

证券研究报告—动态报告

社会服务

旅游综合 II

凯撒旅游(000796)

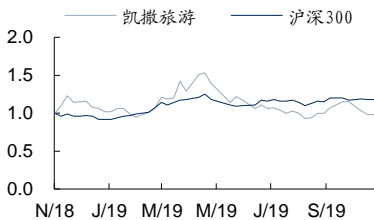
增持

2019 年三季报点评

(维持评级)

2019 年 10 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	803/803
总市值/流通(百万元)	5,075/5,072
上证综指/深圳成指	2,939/9,746
12 个月最高/最低(元)	10.99/5.85

相关研究报告:

- 《凯撒旅游-000796-重大事件快评: 大股东变更, 创始人主导, 公司有望迎来新发展》——2019-09-25
- 《凯撒旅游-000796-重大事件快评: 参股海航酒店完善资产布局, 聚焦主业发展》——2019-06-14
- 《凯撒旅游-000796-2018 年年报及 2019 年一季报点评: 18 年业绩平稳, 关注控股权博弈》——2019-04-30
- 《凯撒旅游-000796-2017 年三季报点评: Q3 旅游主业表现稳定, 着眼明年积极布局》——2017-10-31
- 《凯撒旅游-000796-2017 年半年报点评: 业绩表现持续靓丽, 内外兼修凸显龙头优势》——2017-08-24

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098  
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367  
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q3 扣非有所改善, 实控权落地, 开启新篇章

● 前三季度业绩下滑 31%, Q3 扣非业绩有所改善

前三季度, 公司实现营收 59.47 亿元/-14.15%, 归母业绩 2.16 亿元/-30.65%, (扣非后-46.30%), EPS0.24 元, 低于我们此前的业绩前瞻。Q3 公司收入/业绩/扣非业绩分别-20.94%/-34.60%/-36.44%, 扣非业绩较上半年有所改善。

● 多因素致旅游主业承压, 餐标调整及新业务培育拖累食品业务

分业务来看, 结合我们的持续跟踪及行业表现, 估算前三季度公司旅游业务收入下滑约 15%-20%, 预计主要受外围经济环境、部分目的地(北美、港澳等)拖累, 剥离天天商旅以及去年上半年高基数影响, 同时估计公司加大营销力度对毛利率有所拖累, 导致旅游主业绩进一步承压。食品业务方面, 结合半年报披露情况及持续跟踪, 估算前三季度收入略有下滑, 同时受航食配餐标准调整、以及部分新增铁路配餐线路尚未成熟, 预计航食业务营利用下滑。前三季度非流动资产处置收益约 2680 万元, 理财收益贡献 2893 万元。综合来看, 市场竞争激烈下, 前三季度公司毛利率下滑 1.86pct; 期间费用率增 1.49pct, 其中销售、管理、财务费用率分别增 0.97pct/0.31pct/0.21pct。

● 实控人变更落地, 明年日本游有望支撑, “一主三辅”续新篇

公司系国内出境游龙头, 此前因行业承压及大股东海航问题估值持续承压。今年 9 月 24 日因海航旅游被动减持 1.55%, 凯撒世嘉及其一致行动人变更为公司第一大股东, 且 10 月 14 日董事会选任完成后其成为公司实际控制人, 前期海航系带来的估值制约因素有望缓解, 公司有望全面聚焦出境游主业谋发展。短期来看, 公司作为出境游行业全产业链龙头, 系 2020 年冬奥会中国官方票务服务机构及接待服务供应商, 有望直接受益于明年日本游的爆发。中线来看, 围绕出境游主业, 公司将继续推动食品(尤其是铁路配餐)、免税(与中出服合作的天津免税店已于 10.10 开业)、易生金服的发展, 有望带来成长新看点。

● 风险提示:

系统性风险, 汇率贬值风险, 收购标的低于预期, 目的地风险, 海航问题等。

● 投资建议: 出境游龙头, 实控权落地, 新成长伊始, 维持“增持”

下调 19-21 年 EPS 至 0.21/0.28/0.34 (原为 0.29/0.36/0.44 元, 主要考虑宏观压力等), 对应 PE 30/23/18 倍。公司出境游产业链一体化优势突出, 目前实控权落地, 新阶段伊始。2020 年有望率先受益于日本游爆发, 中线关注免税等新业务发展。短期虑及宏观经济、汇率及出境游行业情况, 暂维持“增持”。

盈利预测和财务指标

	2016	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,045	8,180	7,120	8,065	8,977
(+/-%)	21.2%	1.7%	-12.9%	13.3%	11.3%
净利润(百万元)	221	194	172	224	276
(+/-%)	3.8%	-12.0%	-11.3%	30.3%	22.8%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.24	0.21	0.28	0.34
EBIT Margin	6.3%	6.0%	2.7%	3.8%	4.0%
净资产收益率(ROE)	11.0%	8.8%	7.5%	9.3%	10.8%
市盈率(PE)	23.0	26.1	29.5	22.6	18.4
EV/EBITDA	16.0	16.3	40.9	27.8	24.5
市净率(PB)	2.52	2.29	2.20	2.10	1.99

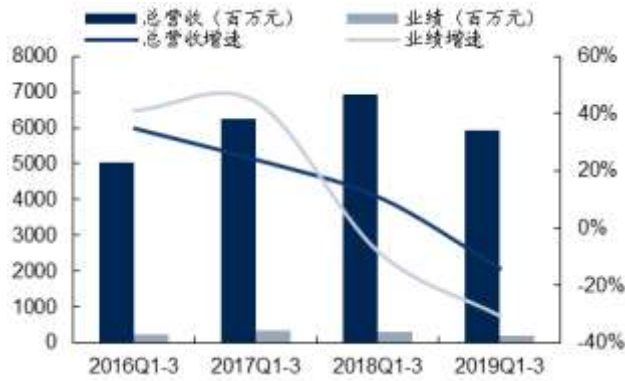
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 前三季度业绩下滑 31%，Q3 扣非业绩有所改善

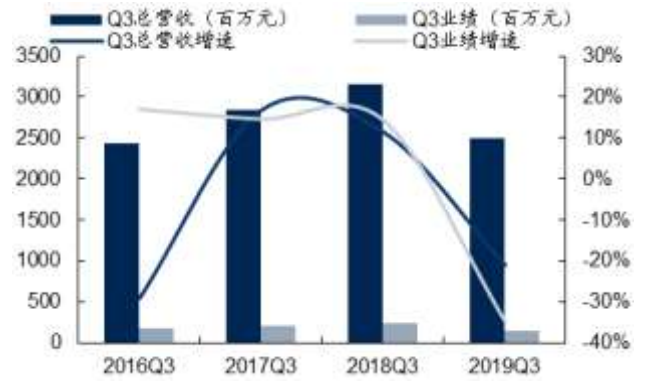
前三季度，公司实现营收 59.47 亿元/-14.15%，归母业绩 2.16 亿元/-30.65%，（扣非后-46.30%），EPS0.24 元，低于我们此前的业绩前瞻。Q3 公司收入/业绩/扣非业绩分别-20.94%/-34.60%/-36.44%，扣非业绩较上半年有所改善。

图 1：凯撒旅游前三季度收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：凯撒旅游三季度收入业绩表现

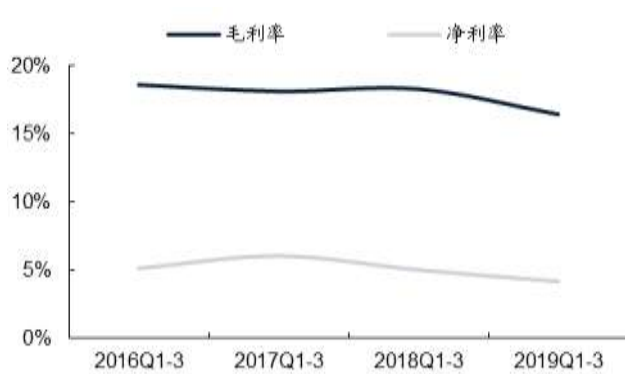


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 多因素致旅游主业承压，餐标调整及新业务培育拖累食品业务

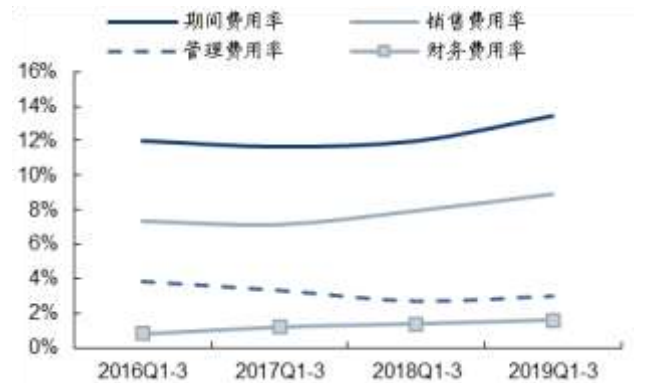
分业务来看，结合我们的持续跟踪及行业表现，估算前三季度公司旅游业务收入下滑约 15%-20%，预计主要受外围经济环境、部分目的地（北美、港澳等）拖累、剥离天天商旅以及去年上半年高基数影响，同时估计公司加大营销力度对毛利率有所拖累，导致旅游主业业绩进一步承压。食品业务方面，结合半年报披露情况及持续跟踪，估算前三季度收入略有下滑，同时受航食配餐标准调整、以及部分新增铁路配餐线路尚未成熟，预计航食业务营利下滑。前三季度非流动资产处置收益约 2680 万元，理财收益贡献 2893 万元。综合来看，市场竞争激烈下，前三季度公司毛利率下滑 1.86pct；期间费用率增 1.49pct，其中销售、管理、财务费用率分别增 0.97pct/0.31pct/0.21pct。

图 3：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 实控人变更落地，明年日本游有望支撑，“一主三辅”续新篇

公司系国内出境游龙头，此前因行业承压及大股东海航问题估值持续承压。今年 9 月 24 日因海航旅游被动减持 1.55%，凯撒世嘉及其一致行动人变更为公司第一大股东，且 10 月 14 日董事会选任完成后其成为公司实际控制人，前期海航系带来的估值制约因素有望缓解，公司有望全面聚焦出境游主业谋发展。

短期来看，公司作为出境游行业全产业链龙头，系 2020 年冬奥会中国官方票务服务机构及接待服务供应商，有望直接受益于明年日本游的爆发。中线来看，围绕出境游主业，公司将继续推动食品（尤其是铁路配餐）、免税（与中出服合作的天津免税店已于 10.10 开业）、易生金服的发展，有望带来成长新看点。

#### 风险提示：

系统性风险，汇率贬值风险，目的地风险，收购标的低于预期，海航问题等。

#### 投资建议：出境游龙头，实控权落定，新成长伊始，维持“增持”

下调 19-21 年 EPS 至 0.21/0.28/0.34（原为 0.29/0.36/0.44 元，主要考虑宏观经济压力等），对应 PE 30/23/18 倍。公司出境游产业链一体化优势突出，目前实控权落定，新阶段伊始。2020 年有望率先受益于日本游爆发，中线关注免税等新业务发展。短期虑及宏观经济、汇率及出境游行业情况，暂维持“增持”。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 19-10-30	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
002607	中公教育	增持	19.05	0.19	0.28	0.38	101.91	69.20	49.97	39.77
603043	广州酒家	买入	31.07	0.95	1.11	1.36	32.71	28.10	22.92	6.44
600258	首旅酒店	买入	16.76	0.87	0.82	0.96	19.32	20.52	17.46	2.03
600754	锦江酒店	买入	21.40	1.13	1.05	1.26	18.94	20.39	16.99	1.62
002621	美吉姆	增持	12.44	0.05	0.28	0.34	232.97	44.13	37.13	6.11
300662	科锐国际	增持	31.67	0.65	0.81	1.01	48.44	39.23	31.49	7.83
002707	众信旅游	增持	5.16	0.04	0.27	0.33	125.85	19.35	15.86	2.14
000796	凯撒旅游	增持	6.32	0.24	0.21	0.28	26.14	29.48	22.63	2.29
600138	中青旅	买入	12.05	0.83	0.84	0.94	14.60	14.42	12.78	1.43
002159	三特索道	买入	13.30	0.97	0.07	0.39	13.69	203.55	33.85	1.92
603136	天目湖	增持	22.83	1.29	1.46	1.76	17.70	15.64	12.97	3.21
600054	黄山旅游	增持	8.96	0.78	0.53	0.57	11.49	16.87	15.58	1.60
000888	峨眉山 A	增持	6.25	0.40	0.44	0.46	15.74	14.35	13.64	1.39
000978	桂林旅游	增持	5.15	0.22	0.16	0.25	23.07	32.67	20.58	1.18
002033	丽江旅游	增持	5.86	0.35	0.28	0.31	16.80	21.16	18.92	1.32

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1527	3896	3986	4570	营业收入	8180	7120	8065	8977
应收款项	1189	585	663	738	营业成本	6699	5973	6700	7458
存货净额	13	326	366	407	营业税金及附加	19	17	19	22
其他流动资产	1852	619	702	449	销售费用	722	698	786	862
<b>流动资产合计</b>	<b>4581</b>	<b>5427</b>	<b>5716</b>	<b>6164</b>	管理费用	252	240	254	275
固定资产	257	256	278	302	财务费用	112	(68)	(31)	(42)
无形资产及其他	135	130	124	119	投资收益	15	30	10	10
投资性房地产	1103	1103	1103	1103	资产减值及公允价值变动	(83)	(35)	(10)	0
长期股权投资	23	29	34	40	其他收入	(5)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6100</b>	<b>6945</b>	<b>7256</b>	<b>7728</b>	营业利润	302	255	336	413
短期借款及交易性金融负债	760	1041	891	897	营业外净收支	(2)	11	11	11
应付款项	828	1060	1171	1304	<b>利润总额</b>	<b>301</b>	<b>266</b>	<b>347</b>	<b>425</b>
其他流动负债	1313	1515	1697	1884	所得税费用	82	72	94	115
<b>流动负债合计</b>	<b>2901</b>	<b>3617</b>	<b>3759</b>	<b>4085</b>	少数股东损益	24	22	28	35
长期借款及应付债券	697	697	697	697	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>194</b>	<b>172</b>	<b>224</b>	<b>276</b>
其他长期负债	117	155	205	206					
<b>长期负债合计</b>	<b>814</b>	<b>851</b>	<b>901</b>	<b>903</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3714</b>	<b>4468</b>	<b>4661</b>	<b>4988</b>	净利润	194	172	224	276
少数股东权益	169	174	180	187	资产减值准备	(121)	(2)	3	7
股东权益	2217	2303	2415	2553	折旧摊销	51	41	45	50
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6100</b>	<b>6945</b>	<b>7256</b>	<b>7728</b>	公允价值变动损失	83	35	10	0
					财务费用	112	(68)	(31)	(42)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1078)	1993	147	464
每股收益	0.24	0.21	0.28	0.34	其它	133	7	3	(0)
每股红利	0.13	0.11	0.14	0.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>(739)</b>	<b>2247</b>	<b>433</b>	<b>796</b>
每股净资产	2.76	2.87	3.01	3.18	资本开支	177	(68)	(75)	(75)
ROIC	10%	5%	11%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	7%	9%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>171</b>	<b>(73)</b>	<b>(81)</b>	<b>(81)</b>
毛利率	18%	16%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	3%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	3%	4%	5%	支付股利、利息	(103)	(86)	(112)	(138)
收入增长	2%	-13%	13%	11%	其它融资现金流	(117)	281	(150)	6
净利润增长率	-12%	-11%	30%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(324)</b>	<b>195</b>	<b>(262)</b>	<b>(131)</b>
资产负债率	64%	67%	67%	67%	<b>现金净变动</b>	<b>(891)</b>	<b>2369</b>	<b>90</b>	<b>584</b>
息率	2.0%	1.7%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	2419	1527	3896	3986
P/E	26.1	29.5	22.6	18.4	货币资金的期末余额	1527	3896	3986	4570
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	(496)	2106	339	703
EV/EBITDA	16.3	40.9	27.8	24.5	权益自由现金流	(614)	2437	211	740

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032