

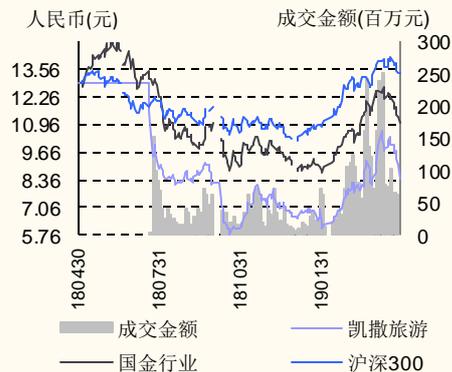
凯撒旅游 (000796.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.45 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	802.52
总市值(百万元)	6,785.35
年内股价最高最低(元)	12.90/5.76
沪深 300 指数	3900.33
深证成指	9622.49



相关报告

1. 《凯撒旅游中报点评-旅游服务利润增长 10%，行业复苏下公司获益》，2018.8.21

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005 (8621)60933978 loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001 bianlijuan@gjzq.com.cn

业绩符合预期，行业回暖带动业绩提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.275	0.242	0.321	0.393	0.495
每股净资产(元)	2.51	2.76	3.08	3.47	3.97
每股经营性现金流(元)	0.62	0.28	0.83	0.73	0.83
市盈率(倍)	51.23	27.46	26.32	21.50	17.07
净利润增长率(%)	3.82%	-12.03%	32.74%	22.59%	25.76%
净资产收益率(%)	10.96%	8.76%	10.41%	11.32%	12.46%
总股本(百万股)	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 18 年营收 81.80 亿元/+1.67%，归母净利 1.9 亿元/-12%。19 Q1 营收 18.06 亿元/+0.41%，净利 0.3 亿元/+8.4%，扣非归母-0.1 亿元/-140%。

经营分析

- 营收符合预期，业绩受职工薪酬及广告宣传等费用拖累。批发零售受行业影响较大，客流及毛利率下滑，配餐业务稳定增长对公司的营收增长有一定的支撑：受到 18 年下半年外部目的地市场不安全事件以及国内宏观经济的影响，公司营收增长较为疲弱，出境游业务接待人次为 116.6 万人次/-6.8%，其中批发接待 34.3 万人/-10.29%，零售接待 64.3 万人/-8.2%，会奖接待 17.97 万人/+6.99%。批发及零售业务的客单价有所提升，归因于目的地结构的变化，会奖业务客单价有所下降。批发营收 12.6 亿元/-2.33%，零售 47.1 亿元/+1.32%，会奖 10.5 亿元/-1.55%。配餐业务铁路配餐量实现三倍增长，但客单价有所下降（营收增长 36%），归因于铁路配餐制度改革，航空配餐稳定增长（配餐量及营收增速分别为 3.8%/6.3%）。批发毛利率下降（4.4%/-1.17pct），零售毛利率 16.22%/-0.24pct。费用上受销售费用中职工薪酬及广告宣传等费用增加导致业绩两位数下滑，管理费用控制良好。
- Q1 营收表现持平，利润因投资收益增厚出现 8% 增长：东南亚不安全事件及国内宏观经济对旅游市场冲击仍存在，19Q1 营收基本持平，行业来看泰国 1-3 月接待内地游客下滑 2.1%，越南下滑 5.6%，日本增幅 11.6%。从趋势上来看东南亚受不安全事件的负面影响减弱，日本出境游表现回暖明显。公司利润受投资收益增厚出现 8% 增长，扣非后净利润亏损 1 千万。
- 公司零售端优势较强，线下门店的不断优化和线上的营销渠道的打造同时发力；目前旅行社 C 端资源获取和上游资源把控是比较重要的方面，凯撒旅游优势在于零售端布局能力，产品的灵活性相对较高。目前国内出境游旅行社在批发业务和零售业务的战略选择上存在差异，但市场利润空间被逐步挤压情况下，从批发零售选择到批零一体化是出境旅行社发展的必然趋势。公司未来将受益于行业的发展空间以及市占率逐步提升的过程，旅行社品牌化的建立能够存在量价齐生的逻辑，通过品牌和服务来形成公司的竞争壁垒。

盈利调整及投资建议

■ 19-21E 业绩 2.6/3.2/4 亿元（考虑到公司的销售费用增加 19-20 年下调 37%/39%），增速 33%/23%/26%，EPS 0.32/0.39/0.5 元，PE 26/22/17X，维持增持评级。

