

## 内生良性成长, 投资收益变动压制利润

### 投资要点

- 业绩总结:** 2018H1 公司实现营收 37.7 亿元, 同比增长 10.7%, 实现归母净利润 7664.8 万元, 同比下滑 43%, 扣非净利润 7529.4 万元, 同比增长 2.2%, 其中 Q2 实现营收 19.69 亿元, 同比增长 10.3%, 归母净利润 4876.2 万元, 同比下滑 56.2%。归母净利润下滑主要是去年同期转让嘉兴股权产生 5905.6 万元投资收益, 而 2018H1 公司投资收益为-557.49 万元, 同比下降 109%, 影响净利润-6463.1 万元。
- 旅游服务业务平稳增长, 食品业务有所放量。** 旅游业务方面, 公司继续围绕“旅游+”为核心全面加强产业链布局, 坚持渠道+产品+资源一体化发展, 上半年旅游业务实现营收 32 亿元, 同比增长 9.5%, 其中零售/批发/企业会奖分别同比变动 11%/-8.5%/29.4%; 2) 食品业务方面在巩固原有市场份额的基础上不断开拓, 于上半年新增 29 条航线, 22 条铁路路线, 推动航空配餐、铁路配餐销售及实现营收 5.6 亿元, 同比增长 17.7%, 其中航空配餐/铁路配餐分别同比增长 10%/58.2%。
- 内生盈利能力略有改善, 投资收益大幅变动影响利润水平。** 1) 公司旅游业务毛利率小幅下降 0.5pp 至 13.4%, 其中零售/批发/企业会奖毛利率分别下滑 0.5pp/1.5pp/1.2pp, 而食品业务随着规模效应的提升毛利率呈现改善趋势, 食品业务整体毛利率 45.5% (YoY+0.7pp), 其中航空、铁路毛利率分别提升 0.7pp/0.2pp, 公司整体毛利率 18.28% (YoY+0.2%); 费用率方面, 销售费用率小幅提升 0.7pp 至 9.3%, 主要受人工费用提升近 32%影响, 经营管理能力提升推动管理费用率小幅下降 1pp, 同时由于本期增加了 7 亿元公司债券财务利息费用增加导致财务费用率同比微幅上涨 0.2pp, 整体期间费用率 14.1 (YoY-1pp), 内生盈利能力有所改善 2) 归母净利润下滑主要是去年同期转让嘉兴股权产生 5905.6 万元投资收益, 而 2018H1 公司投资收益为-557.49 万元, 同比下降 109%, 影响净利润-64,63.1 万元, 拖累公司整体净利率同比下滑 1.8pp 至 2.8%。
- 出境游龙头, 产品特色突出, 资源把控能力强。** 1) **渠道建设扎实:** 公司通过线上线下一体化迎合低频高价的出境游消费市场, 截至 2017 年公司已设立 60 家分子公司, 门店数达 247 家; 2) **产品线聚焦高端:** 公司目前已拥有覆盖全球 120 多个国家和地区、超过 20,000 种服务于不同人群的高端旅游产品, 同时围

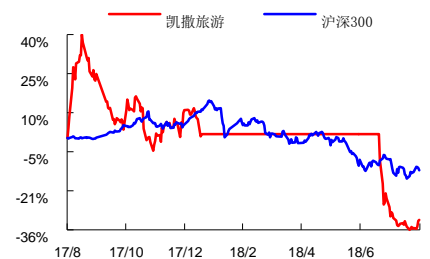
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8045.32	9538.96	11152.93	12890.81
增长率	21.24%	18.57%	16.92%	15.58%
归属母公司净利润(百万元)	220.70	389.37	474.65	569.05
增长率	3.82%	76.42%	21.90%	19.89%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.48	0.59	0.71
净资产收益率 ROE	11.14%	16.68%	17.33%	17.66%
PE	32	18	15	12
PB	3.50	2.99	2.56	2.18

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
电话: 010-57758600  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.03
流通 A 股(亿股)	2.46
52 周内股价区间(元)	8.17-17.8
总市值(亿元)	70.58
总资产(亿元)	62.61
每股净资产(元)	2.61

### 相关研究

1. 凯撒旅游(000796): 内生增长良好, 资产减值压制利润 (2018-04-27)

绕“旅游+”为核心不断开拓强 IP 体育旅游、“一带一路”旅游等特色化产品以顺应市场热点；**3) 产业链资源丰富：**公司已与国内外 80 余家航空公司、30 余家酒店集团以及 11 家游轮公司建立合作关系。作为国内出境游行业服务运营商龙头，公司整体产业链协同能力持续提升，议价能力有望增强并同时实现成本改善。

