

凯撒旅游 (000796)

证券研究报告
2019年11月13日

实控人变更迎发展新篇章，聚焦主业分享免税发展红利

控股股东重回创始人陈小兵团队手中，有望聚焦主业理顺内部管理。9月24日，海航通过集中竞价及大宗交易被动减持公司1245万股(占1.55%)，创始人团队凯撒世嘉时隔8年重回公司第一大股东，海航退为第二大股东，公司未来有望集中优势资源，聚焦主业发展，进一步理顺内部管理，提高运营效率。

参股方式切入优质免税赛道，完善旅游零售布局，或为公司未来业绩增长提供充足想象空间。19年6月和11月，公司两度与中出服达成合作，分别参股天津国际邮轮母港进境免税店、南京市内免税店，体现公司围绕旅游主业发展免税业务、完善旅游零售布局的决心。免税行业肩负国家消费回流重任，为快速增长的优质赛道，公司前后试水口岸免税店、市内店，为未来探索机场口岸免税店甚至海南离岛免税店打下基础，免税业务也将为公司业绩增长提供充足想象空间。南京市内店于19年9月28日营业，19年1-9月，江苏中服免税实现营收138.99万，估算日营收约46.3万元。

坚持“渠道+产品+资源”一体化发展。渠道方面，推进线上、线下渠道布局。线上方面，通过凯撒旅游网及APP进行直销，同时与OTA等线上渠道达成合作关系，两者合作共赢而非相互竞争。线下方面，加快拓展线下销售网络，截至2019年11月，公司在全国共有45家分子公司、213家零售门店。产品方面，创新服务及运作模式。公司深耕出境游行业26年，已形成覆盖大众、中高端、豪华的全面产品体系，迎合消费者需求与自由化消费理念不断创新，推出定制旅游产品和自由行产品。资源方面，与世界各地旅游局、邮轮、航空、酒店、金融企业建立良好的合作关系。

海航持股依旧，对公司资源层面的支持不改。虽然海航不再为公司控股股东，但截至19年10月29日，海航持股比例26.41%，依旧为公司第二大股东，预计将持续在旅游资源方面为公司提供支持，公司与海航之间的协同效应将持续。同时，公司旗下新华航食、海南航食等7家航食企业与海航旗下海南航空、祥鹏航空、首都航空等航司已形成长期稳固合作关系，海航从第一大股东变更为第二大股东对双方合作关系的影响有限，未来随着合作航司增多、新增配餐航班，公司航空配餐业务稳健发展可期。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为传统出境游龙头，坚持渠道+产品+资源全面布局，发力上下游整合，线上以互联网为抓手获取流量，线下加速全国零售网络布局，公司的营销及服务网络已经覆盖全球50余座城市的200余个高端商业中心或核心社区。在宏观环境扰动背景下，短期出境游行业整体略有承压，公司适时与切入免税赛道，股权变更经营理顺，后续有望迎高速发展。我们预计公司19-21年净利润为1.91/2.33/2.61亿元，目标价8.4元/股。

风险提示：大股东博弈风险、渠道拓展不及预期、宏观经济下行、旅游目的地突发事件

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
增长率(%)	21.24	1.67	(11.43)	10.04	8.96
EBITDA(百万元)	507.84	470.09	398.83	444.76	482.86
净利润(百万元)	220.70	194.14	190.91	232.95	261.26
增长率(%)	3.82	(12.03)	(1.66)	22.02	12.15
EPS(元/股)	0.27	0.24	0.24	0.29	0.33
市盈率(P/E)	27.18	30.90	31.42	25.75	22.96
市净率(P/B)	2.98	2.71	2.50	2.28	2.07
市销率(P/S)	0.75	0.73	0.83	0.75	0.69
EV/EBITDA	18.98	9.47	10.98	9.40	8.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.4元
目标价格	8.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	803.00
流通A股股本(百万股)	802.53
A股总市值(百万元)	5,942.20
流通A股市值(百万元)	5,938.69
每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	56.21
一年内最高/最低(元)	10.99/5.85

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《凯撒旅游-半年报点评:深化全产业链布局，抢占邮轮+体育旅游先机》
2016-08-19



内容目录

1. 传统出境游龙头，全产业链布局稳步增长	5
1.1. 主营业务：旅行服务业务为主，配餐业务为辅，免税业务迎新契机	5
1.1.1. 旅游服务：“资源+产品+渠道”全产业链布局优势显著	5
1.1.2. 配餐业务：坚持高标准餐食，拓展服务航线	8
1.1.3. 免税业务：实现多元化战略布局	10
1.2. 公司股权结构	11
1.3. 财务分析	12
2. 行业分析	16
2.1 出境游：增长稳健，发展空间大	16
2.1.1.需求端：消费观念转型，推动市场增长	16
2.1.2.供给端：竞争壁垒低，行业分散度高	18
2.1.3.旅游市场量价齐升，中国成为最大出境游客源国	19
2.2.免税：境内消费增长迅速，免税行业前景良好	21
2.2.1.中国奢侈品市场巨大，海外消费逐渐回流	21
2.2.2.全球免税市场发展稳健，国内市场充满潜力	21
2.2.3.牌照资质稀缺，中免市占率较高	22
3. 实控人变更理顺内部管理，携手中出服切入免税赛道	22
3.1. 控股股东变更为凯撒世嘉，有望集中资源优势发展主业	22
3.2. 落地口岸免税、市内免税，未来业绩想象空间充裕	23
3.3. 坚持“渠道+产品+资源”一体化发展	23
3.4. 海航依旧为大股东，协同效应将持续	24
4. 投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司营业收入组成	5
图 3：公司子品牌覆盖细分领域	6
图 4：研学、滑雪、体育主题游	7
图 5：五度服务奥运会，彰显体育旅游服务实力	7
图 6：官方 app	7
图 7：2019 年 11 月全国营业网点数量	7
图 8：不同类别业务的销售方式	8
图 9：三类旅游业务营收（亿元）	8
图 10：三类旅游业务营收占比	8
图 11：三类旅游业务毛利率	8
图 12：三类旅游业务毛利占比	8

图 13: 航空和铁路配餐的营业收入 (亿元)	9
图 14: 航空和铁路配餐的营收占比	9
图 15: 航空和铁路配餐的毛利率	9
图 16: 航空和铁路配餐的毛利占比	9
图 17: 天津中服免税股权结构	10
图 18: 江苏中服免税股权结构	10
图 19: 中服免税旗下共有 12 家国人市内免税店	10
图 20: 中服南京市内免税店	10
图 21: 目前股权结构图	11
图 22: 营收增速放缓	12
图 23: 净利增长放缓, 18 年出现负增长	12
图 24: 19H1 两大业务毛利率均下降	14
图 25: 航空和铁路配餐的毛利率	15
图 26: 旅游业务毛利率情况	15
图 27: 销售费用、研发费用上升	15
图 28: 毛利率、费用率拖累净利率	15
图 29: 00 后成为出境游新主力	16
图 30: 各国境外游渗透率	17
图 31: 人均消费支出持续增加	18
图 32: 居民可支配收入稳定增长	18
图 33: 出境游龙头企业市占率较低	18
图 34: 众信旅游、凯撒旅游出境游增速下滑明显	19
图 35: 旅游业收入持续增长	19
图 36: 旅游市场量价齐升	19
图 37: 中国旅游支出保持全球第一	19
图 38: 出境游人数 (千万次)	20
图 39: 18 年出境游目的地份额	20
图 40: 内地奢侈品市场规模增长迅速	21
图 41: 境内奢侈品消费占比逐步上升	21
图 42: 亚太地区主导免税市场	21
图 43: 中国免税市场快速增长	21
图 44: 我国奢侈品主要购买渠道	22
图 45: 凯撒旅游体验店: 大屏展示旅游产品	23
图 46: 凯撒旅游体验店: 超过 100 种旅游宣传品展示	23
表 1: 上游资源雄厚	6
表 2: 航食子公司及各自合作的航空公司情况	9
表 3: 海航系减持历程	12
表 4: 旅游业务收入情况	13
表 5: 航空、铁路配餐收入情况	14

表 6: 杜邦分析	15
表 7: 经营性现金流与账上现金 (亿元)	16
表 8: 中国护照 “含金量” 提高	17
表 9: 国内主要免税运营商	22
表 10: 凯撒旅游产品结构	24
表 11: 公司盈利预测	24
表 12: 可比公司估值	25

1. 传统出境游龙头，全产业链布局稳步增长

公司是传统出境游行业龙头，成立于 1993 年，由德国地接社起家，2015 年借壳易食股份于深圳主板上市，目前主要从事出境游、入境游、国内游等旅游社业务和航空、铁路配餐业务，并计划进军免税市场。公司营销及服务中心已经覆盖全球 50 余座城市的 200 余个高端商业中心或核心社区，2018 全年服务游客 116.6 万人次。

图 1：公司发展历程

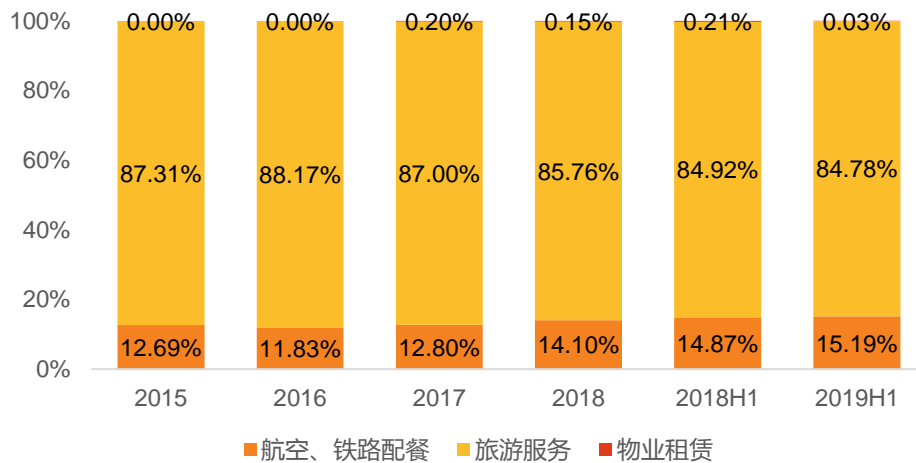


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

1.1. 主营业务：旅行服务业务为主，配餐业务为辅，免税业务迎新契机

目前公司有旅游服务和航空、铁路配餐两大主营业务，并通过设立海南同盛世嘉免税集团有限公司进军免税市场。旅游服务营收占比保持在 85%左右，是公司核心战略业务。

图 2：公司营业收入组成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.1. 旅游服务：“资源+产品+渠道”全产业链布局优势显著

上游资源实力雄厚，保证服务质量和成本管控。航空资源方面，截至 2018 年年底，公司与国内、国际的 80 多家航空公司建立了密切合作关系；酒店方面，与万豪、希尔顿、洲际等知名酒店达成合作；邮轮方面，与 11 家全球性邮轮公司达成深度合作，推出“全系列”邮轮产品；地接社方面，公司较早早在汉堡、慕尼黑、法兰克福等地建立了地接社，并与全球 100 多个国家和地区的境外接待机构建立合作关系；签证方面，已实现国内多个城市的自主送签，可在欧美主要旅游目的地国家使领馆备案并送签，跨过出境游签证壁垒。

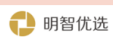





表 1：上游资源雄厚

资源类型	具体资源
航空资源	海南航空，中国国际航空公司，德国汉莎航空集团（汉莎航空、瑞士航空、奥地利航空），芬兰航空，北欧航空，美联航，美国航空，新加坡航空，泰国航空，加拿大航空，首都航空，以色列航空等国内、国际的 80 多家航空公司
酒店资源	万豪酒店集团、希尔顿酒店集团、洲际酒店集团、雅高酒店集团、文华东方酒店集团、悦榕庄酒店集团等国内、国际多家知名酒店集团
邮轮资源	皇家加勒比游轮、歌诗达邮轮、公主邮轮、MSC 地中海邮轮、星梦邮轮、夸克邮轮等 11 家全球性邮轮公司，涉及母港、海外及极地环球航线，目的地覆盖亚洲、欧洲、美洲、大洋洲、非洲及南北极等。
地接资源	汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地自有地接待公司，并与全球各大洲 100 多个国家和地区的境外接待机构合作

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品差异化、个性化，布局旅游细分领域。公司在产品端加大“新、奇、特、高”旅游产品研发，产品总数超两万种，旗下有多个子品牌，垂直覆盖定制旅游、自由行、邮轮游、民宿、签证、商旅等细分领域，满足我国旅游消费需求个性化、多样化、深度化的趋势特征；**拓展主题游，深化体育旅游布局。**公司开发滑雪、研学、户外体验、一带一路等主题游，并凭借丰富的服务经验深耕体育旅游市场，观赛产品已覆盖世界杯、奥运会、欧洲优势足球、美洲职业篮球等国际顶级赛事，利用观赛游弥补传统观光游淡季的损失；**布局国内旅游市场，引进境外游客。**目前公司已有 500 余种境内游产品，覆盖 24 个国内热门城市，开发“丝绸之路”“红色之旅”等主题路线，利用 6 个海外分公司渠道，引进境外游客，实现出境游、入境游、国内游协同发展。

图 3：公司子品牌覆盖细分领域

子品牌	商标	细分市场	业务内容
明智优选		定制旅游	提供快速的专属定制游方案以及优化的定制旅程，为消费者提供小众而出众的独家旅行体验。
凯撒度假		自由行旅游	整合全球旅游目的地的优质资源，覆盖精选自由行、机票、酒店、全球名宿、境外省心游、签证、全球玩乐、租车及高铁等八大业务板块。
凯撒名宿		民宿服务	提供高品质民宿，满足大众文旅消费需求
凯撒邮轮		邮轮旅游	通过与全球性邮轮公司合作，自主设计多条航线，提供专业的邮轮旅游服务
签动全球		签证服务	凭借公司的签证资源为中国游客出境旅游提供完善的、专业的、一体化的签证服务
凯撒商旅		商旅服务	为客户量身打造商旅管理制度、制订商旅出行方案，为客户建立合理化、系统化的商旅服务体系，控制商旅成本

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

图 4：研学、滑雪、体育主题游



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：五度服务奥运会，彰显体育旅游服务实力

时间	事件
2008年	参与北京奥运会旅游接待服务，荣膺“服务奥运先锋集体”
2012年	伦敦奥运会中国大陆地区独家票务代理商及接待服务供应商
2016年	里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商合作伙伴
2018年	平昌冬奥会中国奥委会官方票务服务机构及接待服务供应商、中国奥委会辖区票务独家代理机构
2018年10月	成为19-20年中国体育代表团票务销售、接待服务供应商及中国奥委会票务独家代理机构，在中国奥委会辖区内负责推广、销售及分配东京奥运会门票

资料来源：公司公告，天风证券研究所

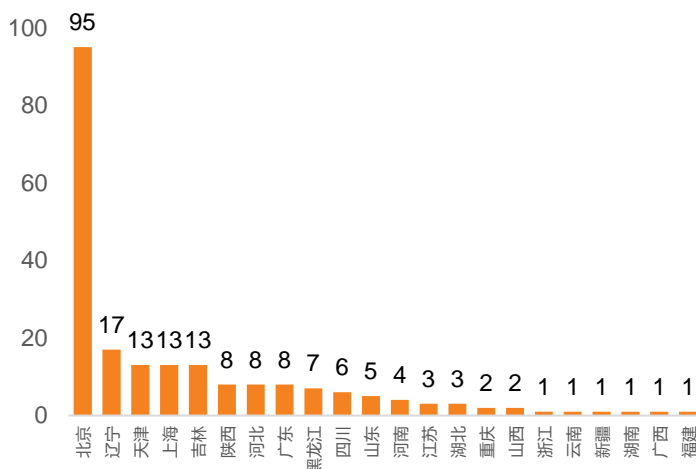
线上线下一体化的营销网络，掌握下游渠道优势。线下方面，公司营销及服务中心已经覆盖全球 50 余座城市的 200 余个高端商业中心或核心社区，截至 2019 年 11 月，公司在全国主要城市开设 45 家分公司，213 家营业网点，并创新地推出旅游体验店。线上方面，公司开发官方网站、移动端 APP、微商等线上营销渠道，促进了流量与转化，并通过建立大客户管理体系，实现线上线下一体化。

图 6：官方 app



资料来源：公司 app，天风证券研究所

图 7：2019 年 11 月全国营业网点数量



资料来源：公司官网，天风证券研究所

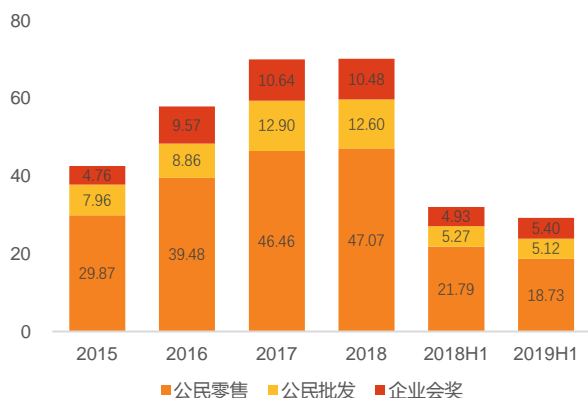
旅游业务可细分为公民零售业务、公民批发业务和企业会奖业务，以公民零售为主。15-19H1 年公民零售营收占比分别为 70.13%/ 68.17%/ 66.37%/ 67.10%/ 64.03%，同时公司大力发展线下门店业务，可见公司经营战略以公民零售为主；毛利率上，公民零售>企业会奖>公民批发，15-19H1 年公民零售毛利占比分别为 78.9%/76.25%/78.28%/81.6%/ 75.71%，进一步突出公民零售的核心地位。

图 8：不同类别业务的销售方式

业务类别	销售方式	具体事项
零售业务	线下销售	通过自有实体销售网络的销售模式，凯撒旅游目前在全国 45 个城市设立分、子公司，零售门店总量达 213 家。
	线上销售	主要借助凯撒旅游网、移动端的APP、微商进行。
	O2O 模式	O2O 模式是实行的线上线下互动销售模式。
	电话销售	主要依托呼叫中心展开
	会员数据库营销	以多元化的主题沙龙等活动为销售手段，对会员进行持续服务的销售模式。
批发业务	传统线下同业销售	通过批发销售模式将产品及服务输送到同行旅行社，目前凯撒同盛已与国内 4000 多家同行旅行社建立了业务合作关系。
	线上 OTA	大型 OTA 企业建立合作关系，开展销售服务

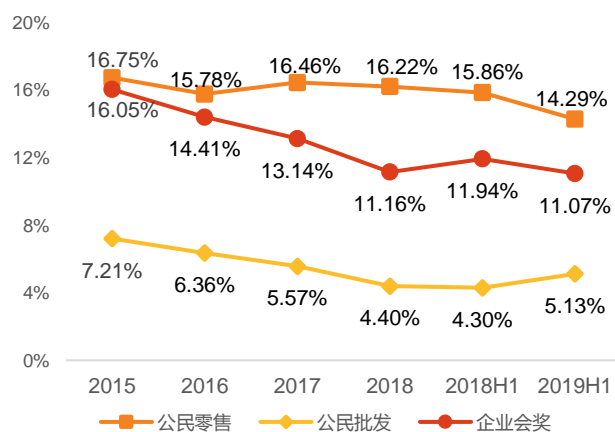
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：三类旅游业务营收（亿元）



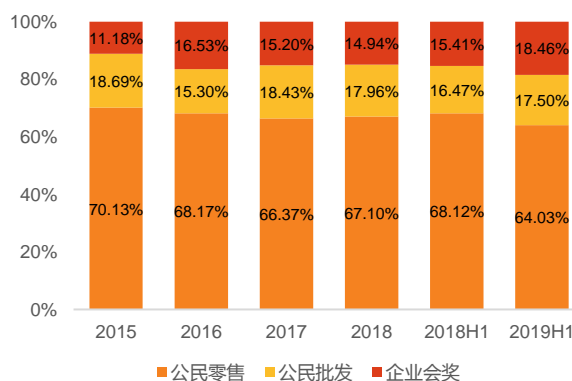
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：三类旅游业务毛利率



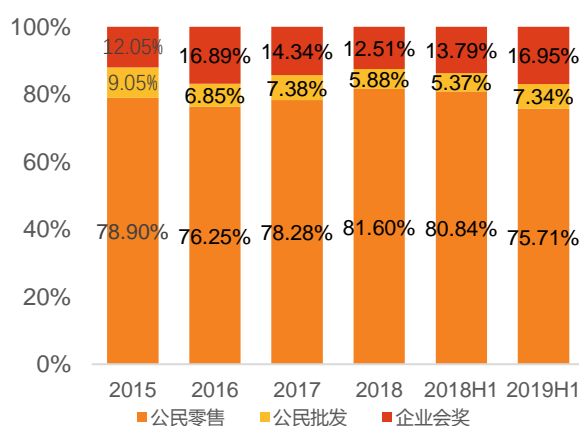
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：三类旅游业务营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：三类旅游业务毛利占比