风险提示

■ 安全和政策因素影响较大；人民币贬值风险导致出境游实际消费水平下降；国内经济放缓导致出境游低速增长；线下门店布局和线上化推广拖累。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,636	8,045	8,180	9,029	10,469	12,165
增长率		21.2%	1.7%	10.4%	16.0%	16.2%
主营业务成本	-5,432	-6,597	-6,699	-7,385	-8,550	-9,947
%销售收入	81.9%	82.0%	81.9%	81.8%	81.7%	81.8%
毛利	1,204	1,448	1,480	1,644	1,919	2,218
%销售收入	18.1%	18.0%	18.1%	18.2%	18.3%	18.2%
营业税金及附加	-26	-17	-19	-22	-25	-29
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-528	-622	-722	-813	-942	-1,095
%销售收入	8.0%	7.7%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用	-286	-300	-269	-298	-345	-401
%销售收入	4.3%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	364	509	469	511	606	692
%销售收入	5.5%	6.3%	5.7%	5.7%	5.8%	5.7%
财务费用	-48	-94	-112	-114	-112	-94
%销售收入	0.7%	1.2%	1.4%	1.3%	1.1%	0.8%
资产减值损失	-10	-204	-83	-57	-75	-67
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	133	15	10	10	10
%税前利润	0.9%	38.3%	5.1%	2.8%	2.3%	1.8%
营业利润	309	343	302	350	430	541
营业利润率	4.7%	4.3%	3.7%	3.9%	4.1%	4.4%
营业外收支	5	3	-2	3	3	3
税前利润	314	346	301	353	433	544
利润率	4.7%	4.3%	3.7%	3.9%	4.1%	4.5%
所得税	-74	-102	-82	-95	-117	-147
所得税率	23.4%	29.6%	27.3%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	241	244	219	258	316	397
少数股东损益	28	23	24	0	0	0
归属于母公司的净利润	213	221	194	258	316	397
净利率	3.2%	2.7%	2.4%	2.9%	3.0%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	241	244	219	258	316	397
少数股东损益	28	23	24	0	0	0
非现金支出	58	268	144	105	126	121
非经营收益	45	-35	101	117	124	114
营运资金变动	-21	21	-238	185	22	30
经营活动现金净流	323	498	226	665	588	663
资本开支	-92	-126	-62	-32	-32	-44
投资	-1,428	559	-10	18	0	0
其他	13	12	-898	10	10	10
投资活动现金净流	-1,508	445	-970	-4	-22	-34
股权募资	17	2	0	0	0	0
债权募资	707	72	-85	66	-101	-109
其他	-51	-68	-62	-198	-137	-127
筹资活动现金净流	673	6	-147	-133	-238	-236
现金净流量	-512	949	-890	528	327	393

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,470	2,419	1,527	2,056	2,383	2,776
应收款项	954	1,428	1,189	1,328	1,474	1,667
存货	15	11	13	10	12	13
其他流动资产	812	668	1,852	1,839	1,955	2,095
流动资产	3,251	4,526	4,581	5,233	5,824	6,551
%总资产	60.2%	74.5%	75.1%	77.6%	79.6%	81.5%
长期投资	1,556	953	952	952	952	952
固定资产	240	263	257	243	226	209
%总资产	4.5%	4.3%	4.2%	3.6%	3.1%	2.6%
无形资产	326	298	275	277	278	288
非流动资产	2,150	1,552	1,519	1,507	1,491	1,484
%总资产	39.8%	25.5%	24.9%	22.4%	20.4%	18.5%
资产总计	5,401	6,078	6,100	6,740	7,315	8,035
短期借款	1,492	872	760	937	836	727
应付款项	1,661	2,002	1,772	2,108	2,442	2,839
其他流动负债	179	222	369	350	376	411
流动负债	3,332	3,096	2,901	3,395	3,655	3,977
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	793	814	702	702	702
负债	3,337	3,889	3,714	4,096	4,356	4,679
普通股股东权益	1,873	2,015	2,217	2,474	2,790	3,188
少数股东权益	191	175	169	169	169	169
负债股东权益合计	5,401	6,078	6,100	6,740	7,315	8,035

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.265	0.275	0.242	0.321	0.393	0.495
每股净资产	2.333	2.509	2.761	3.082	3.475	3.970
每股经营现金净流	0.402	0.620	0.282	0.828	0.732	0.826
每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.35%	10.96%	8.76%	10.41%	11.32%	12.46%
总资产收益率	3.94%	3.63%	3.18%	3.82%	4.32%	4.94%
投入资本收益率	7.83%	9.53%	8.88%	8.73%	9.85%	10.57%
增长率						
主营业务收入增长率	34.48%	21.24%	1.67%	10.38%	15.95%	16.19%
EBIT增长率	17.63%	39.81%	-7.77%	8.99%	18.58%	14.16%
净利润增长率	3.30%	3.82%	-12.03%	32.74%	22.59%	25.76%
总资产增长率	52.72%	12.54%	0.36%	10.49%	8.54%	9.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.8	38.7	45.9	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	1.0	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	36.9	46.0	48.5	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	13.2	11.8	11.3	9.7	7.8	6.1
偿债能力						
净负债/股东权益	1.07%	-38.88%	-2.98%	-15.95%	-28.73%	-40.28%
EBIT利息保障倍数	7.6	5.4	4.2	4.5	5.4	7.4
资产负债率	61.78%	63.98%	60.89%	60.78%	59.55%	58.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	7	15
增持	0	2	3	5	7
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.43	1.54	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

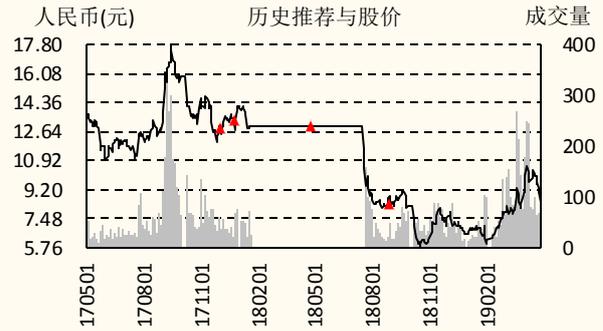
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-12-04	买入	12.81	16.00~17.00
2	2017-12-27	买入	13.48	N/A
3	2018-04-26	买入	12.90	N/A
4	2018-08-31	增持	8.79	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH