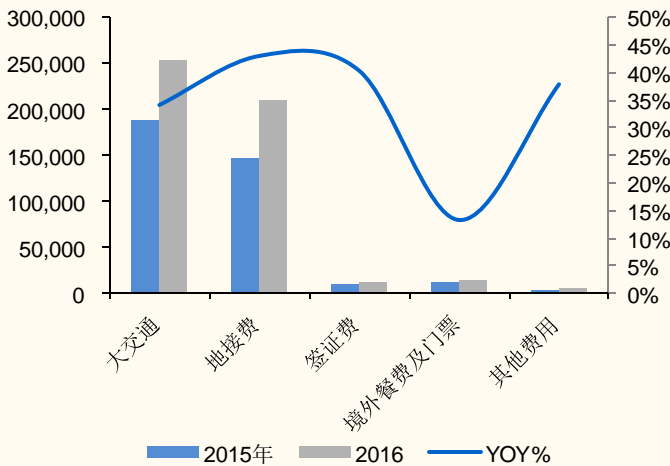


来源：公司官网，国金证券研究所

3.3 优势三——上游端：地接及交通费用占比较高，布局目的地资源有利于降低成本，提升品牌优势。

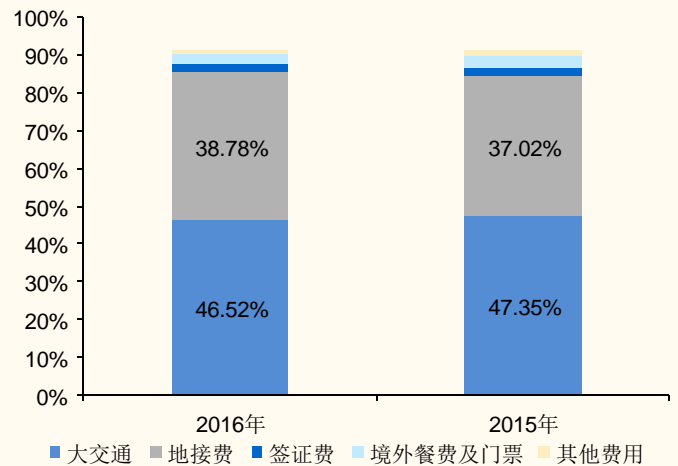
- **旅行社业务费用占比较高的是大交通及地接费用，高达 85%：**旅行社业务的毛利率为 14.11%，营业成本为 5 亿元，其中大交通费用为 2.53 亿元，占比 46.52%；地接费 2.11 亿元，占比 38.78%；签证费 0.13 亿元，占比 2.44%；境外餐费及门票 0.14 亿元，占比 2.61%。出境游旅行社业务中境外目的地的地接费用以及交通费用占大头。增速来看大交通、地接费以及签证费水平较高，大交通成本增速为 34%，地接费增速为 42.99%，签证费增速 40%。

图表 36：2016 年旅行社业务营业成本结构（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：大交通以及地接费占营业成本比例较高

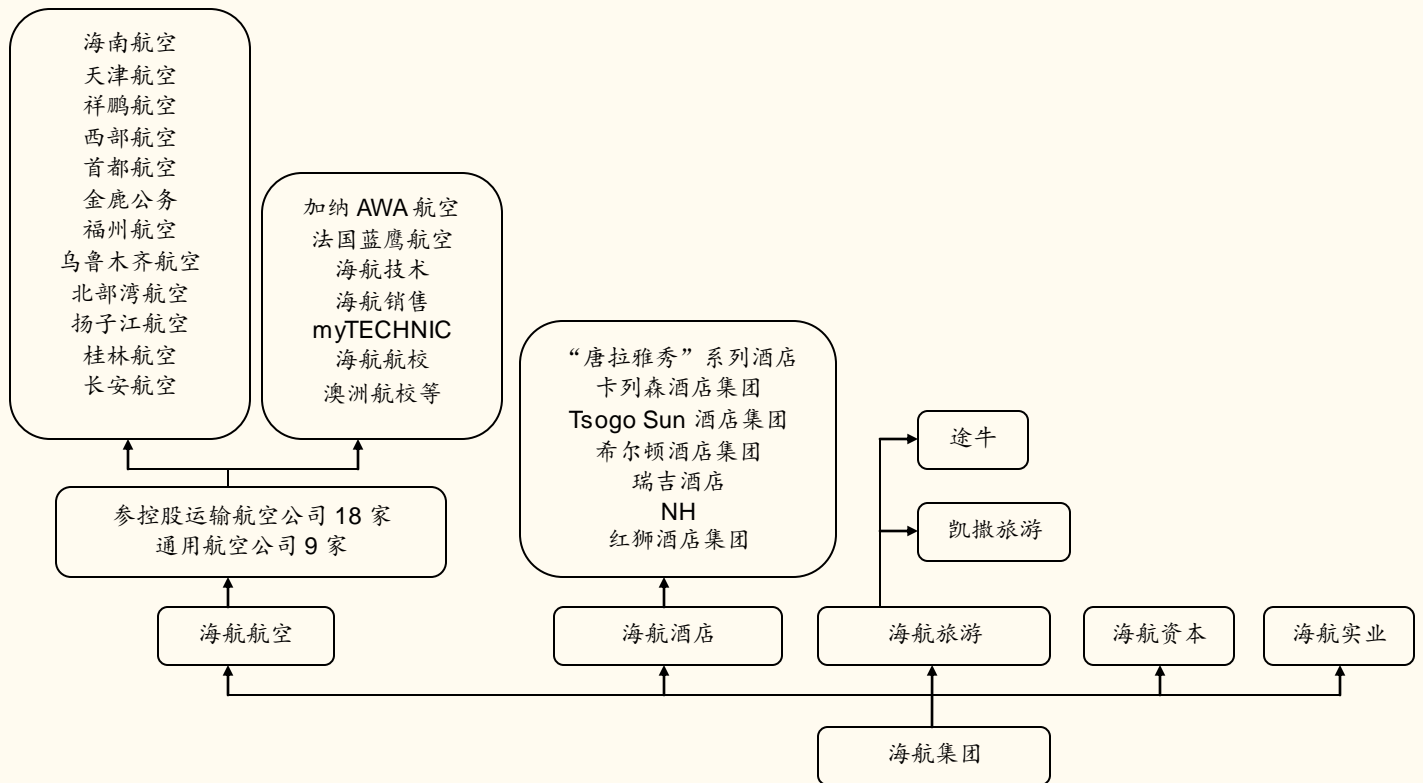


来源：公司公告，国金证券研究所

- **背靠海航集团，目的地及航空资源丰富，拥有较强的议价能力和品牌优势：**公司依托海航集团的航空和酒店资源，资源采购上的优势保证了产品的竞争力。公司与瑞士、荷兰、瑞典、日本、以色列等国旅游局达成多项战略合作，共同研发包括购物、美食、健康、户外体育等主题在内的深度旅游产品；与国航、汉莎、法航、美国航空等合作伙伴保持常年系列团合作的同时，还与首都航空、香港航空、新加坡航空、大溪地航空等公司开展了包机合作，陆续开展了 8 个始发城市，7 个目的地国家的旅游包机航线，航旅结合逐渐往纵深发展。同时加大了境外旅游资源的直采力度，年内与

近 7000 家旅游资源方建立了直采业务关系，并积极与多家航空公司、酒店集团、租车公司、欧铁中央数据库、景区景点门票预订平台等开通了系统对接直连，目前已具备为自由行用户提供高效，便捷的一站式服务的能力。从旅行社的发展路径来看目前 C 端的资源获取和上游资源端的把控是比较重要的方面，凯撒旅游的优势在于上游资源端能够借力海航旅游，产品的灵活性相对较高。同时上游资源相对重资产，对于财务压力相对较大，以海航为背景进行重资产的布局能够优化公司的资本结构。

