

凯撒旅游 (000796.SZ)

18年整体表现平稳，毛利率有所下降业绩承压

● **18年保持平稳增长，19Q1 营收平稳，毛利率下降导致净利润下降**
公司发布 2018 年年报和 2019 年一季报，18 年公司实现营收和归母净利润分别为 81.8 和 1.9 亿元，同比分别增长 1.7% 和下降 12.0%。18 年扣非净利润 1.7 亿元，同比增长 13.7%，扣非净利润增长主要由于 18 年计提以坏账损失为主的资产减值损失 8298 万元，同比减少 1.2 亿，17 年计提金融资产和商誉减值损失 2.0 亿元。18 年 Q4 公司实现营收 12.5 亿元，同比下降 30.6%。**毛利率方面**，18 年公司毛利率 18.1%，同比提升 0.1 个百分点，Q4 毛利率同比下降 0.5 个百分点。**费用方面**，18 年管理费用率同比下降 0.6 个百分点，销售和财务费用率同比上升 1.1 和 0.2 个百分点。

2019 年 Q1 公司实现营收和归母净利润分别为 18.1 亿元和 3023 万元，同比分别增长 0.4% 和增长 8.4%，扣非净利润亏损 1075 万元，较去年同期盈利 2695 万元有较大幅度下滑，主要由于 19 年 Q1 毛利率大幅下降 3.1 个百分点至 14.9%，Q1 期间费用率 14.5%，同比下降 0.2 个百分点。

● **分业务：旅游零售业务营收平稳，旅游服务整体毛利率有所下降**
2018 年子公司凯撒同盛实现营收和归母净利润分别为 70.1 和 1.4 亿元，同比分别增长 0.2% 和下降 41.0%，**旅游服务业务整体毛利率 13.3%**，同比下降 0.6 个百分点。**分产品来看**，18 年旅游批发、零售和会奖营收分别为 47.1、12.6 和 10.5 亿元，同比增长 1.3%、下降 2.3% 和下降 1.5%，毛利率分别为 16.2%、4.4% 和 11.2%，同比下降 0.2、下降 1.2 和下降 2.0 个百分点。**量价拆分来看**，18 年零售服务 64.3 万人，同比下降 8.2%，零售平均客单价约 7318 元/人，同比增长 10.4%。**分地区来看**，北京地区营收占比 55%，同比保持良好增速 7.5%，北京地区毛利率达到 17.8%，同比提升 1.5 个百分点；西南和华中地区同比平稳增长 6.6% 和 1.6%；华东、华南和东北地区营收出现下降，同比分别下降 12.7%、8.8% 和 1.7%。

航空配餐和铁路配餐业务 18 年营收分别为 8.9 和 2.6 亿元，同比分别增长 6.4% 和 36.1%，航空配餐业务毛利率 42.7%，同比提升 1.3 个百分点。

● **公司短期业绩或承压，长期看好出境游行业成长，给予“增持”评级**
19 年 Q1 公司扣非净利润出现亏损，毛利率有所下滑，短期公司业绩或有所承压。长期来看，公司作为出境组团游零售龙头，具备较强的旅游产业链资源整合运作优势，或长期受益于出境游行业稳步成长。预计公司 2019-21 年 EPS 为 0.33/0.38/0.42 元/股，公司 18 年以来平均市盈率为 34.9 倍，考虑目前出境游行业景气尚未改善，公司毛利率有所下降，给予公司 19 年合理 P/E 估值 23 倍，对应合理价值 7.6 元/股，给予“增持”评级。

