

凯撒集团入股途牛 有望实现三方共赢

——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: 11月20日,凯撒集团下属公司 Hopeful Tourism Limited 与京东下属公司 JD Investment HK, JD Investment BVI 完成途牛 7806 万股 A 类普通股的交割 (包括直接持有的 1243 万股及间接持有的 6562 万股途牛 A 类普通股)。本次交割完成后,凯撒对途牛合计持股比例达 21.1%,成为途牛第二大股东。

近年来,途牛不断深化与海南方面的合作交流,同时持续创新优化海南方向的产品和服务。包括:1)9月中旬,途牛上线海南旅游旗舰店;2)途牛深度挖掘海南作为境外目的地替代性产品,如:研学旅游和康养旅游产品;3)开发创新海岛游,大力发展深度游和定制游;4)研发特色鲜明的新产品,填补玩乐和度假型旅游产品的供给空白,比如围绕新设立的免税店以及主题公园等。

途牛还将充分利用海南的地理和政策优势,让海南发挥出全球枢纽功能。包括:

- ◆ **强枢纽建设。**途牛将为落地海南以及途经海南枢纽中转联运的全国游客,提供有关海南旅游、度假、邮轮、免税等目的地消费的打包产品和服务。
- ◆ **导客流网络。**通过途牛全国销售网络,为海南导入国内跟团、自由行、自驾、机票、酒店等客流及更多境外客源。
- ◆ **推进“旅游+”和“园区+旅游”探索。**

通过此次股份交割,将进一步深化三方合作,充分融合三方优势:

- ◆ 京东在零售、数字科技、物流仓储以及技术服务等领域具备领先能力。
- ◆ a.途牛线上和国内市场的优势。b.途牛出境游模式重构战略。c.避免因部分业务重合,凯撒和途牛打价格战造成的损失。
- ◆ 凯撒在线下及境外旅游市场有领先优势,同时和中出服合作布局免税业务。此次股份交割的完成,凯撒可进一步调动三方优势资源,加强线上线下业务联动,推进在旅游资源整合、业务协同、创新业务以及金融业务等方面的三方合作,对凯撒旅业以旅游和免税业务为主的多业态发展产生长期利好。

投资建议: 预计公司 2020-2022 年营收同比增速为-74.6%、225.9%和 63.2%。每股收益为-0.28 元、0.51 元和 0.93 元。2021-2022 的 PE 为 26 倍和 14 倍。我们给予公司 2021 年 PE 在 39-46 倍,合理股价范围为 19.68-23.62 元,给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险;疫情发展不确定性;旅游行业恢复不及预期;免税业务盈利不达预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,179.62	6,035.55	1,535.71	5,004.25	8,167.78
增长率(%)	1.67%	-26.21%	-74.56%	225.86%	63.22%
归母净利润(百万元)	194.14	125.65	(224.60)	505.23	924.04
增长率(%)	-12.03%	-35.28%	-278.75%	-324.95%	82.90%
净资产收益率(%)	8.76%	5.25%	-10.41%	17.72%	24.48%
每股收益(元)	0.24	0.16	(0.28)	0.51	0.93
PE	55.33	85.50	(47.84)	26.25	14.35
PB	4.85	4.49	4.98	4.65	3.51

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

买入(维持)

2020年11月30日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2020.11.27

总市值/流通市值(亿元)	107.44/107.39
总股本(万股)	80,300.03
资产负债率(%)	56.03
每股净资产(元)	2.75
收盘价(元)	13.38
一年内最低价/最高价(元)	6.11/24.6

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、《凯撒旅业公司深度研究:免税扬帆起 乘风万里航》2020-11-11
- 2、《凯撒旅业(000796.SZ) 季报点评:悲观预期释放 边际改善可期》2020-11-02

1. 凯撒集团完成京东所持途牛股份交割 三方共建共赢

1.1 凯撒对途牛合计持股比例达 21.1%，成为第二大股东

事件：11月20日，凯撒集团下属公司 Hopeful Tourism Limited 与京东下属公司 JD Investment HK, JD Investment BVI 完成途牛 7806 万股 A 类普通股的交割（包括直接持有的 1243 万股及间接持有的 6562 万股途牛 A 类普通股）。本次交割完成后，凯撒对途牛合计持股比例达 21.1%，成为途牛第二大股东，且 Hopeful Tourism Limited 可以向途牛董事会委派一名董事。

受疫情影响，途牛今年上半年营收约 2.1 亿元，同比下降 78.7%（2019 年为 22.8 亿元，同比增长 1.8%）；上半年净利润约-3.5 亿元，同比下滑 10.1%（2019 年为 -6.9 亿元，同比下滑 274.4%）。

近年来，途牛不断深化与海南方面的合作交流，同时持续创新优化海南方向的产品和服务。今年二季度以来，海南旅游市场的恢复在全国领先。海南自贸港的加快建设、离岛免税新政的刺激，让海南旅游市场不断焕发新的活力。

- ◆ 9 月中旬，途牛已上线海南旅游旗舰店，围绕“畅游海南”“玩够海南”“舌尖上的海南”“魅力康养海南温泉”等栏目设置，对海南的自然风光、免税购物、地道美食、旅游攻略、度假酒店等进行集中介绍和展示，并热推经典三亚、婚纱旅拍、亲子专线、乡村自驾等主题多元的产品。
- ◆ 未来疫情防控常态化，国内旅游品质不断上升，途牛会继续深度挖掘海南作为境外目的地替代性产品，比如：结合海南的‘海陆空’三大科技城市建设，打造科技旅游，开发更多研学旅游产品；借助海南自贸港博鳌乐城的‘大健康’体系建设，打造更多‘健康+旅游’的康养旅游产品。
- ◆ 冬季来临，开发更多创新海岛游是途牛优化旅游产品的方向，深度游和定制游的发展空间大。途牛用户对于海南深度游的需求旺盛，2020 年 Q3，行程 3-4 天的订单占 45%，5 天及以上的订单占 34%，同时海南定制游订单金额同比增长 51%。三亚的西岛，以及万宁的日月湾、石梅湾等相对小众景点受到越来越多的关注。
- ◆ 未来途牛还将与当地资源整合，研发更多特色鲜明的新产品，比如围绕新设立的免税店以及主题公园等，填补玩乐和度假型旅游产品的供给空白，培养出不同于围绕传统景点的旅游产品的差异化竞争力。

途牛还将充分利用海南的地理和政策优势，让海南发挥出全球枢纽功能。8 月 13 日，途牛与海南省旅文厅签署战略合作协议：

- ◆ 强枢纽建设。9 月底，途牛在海南的枢纽总部，海南途牛枢纽总部科技有限公司正式落地。途牛将为落地海南以及途经海南枢纽中转联运的全国游客，提供有关海南旅游、度假、邮轮、免税等目的地消费的打包产品和服务。
- ◆ 导客流网络。通过途牛全国销售网络，为海南导入国内跟团、自由行、自驾、机票、酒店等客流及更多境外客源。
- ◆ 推进“旅游+”和“园区+旅游”探索。途牛高品质跟团游“牛人专线”、全国地接网络“随往国际旅行社”将为海南“旅游+文化+免税”的业务模式发挥重要作用。

用。未来继续打造海南旅游产业新模式，完善园区及周边的旅游产业链。

目前途牛在枢纽建设、产品创新、目的地推广等方面已取得显著成效。途牛旅游网数据显示，2020年Q3，通过途牛预订海南方向的出游总人次环比增长139%，旅游消费环比增长277%。

1.2 凯撒、京东和途牛将实现三方共建共赢

早在今年4月，凯撒已与京东签订战略合作协议，公司将商旅方面的大出行产品与精神消费类产品纳入京东生态系统，补充京东旅行频道上的二级频道“商旅”频道下的产品供应链，包括向京东的用户、员工、合作方等提供出境游、免税商品采购、餐饮、金融等服务。同时，京东将利用其线上平台的渠道资源，和公司共同建立“互联网+门店”的营销模式。

今年5月，凯撒子品牌凯撒体育与京东集团旗下京东运动达成合作意向，凯撒体育将在京东商城平台开设“凯撒体育旗舰店”，利用京东线上平台的渠道资源优势，拓展凯撒体育线上线下融合的新零售服务场景。

- ◆ 未来东京奥运会观赛游、全球主流赛事门票及观赛游，以及国内外体育赛事线上报名入口等体育主题产品和服务，将陆续上线京东平台。
- ◆ 此外，依托自身所拥有的上下游优质体育资源，凯撒体育将把更多国内外优质体育类商户引入京东平台；双方还将整合全国优质体育场馆资源，基于京东的高科技智能预订系统，共同搭建体育场馆预订平台。

今年5月，凯撒与途牛达成战略合作。二者将结合途牛在互联网平台入口、信息技术以及本地营销的优势，和凯撒全国门店布局、线下销售能力以及会员资源的优势，促进凯撒线上线下融合发展，实现产品互售，助力客流增长。同时，双方合作范围不仅限于旅游业务，还将围绕免税店业务合作、“线上+线下”新零售发展及金融业务等方面展开全方位合作。

通过此次股份交割，将进一步深化三方合作，充分融合三方优势：

- ◆ 京东在零售、数字科技、物流仓储以及技术服务等领域具备领先能力，同时具备流量优势。未来还将围绕免税店业务，共同搭建多元化资源共享平台，为消费者提供更便捷顺畅的线上+线下服务体验，如：借助京东线上资源构建智慧门店、构建更多免税体验店等。同时，京东在物流仓储方面的优势未来将对凯撒正在积极布局的免税业务强势赋能。
- ◆ a.途牛在线上和国内市场的优势。途牛具备多样化的线上旅游产品和服务，为消费者提供跟团游、自助游以及定制游等旅游产品。b.途牛出境游模式重构战略。在海南建立枢纽总部，将为落地海南以及途经海南枢纽中转联运的全国游客，提供有关海南旅游、度假、邮轮、免税等目的地消费的打包产品和服务。c.避免因部分业务重合，凯撒和途牛打价格战造成的损失。
- ◆ 凯撒拥有丰富的旅游产业资源，在线下以及境外旅游市场具备领先优势，和中出服深度合作布局免税业务，除此之外，业务还涵盖食品、新零售、数科、投资等多个领域，带动途牛和京东共同发展。

此次股份交割的完成，凯撒可进一步调动三方优势资源，加强线上线下业务联动，推进在旅游资源整合、业务协同、创新业务以及金融业务等方面的三方合作，对凯撒旅业以旅游和免税业务为主的多业态发展产生长期利好。

2. 投资建议

此次途牛股份交割的完成，使公司成为途牛第二大股东，凯撒、京东和途牛三方的进一步合作，代表凯撒正在强化业务布局，进行资源整合，增强在旅游市场的核心竞争力，同时积极为免税业务进行赋能，对凯撒的旅游和免税业务具备长期利好。我们预计公司 2020-2022 年营业收入约为 15.4 亿元、50.0 亿元和 81.7 亿元，同比增速为-74.6%、225.9%和 63.2%。归母净利约为-2.2 亿元、5.1 亿元和 9.2 亿元。每股收益为-0.28 元、0.51 元和 0.93 元。2021-2022 的 PE 为 26 倍和 14 倍。我们给予公司 2021 年 PE 在 39-46 倍，合理股价范围为 19.68-23.62 元，给予“买入”评级。

