

易食股份 (000796)

转型出境服务商，市值存在较大提升空间

2015年7月13日

强烈推荐 (首次)

证券分析师: 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

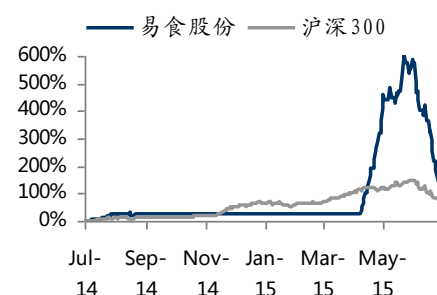
010-66211134

yjs_zhangy @dwzq.com.cn

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	13745	22963	27056	29107
同比 (%)	50	67	18	8
净利润 (百万元)	1232	2184	2748	3206
同比 (%)	-23	77	26	17
毛利率 (%)	30.0	29.1	29.5	30.5
ROE (%)	21.1	27.3	25.6	23.0
每股收益 (元)	0.83	1.36	1.71	2.0
P/E	44.70	27.22	21.63	18.54
P/B	9.44	7.42	5.53	4.26

股价走势



投资要点

- 原有业务依托海航集团，航空配餐业务占收入 9 成，盈利能力十分有限：**公司主要依托海航集团拥有的航空、机场等资源，利用航空配餐的加工能力，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。在 2010-2014 年的 5 年间，公司的营业收入和归属净利润 5 年的 CAGR 分别为 9.51% 和 4.49%。预计未来三年，公司原有主营业务将保持这一低速增长的态势。
- 注入凯撒旅游，转型出境服务商：**凯撒同盛是中国领先的出境游全产业链运营商，面对政府、企业和个人三大类客户群，主要从事出境游产品的批发、零售、企业会奖业务以及目的地旅游资源服务和管理。公司本次发行股份购买资产的交易价格为 24 亿元；募集配套融资金额为 8 亿元，募集配套资金拟用于国内营销总部项目、凯撒信息化+电商平台升级项目、凯撒体育旅游项目、凯撒户外旅游项目，本次收购完成后，公司的业务规模和盈利规模均得到显著提升。我们预计凯撒同盛 2015-17 年实现归属净利润分别为 1.93 亿元、2.67 亿元和 3.39 亿元，同比增速分别为 92.93%、38.17% 和 26.98%。参考众信旅游的估值，按照 70 倍的 PE 计算，合理市值 135 亿元。
- 海航旅游宣布增持计划，超跌后公司投资价值凸显：**2015 年 7 月 10 日，公司控股股东大集控股的一致行动人—海航旅游集团有限公司宣布，基于对公司未来持续稳定发展的信心以及长期投资价值的判断，拟在自 2015 年 7 月 10 日起的 3 个月内以自有资金累计增持占本公司目前总股本 1% 至 2% 之间比例的股份。海航旅游承诺在增持计划实施期间及法定期限内不减持其所持有的本公司股份。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2015-17 年的 EPS 到 0.28、0.38 和 0.47 元，（2015E）为 27.84 倍，注入凯撒同盛后易食股份的合理估值为 146 亿元，目前股价对应市值 44.18 亿元，有较大提升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

市场数据

收盘价 (元)	17.92
一年最低价/最高价	5.82/44.33
市净率	8.00
流通 A 股市值 (亿元)	44.18

基础数据

每股净资产 (元)	2.24
资产负债率 (%)	47.10
总股本 (百万股)	247
流通 A 股 (百万股)	247

目录

1. 公司重组前主营业务及盈利概况	4
1.1. 依托海航集团，航空配餐业务占收入 9 成.....	4
1.2. 成长能力有限，未来将维持低位增长态势	5
2. 注入凯撒旅游，转型出境服务商	8
2.1. 实际控制人不变，仍依托海航.....	8
2.2. 凯撒同盛的业务分析.....	9
2.3. 注入凯撒后，盈利能力大幅提升.....	12
3. 盈利预测和投资建议	16
4. 风险提示	16

图表目录

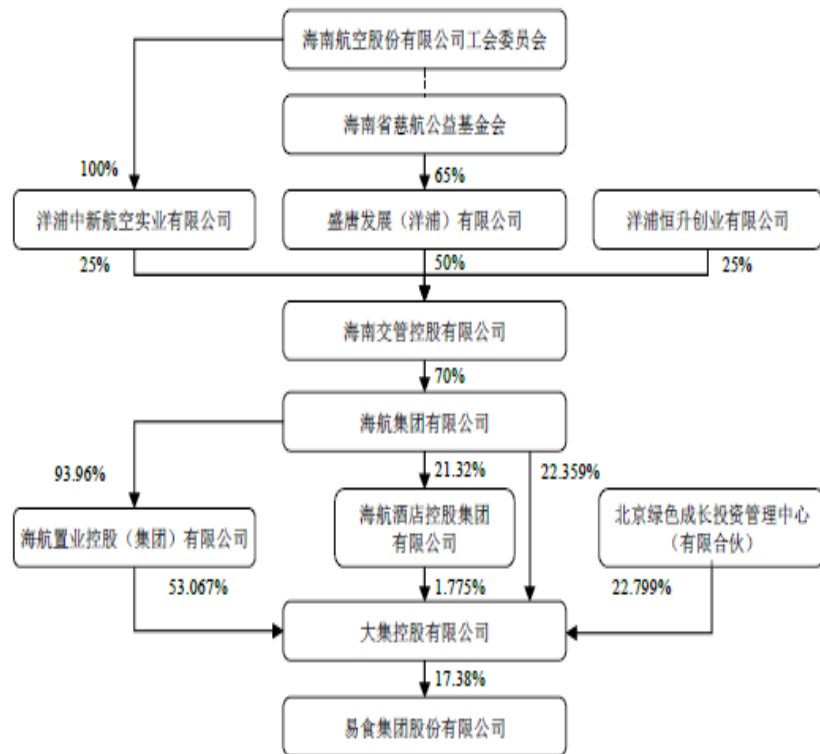
图表 1 重组前公司股权结构	4
图表 2 重组前公司主营业务结构 (2012-2014 年)	5
图表 3 重组前公司主营业务收入及其同比增速 (2012-2014 年)	5
图表 4 2010-2014 年公司营业收入 CAGR 为 9.51%	6
图表 5 2010-2014 年公司归属净利润 CAGR 为 4.49%	6
图表 6 2015Q1 公司主营收入和扣非净利润分别同比增长 0.61%和 16.90%	6
图表 7 公司航空配餐服务盈利预测 (2015-2017E)	6
图表 8 公司铁路配餐服务盈利预测 (2015-2017E)	7
图表 9 重组前公司总体盈利预测 (2015-2017E)	7
图表 10 凯撒同盛与控股股东及实际控制人之间的关系	8
图表 11 公司此次发行股份购买资产情况	8
图表 12 重组后公司股权结构	9
图表 13 2012-2014 年凯撒同盛主营业务收入结构	10
图表 14 2012-2014 年凯撒同盛与众信旅游批发业务规模比较	11
图表 15 2012-2014 年凯撒同盛与众信旅游零售业务规模比较	11
图表 16 2012-2014 年凯撒同盛综合毛利率水平高于众信旅游	11
图表 17 凯撒同盛与可比上市公司细分业务毛利率比较	12
图表 18 2012-2014 年凯撒同盛营业收入及其同比增速	13
图表 19 2012-2014 年凯撒同盛归属净利润及其同比增速	13
图表 20 凯撒同盛的业绩承诺及其同比增速	13
图表 21 凯撒同盛募集配套资金投资项目	14
图表 22 凯撒同盛盈利预测 (2014-2017E)	16
图表 23 公司盈利预测 (2014-2017E)	16

