

【广发海外】复星旅游文化 (01992.HK)

高端一站式度假龙头，优势突出增长卓越

● 复星旅游文化：一站式全包服务领先，18年实现调整后净利6亿元

复星旅文为提供全球休闲度假旅游的综合性旅游集团，根据年报，2018年实现营收、经调整的 EBITDA 分别为 163 亿元、20.7 亿元，同比增 37.9%、178%，经调整的净利润 5.8 亿元，实现扭亏，剔除地产销售业务后，测算公司 18 年收入同比增 13.8%、经调整 EBITDA 同比增 20.5%，度假村和其他项目经营利润达 1.9 亿元（17 年 0.7 亿元）。

● 度假村业务：全球规模最大，盈利能力稳步提升

2017 年全球旅游度假村市场规模为 2186 亿美元，13-17 年复合增速为 8.5%，预计 17-22 年增速达 11.4%。ClubMed 在全球度假村中规模最大，2017 年市占率为 0.8%，其通过先发优势占领稀缺的自然资源，同时通过差异化的服务、全球化度假村网络、丰富的文化内涵塑造了高认可度品牌，具备较强的竞争优势，2018 年实现营业收入、经营利润（剔除非经常）120.2 亿元、4.06 亿元，分别同比增 2.2%、41.8%。

● 目的地及其他服务：三亚首年经营强劲，太仓、丽江项目稳步推进

三亚亚特兰蒂斯是三亚最大的高端度假村供货商，自 2018 年 2 月-12 月底实现营收 7.52 亿元，经常性净利-0.14 亿元，全年入住率 58%，revpar1112 元，而 2019 年新年期间其实现营收达 1.5 亿元，入住率高达 93%，我们预计随着亚特兰蒂斯入住率提升、服务多元化，盈利能力有望持续增强。丽江项目坐落于玉龙雪山脚下，预计于 2020 年末或 2021 年初起按阶段完成，太仓项目以滑雪项目为主，预计自 2020 年末起按阶段完成。

● 增长点明确，现金流稳健，看好公司中长期发展

公司一站式服务度假村的轻资产比例逐年提升，按度假村数量计，截至 2018 年年底，公司轻资产占比 74.6%，相较于 15 年提升 2.5 个百分点，按房间数计，18 年 6 月相较于 15 年末占比提升更明显达到约 6 个百分点，同时 2019-2021 年开设的度假村全部为轻资产运营，轻资产提升经营效率，同时公司总资产周转率高于可比公司。

公司度假村业务的驱动因素在于开村数量增长以及结构优化带来的 revpar 增长：1) 未来三年公司计划开 16 个度假村；2) 亚太及美洲地区、轻资产及高端占比逐渐提升。

旅游目的地：1) 随着服务多元化、受益于海南自贸区政策，亚特兰蒂斯有望持续贡献收益；2) 储备的丽江项目、太仓项目。公司最终打造旅游文化生态圈。

财务分析：近 4 年来公司毛利率稳步提升，同时受益于轻资产度假村比例提升，折旧与摊销成本占比下滑，另外现金流也较稳健，18 年经营性现金流达 6 亿元。

● 结论：高端一站式服务提供商，结构优化增长明确，看好公司长期发展

公司是全球领先的家庭休闲度假一站式服务提供商，我们看好其度假村业务量价齐升、旅游目的地贡献业绩增量，预计 19-21 年 EPS 分别为 0.53、0.66、0.77 元人民币，DCF 估值法下我们测算合理价值 15.50 元人民币/股，相对估值法下，合理价值 16.22 元人民币/股。综合来看，公司合理价值取平均约 15.86 元人民币/股，对应 18.02 港币/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：高端旅游需求低于预期；安全事故导致公司品牌力受损。

盈利预测 (单位: 人民币元):

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,799	16,286	17,817	18,108	19,891
增长率(%)	9.43%	37.71%	9.40%	1.63%	9.85%
EBITDA(百万元)	746	1913	3078	3326	3702
净利润(百万元)	-196.50	308.44	650.71	810.25	952.44
增长率(%)	43.89%	257%	110.97%	24.52%	17.55%
EPS (元/股)	-0.16	0.25	0.53	0.66	0.77
市盈率 (P/E)	-61	39	18	15	13
市净率 (P/B)	2.6	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	23.84	8.28	5.11	4.60	3.83

资料来源: wind、公司公告、广发证券发展研究中心

公司评级

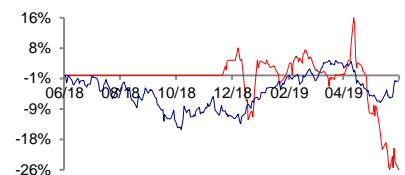
公司评级	买入
当前价格	11.04 港元
合理价值	18.02 港元

报告日期 2019-06-25

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1234/1234
总市值/流通市值 (亿港元)	136/136
一年内最高/最低 (港元)	17.38/11.04
30 日均成交量/成交额 (百万)	0.06/0.73
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-27.46/-29.23

相对市场表现



— 复星旅游文化 — 恒生指数

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



shentao@gf.com.cn

分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229

分析师:

张雨露



SAC 执证号: S0260518110003

SFC CE No. BNU523

相关研究:

联系人: 徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

目录索引

复星旅游文化：一站式全包服务领先，18年实现调整后净利6亿元.....	5
公司概况：收购 CLUB MED、开发亚特兰蒂斯，打造全球家庭休闲度假一站式服务提供商	5
股东：复星国际“快乐生态”旅游休闲主体，独立上市实现分拆	5
财务：18年实现调整后净利润5.8亿元，剔除地产影响后仍达1.1亿元，均扭亏 ...	6
度假村业务：全球规模最大，盈利能力稳步提升	8
行业概况：全球度假村市场规模增速达8.8%，公司龙头优势愈发明显	8
竞争优势：全球化网络、差异化服务、高端友好多元化品牌.....	11
经营状况：18年实现经常性经营利润大幅增长至4.1亿元，容纳能力同比增8.9%13	
目的地及其他服务：三亚首年经营强劲，太仓、丽江项目稳步推进	14
三亚亚特兰蒂斯：开业首年贡献营收7.52亿元，且基本实现盈亏平衡	14
丽江、太仓：项目有序推进，旅游目的地进一步丰富.....	16
基于度假场景的服务及解决方案业务：18年实现营收1.34亿元，19年多点开花 .	17
增长点明确，现金流稳健，看好公司中长期发展	17
度假村：开村数增长、结构优化、轻资产比例稳步提升	17
旅游目的地：亚特兰蒂斯盈利增长，看好丽江项目、太仓项目	19
提供一站式产品及服务，形成旅游文化生态圈.....	20
财务分析：毛利率稳步提升、成本结构优化、现金流稳健	21
结论：高端一站式服务提供商，结构优化增长明确，看好公司长期发展.....	22

图表索引

图 1: 2010 年以来复星集团持续布局旅游文化板块, 深度打造旅游生态圈	6
图 2: 公司 2018 年实现营收 163 亿元, 同比增 37.9%	7
图 3: 公司 2018 年实现经调整的 EBITDA 20.7 亿元, 同比增 178%	7
图 4: 公司 2018 年经调整的净利润 5.8 亿元, 同比增 178%	7
图 5: 18 年度度假村及旅游目的地营运公司收入占比 64.4%	7
图 6: 旅游支出占家庭支出的比重上升, 预计 2018 年达到 12.0%	8
图 7: 2017 年休闲旅游度假市场占全球旅游市场的 58.5%	9
图 8: 预计于 2022 年休闲旅游度假市场占比提升 60.8%	9
图 9: 2017 年亚太区旅游市场规模占全球的 33%	11
图 10: 预计 2022 年亚太区旅游市场规模占全球的 37%	11
图 11: 亚太区度假村市场渗透率、市场集中度较低, 有提升空间	11
图 12: 2018 年底 Clubmed 在欧非中东、美洲、亚太度假村分别为 40、12、15 个 (其中中国 5 个)	12
图 13: 2017 年欧非中东、美洲、亚太地区度假村的容纳能力分别相较于 2015 年 下滑 3.3%、增 26.8%、增 30.3%	12
图 14: 2018 年来自欧非中东、美洲、亚太地区的客户数量分别较 2016 年增 7%、 23.3%、14.3%	12
图 15: ClubMed 的品牌知名度较高	13
图 16: 亚特兰蒂斯全年实现营业额 7.52 亿元	15
图 17: 亚特兰蒂斯 2018 年房间收入 4.29 亿元	15
图 18: 亚特兰蒂斯 2018 年日均房价 1916 元	16
图 19: 亚特兰蒂斯 2018 年 revpar 达 1112 元	16
图 20: 2018 年基于度假场景的服务及解决方案业务贡献收入 1.34 亿元	17
图 21: 2019 年 3 月于上海市中心 2 家迷你营开业	17
图 22: 公司轻资产运行的度假村占比逐年提升	18
图 23: 复星旅文 2018 年总资产周转率高于可比公司	18
图 24: 四星、五星度假村占比提升	19
图 25: 公司 ADR 逐年增长	19
图 26: 复星旅游文化集团的 FOLIDAY 内部生态系统	20
图 27: 公司近三年来收入增速维持 9-40% 的水平	21
图 28: 公司毛利率水平稳步提升	22
图 29: 公司折旧与摊销成本占比下滑	22
表 1: 公司 17-18 年收入结构	7
表 2: 2017 年全球五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额	9
表 3: 2017 年欧非地区五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额	9
表 4: 2017 年美洲地区五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额	10
表 5: 2017 年亚太地区五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额	10

表 6: ClubMed 为客户提供高端、友好、差异化的服务	13
表 7: 2018 年公司度假村实现经常性经营利润 4.06 亿元, 容纳能力同比增 8.9%	14
表 8: 丽江项目、太仓项目概览.....	16
表 9: 核心盈利预测与假设	23
表 10: FCFF 估值关键性假设	24
表 11: 海外酒店业务上市公司估值表 (截至 2019 年 6 月 17 日)	24

注：下文除非特殊说明，单位均为人民币元

复星旅游文化：一站式全包服务领先，18 年实现调整后净利 6 亿元

公司概况：收购 Club Med、开发亚特兰蒂斯，打造全球家庭休闲度假一站式服务提供商

复星旅游文化集团（“复星旅文”）是提供全球休闲度假旅游的综合旅游集团。公司专注为家庭客户提供休闲度假旅游解决方案，打造涵盖广泛旅游和休闲相关服务的“FOLIDAY”全球生态系统，为客户提供定制的一站式服务。公司主营业务包括：

- 1) 度假村业务：**公司于 2015 年 2 月收购 Club Med。Club Med 创始于 1950 年，总部设于法国，是欧洲最大的滑雪度假村供应商，提供以家庭为中心、一价全包模式的休闲度假服务。公司通过 Club Med 以及 Club Med Joyview 品牌经营度假村，在度假村内提供住宿、娱乐、开放式酒吧、餐饮等服务，截至 2018 年年底 Club Med 在全球超过 40 个国家和地区拥有 67 个度假村，其中欧非中东 40 个（包括一艘邮轮）、美洲 12 个、亚太地区 15 个（其中中国 6 个）；
- 2) 旅游目的地业务：**开发、运营以及管理旅游目的地，包括 2018 年 4 月开业的三亚亚特兰蒂斯，2019 年开工建设的丽江、太仓项目以及第三方管理旅游目的地；
- 3) 提供基于度假场景的服务及解决方案：**涵盖娱乐及其他旅游及文化相关服务和家庭旅游及休闲相关产品，包括演艺项目泛秀（2019 年 2 月在三亚亚特兰蒂斯推出 C 秀）、针对儿童学习和游戏互动的 Miniversity、FOLIDAY 生活平台等业务。

股东：复星国际“快乐生态”旅游休闲主体，独立上市实现分拆

复星旅文于 18 年 12 月 14 日于香港联交所主板上市。控股股东是复星国际，截止 18 年 12 月 31 日复星国际持有公司 81.07% 股份。复星集团成立于 1992 年，2007 年复星国际在香港联交所主板实现整体上市，复星国际战略构建全球幸福生态系统，旗下业务划分健康、快乐和富足三大生态。复星旅文为复星国际快乐生态旅游休闲板块的主要组成部分，除旅游休闲业务外快乐生态板块还包括时尚和体验式服务业务。

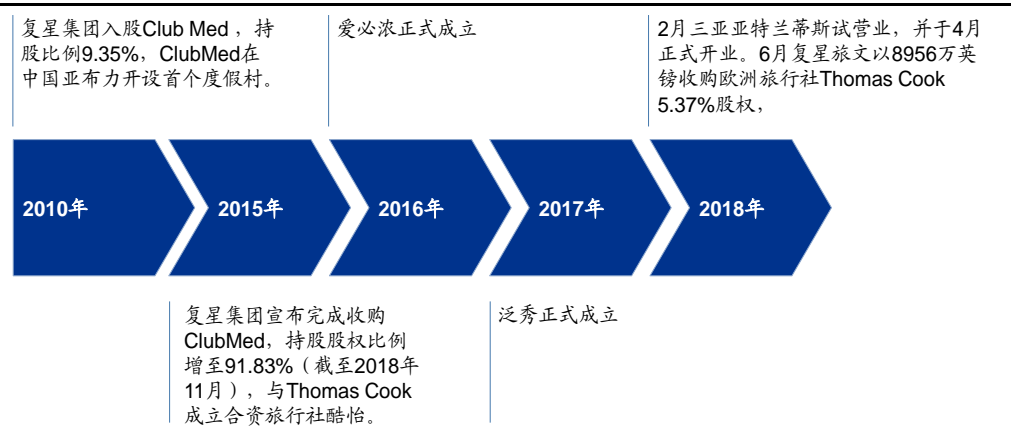
2010 年以来复星集团持续布局旅游文化板块，深度打造旅游生态圈：

- ◇ **2010 年：**复星集团入股 Club Med，持股比例 9.35%，Club Med 在中国亚布力开设首个度假村。
- ◇ **2015 年：**3 月复星集团宣布完成收购 Club Med，持股股权比例增至 91.83%（截

至2018年11月);同时,与Thomas Cook成立合资旅行社酷怡(公司持股51%),酷怡是公司的旅游产品销售与服务的提供商。

- ◇ **2016年:** 爱必浓正式成立,爱必浓为旅游目的地提供设计、技术、运营与管理服务。
- ◇ **2017年:** 泛秀正式成立,泛秀品牌旨在发展与推广文化与娱乐活动。
- ◇ **2018年:** 2月三亚亚特兰蒂斯试营业,并于4月正式开业。6月复星旅文以8956万英镑收购欧洲旅行社Thomas Cook 5.37%股权,截至2018年9月复星旅文持股Thomas Cook 6.04%(另复星国际持有7.23%的股权)。

图1: 2010年以来复星集团持续布局旅游文化板块,深度打造旅游生态圈



数据来源: 招股说明书、公司年报、广发证券发展研究中心

财务: 18年实现调整后净利润5.8亿元, 剔除地产影响后仍达1.1亿元, 均扭亏

2018年实现经调整后净利润5.8亿元, 实现扭亏。根据公司年报, 公司2018年实现营收、经调整的EBITDA分别为163亿元、20.7亿元, 同比增37.9%、178%, 经调整的净利润5.8亿元, 同比增178%。

收入结构方面, 度假村营运收入同比增6.8%, 旅游目的地营运贡献收入7.7亿元。收入结构看, 不考虑板块间抵消, 度假村及旅游目的地营运、旅游业地产销售及建造服务、基于度假场景的服务及解决方案分别实现营业收入105亿元(+15.1%)、34.4亿元(17年仅为4.9亿元)、24亿元(+8.7%), 分别占比64.2%、21.1%、14.7%, 其中度假村营运贡献收入97亿元, 同比增6.8%, 旅游目的地营运贡献7.72亿元, 同比大幅提升(17年仅为0.14亿元)。

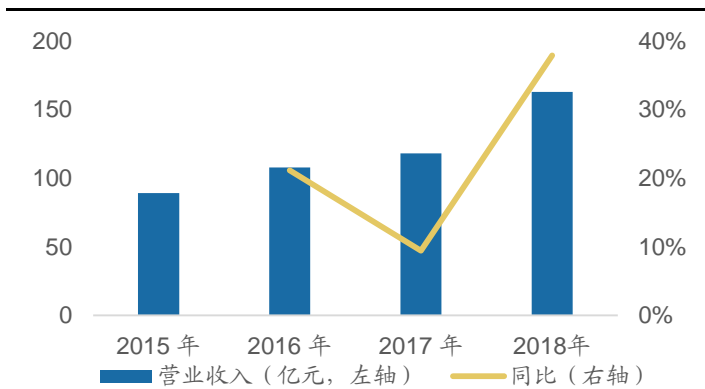
毛利方面,度假村及目的地业务、旅游业相关物业销售及建设服务、旅游休闲服务及解决方案分别贡献毛利29.2亿元(+18%)、20.1亿元(17年仅为0.3亿元)、3.44亿元(+6.5%), 分别占比27.8%、58%、14.2%。

经调整的EBITDA方面,剔除非经营项目, 度假村业务实现经调整的EBITDA 9.87

亿元，同比增12.8%，剔除与物业销售相关的、与经营业务相关的非经常性EBITDA，旅游目的地业务实现经调整的EBITDA 1.34亿元，同比扭亏（去年同期为亏损1.22亿元）。

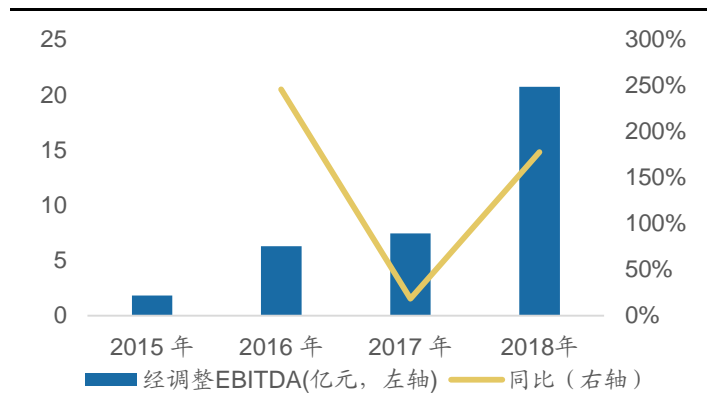
剔除地产销售业务后，公司18年收入同比增13.8%、毛利同比增16.6%、经调整的EBITDA同比增20.5%。而从经营利润来看，按板块划分的经营利润合计为19.1亿元，其中剔除房地产业务外，度假村和其他项目盈利达到1.9亿元（去年同期无房地产业务盈利为0.7亿元）。

