

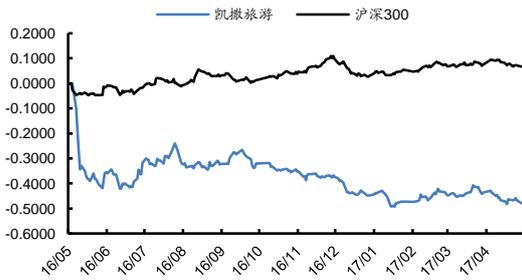
研究所

证券分析师：周玉华 S0350513110001
0755-83716906 zhouyh@ghzq.com.cn

主业发展稳健，费用增速较快拖累业绩

——凯撒旅游（000796）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
凯撒旅游	-8.2	-1.9	-48.3
沪深300	-0.9	1.8	6.6

市场数据

2017-05-02

当前价格（元）	14.20
52周价格区间（元）	13.55 - 27.46
总市值（百万）	11402.60
流通市值（百万）	3493.13
总股本（万股）	80300.03
流通股（万股）	24599.54
日均成交额（百万）	95.77
近一月换手（%）	20.28

相关报告

《易食股份（000796）点评报告：原有业务平稳增长，静待凯撒入驻（买入）*餐饮旅游*周玉华》——2015-08-27

事件：

公司发布年报及1季报：2016年实现营业收入66.36亿元，同比增34.48%；实现归母净利润2.13亿元，同比增3.3%，EPS为0.26元，分红方案为每10股派现1元（含税）。

公司2017年1季度实现营业收入16.2亿元，同比增31.78%；实现归母净利润2322万元，同比增43.45%。

投资要点：

■**旅游业务稳健增长，但毛利率略有下滑。**公司2016年旅游业务实现收入57.91亿元，同比增36%；实现净利润2.07亿元，同比增24%；旅游业务综合毛利率为14.11%，同比降0.78PCT。具体看，旅游零售业务贡献公司收入59.5%比重，实现营业收入39.5亿元，同比增32.17%，毛利率为15.78%，同比降0.97PCT；公民批发业务贡献公司收入13.4%比重，实现收入8.9亿元，同比增11.32%，毛利率为6.36%，同比降0.85PCT；企业会奖业务贡献公司收入14.4%比重，实现收入9.6亿元，同比增101.1%，毛利率为14.41%，同比降1.64PCT。整体看，公司旅游板块收入呈稳健增长态势，但受到行业竞争加剧及外围环境恶化影响毛利率略有下滑。

■**零售业务不断加强销售网络拓展，西南和华东地区进步较快。**公司2016年新开分公司11家，新开始体验中心82家，截止去年底分公司和体验服务中心数量分别达到50家和282家。这也是公司零售业务快速增长的重要因素之一。公司销售网络目前已基本完成在全国一、二线城市布局，并尝试向三、四线城市渗透。在2016年西南和华东地区表现优秀，二者收入增幅分别达到106%和66.5%。此外公司还积极开拓移动渠道，提升零售渠道的运营效率及客户体验，增加公司在客户中的品牌影响力。

■**产品不断升级，游轮、体育户外主题产品影响力提升。**公司去年新研发旅游产品1300多个，产品数量总额达到7300余种。产品风格上，加大了对“新奇特高”和私人订制旅游产品的研发力度。邮轮方面，公司的产品已经全面覆盖了母港邮轮、长线邮轮、极地游轮和环球游轮四大品类，公司在中国母港邮轮、极地游轮中的市场份额分别达到12.2%和28.6%。公司公告的最新募投方案中，计划将27.3亿元募集资金用于邮轮销售平台项目，侧面可见公司对邮轮产品的重视程度。体育户外主题方面，公司产品涉及到徒步、骑行、马拉松等几大专业领域，还推出了网球四大满贯赛事、篮球NBA全明星等体育观赛类产品，并在去年作为里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商，推出了200多个场次赛事的观赛门票、相应的企业奖励旅游产品，及巴西和南美多国的自

由行及半自由行产品。通过加强产品研发和产品升级，打造特色主题产品，公司产品对游客吸引力增强，品牌影响力不断得到提升。

■配餐业务稳健发展。公司配餐板块去年分别实现收入和毛利为 7.8 亿元和 3.5 亿元，同比分别增 25.5%和 26.9%，分别贡献公司收入和毛利的 11.7%和 28.9%的比重。其中，航空配餐业务占配餐收入比 84%，其余部分为铁路配餐业务。该板块近几年一直稳健发展，毛利率相对平稳，但对净利润的贡献相对较低。

■员工薪酬及房租增长带动费用提升。公司销售、管理和财务三项费用率合计提升 0.44PCT 至 13%。其中销售费用为 5.3 亿元，同比增 42.93%，主要源于旅游和航食业务销售增长带来人员薪酬及房租等费用增加；管理费用为 2.86 亿元，同比增 23%，主要源于员工薪酬和房租等增长；财务费用为 4760 万元，同比增 3052 万元，主要源于短期借款增加带来的利息增加。费用增速较快是影响公司业绩重要因素之一。