1. 公司重组前主营业务及盈利概况

1.1. 依托海航集团，航空配餐业务占收入 9 成

重组前，易食股份（000796）是国内首家以经营航空食品为主业的上市公司¹，海航工会为公司实际控制人，其通过下属海航集团于 2006 年 3 月协议收购公司 22.27% 股份。公司控股股东为大集控股，其持股比例为 17.38%。

图表 1 重组前公司股权结构



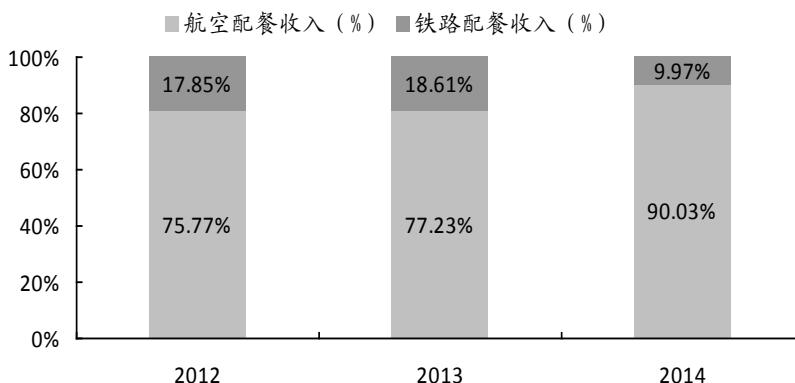
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主要依托海航集团拥有的航空、机场等资源，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。

由于公司实际控制人及其关联方从事航空运输业务，公司主营业务航空食品配餐在日常经营中发生大量的关联交易，2014 年关联销售收入为 34652.66 万元，占全年营业收入比例为 58.35%。因此，公司航空配餐服务和铁路配餐服务两项主营业务中，航空配餐业务的收入占比一直在 7 成以上，并且保持逐年上升的态势。

¹易食股份（000796）是宝鸡市首家商业国企改制上市公司，1997 年公司上市时主营业务为零售百货，2009 年重大资产重组完成后主营业务变更为航空食品及铁路配餐。

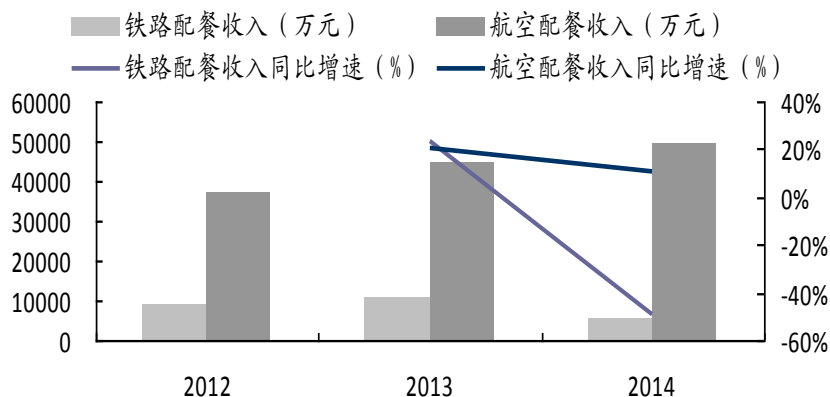
图表 2 重组前公司主营业务结构 (2012-2014 年)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2014 年, 公司铁路配餐实现收入 5446.41 万元, 同比下降 49.13%; 航空配餐实现收入 49205.90 万元, 同比增加 10.72%。铁路配餐收入大幅下滑的主要原因是, 由于长沙南站的开行, 武汉铁路局在铁路配餐方面做了相应的调整: 一方面, 武汉铁路局希望自己经营铁路配餐, 另一方面, 公司与武汉铁路局的经营合同到期, 武汉铁路局在 2014 年初终止与公司续签合同, 从而造成 2014 年铁路配餐收入骤减。2015 年, 公司正在积极开拓其他高铁线路, 预计未来会逐渐消化此次影响。

图表 3 重组前公司主营业务收入及其同比增速 (2012-2014 年)



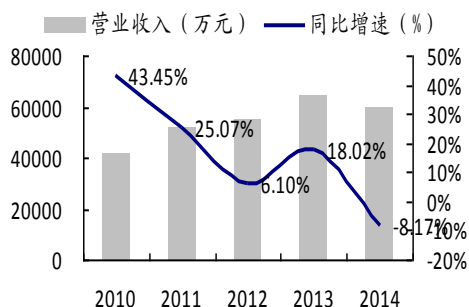
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2014 年, 公司航空配餐服务的收入增至 9 成, 预计未来航空配餐销售的关联收入仍将保持稳定增长, 公司原有主营业务的收入结构将基本保持稳定。

