

# 凯撒旅游 (000796)

## ——深化全产业链布局, 抢占邮轮+体育旅游先机

行业名称: 食品饮料  
 投资建议: 买入  
 当前价格: 18.34元  
 目标价格: 24.00元

### 投资要点:

➢ 16H1业绩同比大幅上升, 毛利率小幅下调。

上半年公司实现营收26.02亿/+47.14%; 归母净利润5693.78万/+60.25%; 扣非净利润6101.78亿/+50.22%; EPS为0.0709元; 业绩增长主要系上半年合并口径中含凯撒同盛所致。公司16H1综合毛利率19.2% (-1.8 pct), 主要系公司线上线下业务布局成本提高所致; 销售费用率为9.19%(-0.09 pct); 管理费用率为4.85%(-1.21 pct); 财务费用率微升至0.95%(+0.34 pct), 系支付利息所致。

➢ 加大全国门店布局, 零售业务占比提高。

公司在报告期内新开设分公司8家, 分公司数量达到48家, 新开设体验中心73家, 体验中心数量达到241家, 受益于分公司及门店的全国布局, 公司的零售业务占比继续扩大到74.5%, 比去年同期上升8%。

➢ 主营业务经营稳健, 深化全产业链布局。

①**餐食板块维持稳定增长。** 期内航空和铁路配餐量分别增长9%和29%, 主要系公司成为全国首家拥有生产航空犹太餐食品资质的配餐公司, 同时新增长沙南至邵阳线、温州南以及深圳北线延长至深圳福田等多条铁路配餐供应资格。②**领投航班管家, 深化航旅结合。** 期内公司与首航先后开通多条亚洲航线, 累计送客人数超过25万人次, 带动亚洲地区业务增长达102%。同时, 公司领投线上出行APP“航班管家”, 占据移动端流量入口和用户资源, 整合供应链体系, 完善出行生态圈。③**围绕强IP迅速切入体育旅游市场。** 凯撒旅游已成为16年里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商顶级合作伙伴, 确立“奥运大IP+旅游”的产品运营模式。上半年公司出资6亿参股乐视体育, 携手开发具有特色以及个性化的体育旅游产品, 为用户提供一个集旅游、社交、娱乐于一体的差异化旅游体验, 推动出境产业链进一步延伸。

➢ 快速占领邮轮市场, 稀缺性+龙头优势将凸显。

上半年已经完成销售30个航次; 推出了涉及地中海、阿拉斯加、加勒比海、中东及东南亚地区近百个飞机+邮轮的产品; 推出了23天、38天、46天等环球邮轮产品; 成功运作了两个极地包船项目, 极地邮轮市场占有率达到28.6%, 居中国市场首位。

➢ 首次覆盖, 给予“买入”评级。

公司发力上下游整合, 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; 在产品端快速拓展亚洲短线游, 并通过创新型的微团游、奥运游、邮轮游等产品加速变现, 分享出境市场持续高景气带来的红利。我们预计公司16-18年EPS为0.32、0.45、0.57元, 当前股价对应PE为57倍、41倍、32倍。给予“买入”评级。

➢ 风险提示: 收购扩张不及预期。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股) 803/246  
 流通A股市值 (百万元) 4,544  
 每股净资产 (元) 2.14  
 资产负债率 (%) 54.69  
 一年内最高/最低 (元) 29.42/15.00

### 一年内股价相对走势



刘章明 分析师  
 执业证书编号: s1110516060001  
 电话:  
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

### 相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	593.92	4,934.50	5,480.43	7,265.36	8,888.96
增长率 (%)	-8.17%	730.83%	11.06%	32.57%	22.35%
EBITDA (百万元)	112.01	339.00	398.00	531.54	676.30
净利润 (百万元)	35.76	205.80	258.19	364.79	465.58
增长率 (%)	-22.72%	475.51%	25.46%	41.29%	27.63%
EPS (元/股)	0.04	0.26	0.32	0.45	0.57
市盈率 (P/E)	421.27	73.20	58.35	42.05	32.95
市净率 (P/B)	27.77	9.15	7.97	6.72	5.59
EV/EBITDA	13.00	61.12	34.44	25.37	19.55

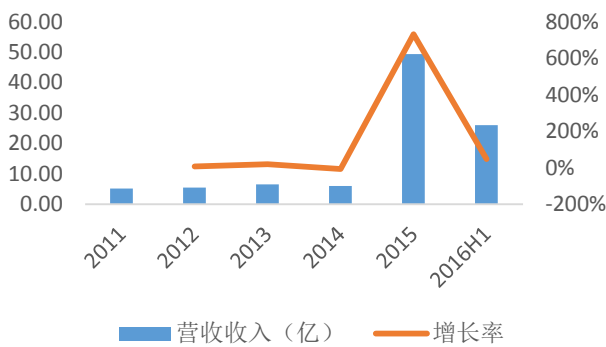
数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

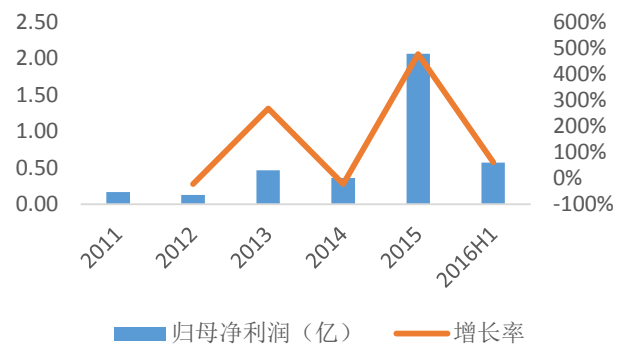
**16H1 业绩同比大幅上升。**上半年公司实现营收 26.02 亿/+47.14%；归母净利润 5693.78 万/+60.25%；扣非净利润 6101.78 万/+50.22%；EPS 为 0.0709 元；业绩增长主要系上半年合并口径中含凯撒同盛所致。旅游业务延续高增长，实现营收 22.17 亿/+52.47%，净利润 3633.89 万/+76.79%，收入占比为 85%，主要归结于旅游航线的拓展（新增三亚-普吉等 9 条航线）、零售业务占比的持续扩大（门店数量增加+渠道下沉）以及上游资源端直采的力度加大，上半年签约境外酒店、景点、巴士公司 5000 余家。

图表 1: 近几年公司营收情况



来源：天风证券研究所

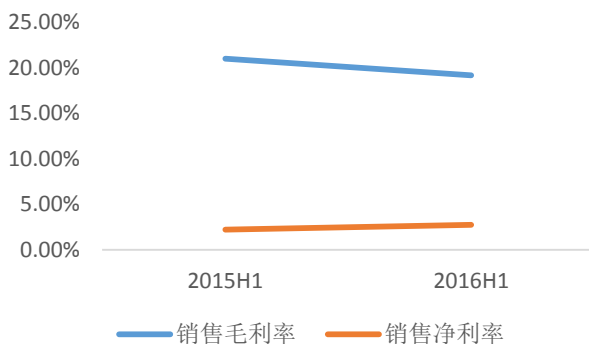
图表 2: 近几年公司归母净利润情况



来源：天风证券研究所

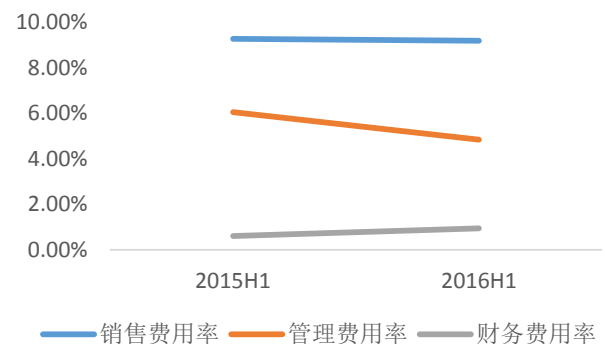
**毛利率小幅下调，严控管理费用。**公司 16H1 综合毛利率 19.2% (-1.8 pct)，主要系公司线上线下业务布局成本提高所致；其中配餐业务为 46.37%(-0.69 pct)；旅游服务为 14.29%(-0.1 pct)；物业租赁业务为 95.68%。公司期间费用率为 14.99%(-0.97 pct)；其中销售费用率为 9.19%(-0.09 pct)；管理费用率为 4.85%(-1.21 pct)；财务费用率微升至 0.95%(+0.34 pct)，系支付利息所致。

图表 3: 近两年公司毛利率、净利率情况



来源：天风证券研究所

图表 4: 近两年公司费用率情况



来源：天风证券研究所

**加大全国门店布局，零售业务占比提高。**公司在报告期内新开设分公司 8 家，分公司数量达到 48 家，新开设体验中心 73 家，体验中心数量达到 241 家，受益于分公司及门店的全国布局，公司的零售业务占比继续扩大到 74.5%，比去年同期上升 8%。上半年公司加大了在华东和西南地区的拓展力度，两地区业务均快速增长，

