

证券研究报告—动态报告/公司快评

餐饮旅游

旅游综合 II

凯撒旅游 (000796)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年03月16日

战投乐视体育，分享体育行业高成长，打造体育旅游领跑者

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：张峻豪 0755-22940141 zhangjh@guosen.com.cn

事项：

凯撒旅游 3 月 15 日晚发布公告，公司拟出资 6 亿元作为有限合伙人入伙嘉兴基金。嘉兴基金将由普通合伙人海航资本投资（北京）有限公司（出资 10 万元）与有限合伙人海航资本集团有限公司（出资 6 亿元）先行发起设立，本公司以新的有限合伙人身份加入该基金。嘉兴基金成立后，计划以 12 亿元参与乐视体育文化产业发展（北京）有限公司（以下简称“乐视体育”）B 轮融资，乐视体育 B 轮计划融资规模为 70 亿元，B 轮投前估值 135 亿元，投后估值 205 亿元；B 轮融资各方将以相同价格对乐视体育进行增资；本次投资完成后，预计嘉兴基金持有乐视体育 5.85% 股权（最终以各方签署协议为准）。

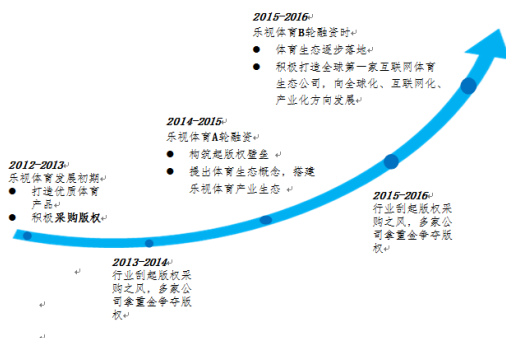
评论：

■ 乐视体育：布局“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”全产业链，打造互联网体育生态第一龙头

➢ 乐视体育概况：互联网体育生态龙头，民企背景，管理层持股，激励充分

如下图 1 所示，乐视体育由乐视网体育频道转变而来，最早于 2012 年 8 月上线，为用户提供足球、篮球、网球、高尔夫等赛事的直播、点播和资讯的视频服务。2014 年 3 月独立，其发展脉络如下图 1 所示。经过 2013-2014 年行业版权战役的争夺，公司在积极争夺内容版权资源的同时，积极由单一的视频媒体网站的业务形态，以媒体服务为切入点，向赛事运营、智能硬件及互联网应用服务等领域延伸，进而成长为一家互联网体育生态公司，打造一个全新的以用户为中心的体育生态价值链。公司本轮融资前股权结构如图 2 所示，贾跃亭系乐视体育的实际控制人，且 B 轮融资前管理层持股 21.26%，民企激励机制充分。

图 1：乐视体育的发展脉络



资料来源：公司资料，百度百科，国信证券经济研究所整理

图 2：B 轮融资前乐视体育的股权结构

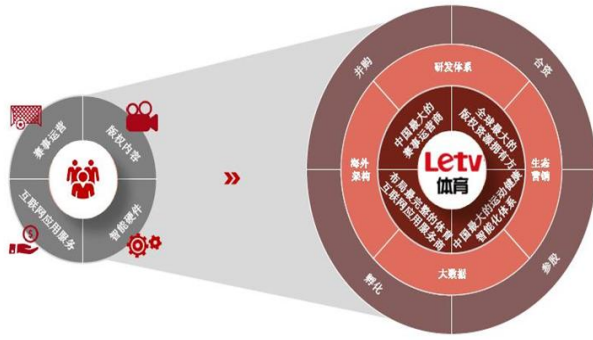


资料来源：公司资料，百度百家，国信证券经济研究所整理

➢ 乐视体育的核心看点：基于“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”的垂直生态链，打造体育生态第一标的

乐视体育的核心看点即基于“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”的垂直生态链，形成上自内容 IP、下至 2C 服务的体育消费全产业链，从而有望打造顶级的互联网+体育生态公司。

图 3: 乐视体育的核心定位



资料来源：公司资料、百度百家，国信证券经济研究所整理

图 4: 乐视体育的体育生态概貌



资料来源：公司资料、百度百家，国信证券经济研究所整理

1) 内容 IP: 资本支持版权扩张逐步形成壁垒，囊括优秀人才丰富深耕自制内容体系

首先，经过前几年的积累，乐视体育目前拥有全球种类最全、数量最多的体育赛事版权资源，涵盖了 17 类运动、191 种项目、135 个独家赛事版权。其中，乐视体育并购了中国最大的原创体育直播平台风云直播/章鱼 TV，参股全球最大的体育营销及版权公司世界体育集团 (WSG)，今年 2 月，乐视体育又以 27 亿元签下中超 2 年独家版权。结合我们此前 16 年年度策略的分析，篮球、足球是目前国内群众参与度较高，且商业化程度最高的两个领域（图 5）。公司在这方面重磅出击，无论在行业影响力、用户粉丝积累还是后续商业应用上都效应显著。因此，在丰富的内容版权支持下，公司目前 PC 端、移动端及互联网电视端日均 VV 达到约 2800 万，日均 UV 达到约 1100 万。未来，通过本轮融资带来的资本支持，乐视体育还将继续版权扩张，进一步夯实其赛事版权壁垒。

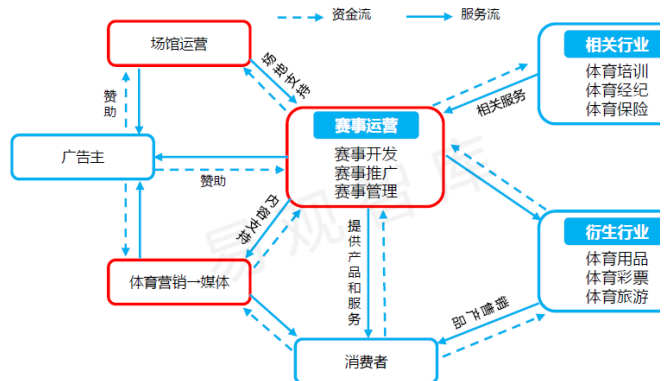
并且，考虑到买版权都是周期性的依赖于别人，乐视体育在内容打造上并不仅仅限于赛事版权本身，而是积极立足行业重量级明星团队打造差异化优质内容。乐视体育集结了原央视、地方卫视和网络平台最重量级解说评论力量，囊括了刘建宏、黄健翔、苏东、董路、颜强、徐阳、丁伟杰、江忠德、谢晖、杨毅等在内的解说评论“超级阵容”，打造重量级的体育解说评论团队。同时，乐视体育还积极自制品类丰富的优质内容（体育早班车、体育焦点秀、足坛锐人物等），建立赛事实况、新闻资讯、深度点评、真人秀等一系列体育视频资源链条，打造具有态度和特色的泛体育类节目。

图 5: 篮球、足球目前商业化和群众参与度最高



资料来源：易观智库、国信证券经济研究所整理

图 6: 赛事运营在体育产业链中的重要地位



资料来源：易观智库、国信证券经济研究所整理

2) 赛事运营: 结合我们此前的分析，赛事运营在体育产业链中居于中心地位（图 6）。乐视体育也将赛事运营作为其运

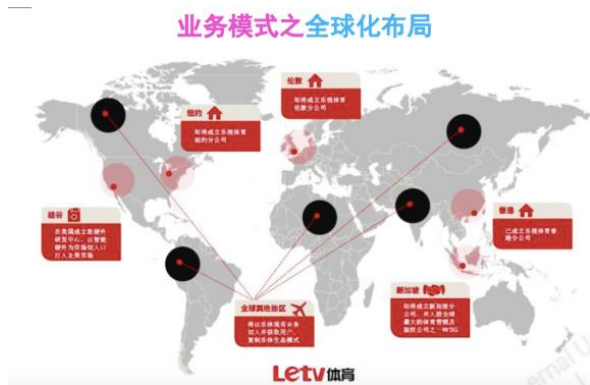
作的重中之重，除了购买赛事版权之外，也自主研发自创赛事 IP，帮助赛事进行市场化和商业化开发，并与其人才储备携手提供“体育综合解决方案”，重点布局体育培训、体育旅游、体育大健康等领域。

3) **智能硬件**：乐视体育积极飞鸽设立合资公司推出智能自行车与一电科技设立合资公司联合开发无人机；与舒华设立合资公司共同研发智能跑步机，且收购益动 GPS 和国内最大跑步社区及智能手环运营厂商，积极拓展体育用品相关产业链。

4) **互联网应用服务**：乐视体育目前已向智能化场馆、体育商城、体育培训、体育游戏、体育彩票、体育大健康等基于体育垂直业务领域的 O2O 和付费业务迅速拓展，运营游戏达 500 款，且入股了以体育票务为主的票务公司永乐票务，未来还将积极争取互联网彩票业务。

在上述业务综合布局的基础上，**公司还积极全球布局**（图 7）。乐视体育在香港成立了乐视体育香港分公司，15 年香港分公司的版权收入就基本占到了半壁江山。在美国硅谷成立软硬件研发中心，以智能硬件为切入点打入北美市场。同时，乐视体育计划在纽约、伦敦、新加坡等地成立分公司，并将以乐视现有业务切入并获取用户，复制乐视生态模式。

图 7：乐视体育积极全球布局



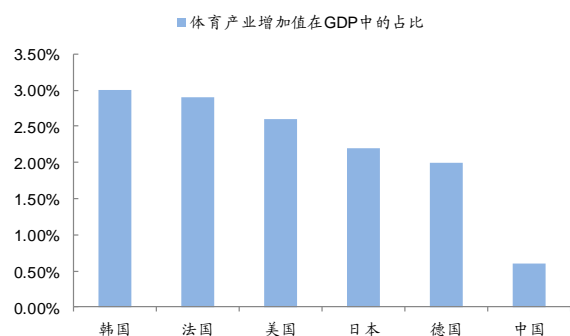
资料来源：公司资料，百度百家，国信证券经济研究所整理

■ **携手大股东领投乐视体育，分享体育行业和行业龙头高成长，打造国内体育旅游领跑者**

我们认为，凯撒旅游投资乐视体育，主要具有以下三方面的看点：

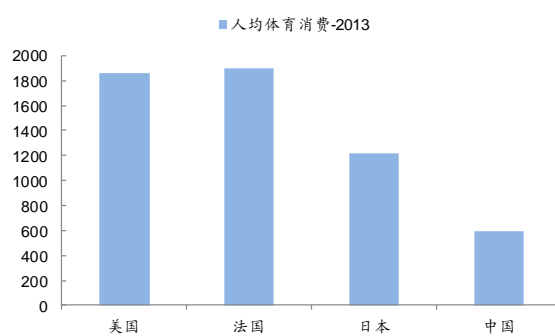
- **分享体育行业高速增长的大蛋糕**。一方面，我国体育产业增加值目前占 GDP 的比例仅 0.6%，远低于发达国家 2-3% 的水平，且人均体育消费仅 600 元左右，明显低于发达国家水平，未来存在较大提升空间。据国家体育总局官员介绍，2015 年，体育产业将基本实现增加值 4000 亿元，占国内生产总值的比重 0.7%；预计到 2020 年，体育产业总规模将超过 3 万亿，体育产业增加值在国内生产总值中的比重将达 1.0%。另一方面，体育行业近年来持续政策利好，国务院去年印发的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》已经将 2025 年全国体育产值目标锁定在 5 万亿元，此后，众多省市还相继出台了相关落地政策。因此，我国体育产业未来有望呈现较快发展势头。在这种情况下，公司投资乐视体育这一互联网体育龙头可以有效分享国内体育行业高成长的大蛋糕。

图 8：我国体育产业增加值在 GDP 的占比处全球较低水平



资料来源：《体育产业学科发展研究》、国信证券经济研究所整理

图 9：人均体育消费存在较大潜力空间



资料来源：公司资料、体育总局，国信证券经济研究所整理

表 1: 近年来体育产业重要政策一览

时间	政策法规	颁布机构	政策要点
2011.2	《全民健身计划（2011-2015 年）》	国务院	体育健身设施有较大发展。全国各类体育场地达到 120 万个以上，人均体育场地面积达到 1.5 平方米以上。50%以上的市（地）、县（区）建有“全民健身活动中心”。50%以上的街道（乡镇）、社区（行政村）建有便捷、实用的体育健身设施。
2011.4	体育事业发展“十二五”规划	国家体育总局	进一步优化体育产业结构。适应城镇化发展和居民消费结构升级的新形势，重点发展体育健身休闲、体育竞赛表演、体育中介等体育服务业，规范提升体育用品业；积极推进体育产业与相关产业的互动发展，促进体育旅游、体育传媒、体育会展等相关业态发展，全面提高体育产业发展水平。
2012.2	中国足球职业联赛管办分离改革方案	中国足球协会	改革主要措施包括：一、成立职业联赛理事会；二、完善职业联赛监督体系；三、做大做强中超公司。
2012.1	《关于进一步加强学校体育工作的若干意见》	国务院	一、充分认识加强学校体育的重要性；二、明确加强学校体育的总体思路和主要目标；三、落实加强学校体育的重点任务；四、建立健全学校体育的监测评价机制；五、加强对学校体育的组织
2012.12	《“十二五”公共体育设施建设规划》	发改委、国家体育总局	《规划》对于提升国民意志品质和身体素质水平、拉动体育消费需求、全面建设小康社会和构建社会主义和谐社会都具有重要意义。
2014.1	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	鼓励社会力量参与。加快体育产业行业协会建设，充分发挥行业协会作用。打造体育贸易展示平台，办好体育用品、体育文化、体育旅游等博览会；积极拓展业态。丰富体育产业内容，推动体育与养老服务、文化创意和设计服务、教育培训等融合，促进体育旅游、体育传媒、体育会展、体育广告、体育影视等相关业态的发展；优化产业布局。因地制宜发展体育产业，形成东、中、西部体育产业良性互动发展格局。支持中西部地区充分利用江河湖海、山地、沙漠、草原、冰雪等独特的自然资源优势，发展区域特色体育产业；
2014.1	《体育总局关于推进体育赛事审批制度改革的若干意见》	体育总局	取消审批，依法管理。除全国综合性运动会和少数特殊项目赛事外，包括商业性和群众性体育赛事在内的全国性体育赛事审批一律取消；充分调动社会多方面的积极性，建立办赛主体多元化的体育赛事体系。发挥体育赛事的积极作用，宣传推广全民健身等。
2015.3	《中国足球改革发展总体方案》	中国足球协会	方案包括调整改革中国足球协会；改革完善职业足球俱乐部建设和运营模式；改进完善足球竞赛体系和职业联赛体制；改革推进校园足球发展；普及发展社会足球，促进国际赛事交流。推动中国足球积极参加国际足球赛事，增进交流，提高水平。研究并推动申办国际足联男足世界杯相关工作等

资料来源：国家体育总局官网，新华网，网易新闻，国信证券经济研究所整理

➤ **分享互联网体育龙头-乐视体育的高成长。**结合前文的分析，乐视体育拟通过构建“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”的垂直生态链，形成上自内容 IP、下至 2C 服务的体育消费全产业链，打造顶级的互联网+体育生态公司。乐视体育重点对标全球体育媒体巨头 ESPN，后者通过锁定优质观众群体+深挖转播权护城河+研发精彩衍生内容+多平台融合四位一体打造绝对竞争优势，每年收入超过 100 亿美元（广告收入占 1/3，其余为用户付费订阅收入），用户数超 1 亿家，预计估值已超过 500 亿美元。我们认为，乐视体育目前在体育媒体平台上已经具备一定的先发优势，“赛事运营+内容平台+智能化+增值服务”的全产业链布局已经初显端倪，加之本轮融资带来的资金支持、大股东乐视控股以及股东万达、海航等的资源支持，后续有望成为国内顶级的体育全生态链公司，成长潜力较大。

➤ **夯实自身体育旅游基因，打造国内体育旅游领跑者。**凯撒旅游一直高度重视体育旅游业务，此前借壳易食股份重大资产重组方案中的有一项配套融资即为凯撒体育旅游项目。公司计划投资 8246 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，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。同时，由于海航旅游旗下的易生金服已顺利与中国奥委会签署“2015-2016 年中国奥委会票务销售及接待服务供应商合作协议”，负责在中国奥委会辖区内销售里约奥运会门票及旅行套餐等产品。凯撒旅游依托易生金服获得了里约奥运会相关门票和旅游套餐产品的销售权。目前来看，今年 1 月 19 日，凯撒旅游里约奥运观赛游产品已全面上线。本次参投乐视体育后，凯撒旅游可以与乐视体育的体育资源（包括赛事运营等）深度合作，共同开发具有特色的体育旅游产品以及商务定制化体育旅游产品，并实行一定的价格优惠，为客户提供一个集旅游、社交、娱乐于一体的特色差异化旅行体验。仅以里约奥运会的相关合作为例，依托乐视体育的雄厚客户基础（日均 UV 达到约 1100 万，与体育强相关），凯撒旅游可以通过乐视体育的客户资源有效推广自身的观赛产品，进一步提升其在体育旅游中的市场份额。综合来看，依托乐视体育这一国内互联网体育生态龙头的资源和支持，基于公司在旅游尤其是出境游全产业链的深度布局，公司有望成为国内体育旅游的领跑者。

■ **出境游全产业链模式优势显著，大股东资源优势明显，维持“买入”评级**

维持公司 16-18 年 EPS0.33/0.42/0.53 元，对应 PE83/65/52 倍。我们认为，公司与大股东海航集团携手投资布局乐视体育，不仅可以有效分享体育行业的高成长，更可以有效夯实自身的体育旅游基因，依托乐视体育这一国内互联网体育生

态龙头的资源 and 客户支持，结合自身旅游尤其是出境游全产业链深度布局的优势，打造**国内体育旅游的领跑者**。加之公司今年所获得的里约奥运会门票和旅行套餐产品销售权优势，2016年有望成为公司体育旅游品牌影响力扩大，市场份额提升的关键之年。

客观而言，2016年出境游受多因素影响增长具有一定不确定性，但中长期来看，出境游特别是出国游依然空间巨大。公司作为民营的出境游龙头企业，有望持续分享行业高增长。未来公司将继续完善线下门店布局（15年新开门店92家），并有望通过与关联公司途牛合作，搭建线上度假自由行业务平台，提升O2O水平。并且，考虑到2016年初，海航旗下的易生金服成立，目前正积极打造国内旅游金融综合平台（集支付、收单、外汇汇兑、小额贷、海南彩票等金融牌照资源于一身），公司旅游业务未来有望与易生金服碰撞出新的火花。在特色游领域，除了体育旅游以外，公司还成立“凯撒邮轮”积极布局邮轮市场，同时，公司与首航重组即将完成，未来航旅结合模式同样令人期待（公司预计16年包机客流增长超过100%）。此外，公司航食及配餐业务有望依托集团资源，并协同出境游目的地服务进一步获得增长空间。综合来看，我们认为公司**出境游全产业链模式及海航系雄厚资源**将为公司带来持续看点，维持中长线“买入”评级。

■ 风险提示

自然灾害等重大突发事件；OTA价格战冲击；收购扩张及后续整合低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1941	2238	2143	2319
应收款项	495	215	270	340
存货净额	15	411	532	675
其他流动资产	464	36	47	59
流动资产合计	2924	2909	3001	3401
固定资产	227	591	933	1008
无形资产及其他	82	79	77	75
投资性房地产	296	296	296	296
长期股权投资	8	8	8	8
资产总计	3537	3884	4315	4788
短期借款及交易性金融负债	678	400	400	350
应付款项	386	170	220	279
其他流动负债	707	580	745	940
流动负债合计	1771	1149	1365	1569
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
长期负债合计	4	4	4	4
负债合计	1775	1153	1369	1572
少数股东权益	116	99	77	50
股东权益	1646	2632	2869	3166
负债和股东权益总计	3537	3884	4315	4788

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.26	0.33	0.42	0.53
每股红利	0.07	0.10	0.13	0.16
每股净资产	2.05	3.28	3.57	3.94
ROIC	14%	14%	22%	25%
ROE	13%	10%	12%	13%
毛利率	19%	19%	18%	18%
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	6%	5%	5%
收入增长	731%	24%	29%	26%
净利润增长率	476%	29%	27%	25%
资产负债率	53%	32%	34%	34%
息率	0%	0%	0%	1%
P/E	107.1	83.0	65.2	52.0
P/B	13.4	8.4	7.7	7.0
EV/EBITDA	70.6	68.5	54.5	43.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4935	6134	7884	9941
营业成本	3979	4966	6445	8177
营业税金及附加	44	64	83	104
销售费用	369	494	613	738
管理费用	233	309	372	457
财务费用	17	6	(9)	(11)
投资收益	3	6	5	5
资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	294	301	384	482
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	295	301	384	482
所得税费用	66	60	76	96
少数股东损益	23	(24)	(31)	(39)
归属于母公司净利润	206	266	338	424

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	206	266	338	424
资产减值准备	0	2	2	1
折旧摊销	28	37	60	78
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	17	6	(9)	(11)
营运资本变动	(27)	(29)	31	29
其它	17	(19)	(23)	(28)
经营活动现金流	225	256	408	503
资本开支	(54)	(401)	(401)	(151)
其它投资现金流	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(60)	(401)	(401)	(151)
权益性融资	786	800	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(53)	(80)	(102)	(127)
其它融资现金流	493	(278)	0	(50)
融资活动现金流	1174	442	(102)	(177)
现金净变动	1340	298	(95)	175
货币资金的期初余额	601	1941	2238	2143
货币资金的期末余额	1941	2238	2143	2319
企业自由现金流	187	(152)	(14)	328
权益自由现金流	680	(435)	(7)	287

相关研究报告:

- 《凯撒旅游-000796-2015 年年报点评: 业绩高增长, 航旅结合及全产业链模式带来核心竞争力》 —— 2016-03-07
 《凯撒旅游-000796-2015 年三季报点评: 行业高景气带来业绩高增长, 资本运作进程有望加快》 —— 2015-10-29
 《易食股份-000796-背靠海航, 全产业链扩张, 大有可为》 —— 2015-06-18

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

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