1.2. 成长能力有限, 未来将维持低位增长态势

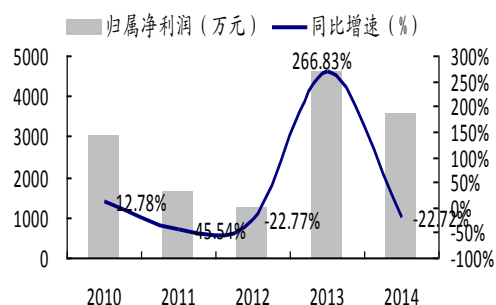
在 2010-2014 年的 5 年间, 公司的成长能力是非常一般的, 营业收入和归属净利润 5 年的 CAGR 分别为 9.51% 和 4.49%。

图表 4 2010-2014 年公司营业收入 CAGR 为 9.51%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

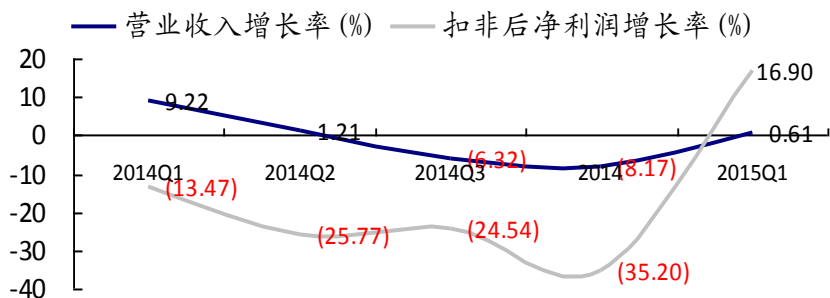
图表 5 2010-2014 年公司归属净利润 CAGR 为 4.49%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2015 年第一季度, 公司实现主营收入 15828.43 万元, 比上年同期增长 0.61%; 归属于母公司股东净利润 816.46 万元, 同比增长 16.87%; 扣非后净利润同比增长 16.90%。预计未来三年, 公司原有主营业务将保持这一低速增长的态势。

图表 6 2015Q1 公司主营收入和扣非净利润分别同比增长 0.61% 和 16.90%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

假设 2015-2017 年公司航空配餐服务营业收入保持 10% 的同比增速, 毛利率保持在 41% 的水平, 盈利预测如下:

图表 7 公司航空配餐服务盈利预测 (2015-2017E)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (万元)	36,875.49	44,439.79	49,205.90	54,126.48	59,539.13	65,493.05
YOY	-4.59%	20.51%	10.72%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (万元)	23,138.14	26,426.72	29,121.60	31,934.63	35,128.09	38,640.90
毛利率 (%)	37.25%	40.53%	40.82%	41.00%	41.00%	41.00%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

假设 2015-2017 年公司铁路配餐服务营业收入保持 20% 的同比增速, 毛利率保持在 54% 的水平, 盈利预测如下:

图表 8 公司铁路配餐服务盈利预测 (2015-2017E)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (万元)	8685.93	10707.13	5446.41	6535.69	7842.83	9411.40
YOY	236.81%	23.27%	-49.13%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (万元)	3938.87	5052.17	2468.32	3,006.42	3,607.70	4,329.24
毛利率 (%)	54.65%	52.81%	54.68%	54.00%	54.00%	54.00%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 9 重组前公司总体盈利预测 (2015-2017E)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (万元)	54,805.12	64,678.83	59,392.14	65,662.18	72,381.96	79,904.44
YOY	6.10%	18.02%	-8.17%	10.56%	10.23%	10.39%
营业成本 (万元)	29,825.84	33,851.14	32,011.54	35,341.04	39,135.79	43,370.14
毛利率 (%)	45.58%	47.66%	46.10%	46.18%	45.93%	45.72%
归属净利润 (万元)	1,261.46	4,627.47	3575.89	3277.24	3504.90	3765.92
YOY	-22.72%	266.83%	-22.72%	-8.35%	6.95%	7.45%
EPS	0.0512	0.1877	0.1450	0.1329	0.1422	0.1527

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

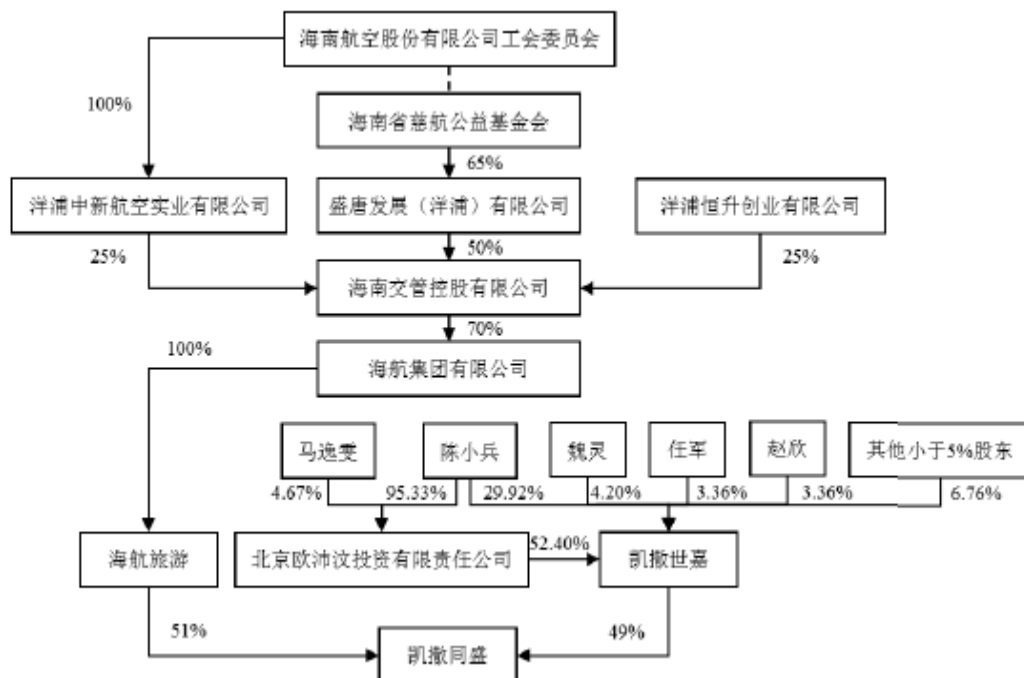
我们预计 2015-17 年公司原有业务 (重组前) 实现营业收入同比增速分别为 10.56%、10.23% 和 10.39%; 归属净利润的同比增速分别为 -8.35%、6.95% 和 7.45%; EPS 分别为 0.13、0.14 和 1.15 元。