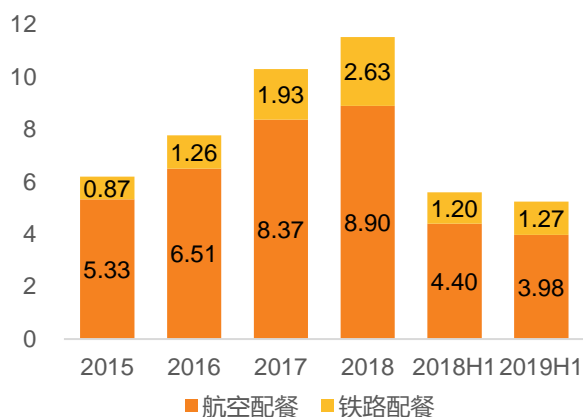


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.2. 配餐业务：坚持高标准餐食，拓展服务航线

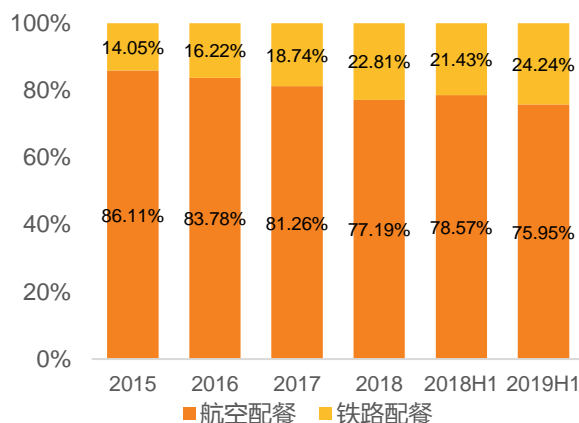
配餐业务分为铁路配餐业务及航空配餐业务，以航空配餐为主。航空配餐的营收占比均在 75% 以上，但占比呈下降趋势；航餐业务的毛利率维持在 42% 左右，铁餐业务的毛利率维持在 60% 左右，19H1 铁路配餐新路线服务人员配置标准、经营管理费等营业成本提升，导致铁餐业务毛利率同比下降 22.6PCT 至 35.16%；较高毛利率提升铁餐业务毛利占比。

图 13: 航空和铁路配餐的营业收入 (亿元)



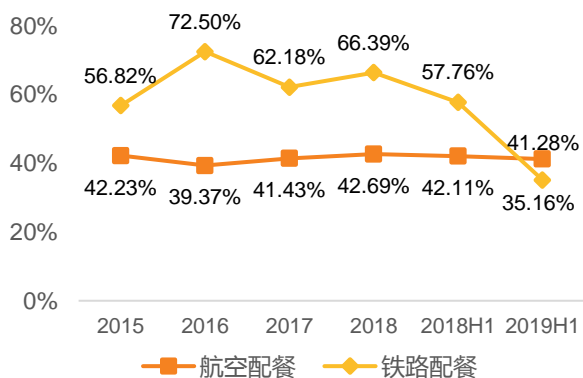
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 航空和铁路配餐的营收占比



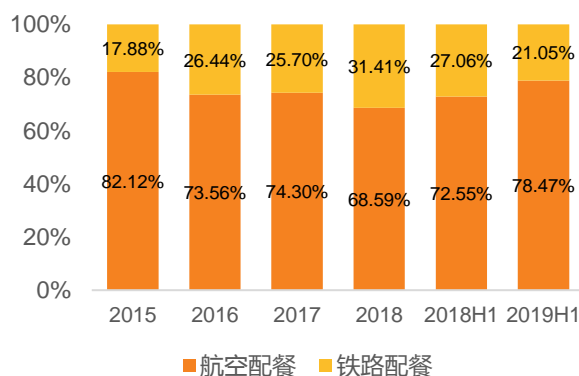
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 15: 航空和铁路配餐的毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 16: 航空和铁路配餐的毛利占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司坚持高标准餐食, 不断拓展配餐航线和铁路线。航空配餐对原材料、生产环境要求苛刻, 公司坚持食品安全管理, 保证供应高标准餐食, 是全国首家拥有生产航空犹太餐食品资质的配餐公司; 依托海航集团拥有的航空、机场等资源, 不断扩张服务路线, 2018 年公司新增 29 条航线、22 条铁路线为服务标的。

表 2: 航食子公司及各自合作的航空公司情况

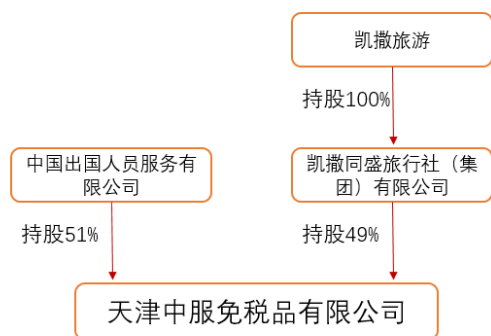
航食公司	保障航空公司
新华航食	海南航空、首都航空、祥鹏航空、香港航空、四川航空等
海南航食	海南航空、首都航空、天津航空、祥鹏航空、香港航空、国际航空、东方航空等
新疆航食	海南航空、天津航空、首都航空、祥鹏航空、乌鲁木齐航空、上海航空等
三亚航食	海南航空、首都航空、天津航空、西部航空公司、祥鹏航空、春秋航空等
甘肃航食	海南航空、祥鹏航空、首都航空、天津航空、西部航空、乌南航、国航、东航、川航等
内蒙航食	天津航空、上海航空、海南航空、首都航空、四川航空、西部航空等
宜昌航食	海南航空、北部湾航空、祥鹏航空、东航武汉、上海航空和中国国航等

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.1.3. 免税业务：实现多元化战略布局

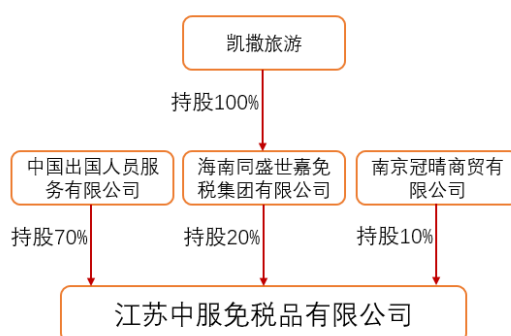
深度切入免税行业，实现业务多元化。19年6月，公司（持股49%）与中出服（持股51%）共同设立天津中服免税品有限公司，负责运营天津国际邮轮母港进境免税店，已于10月10日正式开业。19年11月，公司进一步加码免税业务，新设子公司海南同盛世嘉免税集团有限公司，以1200万元的交易对价收购北京寺库持有的江苏中服免税20%股权，江苏中服免税负责南京市内免税店运营，已于9月28日试营业。

图 17：天津中服免税股权结构



资料来源：企查查，天风证券研究所

图 18：江苏中服免税股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

合作方为免税领域龙头，有望实现互利共赢。中出服为国人市内免税主要运营商，13家国人市内免税店中，中出服旗下12家，中侨免税1家，中出服占据绝对主导地位。强强联手未来可期，对于中出服而言，公司可为其实现低成本引流；对于公司而言，开拓免税市场可以实现多元化战略布局，免税业务也将为公司业绩增长提供充足想象空间。南京市内店于19年9月28日营业，19年1-9月，江苏中服免税实现营收138.99万，估算日营收约46.3万元。

图 19：中服免税旗下共有 12 家国人市内免税店



资料来源：中服免税，天风证券研究所

图 20：中服南京市内免税店

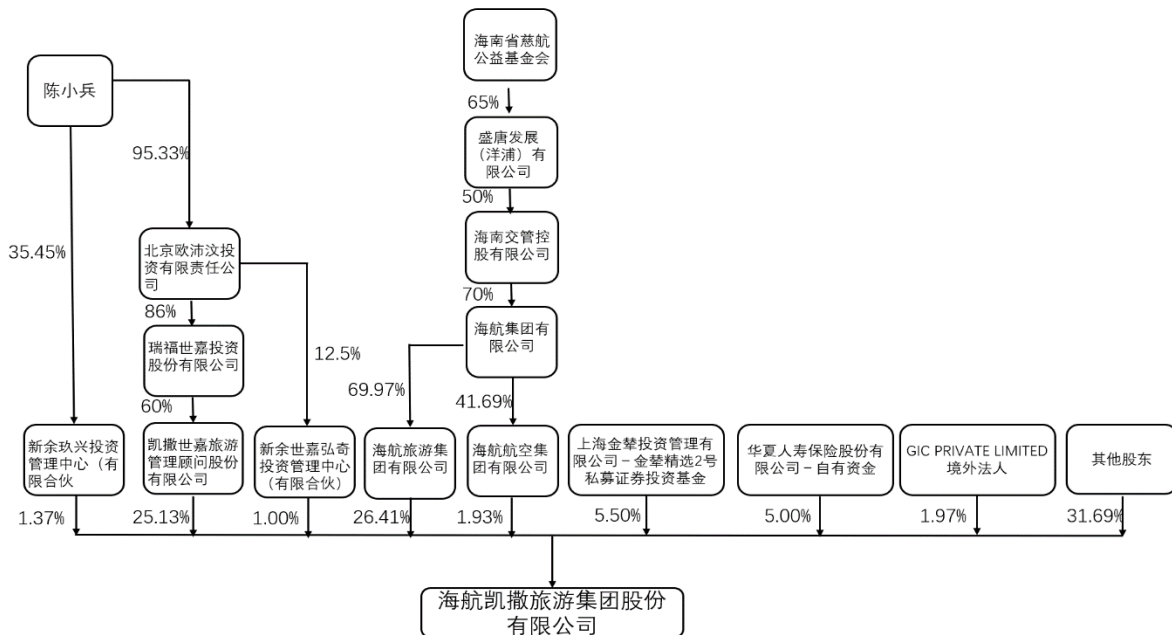


资料来源：中服南京市内免税店公众号，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构

目前第一大股东为凯撒世嘉，实际控制人为陈小兵，公司仍存在股权博弈。凯撒世嘉及其一致行动人合计持有 28.98%股份，海航旅游及其一致行动人合计持有 28.34%股份，短期内股权变更问题尚有不不确定性。若最终原管理团队能稳定控制权，公司有望理顺内部管理，全面聚焦出境游主业谋发展，缓解前期海航系带来的估值制约因素；但配餐业务原 属海航旗下，股权变更也或将一定程度影响此方面业务发展。

图 21：目前股权结构图



资料来源：公司公告，企查查，天风证券研究所

2019 年 3 月起，海航旅游及一致行动人受股权质押平仓压力不断减持公司股份。公司借壳易食股份上市时，海航旅游集团为第一大股东，海航旅游、大集控股、海航航空作为一致行动人，共同控制 39.05% 的股份。

2018 年，海航旅游及一致行动人多次向中银资产、宏信证券、农行海南分行出质凯撒旅游股份，截至 2018 年 2 月 9 日，海航旅游共出质其持有公司股份总数的 98.82%，占公司总股本的 32.18%，海航旅游及其一致行动人累计质押公司总股本的 39.07%。

2019 年 3 月，受公司股价下跌影响，海航旅游、大集控股被宏信证券通过集合竞价、大宗交易强行减持公司股份，减持完成后，海航旅游及一致行动人共持公司总股本的 35.78%。

之后，海航旅游及一致行动人协议转让公司股份，并于 2019 年 9 月，海航旅游再次被宏信证券通过集中竞价、大宗交易等方式强行减持公司股份，减持后海航旅游及一致行动人仅持有总股本的 28.73%，凯撒世嘉及其一致行动人持有总股本的 28.98%，公司控制权发生转移，凯撒世嘉成为公司控股股东。

2019 年 10 月，海航旅游进一步减持，海航旅游及其一致行动人合计持有 28.34% 股份，股权博弈局势稍显明朗。

表 3：海航系减持历程

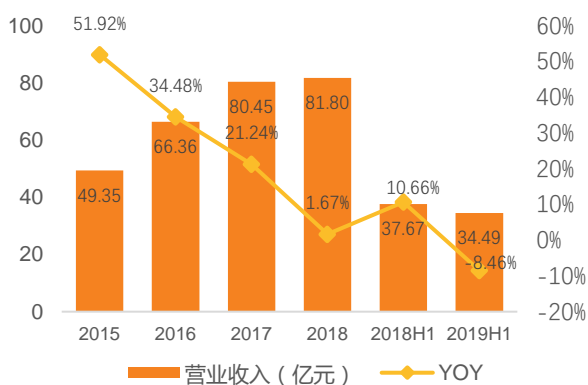
时间	方式	股东名称	交易前持有总股本比例	交易后持有总股本比例
2019年3月25日	集中竞价	大集控股	5.34%	5.04%
2019年3月26日	集中竞价	大集控股	5.04%	4.68%
2019年3月27日	集中竞价	海航旅游	31.81%	31.52%
2019年3月28日	大宗交易	大集控股	4.67%	2.67%
2019年3月28日	大宗交易	海航旅游	31.52%	31.20%
2019年3月28日	集中竞价	海航旅游	31.20%	31.17%
2019年4月19日	协议转让	海航旅游	31.17%	28.35%
2019年4月19日	协议转让	大集控股	2.67%	0.00%
2019年9月20日	集中竞价	海航旅游	28.35%	28.29%
2019年9月23日	大宗交易	海航旅游	28.29%	27.35%
2019年9月24日	集中竞价	海航旅游	27.35%	27.28%
2019年9月24日	大宗交易	海航旅游	27.28%	26.80%
2019年10月24日	大宗交易	海航旅游	26.80%	26.54%
2019年10月25日	大宗交易	海航旅游	26.54%	26.41%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析

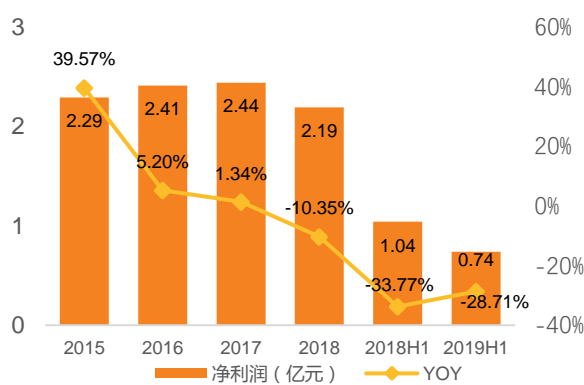
宏观环境承压，公司营收、净利润增速放缓。18年东南亚路线受普吉岛沉船等不安全事件以及国内宏观经济影响，营收、净利润增速疲软，变化率分别为 1.67%/-10.35%；19H1 受子公司天天商旅剥离影响，营收、净利润同比下降 8.46%/28.71%。

图 22：营收增速放缓



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：净利增长放缓，18年出现负增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

客单价小幅上升，游客人数受宏观环境承压，旅游业务营收增速疲软。18年东南亚路线受普吉岛沉船等不安全事件以及国内宏观经济影响，旅游社业务共接待游客 116.58 万人次，同比下降 6.79%；公司升级产品体系、优化门店渠道的战略取得积极成效，18 年客单价重回正增长，上升 7.53%至 6017.18 元/人，依托客单价提升，旅游营收小幅增长 0.22%；分类别来看，18 年公民零售、公民批发游客人数分别同比下降 8.18%/10.29%，但客单价分别小幅上升 10.34%/8.88%，营收基本与 17 年持平，企业会奖虽然人数同比上升 6.99%，但客单价有所下降，会奖整体收入仍下降 1.51%；19H1 受子公司天天商旅剥离影响，公民零售业务承压严重，收入同比下降 14.06%，旅游总体营收同比下降 8.61%。

表 4：旅游业务收入情况

		2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入（亿元）	公民零售	39.48	46.46	47.07	21.79	18.73
	YOY	32.17%	17.65%	1.32%	10.97%	-14.06%
	公民批发	8.86	12.90	12.60	5.27	5.12
	YOY	11.32%	45.54%	-2.33%	-8.46%	-2.91%
	企业会奖	9.57	10.64	10.48	4.93	5.40
	YOY	101.08%	11.18%	-1.51%	29.38%	9.41%
总旅游服务		57.91	69.99	70.15	31.99	29.24
	YOY	35.97%	20.85%	0.22%	9.54%	-8.61%
人数（次）	公民零售	637,741	700,510	643,196	—	—
	YOY	94.86%	9.84%	-8.18%		
	公民批发	201,673	382,267	342,938	—	—
	YOY	17.68%	89.55%	-10.29%		
	企业会奖	114,889	167,958	179,694	—	—
	YOY	213.36%	46.19%	6.99%		
总旅游服务		954,303	1,250,735	1,165,828	—	—
	YOY	78.27%	31.06%	-6.79%		
客单价（元）	公民零售	6,190.60	6,632.31	7,318.14	—	—
	YOY	-32.17%	7.14%	10.34%		
	公民批发	4,393.25	3,374.60	3,674.13	—	—
	YOY	-5.42%	-23.19%	8.88%		
	企业会奖	8,329.78	6,334.92	5,832.14	—	—
	YOY	-35.84%	-23.95%	-7.94%		
总旅游服务		6,068.30	5,595.91	6,017.18	—	—
	YOY	-23.73%	-7.78%	7.53%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

铁餐业务实现稳定增长，航食营收小幅波动。18 年铁餐业务新承接 22 条铁路线各站服务标的，配餐量激增 312%，但受铁路配餐制度改革，客单价下降 66.96%，铁餐营收上升 36.12%，19H1 铁餐保持稳定增长趋势，同比增长 5.78%；16-18 年航餐业务配餐量及客单价稳步上升，但 19H1 航餐营收同比下降 9.68%，原因系国内航司为降本增效对下属部分航线进行转型并调整航食配餐标准；由于航餐营收占比较高，19H1 整体配餐业务小幅下降 6.37%。

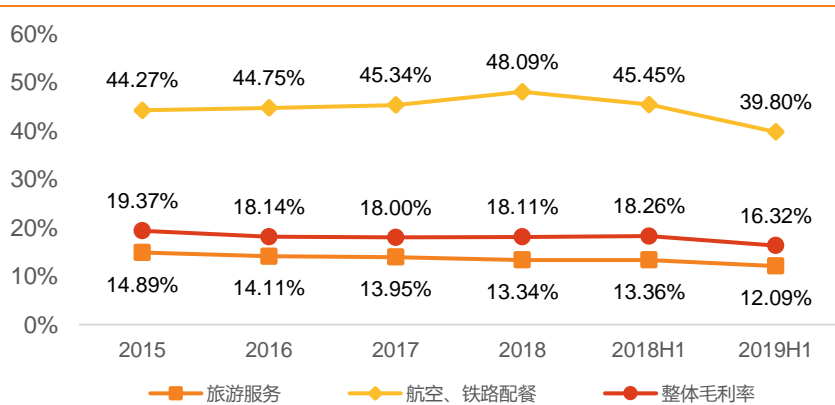
表 5：航空、铁路配餐收入情况

		2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入(亿元)	航空配餐	6.51	8.37	8.90	4.40	3.98
	YOY	22.22%	28.53%	6.35%	10.02%	-9.68%
	铁路配餐	1.26	1.93	2.63	1.20	1.27
	YOY	45.74%	52.76%	36.12%	58.24%	5.78%
	总配餐业务	7.77	10.30	11.53	5.60	5.24
	YOY	25.51%	32.46%	11.93%	17.68%	-6.37%
配餐量(万份)	航空配餐	3,143	3,641	3,781	—	—
	YOY	20.15%	15.83%	3.85%	—	—
	铁路配餐	203	253	1,043	—	—
	YOY	110.54%	24.74%	312.41%	—	—
	总配餐业务	3,346	3,894	4,824	—	—
	YOY	23.36%	16.37%	23.89%	—	—
单位餐收入(元)	航空配餐	20.71	22.99	23.54	—	—
	YOY	1.65%	11.00%	2.39%	—	—
	铁路配餐	62.13	76.29	25.21	—	—
	YOY	-31.21%	22.79%	-66.96%	—	—
	总配餐业务	23.22	26.45	23.90	—	—
	YOY	1.75%	13.91%	-9.64%	—	—

资料来源：公司公告，天风证券研究所

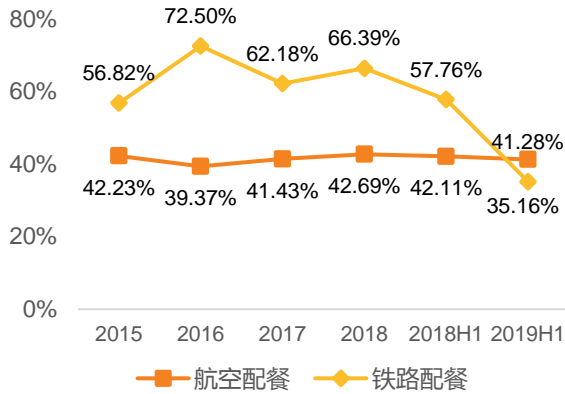
零售旅游承压、新业务培育致 19H1 毛利率小幅下降。2015-2018 旅游服务、配餐业务毛利率分别保持在 14%/45%左右，整体毛利率保持在 18%左右；19H1 铁餐业务毛利率下降 22.6PCT，原因系部分新增线路尚未完全发展成熟，且新线路服务人员配置标准、经营管理费等营业成本提升，拖累配餐整体毛利率下降 5.65PCT；零售旅游业务营收下降，公司加大了营销力度，着力拓展营销渠道，受此影响公民零售业务/旅游业务整体毛利率下降 1.57/1.27PCT，最终 19H1 公司综合毛利率下降 1.94PCT。

图 24：19H1 两大业务毛利率均下降



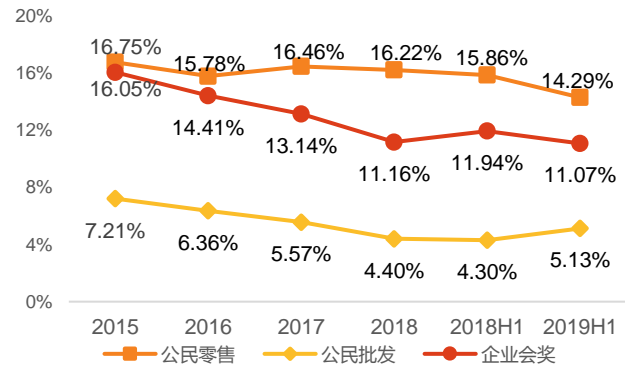
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25: 航空和铁路配餐的毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