- **出境游回暖趋势确立，高端出境游龙头竞争优势凸显。**2018H1 国内旅游人数 28.26 亿人次，比上年同期增长 11.4%；入出境旅游总人数 1.41 亿人次，同比增长 6.9%；出境旅游人数 7131 万人次，比上年同期增长 15.0%，出境游复苏趋势持续确立。公司作为高端出境游龙头有望享受行业复苏红利，中欧、中加旅游年的带动下公司高端产品线有望放量，同时 2018 年世界杯等大型体育赛事的展开将利于凸显公司体育旅游大 IP 优势；此外 2017 年公司新推出品牌“签动全球”，业务覆盖全球 105 个国家和地区签证服务，服务优势再度显著提升。行业复苏叠加公司龙头优势，业绩有望重回高成长。
- **盈利预测与评级。**由于 2017 年利润主要受 2.04 亿资产减值损失影响，预计 2018 全年业绩修复可期，加之下半年旅游旺季龙头更为受益，前期板块调整公司估值已回归低点，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.48 元、0.59 元、0.71 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、12 倍，未来三年归母净利润将保持 37%的复合增长率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济景气度或不及预期；行业复苏或不及预期；公司产品研发进度或不及预期。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8045.32	9538.96	11152.93	12890.81	净利润	243.84	430.20	524.43	628.73
营业成本	6597.38	7819.48	9138.13	10553.64	折旧与摊销	63.86	29.57	30.02	30.47
营业税金及附加	17.41	55.79	51.81	57.12	财务费用	93.72	18.35	21.98	25.20
销售费用	621.96	736.80	870.33	999.40	资产减值损失	204.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	299.90	405.74	457.14	519.07	经营营运资本变动	42.36	-219.68	161.94	48.92
财务费用	93.72	18.35	21.98	25.20	其他	-150.66	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	204.45	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>497.57</b>	<b>258.44</b>	<b>740.37</b>	<b>732.32</b>
投资收益	132.72	0.00	0.00	0.00	资本支出	23.24	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	421.77	162.37	-68.88	-45.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>445.01</b>	<b>152.37</b>	<b>-78.88</b>	<b>-55.70</b>
<b>营业利润</b>	<b>343.40</b>	<b>502.80</b>	<b>613.55</b>	<b>736.39</b>	短期借款	-627.67	-864.33	0.00	0.00
其他非经营损益	2.87	3.31	3.42	3.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>346.27</b>	<b>506.12</b>	<b>616.97</b>	<b>739.68</b>	股权融资	11.47	0.00	0.00	0.00
所得税	102.43	75.92	92.55	110.95	支付股利	-80.30	-44.14	-77.87	-94.93
净利润	243.84	430.20	524.43	628.73	其他	719.96	-22.31	-21.98	-25.20
少数股东损益	23.15	40.83	49.78	59.68	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>23.46</b>	<b>-930.78</b>	<b>-99.85</b>	<b>-120.13</b>
归属母公司股东净利润	220.70	389.37	474.65	569.05	<b>现金流量净额</b>	<b>948.91</b>	<b>-519.97</b>	<b>561.64</b>	<b>556.49</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2418.72	1898.75	2460.39	3016.88	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2065.08	2619.03	2914.62	3321.20	销售收入增长率	21.24%	18.57%	16.92%	15.58%
存货	10.84	12.85	13.02	16.35	营业利润增长率	10.97%	46.42%	22.03%	20.02%
其他流动资产	31.45	37.29	43.60	50.39	净利润增长率	1.34%	76.42%	21.90%	19.89%
长期股权投资	17.41	17.41	17.41	17.41	EBITDA 增长率	23.59%	9.93%	20.85%	19.01%
投资性房地产	81.61	81.61	81.61	81.61	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	262.38	252.25	241.66	230.63	毛利率	18.00%	18.03%	18.07%	18.13%
无形资产和开发支出	282.05	274.16	266.27	258.39	三费率	12.62%	12.17%	12.10%	11.97%
其他非流动资产	908.66	744.74	812.07	856.22	净利率	3.03%	4.51%	4.70%	4.88%
<b>资产总计</b>	<b>6078.20</b>	<b>5938.09</b>	<b>6850.65</b>	<b>7849.08</b>	ROE	11.14%	16.68%	17.33%	17.66%
短期借款	864.33	0.00	0.00	0.00	ROA	4.01%	7.24%	7.66%	8.01%
应付和预收款项	1782.68	2043.12	2420.98	2790.99	ROIC	26.69%	33.41%	36.23%	42.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.23%	5.77%	5.97%	6.14%
其他负债	1241.88	1316.04	1404.18	1498.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3888.89</b>	<b>3359.16</b>	<b>3825.16</b>	<b>4289.79</b>	总资产周转率	1.40	1.59	1.74	1.75
股本	803.00	803.00	803.00	803.00	固定资产周转率	32.15	37.40	45.58	55.11
资本公积	645.61	645.61	645.61	645.61	应收账款周转率	9.44	7.98	8.03	8.46
留存收益	569.51	914.73	1311.51	1785.63	存货周转率	509.14	659.99	655.73	652.15
归属母公司股东权益	2014.56	2363.34	2760.12	3234.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.87%	—	—	—
少数股东权益	174.76	215.59	265.37	325.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2189.32</b>	<b>2578.94</b>	<b>3025.49</b>	<b>3559.29</b>	资产负债率	63.98%	56.57%	55.84%	54.65%
负债和股东权益合计	6078.20	5938.09	6850.65	7849.08	带息债务/总负债	40.11%	20.71%	18.19%	16.22%
					流动比率	1.46	1.78	1.79	1.83
					速动比率	1.46	1.78	1.79	1.83
					股利支付率	36.38%	11.34%	16.41%	16.68%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.27	0.48	0.59	0.71
					每股净资产	2.51	2.94	3.44	4.03
					每股经营现金	0.62	0.32	0.92	0.91
					每股股利	0.10	0.05	0.10	0.12
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	500.98	550.72	665.55	792.05					
PE	31.98	18.13	14.87	12.40					
PB	3.50	2.99	2.56	2.18					
PS	0.88	0.74	0.63	0.55					
EV/EBITDA	10.12	8.86	6.38	4.60					
股息率	1.14%	0.63%	1.10%	1.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn