

凯撒旅业 (000796)

证券研究报告

2020年03月18日

携手中出服分享免税发展红利，奥运赛事代理有望带来新增量

公司是出境游全产业链龙头，股权关系理顺，经营水平有望持续提升。2019年12月24日，海航通过集中竞价及大宗交易被动减持公司1370.5万股（占1.71%），创始人团队凯撒世嘉时隔8年重回公司第一大股东，海航退为第二大股东，公司未来有望集中优势资源，聚焦主业发展，进一步理顺内部管理，提高运营效率。未来公司旅行社、配餐、免税、金融业务将进一步协同发展。

携手中出服切入优质免税赛道，完善旅游零售布局，为公司未来发展打开充足想象空间。19年6月和11月，公司两度与中出服达成合作，分别参股天津国际邮轮母港进境免税店、南京市内免税店，体现公司围绕旅游主业发展免税业务、完善旅游零售布局的决心。免税行业肩负国家消费回流重任，为快速增长的优质赛道，公司前后试水口岸免税店、市内店，为未来探索机场口岸免税店甚至海南离岛免税店打下基础，免税业务也将为公司业绩增长提供充足想象空间。

拥有东京奥运门票独家代理权，有望带来新增量。奥运票务一头连接上游赛事拥有者，一端连着终端消费者，作为独家票务代理，坚持旅游全产业链发展的凯撒旅游可以为体育产业提供全流程服务。同时日本奥运会因为是短途游，预计门票销售及相关配套旅游产品的销售会迎来强势增长。

坚持“渠道+产品+资源”一体化发展。渠道方面，推进线上、线下渠道布局。线上方面，通过凯撒旅游网及APP进行直销，同时与OTA等线上渠道达成合作关系，两者合作共赢而非相互竞争。线下方面，加快拓展线下销售网络，截至2019年11月，公司在全国共有45家分子公司、211家零售门店。产品方面，创新服务及运作模式。公司深耕出境游行业26年，已形成覆盖大众、中高端、豪华的全面产品体系，迎合消费者需求与自由化消费理念不断创新，推出定制旅游产品和自由行产品。资源方面，与世界各地旅游局、邮轮、航空、酒店、金融企业建立良好的合作关系。

投资建议：给予“买入”评级。公司作为传统出境游龙头，坚持渠道+产品+资源全面布局，发力上下游整合，线上以互联网为抓手获取流量，线下加速全国零售网络布局，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。在宏观环境扰动背景下，短期出境游行业整体略有承压，公司适时与切入免税赛道，股权变更经营理顺，后续有望迎高速发展。我们预计公司19-21年净利润为2.78/3.39/3.93亿元，20年目标价17.73元/股。

风险提示：大股东博弈风险、渠道拓展不及预期、宏观经济下行、旅游目的地突发事件、全球疫情超预期恶化。

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)	29.54	33.59	23.42	19.24	16.61
市净率(P/B)	3.24	2.94	2.62	2.31	2.03
市销率(P/S)	0.81	0.80	0.90	0.82	0.75
EV/EBITDA	18.98	9.47	9.04	7.46	6.41

资料来源：wind，天风证券研究所

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	7.89元
目标价格	17.73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)	6,335.67
流通A股市值(百万元)	6,331.93
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

- 1 《凯撒旅业-公司点评: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》 2020-02-18
- 2 《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
- 3 《凯撒旅业-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

内容目录

1. 传统出境游龙头，全产业链布局稳步增长	5
1.1. 主营业务：旅行服务业务为主，配餐业务为辅，免税业务迎新契机	5
1.1.1. 旅游服务：“资源+产品+渠道”全产业链布局优势显著	5
1.1.2. 配餐业务：坚持高标准餐食，拓展服务航线，业务稳定增长	8
1.1.3. 免税业务：实现多元化战略布局	10
1.2. 公司股权结构	10
1.3. 财务分析	12
2. 行业分析	16
2.1. 出境游状况概览：行业增长稳健，发展空间大	16
2.1.1. 出境游结构：港澳及东南亚为主，欧洲等地潜力较大	16
2.1.2. 消费者结构：年轻客流为主，老年人占比提升明显	18
2.2. 出境游行业发展由大至广至深	19
2.2.1. 出境游需求端市场规模扩大，行业质量向好发展。	19
2.2.2.	20
2.2.2. 游客的细分催化出境游行业百花齐放，行业向广阔发展	20
2.2.3. 行业渗透率仍处较低水平，行业未来一片蓝海，未来可进一步向深发展	21
2.3. 行业属性：多方驱动，保障需求端增长动力	21
2.3.1. 行业受多方政策驱动，保障需求端增长动力	21
2.3.2. 行业盈利模式决定参与方需提前垫款，有一定现金流压力	24
2.4. 行业模式与竞争	25
2.4.1. 行业模式	25
2.4.2. 线下旅行社：竞争壁垒低，行业分散度高	25
2.4.3. 凯撒旅游、众信旅游迅速崛起	26
2.4.4. 线上旅行社：OTA 发展迅速，携程成为绝对龙头	27
3. 境内消费增长迅速，免税行业前景良好	28
3.1. 中国奢侈品市场消费强劲，海外消费逐渐回流	28
3.2. 全球免税市场发展稳健，国内市场充满潜力	28
3.3. 牌照资质稀缺，中免市占率较高	29
4. 携手中出服切入免税赛道，独家代理日本奥运会产品有望带来新增量	30
4.1. 控股股东变更为凯撒世嘉，有望集中资源优势发展主业	30
4.2. 携手中出服切入免税赛道	30
4.2.1. 落地口岸免税、市内免税，未来业绩想象空间充裕	30
4.2.2. 海南免税集团公司顺利落成，深耕免税行业发展红利	31
4.3. 独家代理日本奥运会产品有望带来新增量	31
4.4. 坚持“渠道+产品+资源”一体化发展	32
4.5. 海航依旧为大股东，协同效应将持续	32
5. 投资建议	33
6. 风险提示	34

图表目录

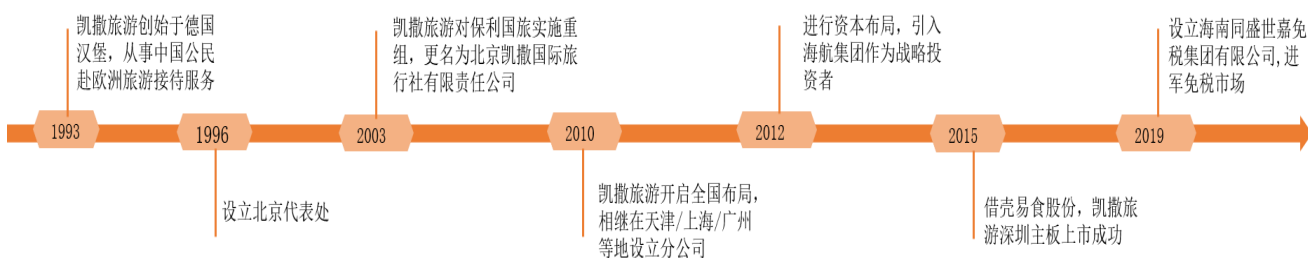
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司营业收入组成	5
图 3: 公司子品牌覆盖细分领域	6
图 4: 研学、滑雪、体育主题游	7
图 5: 五度服务奥运会, 彰显体育旅游服务实力	7
图 6: 官方 app	7
图 7: 2019 年 11 月全国营业网点数量	7
图 8: 不同类别业务的销售方式	8
图 9: 三类旅游业务营收 (亿元)	8
图 10: 三类旅游业务营收占比	8
图 11: 三类旅游业务毛利率	8
图 12: 三类旅游业务毛利占比	8
图 13: 航空和铁路配餐的营业收入 (亿元)	9
图 14: 航空和铁路配餐的营收占比	9
图 15: 航空和铁路配餐的毛利率	9
图 16: 航空和铁路配餐的毛利占比	9
图 17: 天津中服免税股权结构	10
图 18: 江苏中服免税股权结构	10
图 19: 中服免税旗下共有 12 家国人市内免税店	10
图 20: 中服南京市内免税店	10
图 21: 目前股权结构图	11
图 22: 营收增速放缓	12
图 23: 净利增长放缓, 18 年出现负增长	12
图 24: 19H1 两大业务毛利率均下降	14
图 25: 航空和铁路配餐的毛利率	15
图 26: 旅游业务毛利率情况	15
图 27: 销售费用率、研发费用率上升	15
图 28: 毛利率、费用率拖累净利率	15
图 29: 全国旅行社报告 17、19Q1-Q3 港澳台出境人数	17
图 30: 全国旅行社报告 17Q1-Q3-19Q1-Q3 东南亚出境人数	17
图 31: 2017-2019 前三季度赴欧人数	18
图 32: 年轻游客成为出境游主力	18
图 33: 2017 年开始, 京沪出游人数两地出现负增长	19
图 34: 二三线城市增长较快	19
图 35: 众信旅游在北京、华东外收益占比扩大(单位: 亿元)	19
图 36: 出境游市场规模扩大, 因私出游占比提高	20
图 37: 境外游消费能力维持高位	20
图 38: 旅游人群多样化	20

图 39: 各细分人群所占比例.....	20
图 40: 各国境外游渗透率.....	21
图 41: 各国护照持有率, 中国处于较低水平.....	21
图 42: 国际航空发展为出境游坚实保障.....	22
图 43: 2010.01-2019.12 人民币汇率呈震荡下降趋势.....	22
图 44: 人均消费支出持续增加.....	23
图 45: 居民可支配收入稳定增长.....	23
图 46: 赴一带一路国家旅游人数.....	23
图 47: 凯撒旅游垫款状况(单位: 亿元).....	24
图 48: 众信旅游垫款状况(单位: 亿元).....	24
图 49: 出境游行业模式.....	25
图 50: 出境游龙头企业市占率较低.....	26
图 51: 2010-2018 凯撒旅游和众信旅游占比迅速扩大.....	27
图 52: 在线市场规模发展极为迅速(单位: 亿元).....	27
图 53: 内地奢侈品市场规模增长迅速.....	28
图 54: 境内奢侈品消费占比逐步上升.....	28
图 55: 亚太地区主导免税市场.....	29
图 56: 中国免税市场快速增长.....	29
图 57: 我国奢侈品主要购买渠道.....	29
图 58: 天津中服免税股权结构.....	30
图 59: 江苏中服免税股权结构.....	30
图 60: 凯撒东京奥运套餐.....	31
图 61: 凯撒旅游体验店: 大屏展示旅游产品.....	32
图 62: 凯撒旅游体验店: 超过 100 种旅游宣传品展示.....	32
表 1: 上游资源雄厚.....	6
表 2: 航食子公司及各自合作的航空公司情况.....	9
表 3: 海航系减持历程.....	12
表 4: 旅游业务收入情况.....	13
表 5: 航空、铁路配餐收入情况.....	14
表 6: 杜邦分析.....	15
表 7: 经营性现金流与账上现金(亿元).....	16
表 8: 中国护照“含金量”提高.....	21
表 9: 旅游业发展受政策大力支持.....	24
表 10: 出境游行业竞争格局.....	28
表 11: 国内主要免税运营商.....	30
表 12: 凯撒旅游产品结构.....	32
表 13: 公司盈利预测.....	33
表 14: 可比公司估值.....	34

1. 传统出境游龙头，全产业链布局稳步增长

公司是传统出境游行业龙头，成立于 1993 年，由德国地接社起家，2015 年借壳易食股份于深圳主板上市，目前主要从事出境游、入境游、国内游等旅游社业务和航空、铁路配餐业务，并计划进军免税市场。公司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，2018 全年服务游客 116.6 万人次。

图 1：公司发展历程

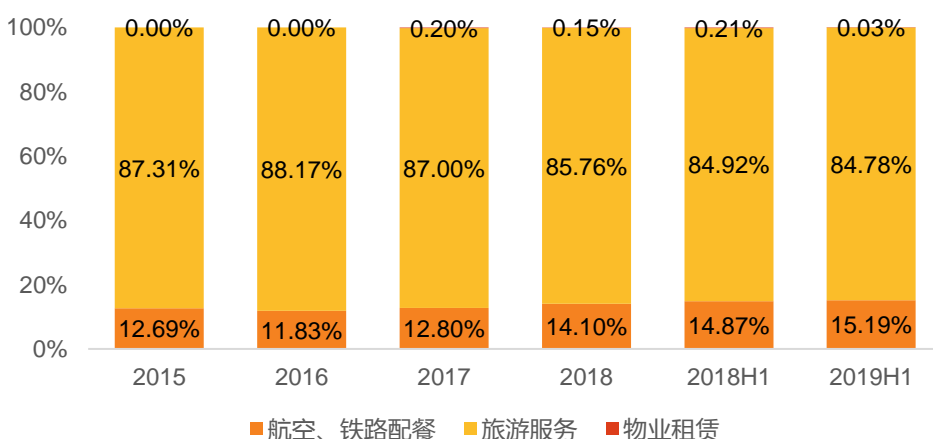


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

1.1. 主营业务：旅行服务业务为主，配餐业务为辅，免税业务迎新契机

目前公司有旅游服务和航空、铁路配餐两大主营业务，并通过设立海南同盛世嘉免税集团有限公司进军免税市场。旅游服务营收占比保持在 85%左右，是公司核心战略业务。

图 2：公司营业收入组成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.1. 旅游服务：“资源+产品+渠道”全产业链布局优势显著

上游资源实力雄厚，保证服务质量和成本管控。航空资源方面，截至 2018 年年底，公司与国内、国际的 80 多家航空公司建立了密切合作关系；酒店方面，与万豪、希尔顿、洲际等知名酒店达成合作；邮轮方面，与 11 家全球性邮轮公司达成深度合作，推出“全系列”邮轮产品；地接社方面，公司较早早在汉堡、慕尼黑、法兰克福等地建立了地接社，并与全球 100 多个国家和地区的境外接待机构建立合作关系；签证方面，已实现国内多个城

市的自主送签，可在欧美主要旅游目的地国家使领馆备案并送签，跨过出境游签证壁垒。

表 1：上游资源雄厚

资源类型	具体资源
航空资源	海南航空，中国国际航空公司，德国汉莎航空集团（汉莎航空、瑞士航空、奥地利航空），芬兰航空，北欧航空，美联航，美国航空，新加坡航空，泰国航空，加拿大航空，首都航空，以色列航空等国内、国际的 80 多家航空公司
酒店资源	万豪酒店集团、希尔顿酒店集团、洲际酒店集团、雅高酒店集团、文华东方酒店集团、悦榕庄酒店集团等国内、国际多家知名酒店集团
邮轮资源	皇家加勒比游轮、歌诗达邮轮、公主邮轮、MSC 地中海邮轮、星梦邮轮、夸克邮轮等 11 家全球性邮轮公司，涉及母港、海外及极地环球航线，目的地覆盖亚洲、欧洲、美洲、大洋洲、非洲及南北极等。
地接资源	汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地自有地接待公司，并与全球各大洲 100 多个国家和地区的境外接待机构合作