图2：公司2018年实现营收163亿元，同比增37.9%



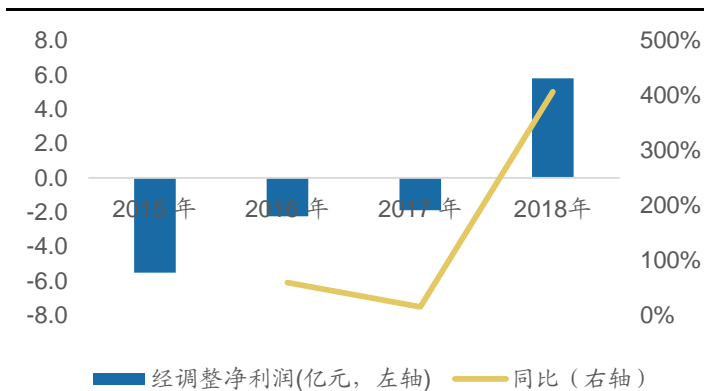
数据来源：公司招股书、公司年报、广发证券发展研究中心

图3：公司2018年实现经调整的EBITDA 20.7亿元，同比增178%



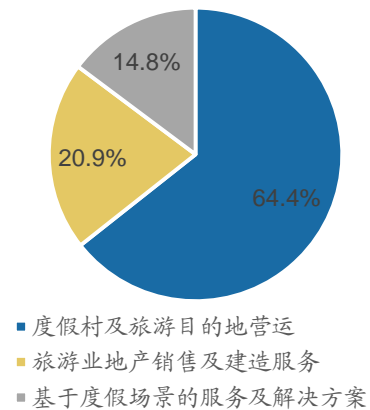
数据来源：公司招股书、公司年报、广发证券发展研究中心

图4：公司2018年经调整的净利润5.8亿元，同比增178%



数据来源：公司招股书、公司年报、广发证券发展研究中心

图5：18年度度假村及旅游目的地营运公司收入占比64.4%



数据来源：公司招股书、公司年报、广发证券发展研究中心

表1：公司17-18年收入结构

(单位：百万元)	2017	2018	同比
度假村及旅游目的地营运			
度假村	9,082	9,696	6.8%
旅游目的地	14	772	5414%
合计	9,096	10,468	15%
旅游业地产销售及建造服务			
度假村	492		

旅游目的地		3,393	
合计	492	3,393	590%
基于度假场景的服务及解决方案			
度假村	2,184	2,270	3.9%
基于度假场景的服务及解决方案业务	27	134	396%
合计	2,211	2,404	9%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

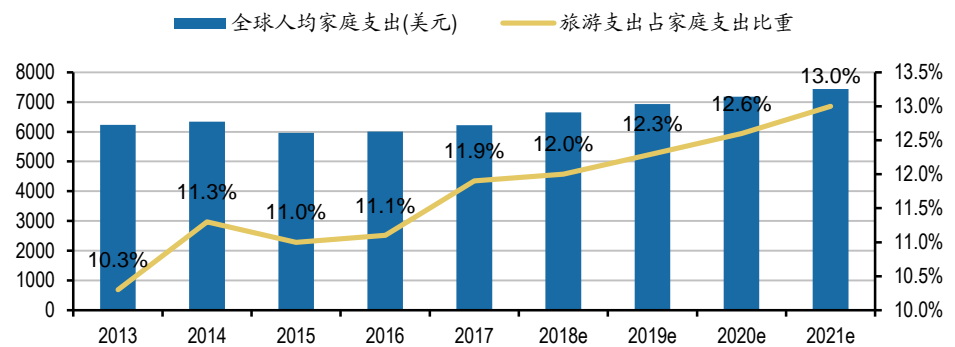
度假村业务：全球规模最大，盈利能力稳步提升

行业概况：全球度假村市场规模增速达 8.8%，公司龙头优势愈发明显

1、预计全球人均旅游支出17-22年复合增长率为6.7%，高于人均家庭支出，驱动因素在于人均收入提升、消费升级下对旅游文娱消费的占比增加

根据世界银行数据及弗若斯特沙利文预测，2017年全球人均家庭支出6216.9美元，同比增长3.4%，预计在2022年增长至7711.1美元，2017-2022年复合增长率达4.4%。同时2017-2022年人均旅游支出复合增长率达6.7%，高于全球人均家庭支出，占比预计从2017年的11.9%增至2022年的13.3%，驱动因素：1) 人均可支配收入增加；2) 消费升级背景下，人们对文化、娱乐、旅游等方面的消费占比提升。

图6：旅游支出占家庭支出的比重上升，预计2018年达到12.0%



数据来源：世界银行、弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

2、全球度假村市场增速高于整体，集中度有望逐步提升，随着未来三年11个度假村开业，公司全球第一的地位有望继续巩固

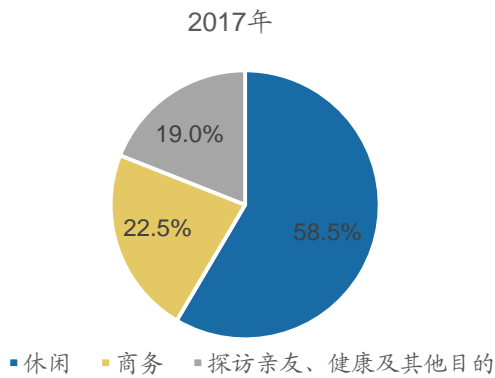
1) 预计17-22年全球休闲度假旅游市场收入复合增长率为8.8%，其中提供多元化产品和服务组合（旅游、餐饮、娱乐等）的酒店和度假村迎来发展。全球旅游市场按照旅游目的可以分为休闲、商务、探访亲友及其他旅游，以收入计，根据弗若斯特沙利文数据，休闲旅游度假市场占全球旅游市场的58.5%，并预计于2022年提升至60.8%，17-22年休闲旅游度假市场收入复合增长率为8.8%，驱动因素：a.家庭消费者占比提升，其更注重亲子互动以及旅行教育；b.千禧一代更追求个性化、休闲化

的旅行体验；c.更多消费者喜好滑雪、潜水、露营等户外活动。因此能够提供多元化产品和服务组合（旅游、餐饮、娱乐等）的酒店和度假村迎来发展。

2) 度假村是全球休闲旅游度假住宿市场的主要形式之一，增速高于整体。2017年全球度假村市场收入占全球休闲旅游度假住宿市场的27.4%，预计17-22年复合增长率为11.4%，高于住宿市场的10.2%。

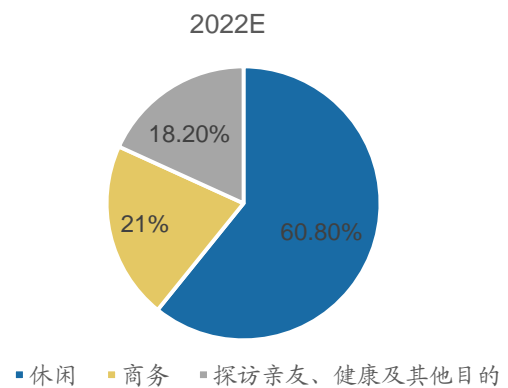
3) 度假村市场集中度较低，竞争激烈，Club Med为龙头。全球范围看，以2017年的收入计，CR5仅为 2.4%，其中，Club Med规模居首，市占率0.8%。欧非中东、美洲、亚太区CR5分别为4.1%、3.6%、1.6%，ClubMed市占率分别为1.4%、0.4%、0.4%，分别位于第1、5、2位。预计未来三年随着11个度假村开业，ClubMed市占率将进一步提升。

图7: 2017年休闲旅游度假市场占全球旅游市场的58.5%



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

图8: 预计于2022年休闲旅游度假市场占比提升60.8%



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

表 2: 2017 年全球五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额

排名	休闲旅游度假村集团	收入（百万美元）	以收入计市场份额	度假村数目	覆盖国际及地区数目
1	ClubMed	1666.9	0.8%	69	26
2	集团 A	1522.0	0.7%	90	15
3	集团 B	722.0	0.3%	148	35
4	集团 C	708.9	0.3%	230	12
5	集团 D	660.0	0.3%	52	6
	五大集团合计	5279.7	2.4%	—	—
	全部合计	218556.0	100%	—	—

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

表 3: 2017 年欧非地区五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额

排名	休闲旅游度假村集团	收入（百万美元）	以收入计市场份额	度假村数目
1	ClubMed	1,099.50	1.40%	42
2	集团 E	843.7	1.10%	51
3	集团 F	543.9	0.70%	107
4	集团 G	446.6	0.60%	145
5	集团 H	260	0.30%	42

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

五大集团合计	3,193.80	4.10%
欧非中东合计	78,680.20	

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

表 4：2017 年美洲地区五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额

排名	休闲旅游度假村集团	收入（百万美元）	以收入计市场份额	度假村数目
1	集团 I	1,099.50	1.40%	42
2	集团 J	843.7	1.10%	51
3	集团 K	543.9	0.70%	107
4	集团 L	446.6	0.60%	145
5	ClubMed	260	0.30%	42
	五大集团合计	3,193.80	4.10%	
	美洲合计	78,680.20		

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

表 5：2017 年亚太地区五大休闲旅游度假村集团排名及市场份额

排名	休闲旅游度假村集团	收入（百万美元）	以收入计市场份额	度假村数目
1	集团 M	351.3	0.50%	67
2	ClubMed	258.7	0.40%	15
3	集团 N	228	0.30%	15
4	集团 O	120.6	0.20%	32
5	集团 P	90.8	0.10%	24
	五大集团合计	1,049.40	1.60%	
	亚太地区合计	65,566.80		

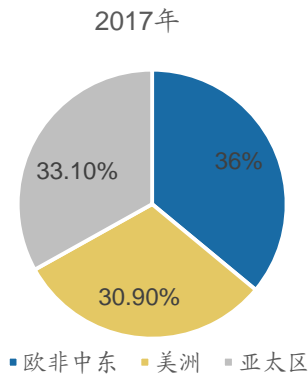
数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

3、分区域看，亚太区休闲度假旅游市场发展潜力强劲

亚太区旅游市场增速高，预计至2020年亚太区规模超越欧非中东。2017年欧非中东、亚太区、美洲旅游市场规模占总全球的36.0%、33.1%、30.9%，预计至2020年占比分别为30.5%、36.5%、33%，亚太区规模占比超越欧非中东。17-20年规模复合增速方面，亚太区、美洲、欧非中东17-20年旅游市场规模增速（按收入计）分别为10.1%、9.4%、4.4%。

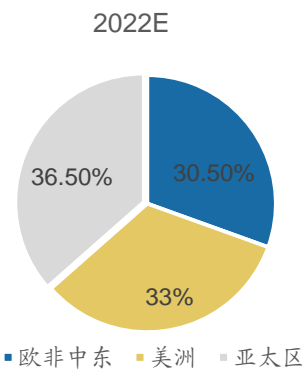
进一步，亚太区度假村市场渗透率、市场集中度较低，有提升空间。根据弗若斯特沙利文数据，2017年亚太区度假村市场规模为656亿美元，占总旅游市场规模的3.63%，而欧非中东、美洲度假村市场规模占比分别为4%、4.4%，亚太区的度假村市场渗透率较低。同时集中度来看，欧美中东、美洲、亚太区度假村CR5分别为4.1%、3.6%、1.6%，亚太区的度假村市场集中度较低，有进一步提升空间。

图9: 2017年亚太区旅游市场规模占全球的33%



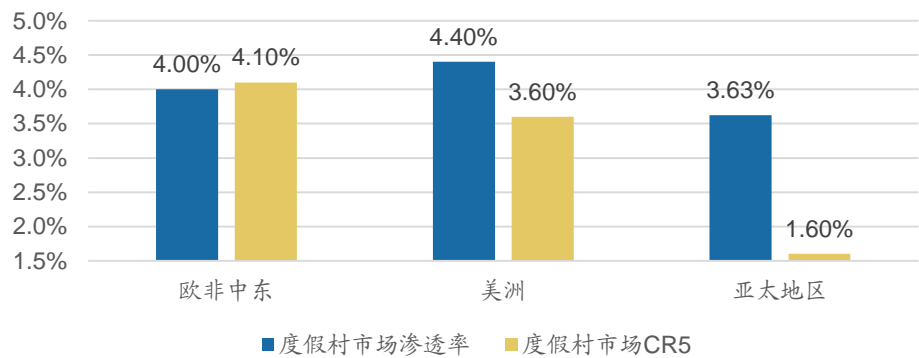
数据来源: 世界银行、弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

图10: 预计2022年亚太区旅游市场规模占全球的37%



数据来源: 世界银行、弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

图11: 亚太区度假村市场渗透率、市场集中度较低, 有提升空间



数据来源: 世界银行、弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

竞争优势: 全球化网络、差异化服务、高端友好多元化品牌

作为一价全包度假方式的创始者, Club Med通过先发优势占领稀缺的自然资源, 同时通过差异化的服务、全球化度假村网络、丰富的文化内涵塑造了高认可度品牌, 具备较强的竞争优势:

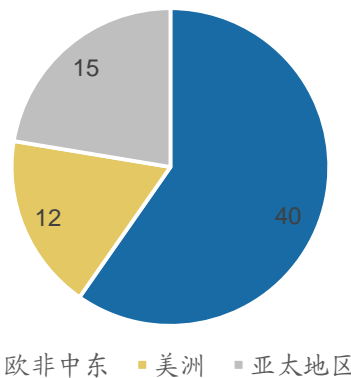
资源稀缺性: ClubMed度假村一般毗邻国际航空枢纽港, 强调每一个度假村在自然环境和文化传统上的独一无二性。例如在阿尔卑斯山拥有多个山地度假村, 在昆尤卡坦半岛(位于加勒比地区与世界第二大珊瑚礁之间的墨西哥尤卡坦半岛)等拥有阳光度假村, 由于度假村位于可用土地有限的地区, 因此潜在的竞争者难以进入。

全球化的度假村网络: 截至2018年12月底, Clubmed在欧非中东、美洲、亚太地区度假村数量分别为40个、12个、15个(其中中国5个), 公司不断拓展全球化网络, 在形成欧非中东稳固市场地位的同时, 不断拓展亚太、美洲地区, 按度假村容纳能力(床位数乘以度假村开放的天数)来看, 2017年欧非中东、美洲、亚太地区度假村的容纳能力分别为523万、331万、250万, 分别相较于2015年下滑3.3%、增26.8%、增30.3%(欧非中东下滑主要源于北非及中东局势持续动荡对休闲度假旅游业务的负面影响加剧), 按客户数量来看, 2018年来自欧非中东、美洲、亚太地区的客户

数量分别为68.5万人、31.8万人、43.9万人，分别较2016年增7%、23.3%、14.3%，其中2018年中国客户为24.3万人，较16年增16.3%。

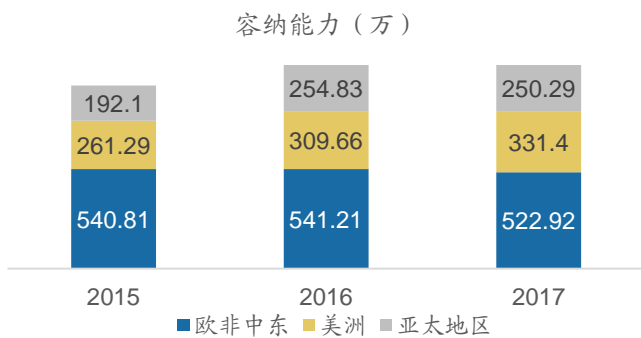
- 一方面，全球化的网络减轻了公司业务的季节性，形成较高的进入壁垒；
- 另一方面，针对发展较快的亚太地区，ClubMed根据当地特色，因地制宜，进行创新性布局，例如在中国原有4家ClubMed度假村的基础上，于2018年开设两家ClubMed Joyview，分别为安吉度假村以及黄金海岸度假村，其距离一线城市（上海、北京）仅2-3小时车程，满足城市居民的周末短期的休闲需求。

图12: 2018年底Clubmed在欧非中东、美洲、亚太度假村分别为40、12、15个（其中中国5个）



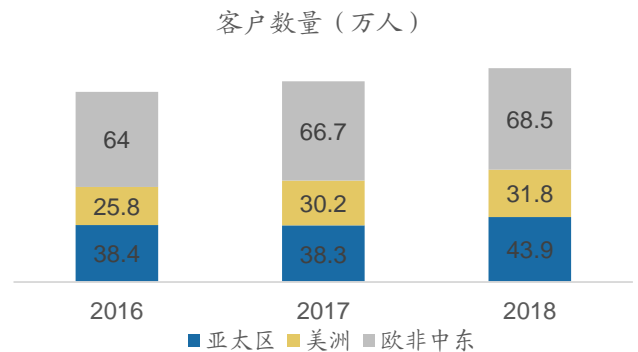
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 2017年欧非中东、美洲、亚太地区度假村的容纳能力分别相较于2015年下滑3.3%、增26.8%、增30.3%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图14: 2018年来自欧非中东、美洲、亚太地区的客户数量分别较2016年增7%、23.3%、14.3%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

服务差异化: Club Med提供高端、友好、差异化的服务:

- ClubMed一价全包度假方式的创始者，在度假村内针对不同人群（婴幼儿、青年、成人）的不同需求（锻炼、休闲、教育等）活动，例如，针对儿童，有儿童欢迎项目、婴儿看护服务、儿童俱乐部等，不仅将教育娱乐因素渗入其中，也满足了家长看护孩子的需求；

- **GO:** G.O为Club Med独特之处，G.O是活动领导者或客户服务接待员，其工作内容涵盖向导、教练、保姆、演员等。截至2018年6月30日，复星旅文拥有一支超过5000名具有不同国籍的G.O团队，让顾客更好地享受本土文化。G.E是来自度假村所在的国家或地区的当地员工，通常履行传统酒店和后勤人员的职能，主要负责住宿、餐饮以及技术服务。

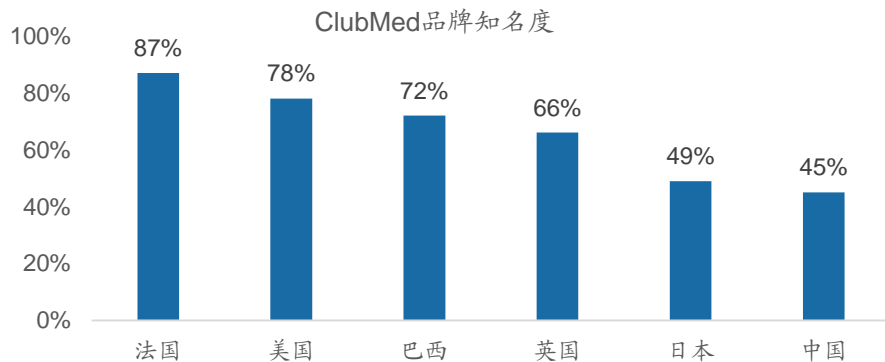
表6: ClubMed为客户提供高端、友好、差异化的服务

活动分类	细分项目
儿童项目	儿童欢迎项目、婴儿看护、婴儿俱乐部（4-23个月）、幼儿俱乐部（2-3岁）、迷你俱乐部（4-10岁）
青少年项目	青少年俱乐部（11-17岁）、环球旅行会员（11-17岁）
水上运动	独木舟/小艇、冲浪、帆板运动、游泳、帆船运动、潜水
陆上运动	沙滩排球、健身课程、骑马、攀岩、足球、高尔夫、瑜伽、山地自行车等
休闲康体	游泳池、禅空间、SPA、泳池