● **风险提示：**突发事件、宏观经济环境、汇率波动等因素影响出境游行业需求，毛利率大幅下降影响业绩，股东变动引起经营风险。

盈利预测：

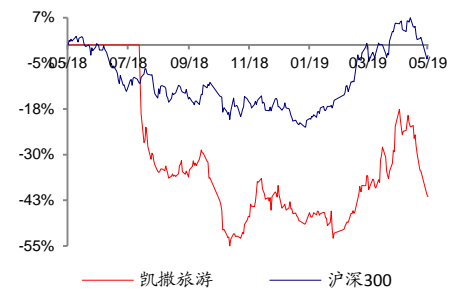
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,045 | 8,180 | 8,573 | 9,344 | 10,238 |
| 增长率(%) | 21.2 | 1.7 | 4.8 | 9.0 | 9.6 |
| EBITDA(百万元) | 573 | 530 | 461 | 555 | 598 |
| 净利润(百万元) | 221 | 194 | 266 | 302 | 339 |
| 增长率(%) | 3.8 | -12.0 | 37.2 | 13.5 | 12.1 |
| EPS(元/股) | 0.27 | 0.24 | 0.33 | 0.38 | 0.42 |
| 市盈率(P/E) | 51.23 | 27.46 | 22.65 | 19.96 | 17.80 |
| 市净率(P/B) | 5.61 | 2.41 | 2.44 | 2.17 | 1.93 |
| EV/EBITDA | 18.26 | 9.92 | 12.36 | 9.58 | 8.30 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 7.51 元 |
| 合理价值 | 7.6 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2019-05-08 |

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003

SFC CE No. BNU523



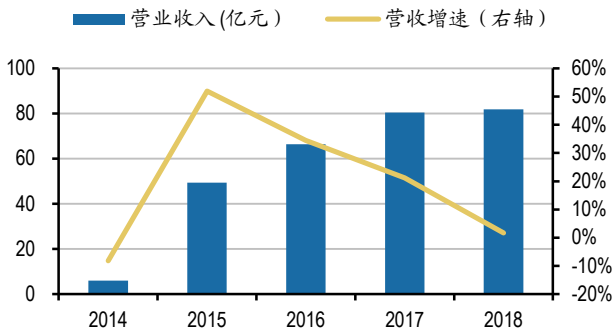
021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

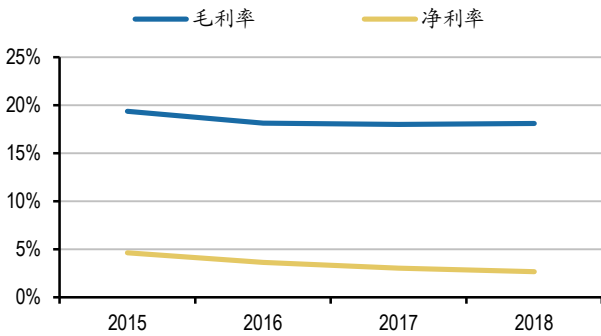
相关研究：

图1: 18年公司实现营收81.8亿元, 同比增长1.7%



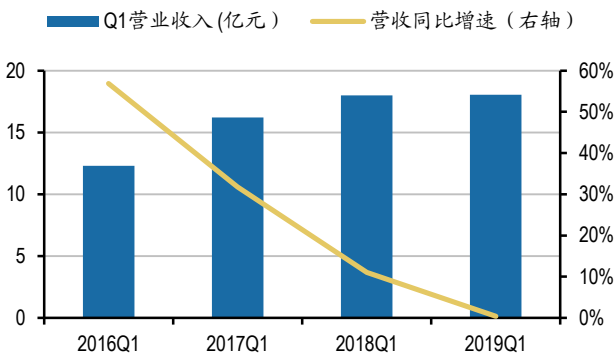
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 18年公司毛利率18.1%, 同比提升0.1个百分点



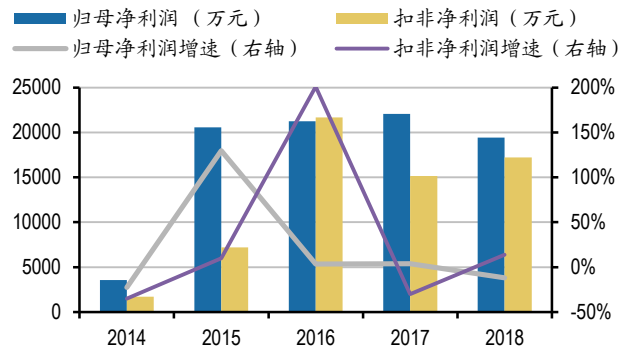
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 19年Q1营收18.1亿元, 同比增长0.4%



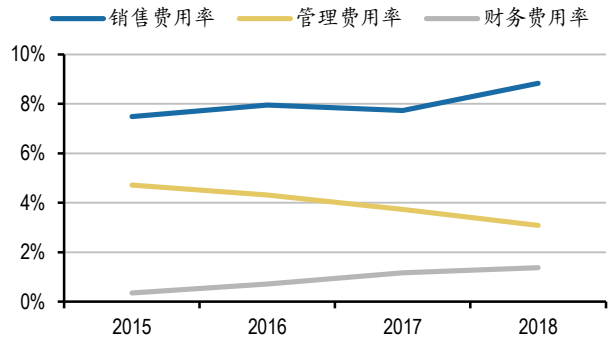
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 18年扣非归母净利润1.7亿元, 同比增长13.7%



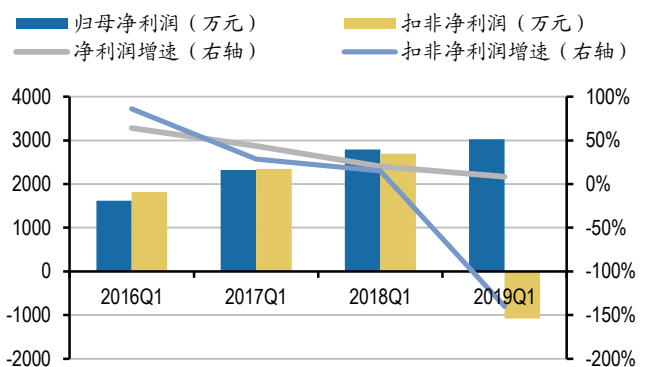
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 18年管理费用率下降0.6个百分点, 销售费用率上升1.1个百分点



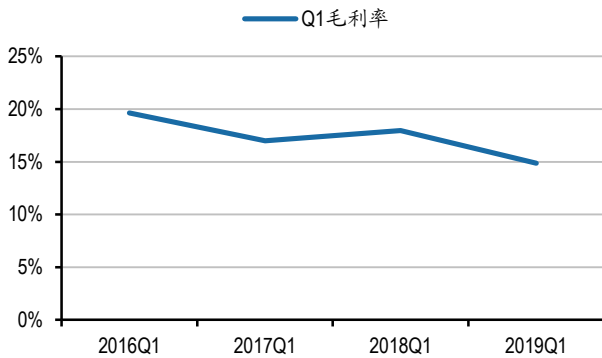
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 19年Q1归母净利润3023万元, 同比增长8.4%



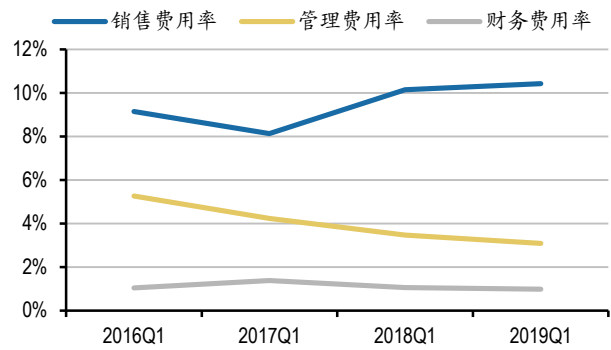
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: 19年Q1毛利率14.9%，同比下降3.1个百分点



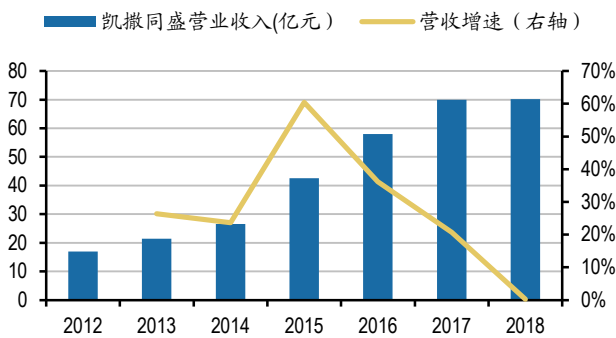
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 19年Q1期间费用率14.5%，下降0.2个百分点



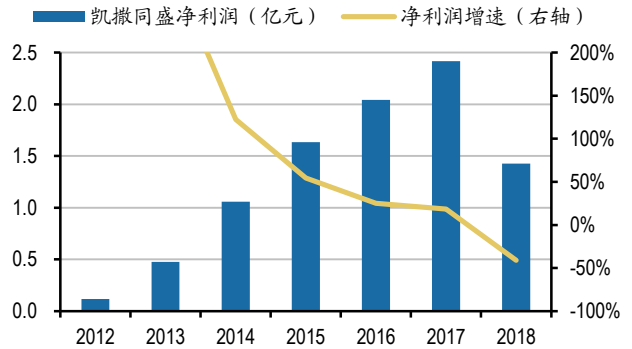
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 18年凯撒同盛营收70.1亿元，同比增长0.2%



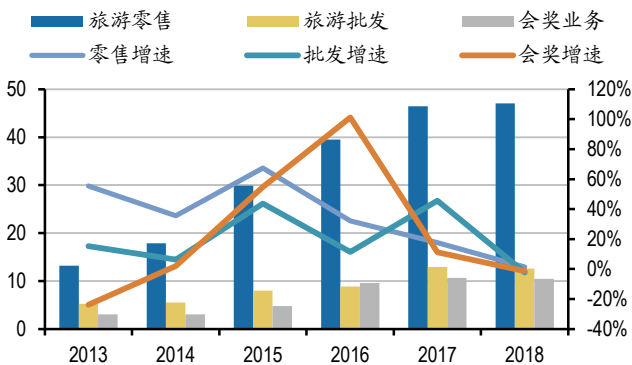
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图10: 18年凯撒同盛净利润1.4亿元，同比下降41%



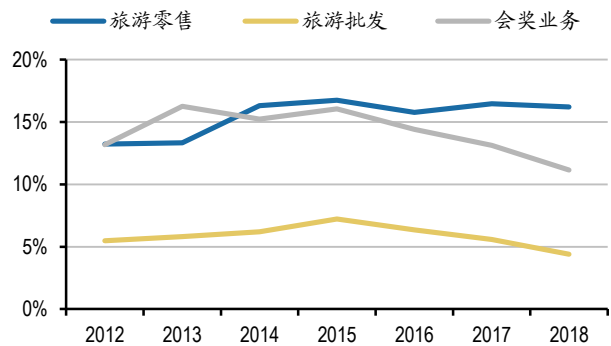
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图11: 18年旅游零售营收同比增长1.3%，批发营收同比下降2.3% (单位: 亿元)



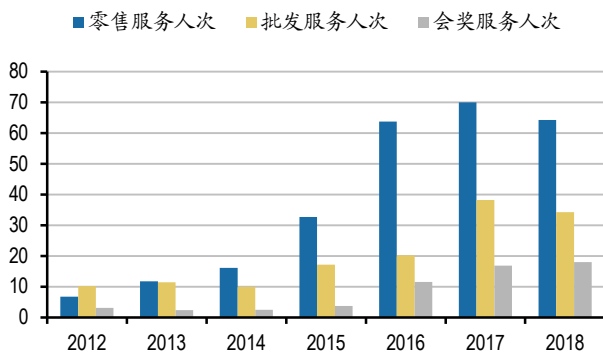
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 18年旅游零售业务毛利率下降0.2个百分点，批发和会奖下降1.2和2.0个百分点



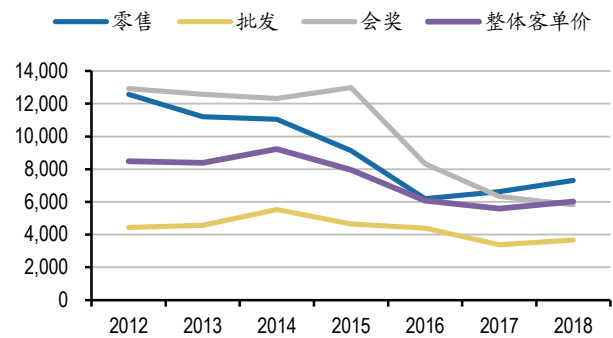
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 18年公司旅游业务服务人次有所下降 (单位: 万人次)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图14: 近两年公司旅游零售业务客单价有所提升 (单位: 元/人)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表1: 2016-18年营收拆分情况和2019-2021年营收拆分预测 (单位: 万元)

| 业务板块 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 旅游服务 (公民零售) | 394,845 | 464,552 | 470,698 | 494,232 | 543,656 | 598,021 |
| 同比增速 | | 18% | 1% | 5% | 10% | 10% |
| 旅游服务 (公民批发) | 88,630 | 128,993 | 125,989 | 125,989 | 132,288 | 145,517 |
| 同比增速 | | 46% | -2% | 0% | 5% | 10% |
| 旅游服务 (企业会奖) | 95,674 | 106,370 | 104,769 | 110,008 | 121,009 | 133,109 |
| 同比增速 | | 11% | -2% | 5% | 10% | 10% |
| 航空配餐及服务 | 65,118 | 83,694 | 89,010 | 94,350 | 100,011 | 106,012 |
| 同比增速 | | 29% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 铁路配餐及服务 | 12,630 | 19,294 | 26,263 | 31,515 | 36,243 | 39,867 |
| 同比增速 | | 53% | 36% | 20% | 15% | 10% |
| 合计营业收入 | 663,601 | 804,532 | 817,962 | 857,329 | 934,440 | 1,023,760 |
| 同比增速 | | 21% | 2% | 5% | 9% | 10% |

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 4,526 | 4,581 | 4,790 | 5,256 | 5,682 |
| 货币资金 | 2,419 | 1,527 | 1,551 | 1,861 | 2,047 |
| 应收及预付 | 1,692 | 1,731 | 1,809 | 1,937 | 2,146 |
| 存货 | 11 | 13 | 13 | 14 | 15 |
| 其他流动资产 | 404 | 1,310 | 1,417 | 1,443 | 1,474 |
| 非流动资产 | 1,552 | 1,519 | 1,519 | 1,519 | 1,519 |
| 长期股权投资 | 17 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 固定资产 | 260 | 254 | 254 | 254 | 254 |
| 在建工程 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 无形资产 | 117 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| 其他长期资产 | 1,156 | 1,103 | 1,103 | 1,103 | 1,103 |
| 资产总计 | 6,078 | 6,100 | 6,308 | 6,775 | 7,200 |
| 流动负债 | 3,096 | 2,901 | 2,821 | 2,952 | 3,001 |
| 短期借款 | 864 | 715 | 477 | 407 | 242 |
| 应付及预收 | 1,642 | 1,452 | 1,539 | 1,704 | 1,859 |
| 其他流动负债 | 590 | 733 | 806 | 841 | 900 |
| 非流动负债 | 793 | 814 | 813 | 813 | 813 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 696 | 697 | 696 | 696 | 696 |
| 其他非流动负债 | 98 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| 负债合计 | 3,889 | 3,714 | 3,634 | 3,764 | 3,814 |
| 股本 | 803 | 803 | 803 | 803 | 803 |
| 资本公积 | 646 | 646 | 646 | 646 | 646 |
| 留存收益 | 570 | 761 | 1,027 | 1,330 | 1,668 |
| 归属母公司股东权益 | 2,015 | 2,217 | 2,476 | 2,778 | 3,117 |
| 少数股东权益 | 175 | 169 | 198 | 232 | 270 |
| 负债和股东权益 | 6,078 | 6,100 | 6,308 | 6,775 | 7,200 |

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 8,045 | 8,180 | 8,573 | 9,344 | 10,238 |
| 营业成本 | 6,597 | 6,699 | 7,045 | 7,616 | 8,354 |
| 营业税金及附加 | 17 | 19 | 19 | 22 | 23 |
| 销售费用 | 622 | 722 | 772 | 841 | 921 |
| 管理费用 | 279 | 252 | 257 | 290 | 317 |
| 研发费用 | 20.49 | 17.56 | 19.55 | 20.89 | 23.04 |
| 财务费用 | 93.72 | 112.09 | 114.50 | 107.85 | 96.87 |
| 资产减值损失 | 204.45 | 82.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 132.72 | 15.46 | 47.75 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 343.40 | 302.27 | 394.33 | 447.15 | 501.56 |
| 营业外收支 | 2.87 | -1.75 | 0.16 | 0.56 | 0.45 |
| 利润总额 | 346 | 301 | 394 | 448 | 502 |
| 所得税 | 102 | 82 | 99 | 112 | 126 |
| 净利润 | 244 | 219 | 296 | 336 | 377 |
| 少数股东损益 | 23 | 24 | 30 | 34 | 38 |
| 归属母公司净利润 | 221 | 194 | 266 | 302 | 339 |
| EBITDA | 572.54 | 530.08 | 460.95 | 555.00 | 598.43 |
| EPS (元) | 0.27 | 0.24 | 0.33 | 0.38 | 0.42 |

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 498 | 226 | 337 | 488 | 449 |
| 净利润 | 244 | 219 | 296 | 336 | 377 |
| 折旧摊销 | 64 | 61 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 21 | -238 | -26 | 44 | -25 |
| 其它 | 169 | 184 | 67 | 108 | 97 |
| 投资活动现金流 | 445 | -970 | 48 | 1 | 0 |
| 资本支出 | -126 | -62 | 0 | 1 | 0 |
| 投资变动 | 559 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 12 | -898 | 48 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 23 | -149 | -362 | -178 | -263 |
| 银行借款 | -623 | -85 | -238 | -70 | -165 |
| 股权融资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 645 | -65 | -123 | -109 | -98 |
| 现金净增加额 | 966 | -893 | 24 | 310 | 186 |
| 期初现金余额 | 1,391 | 2,340 | 1,527 | 1,551 | 1,861 |
| 期末现金余额 | 2,340 | 1,450 | 1,551 | 1,861 | 2,047 |

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 21.2 | 1.7 | 4.8 | 9.0 | 9.6 |
| 营业利润增长 | 11.0 | -12.0 | 30.5 | 13.4 | 12.2 |
| 归母净利润增长 | 3.8 | -12.0 | 37.2 | 13.5 | 12.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 18.0 | 18.1 | 17.8 | 18.5 | 18.4 |
| 净利率 | 3.0 | 2.7 | 3.5 | 3.6 | 3.7 |
| ROE | 11.0 | 8.8 | 10.8 | 10.9 | 10.9 |
| ROIC | 74.1 | 23.3 | 23.2 | 28.8 | 30.5 |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 资产负债率 | 64.0 | 60.9 | 57.6 | 55.6 | 53.0 |
| 净负债比率 | 25.8 | 23.9 | 19.3 | 16.9 | 13.6 |
| 流动比率 | 1.46 | 1.58 | 1.70 | 1.78 | 1.89 |
| 速动比率 | 1.25 | 1.32 | 1.42 | 1.50 | 1.59 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.40 | 1.34 | 1.38 | 1.43 | 1.47 |
| 应收账款周转率 | 9.44 | 7.94 | 8.30 | 8.34 | 8.26 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.27 | 0.24 | 0.33 | 0.38 | 0.42 |
| 每股经营现金流 | 0.62 | 0.28 | 0.42 | 0.61 | 0.56 |
| 每股净资产 | 2.51 | 2.76 | 3.08 | 3.46 | 3.88 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 51.23 | 27.46 | 22.65 | 19.96 | 17.80 |
| P/B | 5.61 | 2.41 | 2.44 | 2.17 | 1.93 |
| EV/EBITDA | 18.26 | 9.92 | 12.36 | 9.58 | 8.30 |

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|---|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼 | 香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。