收入增幅分别达到 126.2%和 136.1%。

图表 5: 公司门店地理分布

城市	门店数量	城市	门店数量	城市	门店数量
北京	85	东营	2	大庆	1
上海	26	吉林	2	丹东	1
天津	15	济南	2	海口	1
杭州	8	晋城	2	海宁	1
广州	8	昆明	2	邯郸	1
成都	7	南京	2	湖州	1
长春	6	盘锦	2	嘉兴	1
大连	5	深圳	2	廊坊	1
青岛	5	石家庄	2	洛阳	1
西宁	5	苏州	2	齐齐哈尔	1
哈尔滨	4	太原	2	厦门	1
兰州	4	徐州	2	绍兴	1
沈阳	4	烟台	2	松原	1
南宁	3	郑州	2	唐山	1
武汉	3	重庆	2	无锡	1
西安	3	鞍山	1	长沙	1
常州	2	保定	1		
合计					241

来源: 公司官网, 天风证券研究所

**主营业务经营稳健，深化全产业链布局。**①**餐食板块维持稳定增长。**公司 4 月拟对全资子公司易食控股增资，旨在进一步提升旗下配餐业务的资金实力，继续扩大餐饮业务的核心竞争力。期内航空和铁路配餐量分别增长 9%和 29%，主要系公司成为全国首家拥有生产航空犹太餐食品资质的配餐公司，同时新增长沙南至邵阳线、温州南以及深圳北线延长至深圳福田等多条铁路配餐供应资格。②**领投航班管家，深化航旅结合。**期内公司与首航先后开通多条亚洲航线，累计送客人数超过 25 万人次，带动亚洲地区业务增长达 102%。同时，公司领投线上出行 APP“航班管家”，占据移动端流量入口和用户资源，整合供应链体系，完善出行生态圈。③**围绕强 IP 迅速切入体育旅游市场。**凯撒旅游已成为 16 年里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商顶级合作伙伴，确立“奥运大 IP+旅游”的产品运营模式。上半年公司出资 6 亿参股乐视体育，携手开发具有特色以及个性化的体育旅游产品，目前已推出 26 大类、40 小类 200 多个场次奥运赛事的观赛门票，温网、NBA 全明星赛、高尔夫等体验类观赛类产品，为用户提供一个集旅游、社交、娱乐于一体的差异化旅游体验，推动出境产业链进一步延伸。

**快速占领邮轮市场，稀缺性+龙头优势将凸显。**公司邮轮业务不断推出全新系列产品，包括涉及天津、上海、香港、大连、青岛五个邮轮母港的 100 多个航次的邮

轮产品，合作的邮轮公司涵盖了皇家加勒比、公主邮轮、地中海邮轮公司、歌诗达邮轮公司等全世界最著名的邮轮品牌，其中上半年已经完成销售 30 个航次；推出了涉及地中海、阿拉斯加、加勒比海、中东及东南亚地区近百个飞机+邮轮的产品；推出了 23 天、38 天、46 天等环球邮轮产品；成功运作了两个极地包船项目，极地邮轮市场占有率达到 28.6%，居中国市场首位。公司与世界著名邮轮品牌形成长期稳定的战略合作，尽管邮轮板块业绩贡献尚未显现，但考虑整体市场规模增速 100%以上，叠加后续定增方案募集 80 亿配套资金对营销端即将开展的布局，市占率有望进一步扩大。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司发力上下游整合，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；在产品端快速拓展亚洲短线游，并通过创新型的微团游、奥运游、邮轮游等产品加速变现，分享出境市场持续高景气带来的红利。我们预计公司 16-18 年 EPS 为 0.32、0.45、0.58 元，当前股价对应 PE 为 57 倍、41 倍、32 倍。公司中报业绩良好，在下半年旅游旺季的加成下，预计全年业绩增速达到 40%；另外公司为高景气度出境游行业的两家上市公司之一，具有较强的稀缺性；看好公司邮轮行业，目前市占率第一，因此给予“买入”评级。