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品差异化、个性化，布局旅游细分领域。公司在产品端加大“新、奇、特、高”旅游产品研发，产品总数超两万种，旗下有多个子品牌，垂直覆盖定制旅游、自由行、邮轮游、民宿、签证、商旅等细分领域，满足我国旅游消费需求个性化、多样化、深度化的趋势特征；**拓展主题游，深化体育旅游布局。**公司开发滑雪、研学、户外体验、一带一路等主题游，并凭借丰富的服务经验深耕体育旅游市场，观赛产品已覆盖世界杯、奥运会、欧洲优势足球、美洲职业篮球等国际顶级赛事，利用观赛游弥补传统观光游淡季的损失；**布局国内旅游市场，引进境外游客。**目前公司已有 196 种境内游产品，开发“丝绸之路”“红色之旅”等主题路线，利用 6 个海外分公司渠道，引进境外游客，实现出境游、入境游、国内游协同发展。

图 3：公司子品牌覆盖细分领域

子品牌	商标	细分市场	业务内容
明智优选		定制旅游	提供快速的专属定制游方案以及优化的定制旅程，为提供小众而出众的独家旅行体验。
凯撒度假		自由行旅游	整合全球旅游目的地的优质资源，覆盖精选自由行、酒店、全球名宿、境外省心游、签证、全球玩乐、租铁等八大业务板块。
凯撒名宿		民宿服务	提供高品质民宿，满足大众文旅消费需求
凯撒邮轮		邮轮旅游	通过与全球性邮轮公司合作，自主设计多条航线，提供邮轮旅游服务
签动全球		签证服务	凭借公司的签证资源为中国游客出境旅游提供完善的、一体化的签证服务
凯撒商旅		商旅服务	为客户量身打造商旅管理制度、制订商旅出行方案，建立合理化、系统化的商旅服务体系，控制商旅成本

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

图 4：研学、滑雪、体育主题游



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：五度服务奥运会，彰显体育旅游服务实力

时间	事件
2008年	参与北京奥运会旅游接待服务，荣膺“服务奥运先锋集体”
2012年	伦敦奥运会中国大陆地区独家票务代理商及接待服务供应商
2016年	里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商合作伙伴
2018年	平昌冬奥会中国奥委会官方票务服务机构及接待服务供应商、中国奥委会赛区票务独家代理机构
2018年10月	成为19-20年中国体育代表团票务销售、接待服务供应商及中国奥委会票务独家代理机构，在中国奥委会辖区内负责推广、销售及分配东京奥运会门票

资料来源：公司公告，天风证券研究所

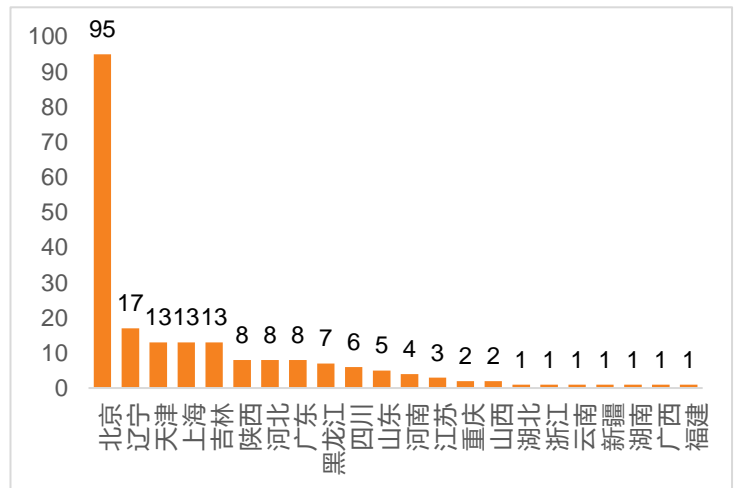
线上线下一体化的营销网络，掌握下游渠道优势。线下方面，公司营销及服务中心已经覆盖全球 50 余座城市的 200 余个高端商业中心或核心社区，截至 2019 年 11 月，公司在全国主要城市开设 45 家分公司，211 家营业网点，并创新地推出旅游体验店。线上方面，公司开发官方网站、移动端 APP、微商等线上营销渠道，促进了流量与转化，并通过建立大客户管理体系，实现线上线下一体化。

图 6：官方 app



资料来源：公司 app，天风证券研究所

图 7：2019 年 11 月全国营业网点数量



资料来源：公司官网，天风证券研究所

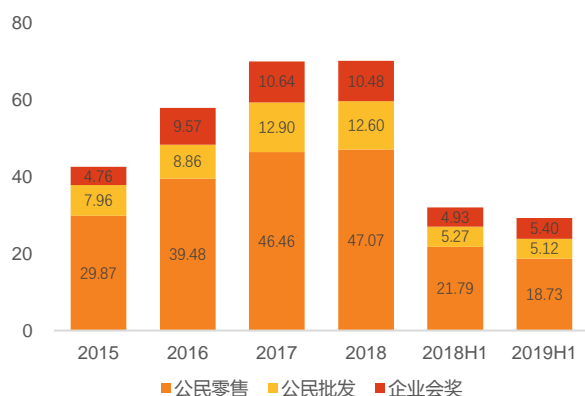
旅游业务可细分为公民零售业务、公民批发业务和企业会奖业务，以公民零售为主。15-19H1 年公民零售营收占比分别为 70.13%/ 68.17%/ 66.37%/ 67.10%/ 64.03%，同时公司大力发展线下门店业务，可见公司经营战略以公民零售为主；毛利率上，公民零售>企业会奖>公民批发，15-19H1 年公民零售毛利占比分别为 78.9%/76.25%/78.28%/81.6%/ 75.71%，进一步突出公民零售的核心地位。

图 8：不同类别业务的销售方式

业务类别	销售方式	具体事项
零售业务	线下销售	通过自有实体销售网络的销售模式，凯撒旅游目前在全国 45个城市设立分、子公司，零售门店总量达 213 家。
	线上销售	主要借助凯撒旅游网、移动端的APP、微商进行。
	O2O 模式	O2O 模式是实行的线上线下互动销售模式。
	电话销售	主要依托呼叫中心展开
	会员数据库营销	以多元化的主题沙龙等活动为销售手段，对会员进行持续服务的销售模式。
批发业务	传统线下同业销售	通过批发销售模式将产品及服务输送到同行旅行社，目前凯撒同盛已与国内 4000多家同行旅行社建立了业务合作关系。
	线上 OTA	大型 OTA 企业建立合作关系，开展销售服务

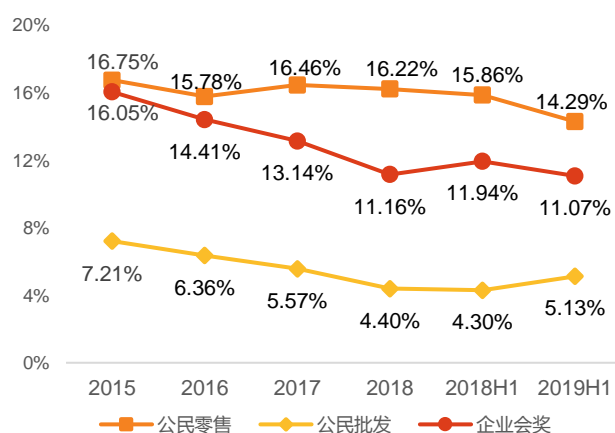
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：三类旅游业务营收（亿元）



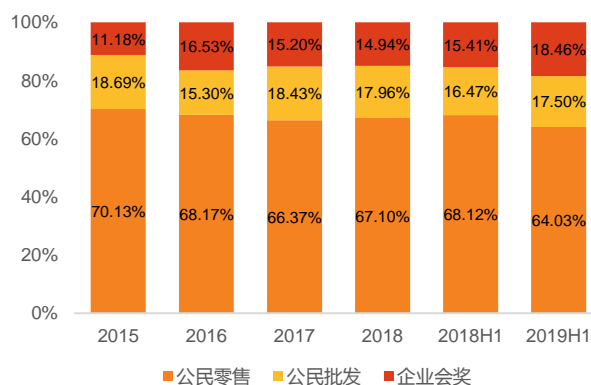
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：三类旅游业务毛利率



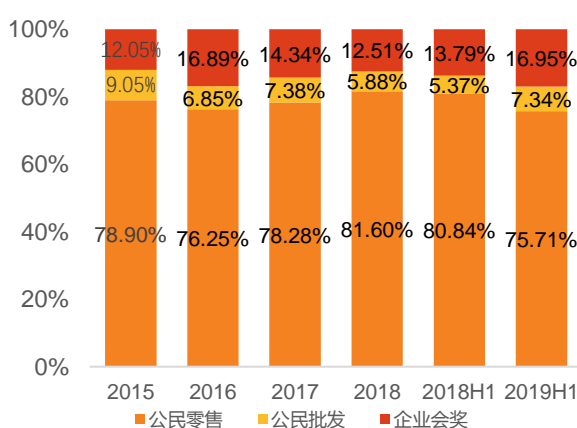
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：三类旅游业务营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：三类旅游业务毛利占比



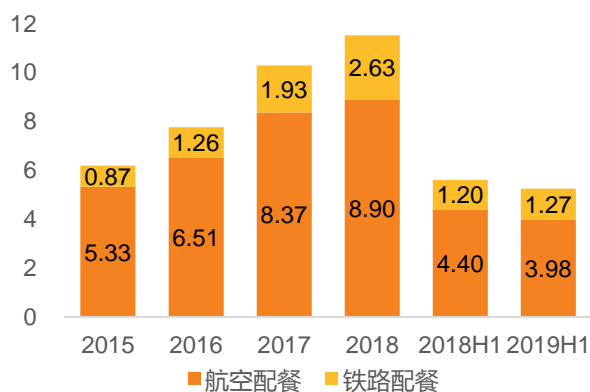
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.2. 配餐业务：坚持高标准餐食，拓展服务航线，业务稳定增长

配餐业务分为铁路配餐业务及航空配餐业务，以航空配餐为主。15 年至 18 年航空配餐的

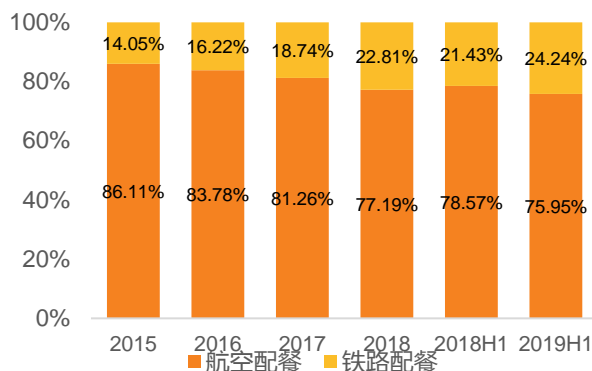
营收占比均在 75%以上，但占比呈下降趋势；航餐业务的毛利率维持在 42%左右，铁餐业务的毛利率维持在 60%左右，19H1 铁路配餐新路线服务人员配置标准、经营管理费等营业成本提升，导致铁餐业务毛利率同比下降 22.6PCT 至 35.16%；较高毛利率提升铁餐业务毛利占比。

图 13：航空和铁路配餐的营业收入（亿元）



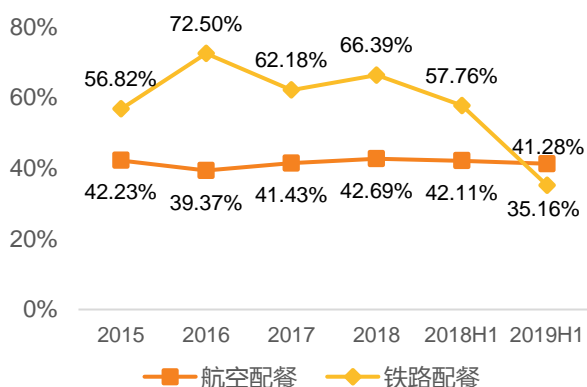
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：航空和铁路配餐的营收占比



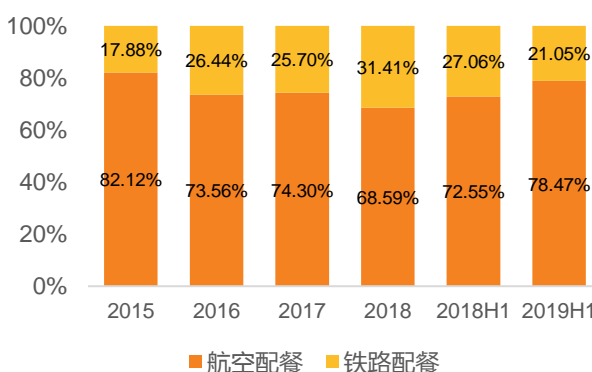
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：航空和铁路配餐的毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：航空和铁路配餐的毛利占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司坚持高标准餐食，不断拓展配餐航线和铁路线。航空配餐对原材料、生产环境要求苛刻，公司坚持食品安全管理，保证供应高标准餐食，是全国首家拥有生产航空犹太餐食品资质的配餐公司；依托海航集团拥有的航空、机场等资源，不断扩张服务路线，2018 年公司新增 29 条航线、22 条铁路线为服务标的。

表 2：航食子公司及各自合作的航空公司情况

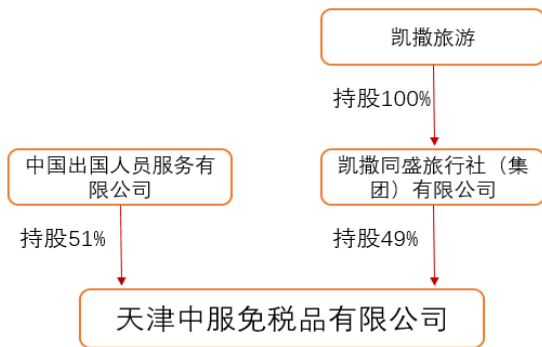
航食公司	保障航空公司
新华航食	海南航空、首都航空、祥鹏航空、香港航空、四川航空等
海南航食	海南航空、首都航空、天津航空、祥鹏航空、香港航空、国际航空、东方航空等
新疆航食	海南航空、天津航空、首都航空、祥鹏航空、乌鲁木齐航空、上海航空等
三亚航食	海南航空、首都航空、天津航空、西部航空公司、祥鹏航空、春秋航空等
甘肃航食	海南航空、祥鹏航空、首都航空、天津航空、西部航空、乌南航、国航、东航、川航等
内蒙航食	天津航空、上海航空、海南航空、首都航空、四川航空、西部航空等
宜昌航食	海南航空、北部湾航空、祥鹏航空、东航武汉、上海航空和中国国航等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.3. 免税业务：实现多元化战略布局

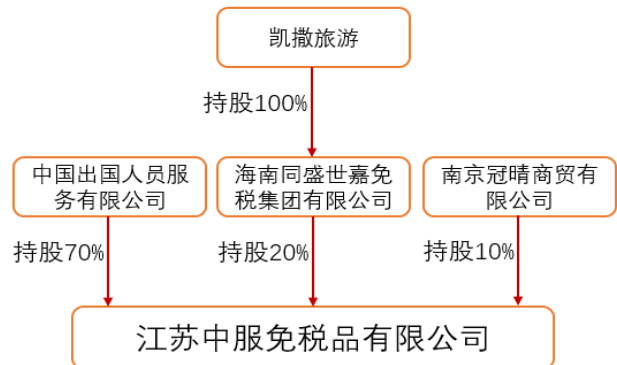
深度切入免税行业，实现业务多元化。19年6月，公司（持股49%）与中出服（持股51%）共同设立天津中服免税品有限公司，负责运营天津国际邮轮母港进境免税店，已于10月10日正式开业。19年11月，公司进一步加码免税业务，新设子公司海南同盛世嘉免税集团有限公司，以1200万元的交易对价收购北京寺库持有的江苏中服免税20%股权，江苏中服免税负责南京市内免税店运营，已于9月28日试营业。

图 17：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 18：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

合作方为免税领域龙头，有望实现互利共赢。中出服为国人市内免税主要运营商，13家国人市内免税店中，中出服旗下12家，中侨免税1家，中出服占据绝对主导地位。强强联手未来可期，对于中出服而言，公司可为其实现低成本引流；对于公司而言，开拓免税市场可以实现多元化战略布局，免税业务也将为公司业绩增长提供充足想象空间。

图 19：中服免税旗下共有 12 家国人市内免税店



资料来源：中服免税公众号，天风证券研究所

图 20：中服南京市内免税店

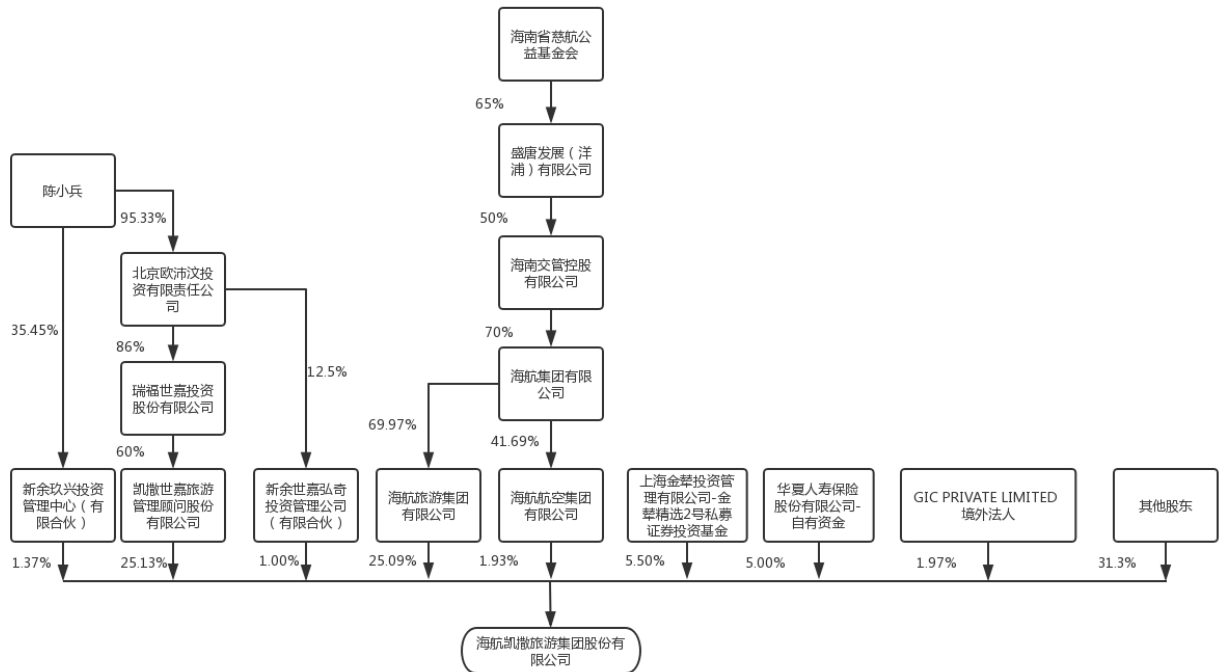


资料来源：中服南京市内免税店公众号，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构

目前第一大股东为凯撒世嘉，实际控制人为陈小兵，公司仍存在股权博弈。凯撒世嘉及其一致行动人合计持有28.98%股份，海航旅游及其一致行动人合计持有27.02%股份，短期内股权变更问题尚有不不确定性。若最终原管理团队能稳定控制权，公司有望理顺内部管理，全面聚焦出境游主业谋发展，缓解前期海航系带来的估值制约因素；但配餐业务原属海航旗下，股权变更也或将一定程度影响此方面业务发展。

图 21：目前股权结构图



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

2019年3月起，海航旅游及一致行动人受股权质押平仓压力不断减持公司股份。公司借壳易食股份上市时，海航旅游集团为第一大股东，海航旅游、大集控股、海航航空作为一致行动人，共同控制39.05%的股份。

2018年，海航旅游及一致行动人多次向中银资产、宏信证券、农行海南分行出质凯撒旅游股份，截至2018年2月9日，海航旅游共出质其持有公司股份总数的98.82%，占公司总股本的31.80%，海航旅游及其一致行动人累计质押公司总股本的39.07%。

2019年3月，受公司股价下跌影响，海航旅游、大集控股被宏信证券通过集合竞价、大宗交易强行减持公司股份，减持完成后，海航旅游及一致行动人共持公司总股本的35.78%。

之后，海航旅游及一致行动人协议转让公司股份，并于2019年9月，海航旅游再次被宏信证券通过集中竞价、大宗交易等方式强行减持公司股份，减持后海航旅游及一致行动人仅持有总股本的28.73%，凯撒世嘉及其一致行动人持有总股本的28.98%，公司控制权发生转移，凯撒世嘉成为公司控股股东。

2019年10月，海航旅游进一步减持，海航旅游及其一致行动人合计持有28.34%股份，股权博弈局势稍显明朗。

表 3：海航系减持历程

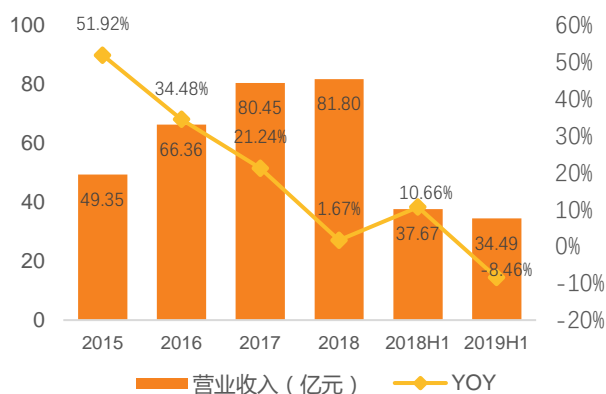
时间	方式	股东名称	交易前持有总股本比例	交易后持有总股本比例
2019年3月25日	集中竞价	大集控股	5.34%	5.04%
2019年3月26日	集中竞价	大集控股	5.04%	4.68%
2019年3月27日	集中竞价	海航旅游	31.81%	31.52%
2019年3月28日	大宗交易	大集控股	4.67%	2.67%
2019年3月28日	大宗交易	海航旅游	31.52%	31.20%
2019年3月28日	集中竞价	海航旅游	31.20%	31.17%
2019年4月19日	协议转让	海航旅游	31.17%	28.35%
2019年4月19日	协议转让	大集控股	2.67%	0.00%
2019年9月20日	集中竞价	海航旅游	28.35%	28.29%
2019年9月23日	大宗交易	海航旅游	28.29%	27.35%
2019年9月24日	集中竞价	海航旅游	27.35%	27.28%
2019年9月24日	大宗交易	海航旅游	27.28%	26.80%
2019年10月24日	大宗交易	海航旅游	26.80%	26.54%
2019年10月25日	大宗交易	海航旅游	26.54%	26.41%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析

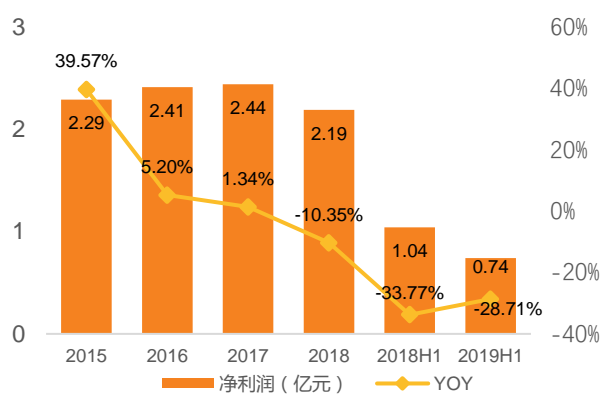
宏观环境承压，公司营收、净利润增速放缓。18年东南亚路线受普吉岛沉船等不安全事件以及国内宏观经济影响，营收、净利润增速疲软，同比分别增长 1.67%/-10.35%；19H1 受子公司天天商旅剥离影响，营收、净利润同比下降 8.46%/28.71%。

图 22：营收增速放缓



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：净利增长放缓，18年出现负增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

客单价小幅上升，游客人数受宏观环境承压，旅游业务营收增速疲软。18年东南亚路线受普吉岛沉船等不安全事件以及国内宏观经济影响，旅游社业务共接待游客 116.58 万人次，同比下降 6.79%；公司升级产品体系、优化门店渠道的战略取得积极成效，18年客单价重回正增长，上升 7.53%至 6017.18 元/人，依托客单价提升，旅游营收小幅增长 0.22%；分类别看，18年公民零售、公民批发游客人数分别同比下降 8.18%/10.29%，但客单价分别小幅上升 10.34%/8.88%，营收基本与 17 年持平，企业会奖虽然人数同比上升 6.99%，但客单价有所下降，会奖整体收入仍下降 1.51%；19H1 受子公司天天商旅剥离影响，公民零售业务承压严重，收入同比下降 14.06%，旅游总体营收同比下降 8.61%。

表 4：旅游业务收入情况

		2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入（亿元）	公民零售	39.48	46.46	47.07	21.79	18.73
	YOY	32.17%	17.65%	1.32%	10.97%	-14.06%
	公民批发	8.86	12.90	12.60	5.27	5.12
	YOY	11.32%	45.54%	-2.33%	-8.46%	-2.91%
	企业会奖	9.57	10.64	10.48	4.93	5.40
	YOY	101.08%	11.18%	-1.51%	29.38%	9.41%
	总旅游服务	57.91	69.99	70.15	31.99	29.24
	YOY	35.97%	20.85%	0.22%	9.54%	-8.61%
人数（次）	公民零售	637,741	700,510	643,196	—	—
	YOY	94.86%	9.84%	-8.18%		
	公民批发	201,673	382,267	342,938	—	—
	YOY	17.68%	89.55%	-10.29%		
	企业会奖	114,889	167,958	179,694	—	—
	YOY	213.36%	46.19%	6.99%		
	总旅游服务	954,303	1,250,735	1,165,828	—	—
	YOY	78.27%	31.06%	-6.79%		
客单价（元）	公民零售	6,190.60	6,632.31	7,318.14	—	—
	YOY	-32.17%	7.14%	10.34%		
	公民批发	4,393.25	3,374.60	3,674.13	—	—
	YOY	-5.42%	-23.19%	8.88%		
	企业会奖	8,329.78	6,334.92	5,832.14	—	—
	YOY	-35.84%	-23.95%	-7.94%		
	总旅游服务	6,068.30	5,595.91	6,017.18	—	—
	YOY	-23.73%	-7.78%	7.53%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

铁餐业务实现稳定增长，航食营收小幅波动。18 年铁餐业务新承接 22 条铁路线各站服务标的，配餐量激增 312%，但受铁路配餐制度改革，客单价下降 66.96%，铁餐营收上升 36.12%，19H1 铁餐保持稳定增长趋势，同比增长 5.78%；16-18 年航餐业务配餐量及客单价稳步上升，但 19H1 航餐营收同比下降 9.68%，原因系国内航司为降本增效对下属部分航线进行转型并调整航食配餐标准；由于航餐营收占比较高，19H1 整体配餐业务小幅下降 6.37%。

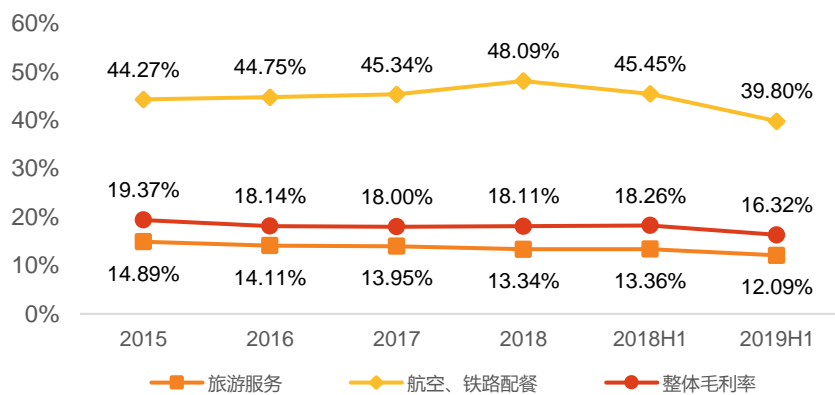
表 5：航空、铁路配餐收入情况

		2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入(亿元)	航空配餐	6.51	8.37	8.90	4.40	3.98
	YOY	22.22%	28.53%	6.35%	10.02%	-9.68%
	铁路配餐	1.26	1.93	2.63	1.20	1.27
	YOY	45.74%	52.76%	36.12%	58.24%	5.78%
	总配餐业务	7.77	10.30	11.53	5.60	5.24
	YOY	25.51%	32.46%	11.93%	17.68%	-6.37%
配餐量(万份)	航空配餐	3,143	3,641	3,781	—	—
	YOY	20.15%	15.83%	3.85%	—	—
	铁路配餐	203	253	1,043	—	—
	YOY	110.54%	24.74%	312.41%	—	—
	总配餐业务	3,346	3,894	4,824	—	—
	YOY	23.36%	16.37%	23.89%	—	—
单位餐收入(元)	航空配餐	20.71	22.99	23.54	—	—
	YOY	1.65%	11.00%	2.39%	—	—
	铁路配餐	62.13	76.29	25.21	—	—
	YOY	-31.21%	22.79%	-66.96%	—	—
	总配餐业务	23.22	26.45	23.90	—	—
	YOY	1.75%	13.91%	-9.64%	—	—

资料来源：公司公告，天风证券研究所

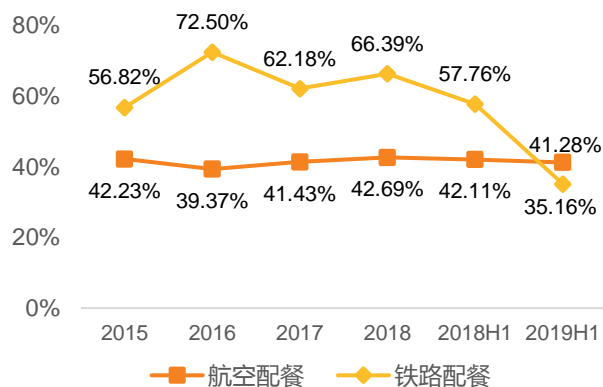
零售旅游承压、新业务培育致 19H1 毛利率小幅下降。2015-2018 旅游服务、配餐业务毛利率分别保持在 14%/45%左右，整体毛利率保持在 18%左右；19H1 铁餐业务毛利率下降 22.6PCT，原因系部分新增线路尚未完全发展成熟，且新线路服务人员配置标准、经营管理费等营业成本提升，拖累配餐整体毛利率下降 5.65PCT；零售旅游业务营收下降，公司加大了营销力度，着力拓展营销渠道，受此影响公民零售业务/旅游业务整体毛利率下降 1.57/1.27PCT，最终 19H1 公司综合毛利率下降 1.94PCT。

