

**证券研究报告—动态报告**

社会服务业

旅游综合 II

**凯撒旅业(000796)**
**增持**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 26 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	803/803
总市值/流通(百万元)	6,047/6,043
上证综指/深圳成指	3,540/14,697
12 个月最高/最低(元)	19.19/6.64

**相关研究报告:**

《立思辰-300010-深度报告: 发力优质赛道, 经营正迎拐点》——2020-03-17  
 《国信证券-社会服务行业 3 月投资策略: 营业恢复进行时, 政策前来给信心》——2020-03-15  
 《国信证券-行业快评: 再融资新规下, 关注优质赛道+外延逻辑龙头成长》——2020-02-19  
 《国信证券-研究框架系列之教育篇: 教育在线流量井喷, 商业模式加速进化》——2020-02-18

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**证券分析师: 钟潇**

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

**联系人: 张鲁**

电话: 010-88005377  
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**旅行社业务承压配餐业务亮眼, 多举措谋求疫后发展**
**● 2021H1 归母净利润增亏 44%, 与业绩预告一致**

2021H1, 公司实现营收 5.75 亿元/-35%, 较 2019H1 同比-79%; 归母业绩亏损 1.69 亿元/增亏 44%, 较 2019H1-373%; 扣非业绩亏损 2.13 亿元/增亏 70%, 较 2019H1-1283%; EPS-0.21 元。2021Q2, 公司实现营收 3.35 亿元/+145%, 归母业绩亏 0.75 亿/增亏 39%, 环比 2021Q1 (收入-68%、归母业绩增亏 47%) 改善系疫情向好、业务转型带动。

**● 疫情影响旅游服务缩水, 配餐业务逆势增长, 期间费率大幅提升**

2021H1, 分业务来看, 旅游服务业务实现营收 2.39 亿元/-64.96%, 收入占比 41.50%/-35pct, 其中子公司凯撒实现营收 2.41 亿元, 归母净利润亏损 1.07 亿元/-83%。配餐业务期内实现营收 2.68 亿元/+43%, 收入占比 46.60%/+25pct, 其中三亚航食收入 6612 万元、净利 400 万元; 海南航食收入 5294 万元、盈利 267 万元; 食品饮料实现收入 4435 万元, 收入占比为 7.71%。系统集成销售实现收入 2410 万元, 收入占比为 4.19%。公司毛利率 21.04%/+1pct, 净利率为 -29.26%/-15pct; 销售/管理/财务费率分别同比+3/+11/4pct, 系收入规模受到疫情影响而费用端相对刚性所致。

**● 出境游主业预计仍将承压, 拟发股合并众信旅游共克时艰**

考虑到国内疫情时有散发以及海外疫情形势, 短期内公司主业仍将承压。依托公司资源、产品研发及项目执行经验, 公司积极探索转型旅游发展新方向, 加速公司旗下新零售板块的转型创新, 建议关注新业务转型动向。6 月 28 日晚, 公司公告拟以发行 A 股方式换股吸收合并众信旅游, 作为出境游行业的头部品牌, 双方合并将进一步整合各自资源优势, 形成业务上整合协同, 携手共同度过行业难关。

**● 风险提示: 疫情复发、新业务不及预期、吸收合并失败等风险。**
**● 出境游主业承压, 关注业务转型进展, 维持“增持”评级**

暂不考虑公司与众信旅游的合并事宜, 综合考虑出境游主业复苏态势以及国内业务转型进程, 预计整体 21-23 年 EPS 为-0.38/-0.23/0.02 元, 维持“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,036	1,615	1,098	2,034	2,901
(+/-%)	-26.2%	-73.2%	-32.0%	85.3%	42.6%
净利润(百万元)	126	-698	-308	-184	19
(+/-%)	-35.3%	-655.7%	55.9%	40.4%	110.5%
摊薄每股收益(元)	0.16	-0.87	-0.38	-0.23	0.02
EBIT Margin	4.3%	-17.9%	-33.0%	-9.2%	3.1%
净资产收益率(ROE)	5.3%	-74.1%	-48.5%	-40.7%	4.2%
市盈率(PE)	48.1	-8.7	-19.6	-32.9	313.4
EV/EBITDA	32.5	-38.3	-25.8	-60.2	64.1
市净率(PB)	2.53	6.41	9.53	13.41	13.28

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

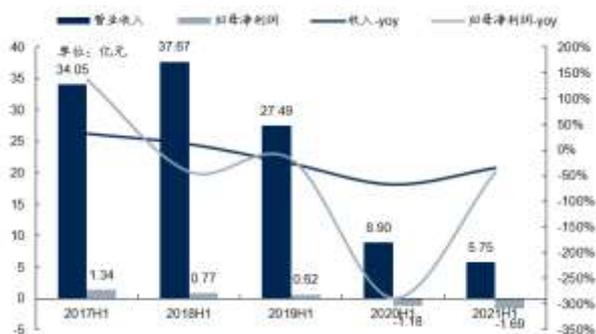
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2021H1 归母净利润增亏 44%，符合预期

2021H1，公司实现营业收入 5.75 亿元，同比下滑 35.33%，较之 2019H1 同比下滑 79.08%；归母净利润亏损 1.69 亿元，同比增亏 43.74%，较之 2019H1 下滑 372.58%；扣非净利润亏损 2.13 亿元，同比增亏 69.65%，较之 2019H1 同比下滑 1283.33%；EPS 为-0.21 元。

2021Q2，公司实现营业收入 3.35 亿元，同比增长 144.53%，归母净利润亏损 0.75 亿元，同比增亏 38.89%，环比 2021Q1 收入-68%、归母净利润-46.88% 有所改善，国内疫情形势向好，国内游业务回暖带动收入利润复苏。

图 1：凯撒旅业 2017H1 以来收入、归母业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：凯撒旅业 2016Q3 以来收入、归母业绩及增速

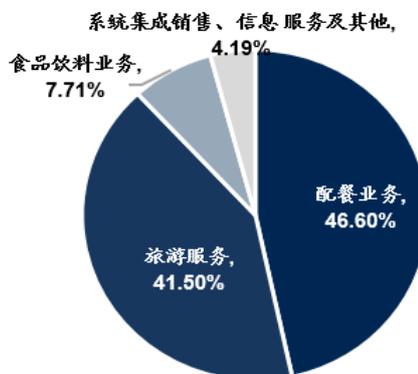


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 疫情影响旅游服务缩水，配餐业务逆势增长，期间费率大幅提升

2021H1，分业务来看，旅游服务业务实现营业收入 2.39 亿元，同比下滑 64.96%，收入占比为 41.50%，同比-35.10pct，其中核心子公司凯撒同盛实现营收 2.41 亿元，归母净利润亏损 1.07 亿元，同比增亏 83.05%。配餐业务期内实现营收 2.68 亿元，同比增长 42.65%，收入占比 46.60%，同比+25.47pct，其中三亚航食实现收入 6612 万元，净利润盈利 400 万元；海南航食实现收入 5294 万元，净利润盈利 267 万元；新疆、甘肃、内蒙航食分别实现 2535 万、1852 万元、1467 万元，净利润-94 万、62 万、-17 万元。食品饮料业务实现收入 4435 万元，收入占比为 7.71%。系统集成销售实现收入 2410 万元，收入占比为 4.19%。

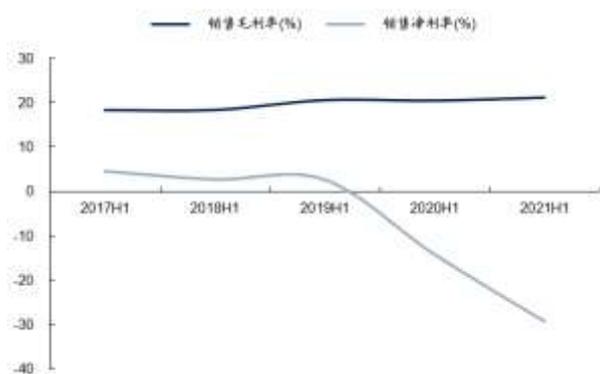
图 3：2021H1 营业收入分业务拆分



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

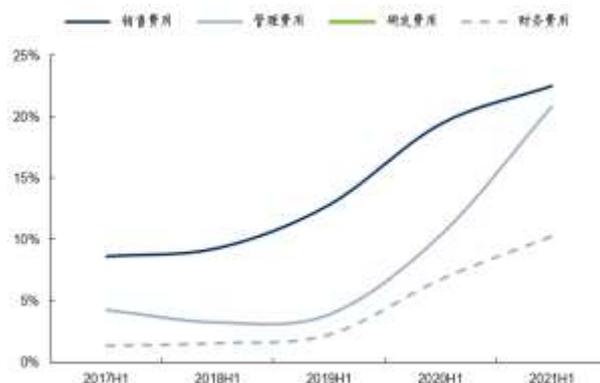
2021H1, 公司毛利率 21.04%, 同比+0.68pct; 净利率为-29.26%, 同比-15.08pct; 费用率方面, 期内销售费率为 22.51%, 同比+3.11pct; 管理费率为 20.88%, 同比+10.52pct; 财务费率 10.29%, 同比+3.53pct; 研发费率 1.26%, 费用率大幅上升系收入规模受到疫情影响而费用端相对刚性所致。

图 4: 凯撒旅业 2017H1 以来毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 凯撒旅业 2017H1 以来期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议:

**主业承压积极探索转型, 拟发股合并众信旅游共克时艰。** 考虑到国内疫情仍然时有散发以及海外疫情形势, 我们预计短期内公司主业出境游业务仍将承压。依托公司多年积累的目的地资源、产品研发及项目执行经验, 公司积极探索转型旅游发展新方向, 借助全员私域社交分销手段, 增加老用户黏性与互动。另外, 公司积极打造文旅新零售业态“觅 MiLOUNGE”, 同时选取极具海南风味代表的椰子作为原料, 推出首款新零售健康饮品“觅小椰”, 主打健康、生态、年轻。加速公司旗下新零售板块的转型创新, 全面吹响进军新消费市场的号角, 在短期主业承压背景下, 新业务转型将为公司贡献收入业绩新动能。6月28日晚, 公司公告拟以发行 A 股方式换股吸收合并众信旅游, **本次换股吸收合并完成后, 众信旅游将终止上市并注销法人资格, 凯撒旅业或其指定全资子公司将承继及承接众信旅游的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。** 作为旅行服务业务的两大品牌企业, 双方的合并能进一步整合各自的资源优势, 形成更多业务上的整合协同, 也会进一步加速旅行社市场的集中。

暂不考虑公司与众信旅游的合并事宜, 综合考虑出境游主业复苏态势以及国内业务进程, 预计整体 21-23 年 EPS 为-0.38/-0.23/0.02 元, 维持“增持”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	709	880	693	631	营业收入	1615	1098	2034	2901
应收款项	1046	90	167	238	营业成本	1313	958	1693	2332
存货净额	44	51	91	126	营业税金及附加	9	3	5	7
其他流动资产	814	96	177	145	销售费用	345	246	246	247
<b>流动资产合计</b>	<b>2613</b>	<b>1116</b>	<b>1128</b>	<b>1140</b>	管理费用	237	253	277	225
固定资产	273	286	300	311	财务费用	96	55	62	65
无形资产及其他	110	106	101	97	投资收益	(263)	0	0	0
投资性房地产	619	619	619	619	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	832	1103	1246	1389	其他收入	(51)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4447</b>	<b>3230</b>	<b>3395</b>	<b>3556</b>	营业利润	(699)	(417)	(249)	26
短期借款及交易性金融负债	748	971	1041	956	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	703	165	291	403	<b>利润总额</b>	<b>(703)</b>	<b>(417)</b>	<b>(249)</b>	<b>26</b>
其他流动负债	899	312	479	608	所得税费用	3	(104)	(62)	7
<b>流动负债合计</b>	<b>2350</b>	<b>1448</b>	<b>1811</b>	<b>1967</b>	少数股东损益	(8)	(5)	(3)	0
长期借款及应付债券	723	723	723	723	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(698)</b>	<b>(308)</b>	<b>(184)</b>	<b>19</b>
其他长期负债	81	75	61	63					
<b>长期负债合计</b>	<b>804</b>	<b>798</b>	<b>784</b>	<b>786</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3154</b>	<b>2246</b>	<b>2596</b>	<b>2753</b>	净利润	(698)	(308)	(184)	19
少数股东权益	350	349	349	349	资产减值准备	69	2	2	2
股东权益	943	635	451	455	折旧摊销	49	40	43	47
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4447</b>	<b>3230</b>	<b>3395</b>	<b>3556</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	96	55	62	65
					营运资本变动	1200	539	82	170
					其它	(78)	(3)	(2)	(2)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>542</b>	<b>270</b>	<b>(59)</b>	<b>236</b>
					资本开支	(147)	(50)	(55)	(55)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(161)</b>	<b>(321)</b>	<b>(198)</b>	<b>(198)</b>
					权益性融资	200	0	0	0
					负债净变化	607	0	0	0
					支付股利、利息	(125)	0	0	(15)
					其它融资现金流	(1681)	223	70	(85)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(515)</b>	<b>223</b>	<b>70</b>	<b>(100)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(135)</b>	<b>171</b>	<b>(187)</b>	<b>(62)</b>
					货币资金的期初余额	844	709	880	693
					货币资金的期末余额	709	880	693	631
					企业自由现金流	812	257	(70)	230
					权益自由现金流	(262)	439	(46)	96

关键财务与估值指标				
	2020	2020E	2021E	2022E
每股收益	-0.87	-0.38	-0.23	0.02
每股红利	0.16	0.00	0.00	0.02
每股净资产	1.17	0.79	0.56	0.57
ROIC	-11%	-18%	-11%	6%
ROE	-74%	-49%	-41%	4%
毛利率	19%	13%	17%	20%
EBIT Margin	-18%	-33%	-9%	3%
EBITDA Margin	-15%	-29%	-7%	5%
收入增长	-73%	-32%	85%	43%
净利润增长率	-656%	56%	40%	111%
资产负债率	79%	80%	87%	87%
息率	2.1%	0.0%	0.0%	0.2%
P/E	-8.7	-19.6	-32.9	313.4
P/B	6.4	9.5	13.4	13.3
EV/EBITDA	-38.3	-25.8	-60.2	64.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032