图表 38：海航集团航空及旅游目的地资源丰富

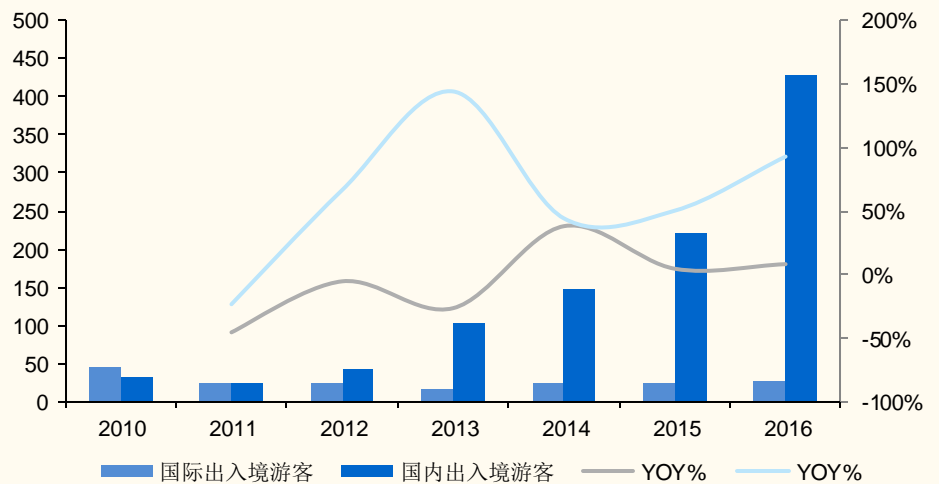


来源：网路公开信息，国金证券研究所

3.4 优势四：产品端——个性化旅游产品满足消费者需求

- **拓展邮轮产品，不断提高邮轮市场份额：**我国邮轮旅游规模迅速增长，年增长速度平均达 30% 以上。预计到 2020 年，我国邮轮旅游将达 500 万人次，2030 年将达 850 万-1000 万人次。公司提前布局邮轮产品，将受益于邮轮市场的高增长。公司产品已经全面覆盖了母港邮轮、长线邮轮、极地邮轮和环球邮轮四大类产品。其中，母港邮轮占据整个中国市场份额的 12.2%，极地邮轮市场占有率达到 28.6%。作为 MSC 邮轮全球顶级战略合作伙伴，公司在 5 月 1 日在上海宝山港成功启动抒情号在中国母港的运营，正式将抒情号带入中国。11 月 15 日，公司与星梦邮轮签订了战略合作协议，丰富了以香港为母港的华南地区的邮轮产品。公司同时与皇家加勒比、公主邮轮、歌诗达邮轮公司等全世界最著名的邮轮品牌展开了密切的合作，推出了涉及地中海、阿拉斯加、加勒比海、中东及东南亚地区近百个飞机+邮轮的产品；11 月 30 日，公司与歌诗达邮轮公司合作的首个中国母港始发环球邮轮项目从天津港起航。

图表 39: 2010-2016 年我国邮轮接待游客情况 (万人次)



来源:《2016-2017 中国邮轮发展报告》, 国金证券研究所

- 进军体育户外产业:** 体育旅游及户外旅游是公司发力的重要市场, 2016 年 3 月公司发布公告称拟出资 6 亿元投资海航资本旗下的嘉兴永文明体投资合伙企业, 该基金计划以 12 亿元参与乐视体育 B 轮融资, 投资完成后, 嘉兴基金将持有乐视体育 5.71% 的股份。2017 年 4 月公司转让持有嘉兴永文明体投资合伙企业 5 亿份额, 取得投资收益 5,868.49 万元。凯撒户外涉及徒步、骑行、马拉松等几大专业领域, 国际户外目的地新增美国西海岸黄石大峡谷、冰岛火山、英格兰乡村海岸等, 同时还增加了阿尔山, 徽州古城, 新疆喀纳斯等国内户外旅游目的地。2016 年, 公司作为里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商顶级合作伙伴。中国体育旅游产业每年增长 30% 到 40%, 体育旅游市场正成为中国旅游休闲领域的亮点, 凯撒凭借海航资源以及流量打造户外体育平台。

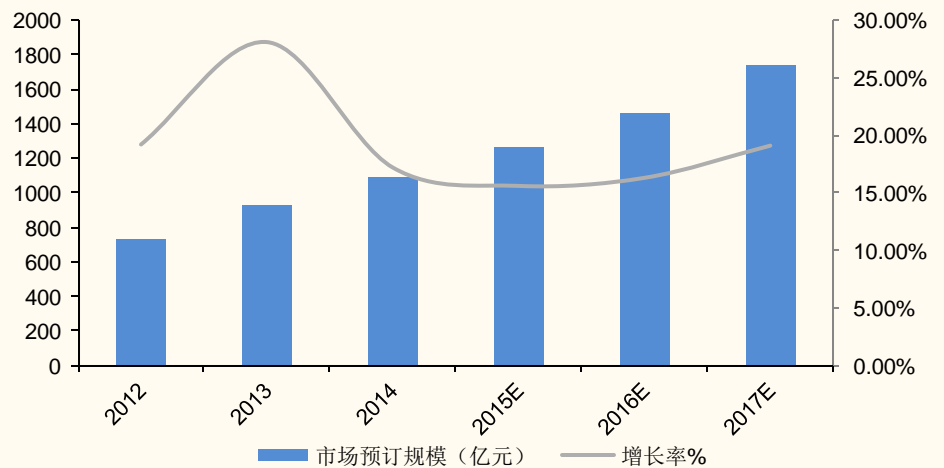
图表 40: 2015-2020 年中国体育产业规模及其预测趋势图

单位: 亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
旅游产业产值	15,700	22,500	25,900	29,500	37,300	41,300	46,900	53,444	61,776	71,407	82,200
YOY%	21.70%	20.10%	15.20%	14.00%	26.44%	10.72%	13.56%	15.59%	15.59%	15.59%	15.59%
体育旅游占旅游产业产值比	4.60%	4.70%	4.80%	4.90%	5.00%	6.43%	7.63%	8.97%	10.48%	12.15%	13.50%
体育旅游产值估算	722.2	1057.5	1243.2	1445.5	1865.0	2655.6	3578.5	4793.9	6474.1	8676.0	11100.0
YOY%	-	46.43%	17.56%	16.27%	29.02%	42.39%	34.75%	33.97%	35.05%	34.01%	33.97%
旅游产业产值 CAGR(2010-2016): 20%											
体育旅游产业产值 CAGR(2010-2016): 31%											

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 布局商旅领域, 板块业务增长快速:** 2016 年会奖公司成功承接了世界互联网医疗大会、沃尔沃全国节油大赛、用友互联网大会、B20 峰会等大型项目, 得到了广泛好评; 会奖收入全年达到 9.6 亿元, 同比增幅达到 101.1%。据全球商务旅行协会发布的相关数据, 从 2005 年开始, 我国的商务会奖业进入到了高速发展的时代, 平均每年按照 20% 以上的速度增长。差旅业务作为年内新设立的业务板块, 已经完成了系统测试并积极参与市场招标, 预计 2018 年将会有良好表现。

图表 41：2012-2017 年中国商旅管理市场交易规模及预测



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- **对外投资布局全产业链，增资易生金服，领投航班管家，收购天天商旅：**

1) 公司出资 5.5 亿元增资易生金服控股集团有限公司。在境内外旅游支付、旅游金融、旅游增值服务三大旅游金融服务领域将开展密切合作，全面深度发展“旅游+金融”的跨界合作模式。2) 凯撒旅游与凯撒世嘉、民航股权投资基金等对移动出行 App “航班管家”进行增资，进军移动端在线预订领域，占据大的交通流量入口，掌握移动端用户资源。3) 收购浙江天天商旅，通过双方在渠道和旅游资源方面的优势进一步提升短线线路的产品研发能力和游客接待能力，并促进凯撒旅游提升华东市场的占有率和品牌影响力。同时上海作为重要的邮轮母港，天天商旅将利用其收容能力为凯撒邮轮的市场战略布局提供有力支持。