2. 注入凯撒旅游，转型出境服务商

2.1. 实际控制人不变，仍依托海航

2015 年 4 月 18 日，公司发布公告，拟向海航旅游、凯撒世嘉发行股份购买其合计持有的凯撒同盛 100% 股权，其中，拟向海航旅游以支付股份对价方式收购其持有的凯撒同盛 51% 股权，拟向凯撒世嘉以支付股份对价方式收购其持有的凯撒同盛 49% 股权。

图表 10 凯撒同盛与控股股东及实际控制人之间的关系



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

发行定价基准日为易食股份第七届董事会第二十三次会议决议公告日，发行价格为定价基准日前 120 个交易日股票交易均价的 90%，即为 5.55 元/股。发行股份购买资产完成后，易食股份将直接持有凯撒同盛 100% 股权，凯撒同盛将成为易食股份的全资子公司。

图表 11 公司此次发行股份购买资产情况

认购方	持有凯撒同盛股权比例 (%)	应得对价总额 (万元)	股份支付数量 (股)
海航旅游	51.00	122,400	220,540,540
凯撒世嘉	49.00	117,600	211,891,891
合计	100.00	240,000	432,432,431

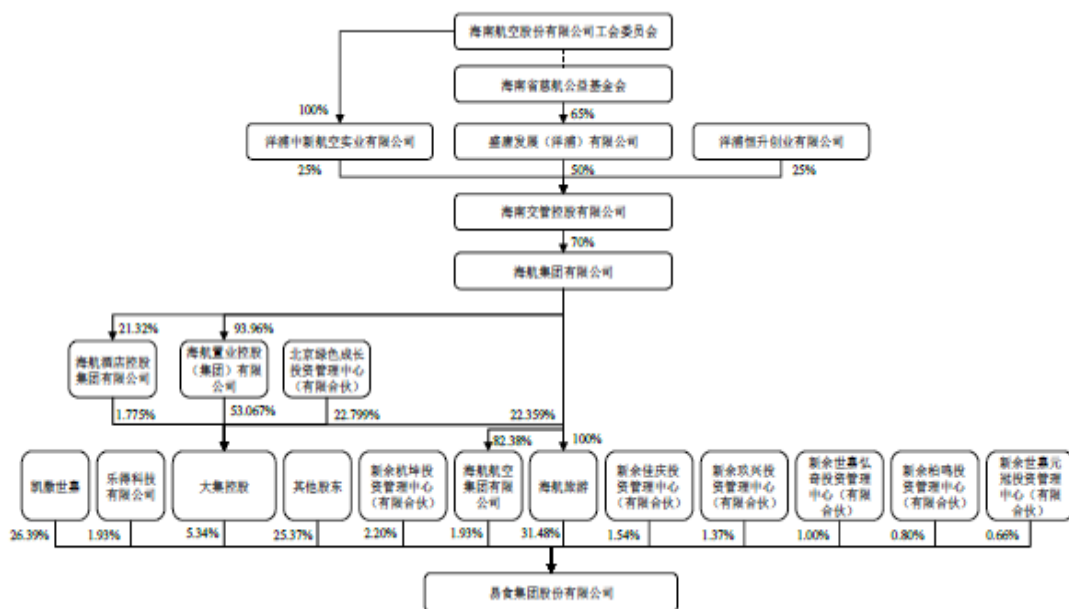
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司拟在本次发行股份购买资产的同时，向海航旅游、乐得科技、海航航空、新余佳庆、新余杭坤、新余玖兴、新余柏鸣、世嘉弘奇、世

嘉元冠非公开发行 124,025,812 股股份, 募集配套资金 799,966,487.40 元。发行定价基准日为易食股份第七届董事会第二十三次会议决议公告日, 发行价格为定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%, 即为 6.45 元/股。锁定期为 36 个月。

本次重组前, 海航旅游为上市公司控股股东的关联方, 同属同一实际控制人控制的关联企业。重组后(考虑配套融资), 海航旅游持股比例为 31.48%, 为公司控股股东。大集控股、海航航空集团有限公司与海航旅游受同一实际控制人控制, 为海航旅游的关联方; 重组后(考虑配套融资), 海航旅游、大集控股、海航航空集团有限公司合计持股比例为 38.75%。海航集团持有海航旅游 100% 股权, 为海航旅游的控股股东。公司实际控制人仍为海航工会, 在交易前后未发生变化。重组后, 易食股份的股权结构如下:

图表 12 重组后公司股权结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

重组完成后, 海航旅游、凯撒世嘉将成为易食股份的第一大股东和第二大股东, 海航旅游董事长张岭目前担任易食股份董事长, 凯撒世嘉实际控制人陈小兵和马逸雯夫妇及其一致行动人直接或者间接控制上市公司股份比例为 33.96%, 共计 272,661,891 股。

2.2. 凯撒同盛的业务分析

作为中国领先的出境游全产业链运营商, 凯撒同盛面对政府、企业和个人三大类客户群, 主要从事出境游产品的批发、零售、企业会奖业务以及目的地旅游资源服务和管理。自成立以来, 凯撒同盛主营业务没有发生变化。

