

凯撒旅游 (000796)

证券研究报告

2019年12月17日

增资海外生活服务公司真享悦理, 客户+目的地资源+业务多重协同

事件: 公司公告, 全资子公司凯撒同盛以 6,000 万元向参股公司真享悦理增资, 增资完成后持股比例从 10% 上升至 43.77%。

真享悦理面向高净值人群提供海外生活服务。真享悦理面向资产净值 600 万元以上的高净值人群, 提供海外移民、海外接待、海外教育、财富管理的一站式海外服务, 主要分支机构及业务覆盖爱尔兰、马耳他、希腊等 15 个国家和地区。2019 年 1-10 月, 真享悦理实现营收 5,003.23 万元, 净利润 1,129.01 万元。

持股比例提升加深双方合作与协同。

①**在客户层面实现互相导流:** 公司与真享悦理客户群体具有一致性, 公司具备成熟的营销体系和销售渠道, 能够帮助真享悦理实现客户增长; 真享悦理也有望将其高净值客户导向公司。

②**在资源层面实现互相对接:** 公司为国内出境游行业龙头, 目的地资源丰富, 已在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地建立旅游目的地接待公司, 同时与全球各大洲 100 多个国家和地区的境外接待机构建立合作关系; 真享悦理虽自 19 年才开始创收, 尚处成长期, 但已与 20 多国政府、房地产开发商、律师楼、金融、医疗机构等达成战略合作关系, 两者有望在目的地资源方面形成协同。

③**在业务层面完善服务闭环:** 公司提供境外旅游服务, 真享悦理提供投资移民、税务规划、养老医疗、留学规划、名校申请、房产维护、出租、物业服务、安家等全方位境外服务, 双方能够为对方客户提供增值服务, 完善自身服务闭环, 提高客户粘性。

实控人变更理顺管理聚焦出境游主业, 2020 年奥运会有望拉动赴日游热度。公司实控人变更为创始人团队, 内部管理理顺, 聚焦出境游主业发展, 加强对上游资源管控, 先后参投旅悦集团、牵手北欧航空。2020 年奥运会将于日本举行, 届时赴日游热度有望高涨, 公司为东京奥运会中国奥委会辖区票务独家代理, 有望享赴日游红利。

投资建议: 公司实控人变更背景下, 内部管理理顺迎发展新篇章; 聚焦主业发展, 同时开辟免税新业态多元发展, 双轮驱动后续有望迎高速发展, 我们预计公司 19-20 年 EPS 分别为 0.35/0.42 元/股, 对应 PE 为 23X/19X, 建议重点关注。

风险提示: 渠道拓展不及预期、免税业务进展不及预期、宏观经济下行、旅游目的地突发事件

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	8.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	803.00
流通 A 股股本(百万股)	802.53
A 股总市值(百万元)	6,432.03
流通 A 股市值(百万元)	6,428.23
每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	56.21
一年内最高/最低(元)	10.99/5.85

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

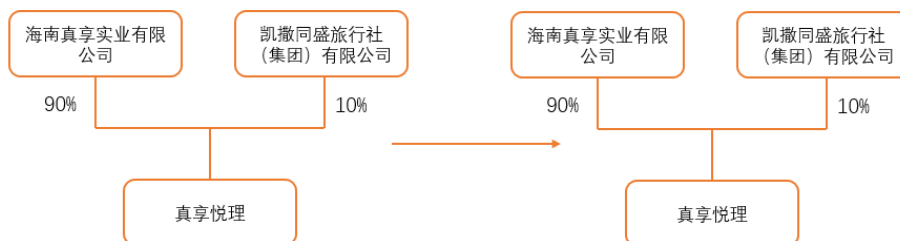
相关报告

- 《凯撒旅游-公司点评:海南免税集团公司顺利落成, 深耕免税行业发展红利》2019-12-05
- 《凯撒旅游-首次覆盖报告:实控人变更迎发展新篇章, 聚焦主业分享免税发展红利》2019-11-13
- 《凯撒旅游-半年报点评:深化全产业链布局, 抢占邮轮+体育旅游先机》2016-08-19

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
增长率(%)	21.24	1.67	(11.43)	10.04	8.96
EBITDA(百万元)	507.84	470.09	532.81	604.76	680.18
净利润(百万元)	220.70	194.14	278.44	338.98	392.66
增长率(%)	3.82	(12.03)	43.42	21.74	15.84
EPS(元/股)	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
市盈率(P/E)	29.14	33.13	23.10	18.97	16.38
市净率(P/B)	3.19	2.90	2.59	2.28	2.00
市销率(P/S)	0.80	0.79	0.89	0.81	0.74
EV/EBITDA	18.98	9.47	8.87	7.31	6.28

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1: 增资完成后持股比例从 10% 上升至 43.77%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

携手中出服布局免税。公司携手中出服先后布局天津邮轮母港进境免税店、南京市内免税店，未来境内有望与中出服寻求进一步合作、境外忧外探索合适免税并购标的，为公司长期增长增添动力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,418.72	1,527.40	1,981.29	2,463.01	2,584.26
应收票据及应收账款	1,055.44	1,004.31	686.16	1,174.07	852.83
预付账款	636.98	726.42	496.50	846.02	617.15
存货	10.84	13.24	13.01	13.14	17.69
其他	404.10	1,309.86	738.20	773.10	1,049.08
流动资产合计	4,526.09	4,581.24	3,915.17	5,269.34	5,121.02
长期股权投资	17.41	23.40	23.40	23.40	23.40
固定资产	260.34	253.54	264.73	295.36	324.66
在建工程	2.26	3.70	38.22	70.93	72.56
无形资产	116.57	135.24	115.46	95.67	75.89
其他	1,155.53	1,102.84	1,096.84	1,091.69	1,091.00
非流动资产合计	1,552.11	1,518.73	1,538.65	1,577.05	1,587.50
资产总计	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07
短期借款	864.33	715.34	565.34	535.34	480.34
应付票据及应付账款	954.04	827.68	614.87	1,052.62	765.84
其他	1,277.17	1,357.71	1,049.28	1,475.56	1,265.76
流动负债合计	3,095.54	2,900.73	2,229.49	3,063.52	2,511.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	695.66	696.64	464.10	618.80	593.18
其他	97.69	117.04	73.12	95.95	95.37
非流动负债合计	793.35	813.67	537.22	714.75	688.55
负债合计	3,888.89	3,714.40	2,766.71	3,778.26	3,200.49
少数股东权益	174.76	168.81	202.45	242.16	289.79
股本	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00
资本公积	645.61	645.61	645.61	645.61	645.61
留存收益	1,215.12	1,406.71	1,685.15	2,024.13	2,416.79
其他	(649.17)	(638.58)	(645.61)	(645.61)	(645.61)
股东权益合计	2,189.32	2,385.56	2,690.60	3,069.29	3,509.58
负债和股东权益总	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	243.84	218.61	278.44	338.98	392.66
折旧摊销	63.86	60.91	34.08	36.44	38.86
财务费用	88.96	127.44	71.72	48.77	36.48
投资损失	(132.72)	(15.46)	(110.00)	(130.00)	(180.00)
营运资金变动	115.28	(1,155.73)	587.86	13.80	(232.07)
其它	118.34	990.38	33.64	39.71	47.63
经营活动现金流	497.57	226.15	895.73	347.71	103.56
资本支出	(53.19)	11.50	103.92	57.17	50.58
长期投资	0.62	5.98	0.00	0.00	0.00
其他	497.58	(987.18)	(57.41)	(4.84)	79.03
投资活动现金流	445.01	(969.69)	46.51	52.33	129.61
债权融资	1,567.52	1,456.36	1,046.77	1,177.22	1,101.79
股权融资	(70.02)	(80.87)	(58.13)	(28.15)	(15.86)
其他	(1,474.04)	(1,524.92)	(1,476.99)	(1,067.40)	(1,197.85)
筹资活动现金流	23.46	(149.43)	(488.34)	81.68	(111.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	966.04	(892.97)	453.90	481.71	121.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
营业成本	6,597.38	6,699.22	6,008.94	6,596.58	7,189.43
营业税金及附加	17.41	19.36	17.15	18.87	20.56
营业费用	621.96	722.46	592.12	657.36	731.16
管理费用	279.41	251.85	217.35	239.17	260.60
研发费用	20.49	17.56	15.56	17.12	18.65
财务费用	93.72	112.09	71.72	48.77	36.48
资产减值损失	204.45	82.98	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	132.72	15.46	110.00	130.00	180.00
其他	(265.61)	(43.63)	(220.00)	(260.00)	(360.00)
营业利润	343.40	302.27	427.02	519.55	604.84
营业外收入	4.34	1.15	4.04	3.18	2.79
营业外支出	1.48	2.90	2.05	2.14	2.36
利润总额	346.27	300.51	429.01	520.58	605.26
所得税	102.43	81.91	116.93	141.89	164.97
净利润	243.84	218.61	312.08	378.69	440.29
少数股东损益	23.15	24.46	33.64	39.71	47.63
归属于母公司净利润	220.70	194.14	278.44	338.98	392.66
每股收益(元)	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.24%	1.67%	-11.43%	10.04%	8.96%
营业利润	10.97%	-11.98%	41.27%	21.67%	16.42%
归属于母公司净利润	3.82%	-12.03%	43.42%	21.74%	15.84%
获利能力					
毛利率	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
净利率	2.74%	2.37%	3.84%	4.25%	4.52%
ROE	10.96%	8.76%	11.19%	11.99%	12.20%
ROIC	61.76%	86.60%	27.12%	52.87%	57.12%
偿债能力					
资产负债率	63.98%	60.89%	50.70%	55.18%	47.70%
净负债率	-38.88%	-2.98%	-34.73%	-41.89%	-42.24%
流动比率	1.46	1.58	1.76	1.72	2.04
速动比率	1.46	1.57	1.75	1.72	2.03
营运能力					
应收账款周转率	9.44	7.94	8.57	8.57	8.57
存货周转率	620.88	679.19	551.85	609.71	563.49
总资产周转率	1.40	1.34	1.25	1.30	1.28
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
每股经营现金流	0.62	0.28	1.12	0.43	0.13
每股净资产	2.51	2.76	3.10	3.52	4.01
估值比率					
市盈率	29.14	33.13	23.10	18.97	16.38
市净率	3.19	2.90	2.59	2.28	2.00
EV/EBITDA	18.98	9.47	8.87	7.31	6.28
EV/EBIT	21.07	10.62	9.48	7.78	6.66

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com