图 24：19H1 两大业务毛利率均下降



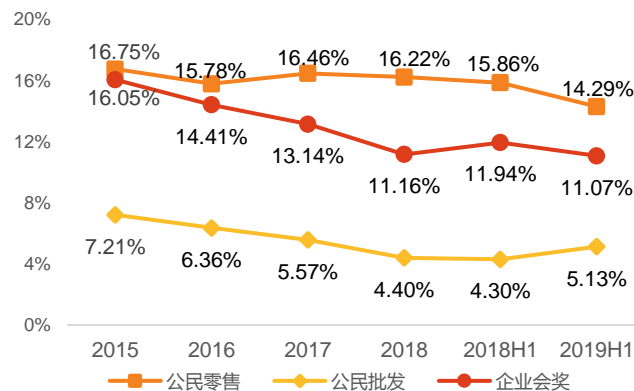
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：航空和铁路配餐的毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

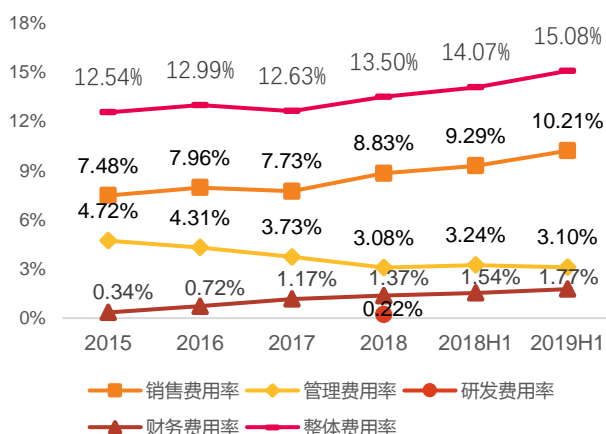
图 26：旅游业务毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

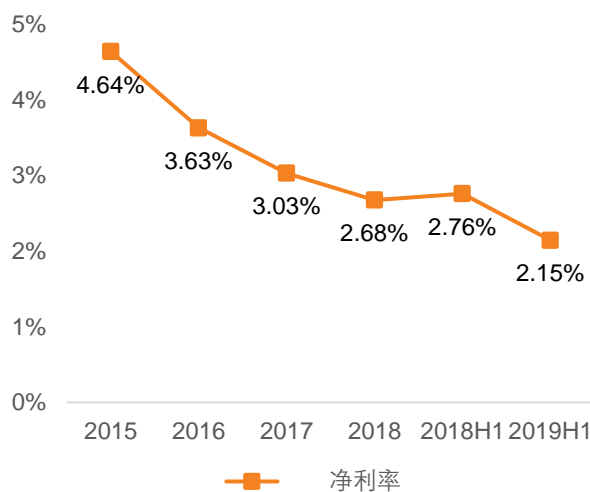
销售费用上涨,成本、费用共同拖累净利率。18/19H1 公司销售费用率同比上涨 1.1/0.92PCT, 呈上升趋势, 原因系公司为了应对下行旅游行业环境, 加大销售职工薪酬及广告宣传等销售费用所致; 管理费用、财务费用控制良好, 基本与去年同期持平; 整体费用率同比上升 0.87/ 1.01PCT。毛利率下降、费用率上升共同导致净利率下降, 15-19H1 净利率为 4.64%/3.63%/3.03%/2.68%/2.15%, 呈下降趋势。

图 27：销售费用率、研发费用率上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：毛利率、费用率拖累净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

ROE 持续走低。营收增速疲软导致资产周转率呈下降趋势, 毛利率、费用率不断拉低归母净利润率, 导致 ROE 持续走低, 2019H1 为 2.79%, 同比下降 0.94PCT。

表 6：杜邦分析

	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
归母净利润率	3.20%	2.74%	2.37%	2.03%	1.81%
资产周转率	1.49	1.4	1.34	0.61	0.57
权益乘数	2.54	2.95	2.88	3	2.68%
ROE	12.08%	11.35%	9.18%	3.73%	2.79%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

19H1 经营活动现金净流出 1.99 亿元。2018 年经营性现金流为 2.26 亿元，同比下降 54.55%，原因系职工薪酬和预付款上升，应付账款和预收款项下降；19H1 经营活动现金净流出 1.99 亿元，原因系公司营收下降、预付款上升，运营效率有所下降；19H1 账上现金为 12.46 亿元。

表 7：经营性现金流与账上现金（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
经营性现金流（亿元）	2.88	3.23	4.98	2.26	-0.2	-1.99
YOY	83.65%	12.20%	54.02%	-54.55%	76.40%	-906.50%
账上现金（亿元）	19.4	14.7	24.19	15.27	22.63	12.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业分析

2.1. 出境游状况概览：行业增长稳健，发展空间大

第一阶段：我国出境游的开端

为了满足内地居民港澳眷属探亲访友的需要，我国于 1983 年，在广东省境内试行了“赴港澳探亲旅游团”，次年，国务院正式批准开放了“赴港澳探亲旅游团”。此项举措，可以被视为我国大陆境外游的开端。1987 年，国家旅游局和对外经济贸易部批准了辽宁省丹东市对朝鲜新义州市的“一日游”，开始了中国边境旅游的发展。此后又相继批准开放其他邻国的边境旅游，并出台了相应的管理办法。

第二阶段：真正意义上的出境旅游开启

上世纪 90 年代左右，为了满足归侨、侨眷及相关人员的探亲需要，国务院批准开放了赴泰国探亲旅游，之后又相继开放了更多东南亚国家旅游。这也是首次真正意义上的出境旅游政策。

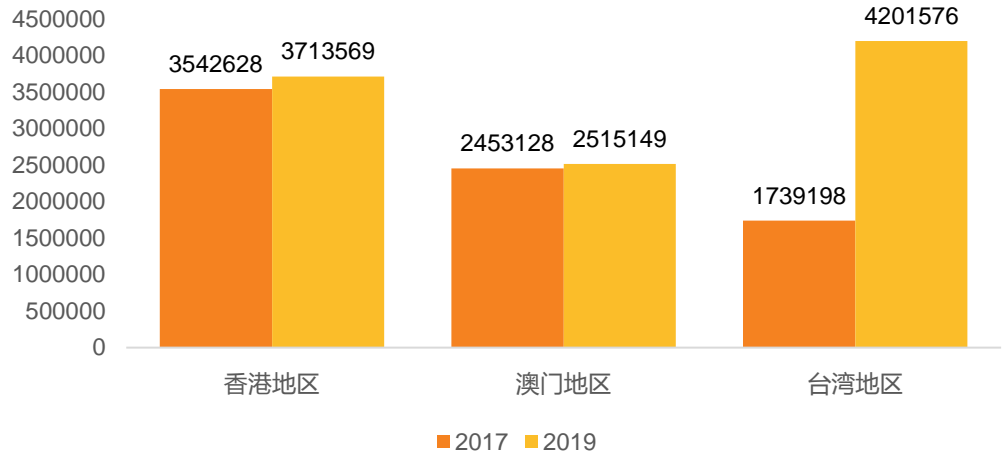
第三阶段：旅游业呈现快速发展

1997 年，《中国公民自费出国管理暂行办法》正式实施。它标志着出国旅游开始走向成熟发展的阶段，中国出境旅游业务全面展开。2004 年，欧洲 29 国向中国公民开放旅游签证。截止 2020 年 1 月，世界上有 71 个国家或地区对中国公民实行免签或落地签政策，中国护照实力进一步提升。

2.1.1. 出境游结构：港澳及东南亚为主，欧洲等地潜力较大

由于港澳台地区语言障碍小、部分商品具有价格优势和地域接近等特点，目前总体上港澳台游占比超过半数。据中国商务部公告，2019 年港澳台游占比达 60%，总人数达 10237 万人。但纵向来看，港澳台旅游人数基数大，但增速乏力。2017Q1-Q3 至 2019Q1-Q3，港澳旅行人数基本维稳，增长人数较少，渐趋于饱和。台湾增幅较大。但由于近期香港频发暴力事件，以及海峡两岸政商摩擦加剧，19 年大陆取消赴台旅游试点城市，我们预计未来内地居民赴港、台人数将大幅下降，大批港澳台旅游转而选择出国游，东南亚地区短线旅游有望大幅增长。

图 29：全国旅行社报告 17、19Q1-Q3 港澳台出境人数

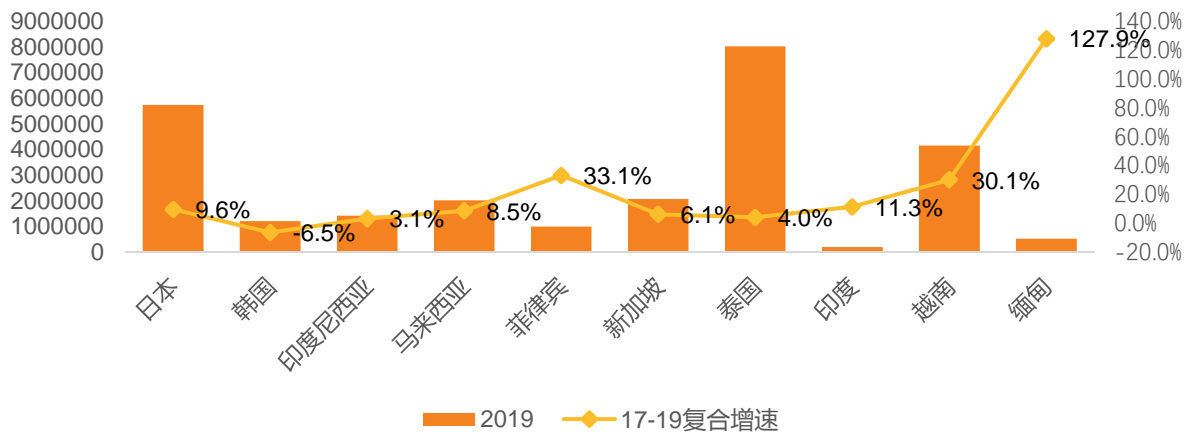


资料来源：中国文化和旅游部、天风证券研究所

韩国出境旅游人数受挫，东南亚其余各国普遍高速增长。

据全国旅行社出境游情况统计，17Q1-Q3-19Q1-Q3 亚洲出境游人数显著提高，由 3170.6 万增长至 3902 万，增幅达 23%，但赴韩旅游人数只减不增。自韩国 2017 萨德事件以来，赴韩旅游人数便直线下跌，17-19 年，人数减少 17.2 万，跌幅 12.5%。与此同时，东南亚其余各国旅游人数呈显著增长态势，其中日本增幅最大，两年增幅 20%，其次缅甸、越南、菲律宾、马来西亚等各国都有显著增长。

图 30：全国旅行社报告 17Q1-Q3-19Q1-Q3 东南亚出境人数

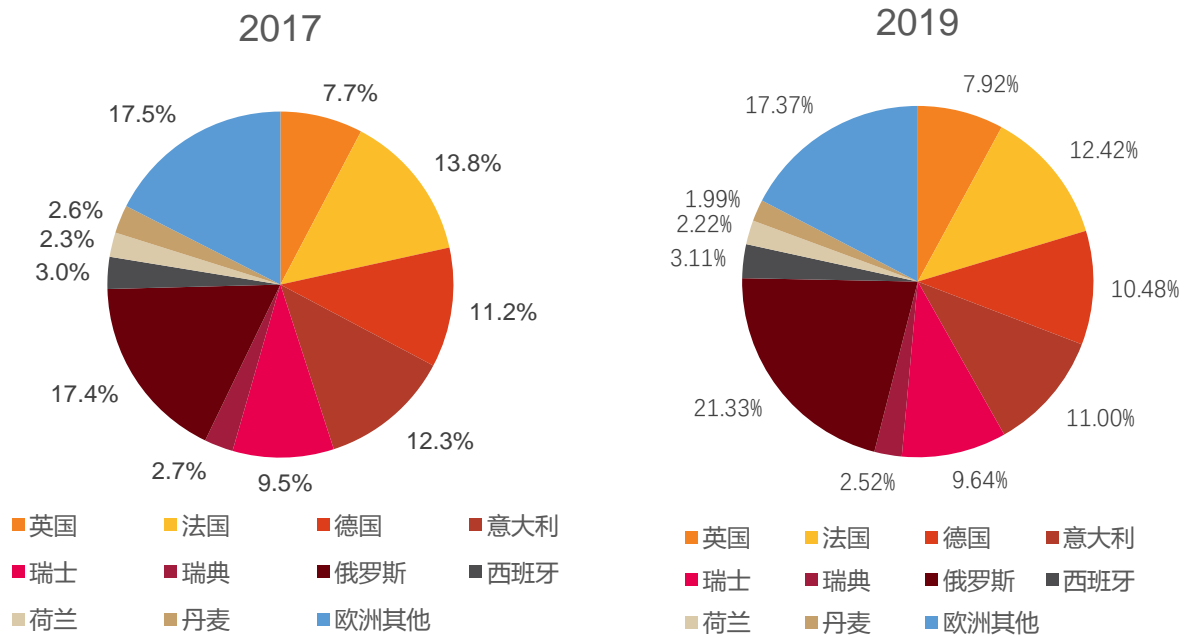


资料来源：中国文化和旅游部，天风证券研究所

赴欧旅游呈分散化，俄罗斯呈欧洲主要目的地，其余各地均有小幅增加。

欧洲目前已是除亚洲以外最大出境游目的地。19Q1-Q3 全国旅行社组织的欧洲游人数达 640.3 万，同比增长 4.5%。其中，赴俄游客占比最大，增速最多，贡献人数增长 63.2%，是近年来中俄关系不断回暖所致。19 年 6 月，中俄关系踏上新台阶，进入新时代中俄全面战略合作伙伴关系，未来赴俄旅游人数有望进一步增多。总体来看，赴欧旅游呈分散化态势。除俄外，英国、法国、德国、意大利等主要目的地接纳人数占比均不超过 12%，小众国家受游客青睐。

图 31：2017-2019 前三季度赴欧人数

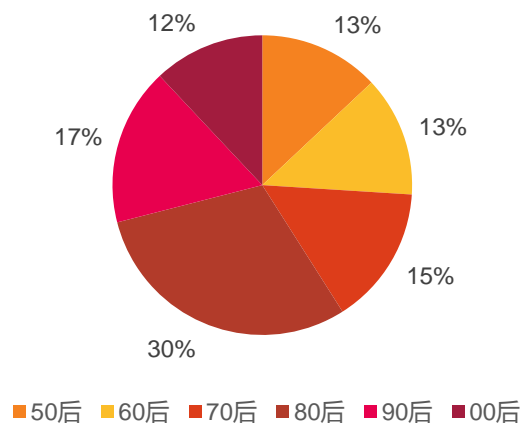


资料来源：中国文化和旅游部，天风证券研究所

2.1.2. 消费者结构：年轻客流为主，老年人占比提升明显

年轻游客成主流，老年人旅游观念逐渐打开。出境游年轻群体变多，00 后，90 后都有增长。随着 90 后的全部成年，2018 年，出境游市场 90 后游客占比 17%，超越 70 后成为第二大主力。数据显示，每 10 个出境游中，有 3 人是 30 岁以下，6 人是 40 岁以下。出境游群体明显呈年轻化趋势发展。

图 32：年轻游客成为出境游主力



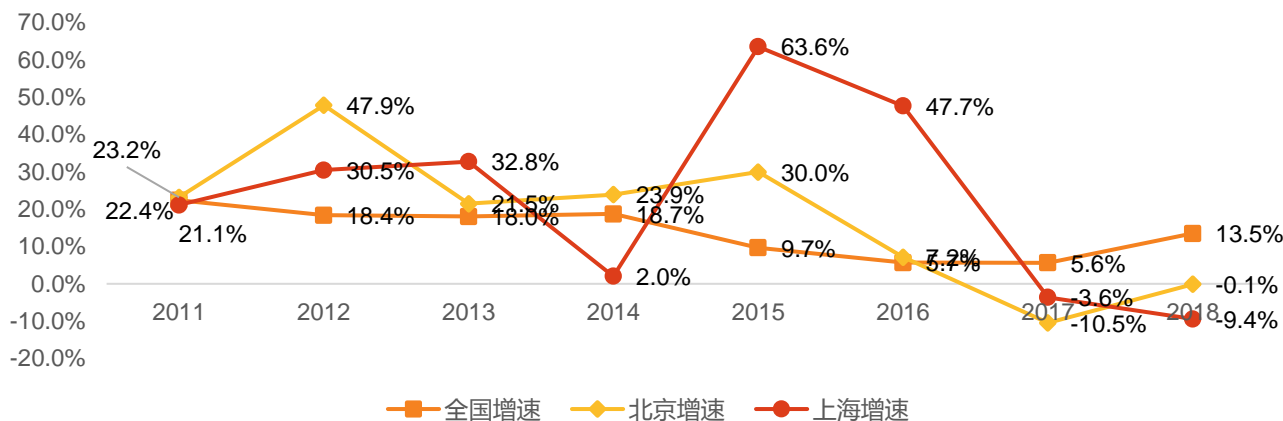
资料来源：《2019 中国出境跟团游大数据报告》，天风证券研究所

老年人正成为旅游的生力军。经济的发展和旅游意识的崛起刺激的并不只是青年人，老年人已逐步在出境游市场中发挥较大影响。《中国在线邮轮旅游消费分析报告》显示，2018 年度中国邮轮游客中，60 岁以上游客占比达到 27.5%。老年人群拥有更多的闲暇与积蓄，故而有更多的时间来安排旅游。携程大数据统计，老年游客平均每年出游人数要高于年轻

人 15 天，长时间和高消费逐渐成为老年人出行标签。

出境游人群结构调整，二三线城市热情高涨。我国出境游行业自兴起以来，旅行社会选择将全国游客集中在京沪一线城市，统一组织出境活动。故而整体来看，京沪两地出发人数应与全国出境旅游人数增长趋势保持一致。但随着二、三线城市出境游热情的增加，出境游行业的不断下沉，京沪出发人数与全国出境人数逐渐“脱钩”，甚至 2018 年京沪出发人数甚至出现了负增长。《2018-2019 年出境“新跟团游”大数据报告》的数据显示，当前出境游人数最多的十大城市均为一、二线发达城市，但只占当年出境游人数增长最快的十大城市的 40%，有 60%的城市属于其他新兴出境游市场，这说明其他地区的出境游市场正逐渐被打开，二、三线非传统出境游重镇城市正经历高速发展。

图 33：2017 年开始，京沪出游人数两地出现负增长



资料来源：Choice,天风证券研究所

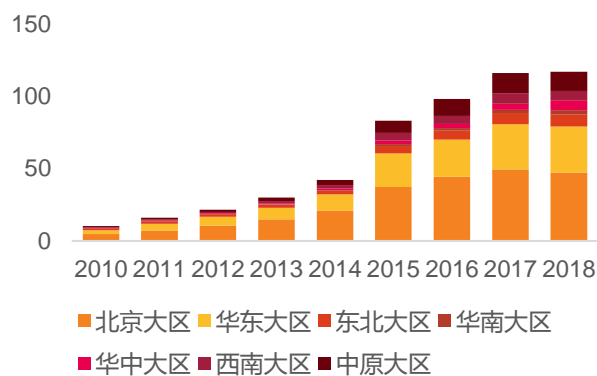
龙头出境游企业的运营表现也侧面证实了二、三线城市的崛起。众信旅游和凯撒旅游分地区营收表现也反映了这一点。众信在北京和华东地区的营业收益从 16 年 71.3%下降到 18 年 67.7%。

图 34：二三线城市增长较快

出境游城市排行	出境跟团游增长最
上海	青岛
北京	贵阳
广州	无锡
成都	济南
重庆	广州
南京	南京
昆明	昆明
武汉	重庆
西安	南宁
杭州	合肥

资料来源：《2018-2019 年出境“新跟团游”大数据报告》，天风证券研究所

图 35：众信旅游在北京、华东外收益占比扩大(单位：亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 出境游行业发展由大至广至深

2.2.1. 出境游需求端市场规模扩大，行业质量向好发展。

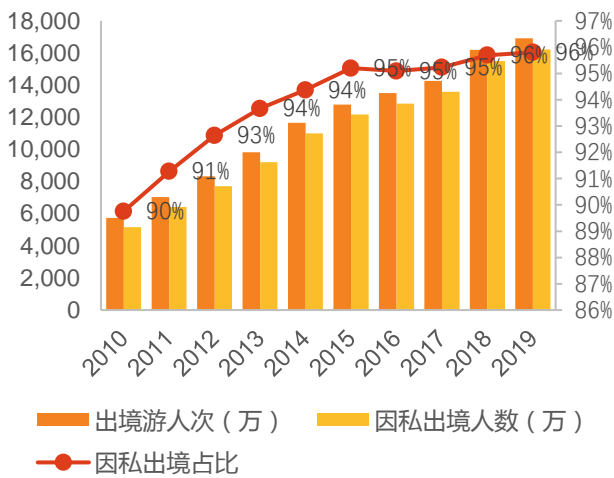
中国出境游规模增速放缓，但基数不断扩大，净增人数维持依旧高位。2010-2017 年间，中国出境游人数由 5739 万增长至 2017 年 14273 万，增幅达 150%，年复合增长率为 14%。

其中，因私出境占比不断提升，同期占比由 89.75%提升至 95.23%。

境外消费总额增速放缓，人均消费高位回调，总体消费能力维持高位。2010-2017 年间，境外消费总额总体增幅 370%，年复合增长率高达 25%，人均消费也水涨船高，2017 年人均消费达 1805 美元，行业消费质量不断提高。自 2016 年起，境外消费总额和人均消费均出现一定程度的回调，但总量依旧较高。

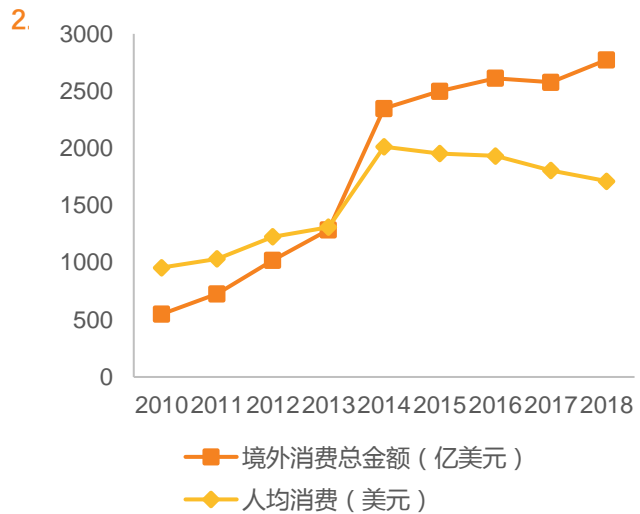
出境游质量提升，消费者选择出境游的目的不再是单纯的购物，而更多的在于身心的放松和知识、境界的提高。相较于 15 年国人在境外对化妆品、奶粉、奢侈品、电饭煲、马桶盖的疯狂抢购，当下国人则普遍愿意在服务与产品方面更多的花费。据《全球旅游消费报告 2017》统计，中国游客在境外购物上的支出下降了 37.2%，购物消费的下降换来的是更多在产品，质量上的关注。

图 36：出境游市场规模扩大，因私出游占比提高



资料来源：艾媒数据库，天风证券研究所

图 37：境外游消费能力维持高位

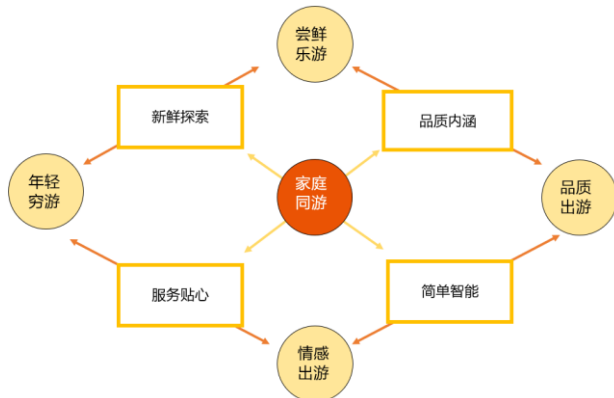


资料来源：choice，天风证券研究所

2.2.2. 游客的细分催化出境游行业百花齐放，行业向广阔发展

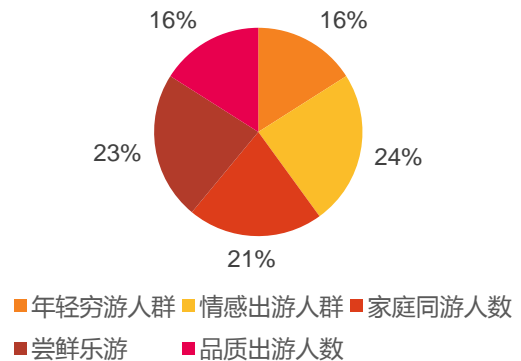
随着出境游规模的扩大，行业质量的提升，人们选择出境游更多关注品质、体验和内涵上的提升。在出境游需求上的细化催生中各种各样的旅游产品：滑雪游、研学游、健康游、体验游、婚拍游等等。消费者的细化左右着行业的发展的重心。据《2019 中国文旅产业用户调研报告》调查，当下情感出游类消费者最多，占据总人群 24%，他们更希望旅游可靠与舒适，尝鲜乐游的出游人群追求新鲜与时尚，更看重出游的内涵，家庭同游人群希望旅游是温馨和收获，而高品质出游人群看重的是专业和体验。不同类型的人对应着不同类型的产品，让出境游行业的发展不单调。

图 38：旅游人群多样化



资料来源：《2019 中国文旅产业用户调研报告》天风证券研究所

图 39：各细分人群所占比例

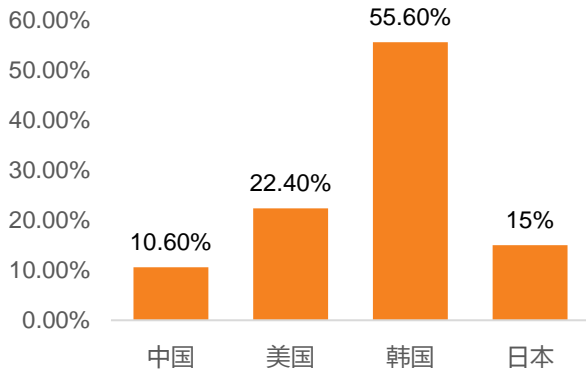


资料来源：《2019 中国文旅产业用户调研报告》，天风证券研究所

2.2.3. 行业渗透率仍处较低水平，行业未来一片蓝海，未来可进一步向深发展

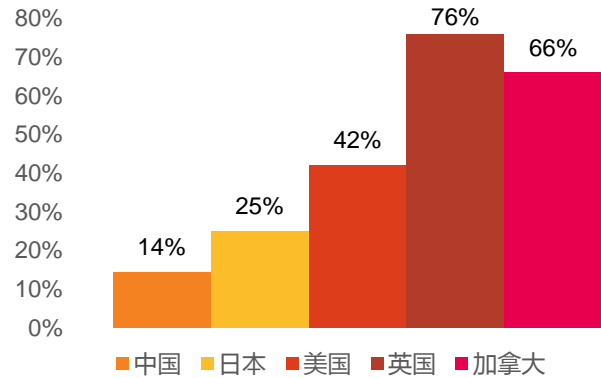
需求端市场渗透率低，未来仍有增长空间。截止 2018 年，持有因私护照数量约为 1.3 亿本，不到全国人口 10%，而相比国外数据，美国护照持有率为 42%，而英国则高达 76%，据携程 CEO 孙洁预测，2020 年中国护照持有率将扩大一倍。2018 年，我国境外游渗透率为 10.6%，相较于日本的 15%、韩国的 55.6%、美国的 22.4%（2017）仍处在较低位置。同时，消费升级，人均可支配收入上升都催生了国人出境旅游的意识，行业未来发展空间广阔。

图 40：各国境外游渗透率



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 41：各国护照持有率，中国处于较低水平



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.3. 行业属性：多方驱动，保障需求端增长动力

2.3.1. 行业受多方政策驱动，保障需求端增长动力

签证福利升级，签证点位增加，免签国家逐年增长。目前中国免签/落地签国家地区已达 76 到 74 个，18 年新增免签国家 7 个。2002 年到 2017 年，中国公民普通护照签发量达 1.73 亿本，年均签发 1080 万本，受到中美贸易战缓和、中日签证放宽等事件的影响，未来境外旅游人次将有望继续增长。

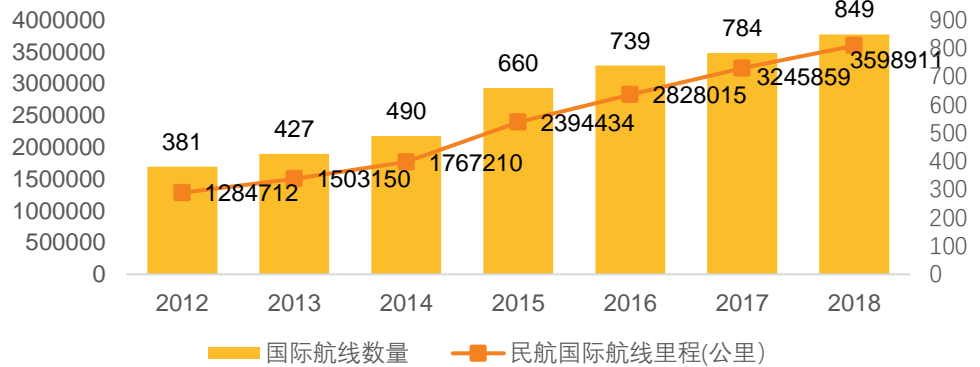
表 8：中国护照“含金量”提高

国家及地区	签证政策
冈比亚	有条件免签、落地签政策
津巴布韦	落地签证政策
巴林	有条件免签、落地签政策
白罗斯	免签证政策
缅甸	落地签政策
卡塔尔	免签证政策

资料来源：腾讯新闻，天风证券研究所

国际航空发展为出境游提供保障。2010-2018，民航国际航线逐年增加，10 年内增长 260%，净增加国际航线里程 250 万公里。快速发展的航空运输能力大大缩短了旅客前往世界各地的时间，极大便利了出行，为出境游行业发展提供坚实保障。

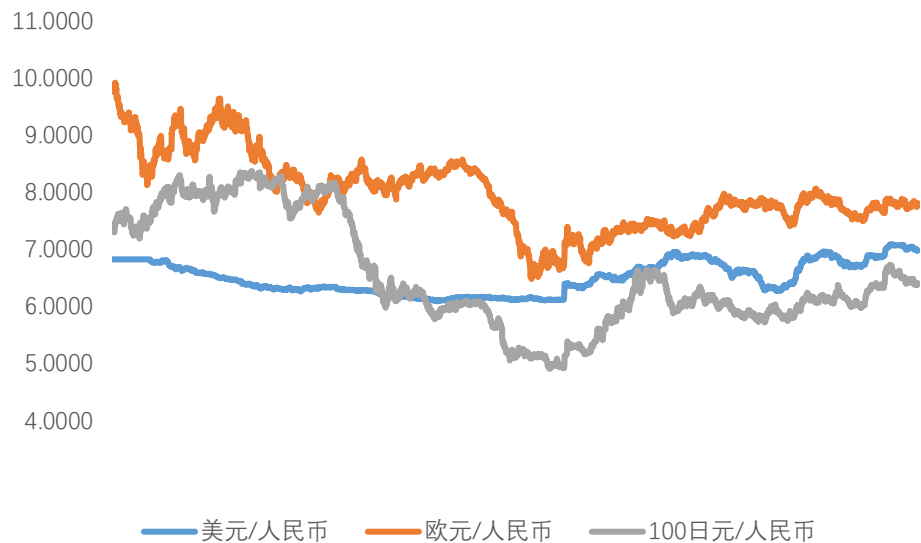
图 42：国际航空发展为出境游坚实保障



资料来源：Choice，天风证券研究所

人民币汇率局部波动明显，总体呈升值趋势有利于促进出境游市场发展。人民币汇率影响居民在境外的购买力，从而影响中国游客出境消费意愿。总体来看，人民币兑美元、欧元、日元局部波动较大，但总体呈小幅度震荡升值趋势，国家实力的发展和人民币的升值潜力将成为出境游市场发展的一大驱动力。

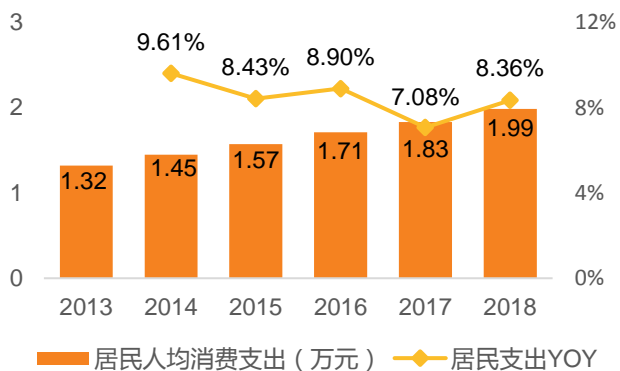
图 43：2010.01-2019.12 人民币汇率呈震荡下降趋势



资料来源：Choice，天风证券研究所

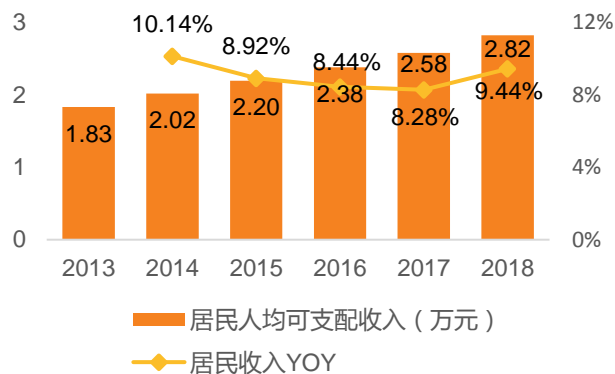
宏观经济发展，居民可支配收入增多，消费升级，出境游意愿不断增强。居民收入近年来保持稳定增长，18 年实现人均可支配收入 28228 元，同时，居民消费意愿也在不断提升，18 年人均消费支出 19853 元，其中教育、文化和娱乐消费支出 2226 元，占总支出 11.2%。受居民收入与消费增加的拉动，游客人均消费持续增长。据中国旅游研究院估计，2018 年中国游客境外消费额为 1200 亿美元，人均单次境外旅游消费将达到 800 美元，约为 5400 人民币，较境内人均 926 元人民币差距较大。

图 44：人均消费支出持续增加



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

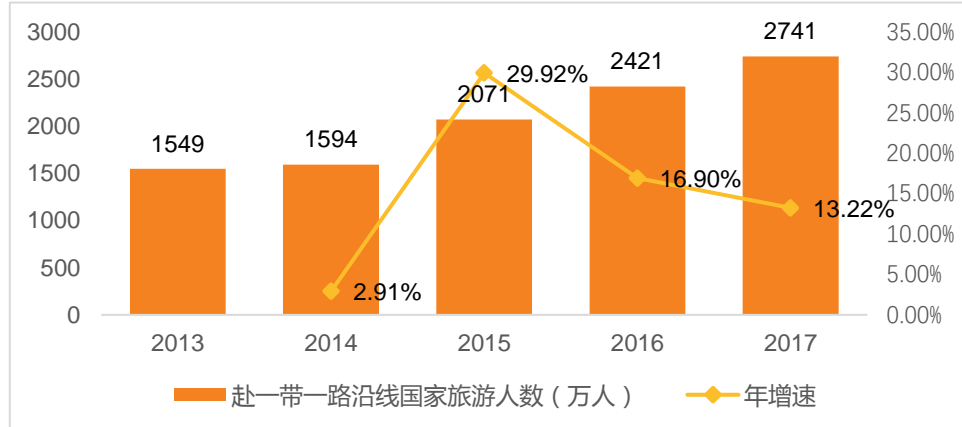
图 45：居民可支配收入稳定增长



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

国家宏观政策支持。国内积极发展旅游产业，国外一带一路拓宽旅游选择。自 2012 年来，国家便出台多项政策，大力支持旅游企业发展。12 年 2 月，中国人民银行等机构发行《关于加强金融支持旅游业加快发展的若干建议》，鼓励金融机构发展旅游信贷和满足旅游需求的金融产品，16 年《“十三五”旅游业发展规划》中，国家重点强调了对旅游品质化和竞争国际化的要求，全力推动旅游市场国际化。同时“一带一路”战略的制定极大程度上开拓了非洲旅游市场，加大了消费者到非洲旅的积极性。

图 46：赴一带一路国家旅游人数



资料来源：《2018 “一带一路” 旅游大数据报告》，天风证券研究所

表 9：旅游业发展受政策大力支持

时间	部门	政策文件	相关要点
2012.2	中国人民银行、发展改革委、旅游局、银监会、证监会、保监会、外汇局	《关于加强金融支持旅游业加快发展的若干建议》	鼓励金融机构和旅游企业整合，探索开放满足旅游消费需要的金融产品，支持旅游企业发展多元化融资渠道和方式、增强旅游保险服务、支持发展旅游消费信贷
2012.7	国家旅游局	《关于鼓励和引导民间资本投资旅游业的实施意见》	进一步完善旅游企业融资担保等信用额度，加大各类信用担保机构对旅游企业和旅游项目的担保力度。
2015.7	国务院办公厅	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	支持研学旅行发展。把研学旅行纳入学生综合素质教育范畴,鼓励各地依托自然和文化遗产资源、红色旅游景点景区、大型公共设施、知名院校、科研机构、工矿企业、大型农场开展研学旅行活动支持建设一批研学旅行基地。在有条件的地方建设中医药健康旅游产业示范园区，扩大中医药健康旅游海外宣传，推动中医药健康旅游国际交流合作，使传统中医药文化通过旅游走向世界。
2015.8	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	积极发展“互联网+旅游”，积极推动线上旅游平台的发展壮大，整合上下游及平行企业资源、要素和技术，形成旅游业新业态圈，推动“互联网+旅游”跨企业融合。支持有条件的旅游企业进行互联网进入探索，打造在线旅游企业第三方支付平台，拓宽移动支付在旅游业的普及应用，推动境外消费退税便捷化。

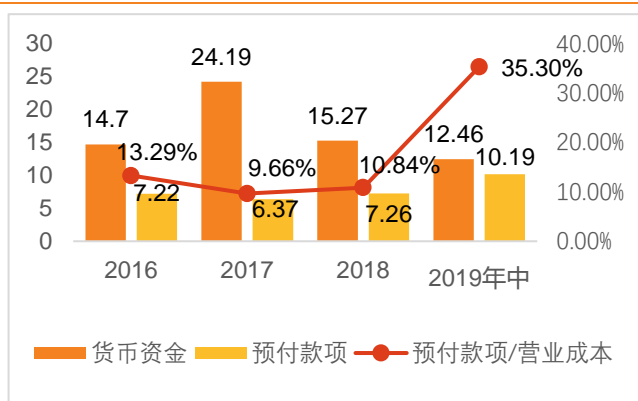
资料来源：国务院办公厅，国家旅游局，天风证券研究所

2.3.2. 行业盈利模式决定参与方需提前垫款，有一定现金流压力

出境游旅行作为一个花费高，耗时长居民消费活动，往往需要长时间策划和行程准备，才能打造一个流畅，舒适的旅游体验。旅行社普遍需要为游客提前支付保险，预定景点门票，酒店床位，餐厅桌位等资源来保证行程的流畅度，降低出错风险。这反映在出境游企业需要准备充足的现金流来向上游资源支付大量垫款。19H1 凯撒旅游预付款项高达 10.19 亿元，占其总成本支出的 29.9%。其中 1 年内短期预付款项占比达 96.8%。众信旅游 19H1 的预付款项也高达 12.8 亿元，占当期总成本支出的 22.9%。其中 1 年内短期预付款项占比达 99.17%。

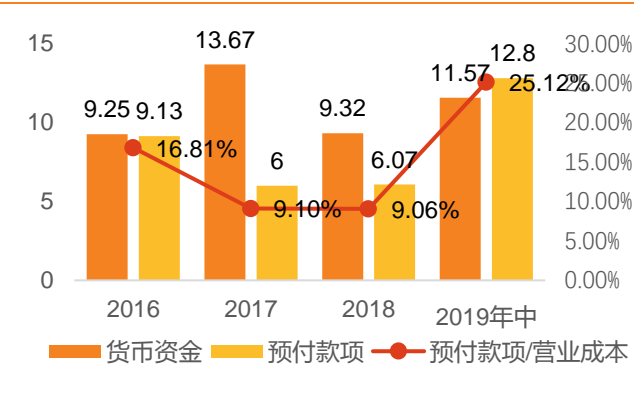
大量短期预付款支出占据公司现金资源。由于时间较短，垫款更新频率快，这便时刻准备大量流动资金应对垫款支出，为公司的现金流造成压力，龙头出境游企业面临着经营性现金流为负的风险。

图 47：凯撒旅游垫款状况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：众信旅游垫款状况（单位：亿元）



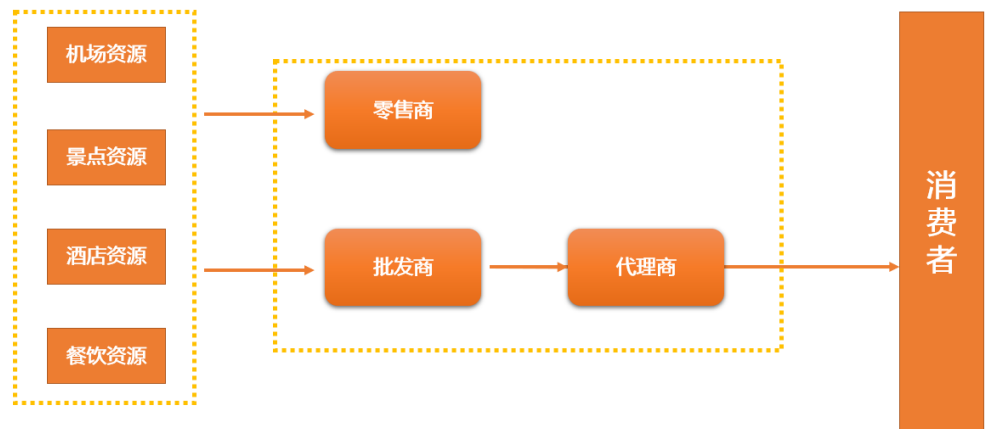
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 行业模式与竞争

2.4.1. 行业模式

相较于国内游，出境游对国内居民的门槛更高。由于出境游往往存在语言障碍，且距离更远，两地风俗习惯差距更大，居民对旅行社的依赖程度更大。旅行社往往在居民出境游的过程中扮演一个中间桥梁的作用。旅行社向下面向消费者，负责承担消费者的咨询，宣传和推广服务，向上面向各类旅游资源，包括机票和交通资源，酒店资源，地接资源，景点资源，餐饮资源等等。根据经营方式的不同，出境旅行社又可以具体分为：出境批发商，出境零售商和出境代理商。

图 49：出境游行业模式



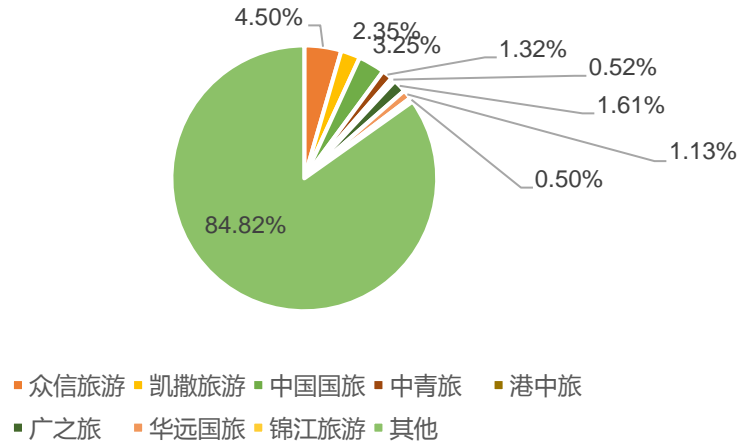
资料来源：天风证券研究所

出境游零售商依赖强大的零售网络和上游资源整合能力，相较于出境游批发商，其特点在于分布各地的门店数、发达的线上网站以及移动平台等渠道网络，其优势在于能够直接面向消费者，建立品牌声誉，增大客户粘性。出境批发商则依赖于代理商对下游市场的整合运输，其优势在于能够集中精力采购上游资源和设计旅游产品，资源整合能力更强，相较于零售商，能够快速的扩大市场份额，降低人工成本。而代理商往往作为批发商的中介，采用轻资产模式，不用开发产品和整合上游资源，只负责招徕顾客，增大流量，故而此部分往往由 OTA 担任。

2.4.2. 线下旅行社：竞争壁垒低，行业分散度高

行业竞争激烈，集中度较低。由于旅游业资源消耗低、投入资金少、综合效益好，因此，经营旅游行业的企业数量众多且不断增加。同时，线下旅行社属于劳动密集型产业，具有较高程度的产品同质化，行业壁垒低，整体行业集中度较低。2018 年行业 CR6 仅为 10.1%，其中最大份额的众信旅游只占比 4.5%，凯撒旅游占比只达 2.35%。整体行业集中度提升空间较大，凯撒旅游有望借机提高市占率。

图 50：出境游龙头企业市占率较低



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

2.4.3. 凯撒旅游、众信旅游迅速崛起

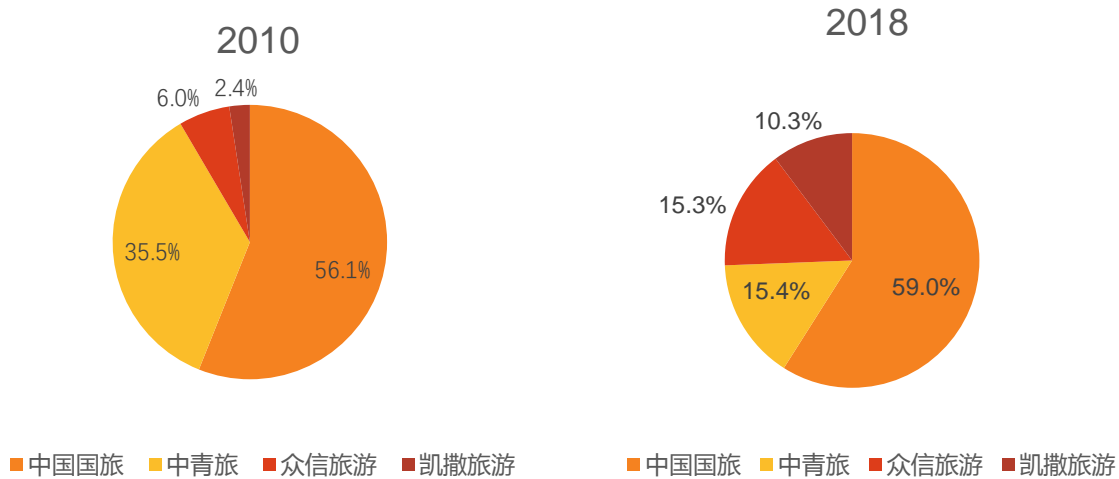
在传统旅行社中，中国国旅、中青旅、众信旅游和凯撒旅游为处于行业前端的竞争者。从盈利角度来看，中国国旅盈利能力较强，资产回报率、毛利率、净利率均高于其他同行水平，凯撒旅游、中青旅、众信旅游位居其后。从市场占比来看，凯撒旅游，众信旅游快速发展，脱颖而出。2010年，凯撒旅游占此4家营业收入之和的2.4%，而在2018年，凯撒旅游占比上升至10%。众信旅游收入占比也从6%上升至15.3%。

从公司发展角度来看，凯撒旅游最早聚焦于出境零售业务，目前已在全国各个重要口岸和核心商业城市建立多个分公司，拥有完善的线下销售网络。同时，公司围绕“旅游+”主题加强产业链布局，坚持渠道+产品+资源一体化发展。截至2018年末，公司营销业务也覆盖到全球50余座城市的200余个高端商业中心或核心社区。其零售业务2019H1营收达18.73亿，毛利率14.29%，收入占比达54.29%。同时凯撒旅游背靠海航，拥有极其丰富的上游机场航空资源。

众信旅游最早聚焦于出境游批发业务，目前其批发业务2019H1营收达42.33亿元，毛利率8.52%，收入占比74.02%。众信同时快速布局零售业务，截至2018年底，众信拥有零售门店435家，在江西、内蒙、河北都有直营零售门店布局。同时众信旅游积极进行收购并购，积极投资大巴车、酒店公寓、地接社等，快速扩张上游资源。2019H1零售业务9.41亿元，毛利16.29%，贡献了16.45%的公司收入。

中青旅聚焦于出境零售业务，以“出境游自由行+O2O”作为发展特点。除旅游业务之外，中青旅在IT产品销售，景区收入，酒店等方面均有涉足。2018年中青旅旅游业务贡献3.9亿收入，毛利率7.48%，收入占比31.9%。相比于众信和凯撒，中青旅在出境游资源整合能力上略有逊色，但其在国内游等其他业务上表现突出。

图 51： 2010-2018 凯撒旅游和众信旅游占比迅速扩大

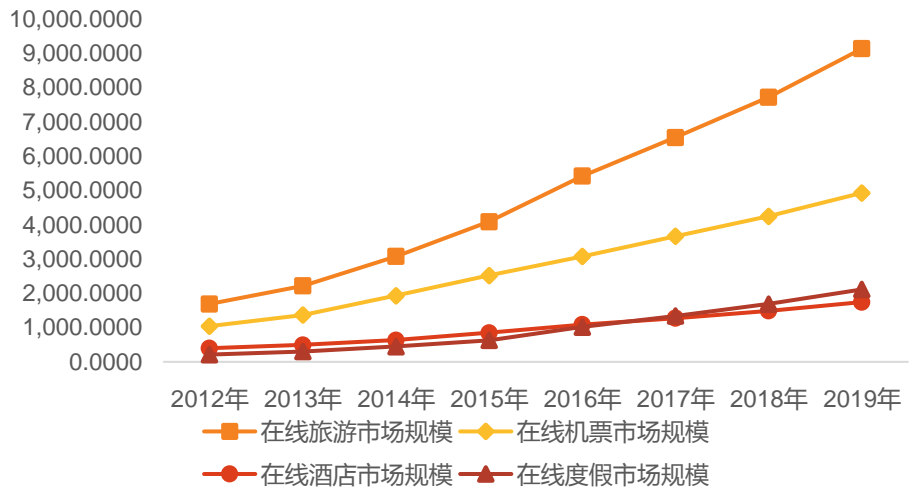


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4.4. 线上旅行社：OTA 发展迅速，携程成为绝对龙头

随着科技发展，技术进步，流量费用不断变低，使得个人出游者对传统出境运营商的依赖程度下降。以携程、途牛为代表的 OTA 厂商，凭借着网上平台的流量优势，在机票预定、酒店预订等方面占据较大优势。12-19 年，在线市场规模发展极其迅速，市场规模也不断扩大，与此同时，OTA 厂商在酒店、机场、度假景点等上游资源整合力度上也逐渐发展壮大。

图 52：在线市场规模发展极为迅速(单位：亿元)



资料来源：Choice，天风证券研究所

在线旅游市场高速发展的同时，各种在线旅游企业也进入了流量竞争的白热化阶段。在阿里腾讯等资本的介入下，行业经历了一系列整合，最终在 2016 年，混战结束，携程通过合并去哪儿、艺龙等，一举成为国内 OTA 厂商绝对龙头。

表 10：出境游行业竞争格局

	携程系				阿里系		新美大
品牌名称	携程	去哪儿	艺龙	同程	途牛	飞猪	美团
业务侧重	商旅	商旅	商旅	周边游	休闲游	休闲游	本地生活
主营业务	酒店、机票、 度假、商旅	机票、酒店	酒店	酒店、邮轮	跟团游、 自由行	机票、酒店、签 证	酒店、门票、交 通
目的地	境内+境外	境内+境外	境内	境内+境外	境内	境内+境外	境内

资料来源：官方网站，天风证券研究所

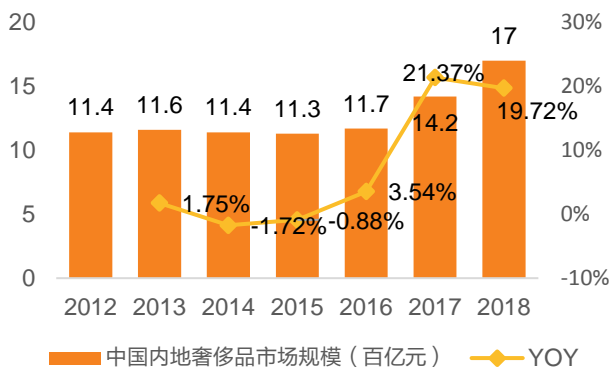
3. 境内消费增长迅速，免税行业前景良好

3.1. 中国奢侈品市场消费强劲，海外消费逐渐回流

中国拥有世界最大奢侈品市场。2018 年全球奢侈品市场规模约 3470 亿美元，在中美贸易战、全球经济放缓等因素的影响下，仍然实现 12% 的增长。其中，中国奢侈品消费额为 1457 亿美元，同比增长 7%，占全球市场 42%。

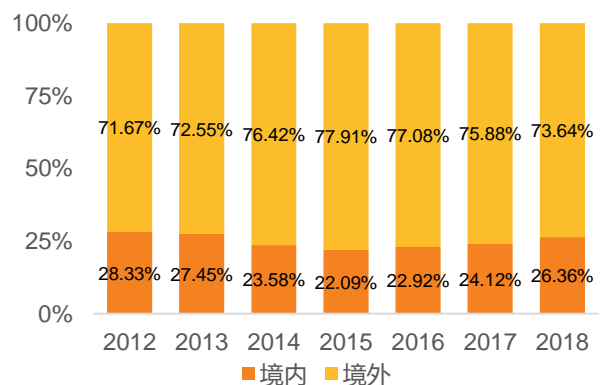
内地消费市场增长迅速，消费占比逐渐上升。受今年来进口关税下调等影响，近年来我国奢侈品消费回流明显，内地奢侈品消费额连续两年保持约 20% 的高增速。受内地奢侈品消费需求的增长，免税行业大概率会得到相应带动。

图 53：内地奢侈品市场规模增长迅速



资料来源：《贝恩 2018 年中国奢侈品市场研究报告》，天风证券研究所

图 54：境内奢侈品消费占比逐步上升

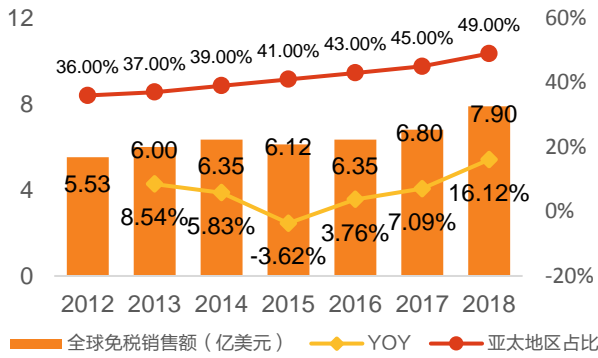


资料来源：《2018 中国奢侈品报告》，天风证券研究所

3.2. 全球免税市场发展稳健，国内市场充满潜力

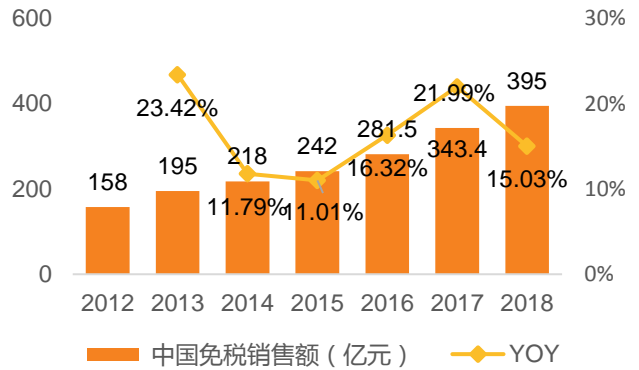
亚太市场作为全球免税的主要动力，中国市场保持高速增长。2018 年，全球免税销售额为 790 亿美元，同比增长 16%，其中，亚太市场占比为 49%，增长 4PCT，主导地位进一步增强。中国免税销售额实现 395 亿，同比增长 15%，按 18 年对美元平均汇率 6.6 来计算，中国免税市场占全球市场份额 7.6%，成为世界第二大免税市场，但相较于奢侈品市场 42% 的份额，增长潜力较大。

图 55：亚太地区主导免税市场



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

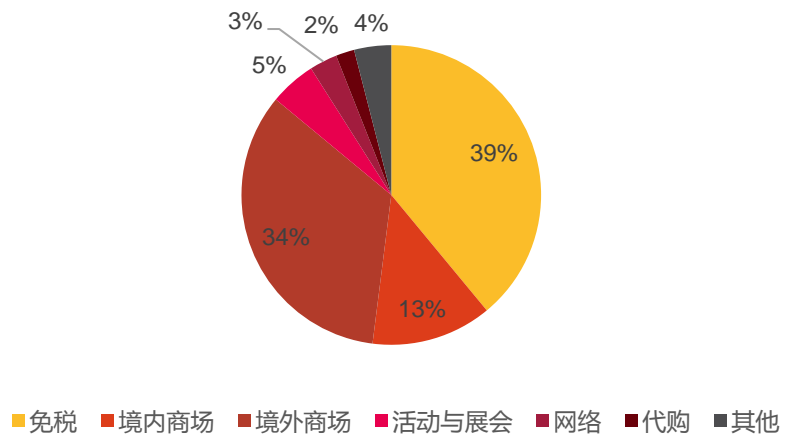
图 56：中国免税市场快速增长



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

免税市场配合消费回流，对比国外空间广阔。《十三五》明确提出引导海外消费回流，免税市场与奢侈品市场具有较为一致的目标用户，随着内地奢侈品市场迅速增长，受于消费渠道有限的影响，免税店作为最主要渠道，将会迎来新的增长期。对比韩国免税市场 70%~80% 的渗透率，2018 年中国免税购物渗透率约为 10%~23%，差距较大，随着市内免税渠道的逐步开放，中国免税市场发展空间广阔。

图 57：我国奢侈品主要购买渠道



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

3.3. 牌照资质稀缺，中免市占率较高

国内目前免税运营商主要包括中免、深免、珠免、中出服等，其中中免集团 18 年市场占有率接近 80%，并完成了对日上(上海)51%股权的并购，进一步巩固了在免税市场的地位；凯撒于 2019 年携手中出服切入免税市场，迎免税发展新契机。

表 11: 国内主要免税运营商

免税运营商	成立时间	性质	主要经营区域
中免 (18 年成功整合海免和日上)	1984	全国性运营商	机场/港口/口岸/离境免税, 京沪等市内免税, 海南离岛免税
深免	1980	区域性运营商	深圳各海口-离境免税
珠免	1987	区域性运营商	珠海各海口-离境免税
中出服	1983	全国性运营商	拥有针对出境游客等免税店经营资格

资料来源: 中国报告网, 天风证券研究所

4. 携手中出服切入免税赛道, 独家代理日本奥运会产品有望带来新增量

4.1. 控股股东变更为凯撒世嘉, 有望集中资源优势发展主业

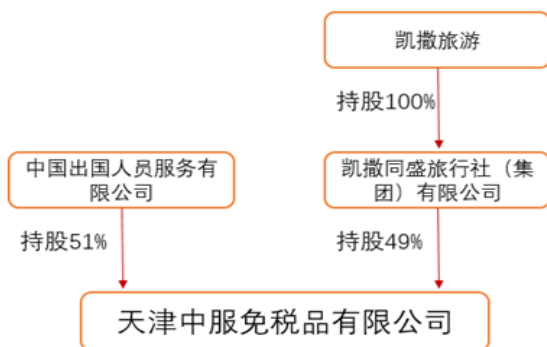
控股股东变更为原管理团队, 聚焦主业理顺内部管理。自 19 年 3 月起海航持股比例持续降低, 至 12 月 24 日, 海航通过集中竞价及大宗交易被动减持公司 1370.5 万股(占 1.71%), 创始人团队凯撒世嘉时隔 8 年重回公司第一大股东, 海航退为第二大股东。此前, 海航为控股股东期间, 公司曾联合海航旗下资本布局体育旅游等业务, 如参与乐视体育 B 轮融资等, 资源分散使得公司难以全力发展出境游主业, 同时加大内部管理与业务间协同的难度。近期, 公司逐步剥离与主业关联性不强且盈利状况不佳的资产, 如 6 月转让宝鸡国贸大酒店、陕西国茂实业有限公司 100% 股权。本次控股股东重回创始人陈小兵团队手中, 有望集中优势资源, 聚焦主业发展, 进一步理顺内部管理, 提高运营效率。

4.2. 携手中出服切入免税赛道

4.2.1. 落地口岸免税、市内免税, 未来业绩想象空间充裕

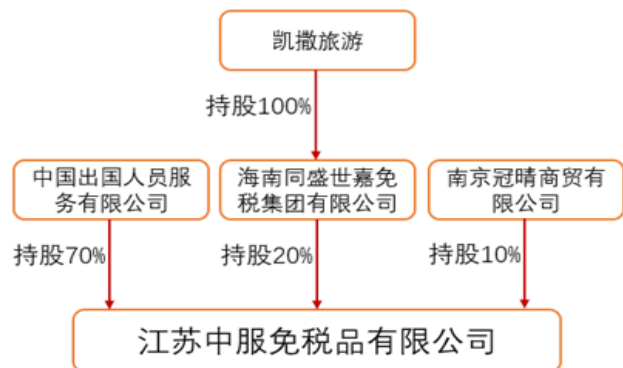
参股方式切入优质免税赛道, 完善旅游零售布局。19 年 6 月, 公司(持股 49%)与中出服(持股 51%)共同设立天津中服免税品有限公司, 负责运营天津国际邮轮母港进境免税店。11 月, 公司公告设立海南免税集团子公司, 同时公告与中出服合作再升级, 公司子公司海南免税集团收购江苏中服免税 20% 股权, 江苏中服免税负责南京市内免税店运营。专门设立免税子公司, 并接连参股免税公司, 体现公司围绕旅游主业发展免税业务、完善旅游零售布局的决心。

图 58: 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 59: 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

免税行业肩负国家消费回流重任, 为快速增长的优质赛道, 或为公司未来业绩增长提供充

足想象空间。高净值家庭占比提升催化我国奢侈品消费需求扩张，但国内购买渠道有限，以往境外免税店为消费者购买奢侈品的主要渠道，消费外流情况普遍，发展免税业为政府引导消费回流的重要举措。公司持股南京市内免税店为试水口岸免税店后的又一重要布局，为未来探索市内店、机场口岸免税店甚至海南离岛免税店打下基础。免税业务也将为公司业绩增长提供充足想象空间。南京市内店于 19 年 9 月 28 日营业，19 年 1-9 月，江苏中服免税实现营收 138.99 万，估算日营收约 46.3 万元，随着公司与中出服强强联手，免税产业发展空间广阔。

4.2.2. 海南免税集团公司顺利落成，深耕免税行业发展红利

公司此前以自有资金设立子公司海南同盛世嘉免税集团有限公司（海南免税集团公司），注册资本 2 亿元，目前已完成设立登记手续取得营业执照，将成为公司的免税业务管理平台，同时已与北京寺库签署《股权转让协议》，收购北京寺库持有的江苏中服免税 20% 股权，交易对价 1200 万元。

海南免税集团顺利设立，标志着公司携手中出服布局离岛免税决心。12 月 3 日，中出服大股东国药集团董事长、党委书记刘敬桢会见海南省国资委，有望共同拓展在进出口贸易、离岛免税、医疗服务、医养结合等广阔范围内的合作机遇，未来公司有望携手中出服一同深耕海南离岛免税，共享离岛免税发展红利。

4.3. 独家代理日本奥运会产品有望带来新增量

2018 年 10 月，凯撒旅业确认成为 2019-2020 年中国体育代表团票务销售及接待服务供应商，为 2019-2020 年中国奥委会票务独家代理机构，在中国奥委会辖区内负责推广、销售及分配东京奥运会门票，并提供相关接待、保障等服务。这是继 2012 年伦敦夏奥会、2016 年里约夏奥会和 2018 年平昌冬奥会之后，公司第四次获得奥运会票务销售资质。

凯撒旅游已经连续服务五届奥运会，公司曾荣膺 2008 北京奥运会服务奥运“先进集体”称号；连获 2012 伦敦奥运会、2016 里约奥运会、2018 平昌冬奥会及 2020 东京奥运会中国奥委会辖区票代资质。

东京奥运会全球门票预计销售 880 万张。根据国际惯例，东道主国家将承销 75% 的门票，其余部分向海外发售。其他国家（地区）的购票者需要从所属国家（地区）奥委会指定门票代理机构（ATR）购票。

图 60：凯撒东京奥运套餐

奥运观赛产品

奥运套餐精选 更多奥运套餐精选 >

套餐名称	使用日期	价格/人起
[东京出发]2020 东京奥运游泳男子 200 米自由泳决赛观赛之旅 4 天 3 晚	2020-07-26	¥29800
[东京出发]2020 东京奥运游泳男子 200 米自由泳决赛观赛之旅 4 天 3 晚	2020-07-24	¥29800
[东京出发]2020 东京奥运排球女子四分之一决赛+半决赛+决赛观赛之旅 7 天 6 晚	2020-08-04	¥33800
[东京出发]2020 东京奥运会乒乓球男子团体决赛观赛套餐（三星酒店）3 天 2 晚	2020-08-06	¥9900
[东京出发]2020 东京奥运会男子双人 10 米跳台决赛观赛套餐（三星酒店）2 天 1 晚	2020-07-27	¥4900
[东京出发]2020 东京奥运会田径决赛观赛套餐（四星酒店）3 天 2 晚	2020-08-02	¥16900

资料来源：官网，天风证券研究所

公司做过多届奥运会独家代理业务（里约、平昌），伦敦奥运会收入在 1.2 亿左右，我们预计此次东京奥运会代理业务预计将会为公司带来一定的收入，最终销售会在 19Q4 和 20 年 Q1 体现出来。

4.4. 坚持“渠道+产品+资源”一体化发展

渠道方面，公司推进线上、线下渠道布局。线上方面，通过凯撒旅游网及 APP 进行直销，同时与 OTA 等线上渠道达成合作关系，两者合作共赢而非相互竞争。线下方面，公司在北京、上海、广州、成都以及沈阳等多个口岸及核心商业城市设立分子公司，加快拓展线下销售网络，截至 2019 年 11 月，公司在全国共有 45 家分子公司、211 家零售门店。2013 年起，推出凯撒旅游体验店，面向都市核心商圈消费者，搭建展示旅游产品、解说旅游产品的消费者互动平台。

图 61：凯撒旅游体验店：大屏展示旅游产品



资料来源：凯撒旅游官网，天风证券研究所

图 62：凯撒旅游体验店：超过 100 种旅游宣传品展示



资料来源：凯撒旅游官网，天风证券研究所

产品方面，创新服务及运作模式。公司深耕出境游行业 26 年，已形成覆盖大众、中高端、豪华的全面产品体系，迎合消费者需求与自由化消费理念不断创新，推出定制旅游产品和自由行产品。优化门店服务，为消费者提供专业、适当的旅游产品咨询服务，提升消费者购买体验。

表 12：凯撒旅游产品结构

分类方式	产品
按组织方式	团队旅游、邮轮旅游、度假旅游、自由行、定制旅游等
按旅游目的地	欧洲产品、美洲产品、非洲产品等
按产品销售方式	出境游批发、出境游零售、企业会奖
按产品价格档次	大众型旅游产品、精选型旅游产品、豪华型旅游产品等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

资源方面，与世界各地旅游局、邮轮、航空、酒店、金融企业建立良好的合作关系。①旅游目的地方面，公司在汉堡、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，同时已与全球各大洲 100 多个国家和地区的境外接待机构建立合作关系。②航空资源方面，已与国内、国际的 80 多家航空公司密切合作。③酒店资源方面，与万豪、希尔顿、洲际、雅高等国际知名高端品牌达成合作。

4.5. 海航依旧为大股东，协同效应将持续

海航持股依旧，对公司资源层面的支持不改。虽然海航不再为公司控股股东，但截至 19 年 12 月 24 日，海航持股比例 25.09%，依旧为公司第二大股东，我们预计其将持续在旅游资源方面为公司提供支持，公司与海航之间的协同效应将持续。同时，公司旗下新华航食、海南航食、新疆航食、三亚航食等 7 家航食企业与海航旗下海南航空、祥鹏航空、首都航空、天津航空等航司已形成长期稳固合作关系，海航从第一大股东变更为第二大股东对双方合作关系的影响有限，未来随着合作航司增多、新增配餐航班，公司航空配餐业务稳健发展可期。

5. 投资建议

给予“买入”评级。公司作为传统出境游龙头，坚持渠道+产品+资源全面布局，发力上下游整合，线上以互联网为抓手获取流量，线下加速全国零售网络布局，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。在宏观环境扰动背景下，短期出境游行业整体略有承压，公司适时与中出服强强联手，切入免税赛道，股权变更经营理顺，后续有望迎高速发展。我们预计公司 19-21 年净利润为 2.78/3.39/3.93 亿元。选取出境游行业、免税行业龙头公司中国国旅、众信旅游作为可比公司，参照可比公司估值，给予公司 20 年 42X PE，对应市值 142.38 亿元，对应目标价格为 17.73 元/股，给予“买入”评级。

表 13：公司盈利预测

单位：亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	66.36	80.45	81.80	72.45	79.72	86.87
YOY		21.24%	1.67%	-11.43%	10.04%	8.96%
毛利率	18.14%	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
旅游服务						
收入	57.91	69.99	70.15	61.11	67.52	73.71
YOY		20.86%	0.23%	-12.89%	10.49%	9.17%
毛利率	14.11%	13.95%	13.34%	12.94%	13.14%	13.14%
公民零售						
收入	39.48	46.46	47.07	39.21	43.62	47.62
YOY		17.68%	1.31%	-16.70%	11.24%	9.18%
毛利率	15.78%	16.46%	16.22%	16.00%	16.20%	16.20%
公民批发						
收入	8.86	12.9	12.6	11.11	12.13	13.25
YOY		45.60%	-2.33%	-11.80%	9.18%	9.18%
毛利率	6.36%	5.57%	4.40%	4.00%	4.20%	4.20%
企业会奖						
收入	9.57	10.64	10.48	10.78	11.77	12.85
YOY		11.18%	-1.50%	2.90%	9.14%	9.14%
毛利率	14.41%	13.14%	11.16%	11.00%	11.00%	11.00%
航空配餐						
收入	6.51	8.37	8.90	7.99	8.72	9.52
YOY		28.57%	6.33%	-10.24%	9.14%	9.14%
毛利率	39.37%	41.43%	42.69%	42.00%	42.50%	42.50%
铁路配餐						
收入	1.26	1.93	2.63	2.74	2.93	3.14
YOY		53.17%	36.27%	4.04%	7.10%	7.10%
毛利率	72.50%	62.18%	66.39%	35.00%	36.00%	36.00%

物业租赁业务及其他

收入	1.63	1.23	0.62	0.56	0.50
YOY		-24.22%	-50.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率		23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
净利率	3.20%	2.74%	2.37%	2.64%	3.01%
YOY		-14.27%	-13.48%	11.23%	10.61%

资料来源: Wind 天风证券研究所

表 14: 可比公司估值

公司名称	市值(亿元,19/11/11)	PE		
		19E	20E	21E
中国国旅	1712.32	37.32	30.26	24.20
众信旅游	49.58	68.08	47.10	27.25
均值		52.7	38.68	25.73

资料来源: Wind 天风证券研究所

6. 风险提示

大股东博弈风险: 2019 年 10 月, 凯撒世嘉及其一致行动人持有总股本的 28.98%, 海航旅游及其一致行动人合计持有 28.34% 股份, 两者持股比例差距不大, 尚存在大股东博弈风险。

渠道拓展不及预期: 出境游行业整体较为分散, 区域性龙头数量较多, 公司进行跨区域渠道拓展或未能达到预期效果。

宏观经济下行: 18 年下半年至今受中美贸易摩擦影响, 出境游行业整体受到压制, 当前宏观经济形势仍存在不确定性风险。

旅游目的地突发事件: 18 年泰国沉船等突发事件对东南亚地区出境游影响尚未完全消除, 未来不排除类似突发事件对区域出境游造成影响。

全球疫情超预期恶化: 近期疫情在全球范围加速蔓延, 可能会对国内经济复苏造成压力, 消费者对出游需求减少。

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
流动资产合计	4,526.09	4,581.24	3,915.17	5,269.34	5,121.02	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)
非流动资产合计	1,552.11	1,518.73	1,538.65	1,577.05	1,587.50	营业利润	343.40	302.27	427.02	519.55	604.84
资产总计	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07	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	利润总额	346.27	300.51	429.01	520.58	605.26
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
流动负债合计	3,095.54	2,900.73	2,229.49	3,063.52	2,511.94	净利润	243.84	218.61	312.08	378.69	440.29
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	归属于母公司净利润	220.70	194.14	278.44	338.98	392.66
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
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	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	174.76	168.81	202.45	242.16	289.79	成长能力					
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)	获利能力					
股东权益合计	2,189.32	2,385.56	2,690.60	3,069.29	3,509.58	毛利率	18.00%	18.10%	17.06%	17.26%	17.24%
负债和股东权益总计	6,078.20	6,099.96	5,457.31	6,847.55	6,710.07	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					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	63.98%	60.89%	50.70%	55.18%	47.70%
净利润	243.84	218.61	278.44	338.98	392.66	净负债率	-38.88%	-2.98%	-34.73%	-41.89%	-42.24%
折旧摊销	63.86	60.91	34.08	36.44	38.86	流动比率	1.46	1.58	1.76	1.72	2.04
财务费用	88.96	127.44	71.72	48.77	36.48	速动比率	1.46	1.57	1.75	1.72	2.03
投资损失	(132.72)	(15.46)	(110.00)	(130.00)	(180.00)	营运能力					
营运资金变动	115.28	(1,155.73)	587.86	13.80	(232.07)	应收账款周转率	9.44	7.94	8.57	8.57	8.57
其它	118.34	990.38	33.64	39.71	47.63	存货周转率	620.88	679.19	551.85	609.71	563.49
经营活动现金流	497.57	226.15	895.73	347.71	103.56	总资产周转率	1.40	1.34	1.25	1.30	1.28
资本支出	(53.19)	11.50	103.92	57.17	50.58	每股指标(元)					
长期投资	0.62	5.98	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.24	0.35	0.42	0.49
其他	497.58	(987.18)	(57.41)	(4.84)	79.03	每股经营现金流	0.62	0.28	1.12	0.43	0.13
投资活动现金流	445.01	(969.69)	46.51	52.33	129.61	每股净资产	2.51	2.76	3.10	3.52	4.01
债权融资	1,567.52	1,456.36	1,046.77	1,177.22	1,101.79	估值比率					
股权融资	(70.02)	(80.87)	(58.13)	(28.15)	(15.86)	市盈率	29.54	33.59	23.42	19.24	16.61
其他	(1,474.04)	(1,524.92)	(1,476.99)	(1,067.40)	(1,197.85)	市净率	3.24	2.94	2.62	2.31	2.03
筹资活动现金流	23.46	(149.43)	(488.34)	81.68	(111.92)	EV/EBITDA	18.98	9.47	9.04	7.46	6.41
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	21.07	10.62	9.65	7.94	6.80
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

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