复星旅游文化（01992.HK）

休闲度假村龙头，打造“FOLIDAY”生态圈

公司是全球著名度假村运营商，主营业务为“度假村发展及运营”。公司控股股东系复星国际集团，控股比例 81.07%；2018 年港股 IPO 净募资 33.7 亿港币用于拓展现有业务、建设丽江及太仓项目和偿贷。

公司战略聚焦“休闲游”，结合“CLUB MED”与集团资源，以“度假村”及“旅游目的地”为两翼逐步打造“复星旅文生态圈”。公司 16/17/18 年营收为 107.8/118.0/162.7 亿，毛利为 25.4/28.3/52.8 亿，经调整 EBITDA 为 6.3/7.5/20.7 亿，归母净利润为-3.5/-2.0/3.1 亿，18 年实现扭亏为盈，主要系旅游地产销售及建造业务业绩的大幅增长。其中，度假村/亚特兰蒂斯（目的地运营）/棠岸项目（地产销售）/其他分别贡献营收 120.17/7.71/33.93/1.34 亿，占比 73.7%/4.7%/20.8%/0.8%；分别贡献经营利润 4.46/-2.01/17.59/-0.53 亿，占比 22.9%/-10.3%/90.2%/-2.8%。

度假村业务由重向轻转型升级，利润有望逐步改善。结合集团资源与管理能力，打造“FOLIDAY”生态圈。Club Med 是全球最大的一价全包度假村集团，首创一价全包模式和 G.O 全方位服务理念，18 年营收 120 亿/+2%、经常性经营利润 4.0 亿/+42%。目前经营 67 家度假村，未来 2 年内有望新开 11 家度假村。未来将推动产品升级，扩大四五星度假村容纳能力，预计 18-20 年占比从 80.1%升至 83.9%；并加速轻资产扩张，扩大租赁及管理合约模式度假村数量，预计 18-20 年占比从 74.6%升至 78.4%，利润有望逐步改善。Club Med 布局中国市场推出 Joyview 品牌。

旅游目的地逐步落地，以“旅游运维为主，旅游地产回收成本”的商业模式加速拓展中国市场。旅游目的地运营/地产销售分别为三亚亚特兰蒂斯/棠岸项目，18 年营收分别为 7.52/33.93 亿、经营利润分别为-0.14/17.59 亿。亚特兰蒂斯稳态后有望贡献经营利润 3-4 亿/年，预计 19/20/21 年将贡献经营利润 1.3/2.3/3.1 亿，棠岸项目已经回收资金 70 亿（占总投资 78%），随着项目交付确认相应收益。公司“文旅+地产”商业模式得到验证，未来有望加速异地扩张，储备项目“丽江项目”及“太仓项目”总投资额分别约 30/100 亿，均已开工有望于 2022-2023 年落地并贡献业绩。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 19-21 年归母净利分别为 7.01/8.79/10.91 亿，同比增速分别为 127.3%/25.3%/24.1%；EBITDA 分别为 25.40/28.81/32.88 亿，同比增速分别为 32.8%/13.4%/14.1%。看好公司度假村加速布局中国市场及旅游目的地“文旅+地产”式异地扩张，我们认为公司 2019 年合理市值为 227 亿港币，对应目标价 18.4 港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，季节性风险，地缘政治、自然灾害等风险，传染疾病、食物污染及责任申索风险，汇率变动风险

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,799	16,270	18,248	20,110	22,667
增长率 yoy（%）	9.4	37.9	12.2	10.2	12.7
归母净利润（百万元）	-197	308	701	879	1,091
增长率 yoy（%）	NA	NA	127.3	25.3	24.1
EBITDA（百万元）	746	1,913	2,540	2,881	3,288
EPS 最新摊薄（元/股）	-0.16	0.25	0.57	0.71	0.88
P/E（倍）	-62.1	39.6	17.4	13.9	11.2
P/B（倍）	2.6	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	25.6	9.0	7.0	6.1	4.7

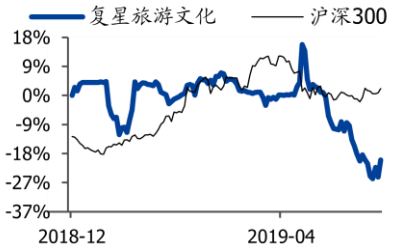
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	
最新收盘价	11.28
总市值(百万元)	13,913.93
总股本(百万股)	1,233.49
其中自由流通股(%)	
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 焦俊
执业证书编号：S0680518060003
邮箱：jiaojun@gszq.com
研究助理 何富丽
邮箱：hefuli@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,895	9,902	12,421	14,571	18,976
现金	990	1,875	2,145	2,926	5,636
应收账款	990	772	1,095	1,207	1,360
其他应收款	6,561	4,384	5,480	6,357	7,374
存货	2,613	2,469	2,916	3,222	3,644
其他流动资产	1,612	402	785	859	961
非流动资产	16,435	19,630	21,635	23,757	26,672
长期投资	356	832	832	832	832
固定资产	8,759	9,827	10,949	12,066	13,600
无形资产	6,525	7,152	8,212	9,050	10,200
其他非流动资产	795	1,819	1,642	1,810	2,040
资产总计	29,330	29,532	34,056	38,328	45,648
流动负债	16,706	14,563	17,585	20,522	26,155
短期借款	719	759	949	1,186	1,482
应付账款	1,244	1,871	2,536	3,802	7,169
其他流动负债	14,743	11,933	14,101	15,534	17,503
非流动负债	8,076	6,654	7,268	7,491	7,798
长期借款	6,168	5,078	5,078	5,078	5,078
其他非流动负债	1,908	1,577	2,190	2,413	2,720
负债合计	24,782	21,217	24,853	28,014	33,952
少数股东权益	-70	278	465	698	988
股本	0.00	0.17	0.17	0.17	0.17
资本公积	4,617	8,037	8,738	9,617	10,707
归属母公司股东权益	4,617	8,037	8,738	9,617	10,707
负债和股东权益	29,330	29,532	34,056	38,328	45,648

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	3,328	637	2,243	3,214	5,793
净利润	-197	308	887	1,112	1,381
折旧摊销	691	771	771	771	771
营运资金变动	3,110	-1,585	-585	-1,331	-3,641
其他经营现金流	-276	1,143	0	0	0
投资活动净现金流	-2,257	-3,051	-2,776	-2,893	-3,686
资本支出	-1,918	-2,688	2,893	3,686	0
长期投资	-156	-409			
其他投资现金流	-184	46	0	0	0
筹资活动净现金流	-1,446	3,278	803	461	603
债务增加	1,194	2,675	803	461	603
减：债务减少	-578	-2,947			
股本增加	0	2,891			
减：股本减少	0	-36			
其他筹资现金流	-2,063	695	0	0	0
现金净增加额	-334	885	270	781	2,710

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,799	16,270	18,248	20,110	22,667
营业成本	8,969	10,994	12,679	14,011	15,845
销售营销费用	-2,171	-2,292	-2,190	-2,413	-2,760
一般行政费用	-794	-1,285	-1,642	-1,609	-1,587
其他经营收益	-209	-43	-46	-46	-55
营业利润	73	1,742	1,783	2,124	2,530
融资成本	-433	-437	-425	-425	-425
联合营公司盈利及亏损	-18	-12	-14	-14	-14
利润总额	-378	1,293	1,344	1,685	2,092
所得税	83	-904	-457	-573	-711
净利润	-295	389	887	1,112	1,381
归母净利润	-197	308	701	879	1,091
EBITDA	746	1,913	2,540	2,881	3,288
EPS（元/股）	-0.16	0.25	0.57	0.71	0.88

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	9.4	37.9	12.2	10.2	12.7
营业利润(%)	16.3	2273.4	2.4	19.1	19.1
归母净利润(%)	-15.2	-406.6	127.3	25.3	24.1
盈利能力					
毛利率(%)	24.0	32.4	30.5	30.3	30.1
归母净利率(%)	-1.7	1.9	3.8	4.4	4.8
ROE(%)	-4.3	3.8	8.0	9.1	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	84.5	71.8	73.0	73.1	74.4
净负债比率(%)	129.7	47.6	42.2	32.4	7.9
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.55	0.57	0.56	0.54
应收账款周转率	23.43	18.46	19.55	17.48	17.66
应付账款周转率	14.29	7.06	5.75	4.42	2.89
每股指标（元/股）					
每股收益(最新摊薄)	-0.16	0.25	0.57	0.71	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	0.52	1.82	2.61	4.70
每股净资产(最新摊薄)	3.74	6.52	7.08	7.80	8.68
估值指标（倍）					
P/E	-62.1	39.6	17.4	13.9	11.2
P/B	2.6	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	25.6	9.0	7.0	6.1	4.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、 复星旅文：全球著名度假村运营商 6
1.公司概况：休闲度假龙头，登陆港股市场 6
2.业务概要：度假村为主，打造多元化生态 7
3.财务表现：营收稳步增长，净利扭亏为盈 9
二、度假村业务：由重向轻的转型升级，利润有望逐步改善 11
1.CLUB MED--全球最大的一价全包度假村集团 11
2.推动产品升级、加速全球扩张 13
3.进取的轻资产扩张计划 16
三、旅游目的地：海南明珠“亚特兰蒂斯”，项目逐步落地 18
1.亚特兰蒂斯：打造高端一站式旅游目的地 19
2.丽江及太仓项目：在建的国际休闲游目的地 22
四、结合集团资源与管理能力，打造“FOLIDAY”生态圈 23
1.休闲度假市场潜力仍大 23
2.构建 Foliday 生态系统 24
五、盈利预测与投资建议 27
1、盈利预测 27
2、估值与投资建议 29
六、风险提示 31

图表目录

图表 1：公司历史沿革 6
图表 2：公司股权结构 6
图表 3：公司募投项目情况 7
图表 4：公司业务布局 7
图表 5：公司营收结构 8
图表 6：公司毛利结构 8
图表 7：2015-2018 年分地区营收占比 9
图表 8：2016-2018 年分地区营收增速 9
图表 9：2015-2018 年公司营收 9
图表 10：2015-2018 年公司归母净利润 9
图表 11：2015-2018 年经营成本及成本率 10
图表 12：2015-2018 年经营成本构成 10
图表 13：2015-2018 年期间费用及期间费用率 10
图表 14：2015-2018 年销售/管理/财务费用率 10
图表 15：2015-2018 年经调整 EBITDA 11
图表 16：2015-2018 年经营性现金流 11
图表 17：2017 年全球主要度假村市占率（按营收计） 11
图表 18：2015-2018 年 Club Med 度假村营收 11
图表 19：2015-2018 年 Club Med 度假村经营利润 12
图表 20：2017-2018 年 Club Med 度假村经营利润拆解 12
图表 21：Club Med 度假村分布，按类型划分 12
图表 22：Club Med 度假村分布，按地区划分 12
图表 23：度假村主要服务内容 13
图表 24：度假村员工类型 13

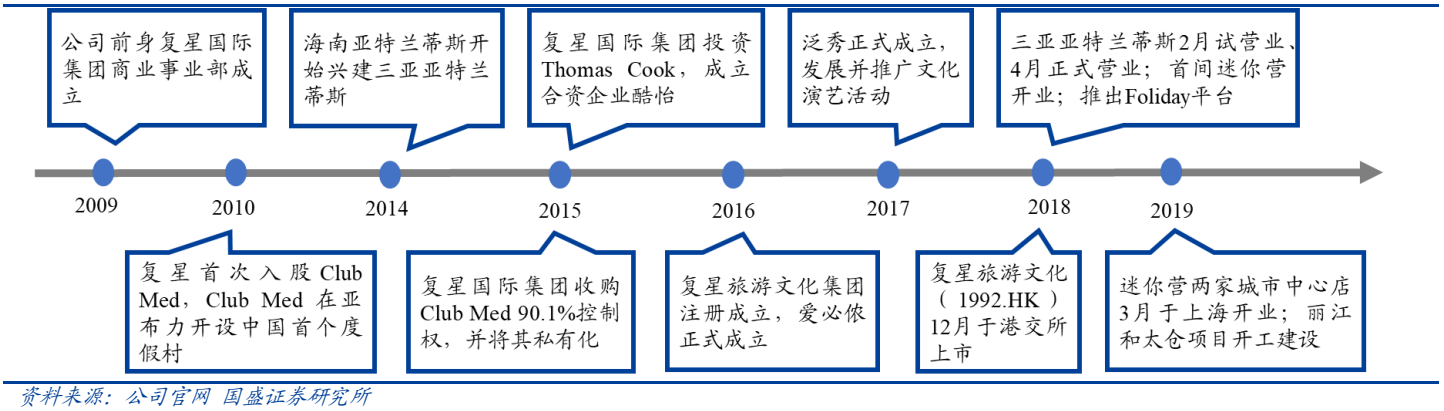
图表 25: Club Med 度假村战略.....13
图表 26: Club Med 度假村容纳能力.....14
图表 27: Club Med 度假村入住率.....14
图表 28: 四五星级度假村容纳能力占比.....14
图表 29: 入住四五星级度假村的客人占比.....14
图表 30: 度假村平均每日床位价格（元）.....15
图表 31: 度假村每张床的收入（元）.....15
图表 32: 度假村分地区客户数量占比.....15
图表 33: 度假村分地区收入占比.....15
图表 34: 大中华地区度假村数量（个）.....16
图表 35: 度假村分地区客户数量划分（万）.....16
图表 36: 快乐数字化战略.....16
图表 37: 度假村直销占比.....16
图表 38: Club Med 度假村分模式介绍.....17
图表 39: Club Med 新开设度假村介绍.....18
图表 40: 度假村增减数目（个）.....18
图表 41: 租赁/管理度假村占比.....18
图表 42: 2017-2018 年旅游目的地收入.....19
图表 43: 2017-2018 年旅游目的地收入拆解.....19
图表 44: 2017-2018 年旅游目的地经营利润.....19
图表 45: 2017-2018 年旅游目的地经营利润拆解.....19
图表 46: 三亚亚特兰蒂斯概况.....20
图表 47: 三亚亚特兰蒂斯优势.....20
图表 48: 三亚亚特兰蒂斯营业额.....20
图表 49: 三亚亚特兰蒂斯收入明细.....20
图表 50: 三亚亚特兰蒂斯日均房价及入住率.....21
图表 51: 三亚亚特兰蒂斯房间平均收入.....21
图表 52: 亚特兰蒂斯稳定运营期业绩预测.....21
图表 53: 棠岸项目情况.....21
图表 54: 丽江项目介绍.....22
图表 55: 太仓项目介绍.....22
图表 56: 全球旅游市场规模.....23
图表 57: 全球旅游市场划分.....23
图表 58: 中国旅游市场规模.....23
图表 59: 中国人均可支配收入.....23
图表 60: 中国国内游客人次.....24
图表 61: 中国人均家庭支出（元）及旅游支出占比.....24
图表 62: 复星助力 Club Med 全面发展.....24
图表 63: 复星旅文打造"Foliday"生态圈.....25
图表 64: Club Med 度假村战略.....26
图表 65: 复星旅文中国市场布局.....27
图表 66: 2018 年目的地城市旅游人均消费榜 TOP12.....27
图表 67: 复星旅文分业务收入预测.....28
图表 68: 复星旅文利润表预测.....29
图表 69: 棠岸项目 RNAV 预测.....29
图表 70: 公司 EBITDA 分拆.....30
图表 71: 港股市场同行业公司估值情况.....30

