

凯撒旅业 (000796)

证券研究报告
2021年08月26日

21H1 疫情影响边际减弱，公司加速转型升级探索新零售，龙头合并+布局免税带来新增量

事件：公司发布 21H1 半年报。公司实现营业收入 5.75 亿元，同减 35.33%；实现归母净利润-1.69 亿元，同减 43.74%。受疫情影响，公司收入、相应成本下降，同时上年同期营业收入包含疫情发生前正常经营期间收入，因此 2021H1 营业收入同比下降较大。2021Q1/Q2 分别实现营收 2.40/3.35 亿元，其中 21Q1 同减 68.10%，21Q2 同增 145.39%；归母净利润 Q1/Q2 分别为-0.94/-0.75 亿元，其中 2021Q1 同减 46.52%，2021Q2 同减 40.39%。

点评：

收入端：公司实现营业收入 5.75 亿元，同减 35.33%。配餐业务营收为 2.68 亿元，同增 42.65%；旅游业务营收 2.39 亿元，同减 64.96%；食品饮料业务收入 0.44 亿元，同增 100%；系统集成销售、信息服务及其他营业收入 0.24 亿元，同增 19.24%。

利润端：公司 2021H1 毛利润 1.21 亿元，同减 33.17%；毛利率为 21.04%，同增 0.68pct，其中配餐及服务业务毛利率为 28.37%，同增 0.53 pct。2021Q1 公司实现毛利率 18.68%，同增 2.36pct；2021Q2 公司实现毛利率 22.73%，同减 19.10pct，主要受 2020Q2 毛利率高基数影响。2021H1 实现归母净利润-1.69 亿元，同减 43.74%；归母净利率为-29.43%，同比减 16.19pct。

费用端：公司 2021H1 期间费用率为 54.94%，同增 18.42pct。①销售费用率：公司 2021H1 销售费用为 1.30 亿元，同减 24.95%，销售费用率为 22.51%，同增 3.11pct，主要原因为受疫情影响，业务一直处于恢复状态，销售投入较上年同期下降。②管理费用率：公司 2021H1 管理费用为 1.20 亿元，同增 36.23%，管理费用率为 20.88%，同增 10.97pct，主要原因为上年同期比较数据不包括新收购的子公司的费用。③财务费用率：公司 2021H1 财务费用为 0.59 亿元，同减 1.53%，财务费用率为 10.29%，同增 3.53pct。④研发费用率：公司 2021H1 研发费用为 0.07 亿元，同增 81.42%，研发费用率为 1.25%，同增 0.81pct。

2021 年公司在国内游、食品配餐等核心板块的业务逐步恢复的同时，加速推进转型升级。旅游板块继续开拓国内旅游及泛旅游业态产品线；打造跨界 IP，赋能目的地运营的新业态；探索旅游销售转型新方向，构建全域流量运营新格局。新零售板块打造“觅 MiLOUNGE”，目前已有两家店；孵化升级健康饮品新业态，推出首款新零售健康饮品“觅小椰”。配餐板块在保持现有航空配餐、铁路配餐业务行业领先地位的同时，加速覆盖邮轮船供、社会化团餐和休闲食品等相关领域，完善食品产业链条。公司拟吸收合并众信旅游，出境游龙头资源整合有利于公司在出境游、国内游业务竞争优势更加明显，产业布局进一步完善。加码免税业务，转型免税带来新增量。

投资建议：疫苗推出有望解除出境游限制，疫情期间出境游企业积极转型免税带来新增量，公司作为出境游恢复业务直接受益+离岛免税政策受益标的，与众信旅游合并并将统一出境游市场，进一步扩大公司国内游、免税等各业务规模，规模优势继续凸显，未来有望持续增长。综合预计 21/22 年净利润分别为-0.5/0.8 亿，当前市值对应 2022 年 PE 为 79x。

风险提示：自然因素等方面不可抗力的风险，新品推广不及预期，与众信旅游吸收合并预案无法顺利实施的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,035.55	1,614.57	1,049.47	1,563.71	2,658.31
增长率(%)	(26.21)	(73.25)	(35.00)	49.00	70.00
EBITDA(百万元)	379.48	(502.94)	88.51	275.44	403.62
净利润(百万元)	125.65	(698.27)	(50.89)	80.14	88.71
增长率(%)	(35.28)	(655.71)	(92.71)	(257.50)	10.69
EPS(元/股)	0.16	(0.87)	(0.06)	0.10	0.11
市盈率(P/E)	50.10	(9.02)	(123.72)	78.55	70.96
市净率(P/B)	2.63	6.68	2.74	2.65	2.55
市销率(P/S)	1.04	3.90	6.00	4.03	2.37
EV/EBITDA	17.90	(22.68)	52.51	19.48	12.61

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	7.84 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	803.00
流通 A 股股本(百万股)	802.58
A 股总市值(百万元)	6,295.52
流通 A 股市值(百万元)	6,292.26
每股净资产(元)	0.96
资产负债率(%)	73.60
一年内最高/最低(元)	19.19/6.64

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

- 《凯撒旅业-公司点评:子公司同盛免税增资引入“国资”股东，三亚加持凯撒海南免税业务发展》 2020-04-27
- 《凯撒旅业-公司点评:与三亚市政府签署合作协议，布局离岛免税决心凸显》 2020-03-20
- 《凯撒旅业-公司深度研究: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》 2020-03-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	843.64	708.95	1,239.48	956.43	1,017.55	营业收入	6,035.55	1,614.57	1,049.47	1,563.71	2,658.31
应收票据及应收账款	1,003.42	635.11	71.97	449.27	889.29	营业成本	4,805.04	1,312.54	802.84	1,188.42	2,046.90
预付账款	1,591.60	799.90	125.16	535.07	1,212.76	营业税金及附加	15.02	9.06	4.72	2.35	3.99
存货	25.82	43.80	24.55	25.14	48.96	营业费用	718.50	345.32	178.41	187.65	292.41
其他	449.89	424.87	256.56	355.45	404.89	管理费用	237.95	236.97	155.32	82.88	53.17
流动资产合计	3,914.36	2,612.63	1,717.72	2,321.36	3,573.44	研发费用	15.71	33.34	8.89	16.53	35.17
长期股权投资	817.42	831.64	831.64	831.64	831.64	财务费用	97.11	96.22	108.90	161.70	249.48
固定资产	228.04	273.17	284.63	316.15	346.69	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.02	0.17	36.10	69.66	71.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	133.21	110.26	95.64	81.02	66.40	投资净收益	72.58	(262.62)	162.00	160.00	145.00
其他	1,421.90	619.42	1,036.98	600.85	813.96	其他	(131.85)	542.87	(324.00)	(320.00)	(290.00)
非流动资产合计	2,600.59	1,834.66	2,285.00	1,899.31	2,130.49	营业利润	205.50	(699.13)	(47.61)	84.19	122.20
资产总计	6,514.96	4,447.29	4,002.72	4,220.68	5,703.93	营业外收入	2.04	1.74	1.89	1.82	1.85
短期借款	683.59	690.12	45.70	38.90	40.20	营业外支出	4.50	5.99	5.24	5.62	5.43
应付票据及应付账款	985.41	702.79	333.89	128.27	1,121.01	利润总额	203.04	(703.37)	(50.97)	80.39	118.62
其他	2,111.33	957.44	864.41	1,230.53	1,622.71	所得税	50.84	2.67	0.00	0.00	29.65
流动负债合计	3,780.34	2,350.35	1,244.00	1,397.70	2,783.92	净利润	152.20	(706.04)	(50.97)	80.39	88.96
长期借款	0.28	607.68	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	26.55	(7.77)	(0.08)	0.25	0.25
应付债券	0.00	115.71	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	125.65	(698.27)	(50.89)	80.14	88.71
其他	145.28	80.74	113.01	96.88	104.94	每股收益(元)	0.16	(0.87)	(0.06)	0.10	0.11
非流动负债合计	145.56	804.13	113.01	96.88	104.94						
负债合计	3,925.90	3,154.47	1,357.01	1,494.58	2,888.87	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	197.50	350.16	350.08	350.33	350.58	成长能力					
股本	803.00	803.00	803.00	803.00	803.00	营业收入	-26.21%	-73.25%	-35.00%	49.00%	70.00%
资本公积	634.20	639.20	1,290.16	1,290.16	1,290.16	营业利润	-32.01%	-440.20%	-93.19%	-276.82%	45.14%
留存收益	1,522.95	892.55	1,492.63	1,572.77	1,661.49	归属于母公司净利润	-35.28%	-655.71%	-92.71%	-257.50%	10.69%
其他	(568.59)	(1,392.10)	(1,290.16)	(1,290.16)	(1,290.16)	获利能力					
股东权益合计	2,589.05	1,292.82	2,645.71	2,726.10	2,815.06	毛利率	20.39%	18.71%	23.50%	24.00%	23.00%
负债和股东权益总计	6,514.96	4,447.29	4,002.72	4,220.68	5,703.93	净利率	2.08%	-43.25%	-4.85%	5.13%	3.34%
						ROE	5.25%	-74.07%	-2.22%	3.37%	3.60%
						ROIC	16.96%	-32.38%	3.79%	37.96%	19.29%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	60.26%	70.93%	33.90%	35.41%	50.65%
净利润	152.20	(706.04)	(50.89)	80.14	88.71	净负债率	21.68%	59.00%	-43.23%	-31.67%	-32.87%
折旧摊销	57.27	60.78	27.23	29.55	31.94	流动比率	1.04	1.11	1.38	1.66	1.28
财务费用	110.03	108.98	108.90	161.70	249.48	速动比率	1.03	1.09	1.36	1.64	1.27
投资损失	(72.58)	262.62	(162.00)	(160.00)	(145.00)	营运能力					
营运资金变动	(1,153.31)	1,846.53	586.44	(310.30)	(9.03)	应收账款周转率	6.01	1.97	2.97	6.00	3.97
其它	501.43	(1,264.81)	(0.08)	0.25	0.25	存货周转率	309.02	46.38	30.71	62.94	71.75
经营活动现金流	(404.95)	308.07	509.60	(198.66)	216.36	总资产周转率	0.96	0.29	0.25	0.38	0.54
资本支出	796.67	192.58	27.73	96.14	41.93	每股指标(元)					
长期投资	794.02	14.22	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.16	-0.87	-0.06	0.10	0.11
其他	(1,689.83)	(592.10)	74.27	(16.14)	53.07	每股经营现金流	-0.50	0.38	0.63	-0.25	0.27
投资活动现金流	(99.14)	(385.30)	102.00	80.00	95.00	每股净资产	2.98	1.17	2.86	2.96	3.07
债权融资	1,404.84	1,471.74	95.70	93.01	92.26	估值比率					
股权融资	(8.43)	(868.21)	1,336.47	(120.19)	(207.97)	市盈率	50.10	-9.02	-123.72	78.55	70.96
其他	(1,579.77)	(598.23)	(1,513.25)	(137.21)	(134.53)	市净率	2.63	6.68	2.74	2.65	2.55
筹资活动现金流	(183.36)	5.30	(81.08)	(164.39)	(250.24)	EV/EBITDA	17.90	-22.68	52.51	19.48	12.61
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	20.48	-20.66	75.84	21.82	13.69
现金净增加额	(687.44)	(71.94)	530.53	(283.05)	61.12						

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