

# 凯撒旅业 (000796)

证券研究报告

2020年02月18日

引入国资建投华文战略股东，全力推进免税&旅游&食品&旅游金融多业务拓展

**事件：**公司公告，控股股东凯撒世嘉一致行动人世嘉弘奇与世嘉元冠将所持 1330 万股公司股票（占比 1.66%）通过大宗交易方式转让给建投华文投资有限责任公司，引入战略投资者，同时签署一致行动人协议，建投华文与控股股东成为一致行动人关系，股权转让前后控股股东凯撒世嘉及一致行动人持股比例保持为 28.98%。

**建投华文：国资多领域专业战投平台。**建投华文由中国建银投资有限责任公司持股 92.5%，由建投投资有限责任公司持股 7.5%，最终控制人为国务院，为文化传媒、消费品及服务、医疗健康等领域专业投资和运营平台，已投资项目包括建投书店、芒果 TV、华策影视、顺丰速运、达利食品、光明全球、PTS 等。

**建投华文资本实力&产业整合能力赋能合作伙伴。**建投华文为国资背景，以往通过地区产业基金等合作模式与当地政府建立良好合作关系；**资金实力雄厚**，旗下资产管理平台建投文远发起的私募基金募资能力较强，对文投控股投资金额达 23 亿元，对芒果 TV 投资金额 15 亿元。

**建投华文&凯撒旅业携手，整合双方资金、资源优势，在免税、旅游金融等领域展开深入合作。**建投华文后续拟通过包括但不限于参股、共同投资等形式与公司在免税、旅游金融等方面展开深入合作，拓展深化公司旅游产业链布局。根据建投华文以往投资经验，主要合作模式可能有：①股权财务型投资②联合并购、产业整合③产业信息资源共享④商业网络资源协同。凯撒正处于多元化战略转型关键时期，免税等业务为近期发展重点，有望借助建投华文的资金、产业优势，迅速实现国内外免税项目落地。

**投资建议：**受中美贸易摩擦、新冠疫情等事件影响，公司出境游业务短期承压，实控人变更背景下，公司在出境游主业方面积极发力产品多元化与上游资源整合，分散单一目的地风险、构筑资源壁垒，同时将免税业务作为近期重要发展战略，“旅游+零售”格局渐成。建议关注疫情结束后，出境游与免税行业高弹性。我们预计公司 20-21 年净利润为 3.4/3.9 亿元，对应 PE 为 18X/15X，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情防控不及预期、居民情绪扩散、行业复苏不及预期、项目落地不及预期

## 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	7.49 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)	6,014.47
流通 A 股市值(百万元)	6,010.91
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

- 《凯撒旅业-公司点评:收购老牌康泰旅行社，出境游主业再添发展新动力》 2019-12-29
- 《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

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)	27.25	30.98	21.60	17.74	15.32
市净率(P/B)	2.99	2.71	2.42	2.13	1.87
市销率(P/S)	0.75	0.74	0.83	0.75	0.69
EV/EBITDA	18.98	9.47	8.09	6.62	5.67

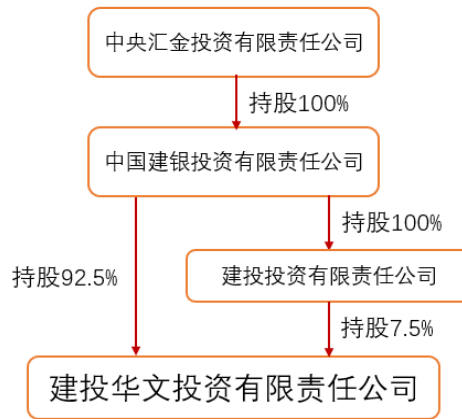
资料来源：wind，天风证券研究所



**事件：**公司公告，控股股东凯撒世嘉一致行动人世嘉弘奇与世嘉元冠将所持 1330 万股公司股票（占比 1.66%）通过大宗交易方式转让给建投华文投资有限责任公司，引入战略投资者，同时签署一致行动人协议，建投华文与控股股东成为一致行动人关系，股权转让前后控股股东凯撒世嘉及一致行动人持股比例保持为 28.98%。

**建投华文：国资多领域专业战投平台。**建投华文由中国建银投资有限责任公司持股 92.5%，由建投投资有限责任公司持股 7.5%，最终控制人为国务院，为文化传媒、消费品及服务、医疗健康等领域专业投资和运营平台，已投资项目包括建投书店、芒果 TV、华策影视、顺丰速运、达利食品、光明全球、PTS 等。

图 1：建投华文股权结构



资料来源：企查查，天风证券研究所

图 2：建投华文主要投资项目



资料来源：建投华文官网，天风证券研究所

**引入战略投资者，强强联手拓展免税、旅游金融业务布局。**

**建投华资本实力&产业整合能力赋能合作伙伴。**建投华文为国资背景，以往通过地区产业基金等合作模式与当地政府建立良好合作关系；**资金实力雄厚**，旗下资产管理平台建投文远发起的私募基金募资能力较强，对文投控股投资金额达 23 亿元，对芒果 TV 投资金额 15 亿元。

**公司上游目的地资源壁垒高，下游消费者粘性高，旅游运营经验丰富，新晋切入免税领域，已初具规模。**旅游领域，公司深耕出境游领域近 30 年，上下游资源俱佳，截至 19H1，与国内国际 80 多家航空公司、11 家全球性邮轮公司均建立密切合作关系并达成深度合作，供应商资源丰富，口碑效应突出，客户资源积累雄厚。**免税领域**，公司自 19 年起携手中出服切入免税领域，成立海南免税集团发展免税业务决心凸显，天津邮轮母港进境店、南京市内店落地成果显著。

**建投华文&凯撒旅业携手，整合双方资金、资源优势，在免税、旅游金融等领域展开深度合作。**建投华文后续拟通过包括但不限于参股、共同投资等形式与公司在免税、旅游金融

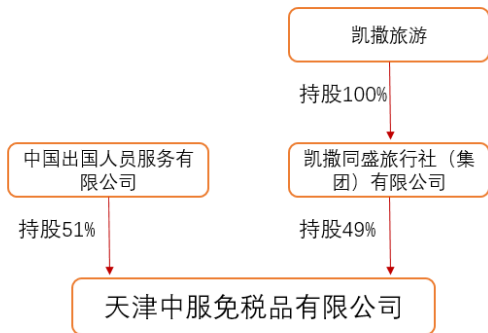
等方面展开深入合作，拓展深化公司旅游产业链布局。根据建投华文以往投资经验，主要合作模式可能有：①股权财务型投资②联合并购、产业整合③产业信息资源共享④商业网络资源协同。凯撒正处于多元化战略转型关键时期，免税等业务为近期发展重点，有望借助建投华文的资金、产业优势，迅速实现国内外免税项目落地。

**实控人变更背景下，改革动作频频，落地效率显著。**

19年9月，公司控股股东由海航旅游集团变更为创始人团队凯撒世嘉，理顺公司内部管理，多领域频频发力，具体体现为：

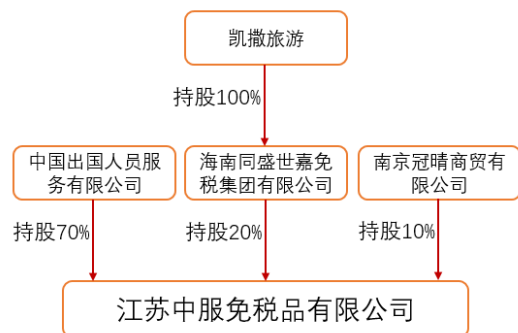
**免税领域，两度携手中出服切入免税领域。**①合作建设天津国际邮轮母港进境免税店。公司持股49%，已于19年10月10日正式开业，该免税店面积255平方米，销售品类包括香烟、酒水、香水、化妆品、精品、食品等。②收购南京国人市内免税店20%股权。南京国人市内免税店已于19年9月28日试营业，分为“美妆荟”、“时尚坊”、“生活屋”三部分，商品涵盖化妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、日化用品、工艺品、健康食品等多个品类。

图 3：天津中服免税股权结构



资料来源：企查查，天风证券研究所

图 4：江苏中服免税股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**出境游领域，横向收购优质标的，纵向整合资源。**横向：19年12月，收购香港历史最为悠久、最具规模旅行社之一的康泰旅行社100%股权，加强华南、香港等地业务布局。纵向：19年11月参投旅悦集团，加强对上游资源掌控力度，旅悦集团全球开业、签约酒店超过1900家，分布于日本、韩国、泰国、印度等10余个国家、200多个目的地。

**食品领域，航空&铁路配餐体系高标准，把握后续发展契机。**公司子公司易食控股主营铁路、航空配餐业务，已形成高标准高效率服务体系，本次疫情期间，易食控股旗下各单位为医务工作者、各地救援队志愿者、本地区执勤民警/辅警、前往武汉支援防疫一线的媒体记者等人员提供餐食近两千份，覆盖宜昌、新疆、海南、内蒙古、三亚、甘肃等多区域，供应链调配能力凸显。后续有望把握团餐等行业发展契机，拓展食品业务经营范围，对主业形成有效补充。

**目的地服务领域，完善从旅游到移民养老等服务闭环。**19年12月，向参股公司真享悦理增资，公司主要提供境外旅游服务，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。

**投资建议：**受中美贸易摩擦、新冠疫情等事件影响，公司出境游业务短期承压，实控人变更背景下，公司在出境游主业方面积极发力产品多元化与上游资源整合，分散单一目的地风险、构筑资源壁垒，同时将免税业务作为近期重要发展战略，“旅游+零售”格局渐成。建议关注疫情结束后，出境游与免税行业高弹性。我们预计公司20-21年净利润为3.4/3.9亿元，对应PE为18X/15X，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,418.72	1,527.40	1,981.29	2,463.01	2,584.26	营业收入	8,045.32	8,179.62	7,244.85	7,972.42	8,686.72
应收票据及应收账款	1,055.44	1,004.31	686.16	1,174.07	852.83	营业成本	6,597.38	6,699.22	6,008.94	6,596.58	7,189.43
预付账款	636.98	726.42	496.50	846.02	617.15	营业税金及附加	17.41	19.36	17.15	18.87	20.56
存货	10.84	13.24	13.01	13.14	17.69	营业费用	621.96	722.46	592.12	657.36	731.16
其他	404.10	1,309.86	738.20	773.10	1,049.08	管理费用	279.41	251.85	217.35	239.17	260.60
<b>流动资产合计</b>	<b>4,526.09</b>	<b>4,581.24</b>	<b>3,915.17</b>	<b>5,269.34</b>	<b>5,121.02</b>	研发费用	20.49	17.56	15.56	17.12	18.65
长期股权投资	17.41	23.40	23.40	23.40	23.40	财务费用	93.72	112.09	71.72	48.77	36.48
固定资产	260.34	253.54	264.73	295.36	324.66	资产减值损失	204.45	82.98	5.00	5.00	5.00
在建工程	2.26	3.70	38.22	70.93	72.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	116.57	135.24	115.46	95.67	75.89	投资净收益	132.72	15.46	110.00	130.00	180.00
其他	1,155.53	1,102.84	1,096.84	1,091.69	1,091.00	其他	(265.61)	(43.63)	(220.00)	(260.00)	(360.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,552.11</b>	<b>1,518.73</b>	<b>1,538.65</b>	<b>1,577.05</b>	<b>1,587.50</b>	<b>营业利润</b>	<b>343.40</b>	<b>302.27</b>	<b>427.02</b>	<b>519.55</b>	<b>604.84</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,078.20</b>	<b>6,099.96</b>	<b>5,457.31</b>	<b>6,847.55</b>	<b>6,710.07</b>	营业外收入	4.34	1.15	4.04	3.18	2.79
短期借款	864.33	715.34	565.34	535.34	480.34	营业外支出	1.48	2.90	2.05	2.14	2.36
应付票据及应付账款	954.04	827.68	614.87	1,052.62	765.84	<b>利润总额</b>	<b>346.27</b>	<b>300.51</b>	<b>429.01</b>	<b>520.58</b>	<b>605.26</b>
其他	1,277.17	1,357.71	1,049.28	1,475.56	1,265.76	所得税	102.43	81.91	116.93	141.89	164.97
<b>流动负债合计</b>	<b>3,095.54</b>	<b>2,900.73</b>	<b>2,229.49</b>	<b>3,063.52</b>	<b>2,511.94</b>	<b>净利润</b>	<b>243.84</b>	<b>218.61</b>	<b>312.08</b>	<b>378.69</b>	<b>440.29</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	23.15	24.46	33.64	39.71	47.63
应付债券	695.66	696.64	464.10	618.80	593.18	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>220.70</b>	<b>194.14</b>	<b>278.44</b>	<b>338.98</b>	<b>392.66</b>
其他	97.69	117.04	73.12	95.95	95.37	每股收益(元)	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
<b>非流动负债合计</b>	<b>793.35</b>	<b>813.67</b>	<b>537.22</b>	<b>714.75</b>	<b>688.55</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,888.89</b>	<b>3,714.40</b>	<b>2,766.71</b>	<b>3,778.26</b>	<b>3,200.49</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	174.76	168.81	202.45	242.16	289.79	<b>成长能力</b>					
股本	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00	营业收入	21.24%	1.67%	-11.43%	10.04%	8.96%
资本公积	645.61	645.61	645.61	645.61	645.61	营业利润	10.97%	-11.98%	41.27%	21.67%	16.42%
留存收益	1,215.12	1,406.71	1,685.15	2,024.13	2,416.79	归属于母公司净利润	3.82%	-12.03%	43.42%	21.74%	15.84%
其他	(649.17)	(638.58)	(645.61)	(645.61)	(645.61)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,189.32</b>	<b>2,385.56</b>	<b>2,690.60</b>	<b>3,069.29</b>	<b>3,509.58</b>	毛利率	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,078.20</b>	<b>6,099.96</b>	<b>5,457.31</b>	<b>6,847.55</b>	<b>6,710.07</b>	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%
						<b>偿债能力</b>					
						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
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>每股指标(元)</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	27.25	30.98	21.60	17.74	15.32
						市净率	2.99	2.71	2.42	2.13	1.87
						EV/EBITDA	18.98	9.47	8.09	6.62	5.67
						EV/EBIT	21.07	10.62	8.64	7.05	6.01

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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