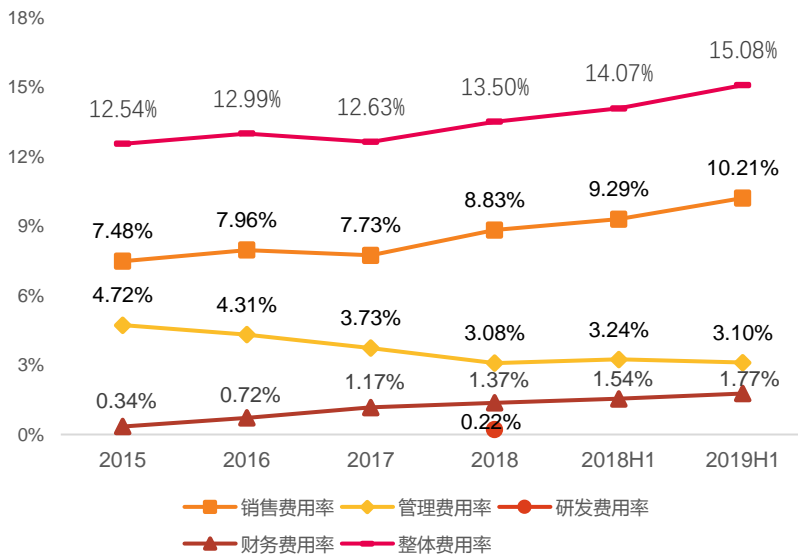
图 26: 旅游业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

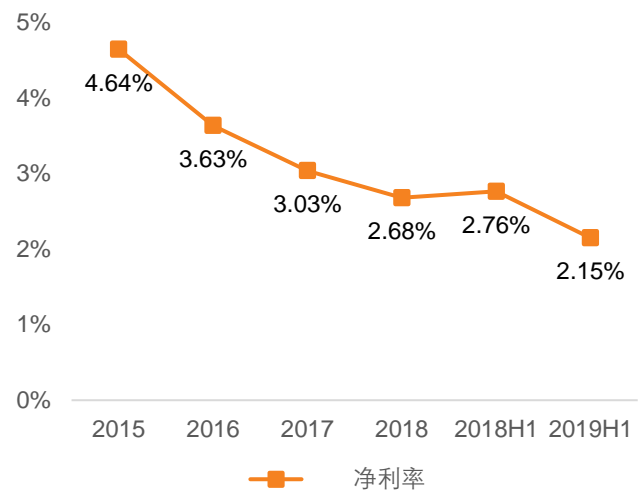
销售费用上涨, 成本、费用共同拖累净利率。18/19H1 公司销售费用同比上涨 1.1/0.92PCT, 呈上升趋势, 原因系公司为了应对下行旅游行业环境, 加大销售职工薪酬及广告宣传等销售费用所致; 管理费用、财务费用控制良好, 基本与去年同期持平; 整体费用率同比上升 0.87/ 1.01PCT。毛利率下降、费用率上升共同导致净利率下降, 15-19H1 净利率为 4.64%/3.63%/3.03%/2.68%/2.76%, 呈下降趋势。

图 27: 销售费用、研发费用上升



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 28: 毛利率、费用率拖累净利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

ROE 持续走低。营收增速疲软导致资产周转率呈下降趋势, 毛利率、费用率不断拉低归母净利润率, 导致 ROE 持续走低, 2019H1 为 2.79%, 同比下降 0.94PCT。

表 6: 杜邦分析

	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
归母净利润率	3.20%	2.74%	2.37%	2.03%	1.81%
资产周转率	1.49	1.4	1.34	0.61	0.57
权益乘数	2.54	2.95	2.88	3	2.68%
ROE	12.08%	11.35%	9.18%	3.73%	2.79%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

19H1 经营活动现金净流出 1.99 亿元。2018 年经营性现金流为 2.26 亿元，同比下降 54.55%，原因系职工薪酬和预付款上升，应付账款和预收款项下降；19H1 经营活动现金净流出 1.99 亿元，原因系公司营收下降、预付款上升，运营效率有所下降；19H1 账上现金为 12.46 亿元。

表 7：经营性现金流与账上现金（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
经营性现金流（亿元）	2.88	3.23	4.98	2.26	-0.2	-1.99
YOY	83.65%	12.20%	54.02%	-54.55%	76.40%	-906.50%
账上现金（亿元）	19.4	14.7	24.19	15.27	22.63	12.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业分析

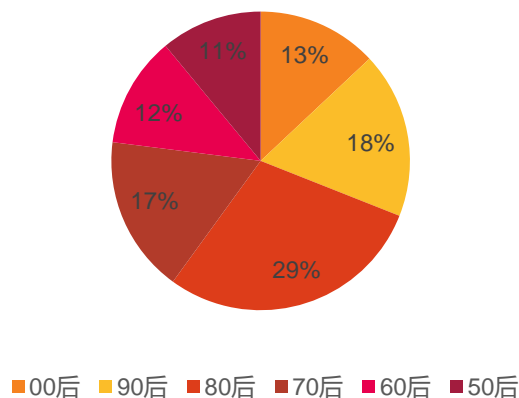
2.1 出境游：增长稳健，发展空间大

2.1.1. 需求端：消费观念转型，推动市场增长

高净值人群增长，消费能力提高。2017 年，中国高净值人群达 197 万，高净值人群更为看重舒适的旅行体验和合理的行程安排，因此消费需求更高，单次境外旅游人均消费在 5000 人民币以上。中国已成为几次于美国的全球第二大私人财富市场，高净值人群的增长将带动出境旅游发展。

年轻游客成主流，消费需求增加。随着 90 后的全部成年，2018 年，出境游市场 90 后游客占比 18%，首次超越 70 后成为第二大主力。由于年轻游客更易受到新鲜事物影响，相对于喜欢做完备旅行攻略的旅行者，年轻游客更容易产生即刻出游的想法；同时，年轻游客的个性化追求也推动了定制旅游的流行，2018 年，携程定制境外游需求量增长 150%，人均消费 7800 元。

图 29：00 后成为出境游新主力



资料来源：《2018 年中国游客出境游大数据报告》，天风证券研究所

签证点增加，中国护照“含金量”提高，免签国家逐年增长。目前中国免签/落地签国家和地区已达到 74 个，18 年新增免签国家 7 个。2002 年到 2017 年，中国公民普通护照签发量达 1.73 亿本，年均签发 1080 万本，受到中美贸易战缓和、中日签证放宽等事件的影响，未来境外旅游人次将有望继续增长。

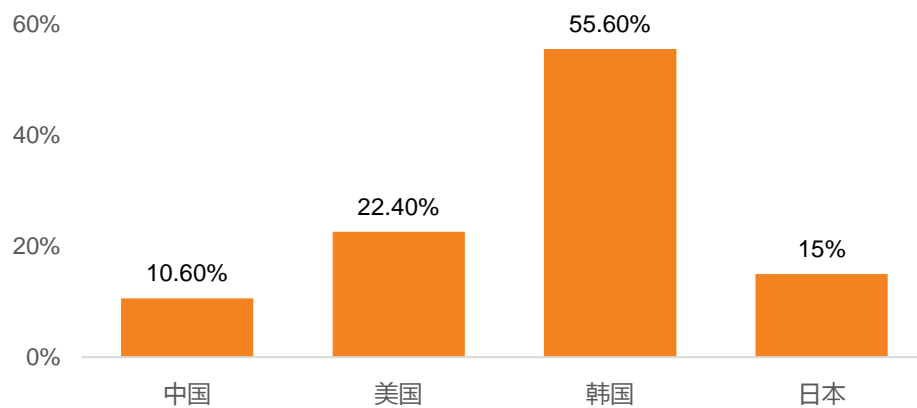
表 8：中国护照“含金量”提高

国家及地区	签证政策
冈比亚	有条件免签、落地签政策
津巴布韦	落地签证政策
巴林	有条件免签、落地签政策
白罗斯	免签证政策
缅甸	落地签政策
卡塔尔	免签证政策

资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

中国境外游渗透率较低，增长空间较大。截止 2018 年，持有因私护照数量约为 1.3 亿本，不到全国人口 10%，而相比国外数据，美国护照持有率为 42%，而英国则高达 76%，据携程 CEO 孙洁预测，2020 年中国护照持有率将扩大一倍。2018 年，我国境外游渗透率为 10.6%，相较于日本的 15%、韩国的 55.6%、美国的 22.4%（2017）仍处在较低位置，提升空间巨大。

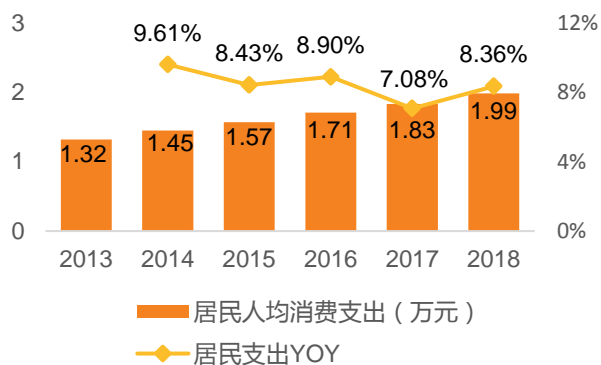
图 30：各国境外游渗透率



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

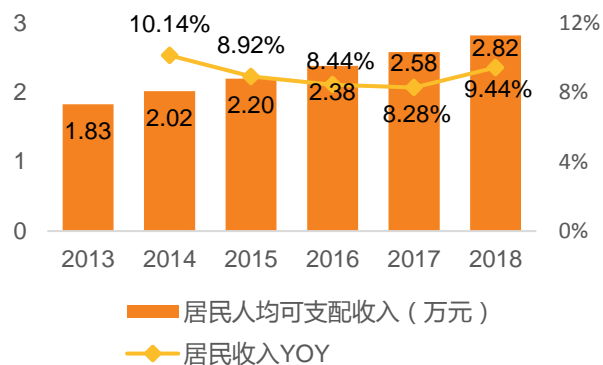
消费升级，出境游人均消费持续增长。居民收入近年来保持稳定增长，18 年实现人均可支配收入 28228 元，同时，居民消费意愿也在不断提升，18 年人均消费支出 19853 元，其中教育、文化和娱乐消费支出 2226 元，占总支出 11.2%。受居民收入与消费增加的拉动，游客人均消费持续增长。据中国旅游研究院估计，2018 年中国游客境外消费额为 1200 亿美元，人均单次境外旅游消费将达到 800 美元，约为 5400 人民币，较境内人均 925 元人民币差距较大。

图 31：人均消费支出持续增加



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 32：居民可支配收入稳定增长

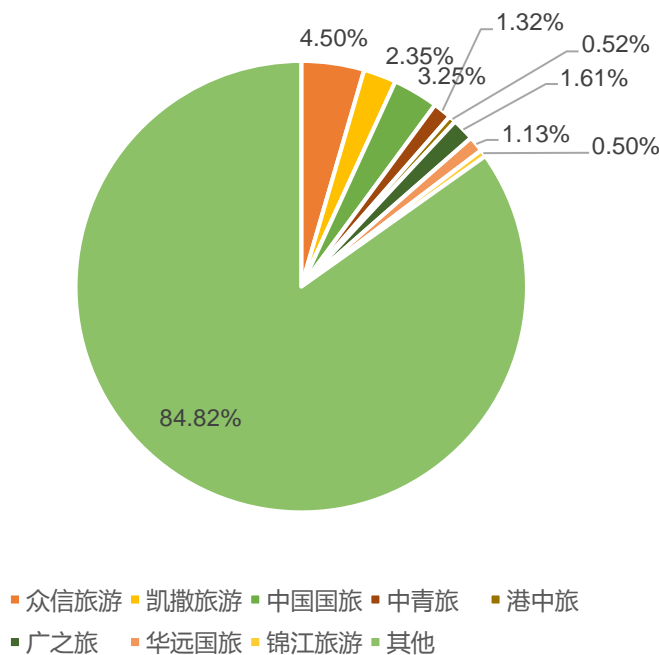


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.1.2. 供给端：竞争壁垒低，行业分散度高

竞争激烈，行业集中度较低。由于旅游业资源消耗低、投入资金少、综合效益好，因此，经营旅游行业的企业数量众多且不断增加。同时，线下旅行社属于劳动密集型产业，具有较高程度的产品同质化，行业壁垒低，整体行业集中度较低。

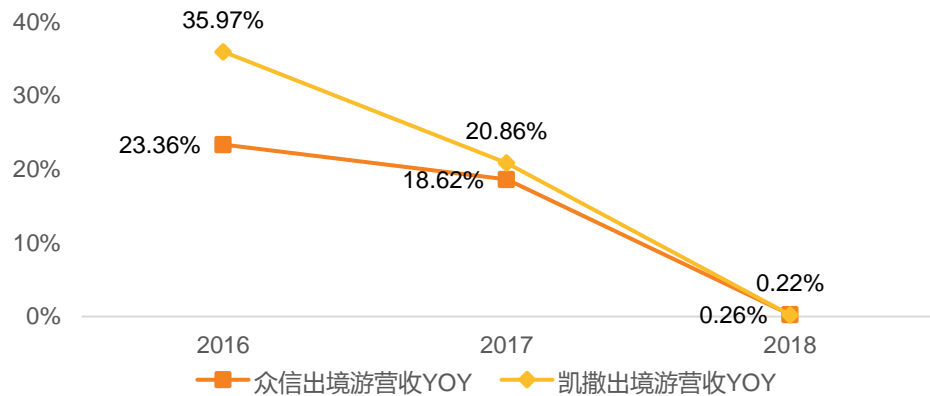
图 33：出境游龙头企业市占率较低



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

自由行火热，出境游营收增速减缓。2016年，出境自由行比例达57.6%，相较于跟团游，自由行所需支付给旅行社的费用更少，受此影响，旅行社出境游营收增长减缓。不过随着出境游逐渐向三、四线城市发展，由于签证语言等不便，跟团游仍然具有一定的增长空间，带动出境游营收的增长。

图 34：众信旅游、凯撒旅游出境游增速下滑明显

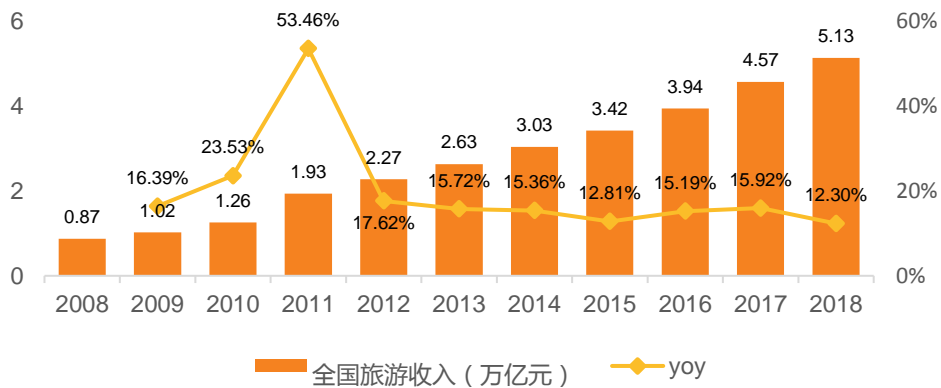


资料来源：Wind，天风证券研究

2.1.3. 旅游市场量价齐升，中国成为最大出境游客源国

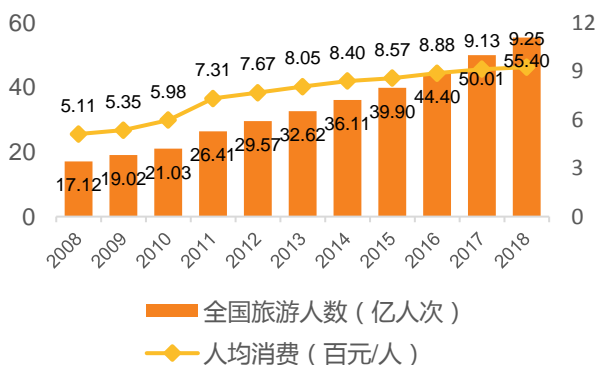
我国旅游业持续发展，量价齐升。受宏观计划的增长以及“十三五”等政策对旅游产业的支持引导，我国旅游行业保持平稳增长，2018年全国旅游收入实现5.1万亿元，同比增幅12.3%。在居民收入的提高和消费的升级的带动下，游客人均消费持续增加，在旅游项目支出上也长期保持第一；交通运输以及相关旅游服务的提升，也推动了全国旅游人数稳定增长，2018年达到55.4亿人次。

图 35：旅游业收入持续增长



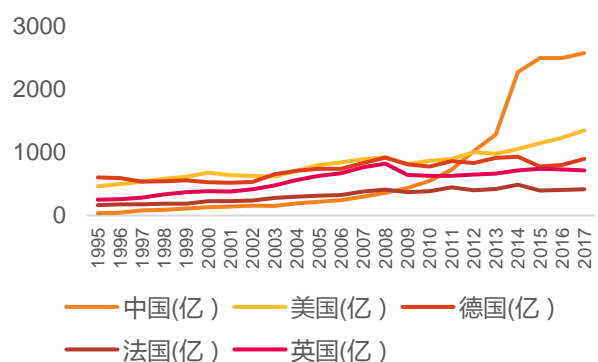
资料来源：文化与旅游部，天风证券研究所

图 36：旅游市场量价齐升



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

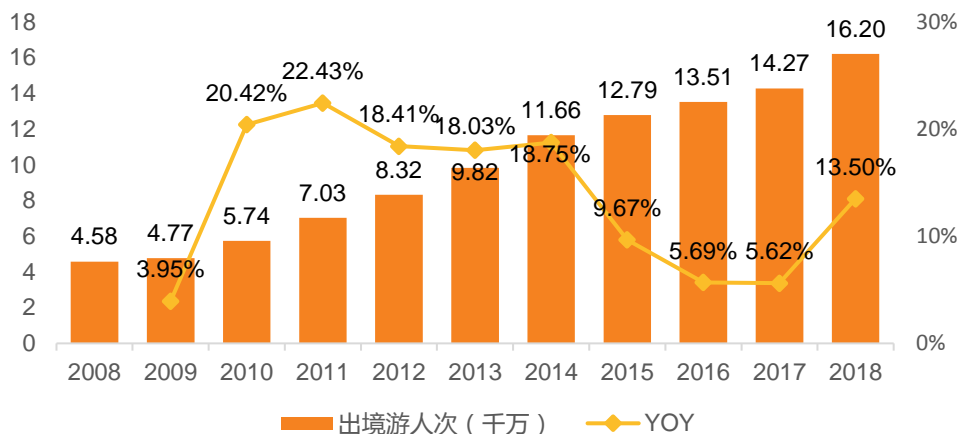
图 37：中国旅游支出保持全球第一



资料来源：世界银行，天风证券研究所

出境游客量增速回升，保持持续增长。2018 年出境游客达 1.6 亿人次，连续 16 年保持正增长，2016-2017 年受国家环境以及安全问题影响导致增速较低，之后逐步好转，18 年重回两位数。目前中国已经成为全球最大的出境旅游客源国。

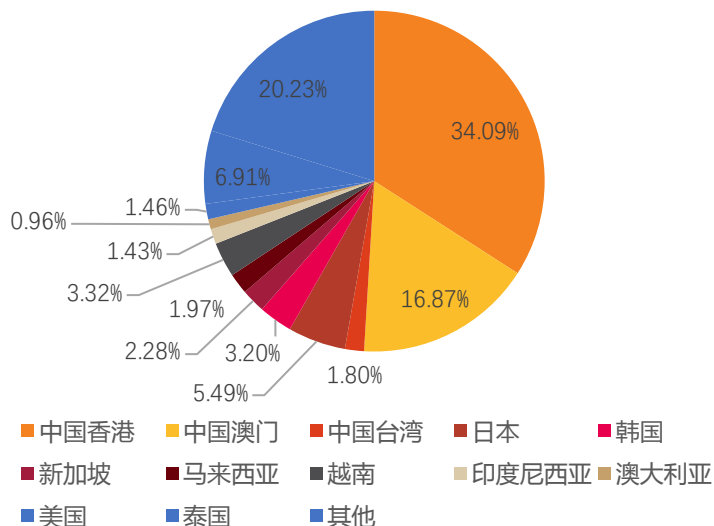
图 38：出境游人数（千万次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

港澳台依旧火热，东南亚占比逐渐上升。港澳台地区依旧是作为出境旅游的热门地区，此外，近距离旅行目的地中，东南亚地区尤其以日本和泰国近年来收到游客欢迎，其中，中国游客赴日旅游增长迅速，2018 年共计 822.04 万人次，同比增长 11.75%。受到 19 年日本对大陆学生游客放宽签证影响，赴日出游将成为更多大陆学生游客的选择，份额有望进一步上升。

图 39：18 年出境游目的地份额



资料来源：各国及地区旅游局，天风证券研究所

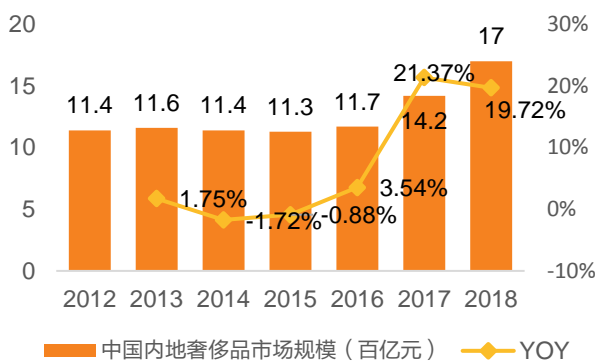
2.2. 免税：境内消费增长迅速，免税行业前景良好

2.2.1. 中国奢侈品市场巨大，海外消费逐渐回流

中国拥有世界最大奢侈品市场。2018 年全球奢侈品市场规模约 3470 亿美元，在中美贸易战、全球经济放缓等因素的影响下，仍然实现 12% 的增长。其中，中国奢侈品消费额为 1457 亿美元，同比增长 7%，占全球市场 42%。

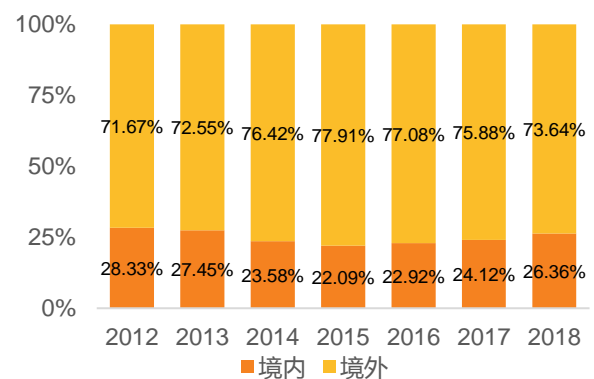
内地消费市场增长迅速，消费占比逐渐上升。受近年来进口关税下调等影响，近年来我国奢侈品消费回流明显，内地奢侈品消费额连续两年保持约 20% 的高增速，消费占比连续 4 年增长。受内地奢侈品消费需求的增长，免税行业大概率会得到相应带动。

图 40：内地奢侈品市场规模增长迅速



资料来源：《贝恩 2018 年中国奢侈品市场研究报告》，天风证券研究所

图 41：境内奢侈品消费占比逐步上升

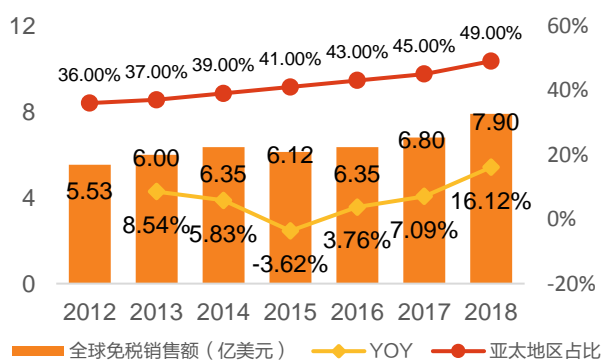


资料来源：《2018 中国奢侈品报告》，天风证券研究所

2.2.2. 全球免税市场发展稳健，国内市场充满潜力

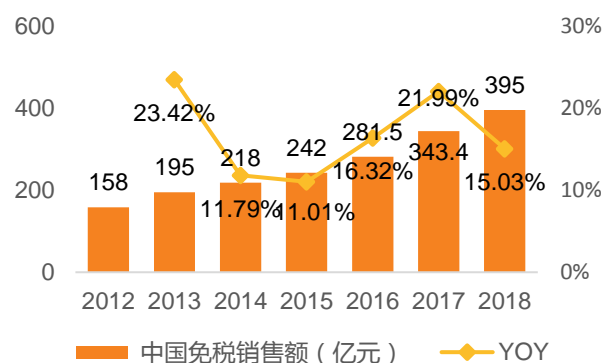
亚太市场作为全球免税的主要动力，中国市场保持高速增长。2018 年，全球免税销售额为 790 亿美元，同比增长 16%，其中，亚太市场占比为 49%，增长 4PCT，主导地位进一步增强。中国免税销售额实现 395 亿，同比增长 15%，按 18 年对美元平均汇率 6.6 来计算，中国免税市场占全球市场份额 7.6%，成为世界第二大免税市场，但相较于奢侈品市场 42% 的份额，增长潜力较大。

图 42：亚太地区主导免税市场



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

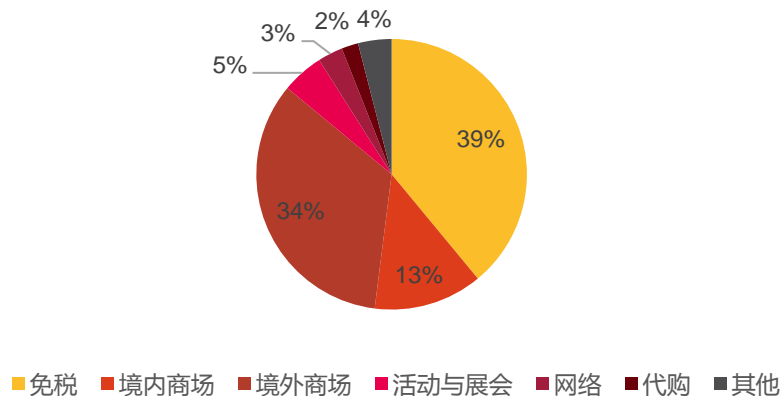
图 43：中国免税市场快速增长



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

免税市场配合消费回流，对比国外空间巨大。《十三五》明确提出引导海外消费回流，免税市场与奢侈品市场具有较为一致的目标用户，随着内地奢侈品市场迅速增长，受于消费渠道有限的影响，免税店作为最主要渠道，将会迎来新的增长期。对比韩国免税市场 70%~80% 的渗透率，2018 年中国免税购物渗透率约为 10%~23%，差距较大，随着市内免税渠道的逐步开放，中国免税市场发展空间巨大。

图 44：我国奢侈品主要购买渠道



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.2.3. 牌照资质稀缺，中免市占率较高

国内目前免税运营商主要包括中免、深免、珠免、中出服等，其中中免集团 18 年市场占有率达 84%，并完成了对日上（上海）51% 股权的并购，进一步巩固了在免税市场的地位；凯撒于 2019 年携手中出服切入免税市场，迎免税发展新契机。

表 9：国内主要免税运营商

免税运营商	成立时间	性质	主要经营区域
中免（18 年成功整合海免和日上）	1984	全国性运营商	机场/港口/口岸/离境免税，京沪等市内免税，海南离岛免税
深免	1980	区域性运营商	深圳各海口-离境免税
珠免	1987	区域性运营商	珠海各海口-离境免税
中出服	1983	全国性运营商	拥有针对出境游客等免税店经营资格

资料来源：中国报告网，天风证券研究所

3. 实控人变更理顺内部管理，携手中出服切入免税赛道

3.1. 控股股东变更为凯撒世嘉，有望集中资源优势发展主业

控股股东变更为原管理团队，聚焦主业理顺内部管理。自 19 年 3 月起海航持股比例持续降低，至 9 月 24 日，海航通过集中竞价及大宗交易被动减持公司 1245 万股（占 1.55%），创始人团队凯撒世嘉时隔 8 年重回公司第一大股东，海航退为第二大股东。此前，海航为控股股东期间，公司曾联合海航旗下资本布局体育旅游等业务，如参与乐视体育 B 轮融资等，资源分散使得公司难以全力发展出境游主业，同时加大内部管理与业务间协同的难度。近期，公司逐步剥离与主业关联性不强且盈利状况不佳的资产，如 6 月转让宝鸡国贸大酒

店、陕西国茂实业有限公司 100% 股权。本次控股股东重回创始人陈小兵团队手中，有望集中优势资源，聚焦主业发展，进一步理顺内部管理，提高运营效率。

3.2. 落地口岸免税、市内免税，未来业绩想象空间充裕

参股方式切入优质免税赛道，完善旅游零售布局。19 年 6 月，公司（持股 49%）与中出服（持股 51%）共同设立天津中服免税品有限公司，负责运营天津国际邮轮母港进境免税店。11 月，公司公告设立海南免税集团子公司，同时公告与中出服合作再升级，公司子公司海南免税集团收购江苏中服免税 20% 股权，江苏中服免税负责南京市内免税店运营。专门设立免税子公司，并接连参股免税公司，体现公司围绕旅游主业发展免税业务、完善旅游零售布局的决心。

免税行业肩负国家消费回流重任，为快速增长的优质赛道，或为公司未来业绩增长提供充足想象空间。高净值家庭占比提升催化我国奢侈品消费需求扩张，但国内购买渠道有限，以往境外免税店为消费者购买奢侈品的渠道，消费外流情况普遍，发展免税业为政府引导消费回流的重要举措。公司持股南京市内免税店为试水口岸免税店后的又一重要布局，为未来探索市内店、机场口岸免税店甚至海南离岛免税店打下基础。免税业务也将为公司业绩增长提供充足想象空间。南京市内店于 19 年 9 月 28 日营业，19 年 1-9 月，江苏中服免税实现营收 138.99 万，估算日营收约 46.3 万元，随着公司与中出服强强联手，免税产业发展空间广阔。

3.3. 坚持“渠道+产品+资源”一体化发展

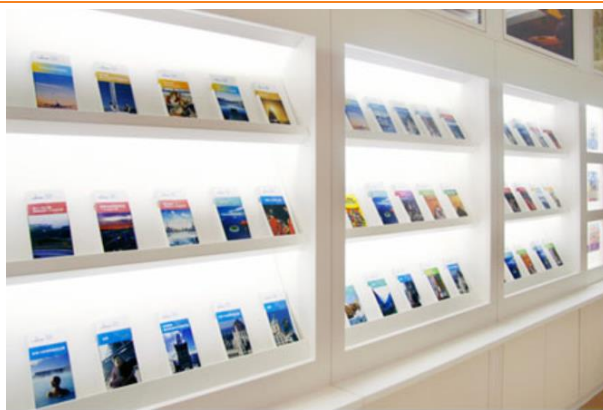
渠道方面，公司推进线上、线下渠道布局。线上方面，通过凯撒旅游网及 APP 进行直销，同时与 OTA 等线上渠道达成合作关系，两者合作共赢而非相互竞争。线下方面，公司在北京、上海、广州、成都以及沈阳等多个口岸及核心商业城市设立分子公司，加快拓展线下销售网络，截至 2019 年 11 月，公司在全国共有 45 家分子公司、213 家零售门店。2013 年起，推出凯撒旅游体验店，面向都市核心商圈消费者，搭建展示旅游产品、解说旅游产品的消费者互动平台。

图 45：凯撒旅游体验店：大屏展示旅游产品



资料来源：凯撒旅游官网，天风证券研究所

图 46：凯撒旅游体验店：超过 100 种旅游宣传品展示



资料来源：凯撒旅游官网，天风证券研究所

产品方面，创新服务及运作模式。公司深耕出境游行业 26 年，已形成覆盖大众、中高端、豪华的全面产品体系，迎合消费者需求与自由化消费理念不断创新，推出定制旅游产品和自由行产品。优化门店服务，为消费者提供专业、适当的旅游产品咨询服务，提升消费者购买体验。