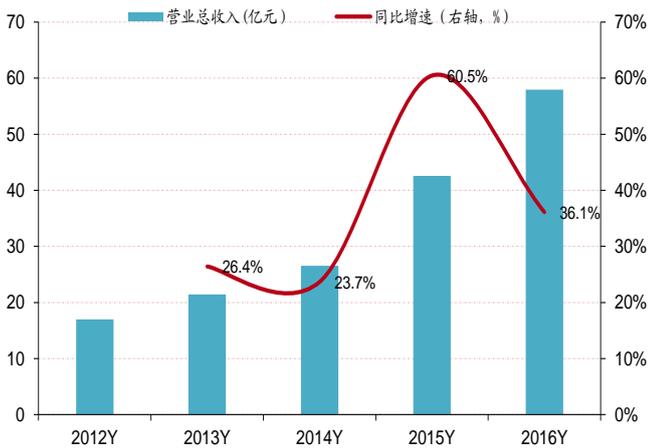
■盈利预测和投资评级：公司拥有海航集团提供的航空和旅游产业链背景支持。自从登录资本市场以来，先后增资易生金服，领投航班管家并收购天天商旅，积极打造旅游产业生态圈。我们仍看好整个出境游产业链未来发展空间，公司作为龙头将持续受益。暂不考虑非公开发行影响，预计公司 2017 和 2018 年 EPS 分比为 0.35 元和 0.45 元，对应 PE 分比为 41 倍和 32 倍，维持买入评级。

■风险提示：突发事件及自然灾害；汇率波动；竞争加剧；经济低迷；定增进度低于预期

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6636	8501	10829	13942
增长率(%)	34%	28%	27%	29%
净利润(百万元)	213	277	362	484
增长率(%)	3%	30%	31%	34%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.35	0.45	0.60
ROE(%)	10.30%	11.67%	13.02%	14.57%

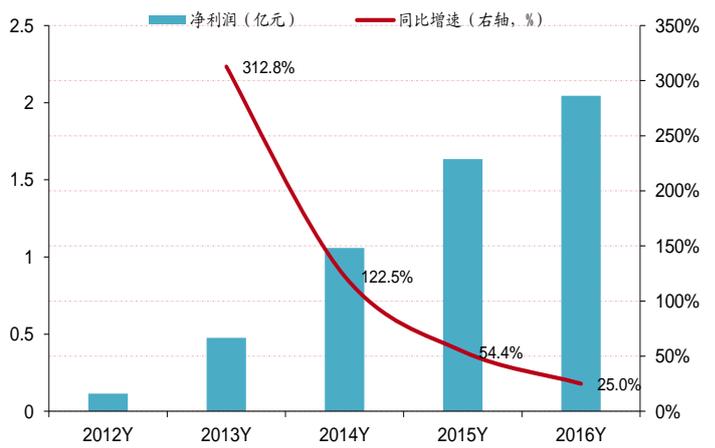
资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 1: 公司 2016 年旅游业务营收同比增 36.1%



