

凯撒旅业 (000796)

证券研究报告

2019年12月29日

收购老牌康泰旅行社，出境游主业再添发展新动力

事件：公司公告，全资子公司香港凯撒以1.16亿港币收购胜投国际持有的康泰旅行社有限公司100%股权，本次股权转让事项尚需香港旅游事务署旅行社代理商注册处批准。

康泰旅行社是香港历史最为悠久、最具规模旅行社之一。发展历史已有40余年，分社遍布香港、澳门及中国内地，在粤、港、澳均设有子公司，业务涵盖旅行社、自由行、轮渡、机票、酒店、会展、私人组团、游学服务及海外婚礼等，其香港康泰和澳门康泰在香港、澳门当地均拥有较高的市场占有率，2018年公司实现营收14.53亿港币，净利润-669.62万港币；2019H1实现营收5.64亿港币，净利润-691.2万港币。

此次收购彰显公司主业发展决心。自公司控股股东变更后，积极调整内部发展战略，聚焦主业发展，此次收购彰显原管理层主业发展决心。

加码免税业态分享行业高成长红利。在原有主业稳步发展下，公司适时切入免税业态，牵手中出服参股天津邮轮港进境免税店及江苏中服，并长远布局设立海南免税集团公司，凯撒旅游凭借自身主业聚焦出境客流，与中出服稀缺免税牌照强强联合，流量互通，不排除后续公司与中出服进一步深度合作，分享免税市场发展红利。

投资建议：维持盈利预测，“买入”评级。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，此次收购老牌康泰旅行社彰显主业发展决心，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26X/22X，建议重点关注。

风险提示：旅游目的地突发事件、宏观经济下行、免税布局不及预期、收购进度不及预期

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	9.09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)	7,299.27
流通A股市值(百万元)	7,294.96
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: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》2019-12-17
- 《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

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)	33.07	37.60	26.21	21.53	18.59
市净率(P/B)	3.62	3.29	2.93	2.58	2.27
市销率(P/S)	0.91	0.89	1.01	0.92	0.84
EV/EBITDA	18.98	9.47	10.50	8.75	7.56

资料来源：wind，天风证券研究所

事件：公司公告，全资子公司香港凯撒以 1.16 亿港币收购胜投国际持有的康泰旅行社有限公司 100% 股权，本次股权转让事项尚需香港旅游事务署旅行社代理商注册处批准。

康泰旅行社是香港历史最为悠久、最具规模旅行社之一。发展历史已有 40 余年，分社遍布香港、澳门及中国内地，在粤、港、澳均设有子公司，业务涵盖旅行社、自由行、轮渡、机票、酒店、会展、私人组团、游学服务及海外婚礼等，其香港康泰和澳门康泰在香港、澳门当地均拥有较高的市场占有率，2018 年公司实现营收 14.53 亿港币，净利润-669.62 万港币；2019H1 实现营收 5.64 亿港币，净利润-691.2 万港币。

此次收购彰显公司主业发展决心。自公司控股股东变更后，积极调整内部发展战略，聚焦主业发展，此次收购彰显原管理层主业发展决心。

第一、港澳台为国内重要旅游目的地。2018 年内地访港旅客入境人次为 5080 万，同比增长 15%，作为国内出游重要目的地，此次收购康泰旅行社将进一步降低公司在香港、澳门和华南地区品牌开发成本，加强公司在该区域运营能力，扩张公司目的地资源。香港作为粤港澳大湾区建设以及国家“一带一路”战略的重要城市，尽管目前旅游业受到冲击，但香港在一定意义上仍是连接内地城市与其他国家的重要纽带城市，且伴随广深港高速铁路的通车和港珠澳大桥的落成，可有效辐射华南地区市场，本次收购康泰旅行社是公司以香港为纽带进一步拓宽出入境旅游市场的重要举措。

第二、强强联手加强出境游目的地把控。截至 19H1，公司的营销及服务中心已经覆盖全球 50 余座城市的 200 余个高端商业中心或核心社区，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，作为国内传统出境游龙头，叠加康泰旅行社 40 余年老牌运营经验，有利于进一步夯实公司在产品研发及境外组团能力，助力公司打造成为具有全球影响力的旅游行业品牌。

第三、康泰旅行社有望实现提质增效。康泰旅行社业务发展很大一部分原因受制于业务系统及网络化建设落后，本次交易完成后，公司将借助自身优势业务系统及网络化建设经验帮助康泰旅行社完成升级，推动其进一步发展，助其在华南、香港等地区实现业务进一步提升。

加码免税业态分享行业高成长红利。在原有主业稳步发展下，公司适时切入免税业态，牵手中出服参股天津邮轮港进境免税店及江苏中服，并长远布局设立海南免税集团公司，凯撒旅游凭借自身主业聚焦出境客流，与中出服稀缺免税牌照强强联合，流量互通，不排除后续公司与中出服进一步深度合作，分享免税市场发展红利。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。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，此次收购老牌康泰旅行社彰显主业发展决心，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 26X/22X，建议重点关注。

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	33.07	37.60	26.21	21.53	18.59
市净率	3.62	3.29	2.93	2.58	2.27
EV/EBITDA	18.98	9.47	10.50	8.75	7.56
EV/EBIT	21.07	10.62	11.21	9.31	8.02

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