表 10：凯撒旅游产品结构

分类方式	产品
按组织方式	团队旅游、邮轮旅游、度假旅游、自由行、定制旅游等
按旅游目的地	欧洲产品、美洲产品、非洲产品等
按产品销售方式	出境游批发、出境游零售、企业会奖
按产品价格档次	大众型旅游产品、精选型旅游产品、豪华型旅游产品等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

资源方面，与世界各地旅游局、邮轮、航空、酒店、金融企业建立良好的合作关系。①旅游目的地方面，公司在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地建立旅游目的地接待公司，同时已与全球各大洲 100 多个国家和地区的境外接待机构建立合作关系。②航空资源方面，已与国内、国际的 80 多家航空公司密切合作。③酒店资源方面，与万豪、希尔顿、洲际、雅高等国际知名高端品牌达成合作。

3.4. 海航依旧为大股东，协同效应将持续

海航持股依旧，对公司资源层面的支持不改。虽然海航不再为公司控股股东，但截至 19 年 10 月 29 日，海航持股比例 26.41%，依旧为公司第二大股东，预计将持续在旅游资源方面为公司提供支持，公司与海航之间的协同效应将持续。同时，公司旗下新华航食、海南航食、新疆航食、三亚航食等 7 家航食企业与海航旗下海南航空、祥鹏航空、首都航空、天津航空等航司已形成长期稳固合作关系，海航从第一大股东变更为第二大股东对双方合作关系的影响有限，未来随着合作航司增多、新增配餐航班，公司航空配餐业务稳健发展可期。

4. 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为传统出境游龙头，坚持渠道+产品+资源全面布局，发力上下游整合，线上以互联网为抓手获取流量，线下加速全国零售网络布局，公司的营销及服务网络已经覆盖全球 50 余座城市的 200 余个高端商业中心或核心社区。在宏观环境扰动背景下，短期出境游行业整体略有承压，公司适时与中出服强强联手，切入免税赛道，股权变更经营理顺，后续有望迎高速发展。我们预计公司 19-21 年净利润为 1.91/2.33/2.61 亿元。选取出境游行业、免税行业龙头公司中国国旅、众信旅游作为可比公司，参照可比公司估值，给予公司 19 年 35X PE，对应市值 66.85 亿元，对应目标价格 8.4 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：公司盈利预测

单位：亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	66.36	80.45	81.80	72.45	79.72	86.87
YOY		21.24%	1.67%	-11.43%	10.04%	8.96%
毛利率	18.14%	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
旅游服务						
收入	57.91	69.99	70.15	61.11	67.52	73.71
YOY		20.86%	0.23%	-12.89%	10.49%	9.17%
毛利率	14.11%	13.95%	13.34%	12.94%	13.14%	13.14%
公民零售						

收入	39.48	46.46	47.07	39.21	43.62	47.62
YOY		17.68%	1.31%	-16.70%	11.24%	9.18%
毛利率	15.78%	16.46%	16.22%	16.00%	16.20%	16.20%
公民批发						
收入	8.86	12.9	12.6	11.11	12.13	13.25
YOY		45.60%	-2.33%	-11.80%	9.18%	9.18%
毛利率	6.36%	5.57%	4.40%	4.00%	4.20%	4.20%
企业会奖						
收入	9.57	10.64	10.48	10.78	11.77	12.85
YOY		11.18%	-1.50%	2.90%	9.14%	9.14%
毛利率	14.41%	13.14%	11.16%	11.00%	11.00%	11.00%
航空配餐						
收入	6.51	8.37	8.90	7.99	8.72	9.52
YOY		28.57%	6.33%	-10.24%	9.14%	9.14%
毛利率	39.37%	41.43%	42.69%	42.00%	42.50%	42.50%
铁路配餐						
收入	1.26	1.93	2.63	2.74	2.93	3.14
YOY		53.17%	36.27%	4.04%	7.10%	7.10%
毛利率	72.50%	62.18%	66.39%	35.00%	36.00%	36.00%
物业租赁业务及其他						
收入		1.63	1.23	0.62	0.56	0.50
YOY			-24.22%	-50.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率			23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
净利率	3.20%	2.74%	2.37%	2.64%	2.92%	3.01%
YOY		-14.27%	-13.48%	11.23%	10.61%	3.08%

资料来源: Wind 天风证券研究所

表 12: 可比公司估值

公司名称	市值(亿元,19/11/11)	PE		
		19E	20E	21E
中国国旅	1712.32	36.54	32.73	27.27
众信旅游	49.58	22.52	18.95	15.99
均值		29.53	25.84	21.63

资料来源: Wind 天风证券研究所

5. 风险提示

大股东博弈风险: 2019 年 10 月, 凯撒世嘉及其一致行动人持有总股本的 28.98%, 海航旅游及其一致行动人合计持有 28.34% 股份, 两者持股比例差距不大, 尚存在大股东博弈风险。

渠道拓展不及预期: 出境游行业整体较为分散, 区域性龙头数量较多, 公司进行跨区域渠道拓展或未能达到预期效果。

宏观经济下行: 18 年下半年至今受中美贸易摩擦影响, 出境游行业整体受到压制, 当前宏观经济形势仍存在不确定性风险。

旅游目的地突发事件: 18 年泰国沉船等突发事件对东南亚地区出境游影响尚未完全消除, 未来不排除类似突发事件对区域出境游造成影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,418.72	1,527.40	1,883.19	2,246.45	2,220.36
应收票据及应收账款	1,055.44	1,004.31	686.16	1,174.07	852.83
预付账款	636.98	726.42	496.50	846.02	617.15
存货	10.84	13.24	13.01	13.14	17.69
其他	404.10	1,309.86	738.20	773.10	1,049.08
流动资产合计	4,526.09	4,581.24	3,817.06	5,052.78	4,757.12
长期股权投资	17.41	23.40	23.40	23.40	23.40
固定资产	260.34	253.54	264.73	295.36	324.66
在建工程	2.26	3.70	38.22	70.93	72.56
无形资产	116.57	135.24	115.46	95.67	75.89
其他	1,155.53	1,102.84	1,096.84	1,091.69	1,091.00
非流动资产合计	1,552.11	1,518.73	1,538.65	1,577.05	1,587.50
资产总计	6,078.20	6,099.96	5,359.20	6,631.00	6,346.17
短期借款	864.33	715.34	565.34	535.34	480.34
应付票据及应付账款	954.04	827.68	614.87	1,052.62	765.84
其他	1,277.17	1,357.71	1,049.28	1,475.56	1,265.76
流动负债合计	3,095.54	2,900.73	2,229.49	3,063.52	2,511.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	695.66	696.64	464.10	618.80	593.18
其他	97.69	117.04	73.12	95.95	95.37
非流动负债合计	793.35	813.67	537.22	714.75	688.55
负债合计	3,888.89	3,714.40	2,766.71	3,778.26	3,200.49
少数股东权益	174.76	168.81	191.87	219.16	250.86
股本	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00
资本公积	645.61	645.61	645.61	645.61	645.61
留存收益	1,215.12	1,406.71	1,597.62	1,830.57	2,091.83
其他	(649.17)	(638.58)	(645.61)	(645.61)	(645.61)
股东权益合计	2,189.32	2,385.56	2,592.50	2,852.73	3,145.68
负债和股东权益总	6,078.20	6,099.96	5,359.20	6,631.00	6,346.17

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	243.84	218.61	190.91	232.95	261.26
折旧摊销	63.86	60.91	34.08	36.44	38.86
财务费用	88.96	127.44	72.60	51.61	41.71
投资损失	(132.72)	(15.46)	(70.00)	(60.00)	(70.00)
营运资金变动	115.28	(1,155.73)	587.86	13.80	(232.07)
其它	118.34	990.38	23.06	27.29	31.69
经营活动现金流	497.57	226.15	838.51	302.09	71.45
资本支出	(53.19)	11.50	103.92	57.17	50.58
长期投资	0.62	5.98	0.00	0.00	0.00
其他	497.58	(987.18)	(97.41)	(74.84)	(30.97)
投资活动现金流	445.01	(969.69)	6.51	(17.67)	19.61
债权融资	1,567.52	1,456.36	1,046.77	1,177.22	1,101.79
股权融资	(70.02)	(80.87)	(59.01)	(30.98)	(21.09)
其他	(1,474.04)	(1,524.92)	(1,476.99)	(1,067.40)	(1,197.85)
筹资活动现金流	23.46	(149.43)	(489.23)	78.84	(117.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	966.04	(892.97)	355.79	363.26	(26.09)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
营业成本	6,597.38	6,699.22	6,008.94	6,596.58	7,189.43
营业税金及附加	17.41	19.36	17.15	18.87	20.56
营业费用	621.96	722.46	592.12	657.36	731.16
管理费用	279.41	251.85	217.35	239.17	260.60
研发费用	20.49	17.56	15.56	17.12	18.65
财务费用	93.72	112.09	72.60	51.61	41.71
资产减值损失	204.45	82.98	98.98	95.00	92.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	132.72	15.46	70.00	60.00	70.00
其他	(265.61)	(43.63)	(140.00)	(120.00)	(140.00)
营业利润	343.40	302.27	292.15	356.71	402.29
营业外收入	4.34	1.15	4.04	3.18	2.79
营业外支出	1.48	2.90	2.05	2.14	2.36
利润总额	346.27	300.51	294.14	357.75	402.71
所得税	102.43	81.91	80.17	97.51	109.76
净利润	243.84	218.61	213.97	260.24	292.95
少数股东损益	23.15	24.46	23.06	27.29	31.69
归属于母公司净利润	220.70	194.14	190.91	232.95	261.26
每股收益(元)	0.27	0.24	0.24	0.29	0.33

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.24%	1.67%	-11.43%	10.04%	8.96%
营业利润	10.97%	-11.98%	-3.35%	22.10%	12.78%
归属于母公司净利润	3.82%	-12.03%	-1.66%	22.02%	12.15%
获利能力					
毛利率	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
净利率	2.74%	2.37%	2.64%	2.92%	3.01%
ROE	10.96%	8.76%	7.95%	8.85%	9.02%
ROIC	61.76%	86.60%	19.83%	37.99%	39.54%
偿债能力					
资产负债率	63.98%	60.89%	51.63%	56.98%	50.43%
净负债率	-38.88%	-2.98%	-32.26%	-37.48%	-35.56%
流动比率	1.46	1.58	1.71	1.65	1.89
速动比率	1.46	1.57	1.71	1.65	1.89
营运能力					
应收账款周转率	9.44	7.94	8.57	8.57	8.57
存货周转率	620.88	679.19	551.85	609.71	563.49
总资产周转率	1.40	1.34	1.26	1.33	1.34
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.24	0.24	0.29	0.33
每股经营现金流	0.62	0.28	1.04	0.38	0.09
每股净资产	2.51	2.76	2.99	3.28	3.61
估值比率					
市盈率	27.18	30.90	31.42	25.75	22.96
市净率	2.98	2.71	2.50	2.28	2.07
EV/EBITDA	18.98	9.47	10.98	9.40	8.62
EV/EBIT	21.07	10.62	12.01	10.24	9.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com