

凯撒旅游 (000796)

2017 年 4 月 24 日

成本费用攀升，净利同比增 3% 低于预期 买入（维持）

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

yjs_zhangy@dwzq.com.cn

010-66211134

投资要点

- **事件: 公司公布 2016 年年报。**2016 年, 公司实现营业收入 66.36 亿元, 同比增长 34.48%; 归属净利润 2.12 亿元, 同比增长 3.30%; 扣非后归属净利润 2.17 亿元。每 10 股派发现金红利 1.1 元 (含税)。
- **凯撒同盛向三、四线城市渗透, 邮轮市占率进一步提升。**凯撒同盛实现收入 57.91 亿元, 同比增长 36%; 净利润 2.07 亿元, 同比增长 24%; 扣非后归属净利润 21,228.58 万元, 高于业绩承诺 20,840 万元。批发、零售和会奖收入分别为 39.48 亿元、9.57 亿元和 0.67 亿元, 同比增速分别为 11.32%、32.17% 和 105.01%, 各业务毛利率分别同比减少 11.78、5.77 和 10.24 个百分点。北京地区收入 37.98 亿元, 同比减少 15.67%, 毛利率 18.46%, 同比提升 1.49 个百分点; 华东地区收入 7.61 亿元, 同比增加 66.50%, 毛利率 8.11%, 同比下降 20.48 个百分点。
- **2016 年, 公司新设分公司 11 家, 数量达到 50 家; 新开设体验中心 82 家, 总量达到 282 家, 基本完成了全国一、二线城市的布局, 开始向三、四线城市渗透。**2016 年, 公司全面覆盖了母港邮轮、长线邮轮、极地邮轮和环球邮轮四大类产品。其中, 母港邮轮占有率 12.2%, 极地邮轮占有率 28.6%。差旅业务作为年内新设立的业务板块, 已经完成了系统测试并积极参与市场招标活动, 预计 2017 年将会有良好表现。
- **配餐业务稳定增长。**其中, 航空配餐业务收入 6.51 元, 同比增长 22.22%; 铁路配餐业务收入 1.26 亿元, 同比增长 45.74%。
- **业务增长导致费用攀升。**报告期内, 公司销售费用同比增长 42.93%, 系房租、员工薪酬和市场费用等增加所致; 管理费用同比增长 23.01%, 系员工薪酬、房租费用和项目费用等增长所致; 财务费用同比增长 178.69%, 系借款利息支出增加所致。
- **重磅发布入境游路线。**2017 年 3 月, 公司在 ITB Berlin (柏林国际旅交会) 上发布十二大“入境游”主题路线, 出境游之外, 瞄准了下一个发力点。依托海航集团的资源背景, 公司在入境游上具有资源整合优势, 有望携手海航控股的桂林航旅集团共同推动桂林入境游发展。随着签证、通关、免税、退税、航权等多项便利化政策落地实施, 中国入境游或将迎来大发展。
- **投资建议与盈利预测:**公司通过投资航班管家、增资易生金服、收购天天商旅等资本运作, 对接航班管家与首都航空的“机票+景区”资源, 深度发展“旅游+金融”合作模式, 聚焦航旅和邮轮构筑“出境游+大交通”出行生态圈。预计公司 2017-2019 年的 EPS (摊薄后) 为 0.23、0.32、0.40 元, PE (2017E) 为 63.86 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧风险; 服务质量及食品安全控制风险; 汇率波动风险; 不可抗力风险

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	14.64
一年最低价/最高价	13.55/27.46
市净率 (倍)	6.18
流通 A 股市值 (百万元)	3602

基础数据

每股净资产 (元)	2.33
资产负债率 (%)	61.78
总股本 (百万股)	803
流通 A 股 (百万股)	246

相关研究

1. 2016.10.30 《第三季度净利同比增 36%, 借旅游金融完善出行体验》
2. 2016.9.30 《5.5 亿领投易生金服 B 轮, 布局金融业务建立竞争壁垒》
3. 2016.8.14 《中期业绩增长 6 成, “出境游+大交通” 构筑出行生态圈》
4. 2016.5.8 《终止收购首航, 拟定增 80 亿深耕出境游, 有补跌风险》
5. 2016.3.23 《2.5 亿元增资“航班管家” APP 母公司, 抢占移动出行市场》
6. 2016.3.16 《出资 6 亿入股嘉兴基金, 参与乐视 B 轮融资布局体育产业》
7. 2016.3.6 《布局“航空+旅游”, 打造出境游全产业链服务运营商》