数据来源: ClubMed 官网、广发证券发展研究中心

品牌: ClubMed通过差异化的服务、全球化度假村网络、丰富的文化内涵塑造了高认可度的度假村品牌，2018年Club Med在法国、美国、巴西的品牌知名度为87%、78%、72%，于2018年进入中国，目前品牌知名度达45%，一方面，品牌经过69年的沉淀，竞争对手难以复制，另一方面，高端、友好、多元的品牌定位，消费者愿意为其付出高溢价。

图15: ClubMed的品牌知名度较高



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

经营状况: 18年实现经常性经营利润大幅增长至4.1亿元，容纳能力同比增8.9%

公司的度假村经营主体主要为15年收购的Club Med，按商业模式划分，为自持、租赁以及管理合约: 截至18年12月底，公司在自持、租赁、管理合约模式下分别有17、41和9个度假村，占比为25.4%、61.2%、13.4%:

- **自持:** 公司拥有并管理度假村，向客户收取一价全包套餐费用以及产品服务、

饮食消费等其他费用，从而获取收入，公司自持的度假村大部分位于美洲；

- **租赁：**公司有权占用和使用Club Med度假村物业，并从相关业务获取收入，公司通常承担度假村运营的所有费用以及保险费用，而出租人通常有权按季度收取固定租金或浮动租金，大部分租赁度假村位于欧非中东；
- **管理合约：**公司受相关业主的委托，开展度假村管理、服务套餐的营销及分销。在管理协议期限内，公司有权按月收取基本管理费，其金额基于该度假村实际每月总收入并按比例计算。

按度假村种类划分，分为山地度假村、阳光度假村和Club Med Joyview度假村。

截至2018年12月31日，集团共有67家度假村，包括22家山地度假村、43家阳光度假村及两家Club Med Joyview度假村，其中Club Med Joyview黄金海岸度假村和安吉度假村分别在2018年的5月和6月开业。

2018年公司度假村实现经常性经营利润4.1亿元，容纳能力同比增8.9%。2018年公司度假村业务实现营业收入、EBITDA（剔除非经常）、经营利润（剔除非经常）分别为120.2亿元、8.75亿元、4.06亿元，分别同比增2.2%、12.8%和41.8%。截至2018年底，公司度假村容纳能力为1203万，同比增8.9%，主要源于公司的升级战略，提供更多的服务内容，入住率为66%，同比下滑2.6个百分点，主要源于新开2个Club Med Joyview入住率处于爬坡阶段，Revpar 845.4元，与去年持平。

表7：2018年公司度假村实现经常性经营利润4.06亿元，容纳能力同比增8.9%

	2015A	2016A	2017A	2018A
度假村营业收入（亿元）	89	108	118	120
容纳能力（万）	994	1106	1105	1203
入住率	67.5%	66.1%	68.7%	66.0%
平均每日床位价格（元）	1043	1160	1219	1275
每张床位收入（元）	725	782	846	845
经营性EBITDA（百万元）			875	987
经营性经营净利（百万元）			286	406

数据来源：招股说明书、公司年报、广发证券发展研究中心

目的地及其他服务：三亚首年经营强劲，太仓、丽江项目稳步推进

三亚亚特兰蒂斯：开业首年贡献营收7.52亿元，且基本实现盈亏平衡

三亚亚特兰蒂斯于2018年2月试营业，4月正式开业，根据弗若斯特沙利文数据，于2018年6月30日按每日平均房价1000元以上的客房数量计，三亚亚特兰蒂斯是三亚最大的高端度假村供货商。截止至2018年12月31日，其共拥有1314间客房、20个

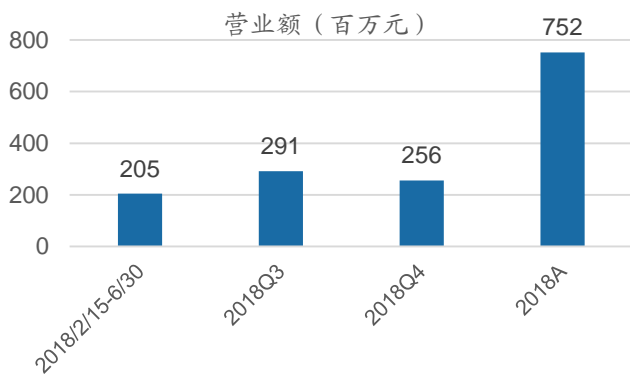
餐饮设施、水族馆、一次最多可容纳13500名游客的水世界及总面积约5000平方米的会议会展设施，2018年2月至18年年底，共吸引超过320万名客户：

- 全年营业额7.52亿元，其中2-6月、三季度、四季度营业额分别为2.05亿元、2.91亿元、2.56亿元；
- 全年入住率58%，其中2-6月、三季度、四季度分别为47.5%、73%、55.8%，三季度入住率较高主要源于季节因素，全年入住率仍有提升空间；
- 全年平均房价1916元，revpar达1112元，其中2-6月、三季度、四季度revpar分别为742、1447、1221元，2-6月较低是源于试营业期间促销活动以及入住率较低。

盈利方面，根据公司数据，2018年旅游目的地实现与经营业务相关的经营净利-0.14亿元（去年同期-2.25亿元）。由于该期间（18年2月试营业至12月底）未包含春节旺季，我们预计整个公历年度的盈利将更高。

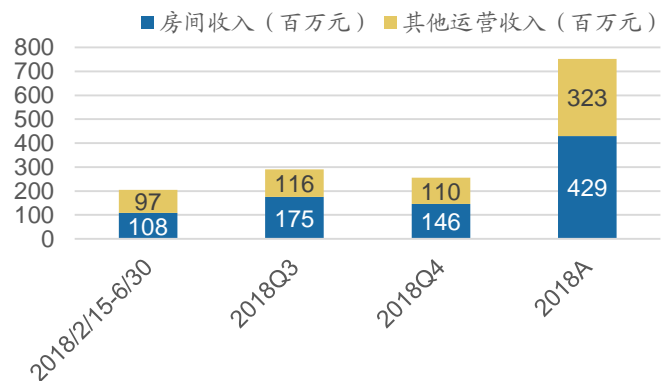
19年新年期间营收达1.5亿元，入住率达93%，后期盈利能力有望持续增强。2019年新年期间（2月4日至2月19日）三亚亚特兰蒂斯营收达1.5亿元，其中，客房收入、其他营运收入分别为0.78亿元、0.73亿元，客房入住率高达93%。我们预计随着亚特兰蒂斯服务多元化、受益于海南自贸区政策，客单价、客流量有望持续提升，盈利能力有望增强。

图 16: 亚特兰蒂斯全年实现营业额7.52亿元



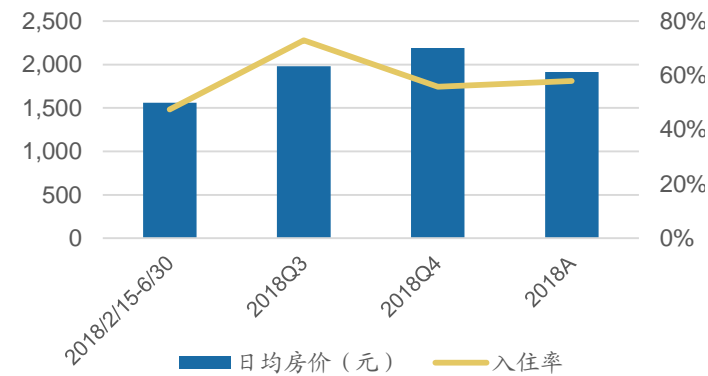
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 17: 亚特兰蒂斯 2018 年房间收入 4.29 亿元



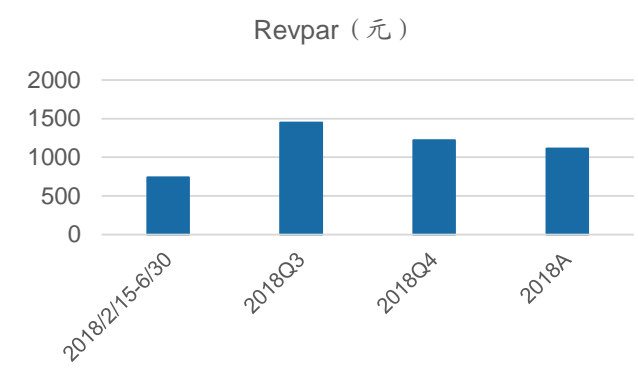
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 亚特兰蒂斯2018年日均房价1916元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 亚特兰蒂斯2018年 revpar 达 1112 元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

丽江、太仓: 项目有序推进, 旅游目的地进一步丰富

丽江项目: 丽江FOLIDAY地中海国际度假区主要提供度假村和其他住宿(包括Club Med)、休闲娱乐设施、定制度假旅馆和住宅、观光景点、表演及当地活动, 项目总建筑面积35万平方米, 与旅游业相关的建筑面积18.4万平方米, 截至2018年12月31日总投资约5.36亿元, 于2019年2月开工, 预计于2020年末或2021年初起按阶段完成, 并于未来2-3年完工。

太仓项目: 太仓FOLIDAY阿尔卑斯度假小镇主要设施为室内滑雪场、水上乐园、住宿、欧洲风情商业街及可售度假单元, 总建筑面积约128万平方米, 与旅游业相关的建筑面积72万平方米, 截止2018年12月31日总投资约23.26亿元, 项目于2019年开工, 预计自2020年末起按阶段完成, 并于未来3-4年竣工。

表8: 丽江项目、太仓项目概览

项目	概览	开工时间	投产时间	总投资(亿元)
丽江项目	度假村和其他住宿(包括 Club Med)、休闲娱乐设施、定制度假旅馆和住宅、观光景点、表演及当地活动	2019年2月	预计于2020年末或2021年初起按阶段完成, 并于未来2-3年完工	5.36
太仓项目	室内滑雪场、水上乐园、住宿、欧洲风情商业街及可售度假单元	2019年	预计自2020年末起按阶段完成, 并于未来3-4年竣工	23.26

数据来源: 公司年报、招股说明书广发证券发展研究中心

基于度假场景的服务及解决方案业务：18 年实现营收 1.34 亿元，19 年多点开花

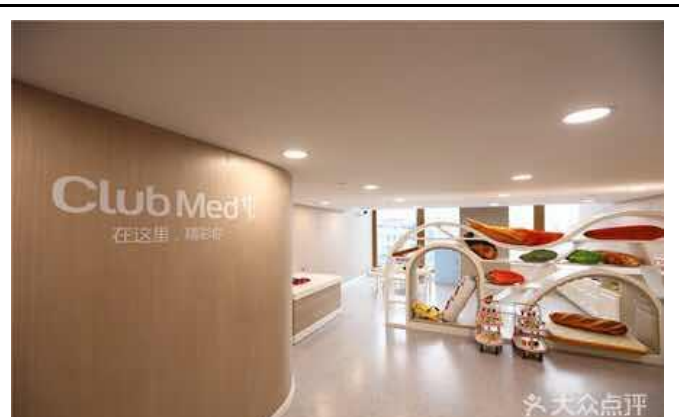
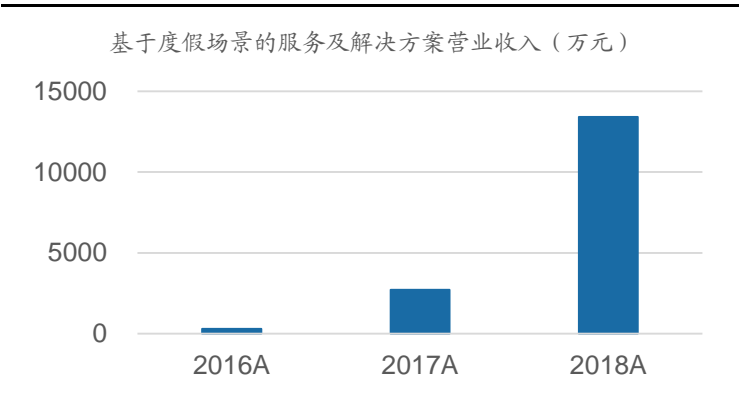
公司提供基于度假场景的服务及解决方案业务，该业务主要包括两个方面：1) 提供娱乐和其他旅游及文化相关产品；2) 提供家庭旅游和休闲相关产品。

2018年贡献收入1.34亿元，营业利润亏损5300万元：复星旅文基于度假场景的服务及解决方案业务2018年实现营业收入1.34亿元，去年同期仅为2704万元，主要为公司的旅行社以及Foliday平台的线上及线下旅游服务产生的收入所推动，2018年实现营业利润为-5300万元，主要源于业务处于较早期(例如迷你营、泛秀等)成本较高。

2019年泛秀、迷你营、Foliday平台等多点开花：1) 泛秀：继2018年在三亚推广太阳马戏表演，2019年2月在三亚亚特兰蒂斯上演《C秀》，进一步完善亚特兰蒂斯的旅游体验，与旅游目的地、度假村业务形成协同效应；2) 迷你营：主要针对儿童学习和游戏互动，2018年2月在三亚亚特兰蒂斯开业第一家迷你营，2019年3月于上海市中心2家迷你营开业；3) FOLIDAY平台：专注于家庭的旅游和休闲解决方案，截至2019年2月28日的两个月，营业额同比上升152.3%。

图20：2018年基于度假场景的服务及解决方案业务贡献收入1.34亿元

图21：2019年3月于上海市中心2家迷你营开业



数据来源：招股说明书、公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源：大众点评、广发证券发展研究中心

增长点明确，现金流稳健，看好公司中长期发展

度假村：开村数增长、结构优化、轻资产比例稳步提升

截至2019年3月2日的对2019年6月30日止六个月期间的累计预订量同比增加约5.2%。度假村业务的驱动因素在于开村数量增长以及结构优化带来的revpar增长：

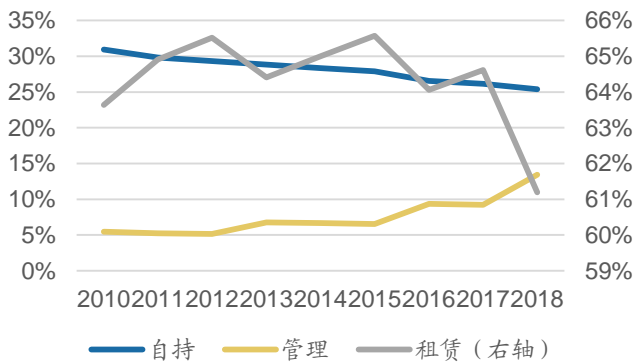
- 根据公司招股说明书及年报，未来三年预计新开16家度假村，其中7家分别是：位于法国l'Alpe d'Huez的度假村、位于多米尼加共和国Michès Playa Esmeralda的度假村、位于中国北京延庆的Club Med Joyview、位于法国Grand

Massif Samoens Morillon的全新度假屋、位于西班牙马尔贝拉的海边度假村、位于塞舌尔圣安娜岛的度假村以及位于加拿大魁北克Charlevoix的山地度假村。

● 区域、运营模式以及高端占比方面逐步优化:

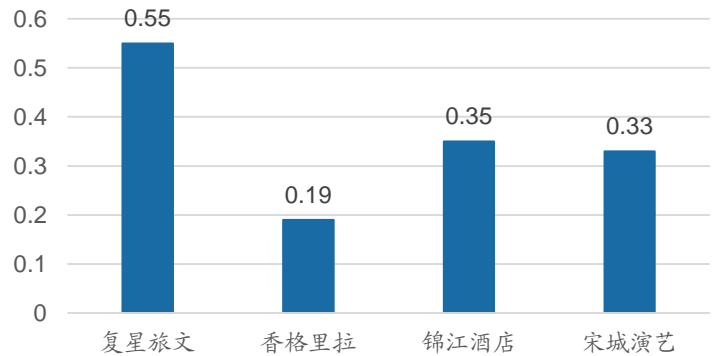
- 全球化布局: 新开村地点选择方面, 公司倾向于全球化布局, 在稳固欧洲大本营的同时, 在渗透率低的美国、亚太地区加大布局, 2018年新开的5家度假村有3家在亚太地区(中国的安吉 ClubMed Joyview, 以及黄金海岸ClubMed Joyview, 以及日本北海道ClubMed), 一方面可以平衡公司业务的季节性波动, 另一方面, 针对亚太地区特别是中国, 战略性提升知名度, 以致将中国客户吸引到国外的度假村, 以全面提升入住率。
- 轻资产度假村比例提升: 按度假村数量计算, 截至2018年年底, 公司轻资产运营的度假村数量占比(租赁和管理合约模式) 74.6%, 2015、2016、2017年底分别为72.1%、73.4%、73.8%, 按房间数量计算, 2018年6月底轻资产占比2015年底提升幅度达到约6个百分点, 同时2019、2020年公司的开设的度假村全部为轻资产运营, 轻资产运营模式下避免前期大额的资本开支, 同时折旧与摊销成本下行, 利于提升经营效率。另一方面, 比较2018年总资产周转率, 复星旅文为0.55, 高于香格里拉(0.19)、锦江酒店(0.35)、宋城演艺(0.33), 与轻资产模式下运营效率提升有关。

图22: 公司轻资产运行的度假村占比逐年提升



数据来源: 公司招股说明书、年报、广发证券发展研究中心

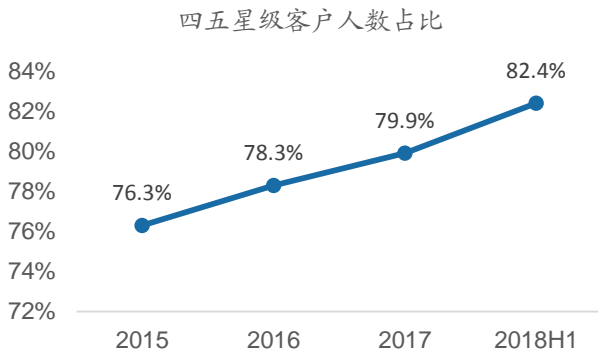
图23: 复星旅文 2018 年总资产周转率高于可比公司



数据来源: wind、公司年报、广发证券发展研究中心

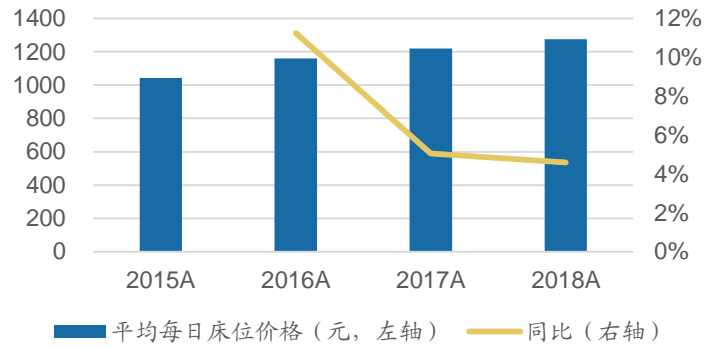
- 四星、五星度假村占比提升, 带动ADR增长: 截至2018年底, 4/5星级度假村产能的占比达80.1%相较于17年为1.7个百分点, 2018年开设了五间新的4/5星级度假村, 改造并升级五间度假村至4/5星级, ADR为1275元, 同比增4.6%。

