

## 拟合并众信旅游 优势互补 共创未来

——凯撒旅业 (000796.SZ)

休闲服务/旅游综合

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

**事件:** 6月14日, 公司发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》, 称与众信旅游(002707.SZ)正在筹划由公司通过向众信旅游全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并众信旅游(以下简称“本次合并”)并发行A股股票募集配套资金。本次合并不会导致公司实际控制人变更。

2021年6月11日, 公司与众信旅游签署关于本次合并的《合作意向协议》, 主要内容有: 1) 公司拟通过向众信旅游全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并众信旅游; 2) 双方将就本次合并的具体交易方案、换股价格、债权债务处理、员工安置、异议股东保护机制等安排进行协商; 3) 本协议仅为初步意向协议, 本次合并中的具体权利义务以及各项安排以最终正式协议为准; 4) 本次合并及正式协议需提交双方各自董事会、股东大会审议, 并经监管机构批准后实施。5) 双方协商一致, 可以书面终止本协议。

2020年受疫情影响, 出境游行业承压严重, 中小旅行社难以为继。随着疫苗逐普及, 出境游后续逐步复苏, 弹性较大。两大旅游产业的中游龙头换股合并, 不仅优势互补深度融合, 在行业出清的情况下也进一步提升市占率。未来与上下游议价能力与话语权将有效提升, 同时为后续多元业务发展打下坚实基础。

- ◆ 据文旅部数据, 2020年全国旅行社总收入2390亿元, 同比下滑66%。据企查查数据, 2020年吊销注销旅游企业(含个体工商户)共计11.8万家, 其中一季度吊销注销1.5万家, 二季度吊销注销3.8万家, 三季度吊销注销3.3万家, 四季度吊销注销3.2万家, 二三四季度均呈现同比增长趋势, 且同比增长率逐季攀升。
- ◆ 2020年国内旅游行业同样出现众多联手抵抗疫情冲击的合作。其中包括, 凯撒集团在11月入股途牛, 持股比例达21.1%; 阿里巴巴出资3.85亿元入股众信旅游, 持股比例约5%; 众信旅游与阿里旅行共同出资设立公司, 主要从事旅游产品分销解决方案系统能力输出以及旅游产品分销平台业务。
- ◆ 十四五规划中强调要加快发展健康、养老、养幼、文化、旅游、体育等服务业, 同时提出要推动文化和旅游融合发展。文旅部频出旅游相关政策, 后续将不断推进。
- ◆ 公司与众信旅游同属旅游产业链中游, 各有优势。公司主营业务为直营的旅游零售以及配餐业务, 优势在于业务相对更加多元, 同时具备相对较高的盈利水平。众信旅游主营业务为旅游批发, 具备较强的供应链基础, 收入规模相对更大, 与之相对的是更低的盈利水平。
- ◆ 疫情影响下, 二者均进行战略调整, 将重心从出境游转到国内游。二者均在探索多元化发展路径, 对免税有所布局。公司今年完成迁址海南, 未来将聚焦海南市场, 借政策东风, 享优惠政策, 参与自贸港建设, 同时积极布局海南免税相关业务。众信旅游也先后与中免集团和王府井免税签署战略合作协议。
- ◆ 二者合并可以整合共享资源(目的地资源、客源、产品等), 减少内耗, 提升经营效率。合并后市占率提升, 将使公司在旅游产业链中更具议价能力与话语权, 加上在旅游零售领域积累的经验, 将有助于后续多元业务的发展。

**投资策略:** 随着疫苗普及和疫情缓解, 旅游相关政策不断推进, 国内游蓬勃发展, 出境游终将复苏, 后疫情时代的旅游春天不远。两大旅游龙头联手, 将为

评级

增持(维持)

2021年06月15日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 交易数据

时间 2021.06.11

总市值/流通市值(亿元)	69.94/69.91
总股本(万股)	80,300.03
资产负债率(%)	73.04
每股净资产(元)	1.06
收盘价(元)	8.71
一年内最低价/最高价(元)	7.91/24.6

## 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、《凯撒旅业年报点评报告: 关注国内游、新零售及海南业务布局 静待出境游恢复》2021-04-03
- 2、《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
- 3、《凯撒旅业公司深度研究: 免税扬帆起 乘风万里航》2020-11-11

后疫情时代到来和出境游复苏做好准备。我们预计 2021-2023 年公司每股收益分别为-0.10/0.07/0.24 元, 2022-2023 年 PE 分别为 119 和 36 倍, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 换股合并处于筹划阶段, 实施尚存不确定性; 宏观经济下行; 疫情发展不确定性; 旅游行业恢复不及预期; 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	2,483.79	4,363.11	6,859.11
增长率 (%)	-26.21%	-73.25%	53.84%	75.66%	57.21%
归母净利润 (百万元)	125.65	(698.27)	(82.60)	58.75	191.88
增长率 (%)	-35.28%	-655.71%	-88.17%	-171.12%	226.60%
净资产收益率 (%)	5.25%	-74.07%	-9.60%	6.39%	17.28%
每股收益(元)	0.16	(0.87)	(0.10)	0.07	0.24
PE	55.65	(10.00)	(84.67)	119.05	36.45
PB	2.92	7.42	8.13	7.61	6.30

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						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6035.55	1614.57	2483.79	4363.11	6859.11	流动资产合计	3914.36	2612.63	2712.36	3695.83	5747.22
营业成本	4805.04	1312.54	1955.62	3292.49	5055.50	货币资金	843.64	708.95	993.51	1308.93	2057.73
营业税金及附加	15.02	9.06	6.18	17.68	22.43	应收账款	1000.57	635.11	411.76	597.69	939.60
营业费用	718.50	345.32	372.57	567.20	891.68	其他应收款	167.42	410.87	330.96	581.38	913.98
管理费用	237.95	236.97	173.87	305.42	480.14	预付款项	1591.60	799.90	919.80	1086.52	1668.32
研发费用	15.71	33.34	33.34	40.01	52.01	存货	25.82	43.80	37.88	86.82	115.62
财务费用	97.11	96.22	81.13	82.04	115.33	其他流动资产	33.87	13.48	17.34	33.45	50.23
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	1809.03	1776.13	1760.75
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	-113.46	87.97	277.69	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	7.07	6.82	15.11
利润总额	203.04	-703.37	-117.71	83.72	273.44	资产总计	6514.96	4447.29	4521.39	5471.96	7507.96
所得税	50.84	2.67	-17.66	12.56	41.02	流动负债合计	3780.34	2350.35	2525.51	3399.40	5200.23
净利润	152.20	-706.04	-100.06	71.16	232.42	短期借款	683.59	690.12	534.04	758.99	1561.41
少数股东损益	26.55	-7.77	-17.45	12.41	40.54	应付账款	985.41	702.79	910.84	1533.49	2354.62
归属母公司净利润	125.65	-698.27	-82.60	58.75	191.88	预收款项	598.52	0.00	123.15	108.17	255.07
EBITDA	465.40	-459.79	18.91	221.70	445.80	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	-0.10	0.07	0.24	非流动负债合计	145.56	804.13	803.11	808.63	811.38
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	3328.62	4208.02	6011.61
营业收入增长	-26.21%	-73.25%	53.84%	75.66%	57.21%	少数股东权益	197.50	350.16	332.71	345.13	385.66
营业利润增长	-32.01%	-440.20%	-83.77%	-177.53%	215.66%	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%	-88.17%	-171.12%	226.60%	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	106.81	165.56	357.44
毛利率(%)	20.39%	18.71%	21.26%	24.54%	26.29%	归属母公司股东权益合计	2391.56	942.66	860.06	918.81	1110.69
净利率(%)	2.52%	-43.73%	-4.03%	1.63%	3.39%	负债和所有者权益	6514.96	4447.29	4521.39	5471.96	7507.96
总资产净利润(%)	1.93%	-15.70%	-1.83%	1.07%	2.56%	现金流量表					
ROE(%)	5.25%	-74.07%	-9.60%	6.39%	17.28%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	-404.95	308.07	549.39	186.74	97.26
资产负债率(%)	60%	71%	74%	77%	80%	净利润	152.20	-706.04	-100.06	71.16	232.42
流动比率		1.11	1.07	1.09	1.11	折旧摊销	47.86	49.00	51.25	51.70	52.78
速动比率		1.09	1.06	1.06	1.08	财务费用	97.11	96.22	81.13	82.04	115.33
营运能力						应付帐款减少	3.35	365.46	223.35	-185.93	-341.92
总资产周转率	0.96	0.29	0.55	0.87	1.06	预收帐款增加	-26.09	-598.52	123.15	-14.99	146.90
应收账款周转率	6	2	5	9	9	投资活动现金流	-99.14	-385.30	-26.61	-19.75	-38.30
应付账款周转率	6.66	1.91	3.08	3.57	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	-0.10	0.07	0.24	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	0.35	0.39	0.93	筹资活动现金流	-183.36	5.30	-238.21	148.42	689.84
每股净资产(最新摊薄)	2.98	1.17	1.07	1.14	1.38	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	55.65	-10.00	-84.67	119.05	36.45	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	2.92	7.42	8.13	7.61	6.30	资本公积增加	-11.41	5.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	16.23	-16.87	386.80	32.59	16.33	现金净增加额	-687.44	-71.94	284.56	315.42	748.80

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