

2019年05月08日

凯撒旅游 (000796.SZ)

## 2018 年报&2019Q1 点评：资产减值拖累业绩，股权变更持续推进

■**业绩简述**：2018 年实现营收 81.80 亿元/+1.67%，归母净利 1.94 亿元/-12.03%，归母扣非净利 1.72 亿元/+13.68%，基本 EPS 为 0.24/-12.01%，经营性现金流净额为 2.26 亿元/-54.55%。2018Q4 单季实现营收 12.52 亿元/-30.64%，归母净利-1.18 亿元（主要系行业竞争激烈毛利率下滑、且在 2018Q4 计提资产减值 7754 万元）。2019Q1：实现营收 18.06 亿元/+0.41%，归母净利 0.30 亿元/+8.41%，归母扣非净利-0.11 亿元/-139.91%，基本 EPS 为 0.0377 元/+8.65%。经营性现金流净额-0.64 亿元/+53.77%（主要系公司预收账款增长及支付的货款下降）。非经常项主要来自非流动资产处置损益。

■**旅游业务受行业影响增速平缓，差异化策略效果显著客单价大幅提升**。2018 年公司实现营收 81.80 亿元/+1.67%。其中，旅游业务实现营收 70.15 亿元/+0.23%；食品业务实现营收 11.53 亿元/+11.93%。旅游业务中：①公民批发营收 12.60 亿元/-2.33%，收入受行业影响略有下滑，但客单价大幅提升 8.87%；②公民零售业务营收 47.07 亿元/+1.32%，收入平稳增长，客单价大幅提升 10.35%；③企业会奖业务营收 10.48 亿元/-1.51%，客单价下滑 7.94%。总体而言，旅游业务收入平稳增长 0.23%，差异化策略效果显著客单价大幅提升 7.52%。

■**毛利率整体保持平稳，受批发业务拖累旅游业务毛利率小幅下滑**。2018 年整体毛利率为 18.10%，较 2017 年提升 0.10pct。航空配餐及服务业务同比提升 1.26pct 至 42.69%；旅游业务毛利率同比下滑 0.61pct 至 13.34%，具体而言：公民批发业务毛利率下滑 1.17pct 至 4.40%，公民零售业务毛利率微降 0.24pct 至 16.22%，企业会奖业务毛利率下降 1.98pct 至 11.16%。

■**市场竞争加剧销售费用率同比上升，资产减值损失拖累业绩**。2018 年销售费用率同比提升 1.10pct 至 8.83%，我们认为主要系①行业景气度较差、市场竞争加剧，②公司通过线上开展多样营销工作，推广“新、奇、特、高”系列、“明智优选”、“凯撒名宿”、“凯撒度假”等特色品牌，加快子品牌孵化节奏，营销费用提升；管理+研发费用率同比下降 0.44pct 至 3.92%，表明公司管理效率实现提升；财务费用率同比提升 0.21pct 至 1.37%，主要系利息支出增加而汇兑收益同比下降。2018 年计提 8298 万元资产减值损失严重拖累业绩，致使公司在 2017 年低基数情况下业绩增速并不明显（2017 年①对嘉兴基金乐视体育项目出资 1 亿元可供出售金融资产计提了减值准备；②由于经政府政策调控，对“双桥”应收账款 1249.53 万元全额计提坏账准备）。2018 年减值损失主要来自于坏账准备，其中五星房地产开发公司其他应收款 4984 万元、宝鸡市长乐电器有限责任公司其他应收款 2900 万元账龄均已超过 5 年且收回可能性较小，故共计提 7884 万元坏账损失。

■**2019Q1 业绩平稳增长，公司经营管理效率保持在稳定水平**。2019Q1

公司快报

证券研究报告

其他食品

投资评级 **买入-A**

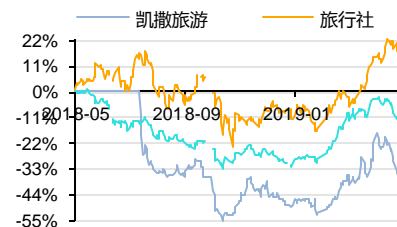
维持评级

6 个月目标价：**9.50 元**  
股价 (2019-05-07) **7.51 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	6,030.53
流通市值 (百万元)	6,026.95
总股本 (百万股)	803.00
流通股本 (百万股)	802.52
12 个月价格区间	5.76/12.90 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.51	3.35	-27.81
绝对收益	-24.98	20.93	-41.78

