

信义山证汇通天下

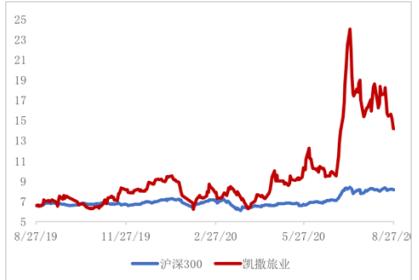
证券研究报告

社服/旅游综合

报告原因：业绩公告

2020年8月28日

公司近一年市场表现



市场数据：2020年8月27日

收盘价(元):	14.05
年内最高/最低(元):	24.00/6.21
流通A股/总股本(亿):	8.02/8.03
流通A股市值(亿):	112.74
总市值(亿):	112.82

基础数据：2020年6月30日

基本每股收益:	-0.1468
每股净资产(元):	3.22
净资产收益率:	-5.05%

分析师：刘小勇

执业登记编码：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】凱撒旅業 (000796.SZ) 2020一季报点评：Q1 业绩由盈转亏，疫情全球传播增加出境游恢复不确定性
(2020-4-30)

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

凱撒旅業 (000796.SZ)

疫情或将影响年内业绩，关注免税行业布局进程

维持评级

增持

公司研究/点评报告

事件点评

- 公司发布 2020 年中期财务报告，期内实现营收 8.90 亿元 (-67.65%)，归母业绩亏损 1.18 亿元 (-288.62%)，扣非归母业绩亏损 1.26 亿元，EPS-0.15 元。其中 Q2 实现营收 1.37 亿元 (-90.69%)，环比 Q1 下降 81.86%；归母业绩亏损 5356 万元 (-266.33%)，环比 Q1 提升 16.59%；扣非归母业绩亏损 5739.5 万元，环比 Q1 亏损减少 1096 万元。
- 主营业务均受疫情影响呈现大幅下滑趋势。Q1 国内疫情严防控制、各航司航班数量减少、航空配餐需求下降，公司主营配餐业务实现营收 1.88 亿元 (-64.16%)，旅游服务业务实现营收 6.81% (-69.36%) 出现显著下滑。随着跨省旅行社业务恢复，公司业绩有望下半年逐渐复苏。
- 聚焦海南、深入免税市场。期内公司与三亚市政府签署合作协议，双方将在旅游业务等方面进行深度合作，助力三亚旅游业务快速发展。继入股天津国际邮轮母港进境免税店、江苏南京市国人免税店后，期内参股北京市内国人免税店项目，公司在免税领域布局及运营管理逐步加强。
- 受疫情影响收入规模下降，期内公司实现毛利率 20.35% (-0.11pct)，整体费用率 36.52% (+17.59pct)。其中销售费用率 19.4% (+6.59pct) 系收入规模下滑，缩减营业费用所致；管理费用率 10.36% (+6.47pct)；财务费用率 6.76% (+4.53pct)。
- 投资建议：公司旅游服务业务有望在下半年实现业绩复苏。近期免税行业政策利好频出，公司在海南打造“旅游+零售”模式，有望借助免税业务提振业绩。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为-0.19\0.18\0.37，对公司 8 月 27 日收盘价 14.05 元，2020-2022 年 PE 分别为 -72.84\79.35\37.78，维持评级给予“增持”评级。

存在风险

- 疫情对旅游行业影响超预期风险；免税行业政策变动风险；海航风险。

盈利预测和财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6036	3138	6699	7302
收入同比	-26%	-48%	113%	9%
归母净利润(百万元)	126	-155	142	299
净利润同比	-35%	-223%	192%	110%
毛利率	20.4%	20.0%	21.0%	21.5%
ROE	5.9%	-4.8%	5.1%	8.4%
EPS(元)	0.16	-0.19	0.18	0.37
P/E	89.79	-72.84	79.35	37.78
P/B	4.72	4.37	3.66	3.01
EV/EBITDA	18	-58	47	24

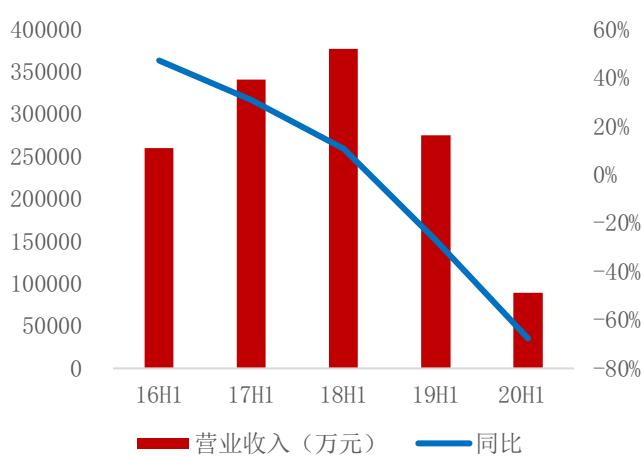
资料来源：wind，山西证券研究所



1. 公司半年报业绩表现

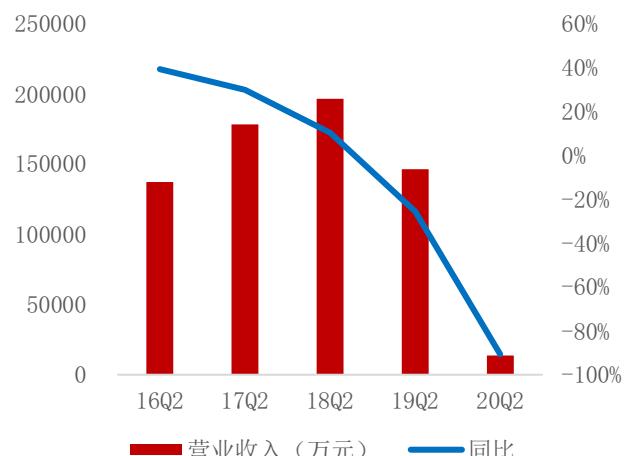
公司发布 2020 年中期财务报告，期内实现营收 8.90 亿元（-67.65%），归母业绩亏损 1.18 亿元（-288.62%），扣非归母业绩亏损 1.26 亿元，EPS-0.15 元。其中 Q2 实现营收 1.37 亿元（-90.69%），环比 Q1 下降 81.86%；归母业绩亏损 5356 万元（-266.3%），环比 Q1 提升 16.59%；扣非归母业绩亏损 5739.5 万元，环比 Q1 亏损减少 1096 万元。

图 1：凯撒旅业 H1 营收情况及增速



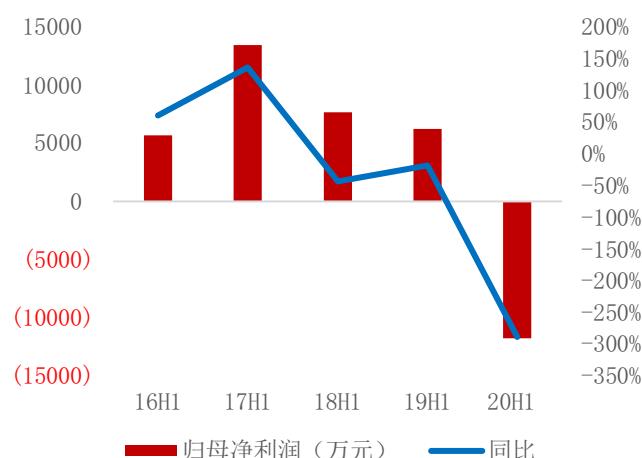
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：凯撒旅业 Q2 营收情况及增速



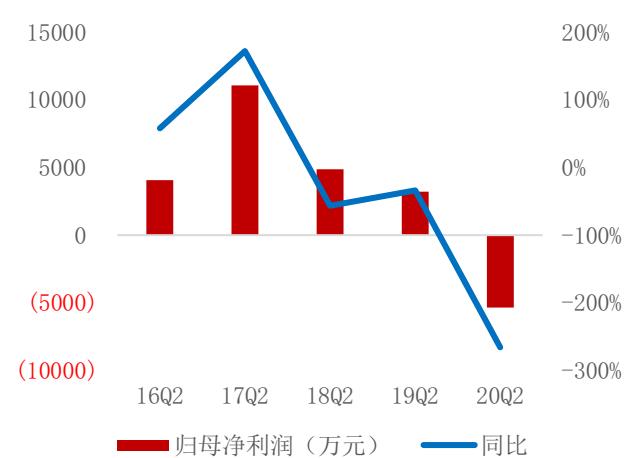
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：凯撒旅业 H1 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：凯撒旅业 Q2 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所



1.1 收入端

主营业务均受疫情影响呈现大幅下滑趋势。受限于一季度国内疫情处于严防控制状态、各航司航班数量减少、航空配餐需求下降，公司主营配餐业务实现营收 1.88 亿元 (-64.16%)，旅游服务业务实现营收 6.81% (-69.36%) 出现显著下滑。二季度随着疫情在国内基本得到控制，从四月份开始周边游需求开始缓慢复苏，到七月份跨省旅行团业务全面放开，公司业绩下半年有望继续回升。

表 1：公司 2020H1 各项业务增长情况

业务	营业收入（万元）	yoY	占比	yoY	毛利率	yoY
分行业：配餐业务	18793.45	-64.16%	21.13%	2.06pct	27.84%	-11.96
旅游服务	68142.65	-69.36%	76.60%	4.29pct	16.48%	0.59pct
分产品：航空配餐及服务	12955.49	-67.44%	14.56%	0.09pct	25.31%	-15.97
铁路配餐及服务	5837.96	-53.85%	6.56%	1.96pct	33.46%	-1.7
旅游服务（公民批发）	8533.01	-47.52%	9.59%	3.68pct	16.96%	0.83pct
旅游服务（公民零售）	42567.22	-73.47%	47.85%	10.52	16.31%	-0.36
旅游服务（企业会奖）	17042.43	-62.69%	19.16%	2.55pct	16.67%	3.59pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 费用端

受疫情影响收入规模下降，期内公司实现毛利率 20.35% (-0.11pct)，整体费用率 36.52% (+17.59pct)。其中销售费用率 19.4% (+6.59pct) 系收入规模下滑，缩减营业费用所致；管理费用率 10.36% (+6.47pct)；财务费用率 6.76% (+4.53pct)。

图 5：凯撒旅业 H1 毛利率和净利率变化

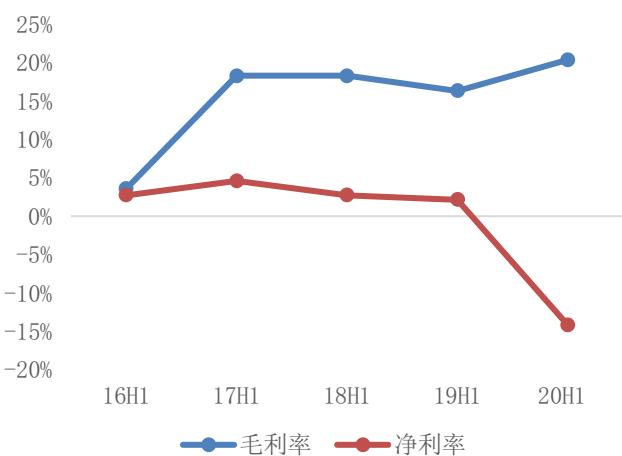
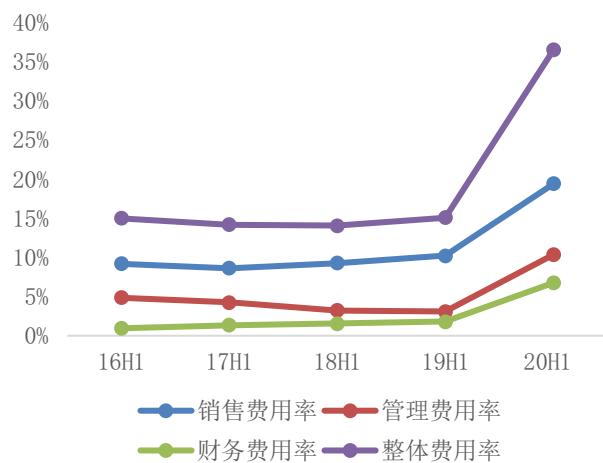


图 6：凯撒旅业 H1 各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 业务开展情况

受益疫情影响航空配餐业务需求大幅缩减，配餐服务转至地面服务。新冠疫情影响，各航司出于疫情防控及降低成本支出考虑均大幅缩减航空配餐需求。为保证公司正常业务顺利开展，配餐业务从航空配餐基础上延伸至地面餐饮服务上。报告期内公司与大型团餐企业签约合作，在团餐、供应链等领域开展广泛合作。未来公司将在航空配餐的基础上加快社会餐饮项目落地实施。

加码高品质国内游产品。考虑疫情在国际范围扩散仍未停止，年内国内消费者旅游需求将基本在国内落实，公司陆续推出覆盖北京、上海、广东、天津等多个省域内旅游产品，打造不同主题产品系列，在全国范围内推出 2500 余条旅游线路。随着跨省旅行团业务复苏，下半年预计国内游需求将进一步释放。

聚焦海南市场。报告期内公司与三亚市政府签署合作协议，双方将在旅游业务合方面进行深度合作，公司将为境内外游客提供精品海岛康养、度假游等业务，助力三亚市旅游业务快速发展。同时与多家在琼企业达成合作共识，助力海南自由贸易港建设。

深入免税市场。公司继去年入股天津国际邮轮母港进境免税店、江苏南京市国人免税店后，报告期内参股北京市内国人免税店项目落地，公司在免税领域布局及运营管理在逐步加强。免税行业是 2020 年上半年旅游零售市场最受投资者瞩目的行业之一，公司在年初进入海南旅游市场、在海口设立免税业务管理平台海南同盛世嘉免税集团有限公司，为其引入文远股权投资基金合伙企业等长期战略投资者，增强公司免税业务管理平台的资金实力。

2. 投资建议及盈利预测

7 月 14 日旅行社“机票+酒店”业务及跨省游恢复，年内消费者旅游需求将基本落实在国内，周边游、短途游将成为年内旅游出行主要方式，公司主营旅游服务业务有望在下半年实现业绩复苏。6 月以来，免税行业政策利好频出，海南离岛免税业务销售额迅速攀升，公司在海南布局免税、旅游服务等业务，打造“旅游+零售”模式，有望借助免税业务提振业绩。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为-0.19\0.18\0.37，对公司 8 月 27 日收盘价 14.05 元，2020-2022 年 PE 分别为-72.84\79.35\37.78，维持评级给予“增持”评级。



3. 风险提示

宏观经济不及预期风险；同行竞争风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险；免税行业政策变动风险；海航风险。



资产负债表				利润表					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,914	3,987	4,480	4,950	营业收入	6,036	3,138	6,699	7,302
现金	844	1,097	1,316	1,448	营业成本	4,805	2,511	5,293	5,732
应收账款	1,168	1,201	1,441	1,729	营业税金及附	15	9	20	22
其他应收款	167	0	0	0	销售费用	719	565	938	876
预付账款	1,592	1,608	1,640	1,689	管理费用	238	251	261	277
存货	26	26	26	27	财务费用	97	(9)	(20)	(22)
其他流动资	118	56	58	58	资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
非流动资产	2,601	2,652	2,332	2,245	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	817	981	1,030	1,133	投资净收益	73	1	1	1
固定资产	279	307	313	322	营业利润	206	(186)	210	419
无形资产	133	135	159	137	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动	1,371	1,229	831	653	营业外支出	4	1	1	1
资产总计	6,515	6,639	6,813	7,196	利润总额	203	(187)	210	418
流动负债	3,780	3,383	3,400	3,410	所得税	51	(47)	52	105
短期借款	684	697	711	725	净利润	152	(140)	157	314
应付账款	985	155	155	155	少数股东损益	27	15	15	15
其他流动负	2,111	2,531	2,534	2,529	归属母公司净利	126	(155)	142	299
非流动负债	146	323	328	33	EBITDA	379	(169)	216	422
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	(0.19)	0.18	0.37
其他非流动	145	323	328	33					
负债合计	3,926	3,707	3,728	3,443					
少数股东权	197	350	350	350					
股本	803	803	803	803					
资本公积	634	437	437	437					
留存收益	889	489	598	585					
归属母公司股	2,392	2,582	3,085	3,753					
负债和股东权	6,515	6,639	6,813	7,196					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(405)	39	418	270	成长能力				
净利润	126	(155)	142	299	营业收入	-26.21%	-48.00%	113.46%	9.00%
折旧摊销	57	105	105	105	营业利润	-32.01%	-190.51%	-212.94%	99.27%
财务费用	110	(6)	(10)	(10)	归属于母公司净	-35.28%	-223.26%	-191.80%	110.01%
投资损失	(73)	(1)	(1)	(1)	盈利能力				
营运资金变动	(2,040)	81	167	(137)	毛利率(%)	20.39%	20.00%	21.00%	21.50%
其他经营现	1,414	15	15	15	净利率(%)	2.08%	-4.93%	2.12%	4.09%
投资活动现金	(99)	(1,433)	(1,149)	(1,149)	ROE(%)	5.88%	-4.77%	5.10%	8.36%
资本支出	0	(900)	(900)	(900)	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
长期投资	(794)	(250)	(250)	(250)	偿债能力				
其他投资现	695	(283)	1	1	资产负债率(%)	60.26%	41.00%	40.00%	38.00%
筹资活动现金	(183)	(1,100)	(421)	(421)	净负债比率(%)	63.00%	48.00%	54.00%	55.00%
短期借款	(32)	(430)	(430)	(430)	流动比率	1.04	1.12	1.29	1.31
长期借款	0	40	40	40	速动比率	1.03	0.85	0.87	0.89
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	总资产周转率	0.96	1.10	1.10	1.10
其他筹资现	(152)	(710)	19	19	应收账款周转	10.80	10.30	10.30	10.30
现金净增加额	(687)	(2,494)	(1,152)	(1,299)	应付账款周转	6.66	5.50	43.22	47.11
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	(0.19)	0.18	0.37
					每股经营现金流(最新	(0.50)	0.05	0.52	0.34
					每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.22	3.84	4.67
					估值比率				
					P/E	89.8	(72.8)	79.3	37.8
					P/B	4.7	4.4	3.7	3.0
					EV/EBITDA	17.97	(57.97)	46.78	23.98

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