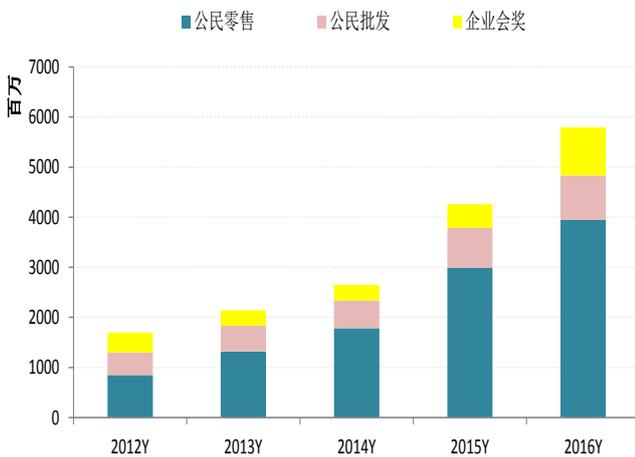
资料来源: wind,公司公告, 国海证券研究所

图 2: 公司旅游业务 2016 年归母净利润同比增 25%



资料来源: wind,公司公告, 国海证券研究所

图 3: 公司近几年旅游业务收入情况



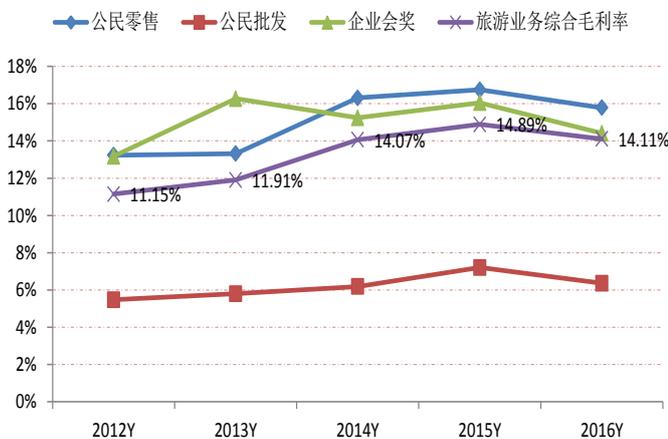
资料来源: wind,国海证券研究所

图 4: 公司旅游业务收入构成情况



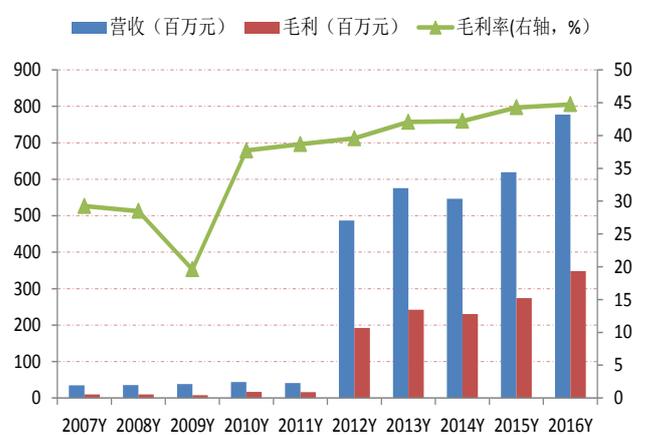
资料来源: wind,国海证券研究所

图 5: 公司旅游业务 2016 年综合毛利率略有下降



资料来源: wind,国海证券研究所

图 6: 公司配餐业务毛利率相对稳定



资料来源: wind,国海证券研究所

表 1: 凯撒旅游盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素影响)

证券代码:	000796.SZ				股价:	14.20	投资评级:	买入	日期:	2017-05-02
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	12%	13%	15%	EPS	0.26	0.35	0.45	0.60	
毛利率	18%	18%	18%	18%	BVPS	2.33	2.67	3.12	3.71	
期间费率	13%	13%	13%	13%	估值					
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	53.64	41.14	31.51	23.58	
成长能力					P/B	6.09	5.31	4.55	3.83	
收入增长率	34%	28%	27%	29%	P/S	1.72	1.34	1.05	0.82	
利润增长率	3%	30%	31%	34%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	1.23	1.55	1.68	1.83	营业收入	6636	8501	10829	13942	
应收账款周转率	6.96	8.60	7.69	9.25	营业成本	5432	6953	8861	11403	
存货周转率	-	-	-	-	营业税金及附加	26	33	42	54	
偿债能力					销售费用	528	674	857	1102	
资产负债率	62%	57%	57%	56%	管理费用	286	365	464	596	
流动比	0.98	1.08	1.19	1.29	财务费用	48	64	68	70	
速动比	0.97	1.07	1.18	1.28	其他费用 / (-收入)	(7)	(7)	(7)	(7)	
					营业利润	309	405	530	710	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	5	5	5	5	
现金及现金等价物	1470	1304	1700	2415	利润总额	314	410	535	715	
应收款项	954	989	1408	1507	所得税费用	74	96	125	168	
存货净额	15	19	24	31	净利润	241	314	410	547	
其他流动资产	812	1038	1211	1584	少数股东损益	28	37	48	64	
流动资产合计	3251	3340	4333	5527	归属于母公司净利润	213	277	362	484	
固定资产	240	216	195	175						
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	89	89	81	73	经营活动现金流	323	428	355	691	
长期股权投资	17	22	27	32	净利润	241	314	410	547	
资产总计	5401	5471	6439	7611	少数股东权益	28	37	48	64	
短期借款	1492	942	1042	1142	折旧摊销	34	33	31	28	
应付款项	711	856	1116	1373	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	584	748	952	1226	营运资金变动	20	(575)	(1061)	(1010)	
其他流动负债	546	546	546	546	投资活动现金流	(1508)	19	17	14	
流动负债合计	3332	3092	3656	4287	资本支出	(13)	24	22	19	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(9)	(5)	(5)	(5)	
其他长期负债	5	5	5	5	其他	(1485)	0	0	0	
长期负债合计	5	5	5	5	筹资活动现金流	1019	(554)	95	93	
负债合计	3337	3097	3661	4292	债务融资	814	(550)	100	100	
股本	803	803	803	803	权益融资	17	0	0	0	
股东权益	2064	2374	2778	3319	其它	189	(4)	(5)	(7)	
负债和股东权益总计	5401	5471	6439	7611	现金净增加额	(166)	(107)	466	798	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

周玉华，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。