

证券研究报告—深度报告

社会服务

旅游综合 II

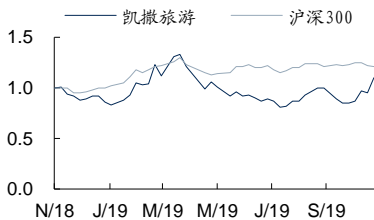
凯撒旅游(000796)

买入

合理估值: 10.4-10.7 元 昨收盘: 8.28 元 (调高评级)

2019年11月25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)	6,649/6,645
上证综指/深圳成指	2,885/9,627
12个月最高/最低(元)	10.99/5.85

相关研究报告:

《凯撒旅游-000796-2019年三季度报点评: Q3扣非有所改善, 实控权落地, 开启新篇章》——2019-10-31
 《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年一季度报点评: 18年业绩平稳, 关注控股权博弈》——2019-04-30
 《凯撒旅游-000796-2017年三季度报点评: Q3旅游主业表现稳定, 着眼明年积极布局》——2017-10-31

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。

深度报告

创始人重掌帅印, 经营战略值得期待

● 出境游行业顺周期, 短看日本奥运亮点, 长看渗透率提升

出境游行业顺周期, 复苏时弹性显著, 龙头兼顾自身策略等影响。我国出境游自2011年开始爆发, 2015年后多因素下增长放缓, 出国游相对优于港澳游, 呈现出目的地分化和始发地下沉的特点。长线关注二三线城市人均GDP提升, 消费升级推动出境游需求增长; 护照持有率10%+仍有提升空间。2020年则关注目的地分化下的日本游爆发, 作为国人第二大出国旅游目的地今年前九月人次增长约15%, 2020年东京奥运会+港澳游挤出效应有望带来亮点。

● 创始人重掌帅印, 市场情绪有望缓解, 合作协同聚焦主业谋发展

公司系出境游全产业链龙头, 一主三辅(旅行社、配餐、免税、金融)谋发展, 2018年出境游贡献收入、业绩的86%、73%。2015年公司在海航支持下登陆A股, 市值曾突破300亿元, 后因行业景气及海航问题承压。创始人陈小兵系持股28.98%, 重回实控人, 市场情绪有望逐步缓解, 且陈小兵经验丰富, 有望带领公司继续聚焦出境游主业积极谋发展。此外, 海航系未来仍有望继续作为公司重要股东, 在公平交易的基础上谋求合作共赢。

● 日本游有望爆发助力出境游复苏, 免税等新业务带来未来新看点

公司民企机制灵活, 零售渠道200余个网点, 全产业链优势明显, 盈利能力优于同行。基本面角度, 2020年公司经营有望拐点向上, 主要系奥运背书, 拥门票独家代理权有望直接受益东京奥运会及日本游爆发; 中长线则关注多元化产品体系打造下持续分享行业成长和集中度提升红利, 免税等新业务将带来长期新看点。市场角度, 公司市值/估值跌至历史低位、弹性大, 若后续出境游复苏迎拐点, 公司有望迎戴维斯双击, 且进军免税业务也有利于提升估值弹性。公司近期公告未来一年内拟不高于10.55元回购0.5-1%股本用于员工激励。

● 风险提示: 宏观、汇率、疫情、竞争加剧、业务拓展不及预期、股东股权等。

● 基本面有望迎来拐点, 奥运+免税提供估值弹性, “买入”评级

预计19-21年EPS 0.22/0.30/0.34元, 对应PE37/28/24x。创始人重掌帅印, 2020年有望受益于东京奥运会及日本游爆发。目前公司估值系历史低位、弹性大, 奥运及进军免税有助于提升估值弹性, 且拟不高于10.55元回购用于员工激励。给予未来1年合理价格10.4-10.7元(24%-29%空间, 对应2020年PE35-36x), 上调至“买入”评级, 建议密切跟踪日本游景气度及免税进展。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,045	8,180	7,120	8,439	8,931
(+/-%)	21.2%	1.7%	-12.9%	18.5%	5.8%
净利润(百万元)	221	194	178	239	274
(+/-%)	3.8%	-12.0%	-8.2%	34.4%	14.4%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.24	0.22	0.30	0.34
EBIT Margin	6.3%	6.0%	2.4%	4.5%	4.9%
净资产收益率(ROE)	11.0%	8.8%	7.7%	9.9%	10.7%
市盈率(PE)	30.1	34.2	37.3	27.8	24.3
EV/EBITDA	18.8	19.3	48.6	25.1	22.3
市净率(PB)	3.30	3.00	2.88	2.74	2.59

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

投资摘要

估值与投资建议

预计公司 19-21 年 EPS 为 0.21/0.28/0.34 元，对应估值 36/28/23 倍。基本面角度，2020 年公司基本面有望迎来拐点，主要系奥运优势突出，拥门票独家代理权有望直接受益于东京奥运会及日本游爆发；中长线则关注多元化产品体系打造下持续分享行业成长和集中度提升红利，免税等新业务也有望带来长期新看点。市场角度，公司市值/估值跌至历史低位、弹性大，若后续出境游复苏迎拐点，公司有望迎戴维斯双击，且进军免税业务也有利于提升估值弹性。公司近期公告未来一年内拟不高于 10.55 元回购 0.5-1% 股本用于员工激励。总体来看，出境游行业顺周期特征明显，但若日本游推动整体经营复苏，公司有望迎戴维斯双击，给予未来 1 年合理价格 10.4-10.7 元，对应 2020 年 PE35-36x，上调至“买入”评级，建议密切跟踪日本游景气度及免税进展。

核心假设与逻辑

第一，明年日本游爆发，其他目的地整体平稳增长；配餐业务保持平稳增长。

第二，免税等新业务拓展顺利。

第三，海航系退居二股东或重要股东地位，但仍积极发挥产业协同。

与市场的差异之处

第一，市场部分投资者认为出境游行业顺周期，在目前宏观经济不明朗情况下仍会承压。我们认为，虽然出境游行业顺周期，但是具体到不同目的地表现有所分化，尤其是在东京奥运会、签证利好、港澳台游分流等情况下，明年日本游有望迎来爆发。

第二，市场担心实控权变更之后，会影响海航与公司的合作。我们认为，海航系虽不再担任公司第一大股东，但未来仍有望维持第二大股东或重要股东的位置，且考虑到“航空+旅游”合作模式本身互惠互利，有助于双方成长，因此未来预计上市公司仍有望与海航保持良好的公平合作关系，实现双赢。

股价变化的催化因素

第一，明年赴日游有望爆发，公司作为拥有奥运门票独家代理权的行业龙头有望率先受益。

第二，实控权回归创始人，前期海航等导致的估值承压有望缓解。

第三，积极参股中出服部分门店，未来有望借机切入免税业务。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济、汇率、大规模疫情、政治等系统性风险；

第二，行业竞争加剧，出境游、免税等业务拓展不及预期；

第三，海航资金链紧张、质押比例高、减持风险等。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值：9.02-9.42 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值：10.43-10.73 元.....	7
投资建议.....	7
出境游行业顺周期，短看奥运因素长看渗透率提升	8
出境游行业：顺周期特征相对明显，龙头兼顾自身策略影响.....	8
国内出境游成长：长看收入支撑签证利好下护照人数增长和渗透率提升.....	9
短期看目的地分化：2020 年东京奥运会带来日本线看点.....	11
公司概况：创始人重掌大局，股权变化带来新气象	14
凯撒旅游概况：地接出身，几经周折后创始人重掌大局.....	14
凯撒旅游上市以来股价复盘：行业及基本面扰动，历史估值波动较大.....	16
海航系预计未来或退居二股东地位，整体仍有望相互协同.....	16
公告股权回购计划，彰显对公司后续发展信心.....	17
业务分析：出境游为主，航食平稳，关注免税等延伸	18
出境游业务：零售为主，批零地接一体发展.....	18
航食业务：收入稳定增长，业绩过往有所波动.....	19
主业延伸：参股易生金服，布局免税等，拓展新的业务来源.....	20
出境游长线仍有支撑，短看东京奥运助力日本线爆发	21
出境游：民企背景，批零地接一体，零售策略持续优化.....	21
短期来看：奥运优势突出，独家代理明年有望受益东京奥运会.....	24
中长期成长：多元化产品体系打造，持续分享行业成长和集中度提升.....	26
参股中出服部分门店，积极探索免税布局	28
中出服背景：免税牌照相对稀缺，新政下后续有望持续扩张.....	28
凯撒旅游：积极参股中出服部分门店，未来有望借机切入免税业务.....	29
盈利预测	31
假设前提.....	31
未来 3 年盈利预测.....	31
盈利预测的敏感性分析.....	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	35
国信证券投资评级	36
分析师承诺	36
风险提示	36
证券投资咨询业务的说明	36

图表目录

图 1: 国际游客增速与全球经济表现.....	8
图 2: 日本人均 GDP 及其出境游出游率表现.....	8
图 3: 日本出境游表现与经济及汇率的关系.....	8
图 4: 韩国人均 GDP 及其出境游出游率表现.....	9
图 5: 韩国出境游表现与经济及汇率的关系.....	9
图 6: 途易收入变动趋势.....	9
图 7: 途易 14 年垂直整合后净利率明显提升.....	9
图 8: 出境游人次及增速.....	10
图 9: 港澳游、出国游人次及增速.....	10
图 10: 我国人均 GDP 在 2011 年超过 5000 美元.....	10
图 11: 2011 年及 2018 年各省市人均 GDP 水平.....	10
图 12: 2018 年上半年二线城市出境游人数增长明显.....	10
图 13: 一线城市出境游人数绝对量占主导.....	10
图 14: 2018 年中国出境游目的地前五名份额.....	11
图 15: 出境游构成与增长情况.....	11
图 16: 中国大陆游客赴港、澳游人次及增速.....	12
图 17: 中国大陆游客赴台湾游人次及增速.....	12
图 18: 中国大陆游客赴日、韩游人次及增速.....	12
图 19: 中国大陆游客赴泰国、越南游人次及增速.....	12
图 20: 中国大陆游客赴俄罗斯游人次及增速.....	13
图 21: 中国游客赴南非游人次及增速.....	13
图 22: 凯撒旅游借壳上市后的股权结构.....	14
图 23: 海航及其一直行动人股票质押比例较高.....	15
图 24: 交易前: 海航系为公司第一大股东.....	16
图 25: 交易后 (截至 9.24): 凯撒世嘉系公司第一大股东.....	16
图 26: 凯撒旅游上市以来股价复盘情况.....	16
图 27: 公司关联采购额及占总采购额的比例.....	17
图 28: 公司关联销售额及占总销售额的比例.....	17
图 29: 公司 2015 年至 2019H1 主营业务收入及增速.....	18
图 30: 公司 2015 年至 2019H1 主营业务占比.....	18
图 31: 公司 2015 年至 2019H1 旅游业务收入及增速.....	18
图 32: 公司 2015 年至 2019H1 旅游业务占比.....	18
图 33: 公司旅游服务业务毛利率和净利率.....	19
图 34: 公司旅游服务分产品毛利率水平.....	19
图 35: 公司 2015 年至 2019H1 配餐业务收入及增速.....	19
图 36: 公司航空及铁路配餐占比变化: 铁路配餐占比提升.....	19
图 37: 公司航空配餐业务毛利率.....	20
图 38: 凯撒旅游的业绩及扣非业绩表现.....	20
图 39: 易生金服的股权结构.....	20
图 40: 易生金服的主要机构.....	20
图 41: 凯撒旅游分区域收入表现及增速.....	21

图 42: 2018 年公司收入分区域构成情况.....	21
图 43: 凯撒分公司遍及国内及欧洲目的地主要城市.....	22
图 44: 凯撒旅游的门店数量变化.....	22
图 45: 旅游服务的成本构成及变化.....	23
图 46: 2018 年旅游服务的成本构成.....	23
图 47: 上市旅行社企业毛利率对比.....	23
图 48: 凯撒、众信、国旅总社净利率对比.....	23
图 49: 2019 年 6 月以来大陆赴港游明显承压.....	25
图 50: 2019 年 6 月以来大陆赴澳游也明显放缓.....	25
图 51: 日本入境游客数量及中国游客占比.....	26
图 52: 2018 年日本入境游客构成.....	26
图 53: 国内出境游龙头凯撒及众信的市占率.....	27
图 54: 韩国 Hana tour 的市占率水平高.....	27
图 55: 中出服股权结构及分支机构情况.....	29
图 56: 天津中服股权结构.....	30
图 57: 江苏中服股权结构.....	30
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%).....	6
表 2: 资本成本假设.....	6
表 3: FCFE 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元).....	6
表 4: EVA 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元).....	7
表 5: 同类公司估值比较.....	7
表 6: 中国护照含金量持续提升, 签证政策不断优化.....	11
表 7: 凯撒旅游近年来所获部分荣誉.....	14
表 8: 凯撒旅游上市以来的资本运作.....	15
表 9: 公司出境游业务上游资源丰富.....	22
表 10: 凯撒旅游在体育旅游方面经验丰富、优势突出.....	24
表 11: 近几届奥运会门票销售情况.....	25
表 12: 凯撒旅游 2020 年日本线出境游收入增速弹性测算.....	26
表 13: 2020 年出境游业务收入增速弹性测算: 假设日本线收入占公司出境游收入的 20%	26
表 14: 国内免税业务形态拆分.....	28
表 15: 国内免税运营商情况.....	28
表 16: 2016-2019 年国内出入境免税新政概要.....	29
表 17: 凯撒旅游分业务拆分预测.....	31
表 18: 未来 3 年盈利预测表.....	31
表 19: 情景分析 (乐观、中性、悲观).....	32