图24: 四星、五星度假村占比提升



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图25: 公司ADR逐年增长



数据来源: 公司招股说明书、年报、广发证券发展研究中心

旅游目的地: 亚特兰蒂斯盈利增长, 看好丽江项目、太仓项目

1、服务多元化、受益于海南自贸区政策, 亚特兰蒂斯有望持续贡献收益。

服务多元化: 公司将在亚特兰蒂斯进一步发展休闲生活方式、各类娱乐文化活动以及数字化服务。泛秀于2018年在三亚上演阿凡达前传, 并于2019年2月推出C秀, 另外亚特兰蒂斯迷你营已经成功推出, 2018年4月至2018年6月, 为约7000名儿童提供各式课程和活动, 并举办夏令营等热门活动。

受益于海南自贸区政策: 2018年 国家政府相继推出相关政策支持海南自贸区发展, 《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》、《国务院关于印发中国(海南)自由贸易试验区总体方案的通知》, 根据规划: 1) 2020年, 海南自贸区建设取得重要进展, 国际开放度显著提高; 2) 到2025年, 自贸港制度初步建立, 营商环境达到国内一流水平; 3) 到2035年, 自贸港制度体系和运作模式更加成熟, 营商环境跻身全球前列。亚特兰蒂斯有望受益于海南自贸区建设, 客流量有望持续提升。

棠岸项目探讨: 截至2018年底已落成别墅、公寓分别为197所、807所, 已出售183所、783所, 其中2018年已交付764所, 并确认收入33.93亿元, 并仍有37.85亿元相关合约负债将于2019年在实际所有权转让后确认收入(根据公司2018年业绩发布公告)。公司采用售后回租的方式, 将已出售的公寓委托给爱必依管理, 作为度假村的一部分, 进行运营服务。目前超过200个单位由爱必依签约管理, 147个已于2019年1月开业。我们认为, 棠岸项目一方面为公司改善现金流, 另一方面, 其作为旅游目的地的配套, 交由爱必依管理, 实现旅游业务服务的多元化。

亚特兰蒂斯开业首年已实现基本盈亏平衡(2018年不包括棠岸项目, 净利润约-0.14亿元), 后期随着服务多元化、受益于海南自贸区政策, 客单价、客流量有望持续提升, 亚特兰蒂斯有望持续贡献收益。

2、后期建设丽江项目、太仓项目，驱动力源自优越位置、政策支持、高端及一站式服务：

丽江项目：丽江Foliday地中海国际度假区位于玉龙雪山脚下，自然资源稀缺性明显。根据丽江市旅游局数据，2018年，丽江市共接待海内外游客4643.3万人次，同比增长14.1%，预计丽江项目将受益于高端休闲、家庭游比例提升。

太仓项目：与CDA合作，受益于长三角经济圈发展，一方面，公司与CDA（法国的世界领先滑雪运营商之一）签订合作协议，就太仓项目室内滑雪场开发和运营进行合作，为项目的专业性以及高端服务打下基础；另一方面，项目位于长三角经济圈，该区域滑雪资源缺乏、居民短途周边游需求旺盛，公司有望受益。

提供一站式产品及服务，形成旅游文化生态圈

通过FOLIDAY提供一站式服务及产品：公司通过FOLIDAY平台提供交通、定制旅游计划及解决方案、个性化度假套餐、酒店及度假村套餐，以及演出门票、娱乐活动、儿童项目与活动、相关零售产品及其他服务。同时注重提升FOLIDAY生态系统内部的协同效应，通过与Thomas Cook的合作，为客户规划和量身定制符合其需求的旅游产品；通过泛秀提供的休闲娱乐业务；由爱必依进行的旅游目的地管理；通过复游会会员项目提供的会员服务；与全球领先的促进儿童学习发展公司的领导者Mattel合作，经营儿童玩学俱乐部；而Club Med、Club Med Joyview所提供的度假村以及三亚亚特兰蒂斯提供的旅游目的地是FOLIDAY平台的关键组成部分。通过发展FOLIDAY平台，优化度假村预订管理和客户关系，提供更全面的一站式产品及服务。

加强整合会员制度、提高客户粘性：2018年3月，公司推出复游会会员制度并集合来自Foliday生态系统下各个品牌的会员，包括三亚亚特兰蒂斯、ClubMed中国区会员、Foliday移动应用程序，同时复游会和复星国际有叻客户忠诚度计划融通，截至2018年12月底，复游会累计拥有300万名会员，会员平均每月购买额约418万元。

图26：复星旅游文化集团的FOLIDAY内部生态系统



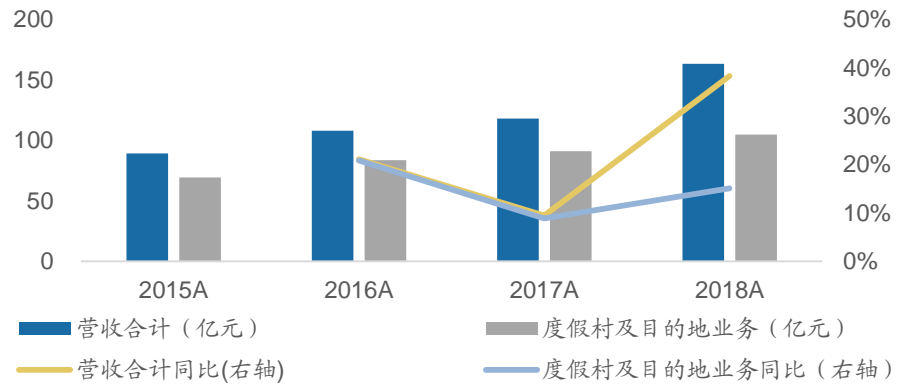
数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

财务分析：毛利率稳步提升、成本结构优化、现金流稳健

1、收入稳步提升

公司近三年来收入增速维持9-40%的水平，即使剔除地产业务，度假村及目的地业务营收增速在9%-21%，旅游休闲服务及解决方案营收增速6-9%，收入增速较稳定。

图27：公司近三年来收入增速维持9-40%的水平



数据来源：公司招股说明书、公司年报、广发证券发展研究中心

2、毛利率持续向好

毛利率方面，公司整体：2018年公司整体毛利率达32.4%，相较于17年提升8.4个百分点，2015、2016年分别为23.2%、23.6%；

剔除地产项目：公司主业度假村及目的地业务毛利率也呈稳步提升趋势，2018年该业务毛利率为28%，相较于17年提升0.8个百分点，相较于15年提升2个百分点。

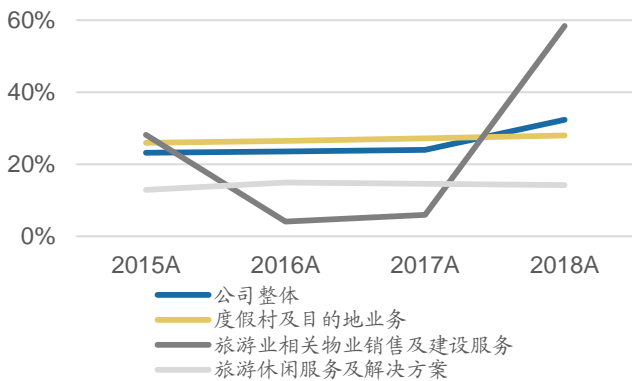
3、折旧与摊销成本占比下滑

营业成本结构方面，剔除物业销售及建设服务成本后，2018年度假村及目的地的固定经营成本、可变经营成本、折旧及租赁开支、交通服务成本占比分别为43.5%、17%、19%、20.4%。

折旧与摊销成本占比下滑：受益于轻资产运行的度假村占比提升，折旧与租赁开支占比逐年下滑，从2015年的20.4%下行至18年的19%。

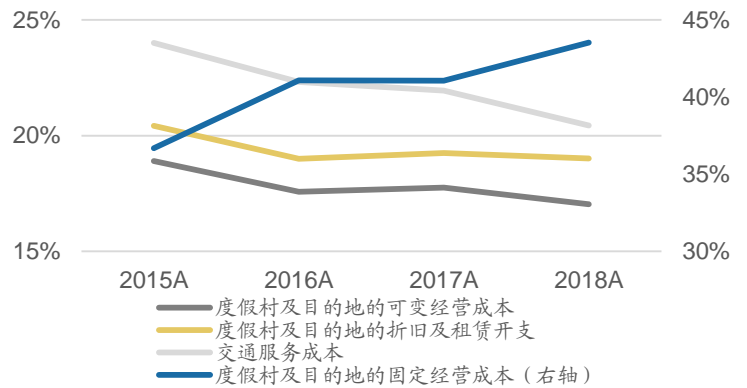
固定经营成本占比增加，后期随着规模化进行，有望被摊薄：固定经营成本占比从2015年的36.7%提升至18年的43.5%，主要源于公司新投放项目较多，前期处于发展期，而后期随着入住率提升以及服务多元化，固定经营成本有望被持续摊薄。

图28: 公司毛利率水平稳步提升



数据来源: 公司年报、招股说明书、广发证券发展研究中心

图29: 公司折旧与摊销成本占比下滑



数据来源: 公司年报、招股说明书、广发证券发展研究中心

4、18年经营性现金净流量达6亿元，现金流稳健

公司整体: 18年经营性现金流量净额达6亿元，而2015、2016、2017年分别为1.2亿、13亿、33亿元（源于出售棠岸项目获得大量现金）；

剔除地产项目: 剔除地产项目后，经估算，15、16、17年经营性现金流量净额为0.64、3.37亿元、-7.7亿元，18年约为6亿元（由于大部分地产项目收到的现金在2016、2017年，2018年忽略不计），现金流较稳健。

