

悲观预期释放 边际改善可期

——凯撒旅业（000796.SZ）三季报点评

休闲服务/旅游综合


申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司 10 月 31 日发布三季报，2020Q1~3 营业收入 11.88 亿元，同比下降 74.86%；归母净利润亏损 1.93 亿元，同比下降 189.3%；毛利率 19.6%，较去年同期下降 1.1 pct；期间费用率 39.8%，较去年同期上升 22.9pct。

投资摘要：

公司 2020 年 Q1-Q3 业绩受疫情影响承压，公司出境游及“机票+酒店”等旅游产品营收大幅下降，同时航空铁路客流减少导致公司配餐业务营收下降。故报告期内公司营业收入、归母净利润等指标同比变动较大。同时因收入大幅降低，而企业人工成本、场地租赁费用以及利息支出仍旧较大，导致经营期间费用率较去年同期有明显上升。公司经营期内，加强了催收及结算工作，致应收账款、预付款项及预收款项等指标同比变动较大。公司进行正常的投资管理、购买及出售资产，致投资性房产、其他非流动资产及商誉等同比变动较大。

2020 年战略转型逐步到位。公司在今年引入一系列实力战投，10 月高层调整，凸显未来多业态融合发展的战略意图。随着战略部署到位，公司将在聚焦核心业务的同时（旅游服务&配餐服务），加强免税、金融、线上、海外、产业基金等业务布局，乘着海南自贸港政策东风，发展重心不断往海南迁移。

- ◆ 2020 年 2 月，引入战投建投华文并约定为一致行动人；
- ◆ 2020 年 4 月，公司拟非公开发行股份募集 11.6 亿元，发行对象为文远基金（建投华文 GP+ 三亚市政府 LP）、宿迁涵邦（京东系）、华夏人寿、上海理成和青岛浩天，并与后四者签订战略合作协议。
- ◆ 2020 年 10 月，公司原董事长陈小兵辞职，刘江涛成为新任董事长，金鹰为首席执行官。

公司存量主营业务（旅游服务&配餐服务）恢复可期，均存在新的利润增长点。旅游服务方面，公司自 2020 年开始调整战略方向，从以出境游为主调整为降维布局国内游，同时与海南方面多次建立深入合作。配餐服务方面，公司开始从空中向地面转型，向社会化餐饮服务方向延伸。另预测新冠疫苗将尽快向社会开放，基于此，旅游服务业务有望加速回暖。公司作为传统出境游龙头，在旅游服务业务方面长期具备以下四个优势：

- ◆ 丰富的上游资源从航空、酒店、邮轮、景点、地接和签证六个维度不断积累拓展。2019 年参股旅悦集团，加强整合目的地上游资源；收购香港康泰旅行社，加强华南、香港等地业务布局和境外组团能力。
- ◆ 建立多元化产品体系同时积极进行产品创新。12 个子品牌覆盖全球，实现多领域多主题多客群，深耕体育旅游细分领域。积极打造高品质周边游及本地休闲文化产品，探索文旅融合新零售业态和公务机消费新场景。
- ◆ 领先的旅游目的地服务和运营能力。打造“境内外零时差一体化”以及“线上线下一体化”的服务体验，在目的地服务领域完善了从旅游到移民养老的服务闭环。
- ◆ 强劲的线上+线下的下游渠道销售网络。以分公司及门店结构进行线上线下一体化的营销网络布局，积极向场景营销形式转型，强化私域流量的运营，通过社群营销，将高黏性的用户沉淀为会员，强化自有会员体系。与京东、途牛合作，探索更多线上线下融合的新零售服务场景。

公司增量主营业务（免税业务）即将为公司利润带来边际改善。公司从 2019

评级

买入（首次）

2020 年 11 月 01 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2020.10.30

总市值/流通市值（亿元）	112.58/112.52
总股本（万股）	80,300.03
资产负债率（%）	56.03
每股净资产（元）	2.75
收盘价（元）	14.02
一年内最低价/最高价（元）	6.11/24.6

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

年开始在免税业务方向发力，这既是在公司业务链条中进行横向打通，也是在纵向延伸。消费内循环引导境外消费回流，免税行业作为抓手，具有巨大发展空间，同时兼具利润空间。公司积累了庞大的出境游客资源和导游资源，通过免税可以充分将其进行变现。

公司通过与市内免税龙头中出服合作经营免税店的方式参与免税业务，已经与中出服完成三次深度合作。中出服是我国最大的入境市内免税运营商，已有机场口岸出入境免税业务和入境市内免税业务，未来也有望落地离岛免税业务，在目前仅有的 6 家免税商（中免（含日上、海免）、深免、珠免、中出服、中侨、王府井）里具有独家优势。**作为市内免税龙头，中出服选择与公司合作有以下几大原因：**

- ◆ 公司从导流、营销、运营等各方面持续为免税店赋能，共享优质资源，协同发展“旅游+免税”业务。
- ◆ 公司利用自身旅游产业上下游资源，协助提高免税店的销售效率，同时提高免税购买渗透率。
- ◆ 公司与海南方面不断深入的合作为公司和中出服二者合力在离岛免税发力提供基础。
- ◆ 公司与京东的深度合作将为免税店带来更多利润增长点，如：和京东共同构建智慧门店、建设免税体验店全面实现线上下单、和充分发挥京东物流仓储方面的优势等。

公司与中出服在免税上战略合作，二者形成差异化竞争力，在免税增量市场上持续攻城略地，具有巨大的想象空间。免税业作为境外消费回流政策利好下的黄金赛道，保守预计五年内，市内免税市场可达 500 亿元；叠加海南各项利好政策（目前已达约 1.3 亿元/天的离岛免税销售额），离岛免税市场五年内可达 1500 亿元。

投资建议：综合考虑公司存量主营业务恢复可期，以及免税业务的边际改善，同时市场悲观预期释放逐步到位，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 15.9 亿元、50.8 亿元和 82.3 亿元，同比增速为-73.6%、218.7%和 62.1%。归母净利润分别为-1.8 亿元、5 亿元和 9 亿元。每股收益分别为-0.22 元、0.51 元和 0.91 元，对应 PE 为-63、28 和 15 倍。给予公司 2021 年 35 倍 PE，对应股价为 17.85 元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：宏观系统性风险及疫情反复风险、免税政策具有一定不确定性、与中出服合作深度不达预期、公司存量主营业务营收不达预期、免税行业盈利不达预期

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8,179.62	6,035.55	1,592.93	5,077.32	8,232.69
增长率（%）	1.67%	-26.21%	-73.61%	218.74%	62.15%
归母净利润（百万元）	194.14	125.65	(179.74)	501.25	900.22
增长率（%）	-12.03%	-35.28%	-243.05%	-378.87%	79.59%
净资产收益率（%）	8.76%	5.25%	-8.16%	17.33%	23.74%
每股收益(元)	0.24	0.16	(0.22)	0.51	0.91
PE	57.98	89.58	(62.63)	27.73	15.44
PB	5.08	4.71	5.11	4.81	3.66

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
主营收入(百万元)	1282.74	1466.73	1974.88	1311.2	753.03	136.54	297.94
增长率 (%)	-28.68%	-25.51%	-37.50%	4.56%	-41.63%	-90.40%	-84.91%
毛利率 (%)	20.91%	20.08%	20.95%	19.25%	16.32%	41.83%	17.36%
期间费用率 (%)	20.42%	17.63%	14.19%	20.51%	24.53%	100.25%	49.74%
净利润 (百万元)	39.20	34.64	175.55	-97.19	-67.04	-59.15	-72.80
增长率 (%)	3.44%	-47.25%	-28.34%	-25.21%	-271.02%	-270.74%	-141.47%
每股盈利 (季度, 元)	0.04	0.04	0.19	-0.11	-0.08	-0.07	-0.09
资产负债率 (%)	59.27%	58.76%	56.21%	60.26%	59.42%	56.12%	56.03%
净资产收益率 (%)	1.64%	1.42%	6.63%	-3.75%	-2.64%	-2.30%	-2.83%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元							
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E					
营业收入	8179.62	6035.55	1592.93	5077.32	8232.69	流动资产合计	4581.24	3914.36	2934.18	3969.79	6293.10					
营业成本	6699.22	4805.04	1291.79	3491.49	5514.59	货币资金	1527.40	843.64	716.82	828.90	1344.03					
营业税金及附加	19.36	15.02	3.87	12.48	20.11	应收账款	1003.92	1000.57	676.45	732.44	1187.62					
营业费用	722.46	718.50	334.52	526.44	853.60	其他应收款	184.46	167.42	330.96	1054.92	1710.51					
管理费用	251.85	237.95	191.15	178.25	289.03	预付款项	726.42	1591.60	1162.61	1156.51	1826.63					
研发费用	17.56	15.71	15.71	18.85	24.51	存货	13.24	25.82	28.31	18.76	75.25					
财务费用	112.09	97.11	47.61	60.22	94.41	其他流动资产	950.19	33.87	15.93	50.77	82.33					
资产减值损失	82.98	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	1518.73	2600.59	2823.78	2803.70	2791.99					
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	23.40	817.42	1031.53	1031.53	1031.53					
投资净收益	15.46	72.58	20.00	20.00	20.00	固定资产	253.54	228.04	198.74	169.44	140.14					
营业利润	302.27	205.50	(249.72)	824.59	1478.95	无形资产	135.24	133.21	133.12	133.05	142.29					
营业外收入	1.15	2.04	2.04	2.04	2.04	商誉	126.15	140.39	189.94	189.94	189.94					
营业外支出	2.90	4.50	4.50	4.50	4.50	其他非流动资产	5.28	32.65	4.82	15.37	24.93					
利润总额	300.51	203.04	(252.18)	822.13	1476.49	资产总计	6099.96	6514.96	5757.96	6773.48	9085.09					
所得税	81.91	50.84	(65.94)	214.97	386.08	流动负债合计	2900.73	3780.34	3225.27	3424.49	4625.80					
净利润	218.61	152.20	(186.24)	607.15	1090.41	短期借款	715.34	683.59	787.51	1043.01	1809.08					
少数股东损益	24.46	26.55	(6.50)	105.90	190.19	应付账款	827.68	985.41	743.22	565.84	893.71					
归属母公司净利润	194.14	125.65	(179.74)	501.25	900.22	预收款项	624.61	598.52	0.00	0.00	0.00					
EBITDA	582.06	465.40	(152.73)	934.18	1623.42	一年内到期的非流动负债	44.38	720.97	498.71	498.71	498.71					
EPS (元)	0.24	0.16	(0.22)	0.51	0.91	非流动负债合计	813.67	145.56	139.08	159.92	179.79					
主要财务比率						长期借款	0.00	0.28	0.28	0.28	0.28					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	696.64	0.00	0.00	0.00	0.00					
成长能力						负债合计	3714.40	3925.90	3364.35	3584.41	4805.60					
营业收入增长	1.67%	-26.21%	-73.61%	218.74%	62.15%	少数股东权益	168.81	197.50	191.00	296.90	487.09					
营业利润增长	-11.98%	-32.01%	-221.52%	-430.20%	79.36%	实收资本 (或股本)	803.00	803.00	803.00	991.31	991.31					
归属于母公司净利润增长	-12.03%	-35.28%	-243.05%	-378.87%	79.59%	资本公积	645.61	634.20	634.20	634.20	634.20					
获利能力						未分配利润	697.16	824.81	645.06	1146.31	2046.54					
毛利率(%)	0.18	0.20	0.19	0.31	0.33	归属母公司股东权益合计	2216.75	2391.56	2202.61	2892.18	3792.40					
净利率(%)	2.67%	2.52%	-11.69%	11.96%	13.24%	负债和所有者权益	6099.96	6514.96	5757.96	6773.48	9085.09					
总资产净利润(%)	3.18%	1.93%	-3.12%	7.40%	9.91%	现金流量表						单位:百万元				
ROE(%)	8.76%	5.25%	-8.16%	17.33%	23.74%							2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						经营活动现金流	226.15	(404.95)	308.72	(281.80)	(156.85)					
资产负债率(%)	60.89%	60.26%	58.43%	52.92%	52.90%	净利润	218.61	152.20	(186.24)	607.15	1090.41					
流动比率	1.58	1.04	0.91	1.16	1.36	折旧摊销	50.88	47.86	49.38	49.37	50.06					
速动比率	1.57	1.03	0.90	1.15	1.34	财务费用	112.09	97.11	47.61	60.22	94.41					
营运能力						应付帐款减少	51.53	3.35	324.12	(55.99)	(455.18)					
总资产周转率	1.34	0.96	0.26	0.81	1.04	预收帐款增加	(63.06)	(26.09)	(598.52)	0.00	0.00					
应收账款周转率	7.94	6.02	1.90	7.21	8.58	投资活动现金流	(969.69)	(99.14)	(253.90)	(10.55)	(19.55)					
应付账款周转率	9.18	6.66	1.84	7.76	11.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
每股指标 (元)						长期股权投资减少	(5.98)	(794.02)	(214.11)	0.00	0.00					
每股收益(最新摊薄)	24.18%	15.65%	-22.38%	50.56%	90.81%	投资收益	15.46	72.58	20.00	20.00	20.00					
每股净现金流(最新摊薄)	(1.11)	(0.86)	(0.16)	0.11	0.52	筹资活动现金流	(149.43)	(183.36)	(181.64)	404.43	691.54					
每股净资产(最新摊薄)	276.06%	297.83%	274.30%	291.75%	382.56%	应付债券增加	0.97	(696.64)	0.00	0.00	0.00					
估值比率						长期借款增加	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00					
P/E	57.98	89.58	(62.63)	27.73	15.44	普通股增加	0.00	0.00	0.00	188.31	0.00					
P/B	5.08	4.71	5.11	4.81	3.66	资本公积增加	0.00	(11.41)	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	19.22	25.40	(77.44)	15.64	9.15	现金净增加额	(892.97)	(687.44)	(126.82)	112.08	515.13					

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上