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：9.02-9.42 元

公司作为拥有奥运门票独家代理权的全产业链龙头，2020 年有望直接受益于东京奥运会及日本游爆发，预计其他目的地及配餐业务有望保持稳定增长；预计 2021 年在高基数上增速放缓，预计公司 19-21 年收入增速分别为-13%/19%/6%。随着公司经营的改善，预计 2019-2021 年公司毛利率分别为 17%/18%/18%。预计费用率稳中有降。假设所得税率为 27%，股利分配比率为 50%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	34%	21%	2%	-13%	19%	6%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	3%
营业成本/营业收入	82%	82%	82%	84%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%
管理费用/营业收入	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
销售费用/销售收入	8%	8%	9%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
营业税及附加/营业收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
所得税税率	23%	30%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
股利分配比率	29%	69%	53%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.17	T	27.20%
无风险利率	3.18%	Ka	9.50%
股票风险溢价	5.40%	有杠杆 Beta	1.39
公司股价（元）	8.28	Ke	10.70%
发行在外股数（百万）	803	E/(D+E)	79.28%
股票市值(E, 百万元)	6649	D/(D+E)	20.72%
债务总额(D, 百万元)	1738	WACC	9.28%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 和 EVA 估值方法，得到公司的合理价值区间为 9.02-9.42 元。

绝对估值的敏感性分析

下表是公司绝对估值相对 WACC 和永续增长率变化的敏感性分析。

表 3：FCFE 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
永续增长率变化	3.5%	12.40	11.40	10.54	9.80	9.15
	3.0%	11.78	10.89	10.12	9.44	8.84
	2.5%	11.26	10.45	9.75	9.12	8.57
	2.0%	10.80	10.06	9.42	8.84	8.33
	1.5%	10.40	9.72	9.13	8.59	8.11
	1.0%	10.04	9.42	8.86	8.36	7.92
	0.5%	9.73	9.15	8.63	8.16	7.74

资料来源：国信证券经济研究所分析

表 4: EVA 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	WACC 变化	WACC 变化				
		8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
永续增长率变化	3.5%	12.74	11.35	10.21	9.25	8.43
	3.0%	11.99	10.77	9.75	8.88	8.13
	2.5%	11.36	10.28	9.36	8.56	7.87
	2.0%	10.84	9.86	9.02	8.29	7.64
	1.5%	10.39	9.50	8.72	8.04	7.44
	1.0%	10.01	9.18	8.46	7.83	7.26
	0.5%	9.67	8.91	8.23	7.64	7.10

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 10.43-10.73 元

我们选取与凯撒旅游业务相近的上市公司做比较, 采用 PE 法估值。从出境游角度, 众信旅游近两年受宏观压力、出境游行业整体及东南亚线承压等影响, 业绩和估值有所承压; 岭南控股国企背景+业务发展相对平稳下, 估值表现也相对平淡。中国国旅以免税为主业, 在牌照及规模优势下, 盈利能力及业绩确定性强, 估值相对较高; 公司已进军免税业务, 在估值时可一定程度考虑免税业务对估值弹性的提升。国际对标方面, 近两年受宏观经济、英国脱欧等多因素影响, 国际出境游龙头公司业务也有不同程度承压, 估值相对平淡。

综合来看, 基本面角度, 在拥有奥运门票独家代理权背景下, 公司 2020 年有望直接受益于东京奥运会及日本游爆发; 市场角度, 公司估值弹性大, 若后续出境游复苏迎拐点, 公司有望迎戴维斯双击, 且进军免税业务也有利于提升估值弹性。同时考虑到公司近期公告未来一年内拟不高于 10.55 元回购 0.5-1% 股本用于员工激励。给予公司 2020 年 35-36x 的 PE, 对应股价 10.43-10.73 元, 相比 11 月 22 日收盘价 8.28 元, 尚有 30%-34% 左右的目标空间。

表 5: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11-22)	EPS (元)				PE				PEG (2019)	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
000796.SZ	凯撒旅游	8.28	0.24	0.22	0.30	0.34	34	37	28	24	3.07	66
A 股市场可比公司												
002707.SZ	众信旅游	5.24	0.03	0.25	0.30	0.35	187	21	18	15	0.15	46
000524.SZ	岭南控股	7.02	0.31	0.42	0.40	0.50	23	17	17	14	0.93	47
601888.SH	中国国旅	84.7	1.59	2.40	2.68	3.22	53	35	32	26	1.32	1654
全球市场可比公司												
039130.KS	Hana	292.38	6.45	-0.08	7.91	11.48	45	-	37	25	-	34
TUI.LN	途易	83.75	9.12	6.39	9.19	10.33	9	13	9	8	2.92	490
9603.JP	HIS	189.26	12.41	12.23	14.20	16.25	15	15	13	12	1.63	109
均值							56	20	21	17	1.39	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测。

备注: Hana、途易、HIS 的 EPS 均来自于彭博一致预期, 其他均来自于 Wind 一直预期; 表中货币单位均为人民币。

投资建议

综合上述几方面估值, 参考公司过往估值水平, 以及考虑到东京奥运会及进军免税业务对估值弹性的提升作用, 我们认为公司合理股票价值在 10.4-10.7 元之间, 对应 2020 年 PE 分别为 35-36x。我们认为, 创始人重掌帅印, 2020 年有望受益于东京奥运会及日本游爆发。目前公司估值系历史低位、弹性大, 奥运及免税有利于提升估值弹性, 且拟不高于 10.55 元回购用于激励。给予未来一年合理价格 10.4-10.7 元, 尚有 24%-29% 空间, 上调至“买入”评级, 建议密切跟踪日本游景气度及免税进展。

出境游行业顺周期，短看奥运因素长看渗透率提升

出境游行业：顺周期特征相对明显，龙头兼顾自身策略影响

全球来看，国际游客的增速受经济波动影响较大，但复苏弹性也显著。2001年（911等导致经济下滑）、2009年（全球经济危机），国际游客的增速都有了一定程度的下滑甚至负增长，分别放缓 7.85pct、6.04pct，与全球经济变化密切相关。此外，大规模传染疫情（2003年）、国际政治局势等也影响出境游。但危机消退后，出境游行业的复苏也更具弹性，如 2004、2010年，国际游客增速分别提升 11.39pct、10.38pct。

图 1：国际游客增速与全球经济表现



资料来源：DFWC、Wind，国信证券经济研究所整理

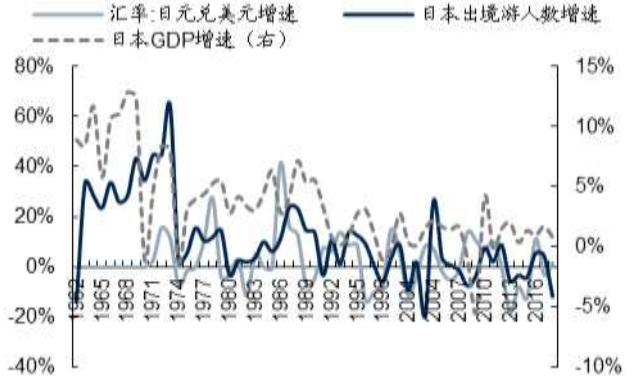
具体到各国出境游，其客流增长受发展阶段、经济水平、汇率变化及传染疫情、政治局势、突发事件等综合影响。以日韩为例，在其人均 GDP 达到 5000 美元后，其出境游有近 10 年的黄金成长期，虽受经济周期波动影响，但相对有限，多数增速显著优于同期经济增长，但其人均 GDP10000 美元后则更倾向于与经济增速共振，叠加汇率等因素影响。需要说明的是，韩国出游率 50%+，明显高于日本目前 15% 左右的水平，与本国旅游资源丰富程度，各国对航空航线支持力度，旅游习惯（购物政策）等各种因素相关。

图 2：日本人均 GDP 及其出境游出游率表现



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 3：日本出境游表现与经济及汇率的关系



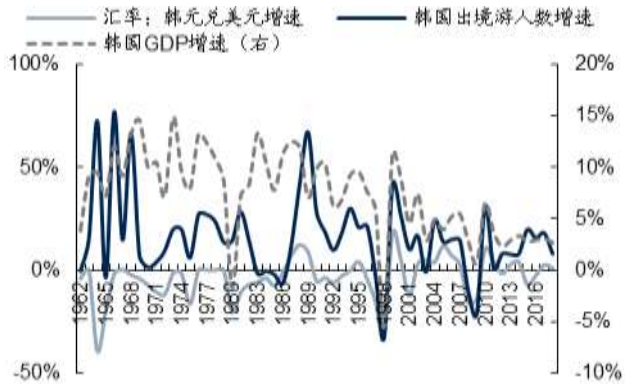
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 4：韩国人均 GDP 及其出境游出游率表现



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 5：韩国出境游表现与经济及汇率的关系



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

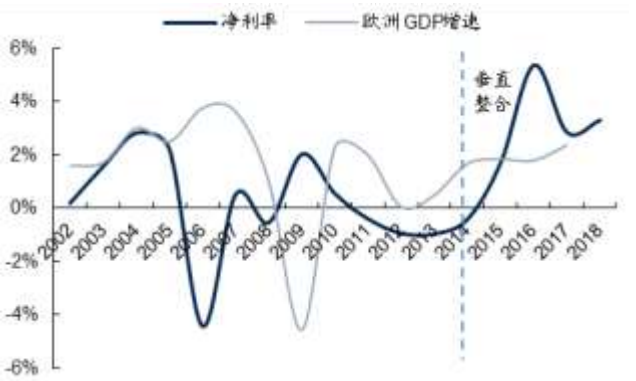
出境游龙头：收入顺周期，盈利受周期、整合及策略综合影响。作为全球出境游龙头，途易的收入增长与经济周期有一定关系，2009 因金融危机收入同减 10.33%，下滑明显。此后随着经济的复苏及公司经营策略调整，在复苏时表现颇具弹性，11 年、12 年增速分别提升 8.9pct、8.5pct。同时，途易的经营表现主要受其自身经营策略的影响，多次收入大幅调整与其收购或剥离业务相关。

图 6：途易收入变动趋势



资料来源：Bloomberg，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：途易 14 年垂直整合后净利率明显提升



资料来源：Bloomberg，公司公告，国信证券经济研究所整理

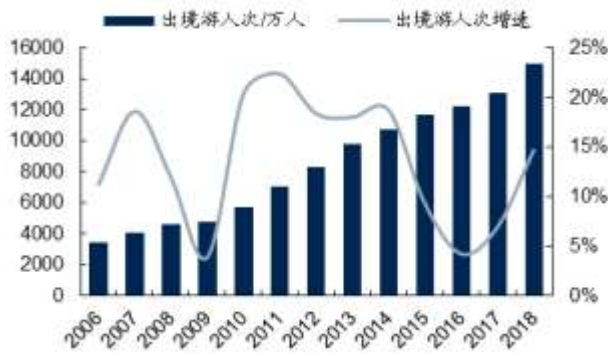
需要说明的是，2019 年 9 月 23 日，全球老牌旅行社品牌托马斯库克宣布破产，也引来了市场对旅行社行业的部分争议。不过，就其原因，托马斯库克的破产，一是持续的重资产扩张包括部分收购整合欠佳带来沉重的债务（Thomas Cook 破产之前曾在全球拥有 97 架飞机，2926 家店铺，21940 名员工等），二是互联网的持续冲击，三是英国脱欧带来的汇率影响及地缘政治动荡，订单的减少和汇率损失成为短期导火索。换言之，与自身经营策略失当及本身所处环境相关。

**国内出境游成长：长看收入支撑签证利好下护照人数增长和渗透率提升
二三线城市人均 GDP 提升，消费升级带动出境游需求增长**

结合我们此前报告分析，参考国际规律和我国实际，通常在国家人均 GDP 达到 5000 美元后，其出境游有望迎来爆发。国内出境游 2011 年后逐步爆发，2015 年多因素致增长放缓，出国游相对优于港澳游，目的地分化和始发地下沉是主要特点。根据国家统计局的数据，我国人均 GDP 于 2011 年正式迈入 5000 美元时代，出境游人数也出现了爆发式增长。15-17 年出境游增速放缓，一是受港澳游放缓拖累（港澳游占比 50%-60%），二是欧洲指纹签、韩国 MERS、萨