截至日前, 凯撒同盛拥有 28 家全资或控股子公司, 无参股公司。其

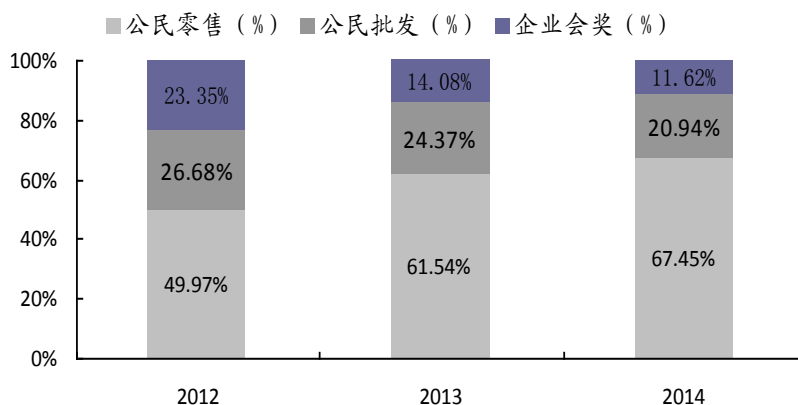
中下属一级子公司 3 家，分别为凯撒国际旅行社、奥森公司、凯撒惠宸。其中，凯撒国际旅行社的主营业务为出境旅游业务、企业会奖旅游等，奥森公司的主要经营范围包括市场调查；企业策划；应用软件开发；设计、制作广告等。凯撒惠宸的经营范围为技术推广服务，计算机系统服务。

具体而言，凯撒同盛的出境游全产业链运营模式包括如下几个核心要素：第一，通过全球化的战略布局，在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地拥有目的地旅游服务及管理公司，充分了解和挖掘当地旅游资源，为消费者提供旅游目的地服务，同时，与众多航空公司、邮轮公司、国际酒店集团建立了合作关系，提高了对上游要素资源的掌控能力；第二，凯撒同盛通过研发、专业运作以及对旅游、文化与生活的深入理解，在产品研发与专业运作领域注入更多原创性内容；第三，凯撒同盛逐步拓展线上与线下销售渠道，为消费者提供全方位的旅游产品咨询顾问服务。

按照产品销售方式，凯撒同盛的主要产品可分为出境游批发、出境游零售、企业会奖几类。凯撒同盛采用了零售与批发的销售模式，与从事出境游业务的主要上市公司众信旅游、中青旅、中国国旅等基本相同。

2012-2014 年凯撒同盛公民零售业务占比分别为 49.97%、61.54% 和 67.45%；2014 年和 2013 年，公民零售业务的营业收入分别较上年增长 35.51% 和 55.35%。目前，凯撒同盛零售业务在主营业务收入中的占比较高，且公民零售业务的毛利率要高于公民批发业务。

图表 13 2012-2014 年凯撒同盛主营业务收入结构



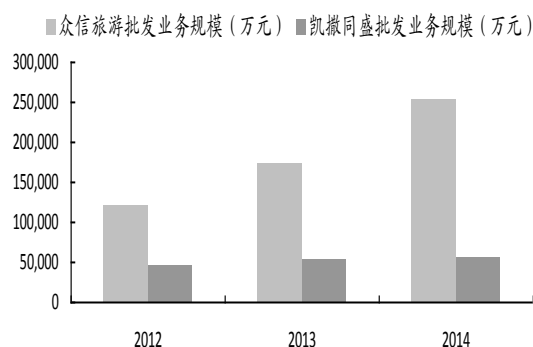
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

凯撒同盛致力于建立零售服务优势，逐步铺设了完善的直营零售网络，零售业务规模不断提高，具备较为突出的竞争优势。凯撒同盛截至 2014 年末已在全国的 23 个城市设立了分子公司，零售门店总量达 87 家，旅行社门店均为直营店。并且在未来 2-3 年将完成在全国多座城市布局设立直营分子公司的计划，构建起完善的国内直营销售网络。

2012-2014 年,凯撒同盛的零售业务迅猛增长,复合增长率达 45.09%。2012 年,凯撒同盛的零售业务收入为 84,756.59 万元,众信旅游的同期零售业务收入为 50,019.75 万元;截至 2014 年末,凯撒同盛零售业务收入已高达 178,427.33 万元,远高于众信旅游同期的零售业务收入 101,420.01 万元。

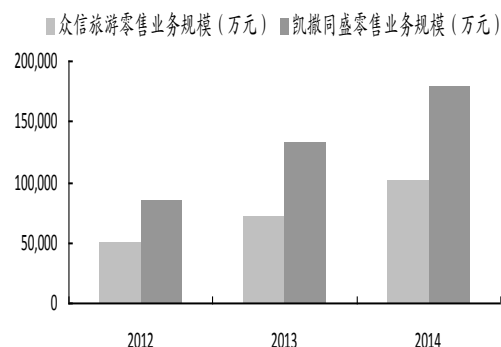
2012-2014 年同期,众信旅游批发业务规模不断提高,复合增长率高达 44.50%,与凯撒同盛的批发业务规模差距不断增大;凯撒同盛同期的批发业务经营规模则基本保持稳定,复合增长率为 10.64%。

图表 14 2012-2014 年凯撒同盛与众信旅游批发业务规模比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

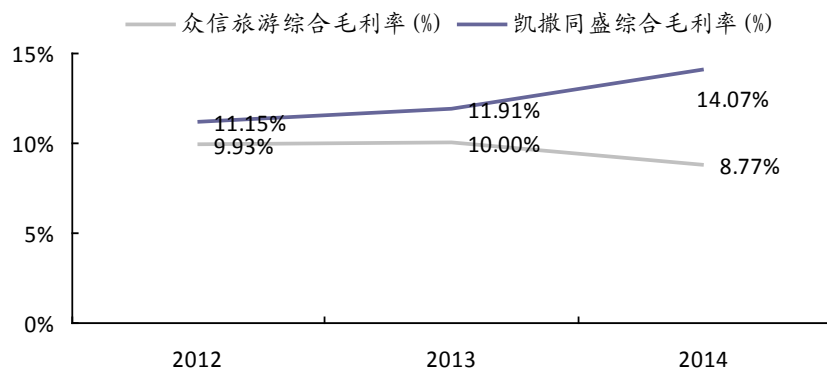
图表 15 2012-2014 年凯撒同盛与众信旅游零售业务规模比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

与同行业公司相比,凯撒同盛的盈利能力较强,毛利率水平高于行业平均水平。2012-2014 年,凯撒同盛毛利率水平高于同样主要经营出境游业务的众信旅游,主要原因为:凯撒同盛销售渠道以零售为主,众信旅游以批发为主,凯撒同盛产品大部分直接销售至游客,利润空间相对较大,零售渠道毛利率相对较高;凯撒同盛对地接资源的把控降低了地接服务的采购成本;凯撒同盛具备较强的产品研发能力,使得高品质旅游产品仍然在市场上占有较高的市场份额,毛利空间相对较大;与航空公司、地接社的长期合作互利共赢使得凯撒同盛具备较强的议价能力。

图表 16 2012-2014 年凯撒同盛综合毛利率水平高于众信旅游



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

具体来看, 2012-2013 年凯撒同盛公民零售与众信旅游零售业务的毛利率水平基本相当, 2014 年凯撒同盛的公民零售业务毛利率相对较高, 主要原因为 (1) 2014 年凯撒同盛前期零售门店的推广优势逐步体现, 产品整体平均售价提升; (2) 随着业务规模扩张和采购规模不断加大, 采购的规模效应逐步体现, 平均采购价格有所降低; (3) 凯撒同盛销售过程中将部分低毛利率旅游产品由零售渠道转至批发渠道销售。凯撒同盛的公民批发毛利率整体低于众信旅游, 主要原因为凯撒同盛批发业务规模较小, 向同行旅行社及 OTA 批发时折扣相对较大。

图表 17 凯撒同盛与可比上市公司细分业务毛利率比较

可比公司	细分业务	2014 年	2013 年	2012 年
中青旅	会奖业务毛利率	11.76%	11.11%	10.85%
	零售毛利率	12.03%	13.57%	13.15%
众信旅游	批发毛利率	7.71%	8.81%	8.79%
	会奖业务毛利率	7.84%	9.09%	9.41%
凯撒同盛	零售毛利率	16.31%	13.31%	13.24%
	批发毛利率	6.19%	5.80%	5.48%
	会奖业务毛利率	15.24%	16.27%	13.17%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

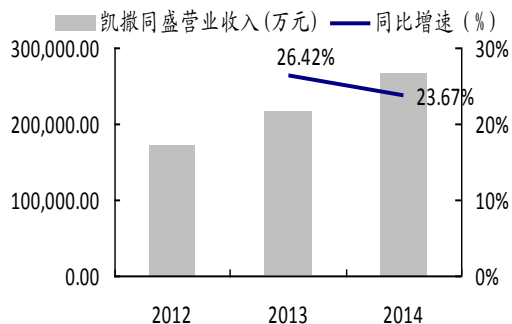
2012-2014 年, 凯撒同盛的企业会奖毛利率高于中青旅和众信旅游, 主要原因为报告期内凯撒同盛企业会奖业务整体规模较小, 主要关注于对高端客户提供的企业会奖旅游服务, 毛利率相对较高。

2.3. 注入凯撒后, 盈利能力大幅提升

重组前, 易食股份以航空食品、铁路配餐为主营业务。2012 年、2013 年和 2014 年, 易食股份实现营业收入分别为 5.48 亿元、6.47 亿元和 5.94 亿元, 归属母公司所有者净利润分别为 0.13 亿元、0.46 亿元和 0.36 亿元, 整体盈利水平不高。

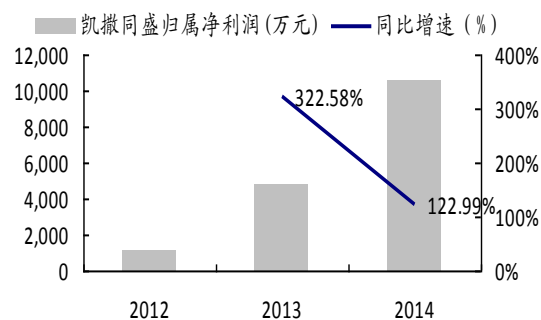
2012 年至 2014 年, 凯撒同盛营业收入分别为 16.98 亿元、21.46 亿元和 26.54 亿元, 年均复合增长率达到 25.04%; 归属于母公司股东净利润分别为 1120.09 万元、4733.33 万元及 10554.63 万元; 扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为 1085.24 万元、4688.92 万元及 10010.18 万元。凯撒同盛资产质量优良, 盈利状况良好。

图表 18 2012-2014 年凯撒同盛营业收入及其同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 19 2012-2014 年凯撒同盛归属净利润及其同比增速

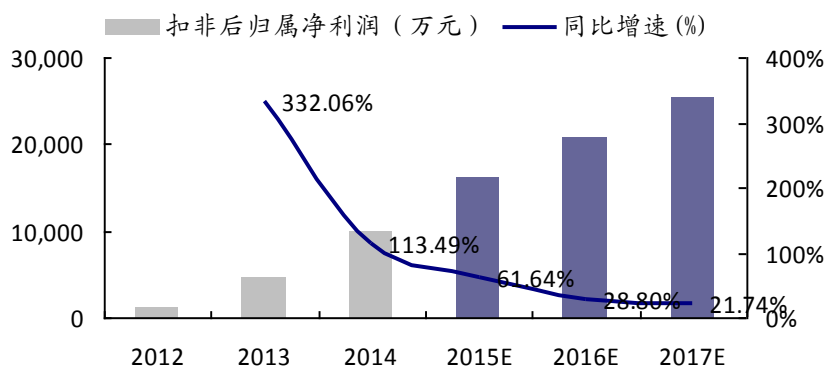


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

海航旅游、凯撒世嘉承诺标的公司凯撒同盛 2015 年度、2016 年度、2017 年度经审计的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低 16,180 万元、20,840 万元、25,370 万元。如凯撒同盛于利润承诺期内各年度累计实际实现的净利润数未达到认购方承诺的相应年度累计净利润数, 则认购方应就未达到承诺净利润的部分按照其各自相应比例 (即海航旅游 51%, 凯撒世嘉 49%) 向易食股份承担补偿责任。

其中, 2015 年业绩增幅较大主要原因为 2015 年收益预测里面增加了新收购的德国凯撒、美国 DMC 和香港 DMC 的收入。此外, 2014 年下半年凯撒同盛新开设的数量较多的门店和成立的分公司在 2015 年及以后年度将会为凯撒同盛带来较为可观的收入和业绩增长。

图表 20 凯撒同盛的业绩承诺及其同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

本次收购完成后, 公司的业务规模和盈利规模均得到显著提升, 2014 年度营业收入由收购前的 59,392.14 万元增长至 324,815.20 万元, 同比增长 446.90%, 净利润由收购前的 16,388.96 万元增长至 5,796.76 万元, 同比增长 182.73%。2014 年度, 重组后的上市公司基本每股收益为 0.21 元, 相当于上市公司同期实际基本每股收益的 144%。

公司本次发行股份购买资产的交易价格为 240,000 万元; 募集配套融资金额为 799,966,487.40 元, 发行股份购买资产并募集配套资金的交易总

金额为 3,199,966,487.40 元。募集配套资金拟用于国内营销总部项目、凯撒信息化+电商平台升级项目、凯撒体育旅游项目、凯撒户外旅游项目，进一步满足消费者出境游的需求，促进未来上市公司出境游旅行社业务的发展。全部投资于凯撒同盛主营业务，不足部分由易食股份以自筹资金解决。

图表 21 凯撒同盛募集配套资金投资项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	使用募集资金投资金额 (万元)	项目达产后经济效益/年
1	国内营销总部项目	37218	37218	新增收入 45.6 亿元/新增净利润 1.20 亿元
2	凯撒信息化+电商平台升级项目	28360	28360	新增收入 18.5 亿元/新增净利润 2283 万元
3	凯撒体育旅游项目	8246	8246	新增收入 3.8 亿元/新增净利润 2058 万元
4	凯撒户外旅游项目	7681	6173	新增收入 2.73 亿元/新增净利润 1253 万元
	合计	81505	79997	新增收入 70.63 亿元/新增净利润 1.76 亿元

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1、国内营销总部项目

公司拟投资 37,218 万元用于国内营销总部及各地分公司、体验中心的建设，进一步完善国内线下旅游业务运营服务和营销网点，支持公司主营业务收入的扩展。项目的建设内容主要包括新建分公司 25 家，新建体验中心 170（含 25 个分公司配套的体验中心）。

2、凯撒信息化+电商平台升级项目

公司拟投资 28,360 万元用于公司 ERP 等信息化系统、互联网及移动互联网平台、IT 运维平台等升级改造，构建形成旅游业务运营管理的信息化平台和旅游产品销售的电商平台，支持公司打造以境外旅游为主的全产业链服务平台。

3、凯撒体育旅游项目

公司拟投资 8,246 万元用于体育旅游业务板块的扩展升级，开设体验中心，建设全球体育赛事票务预订平台与高尔夫球场预订平台及配套的移动互联网平台，支持公司特色旅游业务的发展。项目将融合体育旅游专业领域票务及媒体资源，结合公司境外接待资源、航空资源以及旅游服务经验开展经营，会为国内外高端客户、企事业单位提供专业的体育旅游服务的，带动国内体育旅游产业发展。

4、凯撒户外旅游项目

公司拟投资 7,681 万元用于户外旅游业务板块的扩展升级，支持公司特色旅游业务的发展。建设内容主要包括体验中心、户外旅游电子商务

系统建设，主要经营方向为出境户外旅游，国内户外旅游、户外旅游电子商务、户外旅游俱乐部、户外旅游培训基地等业务。

本次交易完成后，上市公司将增添新的利润增长点，提升公司的盈利能力。本次交易将大幅提高上市公司业务规模和盈利能力，增强上市公司的持续经营能力。除了盈利能力的提升之外，此次交易对于上市公司的积极意义有以下几点：

(1) 进军市场潜力巨大的出境游市场。伴随旅游行业迅速发展，中国出境旅游快速兴起。人民币升值、签证放宽，特别是政策的日益完善，为出境旅游发展营造了相对宽松的环境。根据官方出境旅游数据，中国已经成为亚太地区最大的出境旅游客源国。2001 年，中国公民出境人数为 1,213.31 万人次，2013 年我国公民出境人数已达到 9,818.52 万人次。凯撒同盛以提供出境旅游服务为主要业务，是中国领先的出境游全产业链运营商，已经建立起中国出境旅游的卓著品牌，具有较高的行业地位，将充分受益于飞速发展的出境游市场。

(2) 上市公司依托海航集团在航空、实业、金融、旅游、物流等产业的布局，重组后的上市公司主营业务发展将得到全方位的支持，抗风险能力将得到系统性的加强，成为领先的出境游全产业链运营商。

(3) 提升上市公司品牌形象和市场影响力。凯撒同盛旗下拥有覆盖全球 100 多个国家、超过 6,000 种服务于不同人群的高端旅游产品，已在全球范围内拥有多个分支机构，是 CATS（中国旅行社协会）会员、BTIA（北京市旅游行业协会）会员、PATA（亚太旅游组织）成员。经过多年的经营，凯撒同盛已经成为出境旅游市场独树一帜的领军者，具备强大的品牌号召力和广泛的客户基础，本次交易将为上市公司注入崭新的品牌形象，全面提升上市公司的市场影响力。

(4) 借助资本市场平台实现更大的发展。出境旅游业务发展迅速，并已进入到跨越式发展时期，资本对企业战略发展的重要性不断提升。通过本次交易，凯撒同盛实现了与资本市场的对接，进一步拓宽了融资渠道，为加快其未来业务发展及提高核心竞争力奠定了良好基础，有助于充分发挥其在出境旅游市场中的竞争优势，借助资本市场做大企业经营规模并增强整体盈利能力，发展上市公司出境旅游业务。

2015 年 1-5 月凯撒同盛的营业收入较 2014 年同期增长迅速，增幅达到 54.60%，远超过预测的 2015 年全年营业收入的增长率 38.82%。考虑到旅游行业的经营存在季节性的特点，每年 6 到 10 月份是旅游的高峰期，2015 年 1-5 月已实现的营业收入占全年预测营业收入的 30.40%，较 2014 年 1-5 月实现收入占 2014 年全年营业收入比例高 3.08%。同时，2015 年 1-5 月份实现净利润 1,292 万元，远超 2014 年 1-5 月份亏损 4,308 万元水平。

从业务发展角度看，2015 年 1-5 月凯撒同盛完成了 11 家分公司及 21 家体验中心的开设。同时体育旅游、户外旅游等特色项目以及包机和

包船合同等均顺利签订，为实现全年预测业绩提供了有力的支持。

假设 2015-2017 年凯撒同盛营业收入同比增速分别为 50%、25%和 25%，毛利率水平保持在 14.50%水平不变，盈利预测如下：

图表 22 凯撒同盛盈利预测（2014-2017E）

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	265,423.05	398,134.58	497,668.22	622,085.27
YOY	23.67%	50.00%	25.00%	25.00%
营业成本（万元）	227,333.12	340,405.06	425,506.33	531,882.91
毛利率（%）	14.35%	14.50%	14.50%	14.50%
归属净利润	10010.18	19312.76	26685.1	33884.08
YOY	113.49%	92.93%	38.17%	26.98%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

我们预计凯撒同盛 2015-17 年实现归属净利润分别为 1.93 亿元、2.67 亿元和 3.39 亿元，同比增速分别为 92.93%、38.17%和 26.98%。参考众信旅游的估值，按照 70 倍的 PE 计算，合理市值 135 亿元。

3. 盈利预测和投资建议

预计公司 2015-17 年的 EPS 到 0.28、0.38 和 0.47 元。

图表 23 公司盈利预测（2014-2017E）

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	594	4,638	5,701	7,032
YOY	-8.2%	680.9%	22.9%	23.4%
营业成本（万元）	320.1	3780.6	4671.5	5758.3
毛利率（%）	46.1%	18.5%	18.1%	18.1%
归属净利润	36	226	302	377
EPS	0.15	0.28	0.38	0.47

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

预计重组前原有业务 2015 年实现归属净利润 3277.24 万元，给予 40 倍 PE，合理估值为 13 亿元，注入凯撒同盛后易食股份的合理估值为 146 亿元，目前股价对应市值 44.18 亿元，有较大上涨空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

(1) 自然灾害、重大疫情、大型活动等对游客人数可能产生的负面

影响

- (2) 经济周期性波动
- (3) 人才瓶颈、异地市场开拓效果低于预期
- (4) 重组进展低于预期

资产负债表(百万 元)					利润表(百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	847.3	8068.7	9858.2	12056.8	营业收入	593.9	4638.0	5700.6	7031.6
现金	600.6	3802.0	4613.7	5587.7	营业成本	320.1	3780.6	4671.5	5758.3
应收款项	236.3	1906.0	2342.7	2889.7	营业税金及附加	12.2	41.7	51.3	63.3
存货	8.6	41.7	51.5	63.6	营业费用	88.7	287.6	342.0	421.9
其他	1.8	2319.0	2850.3	3515.8	管理费用	84.2	205.4	240.7	296.6
非流动资产	419.4	418.6	415.0	410.7	财务费用	34.8	-27.5	-67.6	-85.5
长期股权投资	11.2	11.2	11.2	11.2	投资净收益	5.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	194.8	195.3	192.9	189.9	其他	-1.3	0.0	-0.0	0.0
无形资产	38.9	37.6	36.3	35.0	营业利润	58.4	350.2	462.6	577.0
其他	174.5	174.5	174.5	174.5	营业外净收支	5.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	1266.8	8487.3	10273.2	12467.5	利润总额	63.9	350.2	462.6	577.0
流动负债	516.5	6742.2	8271.7	10146.2	所得税费用	5.9	87.6	115.7	144.3
短期借款	244.0	244.0	244.0	244.0	少数股东损益	22.2	36.8	45.1	56.3
应付账款	89.1	5209.8	6442.4	7946.7	归属母公司净利 润	35.8	225.9	301.9	376.5
其他	183.4	1288.4	1585.3	1955.5	EBIT	88.7	322.7	395.0	491.5
非流动负债	91.2	91.2	91.2	91.2	EBITDA	107.6	343.2	416.1	513.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	91.2	91.2	91.2	91.2	重要财务与估值 指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	607.7	6833.4	8362.9	10237.4	每股收益(元)	0.15	0.28	0.38	0.47
少数股东权益	116.6	153.3	198.4	254.7	每股净资产(元)	2.20	1.87	2.13	2.46
归属母公司股 东权益	542.5	1500.6	1711.9	1975.4	发行在外股份(百 万股)	246.5	803.0	803.0	803.0
负债和股东权益 总计	1266.8	8487.3	10273.2	12467.5	ROIC(%)	8.6%	137.2%	-32.7%	-24.5%
					ROE(%)	6.6%	15.1%	17.6%	19.1%
					毛利率(%)	46.1%	18.5%	18.1%	18.1%
					EBIT Margin(%)	14.9%	7.0%	6.9%	7.0%
					销售净利率(%)	6.0%	4.9%	5.3%	5.4%
					资产负债率(%)	48.0%	80.5%	81.4%	82.1%
					收入增长率(%)	-8.2%	680.9%	22.9%	23.4%
					净利润增长率(%)	-22.7%	531.7%	33.6%	24.7%
					P/E	112.31	57.91	43.33	34.74
					P/B	7.40	2.68	2.35	2.03
					EV/EBITDA	42.99	31.61	29.75	27.77

现金流量表(百万

元)	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	161.6	2487.6	919.8	1104.4
投资活动现金流	-19.7	-18.4	-17.5	-17.5
筹资活动现金流	-92.4	732.2	-90.6	-113.0
现金净增加额	49.5	3201.3	811.7	974.0
折旧和摊销	18.8	20.5	21.2	21.8
资本开支	-21.8	-18.4	-17.5	-17.5
营运资本变动	-4.8	2204.4	551.7	649.9
企业自由现金流	79.1	2448.5	851.6	1022.9

免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码： 215021
传真：（0512）62938527
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>