图表6: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	600.65	1,940.55	1,447.94	1,943.58	2,247.61	营业收入	593.92	4,934.50	5,480.43	7,265.36	8,888.96
应收账款	175.24	494.54	2,032.57	1,012.70	1,997.69	营业成本	320.12	3,979.33	4,355.34	5,787.63	7,078.85
预付账款	1.24	446.21	93.15	218.43	274.85	营业税金及附加	12.21	43.70	92.58	112.15	122.03
存货	8.56	15.27	191.88	14.08	196.25	营业费用	88.68	369.39	402.81	523.11	632.89
其他	61.63	27.18	1,002.14	158.80	907.93	管理费用	84.18	232.79	253.74	334.93	405.34
<b>流动资产合计</b>	<b>847.32</b>	<b>2,923.74</b>	<b>4,767.68</b>	<b>3,347.59</b>	<b>5,624.33</b>	财务费用	34.84	17.08	-0.50	-27.30	-34.30
长期股权投资	11.21	7.66	7.66	7.66	7.66	资产减值损失	1.28	1.50	1.10	1.10	1.10
固定资产	187.20	220.13	236.19	271.15	304.44	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	7.58	6.90	40.14	72.08	73.25	投资净收益	5.74	2.91	5.45	5.00	5.00
无形资产	38.94	81.66	74.65	67.65	60.65	其他	-11.48	-5.83	-10.90	-10.00	-10.00
其他	174.50	296.42	251.82	267.91	264.19	<b>营业利润</b>	<b>58.36</b>	<b>293.64</b>	<b>380.80</b>	<b>538.74</b>	<b>688.05</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>419.43</b>	<b>612.77</b>	<b>610.47</b>	<b>686.45</b>	<b>710.19</b>	营业外收入	7.24	2.58	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	<b>1,266.75</b>	<b>3,536.51</b>	<b>5,378.15</b>	<b>4,034.05</b>	<b>6,334.52</b>	营业外支出	1.73	1.03	0.30	0.30	0.30
短期借款	243.00	678.09	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>63.86</b>	<b>295.19</b>	<b>382.50</b>	<b>540.44</b>	<b>689.75</b>
应付账款	179.01	533.86	2,927.36	1,166.57	2,800.42	所得税	5.89	66.46	95.62	135.11	172.44
其他	94.51	559.22	337.79	344.16	509.26	<b>净利润</b>	<b>57.97</b>	<b>228.73</b>	<b>286.87</b>	<b>405.33</b>	<b>517.32</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>516.52</b>	<b>1,771.17</b>	<b>3,265.15</b>	<b>1,510.73</b>	<b>3,309.68</b>	少数股东损益	22.21	22.94	28.69	40.53	51.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>35.76</b>	<b>205.80</b>	<b>258.19</b>	<b>364.79</b>	<b>465.58</b>
应付债券	88.76	0.00	78.46	55.74	44.73	每股收益(元)	0.04	0.26	0.32	0.45	0.57
其他	2.41	3.80	2.20	2.80	2.94						
<b>非流动负债合计</b>	<b>91.17</b>	<b>3.80</b>	<b>80.66</b>	<b>58.54</b>	<b>47.67</b>						
<b>负债合计</b>	<b>607.68</b>	<b>1,774.97</b>	<b>3,345.81</b>	<b>1,569.28</b>	<b>3,357.35</b>						
少数股东权益	116.57	115.77	143.02	182.88	233.46	<b>主要财务比率</b>					
股本	246.54	803.00	803.00	817.63	817.63		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
资本公积	334.56	622.54	607.54	620.69	616.92	<b>成长能力</b>					
留存收益	295.96	843.13	1,086.32	1,464.26	1,926.08	营业收入	-8.17%	730.83%	11.06%	32.57%	22.35%
其他	-334.56	-622.88	-607.54	-620.69	-616.92	营业利润	-34.65%	403.17%	29.68%	41.48%	27.72%
<b>股东权益合计</b>	<b>659.07</b>	<b>1,761.55</b>	<b>2,032.34</b>	<b>2,464.77</b>	<b>2,977.17</b>	归属于母公司净利润	-22.72%	475.51%	25.46%	41.29%	27.63%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,266.75</b>	<b>3,536.51</b>	<b>5,378.15</b>	<b>4,034.05</b>	<b>6,334.52</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	46.10%	19.36%	20.53%	20.34%	20.36%
						净利率	6.02%	4.17%	4.71%	5.02%	5.24%
						ROE	6.59%	12.50%	13.67%	15.99%	16.97%
						ROIC	25.25%	111.12%	90.18%	72.24%	114.54%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	47.97%	50.19%	62.21%	38.90%	53.00%
						净负债率	-40.73%	-18.49%	-41.51%	73.80%	-14.46%
						流动比率	1.64	1.65	1.46	2.22	1.70
						速动比率	1.62	1.64	1.40	2.21	1.64
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.03	14.73	4.34	4.77	5.91
						存货周转率	69.73	414.25	52.91	70.55	84.52
						总资产周转率	0.47	2.05	1.23	1.54	1.71
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.04	0.26	0.32	0.45	0.57
						每股经营现金流	0.20	0.36	0.20	0.69	0.41
						每股净资产	0.68	2.05	2.35	2.79	3.36
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	421.27	73.20	58.35	42.05	32.95
						市净率	27.77	9.15	7.97	6.72	5.59
						EV/EBITDA	13.00	61.12	34.44	25.37	19.55
						EV/EBIT	15.63	66.69	36.04	26.37	20.23

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

## 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。

## 投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

## 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、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。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)