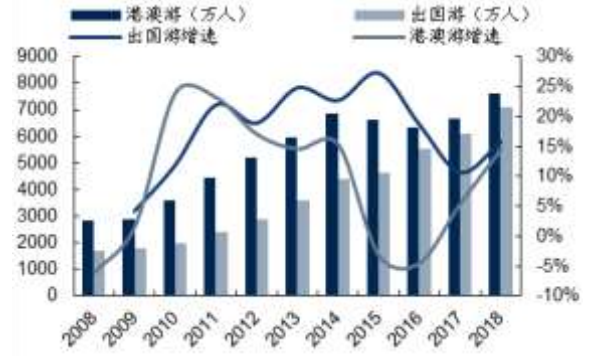
德事件等多因素影响，18年随广深高铁及港珠澳大桥通车，港澳游明显复苏(+14.5%)，推动18年出境游人次同增14.7%。仅看出国游，09年受经济影响出国游增速仅为4%；此后经济复苏，10-16年复合增速为25%；17年受萨德事件影响增速降至11%；18年韩国复苏但泰国受挫，叠加经济承压，增速不到16%。简言之，出境游目的地中绝对量来看港澳游占比较高，但12年后出国游增速超港澳游，逐步成为出境游行业增长的主要推动力。

图 8：出境游人次及增速



资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理
 注释：14年之前为“出境人次”，14年及以后为“出境游人次”

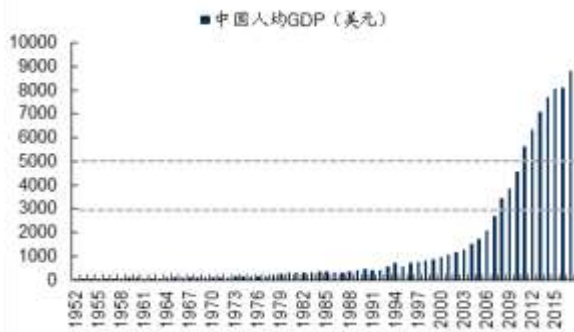
图 9：港澳游、出国游人次及增速



资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理

由于我国经济区域发展不均衡以及城乡差距等，出境游区域发展有所分化，近几年主要增长亮点来自国际航线下沉后二三线城市出境游的较快增长，但绝对量仍以一线城市仍相对主导。

图 10：我国人均 GDP 在 2011 年超过 5000 美元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：2011 年及 2018 年各省市人均 GDP 水平



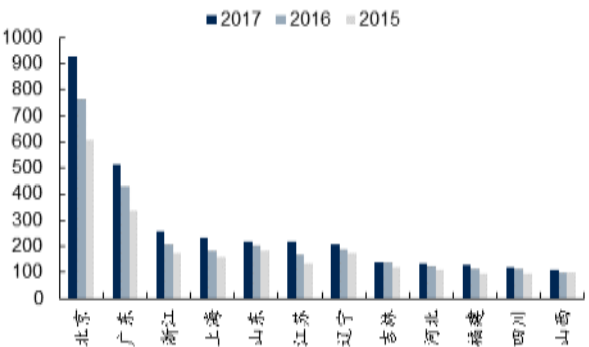
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：2018 年上半年二线城市出境游人数增长明显



资料来源：中旅院、携程等，国信证券经济研究所整理

图 13：一线城市出境游人数绝对量占主导



资料来源：中旅院，国信证券经济研究所整理

护照人数未来有望持续提升，签证政策持续利好有望推动出境游增长

从行业角度，虽然近两年地缘政治风险不断，但伴随免签国家的增加，签证政策持续利好，中国护照的含金量提升便利居民出游。根据国家移民管理局提供的数据，2017年中国公民普通护照签发量达1.73亿本，持有护照的人口超过10%。但从出境游的质量来看，2018年我国居民出境游虽已达1.5亿人次，占总人口比例超过10%；但除去前往港澳台的内地游客，2018年仅有约7074万人次去海外国家，仅占总人口的5%。因此，后续中长期来看我国居民出境游（尤其是出国游）比例仍有一定提升空间。

表 6：中国护照含金量持续提升，签证政策不断优化

便利待遇	国家和地区
互免签证（14个）	阿联酋、巴巴多斯、巴哈马、白俄罗斯、波黑、厄瓜多尔、斐济、格林纳达、卡塔尔、毛里求斯、圣马力诺共和国（需要先经意大利入境）、塞舌尔、塞尔维亚、汤加
单方面允许中国公民免签入境（18个）	印度尼西亚（巴厘岛等部分地区）、韩国（济州岛）、伊朗、越南（富国岛）、摩洛哥、突尼斯、安提瓜与巴布达、英属南乔治亚和南桑威奇群岛、英属特克斯和凯科斯群岛、圣基茨和尼维斯、牙买加、多米尼克、美属马里亚纳群岛（塞班岛等）、萨摩亚、法属波利尼西亚、阿尔巴尼亚（旺季免签，19.03.01-10.31）、法属留尼汪、海地
落地签及单方落地签（47个）	阿塞拜疆、巴林、东帝汶、印度尼西亚、老挝、黎巴嫩、马尔代夫、缅甸、尼泊尔、斯里兰卡、泰国、土库曼斯坦、塔吉克斯坦、文莱、伊朗、亚美尼亚、约旦、越南、柬埔寨、孟加拉国、埃塞俄比亚、埃及、多哥、佛得角、加蓬、科摩罗、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、毛里塔尼亚、圣多美和普林西比、坦桑尼亚、津巴布韦、贝宁、安哥拉、博茨瓦纳、莫桑比克、几内亚比绍、玻利维亚、圭亚那、苏里南、圣赫勒拿（英属海外领地）、帕劳、图瓦卢、瓦努阿图、乌克兰

资料来源：新华网等媒体报道，国信证券经济研究所整理。
注：印度尼西亚同时实行免签和落地签政策。

截至2019年11月，持普通护照中国公民可以享受入境便利待遇的国家和地区增加到79个，其中14个可与中国互免普通护照签证，18个单方面允许中国公民免签入境，47个单方面允许中国公民办理落地签证。此外，近几年多个国家在二三线城市增设签证中心，对低线城市出境游需求的刺激也将继续释放。

短期看目的地分化：2020年东京奥运会带来日本线看点

从出境目的地来看，2013-2018年通航国外城市个数从117个增加至167个，通航国外城市的增加不断丰富我国居民的出境目的地选择。随着主力消费群体逐步年轻化以及旅游需求渐趋个性化多元化，旅游目的地也持续分化。

图 14：2018年中国出境游目的地前十五名份额



资料来源：中旅游、各国旅游局、国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 15：出境游构成与增长情况



资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理
注释：14年之前为“出境人次”，14年及以后为“出境游人次”

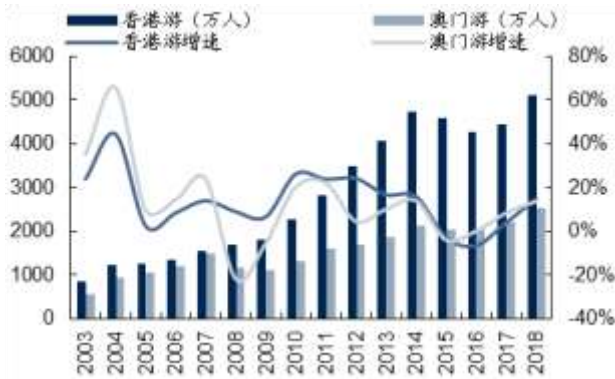
从各区域来看，亚洲是我国最主要的出境旅游目的地，游客占比相对最高。2018年中国赴港、澳、泰、日、越、韩游客数分别为5102、2526、1035、838、497、479万人次，分别占出境游总人次的34%、17%、7%、6%、3%、3%。其次为欧洲线及其他等。并且，由于亚洲线的几个经典目的地在我国出境游的

绝对量中占比较高，因此这几个目的地的波动对行业数据及涉及上市公司影响较为直接。

东南亚出境游绝对主导，欧洲线相对稳定，其他新兴目的地崛起

亚洲：2015-2016 年港澳持续走弱，2017-2018 年企稳回升，直至 2019 年上半年，但 2019 年下半年受香港暴力事件持续升级等因素影响开始持续承压，短期来看仍未平息，预计后续乃至明年仍有一定影响。台湾线方面主要受两岸关系影响，自 2008 年、2011 年相继开放大陆居民赴台团队游、个人游之后，赴台游人数连年增加；但随着蔡英文 2016 年上台，两岸关系趋紧，赴台游人数明显下滑（2018 年仅 270 万），直至今年 7 月份大陆暂停赴台个人游。

图 16: 中国大陆游客赴港、澳门人次及增速



资料来源：香港旅游发展局、澳门统计局，国信证券经济研究所整理

图 17: 中国大陆游客赴台湾游人次及增速

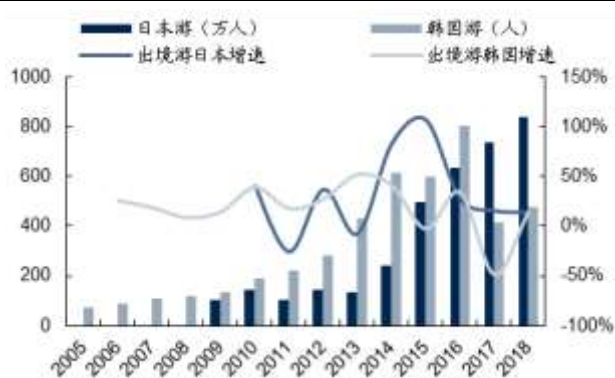


资料来源：台湾交通部观光局，国信证券经济研究所整理

日本、韩国受当地政治环境变动两年间波动较大。其中日本线近几年均表现相对突出，在签证政策、航班等利好助力下，2015-2018 年中国赴日游复合增速达 19%，2018 年为 838 万人次，占出境游总人次的 6%；伴随着签证的进一步放开及 2020 年东京奥运会的开展，预计明年赴日游有望迎来爆发。韩国线 2017 年限韩令后影响显著，当年中国赴韩游客同比骤减 48%，但近两年开始逐步回升，2018 年、2019 年 1-9 月中国游客人次同增约 15%、27%，但距赴韩游峰值还有一定距离。

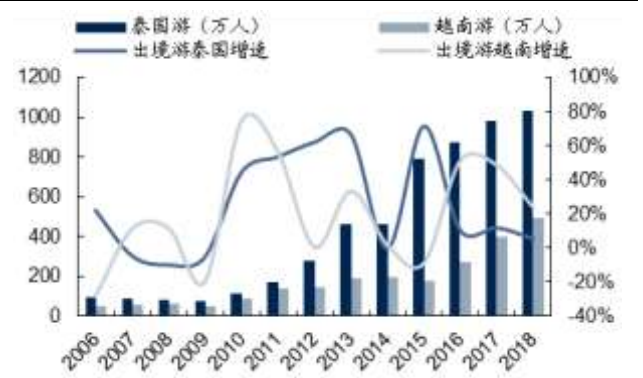
东南亚出境游持续升温，泰国占比最高，而越南、缅甸等新兴目的地迅速崛起。2016-2018 年中国居民赴越南出境游人数分别同比增长 51%、49%、24%。但 2018 年因泰国沉船事件后，泰国线承压，影响了东南亚整体的出游景气度，2019 年上半年泰国游在高基数基础上同比下滑不到 5%，7 月起在低基数基础上明显复苏，19Q3 累计同增 17%。

图 18: 中国大陆游客赴日、韩游人次及增速



资料来源：日本政府观光局、韩国旅游局，国信证券经济研究所整理

图 19: 中国大陆游客赴泰国、越南游人次及增速



资料来源：泰国旅游发展发办公室、Wind 等，国信证券经济研究所整理

欧洲：2016 年受到指纹录入签证新政策的冲击较大，2017 年以来德国、法国、意大利等传统西欧目的地增速相对稳健，丹麦、瑞典等北欧新兴目的地与俄罗斯等东欧新兴目的地迅速崛起。2015-2018 年中国赴俄罗斯出境游人数同比分部增长 20%/15%/15%/14%。