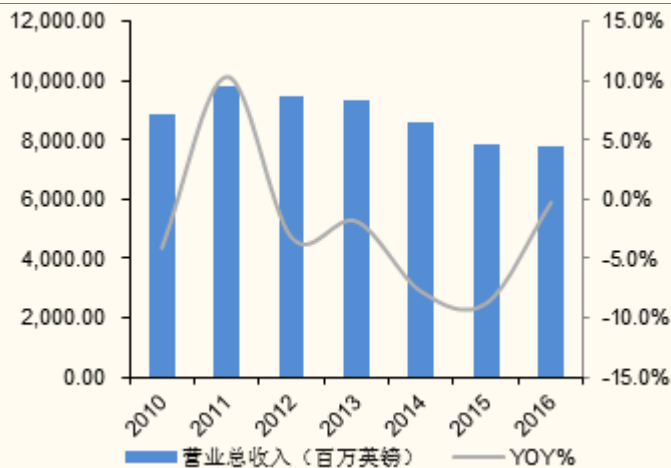
4. 对标国际，上下游资源整合为主要模式，从轻资产到重资产过渡提高行业门槛

- 相比于国内方兴未艾的出境游市场，海外旅行社出境游行业经历了 160 多年的发展，市场结构趋于稳定，商业模式基本成熟。尤其是欧美旅行社行业，自 2000 年以来全面进入低速增长通道，具有绝对龙头地位的旅行社企业相继分化出来。以世界旅行社龙头 TUI 和英国老牌旅游企业 Thomas Cook 为案例，从上游要素、中端渠道、下游平台和客户体验四个维度研究龙头出境游企业的经营模式经验。

4.1 Thomas Cook——经营模式相对成熟，业绩增长缓慢

- 老牌旅行社，业务增速相对缓慢：Thomas Cook 旅行社成立于 1845 年，是现代旅游业的行业鼻祖。业务包括旅行社、航空及其他业务，目前在全球范围内有 16 个主要的客源市场，其中大部分集中在欧洲大陆、英国及北欧地区。拥有 190 家酒店、94 架飞机以及 21940 名雇员，接待游客 1900 万人次。2016 年（截止 9 月底）实现营业收入 78.12 亿英镑/-2.8%，其中旅行社业务实现收入 62.78 亿英镑/-1.38%，毛利率为 16.9%；航空业务收入 28.25 亿英镑/+0.68%，毛利率为 27.2%。以旅行社业务为主，收入出现下滑，航空业务贡献业绩相对较慢，成熟的旅行社经营模式，收入较为平稳。

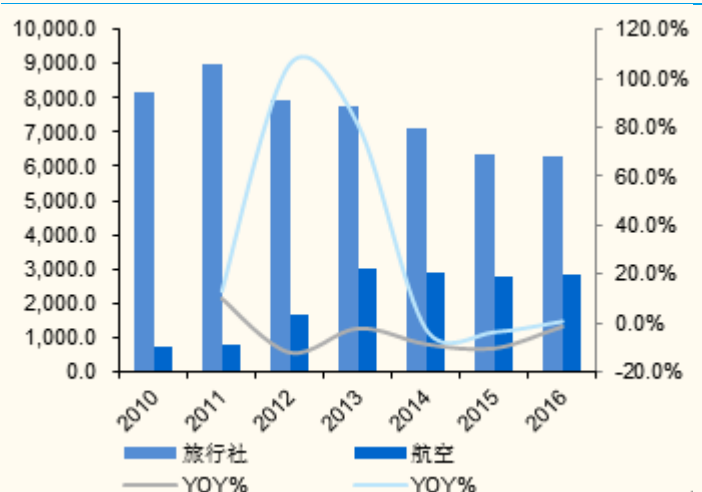
图表 42：2010-2016 年 Tomas Cook 的营业收入情况



来源：公司年报，国金证券研究所

注：公司的财年为 9 月截止

图表 43：10-16 年旅行社及航空收入情况 (百万英镑)

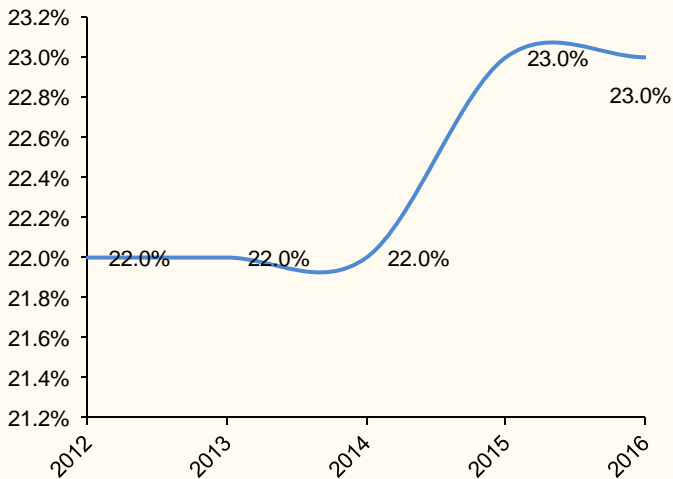


来源：公司年报，国金证券研究所

注：公司的财年为 9 月截止

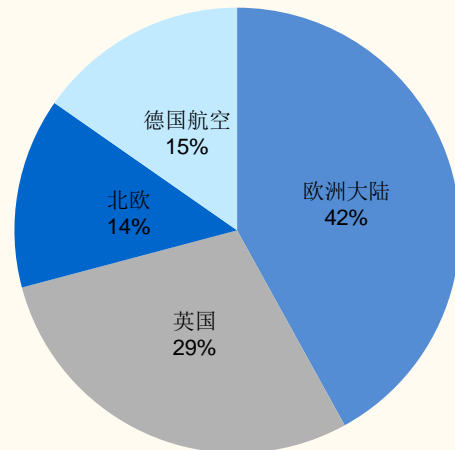
- 毛利率水平相对稳定，分地区来看欧洲市场为主要收入来源：公司布局 16 个城市，其中欧洲市场为主要的收入来源，按照地区来分，欧洲大陆地区 2016 年实现营业收入 34.36 亿英镑/+0.4%，英国市场增速较快，实现营收 23.65 亿英镑/+3.9%；德国航空实现营业收入 12.53 亿英镑/+0.3%；北欧地区下滑明显，2016 年实现营收 11.32 亿英镑/-6.6%。毛利率角度来看公司整体毛利率为 23.4%，其中北欧地区的毛利率最高为 30.4%，英国及德国航空的毛利率分别为 29.1%、25.1%，欧洲大陆的毛利率仅为 14%。从 Thomas Cook 的毛利率来看由于会计准则的不同，毛利率与国内之间存在差异。

图表 44: 2012-2016 年公司的毛利率情况%



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 45: 按照地区划分公司的业务结构图



来源: 公司年报, 国金证券研究所

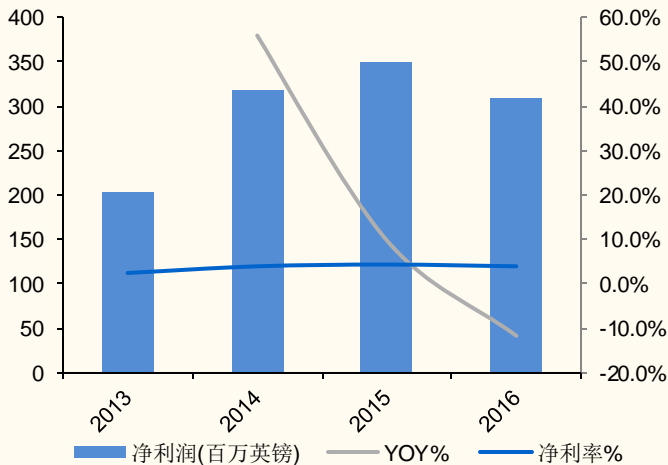
图表 46: 2016 年年度 (截止 9 月底) Thomas Cook 分地区业务一览表

业务区	零售店	客户 (千人)	飞机	营收 (百万英镑)	增速%	毛利率%	EBIT (百万英镑)	EBIT 收益率
英国	790	5809	33	2365	3.9%	29.1%	152	6.40%
欧洲大陆	2163	6627	5	3436	0.4%	14.0%	72	2.10%
北欧	4	1614	11	1132	-6.6%	30.4%	124	11%
德国航空		7269	45	1253	0.3%	25.1%	-10	-0.80%
总体		19000		7812	-2.8%	23.4%	308	3.9%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