凯撒旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3251.2	9038.2	9526.7	10236.1	营业收入	6636.0	8294.0	10403.5	13092.8
现金	1470.0	6878.1	6819.8	6832.1	营业成本	5432.3	6799.8	8535.2	10744.4
应收款项	953.6	1136.2	1425.1	1793.5	营业税金及附加	25.6	24.9	31.2	39.3
存货	15.1	18.6	23.3	29.4	营业费用	528.0	663.5	832.3	1047.4
其他	812.4	1005.3	1258.4	1581.1	管理费用	286.4	357.2	445.8	558.8
非流动资产	2149.9	2531.2	2907.9	3289.2	财务费用	47.6	23.9	-34.2	-34.1
长期股权投资	16.8	16.8	16.8	16.8	投资净收益	2.7	5.0	5.0	5.0
固定资产	240.5	630.6	1016.2	1406.4	其他	-9.5	0.0	0.0	0.0
无形资产	88.8	79.9	71.0	62.1	营业利润	309.5	429.7	598.2	742.1
其他	1803.9	1803.9	1803.9	1803.9	营业外净收支	4.9	0.0	0.0	0.0
资产总计	5401.1	11569.4	12434.6	13525.3	利润总额	314.3	429.7	598.2	742.1
流动负债	3332.2	2101.2	2635.6	3316.9	所得税费用	73.7	107.4	149.6	185.5
短期借款	1492.1	-0.0	-0.0	-0.0	少数股东损益	28.0	32.9	38.7	45.7
应付账款	710.6	930.5	1167.2	1468.9	归属母公司净利润	212.6	289.4	409.9	510.9
其他	1129.6	1170.7	1468.5	1848.1	EBIT	363.8	448.6	559.0	703.0
非流动负债	4.6	5.6	6.6	7.6	EBITDA	398.1	489.3	613.8	772.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	4.6	5.6	6.6	7.6					
负债总计	3336.9	2106.8	2642.3	3324.6					
少数股东权益	190.8	223.8	262.5	308.2					
归属母公司股东权益	1873.4	9238.8	9529.8	9892.5					
负债和股东权益总计	5401.1	11569.4	12434.6	13525.3					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指				
	2016	2017E	2018E	2019E	标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	323.1	236.2	492.1	611.2	每股收益(元)	0.26	0.23	0.32	0.40
投资活动现金流	-1508.0	-412.0	-431.5	-450.8	每股净资产(元)	2.33	7.31	7.55	7.83
筹资活动现金流	662.8	5583.9	-118.9	-148.1	发行在外股份(百万				
现金净增加额	-512.0	5408.1	-58.3	12.3	股)	803.0	1263.0	1263.0	1263.0
折旧和摊销	34.2	40.7	54.8	69.5	ROIC(%)	9.6%	11.2%	15.5%	17.0%
资本开支	-37.3	-412.5	-431.5	-450.8	ROE(%)	11.3%	3.1%	4.3%	5.2%
营运资本变动	-1548.0	-126.9	-11.4	-14.8	毛利率(%)	18.1%	18.0%	18.0%	17.9%
企业自由现金流	-1188.6	-162.2	31.1	131.1	EBIT Margin(%)	5.5%	5.4%	5.4%	5.4%
					销售净利率(%)	3.2%	3.5%	3.9%	3.9%
					资产负债率(%)	61.8%	18.2%	21.2%	24.6%
					收入增长率(%)	34.5%	25.0%	25.4%	25.9%
					净利润增长率(%)	3.3%	36.1%	41.7%	24.6%
					P/E	55.30	63.90	45.11	36.19
					P/B	6.28	1.27	1.23	1.19
					EV/EBITDA	37.91	28.33	23.46	19.52

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

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：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：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%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%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>