刘文正

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

杜一帆

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518080002  
duyif1@essence.com.cn  
021-35082088

### 相关报告

凯撒旅游：业绩符合预期，静待行业复苏/杜一帆	2018-10-31
凯撒旅游：凯撒旅游中报点评/杜一帆	2018-09-02
凯撒旅游：凯撒旅游 2017 年报点评/杜一帆	2018-04-26

公司实现营收 18.06 亿元/+0.41%，毛利率 14.86%/-3.11pct。销售费用率 10.43%/+0.28pct，管理费用率 3.09%/-0.39pct，财务费用率 0.98%/-0.08pct。毛利率下降幅度较大导致归母扣非净利较大下滑。2019Q1 出境游行业竞争激烈，增速整体较缓，此外行业竞争激烈导致毛利率下滑。公司费用率水平整体保持平稳，说明公司经营管理效率保持在稳定水平。

**■股权变更持续推进、嘉兴基金转让予海航，控制权或将发生变动。**

2019 年 3 月 21 日，凯撒旅游发布公告称海航旅游及大集控股接到宏信证券的通知，由于海航旅游、大集控股质押于宏信证券的公司股份涉及违约，宏信证券拟按业务协议约定对上述涉及违约的部分质押股份进行违约处置。截止 2019 年 3 月 27 日，海航旅游及大集控股通过集中竞价方式累计被动减持占总股本 0.94% 股权；3 月 28 日，海航旅游与大集控股通过集中竞价、大宗交易被动减持占总股本 2.35% 股权；3 月 29 日，海航旅游及其一致行动人与金犇投资签署《股份转让协议》，以前一个交易日上市公司收盘价的约 90% 将其持有的约 4417 万股股份（占总股本 5.50%）协议转让给金犇投资旗下基金。至此，海航旅游及其一致行动人合计持有上市公司约 30.28% 股权。目前，凯撒管理层体系持股比例约为 29.97%，第一与第二大股东持股比例已极为接近。

**■投资建议：凯撒旅游上游资源+下游品牌优势明显，公司稳健运营，若原团队实现控股，或将进一步提升公司管理经营效率。**预计 2019 年-2021 年盈利预测为 EPS 0.38/0.45/0.48，给予买入-A 的投资评级，目标价 9.50 元，对应 2019 年 25xPE。

**■风险提示：股权变更进度不及预期，突发事件（自然灾害、战争、流行病、政治）影响出境游客流量，人民币大幅贬值降低出境游需求，整合不及预期。**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	8,045.3	8,179.6	8,584.7	9,009.3	9,457.7
净利润	220.7	194.1	303.6	361.1	382.7
每股收益(元)	0.27	0.24	0.38	0.45	0.48
每股净资产(元)	2.51	2.76	3.13	3.58	4.06

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	27.3	31.1	19.9	16.7	15.8
市净率(倍)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
净利润率	2.7%	2.4%	3.5%	4.0%	4.0%
净资产收益率	11.0%	8.8%	12.1%	12.6%	11.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	61.8%	86.6%	27.1%	53.4%	51.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	8,045.3	8,179.6	8,584.7	9,009.3	9,457.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	6,597.4	6,699.2	7,031.0	7,378.7	7,746.0	营业收入增长率	21.2%	1.7%	5.0%	4.9%	5.0%
营业税费	17.4	19.4	19.4	20.9	21.7	营业利润增长率	11.0%	-12.0%	50.8%	19.0%	6.0%
销售费用	622.0	722.5	758.2	795.7	835.3	净利润增长率	3.8%	-12.0%	56.4%	19.0%	6.0%
管理费用	299.9	251.8	292.2	306.6	321.9	EBITDA 增长率	24.5%	-3.5%	14.1%	4.4%	4.6%
财务费用	93.7	112.1	28.1	-34.8	-41.8	EBIT 增长率	22.4%	-4.1%	15.4%	4.9%	5.0%
资产减值损失	204.4	83.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	12.6%	-2.1%	20.4%	4.9%	5.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-30.2%	284.4%	-46.8%	9.3%	1.0%
投资和汇兑收益	132.7	15.5	-	-	-	净资产增长率	6.1%	9.0%	14.0%	14.9%	13.8%
<b>营业利润</b>	343.4	302.3	455.8	542.2	574.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.9	-1.8	-	-	-	毛利率	18.0%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
<b>利润总额</b>	346.3	300.5	455.8	542.2	574.6	营业利润率	4.3%	3.7%	5.3%	6.0%	6.1%
减:所得税	102.4	81.9	113.9	135.5	143.7	净利润率	2.7%	2.4%	3.5%	4.0%	4.0%
<b>净利润</b>	220.7	194.1	303.6	361.1	382.7	EBITDA/营业收入	6.1%	5.7%	6.3%	6.2%	6.2%
						EBIT/营业收入	5.4%	5.1%	5.6%	5.6%	5.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	11	11	10	8	7
货币资金	2,418.7	1,527.4	1,760.6	2,105.3	2,535.8	流动营业资本周转天数	-4	18	26	16	18
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	174	200	191	187	201
应收账款	1,428.1	1,188.4	1,455.3	1,319.1	1,631.0	应收账款周转天数	53	58	55	55	56
应收票据	-	0.4	0.1	0.1	0.2	存货周转天数	1	1	1	1	1
预付账款	637.0	726.4	739.6	798.9	803.3	总资产周转天数	257	268	254	244	253
存货	10.8	13.2	13.2	14.6	14.2	投资资本周转天数	19	37	43	30	30
其他流动资产	31.5	1,125.4	578.4	578.4	760.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	854.4	850.7	850.7	850.7	850.7	ROE	11.0%	8.8%	12.1%	12.6%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	3.6%	5.7%	6.5%	6.1%
长期股权投资	17.4	23.4	23.4	23.4	23.4	ROIC	61.8%	86.6%	27.1%	53.4%	51.3%
投资性房地产	81.6	78.4	78.4	78.4	78.4	<b>费用率</b>					
固定资产	260.3	253.5	220.6	187.8	154.9	销售费用率	7.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
在建工程	2.3	3.7	3.7	3.7	3.7	管理费用率	3.7%	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%
无形资产	116.6	135.2	115.5	95.7	75.9	财务费用率	1.2%	1.4%	0.3%	-0.4%	-0.4%
其他非流动资产	219.5	173.7	166.7	162.2	161.4	三费/营业收入	12.6%	13.3%	12.6%	11.8%	11.8%
<b>资产总额</b>	6,078.2	6,100.0	6,006.3	6,218.4	7,093.6	<b>偿债能力</b>					
短期债务	864.3	715.3	-	-	-	资产负债率	64.0%	60.9%	54.7%	49.7%	49.8%
应付账款	1,314.2	1,147.4	1,418.8	1,274.3	1,559.2	负债权益比	177.6%	155.7%	120.8%	98.9%	99.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.46	1.58	1.83	2.11	2.11
其他流动负债	917.0	1,038.0	1,063.6	1,013.6	1,169.5	速动比率	1.46	1.57	1.83	2.10	2.10
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	4.66	3.74	17.22	-14.57	-12.75
其他非流动负债	793.3	813.7	803.5	803.5	806.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,888.9	3,714.4	3,285.9	3,091.4	3,535.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	174.8	168.8	207.1	252.6	300.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	803.0	803.0	803.0	803.0	803.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,215.1	1,406.7	1,710.3	2,071.4	2,454.1						
<b>股东权益</b>	2,189.3	2,385.6	2,720.3	3,127.0	3,557.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.27	0.24	0.38	0.45	0.48
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	2.51	2.76	3.13	3.58	4.06
净利润	243.8	218.6	303.6	361.1	382.7	PE(X)	27.3	31.1	19.9	16.7	15.8
加:折旧和摊销	63.9	60.9	52.7	52.7	52.7	PB(X)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
资产减值准备	204.4	83.0	-	-	-	P/FCF	13.5	-6.7	30.9	20.5	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
财务费用	89.0	127.4	28.1	-34.8	-41.8	EV/EBITDA	19.8	9.5	7.9	7.0	6.1
投资损失	-132.7	-15.5	-	-	-	CAGR(%)	18.6%	25.4%	12.4%	18.6%	25.4%
少数股东损益	23.1	24.5	38.3	45.5	48.2	PEG	1.5	1.2	1.6	0.9	0.6
营运资金的变动	136.7	-1,185.6	592.8	-114.6	-63.8	ROIC/WACC	5.8	8.1	2.5	5.0	4.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	497.6	226.1	1,015.4	309.9	378.1	REP	4.8	0.4	2.3	1.0	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	445.0	-969.7	-	-	-						
<b>融资活动产生现金流量</b>	23.5	-149.4	-782.1	34.8	52.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034