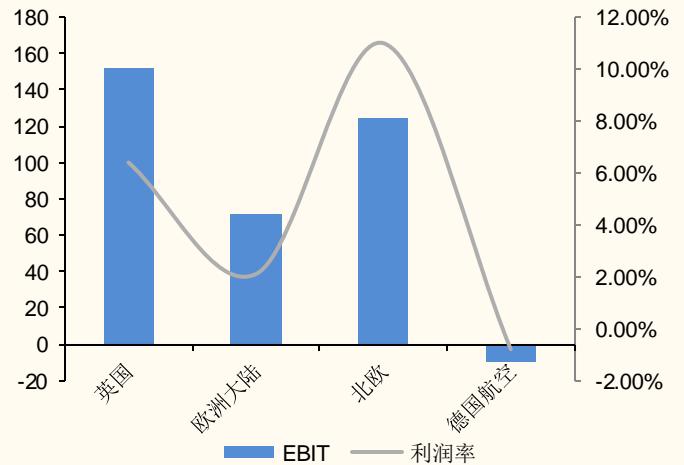
- 旅行社和航空业务净利率相对较低, 北欧地区盈利状况最佳: 公司 2016 年 EBIT 为 3.08 亿英镑/-12%, 净利率为 3.9%/-0.4pct。其中按照业务分类来看旅行社业务净利润为 2.55 亿英镑/+26%, 净利率为 4.1%/+0.9pct, 毛利率和净利率的提升实现收入下滑的情况下净利润增速较高, 主要受益于公司差异化的运营和目的地的改变; 航空业务净利润为 0.83 亿英镑/-41%, 净利率为 2.9%/-2.1pct, 航空业务收入提升, 但净利润下滑较为明显, 主要是由于净利率水平相对较低。从地区上来看英国地区净利润 1.52 亿英镑/+28%, 净利率 6.4%/+1.5pct; 欧洲大陆地区净利润 0.72 亿英镑/+1.4%, 净利率 2.1%; 北欧地区净利润为 1.24 亿英镑/+29%, 净利率 11%/+1.9pct; 德国航空净利润为-0.1 亿英镑, 净利率-0.8%, 德国航空市场净利率为负的原因在于受到德国市场影响需求较为疲软。

图表 47: 2013-2016 年净利润及净利率情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

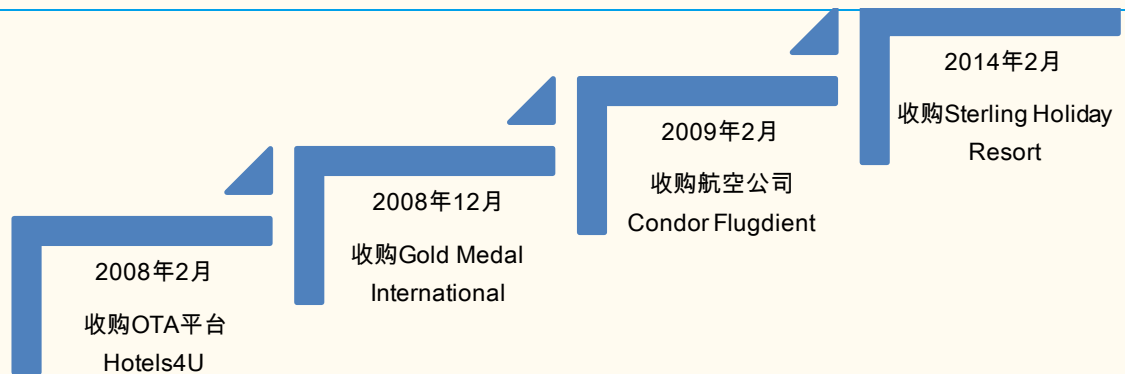
图表 48: 按照地区划分公司各项业务的利润结构图



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 全产业链布局旅游服务, 收购上下游公司提高资源壁垒:** 2008 年开始, 公司相继并购了部分以 Condor Flugdienst 为代表的航空公司和大量以 Sterling Holiday Resort 为代表的度假酒店及主题公园运营公司, 充分整合了旅行社业务的上游资源, 提高了议价能力。公司目前拥有 94 架自有飞机及 190 家自营度假式酒店, 打造了四大概念酒店品牌 (Smartline Hotels、Sunwing Family Resorts、SunConnect Resorts、SENTID Family Hotels), 保证了旅游产品与服务的质量。中下游的渠道与平台建设上, 公司收购了 Hotels4U 为代表的在线旅游平台, 积极搭建线上线下全渠道销售系统, 消费者可以通过线上网络、零售商店和呼叫中心获得旅游产品与服务。通过更多的特许零售店和优化后的网络分销渠道提升直销比例。

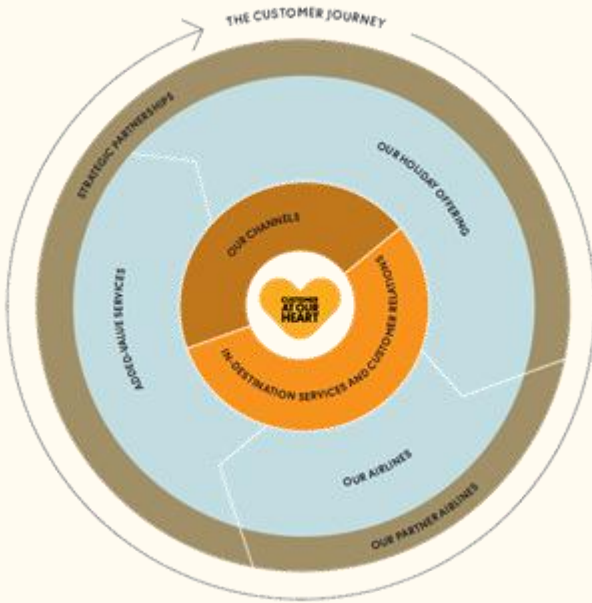
图表 49: Thomas Cook 2008 年以后收购情况汇总



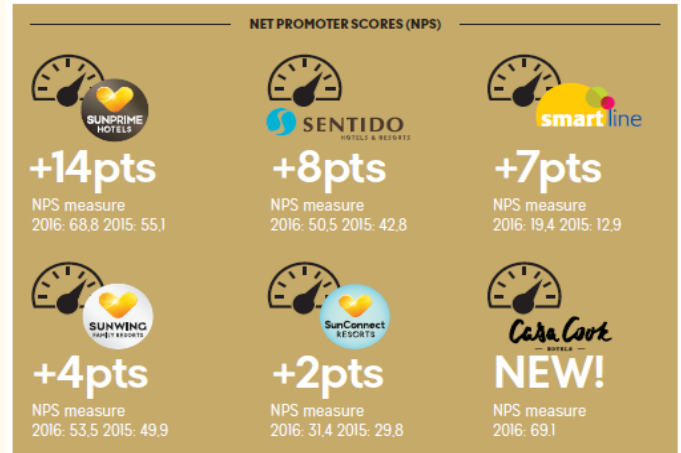
来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 提升服务质量与客户体验成为公司盈利增长战略的核心:** 公司在 2013 年提出了新的经营策略, 以为客户提供灵活的休闲旅游展品为导向, 以提升客户忠诚度为目标, 进行转型变革, 重点关注提供高质量度假产品、个性化增值服务及推进战略合作三方面。1) 采用动态打包的销售方让客户可以通过公司预定完整或是独立的产品组合, 实现产品服务的定制化。2) 提供 24 小时高质量的酒店服务的承诺, 使得自营品牌酒店在夏季的销售量同比增长 10%左右, 2016 年报告期内酒店的净推荐值 (NPS, 顾客忠诚度分析指标) 提升了 8 个 pct。3) 丰富在线网站内容, 为客户提供更多的旅行灵感激发, 让客户更有效的参与到公司提供的服务中心。4) Thomas Cook 联手复星集团, 通过阿里飞猪和春秋航空两大分销渠道积极开拓中国市场, 推广相关出入境游产品。

图表 50: Thomas Cook 商业盈利增长战略模式



图表 51: Thomas Cook 旗下各品牌酒店 NPS 提升情况



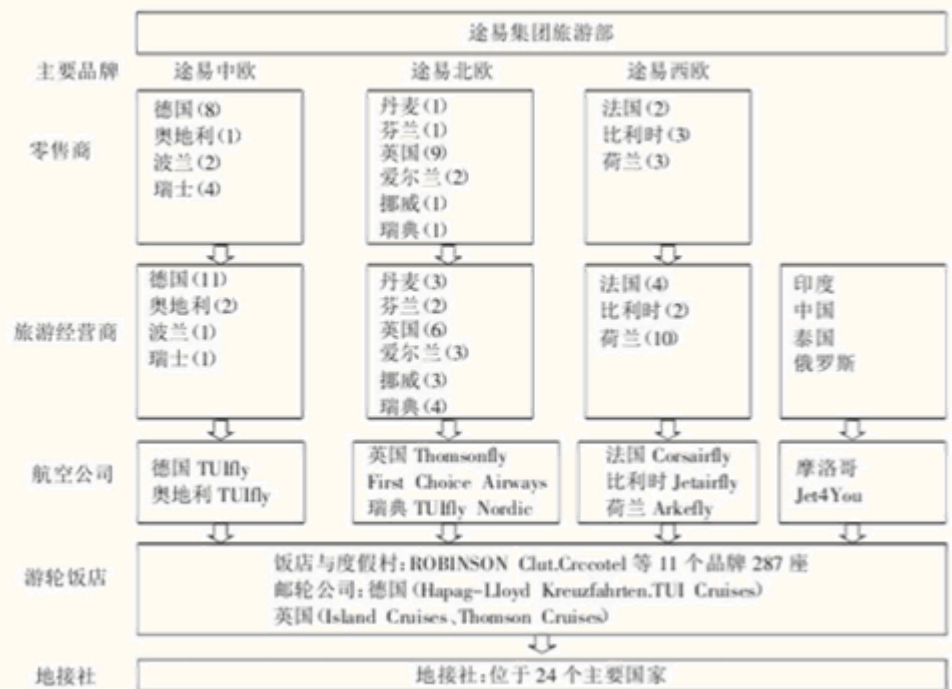
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

4.2 TUI——兼并收购为主, 重资产布局全产业链

- **涵盖旅行社、航空、酒店、邮轮、旅游分销等旅游各要素的全定位, 提供消费者一站式服务:** 建于 1968 年, 前身为国际旅游联盟, 总部设在德国汉诺威市, TUI 在九十年代已经成为德国市场份额最大的旅游集团。凭借雄厚的资金资源, 经过 20 多年一系列的兼并重组, 逐步开拓欧洲及国际客源市场。2015 年已经占据整个欧洲超过 33% 的市场, 是现今全球最大的线下旅游集团。目前, TUI 旗下拥有 6 家航空公司共计 150 架飞机、数十家旅游运营商、300 家店、16 艘邮轮、1600 家旅行社门店, 在全球 180 多个目的地运营业务。

图表 52: 途易集团纵向一体化战略示意图



来源: 《德国途易集团案例研究》、国金证券研究所

- **兼并重组构成龙头崛起主旋律，纵向一体化重资产布局上游业务：**纵向一体化战略是 TUI 最具有竞争优势的经营模式，公司自 2014 年 12 月垂直整合战略启动，业务线主要分为：途易全球度假品牌、航空、IT&客户数据中心、目的地服务、酒店和度假村、邮轮六个方面，其中度假村和邮轮是核心。公司在酒店、航空、游轮三大领域重资产布局上游资源：1) **酒店方面：**TUI 对酒店及度假村的投资由 Riu、Robinson、TUI Blue 和 TUI Magic Life 四个核心酒店品牌及 Sensatori、Sensimar 和 Family Life 三个酒店概念品牌组成。绝大多数投资在全年客流稳定的地中海和加勒比海旅游区域，大约 40%来自客源市场的游客都前往以上常年旅游目的地度假，投资回报率较高；2) **航空方面：**公司直接控制航空公司为主要客源地旅客提供包机业务，可以灵活地改变航班航线以适应各旅游目的地的淡旺季客流变化，并和合作商签订飞机租赁协定，提高重资产利用率；3) **游轮方面：**主要由 Thomson Cruises、TUI Cruises 和 Hapag-Lloyd 三部分组成，主攻邮轮渗透率较低的德语区，从增加船只数量、提高载客能力以及增加航线三个方面扩大市场占有率。

图 53: TUI 酒店业务的经营情况一览表

酒店品牌	三星	四星	五星	酒店总数	床位	主要布局
RIU	4	48	42	97	86,184	西班牙、墨西哥、加勒比地区、佛得角、葡萄牙、摩洛哥
ROBINSON		20	4	24	15,342	西班牙、希腊、土耳其、瑞士、奥地利
其他	20	114	51	185	111,911	西班牙、希腊、土耳其、埃及
总计	24	182	97	303	213,503	

来源：公司年报，国金证券研究所

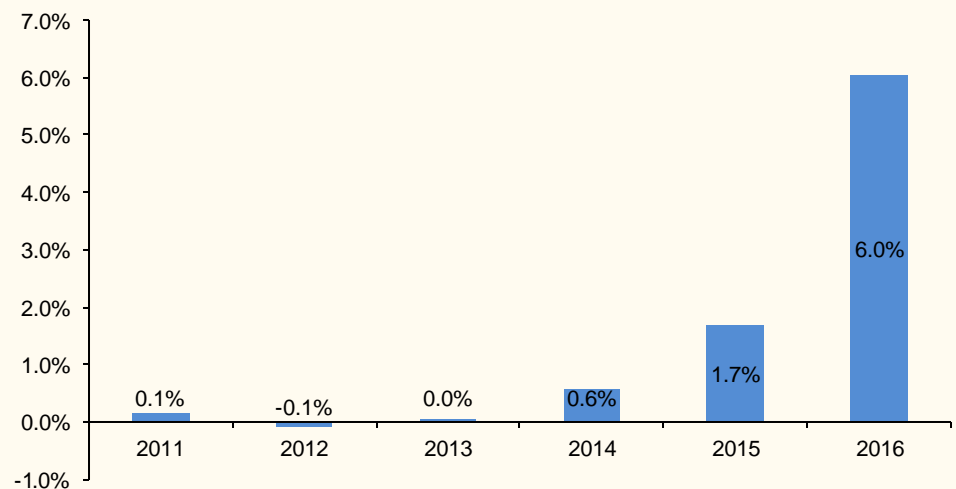
图 54: TUI 重要并购重组组合资事件一览表

领域	重要扩张事件
航空	2001 年与波兰白鹰航空达成战略同盟，并收购其 29.3%股份
	2002 年收购意大利 Neos 航空公司；成立德国 Hapag-Lloyd Express
	2004,2005 年成立途易荷兰，途易比利时航空
酒店	1970 年于西班牙建立 Robinson 酒店
	1972 年于西班牙收购了 Iberotel 酒店
航运	1993 年以合作方式入股 RIU 酒店集团
	1998 年收购赫伯罗特并于 2004 年分拆其货柜运输及邮轮业务
	2007 年与皇家加勒比邮轮公司合作成立途易邮轮
	1998 年收购 Thomas Cook 24.9%的股份，但在 2001 年又将其卖出
	1999 年收购德国最大旅游零售网络 First Reiseburo
	2000 年收购英国最大的旅行社公司 Thomson Travel，正式进入英国市场
	2001 年收购 GTT，旗下 Gulet Touropa 是奥地利最大的旅游运营商
旅行社	2001 年收购意大利市场最大的实施纵向一体化的旅游公司 Alpitour，进入南欧市场
	2000 年开始与法国 Nouvelles FrontieresI 合作，2002 完成 100%收购，进入法国市场
	2004 年与俄罗斯旅游经营商 Mostravel 合作成立合资公司，进入俄罗斯市场
	2005 年与印度入境旅游经营商合作成立合资公司，进入印度市场
OTA	2007 年收购英国 FirstChoice，合并新设的途易旅游公司是英国最大的旅游公司
	2006 年收购 Laterooms.com，酒店预订网站，覆盖了英国和欧洲 65000 家酒店的信息
	2007 年收购 Asirooms.com，网站专门从事亚洲酒店业务，有亚洲数千家酒店信息
	2012 年收购 Malapronta.com，巴西第四大 OTA，专门经营酒店业务
	2013 收购 Isango，目的地旅游和活动提供商，为消费者通过 60 多个国家的旅游、观光、目的地景点和其它活动的产品和服务。

来源：公司年报，国金证券研究所

- **公司营业增速逐渐放缓，垂直化整合后利润率逐步提升：**从 2016 财年的财报数据来看，营业收入 171.85 亿欧元，同比下降 1.9%；EBITA 为 10.01 亿欧元，其中酒店及度假村为主要的业绩来源，实现 EBITA 2.87 亿欧元/+22.5%，邮轮项目 EBITA 为 1.3 亿欧元/+61%，总体来说旅游业务的 EBITA 为 10.57 亿欧元/+2.2%。公司净利润在收入下滑的情况下实现高速增长，2016 年财年的净利润为 10.37 亿欧元/+204.8%，净利率由 2015 年的 2% 提升到 6%，净利率的提升得益于公司的垂直化整合战略的启动，以酒店、度假村和邮轮为核心展开业务，剥离三大非核心旅游业务。公司从 2014 年开始剥离三大非核心旅游业务，前后出售了并未亏损的酒店批发商 Hotelbeds Group、专项旅游业务 Travelopia 及 Hapag-Lloyd 航运公司的集装箱业务，将全部收入用于从旅游运营商向以酒店度假村及邮轮业务为主的综合性旅游集团的转型。

图表 55：2011-2016 财年公司的利润率情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 56：2014 年起公司逐步剥离三大非核心旅游业务

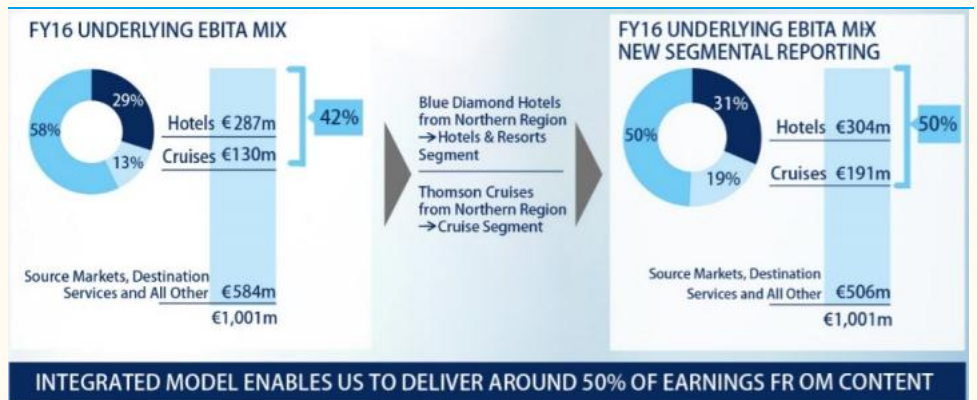
时间	业务	交易对象	交易对价	经营情况
2016 年 4 月	全球酒店批发商 Hotelbeds Group	欧洲私募股权投资公司 Cinven Capital Management 和加拿大养老金计划投资局 (CPPIB)	11.9 亿欧元	作为全球最大的 B2B 酒店分销平台，Hotelbeds 在 2014/15 财年在 120 多个国家出售间夜量近 1700 万，总交易额也高达 38 亿欧元，
2017 年 2 月	旅游专项业务 Travelopia	美国私募股权机构 KKR 集团	3.69 亿欧元	截至 2016 年 9 月 30 日，Travelopia 旅游专项业务实现营收 11.71 亿欧元，基础息税摊销前利润 (underlying EBITA) 为 5000 万欧元，总资产为 10.11 亿欧元。
2017 年 7 月	Hapag-Lloyd 航运公司集装箱业务	-	-	截至 2017 年 3 月 31 日，赫伯罗特股票在途易集团合并资产负债表中的账面价值为 3.95 亿欧元。

来源：网络公开信息，国金证券研究所

- **从以交易为主的旅游运营商转变为以内容供给为中心的酒店度假村及游轮集团：**尽管 TUI 与 Thomas Cook 都在大力控制上游旅游资源上，但 TUI 显然已经将公司业务的重心全部放到酒店及邮轮业务之上，而其他旅行社业务、航空业务、目的地业务为之服务。同时在财报中突出酒店和邮轮业务的价值，将隶属于北部地区旅行社业务的 Blue Diamond Hotels 财务并入酒店度假村板块业务，隶属于北部地区业务的 Thomson Cruises 财务并

入邮轮板块业务。整合之后，集团 2016 年酒店和邮轮这两大业务的 EBITA 占公司整体 EBITA 的 50%。从交易为主的旅游运营商向内容为中心的酒店度假村和邮轮集团的转变对 TUI 优势在于会使公司进一步摆脱营收和利润受季节性影响。

图表 57：TUI 财务调整前后对比图



来源：公司年报，国金证券研究所

- **线上线下一体化控制分销渠道，数字化业务有利于扩大直销占比：**面对日益崛起的 OTA 平台的冲击，TUI 充分利用其庞大的旅行社系统积累的线下资源，开展了一系列线上线下一体化的业务措施：1) 加强自身网站的建设，实现了顾客网上订购的自选搭配，提高在线销售率；2) 提供智能化选择及一对一的专家搜索服务，提高流量转化率；3) 开发移动端服务建设，做到在游客旅游的全环节中良性互动，目前已经覆盖到所有的客源市场，实现端对端的旅行服务。4) 连接数据中心、旅行社门店和呼叫中心，收购部分 OTA 网站，与客户建立更为直接的联系以了解客户的需求，扩大直销比例。

4.3 总结——全产业链布局、批零一体化、提升直销比例为国内旅行社需要加强的领域

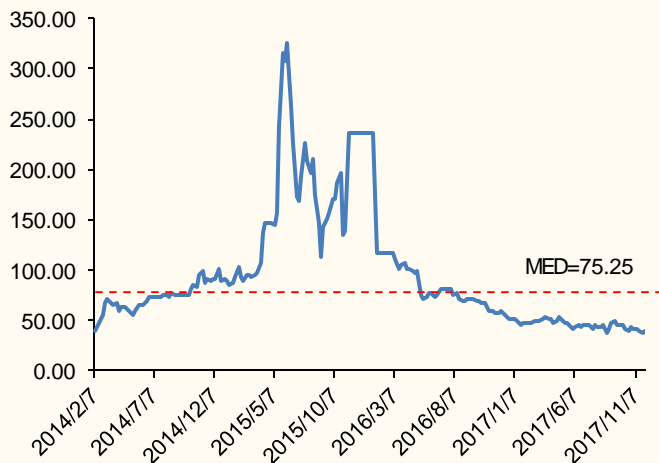
- **全产业链布局提高市场竞争力：**途易集团的一站式旅游服务是区别于其他竞争对手的竞争优势，目前国内的出境游旅行社呈现多而散、竞争激烈的局面，在市场较为分散的情况下通过进行产业链的全布局能够提高竞争门槛，巩固市场地位。同时通过上下游的全产业链布局能够灵活设计产品，提升盈利空间。凯撒旅游背靠海航的旅游资产优势，能够与国内其他出境游旅行社形成天然壁垒，在上游资源端拥有优势。
- **批零一体化是旅行社发展的必然趋势：**目前国内出境游旅行社在批发业务和零售业务的战略选择上存在差异，但市场利润空间被逐步挤压的情况下，从批发零售选择到批零一体化是出境游旅行社企业发展的必然趋势。进一步打造批零一体化后供应链环节会减少，将有利于企业对成本的控制。凯撒旅游及众信旅游分别以零售业务和批发业务为主，未来将以批零一体化为业务重心进行布局。
- **提升直销比例，实现线上线下融合：**通过布局线下零售门店来壮大线下业务，出境游旅行社业务为服务类业务，单纯的以线上渠道为主无法传递企业的服务优势，通过布局线下零售门店来为消费者提供更多的服务附加值。同时线上 OTA 对企业自身的线上渠道来说冲击较大，一方面与 OTA 平台进行合作，另一方面优化自身的直销平台来提升自身的线上业务利润率。

5. 个股估值是否合理——对标海外旅行社，估值消化达到底部

5.1 板块估值相对较高，A股稀缺标的存在一定的估值溢价

- 2014-2016年出境游板块相对于全部A股的相对PE较高，主要是由于行业处于高速成长期、业绩高速增长以及标的稀缺性：A股中的出境游旅行社标的仅仅包括众信旅游和凯撒旅游。其中众信旅游2014年1月上市，凯撒旅游2015年10月实现借壳。2014年-2017年出境游旅行社板块的相对PE区间为1.85-12.66，相对PE的中位数及平均值为5.04/4.99，远远高于其他细分板块的相对PE水平。目前动态PE为40.01X，处于历史最低水平，主要系出境游行业增速放缓，板块处于估值消化过程。