结论：高端一站式服务提供商，结构优化增长明确，看好公司长期发展

复星文旅致力于打造全球家庭休闲度假一站式服务提供商，我们看好其度假村业务量价齐升、旅游目的地的现有以及储备项目贡献业绩增量：

度假村业务方面，ClubMed是全球度假村的龙头，2018年收入、经常性经营利润约120.2亿元、4.06亿元，分别同比增2.2%、41.8%，公司一站式服务度假村的轻资产比例逐年提升，轻资产运营模式下避免前期大额的资本开支，同时公司的2018年总资产周转率也高于可比公司。未来看点在于开村数量提升（计划2019-2021年开设11家）、以及结构优化带来的revpar增长。

旅游目的地方面，2018年公司旅游目的地业务取得营收、经营净利达41.65亿元、15.6亿元，同比大幅增加，同时三亚亚特兰蒂斯贡献18年营收7.52亿元，基本实现盈亏平衡。后期增长点：1）随着服务多元化、受益于海南自贸区政策，亚特兰蒂斯有望持续贡献收益；2）储备的丽江项目、太仓项目。

基于度假场景的服务和解决方案业务方面，2018年实现营业收入1.34亿元，营业利润亏损5300万元，2019年多点开花：1）泛秀：2019年2月在三亚亚特兰蒂斯上演《C秀》；2）迷你营：2019年3月于上海市中心2家迷你营开业；3）FOLIDAY平台：截至2019年2月28日的两个月，营业额同比上升152.3%。我们认为公司的基于

度假场景的服务和解决方案业务将进一步与旅游目的地、度假村业务形成协同效应。

旅游地产销售及建造业务方面，截至2018年底棠岸项目已落成别墅、公寓分别为197所、807所，已出售183所、783所，其中2018年已交付764所，并确认收入33.93亿元，并仍有37.85亿元相关合约负债将于2019年在实际所有权转让后确认收入，后期在建的丽江项目、太仓项目总建筑面积分别为35万平方米、128万平方米，我们预计将分阶段贡献20-21年地产销售收入来源，地产业务作为旅游目的地的配套，实现服务的多元化。

我们预计公司19-21年EPS分别为0.53、0.66、0.77元人民币，估值方面，DCF估值法下我们测算公司合理价值15.50元人民币/股，相对估值法下，市场上没有和复星旅文完全可比的公司，香格里拉亚洲（0069.hk）19E EV/EBITDA为13.83倍，其主要业务为酒店物业（2018年收入占比87.6%），另外，美股的酒店业务上市公司19E EV/EBITDA在11-14倍之间，我们认为度假村及旅游目的地业务是未来消费升级的趋势，且轻资产属性更强，保守给予公司度假村及旅游目的地（不含房地产业务）13倍EV/EBITDA（公司整体19年 EV/EBITDA为5.11倍），房地产业务采用净现金流折算估值，合理价值16.22元人民币/股。综合来看，公司合理价值取平均约15.86元人民币/股，对应18.02港币/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表9: 核心盈利预测与假设

营业收入	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收合计（百万元）	8903	10783	11799	16316	17847	18138	19921
yoy		21.1%	9.4%	38.3%	9.4%	1.6%	9.8%
度假村及目的地业务（百万元）	6917	8357	9096	10468	11495	12423	13568
yoy		20.8%	8.8%	15.1%	9.8%	8.1%	9.2%
旅游业相关物业销售及建设服务（百万元）	70	346	492	3444	3835	3051	3551
yoy		396.5%	42.3%	599.7%	11.4%	-20.5%	16.4%
旅游休闲服务及解决方案（百万元）	1916	2080	2211	2404	2517	2664	2802
yoy		8.6%	6.3%	8.7%	4.7%	5.8%	5.2%
营业成本							
合计（百万元）	6837	8238	8968	10994	11823	12088	13196
yoy				23%	8%	2.2%	9%
度假村旅游及目的地营运（百万元）	5119	6143	6619	7505	8150	8634	9430
yoy		20%	8%	13%	9%	6%	9%
旅游地产销售及建造服务（百万元）	50	332	463	1433	1534	1190	1385
yoy		563%	39%	210%	7%	-22%	16%
基于度假场景的服务及解决方案（百万元）	1669	1768	1888	2056	2139	2264	2381
yoy		6.0%	6.8%	8.9%	4.1%	5.8%	5.2%
毛利率							
合计	23.2%	23.6%	24.0%	32.4%	33.8%	33.4%	33.8%
度假村及目的地业务	26.0%	26.5%	27.2%	28.0%	29.1%	30.5%	30.5%
旅游业相关物业销售及建设服务	28.2%	4.1%	6.0%	58.4%	60.0%	61.0%	61.0%
旅游休闲服务及解决方案	12.9%	15.0%	14.6%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：公司招股说明书、年报、广发证券发展研究中心

表 10: FCFF估值关键性假设

关键性假设	数值
长期增长率	2.5%
无风险利率Rf	3.15%
行业Beta	1.046
风险溢价Rm-Rf	8%
股票贴现率Ke	11.52%
税率	25%
债务利率Kd	6.5%
WACC	8.51%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表11: 海外酒店业务上市公司估值表(截至2019年6月23日)

名称	上市证券交易所	市值(亿人民币)	19E P/E	20E P/E	19E EV/EBITDA	20E EV/EBITDA
香格里拉(亚洲)	港交所	313	17.05	17.98	13.83	15.05
雅高酒店	巴黎证券交易所	783	22.16	19.02	14.17	12.66
万豪国际	纳斯达克交易所	3,125	21.93	20.15	13.94	13.06
凯悦酒店	纽交所	540	46.46	39.10	11.33	10.63
洲际酒店	纽交所	866	21.16	19.46	12.84	11.87

数据来源: 彭博、wind、广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、全球经济低迷, 高端旅游需求低于预期;
- 2、公司度假村中有部分为自持, 重资产模式下固定成本较高, 若经营不善, 或导致盈利大幅低于预期;
- 3、食物中毒、安全事故, 或影响公司的品牌力。

	单位: 亿元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	129	99	122	124	141
货币资金	10	19	36	36	46
应收及预付	76	52	55	57	62
存货	26	25	26	27	30
其他流动资产	17.4	4.0	4.1	4.1	4.2
非流动资产	164	196	210	224	236
长期股权投资	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2
固定资产	88	113	126	138	149
无形资产	43	44	44	44	45
其他长期资产	33	38	39	40	40
资产总计	293	295	333	348	377
流动负债	167	146	160	167	186
短期借款	7.2	7.6	9.0	7.0	7.0
应付及预收	17	26	28	29	31
其他流动负债	143	112	123	131	148
非流动负债	81	67	82	80	78
长期借款	62	51	66	64	62
其他非流动负债	19	16	16	16	16
负债合计	248	212	241	246	264
归属母公司股东权	46	80	87	95	105
少数股东权益	-0.7	2.8	4.5	6.6	9.1
负债和股东权益	293	295	333	348	377

	单位: 亿元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	33	33	29	32	39
净利润	-2.9	3.9	8.2	10.2	12.0
折旧摊销	6.9	8.5	9.2	10.0	10.7
营运资金变动	31	16	7	7	12
其他	-2.8	4.7	4.3	4.7	4.5
投资活动现金流	-23	-37	-23	-23	-23
资本支出	-22	-25	-23	-23	-23
投资变动	-1.6	-3.8	-0.3	-0.3	-0.3
其他	0.7	-7.9	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-14.5	13.7	12.2	-8.7	-6.5
银行借款	6	-11	15	-2	-2
股权融资	0.0	29.2	0.0	0.0	0.0
其他	-20.6	-4.4	-2.9	-6.7	-4.5
现金净增加额	-3.8	9.9	17	0.1	9
期初现金余额	13.2	9.9	19	36	36
期末现金余额	10	19	36	36	46

	单位: 亿元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	118	163	178	181	199
营业成本	90	110	118	121	132
销售费用	22	23	25	24	26
管理费用	7.9	13	14	13	14
其他开支	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
营业利润	0.7	17.4	21.7	23.4	26.4
利息净支出	4.0	4.1	4.2	4.5	4.3
投资收益	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
利润总额	-3.8	13	17	19	22
所得税开支/(抵免)	-0.8	9.0	9.2	8.5	10.0
净利润	-2.9	3.9	8.2	10.2	12.0
少数股东损益	-1.0	0.8	1.7	2.1	2.5
归属母公司净利润	-2.0	3.1	6.5	8.1	9.5
EBITDA	7.5	19.1	30.8	33.3	37.0
EPS (元)	-0.16	0.25	0.53	0.66	0.77

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	9.4%	37.9%	9.4%	1.6%	9.9%
营业利润增长	16.3%	2273%	24.6%	7.9%	13.0%
归母净利润增长	43.9%	257.0	111.0	24.5%	17.5%
获利能力					
毛利率	24.0%	32.4%	33.8%	33.4%	33.8%
净利率	-2.5%	2.4%	4.6%	5.7%	6.0%
ROE	-4.3%	3.8%	7.5%	8.5%	9.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	84.5%	71.8%	72.5%	70.8%	69.9%
净负债比率(%)	146.3%	68.2%	79.9%	67.7%	58.5%
流动比率	77.2%	68.0%	76.6%	74.6%	75.9%
速动比率	61.6%	51.0%	60.0%	58.3%	60.0%
营运能力					
总资产周转率(倍)	0.48	0.55	0.57	0.53	0.55
应收账款周转率	2.54	2.56	3.33	3.23	3.35
每股指标(元)					
每股收益	-0.16	0.25	0.53	0.66	0.77
每股经营现金流	2.70	2.69	2.31	2.60	3.16
每股净资产	3.74	6.52	7.04	7.70	8.47
估值比率					
P/E	-61	39	18	15	13
P/B	2.6	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	23.84	8.28	5.11	4.60	3.83

广发煤炭行业研究小组

- 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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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。