3. 风险提示

宏观经济下行风险；疫情发展不确定性；旅游行业恢复不及预期；免税业务盈利不达预期。

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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
营业收入	8179.62	6035.55	1535.71	5004.25	8167.78	流动资产合计	4581.24	3914.36	3072.40	4500.88	6233.20		
营业成本	6699.22	4805.04	1229.90	3413.39	5434.76	货币资金	1527.40	843.64	691.07	1251.06	1333.43		
营业税金及附加	19.36	15.02	3.73	12.30	19.95	应收账款	1003.92	1000.57	652.15	721.90	1178.26		
营业费用	722.46	718.50	322.50	518.86	846.87	其他应收款	184.46	167.42	330.96	1078.48	1760.25		
管理费用	251.85	237.95	184.29	175.69	286.75	预付款项	726.42	1591.60	1106.91	1130.63	1800.18		
研发费用	17.56	15.71	15.71	18.85	24.51	存货	13.24	25.82	26.96	18.34	74.16		
财务费用	112.09	97.11	50.17	65.01	67.26	其他流动资产	950.19	33.87	15.36	50.04	81.68		
资产减值损失	82.98	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	1518.73	2600.59	2823.61	2803.48	2791.79		
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	23.40	817.42	1031.53	1031.53	1031.53		
投资净收益	15.46	72.58	20.00	20.00	20.00	固定资产	253.54	228.04	198.74	169.44	140.14		
营业利润	302.27	205.50	(230.26)	831.10	1518.02	无形资产	135.24	133.21	133.12	133.05	142.29		
营业外收入	1.15	2.04	2.04	2.04	2.04	商誉	126.15	140.39	189.94	189.94	189.94		
营业外支出	2.90	4.50	4.50	4.50	4.50	其他非流动资产	5.28	32.65	4.65	15.15	24.73		
利润总额	300.51	203.04	(232.72)	828.64	1515.56	资产总计	6099.96	6514.96	5896.01	7304.35	9024.99		
所得税	81.91	50.84	0.00	216.68	396.30	流动负债合计	2900.73	3780.34	3410.20	3997.48	4578.92		
净利润	218.61	152.20	(232.72)	611.97	1119.27	短期借款	715.34	683.59	859.00	1136.46	969.22		
少数股东损益	24.46	26.55	(8.12)	106.74	195.22	应付账款	827.68	985.41	707.61	553.18	880.77		
归属母公司净利润	194.14	125.65	(224.60)	505.23	924.04	预收款项	624.61	598.52	152.29	496.25	809.96		
EBITDA	582.06	465.40	(130.70)	945.48	1635.34	一年内到期的非流动负债	44.38	720.97	498.71	498.71	498.71		
EPS (元)	0.24	0.16	(0.28)	0.51	0.93	非流动负债合计	813.67	145.56	138.68	159.46	179.39		
主要财务比率						长期借款	0.00	0.28	0.28	0.28	0.28		
						应付债券	696.64	0.00	0.00	0.00	0.00		
成长能力						负债合计	3714.40	3925.90	3548.88	4156.94	4758.31		
营业收入增长	1.67%	-26.21%	-74.56%	225.86%	63.22%	少数股东权益	168.81	197.50	189.38	296.12	491.34		
营业利润增长	-11.98%	-32.01%	-212.05%	-460.94%	82.65%	实收资本(或股本)	803.00	803.00	803.00	991.31	991.31		
归属于母公司净利润增长	-12.03%	-35.28%	-278.75%	-324.95%	82.90%	资本公积	645.61	634.20	634.20	634.20	634.20		
获利能力						未分配利润	697.16	824.81	600.21	1105.43	2029.48		
毛利率(%)	0.18	0.20	0.20	0.32	0.33	归属母公司股东权益合计	2216.75	2391.56	2157.76	2851.30	3775.34		
净利率(%)	2.67%	2.52%	-15.15%	12.23%	13.70%	负债和所有者权益	6099.96	6514.96	5896.01	7304.35	9024.99		
总资产净利润(%)	3.18%	1.93%	-3.81%	6.92%	10.24%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	8.76%	5.25%	-10.41%	17.72%	24.48%	经营活动现金流	226.15	(404.95)	214.28	148.94	316.52		
偿债能力						净利润	218.61	152.20	(232.72)	611.97	1119.27		
资产负债率(%)	60.89%	60.26%	60.19%	56.91%	52.72%	折旧摊销	50.88	47.86	49.38	49.37	50.06		
流动比率	1.58	1.04	0.90	1.13	1.36	财务费用	112.09	97.11	50.17	65.01	67.26		
速动比率	1.57	1.03	0.89	1.12	1.35	应付帐款减少	51.53	3.35	348.42	(69.74)	(456.36)		
营运能力						预收帐款增加	(63.06)	(26.09)	(446.23)	343.96	313.71		
总资产周转率	1.34	0.96	0.25	0.76	1.00	投资活动现金流	(969.69)	(99.14)	(253.73)	(10.50)	(19.58)		
应收账款周转率	7.94	6.02	1.86	7.28	8.60	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
应付账款周转率	9.18	6.66	1.81	7.94	11.39	长期股权投资减少	(5.98)	(794.02)	(214.11)	0.00	0.00		
每股指标(元)						投资收益	15.46	72.58	20.00	20.00	20.00		
每股收益(最新摊薄)	24.18%	15.65%	-27.97%	50.97%	93.21%	筹资活动现金流	(149.43)	(183.36)	(113.12)	421.55	(214.57)		
每股净现金流(最新摊薄)	(1.11)	(0.86)	(0.19)	0.56	0.08	应付债券增加	0.97	(696.64)	0.00	0.00	0.00		
每股净资产(最新摊薄)	276.06%	297.83%	268.71%	287.63%	380.84%	长期借款增加	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00		
估值比率						普通股增加	0.00	0.00	0.00	188.31	0.00		
P/E	55.33	85.50	(47.84)	26.25	14.35	资本公积增加	0.00	(11.41)	0.00	0.00	0.00		
P/B	4.85	4.49	4.98	4.65	3.51	现金净增加额	(892.97)	(687.44)	(152.57)	559.99	82.37		
EV/EBITDA	18.34	24.29	(87.31)	14.44	8.19								

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