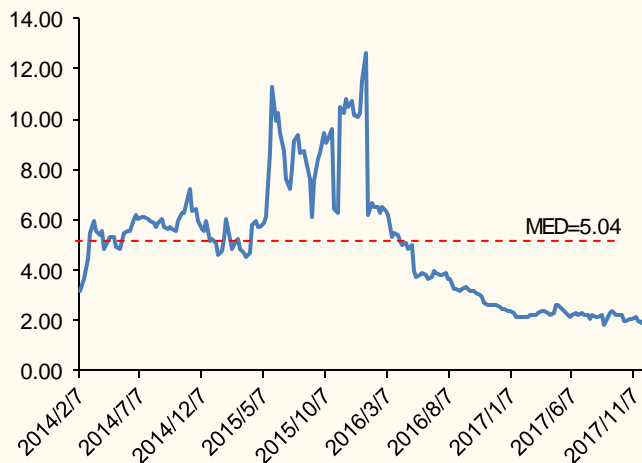
图表 58：2014-2017 年出境游板块 PE (TTM) 水平



来源：wind (截止 12 月 1 日数据), 国金证券研究所

注：凯撒旅游以收购凯撒同盛时间为起点来核算，易食股份 PE 未核算。

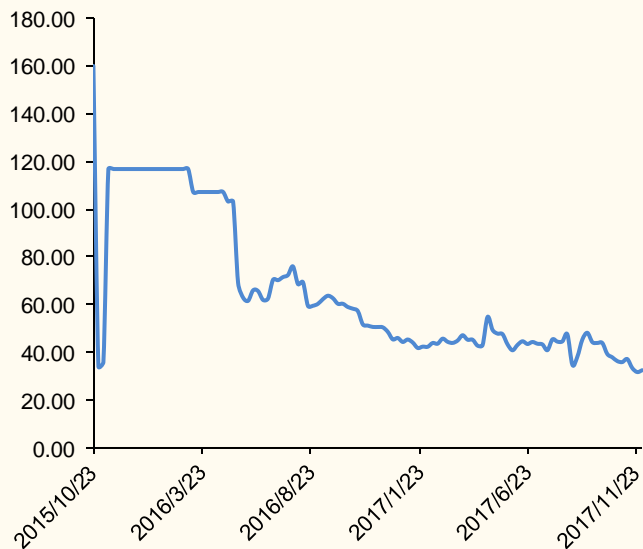
图表 59：2014-2017 年出境游板块相对 PE 水平



来源：wind (截止 12 月 1 日数据), 国金证券研究所

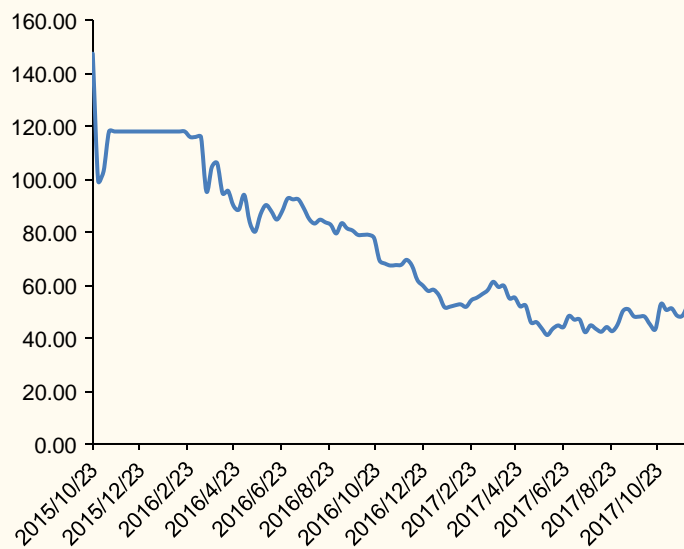
注：凯撒旅游以收购凯撒同盛时间为起点来核算

图表 60：2015-2017 年凯撒旅游的 PE (TTM) 走势



来源：wind, 国金证券研究所

图表 61：2014-2017 年众信旅游 PE (TTM) 走势



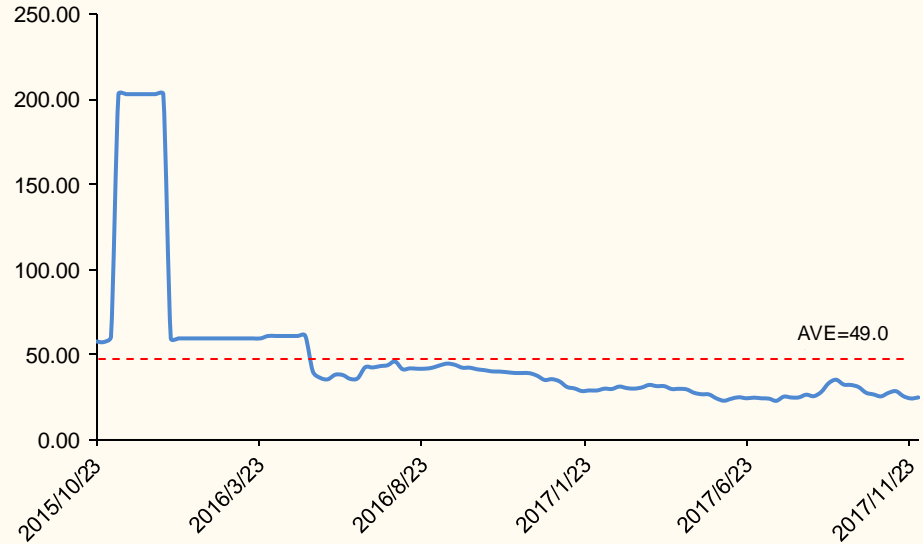
来源：wind, 国金证券研究所

5.2 估值消化到达底部，结合行业和估值来看存在投资机会

- 凯撒旅游自 2015 年 9 月借壳易食股份成功上市，旅行社装入上市公司体内的时间不长。2016 年公司总资产 54 亿元，其固定资产 2.4 亿元。由于旅行社的行业特殊性，不需要投入很多的固定资金来进行运营，以服务为主，因此资产类估值对公司的作用不大，选用以 PE 为主，EV/EBITDA 为辅的估值方法来进行比较恰当。综合 PE 及 EV/EBITDA 指标来看，凯撒旅

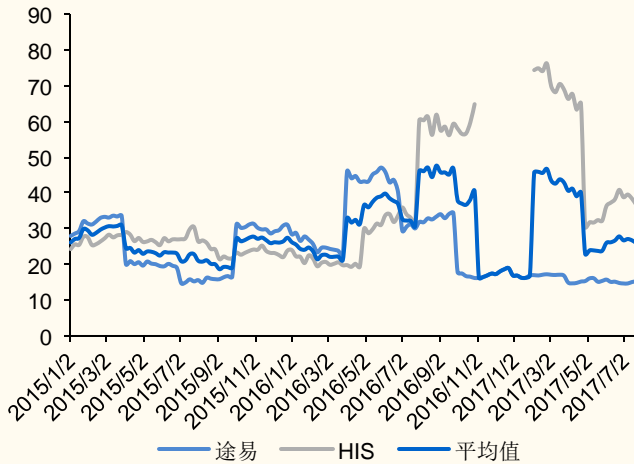
游经历了一轮旅行社资源热潮期之后的估值水平处于历史低位。但由于上市时间较短，从 PE (TTM) 平均值及中位数观察不存在参考意义，市场给予旅行社的估值相对较高。对标国外的旅行社上市公司来看：1) 国际上出境游旅行社（途易、HIS 以及托马斯库）PE 平均值及中位数分别为 28.95/26.72 倍，A 股相对于国际上来说存在溢价，给予国内出境游旅行社 30-35 倍估值，对应于凯撒旅游 2017E/2018E/2019E 的 EPS 为 0.42/0.47/0.62，目标价为 16-17 元/股。

图表 62：2015-2017 年凯撒旅游的 EV/EBITDA 走势



来源：wind，国金证券研究所

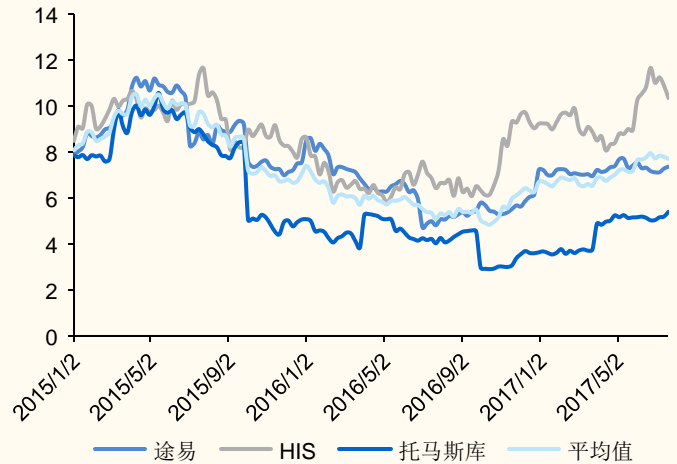
图表 63：2015-2017 年国外上市旅行社 PE 走势



来源：彭博，国金证券研究所

注：剔除了 HIS 的 PE 异常值

图表 64：2015-2017 年国外上市旅行社 ev/ebitda 走势



来源：彭博，国金证券研究所

6. 风险提示

- **境外目的地的景气度受到安全和政策因素影响较大：**从行业角度来看，出境游目的地的第一要素是安全，从欧洲恐袭事件发生后的欧洲市场走势来看，安全事件的发生将导致游客心理的微妙变化，但是这个影响不是长期的，目的地的安全系数的提高和推介将能够带来当地旅游市场的复苏。政策因素将一定程度影响旅行社的产品供给，国内游客前往境外目的地本身是一个外交表现，一旦国与国之间的外交关系出现危机，将影响到旅行社的产品供给，从韩国萨德事件来看政策因素对旅行社的影响是巨大的。
- **国内经济放缓导致出境游市场持续低速增长：**出境游相对于国内游来说是旅游产品的高阶产物，支撑国内出境游市场发展动力的是人均可支配收入的增长。类比日韩来看，国内经济的放缓将使得出境游的需求收入弹性较高，消费变得相对敏感，出境游市场的低迷将传递到公司体内。
- **人民币贬值会导致国内出境游的实际消费水平下降：**美国税改后，人民币汇率存在贬值压力。人民币的贬值可能会带来国内出境旅游的实际消费能力下降，需求有所抑制。
- **线下门店的布局拖累公司业绩：**公司从线上获客到线下的门店获客的转变，大量布局三四线城市的零售门店，提供咨询和售后服务，将过去传统的出境游产品的价格竞争引导为服务和品牌竞争。但是由于出境游的低频消费和价格敏感属性相对较强，线下门店如果不能实现盈利仅仅作为服务载体将拖累公司业绩。
- **非公开发行存在过会失败或者修改募资方案的可能：**公司通过非公开发行募资 72 亿元，根据再融资新政的规定，该方案的融资金额过大，存在过会失败或者修改募资方案的可能。同时该非公开发行的有关决议的有效期到 2018 年 6 月 5 日。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	594	4,935	6,636	8,926	11,816	14,858	货币资金	601	1,941	1,470	1,700	2,000	2,500
增长率		730.8%	34.5%	34.5%	32.4%	25.7%	应收账款	236	495	954	1,174	1,554	1,954
主营业务成本	-320	-3,979	-5,432	-7,349	-9,768	-12,292	存货	9	15	15	20	27	34
%销售收入	53.9%	80.6%	81.9%	82.3%	82.7%	82.7%	其他流动资产	2	473	812	1,102	1,465	1,844
毛利	274	955	1,204	1,577	2,047	2,566	流动资产	847	2,924	3,251	3,996	5,046	6,331
%销售收入	46.1%	19.4%	18.1%	17.7%	17.3%	17.3%	%总资产	66.9%	82.7%	60.2%	64.9%	70.0%	74.4%
营业税金及附加	-12	-44	-26	-9	-12	-15	长期投资	166	151	1,556	1,556	1,556	1,556
%销售收入	2.1%	0.9%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	195	227	240	246	251	256
营业费用	-89	-369	-528	-714	-945	-1,189	%总资产	15.4%	6.4%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
%销售收入	14.9%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	无形资产	40	214	326	330	332	334
管理费用	-84	-233	-286	-357	-473	-594	非流动资产	419	613	2,150	2,160	2,167	2,174
%销售收入	14.2%	4.7%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	33.1%	17.3%	39.8%	35.1%	30.0%	25.6%
息税前利润 (EBIT)	89	309	364	497	618	768	资产总计	1,267	3,537	5,401	6,156	7,213	8,505
%销售收入	14.9%	6.3%	5.5%	5.6%	5.2%	5.2%	短期借款	244	678	1,492	726	620	509
财务费用	-35	-17	-48	-73	-65	-50	应付款项	181	964	1,661	2,054	2,725	3,428
%销售收入	5.9%	0.3%	0.7%	0.8%	0.5%	0.3%	其他流动负债	91	129	179	228	290	432
资产减值损失	-1	-2	-10	0	0	0	流动负债	517	1,771	3,332	3,008	3,634	4,369
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	3	3	65	3	3	其他长期负债	91	4	5	704	704	704
%税前利润	9.0%	1.0%	0.9%	13.2%	0.5%	0.4%	负债	608	1,775	3,337	3,712	4,338	5,073
营业利润	58	294	309	489	556	722	普通股股东权益	542	1,646	1,873	2,213	2,594	3,092
营业利润率	9.8%	6.0%	4.7%	5.5%	4.7%	4.9%	少数股东权益	117	116	191	231	281	341
营业外收支	6	2	5	5	3	3	负债股东权益合计	1,267	3,537	5,401	6,156	7,213	8,505
税前利润	64	295	314	494	559	725	比率分析						
利润率	10.8%	6.0%	4.7%	5.5%	4.7%	4.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-6	-66	-74	-114	-129	-167	每股指标						
所得税率	9.2%	22.5%	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.145	0.256	0.265	0.423	0.474	0.620
净利润	58	229	241	380	430	558	每股净资产	2.200	2.050	2.333	2.756	3.230	3.850
少数股东损益	22	23	28	40	50	60	每股经营现金净流	0.651	0.342	0.385	0.456	0.666	0.912
归属于母公司的净利润	36	206	213	340	380	498	每股股利	0.150	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	6.0%	4.2%	3.2%	3.8%	3.2%	3.4%	回报率						
扣非							净资产收益率	6.59%	12.50%	11.35%	15.36%	14.66%	16.10%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.82%	5.82%	3.94%	5.52%	5.27%	5.85%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	8.12%	9.82%	7.83%	9.89%	11.34%	12.74%
净利润	58	229	241	380	430	558	增长率						
非现金支出	20	30	44	33	33	34	主营业务收入增长率	-8.17%	730.83%	34.48%	34.51%	32.37%	25.75%
非经营收益	18	30	45	26	88	81	EBIT增长率	-12.75%	248.57%	17.63%	36.60%	24.29%	24.34%
营运资金变动	64	-14	-21	-72	-17	60	净利润增长率	-22.72%	475.51%	3.30%	59.94%	11.86%	30.91%
经营活动现金净流	161	274	309	366	535	732	总资产增长率	-1.07%	179.18%	52.72%	13.98%	17.16%	17.92%
资本开支	-26	-82	-92	-36	-37	-38	资产管理能力						
投资	18	-2	-1,428	0	0	0	应收账款周转天数	106.3	19.4	27.8	28.0	28.0	28.0
其他	-12	-63	13	65	3	3	存货周转天数	9.7	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
投资活动现金净流	-20	-147	-1,508	29	-34	-35	应付账款周转天数	99.3	21.8	36.9	37.0	37.0	37.0
股权募资	0	786	17	0	0	0	固定资产周转天数	115.0	16.3	13.2	10.0	7.6	6.1
债权募资	-37	225	707	-67	-106	-111	偿债能力						
其他	-55	-32	-51	-98	-94	-87	净负债/股东权益	-40.65%	-71.67%	1.07%	-11.20%	-23.66%	-37.61%
筹资活动现金净流	-92	979	673	-165	-200	-198	EBIT利息保障倍数	2.5	18.1	7.6	6.8	9.5	15.5
现金净流量	48	1,106	-526	230	300	500	资产负债率	47.97%	50.19%	61.78%	60.30%	60.15%	59.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	13	17	28
增持	1	4	5	10	22
中性	0	1	1	1	4
减持	0	0	1	1	1
评分	1.33	1.55	1.50	1.52	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH