

# 关注国内游、新零售及海南业务布局 静待出境游恢复

——凯撒旅业（000796.SZ）2020 年报点评 休闲服务/旅游综合



## 事件：

公司发布 2020 年报，公司全年实现营收 16.15 亿元，同比下滑 73.2%；归母净利润-6.98 亿元，同比下滑 655.7%。2020 年公司毛利率 18.7%，同比减少 1.7pct。每股收益为-0.87 元。

## 投资摘要：

2020 年，受疫情影响，公司出境游业务与配餐业务（航空&铁路）同时受到冲击，全年实现营收 16.15 亿元，同比下降 73.2%；归母净利润-6.98 亿元，同比下滑 655.7%。公司业绩低于此前预告，主要因海航集团破产重整，公司对联营企业易生金服长期股权投资进行减值确认。（公司持易生金服 20.31% 股权，确认投资亏损 2.95 亿元。）

2020 年公司毛利率 18.7%，同比减少 1.7pct。整体期间费用率为 44.1%，同比增加 26.4pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率均出现大幅上升，主要因收入大幅降低，但成本刚性，依旧支出较大。

## 关注国内游、新零售业务以及海南各项业务布局

### • 积极深入国内市场 旅游销售转型新方向

1) 2020 年公司加大对国内游的投入，以北京、海南为重点区域，重点打造本地休闲文化产品以及短途游。2) 2021 年公司开启三亚景区直通车业务，通过短途接驳，将口岸、商圈、酒店和景区进行互通互连。未来将在全国复制推广。3) 公司积极探索新的有效获客方式及渠道，构建“私域+公域”全域流量运营。

### • 打造餐饮新零售模式 配餐业务创新转型

1) 利用餐饮为流量入口，搭建本地高频消费场景。第一家店“觅 MI LOUNGE”已在北京正式营业，目前正推动 2 号店落户北京，后续将逐步推广至海南等地。2) 航空、铁路配餐以及社会餐饮三轮驱动，包括与团餐、景区、学校、机场员工等提供餐食。未来继续拓展学校、企业、政府、部队等特定需求客户。

### • 完成公司注册地变更 未来深入布局海南

1) 2021 年 3 月 30 日，公司完成注册地址变更手续（由陕西省变更到海南省），未来将继续聚焦海南市场，借海南政策东风，享海南各项优惠政策，参与自贸港建设。2) 在岛免税方面，公司已在海口和三亚两地分别设立两家公司，作为拟开展在岛免税的运营主体，并在推进与免税产品供应商、具备免税仓库的资源方的合作。3) 随着海南免税政策不断清晰和落地，公司借助自身在旅游零售领域积累的经验，未来有望进一步整合多方资源，强化合作，实现共赢。

### • 定增计划预计有所调整

2020 年 4 月，公司公告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。考虑到监管部门对战略投资者认定规则趋严，我们预计公司定增计划将有所调整。

**投资策略：**随着国内疫情影响逐渐消散，国内游不断恢复，航空与铁路运营逐步正常，公司整体经营情况逐季向好。同时疫情加速行业出清，未来公司将处于行业领先地位。出境游有望在下半年启动，但整体回暖仍需时日。在此期间，国内游、新零售业务以及海南各项业务将为公司业绩增长提供动力。

评级 增持（调低）

2021 年 04 月 02 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

## 交易数据

时间 2021.04.02

总市值/流通市值（亿元）	80.46/80.42
总股本（万股）	80,300.03
资产负债率（%）	70.93
每股净资产（元）	1.17
收盘价（元）	10.02
一年内最低价/最高价（元）	6.3/24.6

## 公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《凯撒旅业公司点评：凯撒集团入股途牛 有望实现三方共赢》2020-11-30
- 2、《凯撒旅业公司深度研究：免税扬帆起 乘风破浪万里航》2020-11-11
- 3、《凯撒旅业（000796.SZ）三季报点评：悲观预期释放 边际改善可期》2020-11-02

我们预计公司每股收益分别为-0.07/0.1/0.3元，2022-2023年PE分别为102和33倍，暂下调至“增持”评级，后续关注出境游恢复拐点以及国内游、新零售业务以及海南各项业务推动进程。

**风险提示：**宏观经济下行；疫情发展不确定性；旅游行业恢复不及预期；汇率波动风险；股东风险等。

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,035.55	1,614.57	3,013.91	5,045.63	8,008.19
增长率(%)	-26.21%	-73.25%	86.67%	67.41%	58.72%
归母净利润(百万)	125.65	(698.27)	(55.55)	78.75	241.56
增长率(%)	-35.28%	-655.71%	-92.04%	-241.77%	206.74%
净资产收益率(%)	5.25%	-74.07%	-6.26%	8.15%	20.01%
每股收益(元)	0.16	(0.87)	(0.07)	0.10	0.30
PE	64.03	(11.51)	(144.85)	102.17	33.31
PB	3.36	8.54	9.07	8.33	6.66

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	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
主营收入(百万元)	1466.73	1974.88	1311.2	753.03	136.54	297.94	427.06
增长率(%)	-25.51%	-37.50%	4.56%	-41.63%	-90.40%	-84.91%	-67.38%
毛利率(%)	20.08%	20.95%	19.25%	16.32%	41.83%	17.36%	16.20%
期间费用率(%)	17.63%	14.19%	20.51%	24.53%	100.25%	49.74%	55.91%
净利润(百万元)	34.64	175.55	-97.19	-67.04	-59.15	-72.80	-507.06
增长率(%)	-47.25%	-28.34%	-25.21%	-271.02%	-270.74%	-141.47%	421.74%
每股盈利(季度, 元)	0.04	0.19	-0.11	-0.08	-0.07	-0.09	-0.63
资产负债率(%)	58.76%	56.21%	60.26%	59.42%	56.12%	56.03%	70.93%
净资产收益率(%)	1.42%	6.63%	-3.75%	-2.64%	-2.30%	-2.83%	-39.22%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

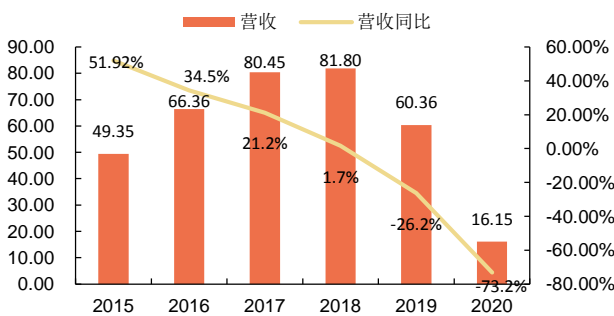
## 1. 2020 年公司业绩承压，确认投资损失致亏损超预期

2020 年，受疫情影响，公司出境游业务与配餐业务（航空&铁路）同时受到冲击，全年实现营收 16.15 亿元，同比下降 73.2%；归母净利润-6.98 亿元，同比下滑 655.7%。公司业绩低于此前预告，主要因海航集团破产重整，公司对联营企业易生金服的长期股权投资进行减值确认（公司持易生金服 20.31% 股权，确认投资亏损 2.95 亿元）。2020 年公司毛利率 18.7%，同比减少 1.7pct，主要因营收下滑而成本刚性。每股收益为-0.87 元。

2020 年公司共四大业务，其中主要两大业务：旅游业务与配餐业务，2020 年分别实现收入 10.4/4.7 亿元，同比下降 79%/57%；占公司总营收比例 64%/29%，同比变动-17pct/+11pct；毛利率为 9.9%/29.3%，同比减少 5.6pct/11.3pct。

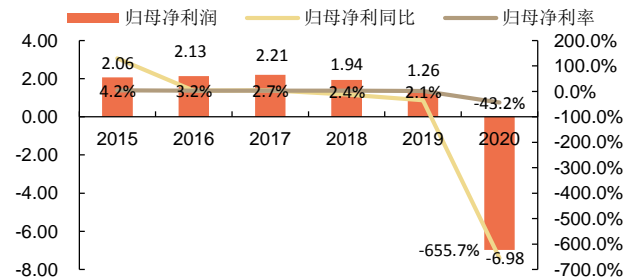
- ◆ 旅游业务里，公民零售/企业会奖/公民批发业务分别实现收入 5.9/2.7/1.8 亿元，同比下降 83%/72%/60%；毛利率为 10.8%/12.9%/2.7%，同比变动 -4.9pct/+2.5pct/-22.2pct。（批发业务毛利率调整过大，主要系 2019 年批发业务口径收入计算调整，部分按净额计算。）
- ◆ 配餐业务里，航空/铁路分别实现收入 3.2/1.5 亿元，同比下降 59%/51%；毛利率为 27.9%/32.3%，同比减少 13.6pct/5.8pcts。毛利率下滑主要因营收下降而营业成本中存在工资、能源和动力、折旧摊销等固定成本支出。
- ◆ 2020 年，公司食品饮料业务实现收入 3471 万元（子公司易食控股收购世嘉饮料 100% 股权）；系统集成销售及信息服务实现收入 7192 万元，同比增长 106%。

图1：公司营业收入（单位：亿元）



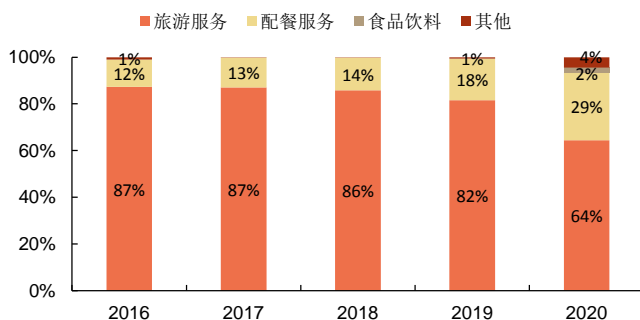
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图2：公司归母净利润（单位：亿元）和归母净利率



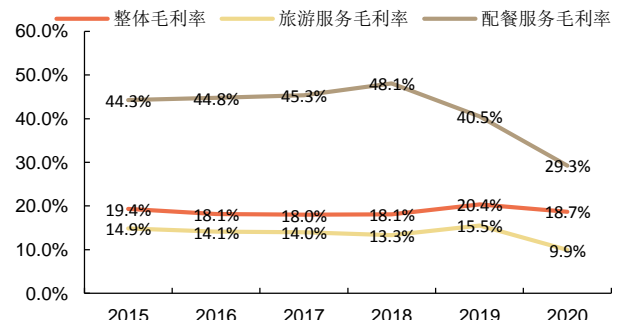
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图3：公司主营业务成分占比



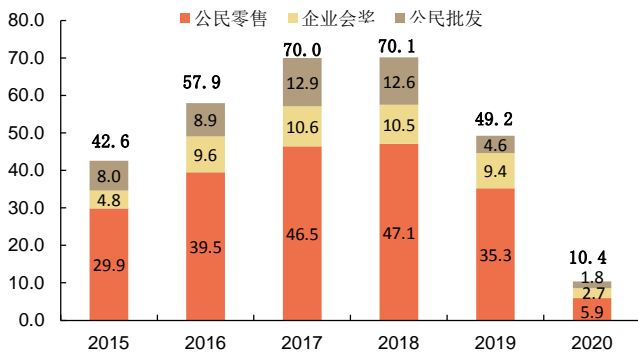
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图4：公司毛利率与两大主营业务毛利率



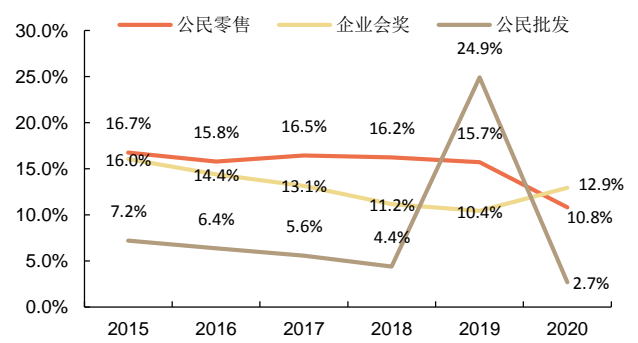
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图5: 旅游服务三类细分业务营业收入 (单位: 亿元)



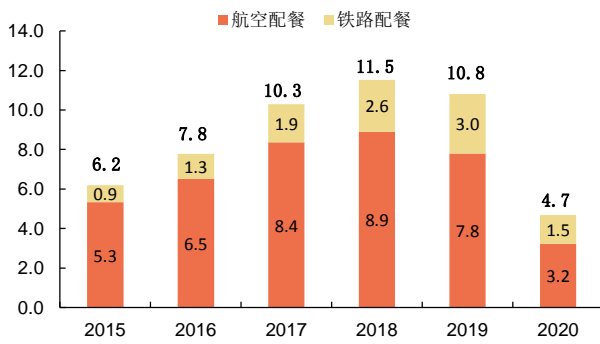
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图6: 旅游服务三类细分业务毛利率



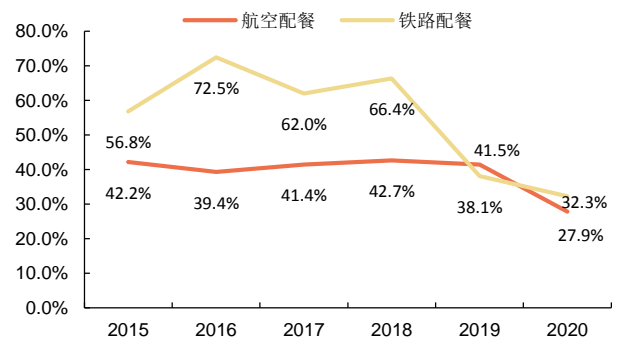
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图7: 配餐服务两大细分业务营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

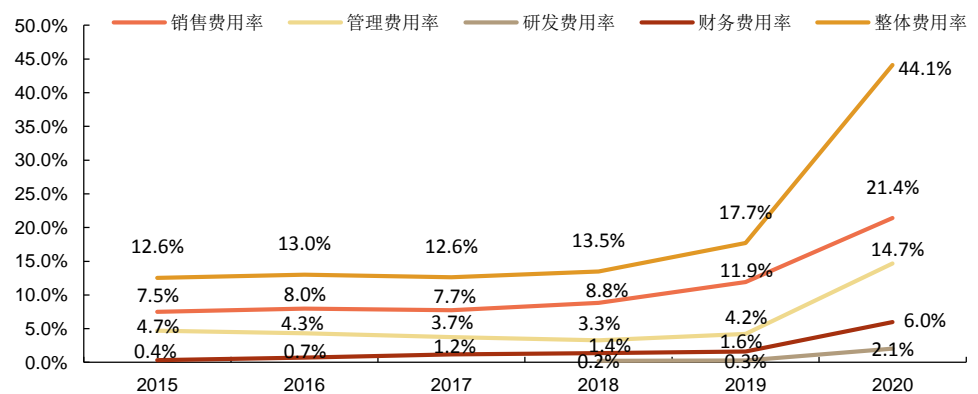
图8: 配餐服务两大细分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

2020 年公司整体期间费用率为 44.1%，同比增加 26.4pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.4%/14.7%/2.1%/6.0%，同比增加 9.5pcts/10.5pct/1.8pct/4.4pct。2020 年公司各项费用率均出现大幅上升，主要因收入大幅降低，但成本刚性，依旧支出较大(企业人工成本，场地租赁费用以及利息支出等)。

图9: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

## 2. 关注国内游、新零售业务以及海南各项业务布局

### 2.1 积极深入国内市场 旅游销售转型新方向

2020 年受疫情影响,公司迅速做出调整,加大对国内游的投入,以北京、海南为重点区域,重点打造本地休闲文化产品以及短途游。同时积极探索“康养+”的发展模式,在海南推出各类康养/疗养等特色产品。

公司在 2021 年将启动三亚景区直通车业务试点工作,通过定制车辆的短途接驳服务,将口岸、商圈、酒店和景区进行有效互通互连,打造三亚市的目的地旅游公共交通体系。未来将在全国进行复制推广。

随着“云旅游”兴起,公司积极探索新的有效获客方式及渠道,构建“私域+公域”全域流量运营:

- ◆ 在私域流量领域,构建“直播+旅游”,借助官方新媒体、全员私域传播等手段,增加老用户黏性与互动,重塑用户交易习惯,实现线下销售至线上成交的迁移升级。
- ◆ 在公域流量领域,引入 MCN 孵化体系,引导并赋能员工在短视频公域平台持续输出,塑造个人 IP 与影响力,与凯撒旅游官媒共振,搭建从“种草”到“拔草”的交易闭环。

### 2.2 打造餐饮新零售模式 配餐业务创新转型

公司探索餐饮新零售模式,打造以用户为中心的本地休闲生活场景和品质生活方式,重点利用餐饮业务为流量入口,搭建本地高频消费场景。第一家店“觅 MI LOUNGE”于 2020 年 5 月在北京正式营业,集茶、咖啡、酒、餐、文旅活动于一体,可举办茶会、轻课、商业洽谈、主题沙龙等活动。目前正推动“觅 MI LOUNGE”2 号店落户北京,后续将逐步推广至海南等地。

发展航空配餐、铁路配餐以及社会餐饮三轮驱动的新格局。受疫情影响,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。公司在保障既有航空配餐业务的基础上,大力发展地面创新业务,进入社会餐饮市场,包括:与大型团餐企业千喜鹤集团签约合作;为景区旅客提供餐食供应;为中小校园提供校园餐;为机场员工、驻场单位人员、候机楼、飞行区等工作人员提供餐食服务等。未来将继续拓展学校、企业、政府、部队等特定需求客户。

### 2.3 完成公司注册地变更 未来深入布局海南

2021 年 3 月 30 日,公司完成注册地址变更登记手续,实现注册地由陕西省到海南省的变更,取得海南省市场监督管理局换发的《营业执照》。公司未来将继续聚焦海南市场,借海南政策东风,享海南各项优惠政策,参与自贸港建设,开拓琼海旅游、食品饮料、新零售等板块,发展目的地运营市场。

在岛免税方面,公司已在海口和三亚两地分别设立三亚同盛商贸有限公司和海口同盛世嘉商贸有限公司,作为拟开展在岛免税业务的运营主体,并在推进与具备实力的免税产品供应商、具备免税仓库的资源方的合作洽谈,以及相关专业业务人员的招聘工作,积极争取并参与海南在岛免税业务。

随着海南免税政策不断清晰和落地实施，公司借助自身在旅游零售领域积累的经验，未来有望进一步整合多方资源，强化合作，实现共赢。

## 2.4 定增计划预计有所调整

2020年4月，公司公告拟非公开发行股份募集11.6亿元，用以补充流动资金，发行价格为6.16元/股，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。考虑到监管部门对战略投资者认定规则趋严，我们预计公司定增计划将有所调整。

## 3. 投资策略

2020年，受疫情影响，旅游行业遭受较大冲击。公司主营业务承压严重，但是随着国内疫情影响逐渐消散，国内游不断恢复，航空与铁路运营逐步正常，公司整体经营情况逐季向好。同时疫情加速行业出清，未来公司将处于行业领先地位，优势更加凸显。根据中国旅游研究院预测，若疫苗普及顺利，出境游有望在下半年启动，但目前海外疫情仍存不确定性，出境游整体回暖仍需时日。在此期间，国内游、新零售业务以及海南各项业务将为公司业绩增长提供动力。

我们预计公司2021-2023年营收分别为30.1/50.5/80.1亿元，归母净利润分别为-0.6/0.8/2.4亿元，每股收益分别为-0.07/0.1/0.3元，2022-2023年PE分别为102和33倍，暂下调公司至“增持”评级，后续关注出境游恢复拐点以及国内游、新零售业务以及海南各项业务推动进程。

## 4. 风险提示

宏观经济下行；疫情发展不确定性；旅游行业恢复不及预期；汇率波动风险；股东风险等。

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				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6035.55	1614.57	3013.91	5045.63	8008.19	流动资产合计	3914.36	2612.63	2750.22	3907.03	6124.89
营业成本	4805.04	1312.54	2335.81	3817.86	5911.07	货币资金	843.64	708.95	753.48	1261.41	2002.05
营业税金及附加	15.02	9.06	7.50	20.44	26.18	应收账款	1000.57	635.11	499.64	691.18	1097.01
营业费用	718.50	345.32	452.09	655.93	1041.06	其他应收款	167.42	410.87	330.96	554.07	879.40
管理费用	237.95	236.97	210.97	353.19	560.57	预付款项	1591.60	799.90	1098.61	1259.89	1950.65
研发费用	15.71	33.34	33.34	40.01	52.01	存货	25.82	43.80	45.25	100.67	135.19
财务费用	97.11	96.22	74.56	71.41	104.49	其他流动资产	33.87	13.48	21.04	38.68	58.65
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	2600.59	1834.66	1810.53	1777.20	1763.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	817.42	831.64	831.64	831.64	831.64
投资净收益	72.58	(262.62)	0.00	0.00	0.00	固定资产	228.04	273.17	238.75	204.32	169.90
营业利润	205.50	(699.13)	(74.91)	116.47	348.48	无形资产	133.21	110.26	113.43	116.16	127.81
营业外收入	2.04	1.74	1.74	1.74	1.74	商誉	140.39	182.88	182.88	182.88	182.88
营业外支出	4.50	5.99	5.99	5.99	5.99	其他非流动资产	32.65	0.45	8.57	7.88	17.65
利润总额	203.04	(703.37)	(79.16)	112.22	344.23	资产总计	6514.96	4447.29	4560.75	5684.22	7888.16
所得税	50.84	2.67	(11.87)	16.83	51.63	流动负债合计	3780.34	2350.35	2531.38	3553.27	5461.30
净利润	152.20	(706.04)	(67.28)	95.39	292.60	短期借款	683.59	690.12	329.38	639.54	1363.64
少数股东损益	26.55	(7.77)	(11.74)	16.64	51.03	应付账款	985.41	702.79	1087.91	1778.18	2753.10
归属母公司净利润	125.65	(698.27)	(55.55)	78.75	241.56	预收款项	598.52	0.00	149.44	125.09	297.80
EBITDA	465.40	(459.79)	50.91	239.58	505.75	一年内到期的非流动负债	720.97	58.23	58.23	58.23	58.23
EPS (元)	0.16	(0.87)	(0.07)	0.10	0.30	非流动负债合计	145.56	804.13	803.83	810.02	813.33
主要财务比率						长期借款	0.28	607.68	607.68	607.68	607.68
						应付债券	0.00	115.71	115.71	115.71	115.71
成长能力						负债合计	3925.90	3154.47	3335.21	4363.29	6274.64
营业收入增长	-26.21%	-73.25%	86.67%	67.41%	58.72%	少数股东权益	197.50	350.16	338.43	355.07	406.10
营业利润增长	-32.01%	-440.20%	-89.29%	-255.48%	199.20%	实收资本(或股本)	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00
归属于母公司净利润增长	-35.28%	-655.71%	-92.04%	-241.77%	206.74%	资本公积	634.20	639.20	639.20	639.20	639.20
获利能力						未分配利润	824.81	189.41	133.86	212.61	454.17
毛利率(%)	20.39%	18.71%	22.50%	24.33%	26.19%	归属母公司股东权益合计	2391.56	942.66	887.11	965.87	1207.43
净利率(%)	2.52%	-43.73%	-2.23%	1.89%	3.65%	负债和所有者权益	6514.96	4447.29	4560.75	5684.22	7888.16
总资产净利润(%)	1.93%	-15.70%	-1.22%	1.39%	3.06%	现金流量表					
ROE(%)	5.25%	-74.07%	-6.26%	8.15%	20.01%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	(404.95)	308.07	508.24	282.31	157.48
资产负债率(%)	60.26%	70.93%	73.13%	76.76%	79.54%	净利润	152.20	(706.04)	(67.28)	95.39	292.60
流动比率	1.04	1.11	1.09	1.10	1.12	折旧摊销	47.86	49.00	51.25	51.70	52.78
速动比率	1.03	1.09	1.07	1.07	1.10	财务费用	97.11	96.22	74.56	71.41	104.49
营运能力						应付帐款减少	3.35	365.46	135.46	(191.54)	(405.83)
总资产周转率	0.96	0.29	0.67	0.98	1.18	预收帐款增加	(26.09)	(598.52)	149.44	(24.35)	172.71
应收账款周转率	6.02	1.97	5.31	8.47	8.96	投资活动现金流	(99.14)	(385.30)	(28.12)	(19.31)	(39.76)
应付账款周转率	6.66	1.91	3.37	3.52	3.53	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	(794.02)	(14.22)	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊薄)	0.16	-0.87	-0.07	0.10	0.30	投资收益	72.58	(262.62)	0.00	0.00	0.00
每股净现金流(最新摊薄)	(0.86)	(0.09)	0.06	0.63	0.92	筹资活动现金流	(183.36)	5.30	(435.59)	244.93	622.93
每股净资产(最新摊薄)	2.98	1.17	1.10	1.20	1.50	应付债券增加	(696.64)	115.71	0.00	0.00	0.00
估值比率						长期借款增加	0.28	607.40	0.00	0.00	0.00
P/E	64.03	(11.51)	(144.85)	102.17	33.31	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	3.36	8.54	9.07	8.33	6.66	资本公积增加	(11.41)	5.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	18.49	(19.16)	165.08	34.25	16.19	现金净增加额	(687.44)	(71.94)	44.53	507.93	740.64

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