大洋洲：2016 年以来澳大利亚、新西兰等传统目的地表现相对稳健。

美洲：2016 年以来美国表现相对平稳，2019 年受贸易战影响阶段承压，南美洲新兴目的地迅速崛起。

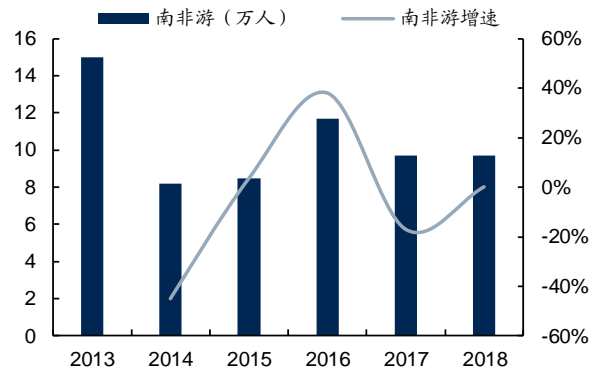
非洲：局势稳定后近三年中国游客快速增长，受签证政策影响较大。近三年来，随着非洲局势趋于稳定，埃博拉疫情等得到控制，中国赴非游客数量快速增长，2017 年达到 79.78 万人，2018 年同比增长超过 40%。对于中国游客而言，签证优惠成为最大的吸引点。自 2016 年摩洛哥对中国公民实施免签以来，中国赴摩洛哥游客数量成倍增长，由 2016 年之前的不足 2 万增加到 2017 年的 11.8 万人，2018 年进一步提高到 18 万人，同比增长 52.5%。另一方面，南非政府由于 2013 年起收紧签证政策，导致 2014 年中国赴南非游客锐减 45%。虽然此后略有回升，但 2017 年仍然由于严苛的签证制度导致中国旅客减少 17%。

图 20：中国大陆游客赴俄罗斯游人次及增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

图 21：中国游客赴南非游人次及增速



资料来源：南非统计局，国信证券经济研究所整理

总体来看，港澳游虽在出境游中绝对量占比高，但其主要以自由行为主，并不是旅行社核心线路。剔除港澳之后，其他绝对量占比高的目的地（例如泰国、日本、韩国）以及欧洲线长线经典目的地等波动对旅行社影响较大，建议重点关注其后续趋势和影响。

公司概况：创始人重掌大局，股权变化带来新气象

凯撒旅游概况：地接出身，几经周折后创始人重掌大局

凯撒旅游是一家集批发、零售和接待为一体的大型出境游全产业链运营商，最早于1993年创始于德国汉堡，创始人陈小兵。公司有着20年国际旅游市场运作经验，系全国旅行社10强，出境游5大运营商之一等。

表 7：凯撒旅游近年来所获部分荣誉

获取时间	荣誉称号
2019年	世界旅游联盟成员 2017年度最具影响力旅行社 BEST GROUP PRODUCING, REVENUE & MATERIALIZATION
2017-2018年	出境游5大运营商 中国旅行社协会 副会长单位，上榜2017 BrandZ™最具价值中国品牌100强 2015年度全国旅行社集团十强，2015年度全国利税贡献三十强旅行社 2016年度旅行社行业颁奖盛典暨供应商排行榜榜单-澳新线、欧洲线、北欧俄罗斯线、邮轮线五强
2016年	2015-2016顶级旅游运营商 2016中国旅游十大商业领袖 陈小兵 国家旅业榜 2016年度最佳旅行社金牛奖
2015年	2015年旅行社行业颁奖盛典暨供应商排行榜——海岛线、邮轮线、澳新线、北欧俄罗斯线、欧洲线五强 2015-2016国家旅业风云榜——澳新线、中东非线、海岛线、欧洲线、北美线、日韩线、南美线、南亚线、台湾线10大批发商

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

凯撒旅游最早系欧洲地接社出身，主要负责组织和接待中国政府及商务人士来欧洲公务访问，2003年与保利集团旗下的保利国旅合并，正式转型成为一家位于北京的组团社，但同时保留了德国凯撒作为公司在欧洲的地接社供应商。

2011年6月，海航旅业（海航集团持有海航旅业100%股份）以2.8亿元人民币收购凯撒同盛合计51%的股权，控股凯撒旅游。海航入主后，凯撒旅游通过与海航合作共赢共同开发航线，演绎出了一个“航空+旅游”的发展模式。2015年9月，在海航的支持下，凯撒旅游成功借壳易食股份（主要系航空配餐等业务）登陆A股。具体来看，原易食股份5.55元/股向海航旅游、凯撒世嘉共发行4.32亿股，作价24亿元，购买凯撒同盛100%股权。此后，易食股份更名凯撒旅游，主业更加突出。借壳完成后，凯撒旅游的持股结构如下图所示。

图 22：凯撒旅游借壳上市后的股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

不过，客观而言，作为此前海航系旗下控股的上市公司，公司过往资本运作包括拟收购首都航空等相对也带来一些争议（如下图），进而阶段对股价有一定影响。同时，2017年下半年开始，海航系的资金问题逐步曝光，加之海航系的质押比例较高，引发市场关注。市场投资者开始担心海航资金链问题可能带来上市公司控股权的不确定以及由此带来资本运作方面的一些问题，对上市公司经营及估值都产生了一定的影响。

表 8: 凯撒旅游上市以来的资本运作

开始时间	结束时间	事项	影响
2015年11月	2016年5月	拟通过发行股份及支付现金收购海航旗下的北京首都航空及北京首都航空控股的控股权	重组终止，股价承压
2016年3月	2019年4月	通过入伙嘉兴基金投资乐视体育	2017年3月公司以5.59亿元向海航旅游管理转让5亿元嘉兴基金份额，确认5868万元投资收益并计提1亿元的减值准备；2019年4月以1元转让1亿元份额
2016年5月	2018年2月	拟定增80亿元完善营销服务网络	定增终止，股价承压
2016年9月	2019年1月	投资天天商旅（主营日韩出境游），持有其60%的股权，成为天天商旅的控股股东。	受出境游行业影响天天商旅2017年未完成业绩承诺，产生诉讼，凯撒同盛与天天商旅最终于19年1月达成和解，并将和解金额由1.06亿元降为5658万元，剥离天天商旅
2016年9月	2018年7月	投资海航旗下易生金服，并于18.1.20停牌筹划收购易生金服约60%的股权	收购终止，股价承压

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 23: 海航及其一致行动人股票质押比例较高

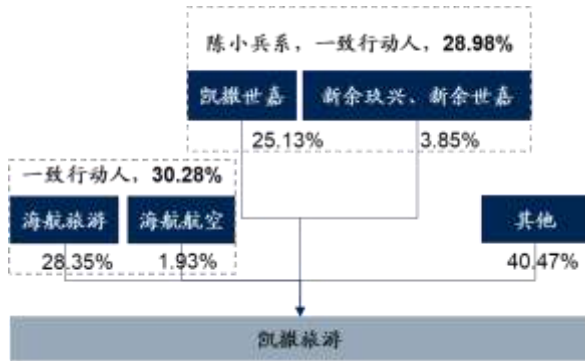


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

2019年9月，根据公司公告，海航旅游被动减持公司股份的1.55%，减持后海航系持股比例降至28.73%，而陈小兵系持股比例为28.98%，公司**第一大股东由海航系变更为陈小兵系**。10月，随着董事会换届选举的完成，凯撒世嘉成为公司的控股股东，陈小兵成为公司实际控制人，创始人回归尘埃落定。此外，按照公司公告，海航旅游及其一致行动人计划在2019年9月-2020年3月减持不超过公司总股本的6.0007%，换言之海航系未来持股比例有望进一步降低。

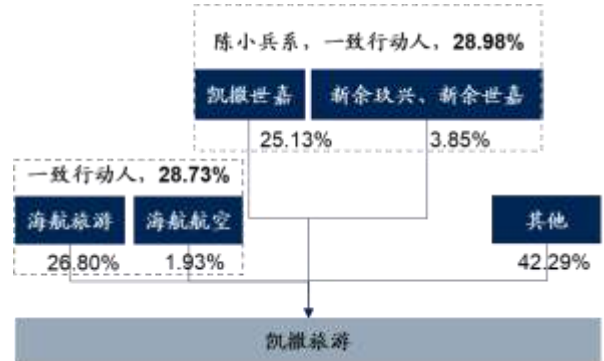
随着创始人重新成为公司的实控人，公司此前因海航问题带来的估值制约因素有望逐步缓解。并且，考虑陈小兵作为公司创始人，此前一直担任公司的副董事长及总裁，主管公司出境游业务，且对出境游行业有着敏锐的洞察，其未来重归主导预计有利于公司继续聚焦出境游主业积极谋发展。与此同时，海航系虽然不再为公司的第一大股东，但未来仍有望继续作为公司的第二大股东或重要股东，考虑“航空+旅游”合作模式本身互惠互利，有助于双方成长，因此未来预计上市公司仍有望与海航部分旅游关联资源保持良好的公平合作，强化其竞争优势。

图 24: 交易前: 海航系为公司第一大股东



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 交易后 (截至 9.24): 凯撒世嘉系公司第一大股东



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

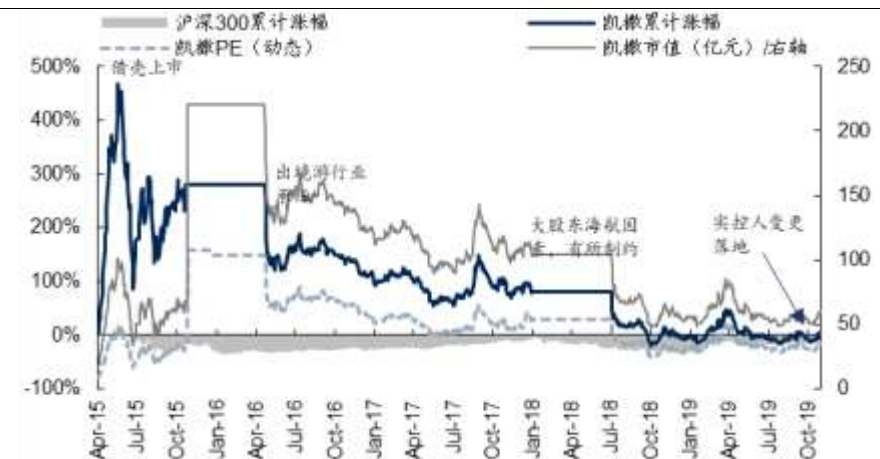
凯撒旅游上市以来股价复盘: 行业及基本面扰动, 历史估值波动较大

从股价表现来看, 凯撒旅游于 2015 年通过借壳易食股份登陆 A 股市场。由于出境游行业此时整体处于高景气, 且出境游行业本身大行业小公司的格局下行业整合想象空间广阔, 资本助力下可以支撑外延成长, 叠加此时资本市场对定增的支持和市场风格偏好外延并购逻辑的公司, 因此凯撒旅游自 4 月 17 日公告借壳事项后, 公司股价和估值快速上扬, 估值在 100 倍以上。

但此后, 2016 年开始出境游市场行业增速放缓 (欧洲申根签证指纹签导致非使领馆所在城市居民出行相对不变, 2017 年限韩令等), 整体承压, 加之定增受限下对其外延扩张逻辑也有所削弱, 股价和估值一路下调, 股价表现疲软; 2017 年行业呈现弱勢复苏态势带来股价阶段反弹, 但此后因大股东海航资金问题等因素, 叠加出境游行业持续承压 (包括 2018 年泰国线沉船事件等影响), 股价和估值持续下调。这一阶段动态估值大概在 30-50x 之间, 最低时约 20x+。

2019 年 10 月底以来, 公司股价开始企稳回升, 主要系公司控股权问题相对逐步明朗, 逐步走向创始人主导的有利格局, 以及公司公告进军免税领域, 由此股价和估值均有所回升。动态估值由不到 30x 迅速提升至 36x。

图 26: 凯撒旅游上市以来股价复盘情况



资料来源: 公司公告, 万德等, 国信证券经济研究所整理

海航系预计未来或退居二股东地位, 整体仍有望相互协同

目前来看, 截至 19.11.12, 海航旅游及其一致行动人仍合计持有公司 28.34%, 系公司第二大股东。虽然根据公告海航系后续可能还会有部分减持, 但按公告

的减持计划及减持限制，我们预计海航后续仍阶段会维持其第二大股东或重要股东的地位。考虑公司的业务模式本身与海航相互关联（机票采购、航食配餐业务销售等），海航二股东或重要股东的地位也有助于双方合作互利，保持其竞争优势。如下图所示，公司一方面向海航旗下的海南海航航空、大鹏航旅、香港航空等采购机票，以及其他例如广告、酒店等采购，2018年公司关联采购额为16.82亿元，占总采购额的25%，近3年一直关联采购额占比处于不断提升的状态（2016年占比为17%）；另一方面，凯撒向海航旗下的公司出售配餐、机票代理等服务，2018年公司关联销售额为6.99亿元，占总销售额的8.5%，相比2016、2017年有所下降。

图 27：公司关联采购额及占总采购额的比例



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：公司关联销售额及占总销售额的比例



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公告股权回购计划，彰显对公司后续发展信心

2019年11月10日晚，公司公告拟通过集中竞价交易方式回购公司股份，计划回购价格不超过10.55元/股。从回购价格来看，较公司2019年11月22日收盘价8.28元尚有27%的空间。回购股份比例在0.5%-1%（即402万股-803万股），拟回购金额不超过8472万元。回购周期为未来12个月内。

本次回购主要用于后续员工持股或股权激励计划。我们认为，本次回购一方面有助于进一步完善公司的长效激励机制，充分调动管理层、核心人员积极性；另一方面也彰显公司对自身长期发展的看好，有利于提振市场信心。

业务分析：出境游为主，航食平稳，关注免税等延伸

公司以旅游服务，航空、铁路配餐销售及服务为两大主营业务，2018 年收入占比分别为 86%和 14%，从业绩来看旅游服务占比为 73%。此外通过参股易生金服，2019 年参股中出服部分门店，对其他金融、免税业务有所涉猎。

图 29: 公司 2015 年至 2019H1 主营业务收入及增速



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 30: 公司 2015 年至 2019H1 主营业务占比

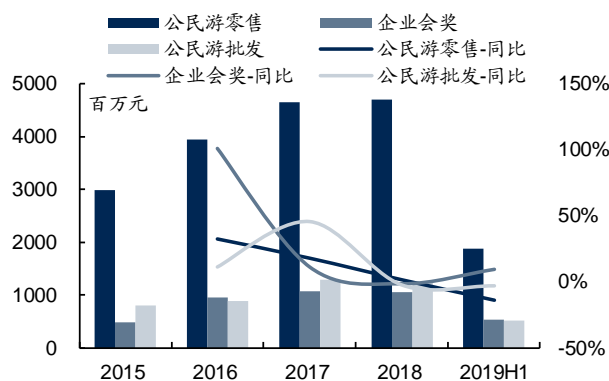


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

出境游业务：零售为主，批零地接一体发展

从出境游主业来看，公司主营出境游零售、批发、会奖及目的地旅游资源服务和管理，并以出境游零售业务为主。2016、2017 年公司出境游业务呈高速增长状态，2018 年受宏观经济承压及行业影响，出境游业务承压，18 年实现营收 70.15 亿元，同比增长 0.22%，2019 年上半年收入下滑 8.6%。零售是公司出境游业务的主要构成，2018 年出境游零售业务占旅游服务收入的 67%，近 3 年占比基本维持 66%-68%，持续占据绝对主导。2018 年批发业务占比 18%，近 3 年占比在 15.3%-18.4%之间。会奖业务占比 15%，近 3 年占比基本在 14.9%-16.5%。

图 31: 公司 2015 年至 2019H1 旅游业务收入及增速



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 32: 公司 2015 年至 2019H1 旅游业务占比

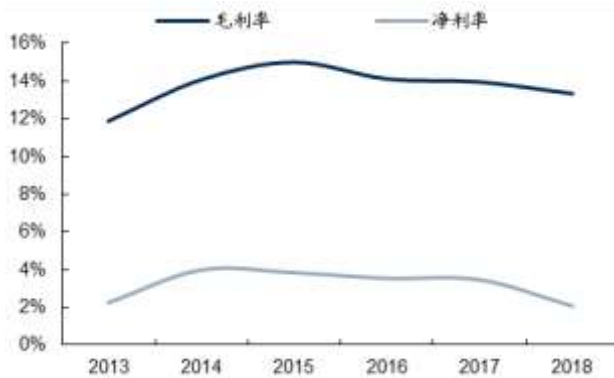


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

从盈利能力来看，2018 年公司毛利率为 13.3%，随着行业竞争的加剧及部分不可控目的地风险（如 18 年泰国线扰动等），近 3 年呈现持续下滑态势。具体来看，零售业务毛利率相对最高，2018 年为 16.2%，且在行业下行时较批发业务相对更承压；2018 年批发业务毛利率为 4.4%，较 15 年 7.2%承压明显；会奖业务毛利率为 11.2%，近 3 年也明显下滑。净利率方面，2018 年公司净利率为

2.0%，盈利能力近几年也有所承压。

图 33: 公司旅游服务业务毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所

图 34: 公司旅游服务分产品毛利率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所

航食业务：收入稳定增长，业绩过往有所波动

公司航食、铁路配餐业务主要依托海航集团拥有的航空、机场等资源，充分利用航空配餐的加工能力，发挥航空配餐的高标准、流程化加工优势，逐步渗透到具有产业相关性的其他细分餐饮行业（如铁路配餐、大型会展配餐）之中，从而有效形成业务关系紧密、资源共享充分、集约效应充分发挥的业务模式。

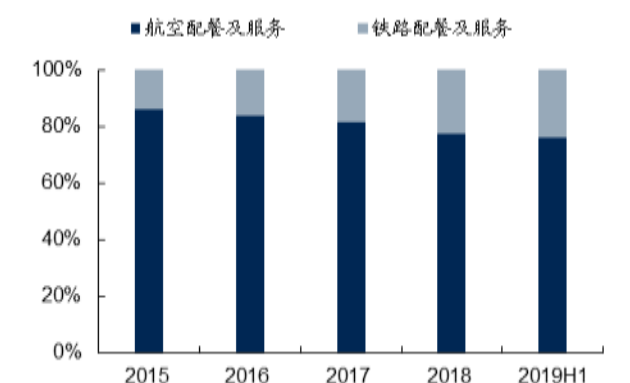
航空配餐业务增速放缓，铁路配餐占比提升。2016、2017 年，伴随行业的繁荣，公司配餐业务的收入增速分别达 26%、35%，其中航食业务收入增速分别为 22%、29%。2018 年受经济承压，航空公司收缩配餐服务，公司航食业务收入增速明显放缓至 6.4%；但铁路配餐相对支撑，低基数基础上实现了 36% 的增长，综合作用下使公司配餐业务收入同增 12%。从收入占比来看，2018 年航食业务占配餐业务收入的 77%，铁路配餐占 23%（2015 年仅 14%），铁路配餐占比不断提升。

图 35: 公司 2015 年至 2019H1 配餐业务收入及增速



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 36: 公司航空及铁路配餐占比变化：铁路配餐占比提升

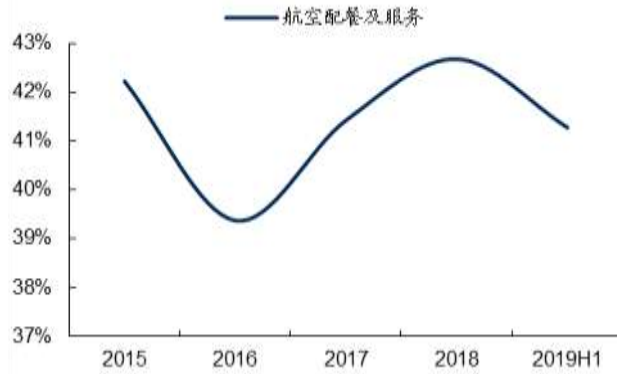


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

从盈利能力来看，近 3 年航食业务毛利率的稳中有增，2016-2018 年毛利率分别为 39.4%、41.4%和 42.7%。从业绩端来看，估算航食表现相对平稳，但从母公司和航食业务合并的角度（即合并报表业绩-凯撒同盛业绩），波动明显较大，主要是受资产减值、租金扰动、业务拓展费用等非航食业务影响：2016 年 Q4 公司计提宝鸡国贸酒店坏账以及航食业务发展和基金管理费用等一次性费用（合计 3875 万元），影响业绩增长；2017 年计提乐视体育 1 亿元投资资产

减值及其他商誉减值、坏账损失等 1 亿元（合计约 2 亿）；2018 年计提资产减值损失 0.83 亿元（航食及旅游应收款坏账准备，航食为主）。

图 37: 公司航空配餐业务毛利率



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 38: 凯撒旅游的业绩及扣非业绩表现



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

主业延伸：参股易生金服，布局免税等，拓展新的业务来源

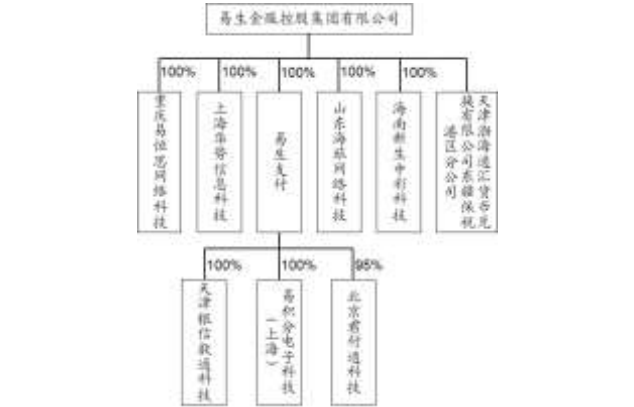
公司此前与海航旅游一起布局易生金服，如下图所示，结合天眼查数据，公司系易生金服的第二大股东，持股比例为 16.59%。

图 39: 易生金服的股权结构



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所

图 40: 易生金服的主要机构



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所

目前，易生金服旗下主要包括易生支付（拥有第三方支付牌照），天津渤海通汇公司（拥有货币兑换牌照），海南新生中彩公司（海航集团旗下唯一从事彩票行业的子公司，2009 年成立，目前经营的项目主要有“快 2”福彩文化娱乐城、飞鱼“体彩乐吧”文化娱乐城、以及淘彩乐网络彩票代购系统、高频彩票自助投注终端等）等。我们认为，在第三方支付和货币兑换等方面，凯撒旅游的出境游业务与易生金服存在一定协同效应，未来通过加强合作也能部分拓展新的盈利成长来源。

与此同时，公司还积极与中出服合作，今年 6 月、11 月先后参股中出服旗下部分免税门店，尝试以此介入免税业务，拓展新的长期增长点，具体后文将详细分析。

出境游长线仍有支撑，短看东京奥运助力日本线爆发

出境游：民企背景，批零地接一体，零售策略持续优化

结合前文和我们此前报告的分析，凯撒旅游最早 1993 年欧洲地接社出身，2003 年即开始在北京拓展组团出境游业务，此后随中国居民因私出境游的开放出境游行业的发展不断成长壮大，先发优势突出，并逐步成为集出境游批发、零售及地接业务于一体的国内出境游综合运营商，核心看点如下。

1、民营机制，业务经营灵活

公司成立后直至 2011 年期间一直系陈小兵控股，经营激励较为市场化。2011 年后身处海航系下，实际控制人系海航工会（海航工会成立于 1993 年 2 月 10 日，于 2014 年 1 月 3 日取得的海南省总工会颁发的“工法证字第 213800023 号”《工会法人资格证书》）。但工会法人的模式相对较为灵活，更加非国有化。且原创始人陈小兵一直处于二股东地位，一直强调市场化经营，2019 年四季度，随着陈小兵重掌大局，其市场化经营激励特点持续突出。

2、零售渠道网络丰富，战略调整趋于优化

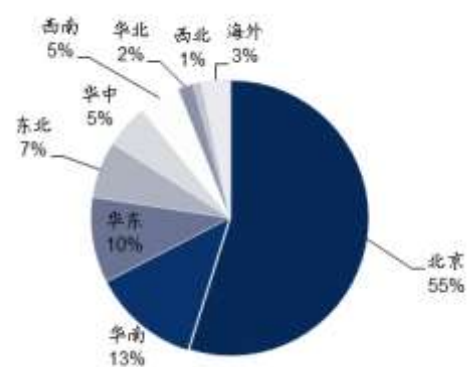
目前，公司营销及服务中心已经覆盖全球 50 余座城市的 200 余个高端商业中心或核心社区，截至 2019 年 10 月底公司在全国拥有 207 个门店，零售网络较为丰富。从区域来看，北京区域占比最高，截至 2018 年和 2019 年上半年，北京大区对公司出境游收入贡献分别为 55%、58%，影响最为显著。其次是华南地区业务通过近几年成长规模仅次于北京地区，14-18 年复合增速约 32%，2018 年销售额达 10.26 亿元（占比 13%）。其他华东、东北、华中、西南 2018 年的销售额占比分别为 10%、7%、5%、5%，14-18 年复合增速分别为 35%、22%、18%、54%。而华北、西北及海外地区业务体量相对较小。

图 41：凯撒旅游分区域收入表现及增速



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

图 42：2018 年公司收入分区域构成情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

零售渠道的变化：凯撒零售渠道发展，2014 年及以前相对稳健，2015 年借壳上市后，2015-2016 年公司门店开始高速扩张，在一二线、三四线均开始尝试，这与出境游行业本身的繁荣以及上市后的资金支持有关。但 2017-2019 年，公司零售门店略有收缩调整，一是出境游行业本身增速相对有所放缓，二是由于公司产品相对高端，对门店选址有一定要求，三是与大股东海航问题制约下经营更偏稳健等相关。

在创始人重掌大局后，立足此前发展得失，公司未来零售策略有望更加聚焦：一是顺应时代需求持续多元化零售门店模型升级，公司即将在北京合生汇推出

第四代零售门店，后续还继续通过多门店模型差异化精准定位；二是强化线上线下的联动，在产品与线上平台串联出行各环节与客户互动，提高满意度；三是侧重拓展企业大客户，开发了中国 500 强企业服务专区，线下拓展资源；四是持续提高单店单人收益以及强化异业合作导流等，并积极探索新的举措。

图 43: 凯撒分公司遍及国内及欧洲目的地主要城市



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所

图 44: 凯撒旅游的门店数量变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

3、上游合作资源丰富，确保产品品质

公司经过 26 年稳健发展，通过自建或合作的方式积累了丰富的高品质供应商资源，为公司维持行业龙头地位提供有力支持。如下表所示，公司无论在地接、还是航空、酒店、邮轮以及签证等方面，资源优势都十分突出。其中，需要特别指出的，2019H，公司获得日本东京市政府发放的“旅游行业经营许可证”，在日本开设公司在海外的第 8 家分支机构，有助于公司后续日本业务持续扩张。同时，对于出境游旅行社开展业务重要的制约因素签证，公司是业内为数不多在北京、上海、广州、沈阳、成都、天津、杭州、西安、长春、哈尔滨、大连等多个城市实现自主送签，特别是可在欧美主要旅游目的地国家使领馆备案并送签的旅行社之一，优势突出。

参股“携程系”旅悦集团，加码目的地上游资源。11 月 15 日，旅悦集团完成 A 轮及 A+轮融资，其中公司旗下的凯撒辉煌跟投。旅悦集团是集酒店管理、信息技术、采购贸易于一体的旅游互联网全产业链集团，由携程战略投资。旗下设有全球景区精品酒店品牌-花筑、经济型酒店-索性、印度商务连锁酒店-BeU 以及旅行预订与定制平台-花筑旅行 APP。二者合作，一方面凯撒可以为旅悦导流，目前凯撒度假的平台上已经可以购买花筑的酒店及自由行产品；二是借助入股旅悦，凯撒进一步实现上游目的地资源布局，今年凯撒在日本开设分公司，而日本恰恰是旅悦集团海外布局的重要目的地。

表 9: 公司出境游业务上游资源丰富

分类	说明
地接	公司在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地建立了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了合作关系。
航空	公司已与国内、国际的 80 多家航空公司建立了密切合作关系，其中包括海南航空，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。
酒店	公司已与国内、国际多家知名酒店集团达成合作关系，其中包括万豪酒店集团、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。
邮轮	公司与皇家加勒比游轮、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 家全球性邮轮公司达成深度合作，推出“全系列”邮轮产品，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。
签证	公司是业内为数不多在北京、上海、广州、沈阳、成都、天津、杭州、西安、长春、哈尔滨、大连等多个城市实现自主送签，特别是可在欧美主要旅游目的地国家使领馆备案并送签的旅行社之一。公司专业签证子品牌“签动全球”业务覆盖全球 105 个国家和地区，致力于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。

资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所

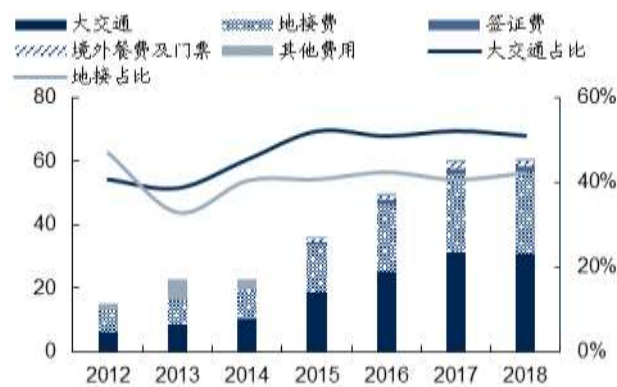
4、批零地接一体化，旅游业务净利率相对优于同行

公司作为国内出境游业务龙头，较早开始重点发力出境游零售业务，先发优势突出。海航 2011 年入主后公司强化了航空与旅游的结合，产品上持续升级。经过近些年的发展，公司形成了出境游批零地接一体的业务模式，覆盖了出境游“地接-批发-零售”全产业链，盈利链条相对较长，因此净利率相对有支撑，加之民企管理更为合理，费用控制较严格，其公司盈利能力相对优于同行。

具体来看，分拆出境游服务采购成本，大交通（机票为主）和地接是其主要构成部分，从近三年的水平来看，约稳定占出境游服务总成本的 93% 的左右。具体来看，2018 年大交通成本在公司采购中占比约 51%。地接方面，2018 年占采购总成本的 42%。

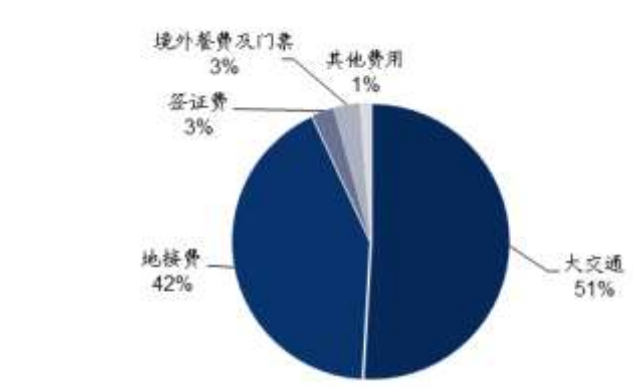
结合前文分析，公司在**大交通及地接方面具有一定优势**。大交通方面，公司依托股东海航旅游的航线资源，获取了出境游上游市场中最为关键的机票资源，且海航现在作为公司第二大股东，有望继续在公平交易的基础上展开合作，协作共赢。地接方面，因为公司本身是地接出身，在欧洲等许多重要目的地拥有自己的地接社或者与部分地接社本身就具有密切的关联关系，所以公司可以相对有效控制地接成本或者直接享有地接业务的部分收益。

图 45: 旅游服务的成本构成及变化



资料来源：公司关联交易报告书，众信年报，国信证券经济研究所

图 46: 2018 年旅游服务的成本构成



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 47: 上市旅行社企业毛利率对比



资料来源：公司关联交易报告书，众信年报，国信证券经济研究所

图 48: 凯撒、众信、国旅总社净利率对比



资料来源：公司关联交易报告书，众信年报，国信证券经济研究所

大交通及地接优势助力下，盈利能力领先同行。与同类竞争对手如中国国旅、中青旅相比，公司的毛利率和净利率都遥遥领先，也高于民营旅行社龙头众信

旅游，主要与公司批零地接一体的业务模式相关（众信相对批发为主）。具体看毛利率，公司旅游服务毛利率近三年维持在 13%-14% 左右，高出众信旅游 4pct 左右（业务模式差异）；净利率较毛利率波动较大，但近三年凯撒同盛净利率也均相对高于众信旅游 1.4-2.0pct 左右（业务模式差异及大交通优势差异），更是明显高于国旅总社。

短期来看：奥运优势突出，独家代理明年有望受益东京奥运会

公司体育旅游优势最突出。公司持续布局发展体育旅游，借助世界杯、奥运会、欧洲、美洲的篮球、足球、高尔夫等多项国际顶级赛事的观赛游和大型体育赛事参赛游的组织接待经验，倾力打造体育旅游大 IP。尤其在奥运旅游方面，公司此前四度服务奥运会，经验丰富，优势突出。2018 年 10 月，凯撒旅游确认成为 2019-2020 年中国体育代表团票务销售及接待服务供应商，为 2019-2020 年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，并提供相关接待、保障等服务。

表 10: 凯撒旅游在体育旅游方面经验丰富、优势突出

时间	说明
2008 年	凯撒旅游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	凯撒旅游作为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，引领数千名游客亲赴伦敦奥运赛场。
2016 年	凯撒旅游成为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，全面推广里约奥运观赛系列产品。
2018 年	凯撒旅游成为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，四度与奥运结缘。
2018 年 10 月	凯撒旅游确认成为 2019-2020 年中国体育代表团票务销售及接待服务供应商，为 2019-2020 年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，并提供相关接待、保障等服务

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

日本奥运会产品销售火爆，有望创造收入 3-4 亿元

公司此前伦敦、里约等奥运会相对国内居民目的地较远，因此虽然公司作为大陆地区独家票务代理商及接待服务供应商，但总体客流量规模有限，对公司整体收入利润影响相对非常有限。但日本游与伦敦游不同，结合前文分析，日本线在国内出境游的绝对占比较高，2018 年占出境游总人次的 6%，剔除港澳台游后，2018 年日本游占出国游总人次的 12%，是出国游的第二大目的地，是伦敦游人次的 18 倍。另一方面，结合我们的爬虫及持续跟踪等，截至目前，公司 2020 年的东京奥运会订单预售情况火爆，产品平均供需比约达 1:15；同时根据马蜂窝预测，日本奥运会期间，赴日游客对旅游内容的需求量将较同期增长 11 倍。

具体来看，首先参考伦敦、里约奥运会门票销售情况。伦敦奥运会共 660 万张门票，其中在英国以外的国家和地区销售的门票一共有将近 100 万张，分配给中国的门票是 1 万多张。里约奥运会共设置 750 万张门票，其中 230 万在巴西以外的国家地区销售；由于路途遥远、费用昂贵等因素，据携程等估算最后约有 3000 多名中国游客前往奥运会场观赛。根据东京奥组委信息，东京奥运会可售门票数量为 880 万张，其中 75% 满足东道国主场，25% 左右分给赞助商及各国 ATR，日本以外国家和地区观众门票大概 100 万张。结合我们的持续跟踪及相关报道，同时考虑到日本对中国游客的重视程度（日韩关系近期也不太好），以及中国参赛团队规模较大，两国距离非常近，初步估算中国最终可能获得约 1/10 比例，即可能接近 10 万张门票，其中包括中国队在内的热门项目门票估计会占比一半以上，当然不排除未来中国市场需求火爆而再分配可能。客单价方面，考虑到日本距离中国较近、门票数量对比往届奥运会较多、非热门门票以及部分门票单独出售的影响，假设热门赛事打包旅游产品价格至少 1 万元以上，非热门赛事以门票销售为主，保守估计客单价约为 3000-4000 元。综合来看，若明年日本奥运会期间无重大灾害疫情及政治、经济局势动荡等，初步估

算东京奥运会门票综合产品能为公司带来至少增量收入 3-4 亿元（热门赛事套餐产品不排除意向报名人数太多而价格明显上浮）。

表 11: 近几届奥运会门票销售情况

时间	奥运会	门票总数	非东道主国家地区门票数	中国门票数
2012 年 7 月 27 日-8 月 12 日	伦敦奥运会	660 万	100 万	1 万
2016 年 8 月 5 日-8 月 21 日	里约奥运会	750 万	230 万	约有 3000 多名中国游客前往奥运会场观赛
2020 年 7 月 24 日-8 月 9 日	东京奥运会	880 万	220 万（其中观众 100 万）	初步估算 10 万

资料来源：各国奥委会、新华网等，国信证券经济研究所整理

东京奥运会助力下，2020 年全年日本游有望迎来爆发

2020 年全年日本游有望爆发，带动公司日本线收入提升。从全年来看，若无重大自然灾害、政治动荡、宏观风险等，我们认为明年日本游有望迎来爆发，主要是基于以下几点考虑。

1) 港澳台游承压，短途游有望分流至日本游。2019 年 6 月以来，受香港事件影响，大陆赴港游人次明显下滑，澳门游也部分受影响。香港作为大陆游最大的短途目的地，2018 年占出境游比例为 34%，加上澳门合计占比 51%。同时，2019 年 8 月起，大陆暂停赴台个人游。目前香港、台湾局势暂不明朗，预计明年港澳台游或将继续承压，考虑出游成本及替代因素，我们认为港澳台短途客流可能部分分流至周边日本、韩国及东南亚目的地，其中日本有望直接受益。

图 49: 2019 年 6 月以来大陆赴港游明显承压



资料来源：香港统计署，国信证券经济研究所整理

图 50: 2019 年 6 月以来大陆赴澳游也明显放缓



资料来源：澳门统计暨普查局，国信证券经济研究所整理

2) 日本东京奥运会有望助力日本游的爆发。为迎接奥运会到来，日本国家旅游局表示，日本的三大旅游热门城市东京、大阪和京都 2020 年酒店客房数量将增加 38%；日本街道上进一步普及外语标志；在商店和餐馆推广无现金支付；到中国的重点城市如重庆进行推介等等。

3) 签证利好，自 2019 年 1 月起，日本再次放开对中国游客的签证发放条件，主要是简化 1243 所高校学生的单次签证申请手续、以及简化 3 年内 2 次以上个人游旅客办理多次往返签证的手续。

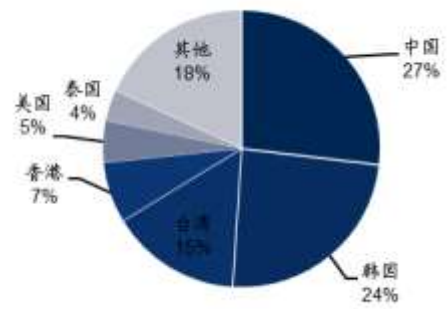
4) 日本政府计划在 2020 年接待访日游客 4000 万，其 2018 年共接待游客 3119 万人次，则要求 19-20 年 CAGR 为 13%，其中 2019 年 1-9 累计同增 4%，预计要想达成 4000 万人的目标，2020 年旅客数需要实现较高增长。其中中国作为日本第一大客源国，2018 年贡献日本入境游客人次的 27%，2019 年 1-9 月进一步提升至 30%。所以为促进入境游客数，日本有望进一步加强宣传、增加航班及优惠等，尤其是在日本与入境游第二大客源国韩国近期关系不太好的情况下，预计会着重加强对第一大客源国中国的游客吸引。

图 51: 日本入境游客数量及中国游客占比



资料来源: 日本观光局, 国信证券经济研究所

图 52: 2018 年日本入境游客构成



资料来源: 公司关联交易报告书, 众信年报, 国信证券经济研究所

综合上述因素, 预计明年日本游有望爆发, 预计大陆赴日游客量增速约在 30%-40%之间, 不排除达到 50%及以上 (叠加区域分流)。公司作为出境游行业龙头, 有望直接受益于行业的高增长。参考公司过往经营表现, 估算 2017、2018 年公司日本线收入占比约为 18%-23%, 详细测算如下表 12、表 13 所示。总体来看, 根据过往两年经营表现, 我们预计 2019 年日本线收入占比约为 20%, 若 2020 年日本线收入 (不含奥运数据) 同增 60%, 其他目的地平稳增长 5%, 则出境游业务收入即可同增 16%; 再加上东京奥运会期间增量的 3-4 亿收入, 预计 2020 年全年出境游业务收入增速约 22%-24%。若日本线及其他目的地增势更好, 则出境游业务有望迎来更高增长。

表 12: 凯撒旅游 2020 年日本线出境游收入增速弹性测算

客流增速\客单价增速	5%	10%	20%	30%	35%
20%	26%	32%	44%	56%	62%
30%	37%	43%	56%	69%	76%
35%	42%	49%	62%	76%	82%
40%	47%	54%	68%	82%	89%
45%	52%	60%	74%	89%	96%
50%	58%	65%	80%	95%	103%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

表 13: 2020 年出境游业务收入增速弹性测算: 假设日本线收入占公司出境游收入的 20%

其他目的地增速\日本增速	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
-5%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%
0%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
5%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%
15%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

**中长期成长: 多元化产品体系打造, 持续分享行业成长和集中度提升
二三线城市出境游市场空间广阔, 龙头有望分享行业成长及集中度持续提升**

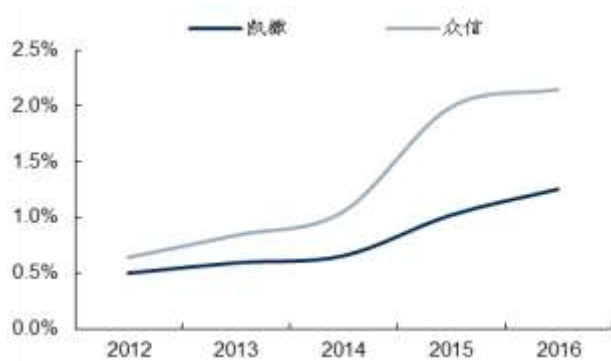
结合前文行业分析, 中国出境游市场呈现出一二线绝对量占主导、二三线高增长空间大的特点。未来, 随着二三四线城市人均 GDP 的提升, 以及国际航线的加速渗透, 相关区域城市出境游市场有望迎来爆发, 推动行业继续增长。凯撒旅游作为出境游行业的优秀龙头, 有望率先受益于行业的增长红利。

国内出境游行业集中度低, 行业震荡整合推动集中度提升。对标韩国最大的旅

行社龙头（出境游为主）Hana tour 旅行社，2006 年其市占率为 12.3%，经过近十多年的发展，其市占率一直处于稳步提升的状态，2018 年市占率已高达 21.8%。反观中国出境游市场，行业集中度明显偏低，2018 年出境游龙头众信旅游及凯撒旅游的市占率分别为 2.1%和 1.2%，远低于 Hana。

对标韩国，我们认为国内出境游行业集中度有望继续提升，一方面，在近两年行业震荡整合的推动下，盈利能力较差的小旅行社逐渐被淘汰，众信及凯撒的市占率已有明显提升，二者合计占有率由 2012 年的 1.14%提升至 2016 年的 3.39%，预计 17、18 年也有进一步提升；另一方面，参考韩国 Hana 情况，其市占率较高虽然与小国模型的因素等相关，但仍体现行业趋势，且国内未来部分区域集中度的提升可能与韩国的模式类似，部分一二线区域先区域集中，例如凯撒在其优势北京地区市占率明显高于其他区域。

图 53: 国内出境游龙头凯撒及众信的市占率



资料来源：公司公告、众信旅游公告、国家旅游局，国信证券经济研究所

图 54: 韩国 Hana tour 的市占率水平高



资料来源：Hana tour 官网，国信证券经济研究所

以需求为导向，打造多元化产品体系，降维布局国内游、入境游

产品体系多元化，深度发展子品牌多点开花。由于凯撒旅游最早系接待公务、政务团为主，此后发力中国居民出境游也一直以中高端产品定位为主，在产品研发与专业运作领域具备较强的原创性，顺应市场需求个性化、多样化、体验化的趋势，公司将艺术、音乐、体育等文化内涵引入产品研发。发展至今，公司主要面向政府、企业及个人三大类型客户提供全方位旅游服务；在团队游、定制游、自由行、商旅会奖等领域深耕细作并成功推出明智优选、极地探险、凯撒研学、凯撒户外、凯撒体育、凯撒康养等 12 个专业子品牌，拥有超过 20,000 种服务于不同人群的高端旅游产品，覆盖全球 120 多个国家和地区，涉及艺术、节庆、亲子、婚礼、旅拍等 28 个旅游主题。

出境游、入境游、国内游协同发力，分享旅游市场蛋糕。公司自 2017 年开始进军入境游和国内游市场。一方面，作为老牌出境游旅行社，公司已积累了丰富的上下游资源及优质的客户基础，借助其多元的产品体系，有望降维进攻，在入境游、国内游市场分得一杯羹。另一方面公司，国内游相对出境游相对更高频，相互协调也有望提高客户消费频次，加强客户粘性，也有利于开发 TMC 客户。多层次市场开发有望为公司提供新的盈利增长点。

参股中出服部分门店，积极探索免税布局

中出服背景：免税牌照相对稀缺，新政下后续有望持续扩张

结合我们此前免税报告分析，国内免税主要包括出入境离境免税（含市内免税等）、离岛免税两大方面，其中**出入境离境免税主要包括两类：一是传统机场、口岸、港口、机上免税等形式**，出入境的本国/外国人均可购买，另一类则是**出入境市内免税店**，主要包括中免针对外国人离境市内免税店牌照和中出服等拥有出境归国人员市内免税牌照。

从国内免税运营商的角度，国内目前免税运营商主要包括中免、深免、珠免、日上免税行、海免及中出服、中侨免税店等，具体牌照和经营区域如下图所示。总体来看，国内免税牌照还是非常稀缺的。

表 14：国内免税业务形态拆分

分类	说明	针对人群	国际对标
出入境免税	机场/口岸/港口/机上免税	离境的本国人和外国人	国际惯例，欧美日韩皆有
	市内免税-离境市内免税店（机场提货）	目前仅针对离境外国人，离境本国尚争取中	日韩：离境本国/外国人皆可
离岛免税	市内免税店-中出服/中侨免税店	出境归国的特定人群-本国	
	机场免税-海口美兰机场免税	离岛的本人和外国人	日韩
	市内免税店（机场提货）-三亚、海口皆有	离岛的本人和外国人	日韩

资料来源：公司公告及官网、商务部、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

表 15：国内免税运营商情况

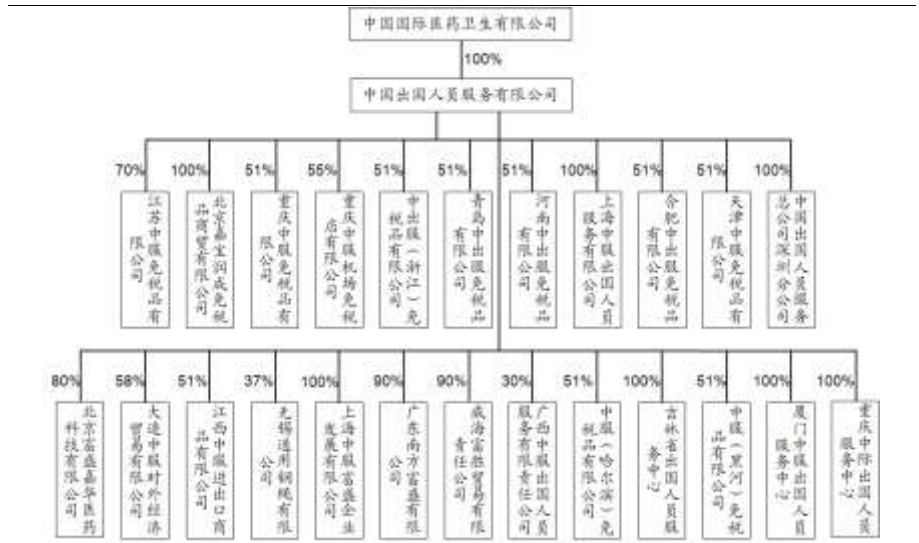
免税运营商	主要经营区域
中免	机场/港口/口岸/离境免税、京沪等市内外国人，海南离岛免税（未来有望整合海免）
深免	深圳各口岸-离境免税
珠免	珠海各口岸-离境免税
日上（招标经营）	上海、首都机场，出入境免税
海免	海南离岛免税牌照
中出服-国药旗下	拥有针对出境游客等入境免税店经营资格
中侨免税店	港中旅旗下，针对出境归国人员，重新激活牌照中

资料来源：公司资料、商务部、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

具体到**中出服**，公司于 1983 年经国务院批准成立，专门向离境回国人员提供免税商品服务，2010 年央企整合后直接隶属于中国医药集团旗下（国药持股 100%）。在全国包括北京、上海、大连、青岛、合肥、浙江等地有 10 余家门店，最主要市内免税店位于上海静安区。公司组织架构和持股情况如下图所示。

目前，**中出服主要拥有两方面的免税牌照：一是出国归国人员市内免税牌照**，可以为出国归国人员持护照在 180 天内提供一定金额（一般为 5000 元内）的免税品，这方面中出服牌照相对独家，但因为政策限制及经营因素，每个店规模相对不大；二是**随着 2016-2019 年出入境免税政策调整**（如下表所示），**公司也可以参与竞标国内出入境机场/口岸免税业务**，如今年 5 月中标，9 月开业的天津国际邮轮母港进境免税店，此前还中标重庆、大连国际机场进境免税店等。其中**出入境免税国内目前有竞标资格的仅中免、深免、珠免、中出服 4 家**，相对稀缺。未来，中出服依托上述免税牌照支持，通过参与国内出入境机场/口岸招投标，也可以进一步扩张其免税业务。

图 55: 中出服股权结构及分支机构情况



资料来源: 天眼查, 国信证券经济研究所整理

表 16: 2016-2019 年国内出入境免税新政概要

时间	政策	核心内容
2016 年 2 月	《关于口岸进境免税店政策的公告》	1、新增进境免税店（此前除京沪等极少数区域历史原因有进境免税店外，尚无进境免税政策）；2、有限竞争，要求符合“原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业”，国内即中免、深免、珠免、中出服 4 家。
2018 年 4 月	《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	规范招标细则：从严甄别投标企业实际情况，选定具有可持续发展能力的经营主体，合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”。《通知》要求，应综合考虑企业的经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。技术指标在评标中占比不得低于 50%。技术指标分值中，店铺布局和设计规划占比 20%；品牌招商占比 30%；运营计划占比 20%；市场营销及顾客服务占比 30%。品牌招商分值中，烟酒占比不得超过 50%。
2019 年 5 月	《口岸出境免税店管理暂行办法》	1、出境口岸此前区域特许，该政策允许有限放开；2、同样有限竞争，要求符合“原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业”，国内即中免、深免、珠免、中出服 4 家。3、规范招标细则，规定财务上限以及免税保底租金、扣点与有税的最高倍数限制，强化技术分占比，并对品牌品类、综合运营实力等进一步明确要求，破除地方保护等

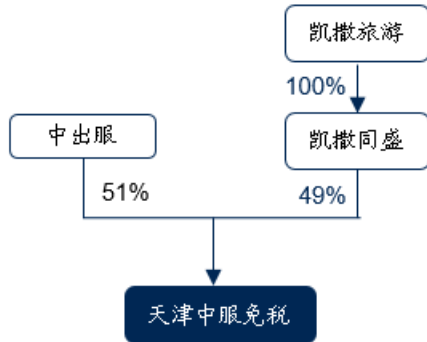
资料来源: 国务院, 商务部等政府公开网站, 国信证券经济研究所整理

凯撒旅游: 积极参股中出服部分门店, 未来有望借机切入免税业务

其实, 在 2018 年 4 月, 公司就曾国内奢侈品零售电商寺库(NASDAQ:SECO)达成战略合作, 以探索互相导流及旅游零售可能的延伸。

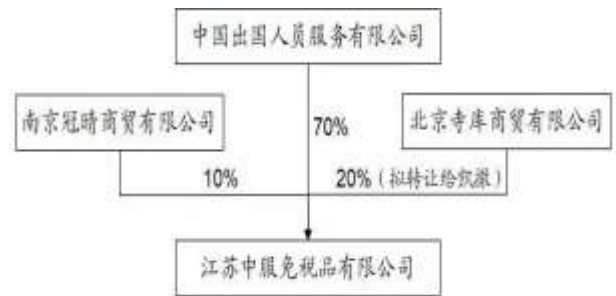
今年以来, 凯撒旅游开始积极与中出服合作。一方面, 中出服具有三十余年免税行业经营经验, 拥有较稀缺的免税牌照资源, 从凯撒旅游的角度, 与中出服合作可以介入国内目前牌照垄断蓬勃发展的免税行业领域, 有助于其业务的延伸, 利用其出境客源优势, 拓展更多盈利来源。另一方面, 从中出服的角度, 凯撒旅游作为国内出境游龙头, 深耕旅游行业多年, 其所掌握的出入境客流优势, 多年合作与口岸形成的良好合作关系, 可以为其旗下免税门店有效导流。双方合作可以互惠互利。

图 56: 天津中服股权结构



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所

图 57: 江苏中服股权结构



资料来源：公司关联交易报告书，国信证券经济研究所

具体来看，凯撒旅游与中出服积极合作，今年 6 月参股其天津国际邮轮母港进境免税店、11 月公告拟出资 1200 万元，收购寺库持续的江苏中服 20% 股权，进而参股江苏中服。其中，从参股其天津国际邮轮母港进境免税店的角度，考虑凯撒旅游本身邮轮旅游资源丰富，已与 11 家全球性邮轮公司达成深度合作，系公司的特色优势项目之一，上述邮轮客流优势等可以为新开业的天津国际邮轮母港进境免税店成长提供有利支撑。

未来，凯撒旅游不排除进一步加强与中出服的合作，进一步参股旗下其他门店或者国内其他机场口岸或者重要旅游目的地争取拓展新的展店计划。

成立海南免税，统筹免税投资，拓展新机遇。2019 年 11 月，公司公告以自有资金设立海南免税集团公司，简称同盛免税，注册资本 2 亿元，**该公司设立完成后将作为公司免税业务的管理平台**，同时积极整合公司相关资源，推动公司在免税领域业务的发展。

从该公司注册的经营范围来看，主要包括投资及资产管理；项目投资；企业管理咨询；商务信息咨询；组织文化艺术交流活动（不含演出）；企业营销策划；承办展览展示活动；实业投资。

我们认为，上市公司目前设立海南免税公司，主要是为了统一管理公司旗下已有和后续的免税业务对外投资（与中出服的相关合作等）。同时，上市公司也希望，未来如果获得海南的政策支持，也计划以该公司作为出资主体。

此外，2019 年 11 月 11 日，公司还公告拟以自有资金与凯撒集团出资设立海南凯撒世嘉旅文发展集团有限责任公司。注册资本 3 亿元，其中凯撒集团出资 2 亿元，公司出资 1 亿元。海南凯撒集团主要经营投资管理、文化交流、营销、咨询等业务，借助凯撒集团与海南相关政府部门良好的合作关系而设立。海南凯撒集团后续将在文创艺术品、旅游信息化、旅游跨境贸易与金融服务、旅游产业投资等方面与海南相关政府部门开展合作，中长线有望与上市公司形成积极的业务协同效应。

盈利预测

假设前提

按假设前提，我们预计公司 19-21 年归属母公司股东净利润为 1.78/2.39/2.74 亿元，业绩年增速分别为 -8%/34%/14%，EPS 分别为 0.22/0.30/0.34 元。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

东京奥运会助力下，预计 2020 年日本游将迎来爆发，公司作为奥运门票独家代理有望直接受益于东京奥运会及日本游的爆发；预计其他目的地保持平稳增长。2021 年将不再有奥运产品贡献，预计在高基数基础上收入增速将有所放缓。综合预计公司出境游零售业务收入 2019-2021 年每年增长-19%/23%/5%，出境游批发业务收入 2019-2021 年每年增长-17%/22%/5%。

出境游业务带动下，预计公司商务会奖业务收入 2019-2021 年每年增长 8%/9%/8%。

预计配餐业务 2019 年受宏观经济影响有所承压，未来两年有望恢复稳健增长。预计 2019-2021 年收入每年增长-5%/8%/7%。

毛利率方面，随着公司经营的改善，预计 2019-2021 年公司毛利率分别为 17%/18%/18%。

费用率方面，伴随收入增长的恢复，以及经营效率的提高，预计费用率稳中有降。

表 17: 凯撒旅游分业务拆分预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
出境游零售	394,845	464,552	470,698	383,619	473,577	498,677
出境游零售 yoy	32%	18%	1%	-19%	23%	5%
出境游批发	88,630	128,933	125,989	104,571	128,047	134,065
出境游批发 yoy	11%	45%	-2%	-17%	22%	5%
商务会奖	95,674	106,370	104,769	113,151	122,769	132,590
商务会奖 yoy	101%	11%	-2%	8%	9%	8%
旅游业务合计	579,149	699,855	701,456	601,340	724,392	765,332
旅游业务 yoy	36%	21%	0%	-14%	20%	6%
配餐业务及其他	77,748	102,988	115,272	109,509	118,269	126,548
配餐及其他 yoy	26%	32%	12%	-5%	8%	7%
合计	656,897	802,843	816,728	710,849	842,662	891,880
合计 yoy	35%	22%	2%	-13%	19%	6%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

表 18: 未来 3 年盈利预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8045	8180	7120	8439	8931
营业成本	6597	6699	5982	6955	7330
营业税金及附加	17	19	17	20	21
销售费用	622	722	698	819	865
管理费用	300	252	249	265	280
财务费用	94	112	(55)	31	23
营业利润	343	302	264	359	411
利润总额	346	301	276	370	422
归属于母公司净利润	221	194	178	239	274
EPS	0.27	0.24	0.22	0.30	0.34
ROE	11.0%	8.8%	7.7%	9.9%	10.7%

资料来源：国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 71.20/84.39/89.31

亿元，归属母公司股东净利润为 1.78/2.39/2.74 亿元，业绩年增速分别为 -8%/34%/14%，EPS 分别为 0.22/0.30/0.34 元。

盈利预测的敏感性分析

表 19: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测						
营业收入(百万元)	2,584	4,031	8,180	7,775	9,603	10,643
(+/-%)	24%	56%	103%	-5%	24%	11%
净利润(百万元)	327	525	194	194	268	320
(+/-%)	103%	61%	-63%	0%	38%	19%
摊薄 EPS	0.41	0.65	0.24	0.24	0.33	0.40
中性预测						
营业收入(百万元)	2,584	4,031	8,180	7,120	8,439	8,931
(+/-%)	24%	56%	103%	-13%	19%	6%
净利润(百万元)	327	525	194	178	239	274
(+/-%)	103%	61%	-63%	-8%	34%	14%
摊薄 EPS(元)	0.41	0.65	0.24	0.22	0.30	0.34
悲观的预测						
营业收入(百万元)	2,584	4,031	8,180	6,793	7,372	7,433
(+/-%)	24%	56%	103%	-17%	9%	1%
净利润(百万元)	327	525	194	170	212	232
(+/-%)	103%	61%	-63%	-12%	24%	9%
摊薄 EPS	0.41	0.65	0.24	0.21	0.26	0.29
总股本 (百万股)	803	803	803	803	803	803

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

公司的合理估值在 10.4-10.7 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上的, 特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断, 可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 10.4-10.7 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.2%、风险溢价 5.3%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司 2020 年平均动态 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司估值弹性、免税业务属性, 对行业平均动态 PE 进行修正, 最终给予公司 35-36 倍 PE, 可能存在估值偏高的风险。

盈利预测的主要风险

我们预计明年日本游有望爆发, 助力公司收入及盈利增长, 但如果日本目的地发生不可抗力事件, 则有可能拖累日本线的出境游表现, 进而可能使收入增长不及预期。

预计公司配餐业务平稳增长, 但若宏观经济持续下行, 可能导致配餐业务波动加大。

服务质量及食品安全控制风险

旅游行业中, 产品最重要的组成部分就是服务。同时因为公司业务特征, 接触的顾客较多, 出游过程中可能会发生游客安全、行程改变、导游不专业等事件, 影响游客体验。

公司所在配餐行业, 食品安全和食品卫生都非常关键, 一旦因某食品安全问题或食品卫生等引发媒体关注, 都可能直接影响品牌声誉度, 对公司经营有较大负面影响。

市场竞争加剧风险

随着我国公民对旅游消费需求的不断增加, 出境旅游近年来快速发展, 加上旅游业是绿色产业, 行业进入壁垒低、投入资金少、综合效益好, 因此, 众多企业进入旅游行业, 市场竞争激烈。

汇率波动风险

公司主要经营出境旅游业务, 旅游服务活动的目的地大都是境外热点旅游地区, 公司的旅游产品主要是以人民币对客户进行报价和销售, 然后再用美元、欧元等外汇向境外合作伙伴进行旅游资源采购款项的支付。因此, 人民币汇率的波动会直接影响公司的采购成本和经营业绩, 公司面临汇率波动风险。

宏观经济、政策等不可抗力风险

出境旅游行业受政治、经济、社会、文化、自然等因素的影响较大，上述因素会影响到客户对旅游目的地的选择，也将直接影响公司该目的地旅游产品的销售及业绩。

免税业务拓展不及预期

我国免税市场现在是中免具有明显的牌照和规模优势。公司相对缺乏免税运营经验，虽通过与中出服合作切入免税市场，但若未来政策落地不及预期、竞争激烈等，可能导致公司的免税业务拓展不及预期，从而预计会压制公司估值。

海航资金链紧张、质押比例高、减持风险等

海航系目前作为公司的第二大股东，在与公司的资源合作、业务协同方面较为紧密。若后续海航发生资金链更为紧张的情况，可能会导致二者的合作受影响。此外海航系还存在质押比例高、减持等风险。

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	2855	2961	3122	营业收入	8180	7120	8439	8931
应收款项	1189	1073	1272	1346	营业成本	6699	5982	6955	7330
存货净额	13	16	19	20	营业税金及附加	19	17	20	21
其他流动资产	1852	854	844	893	销售费用	722	698	819	865
流动资产合计	4581	4798	5096	5381	管理费用	252	249	265	280
固定资产	257	256	278	295	财务费用	112	(55)	31	23
无形资产及其他	135	130	124	119	投资收益	15	70	20	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)	(10)
长期股权投资	23	26	28	30	其他收入	(5)	0	0	0
资产总计	6100	6314	6630	6928	营业利润	302	264	359	411
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	784	912	961	利润总额	301	276	370	422
其他流动负债	1313	1174	1362	1436	所得税费用	82	75	101	114
流动负债合计	2901	2999	3165	3294	少数股东损益	24	22	30	34
长期借款及应付债券	697	697	697	697	归属于母公司净利润	194	178	239	274
其他长期负债	117	132	147	162					
长期负债合计	814	829	844	859	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3714	3828	4009	4153	净利润	194	178	239	274
少数股东权益	169	180	195	212	资产减值准备	(121)	(2)	3	4
股东权益	2217	2306	2426	2562	折旧摊销	51	41	45	50
负债和股东权益总计	6100	6314	6630	6928	公允价值变动损失	83	35	10	10
					财务费用	112	(55)	31	23
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1078)	940	144	17
每股收益	0.24	0.22	0.30	0.34	其它	133	13	12	13
每股红利	0.13	0.11	0.15	0.17	经营活动现金流	(739)	1206	454	368
每股净资产	2.76	2.87	3.02	3.19	资本开支	177	(68)	(75)	(75)
ROIC	10%	4%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	8%	10%	11%	投资活动现金流	171	(71)	(77)	(77)
毛利率	18%	16%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	2%	4%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	3%	5%	5%	支付股利、利息	(103)	(89)	(120)	(137)
收入增长	2%	-13%	19%	6%	其它融资现金流	(117)	281	(150)	6
净利润增长率	-12%	-8%	34%	14%	融资活动现金流	(324)	192	(270)	(131)
资产负债率	64%	63%	63%	63%	现金净变动	(891)	1327	107	161
息率	1.6%	1.3%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	2419	1527	2855	2961
P/E	34.2	37.3	27.8	24.3	货币资金的期末余额	1527	2855	2961	3122
P/B	3.0	2.9	2.7	2.6	企业自由现金流	(496)	1040	390	309
EV/EBITDA	19.3	48.6	25.1	22.3	权益自由现金流	(614)	1362	218	298

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