图表 72: 丽江及太仓项目土地所有权公允价值预测（亿元）.....30
图表 73: SOTP 估值拆分（亿元）.....31
图表 74: 预测目标市值（亿元）.....31

一、 复星旅文：全球著名度假村运营商

1.公司概况：休闲度假龙头，登陆港股市场

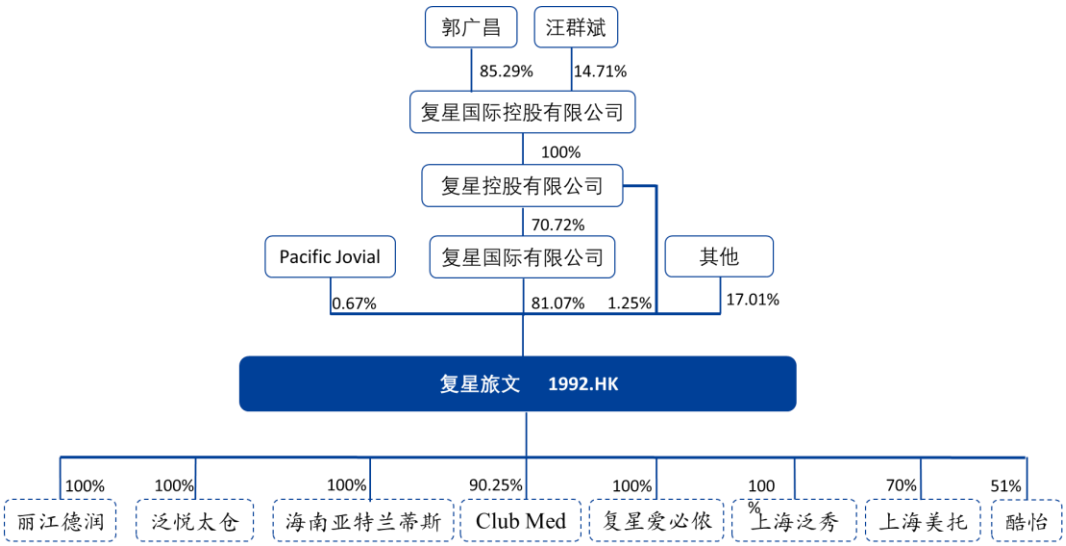
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网 国盛证券研究所

复星旅文是全球休闲度假村龙头和全球家庭休闲度假的引领者。2009 年公司前身复星国际集团商业事业部成立，2010 年复星国际集团对 Club Med 进行小规模投资，2014 年海南亚特兰蒂斯开始兴建三亚亚特兰蒂斯，2015 年 2 月复星国际集团收购 Club Med 的控制权，其后于重组时转让予公司。2016 年复星旅文正式成立，并于 2018 年从复星国际集团中分拆上市。公司已经是全球最大的休闲度假村集团，未来将以“产业运营+战略投资”双轮驱动，进行全产业链布局和全球化资源整合，满足全球家庭的休闲度假需求。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

公司控股股东系复星国际集团，实际控制人为郭广昌。控股股东复星国际集团直接持股 81.07%，实际控制人郭广昌间接持股 49.97%。复星国际集团主营“健康、快乐、富足”三大战略业务，复星旅文是其“快乐”板块的重要组成部分，负责经营旅游与休闲业务，旗下拥有 Club Med、三亚亚特兰蒂斯、景区运营商爱必依、亲子玩学俱乐部 Miniversity、文化演艺提供商泛秀、Foliday 平台、复游会会员俱乐部等，并投资 Thomas Cook，与之合资成立酷怡旅行社。公司将借助集团资源与品牌力支持，致力于让全球家庭更快乐。

图表 3：公司募投项目情况

主要项目	募资金额（亿港币）	建设内容
拓展现有业务	33.7*19%	翻新、升级扩展度假村，维护度假村及开设新度假村
		开发数字科技基础设施，包括管理系统、数字化解决方案及应用程序
		扩展 FOLIDAY 平台，推动精确及针对目标客户的销售及营销活动
		儿童亲子玩学业务以及文化活动、表演艺术及现场娱乐业务
开发丽江及太仓项目，及发掘新旅游目的地	33.7*52%	**28%：丽江项目
		**72%：太仓项目
偿还部分未偿还银行贷款	33.7*26%	用于偿还 2018 年 6 月获得的金额为 20 亿港币银行贷款，期限为首次提款后最多 12 个月或上市日期后一个月，以较早者为准
营运资金及一般企业用途	33.7*3%	营运资本及一般企业用途

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

公司 IPO 净募资 33.7 亿港币，主要用于拓展现有业务、建设丽江及太仓项目和偿贷。公司 IPO 原计划募资净额 36.7 亿港币，受资本市场景气度影响，实际募资净额 33.7 亿港币，所得资金 19%将用于扩展本公司现有业务；52%将用于开发丽江项目及太仓项目以及发掘新旅游目的地；26%将用于偿还贷款；剩余 3%用作营运资金及一般企业用途。

2.业务概要：度假村为主，打造多元化生态

公司以度假村业务为主，打造多元化旅游生态系统。按业务分部，公司旗下涵盖度假村、旅游目的地、相关服务及解决方案三大分部；按业务职能，公司职能包括度假村及目的地业务、旅游相关物业销售及建设服务、旅游休闲服务及解决方案三大职能。公司以度假村业务为主，逐步拓展旅游目的地和其他服务业务，打造多元化旅游生态系统。

图表 4：公司业务布局

资料来源：公司官网 国盛证券研究所

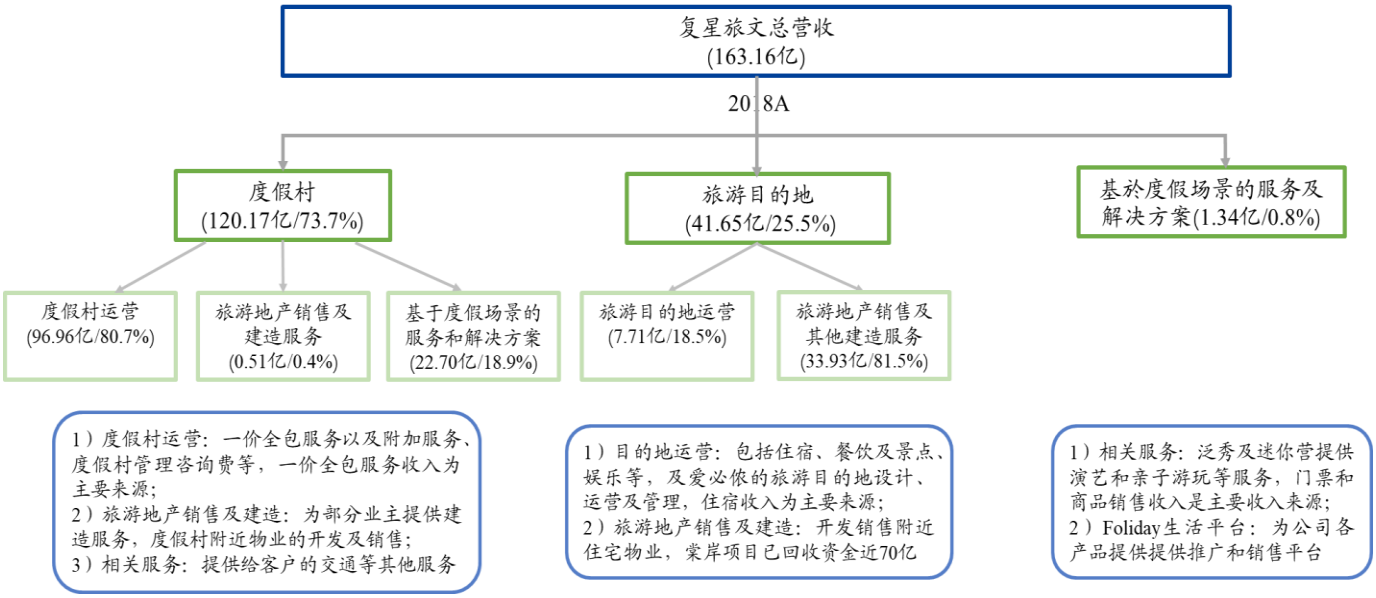
1）度假村业务主要包括 Club Med。Club Med（地中海俱乐部）是全球知名的休闲度假村集团，主要进行度假村开发、运营和管理，为游客提供以家庭为中心的高端一价全包度假体验，目前在全球超过 25 个国家和地区拥有 67 座度假村。

2）旅游目的地业务主要包括三亚亚特兰蒂斯和爱必依。三亚亚特兰蒂斯是高端一站式娱乐休闲及综合旅游度假目的地，提供 1314 间海景客房、天然海水水族馆、水世界及会议会展服务等，2018 年 4 月正式开业。爱必依是专业的景区运营商，为旅游目的地提供规划、设计、运营和管理服务，目前负责 9 个项目的运营管理并为 17 个项目提供服

务。丽江和太仓项目将打造为综合型国际休闲度假目的地，目前仍在规划建设阶段。

3）基于度假场景的服务及解决方案业务主要包括泛秀和迷你营及 FOLIDAY 平台等。一是文化及娱乐供应商泛秀和亲子玩学俱乐部 Miniversity，主要是通过在线旅游及休闲场所提供娱乐、旅游及文化服务。二是 Foliday 生活平台，包括 Foliday 平台、复游会、及与 Thomas Cook 合资建立的酷怡旅行社，主要提供旅游及休闲相关服务和解决方案。

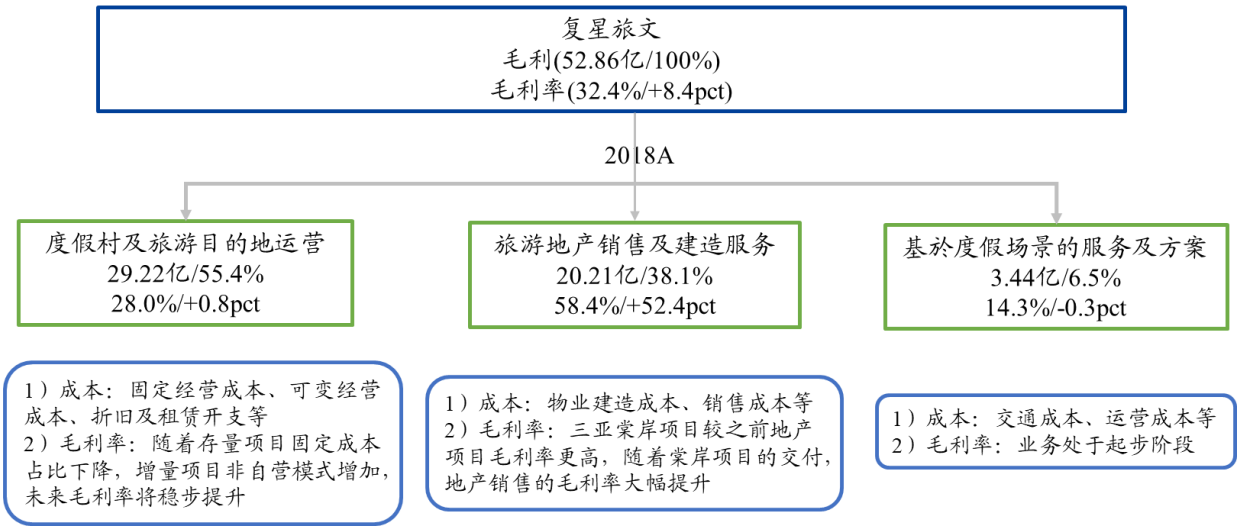
图表 5：公司营收结构



资料来源：公司年报 国盛证券研究所
注：剔除各业务间相互抵消收入 0.46 亿，实际营收为 162.70 亿

2018 年公司营收 163.16 亿，分业务看，度假村/旅游目的地/相关服务营收分别为 120.2/41.7/1.3 亿，占比分别为 73.7%/25.5%/0.8%。度假村是最主要收入来源，包括度假村运营（80.7%）、旅游地产销售及建造（0.4%）、其他相关服务（18.9%），以住宿为主的一价全包服务是核心主业。旅游目的地是快速成长业务，初期旅游地产销售及建造贡献主要收入（81.5%），未来一站式目的地运营收入贡献（18.5%）将日渐提升。

图表 6：公司毛利结构

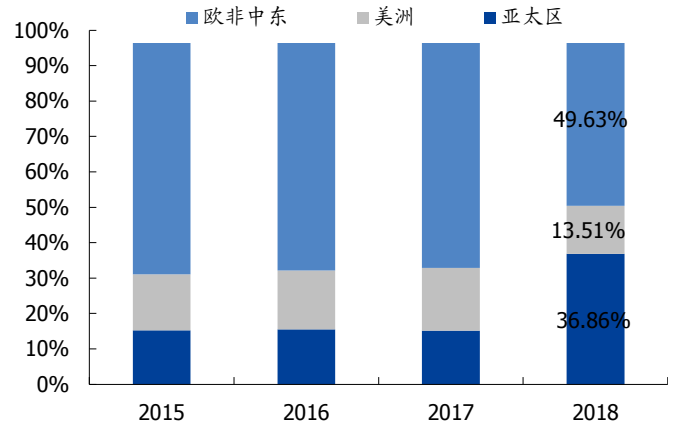


资料来源：公司年报 国盛证券研究所

2018 年公司毛利 52.86 亿，按职能分，度假村及目的地运营/旅游地产销售及建造/其他服务毛利分别为 29.2/20.1/3.4 亿，占比分别为 55.4%/38.1%/6.5%，毛利率分别为 28.0%/58.4%/14.3%。度假村及目的地的运营毛利占 55.4%，毛利率

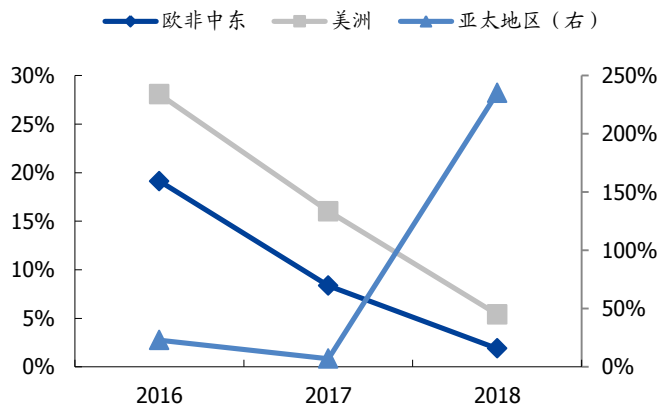
28.0%，经营发展成熟，毛利率稳定。旅游地产销售及建造毛利占 38.1%，毛利率 58.4%，主要系棠岸项目建成并陆续交付，销售收入大增且毛利率高于先前建造的 Samoëns 度假村。

图表 7：2015-2018 年分地区营收占比



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

图表 8：2016-2018 年分地区营收增速

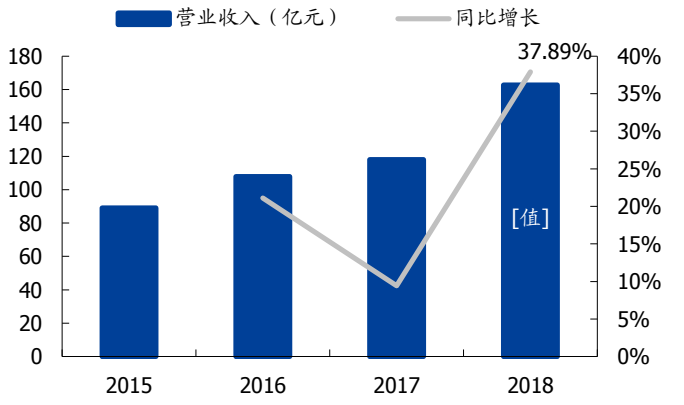


资料来源：公司年报 国盛证券研究所

分区域营收看，2018 年欧非中东/亚太/美洲占比分别为 49.6%/36.9%/13.5%，亚太地区同比大增 235.1%，欧非中东地区同比微增 1.9%。欧非中东市场处成熟阶段，2018 年收入 80.74 亿/+2%，主要系当年新建成度假村运营时间短、营收贡献小；亚太市场尚处发展阶段，2018 收入 59.97 亿/+235%，主要系三亚亚特兰蒂斯和棠岸项目的新增收入贡献。随着公司加速布局中国市场，预计亚太地区收入占比未来有望持续提升。

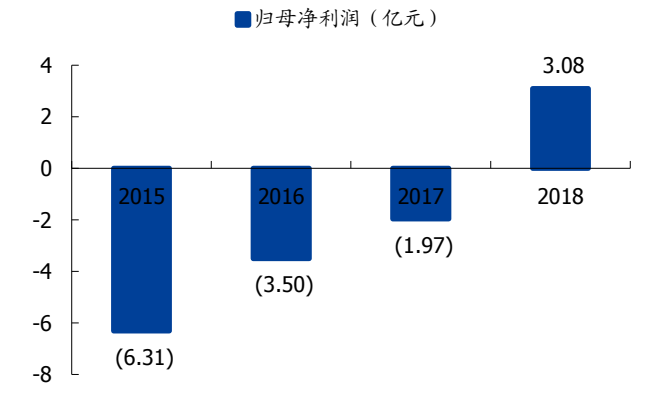
3.财务表现：营收稳步增长，净利扭亏为盈

图表 9：2015-2018 年公司营收



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

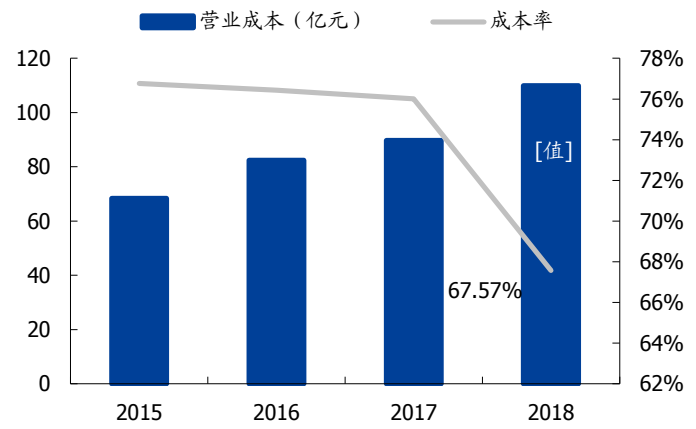
图表 10：2015-2018 年公司归母净利润



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

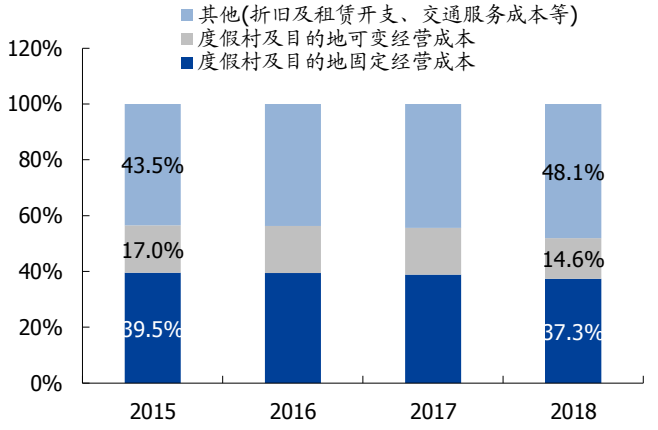
公司 16/17/18 年营收分别为 108/118/163 亿，增速分别为 21%/9%/38%；2018 年公司营收同增 37.9%至 162.7 亿，主要系棠岸项目 33.93 亿合同负债确认为收入。2018 年公司归母净利润首次扭亏为盈至 3.08 亿，主要系旅游地产销售及建造的业绩大幅增长。随着度假村升级改造推进及向轻资产模式转变、旅游目的地业务持续开展并运营，预计未来公司业绩可保持高增长。

图表 11：2015-2018 年经营成本及成本率



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

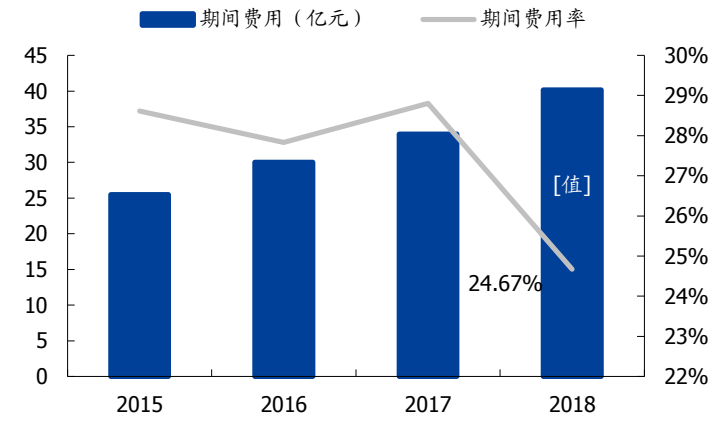
图表 12：2015-2018 年经营成本构成



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

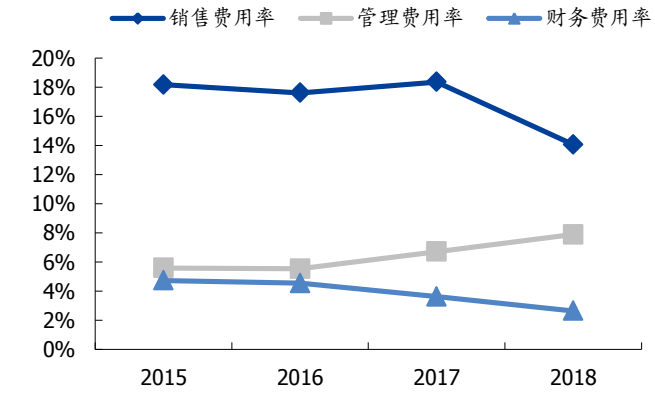
公司 16/17/18 成本率分别为 76.4%/76.0%/67.6%，15-18 年固定成本占比下降 2.2pct 至 37.3%。2018 年公司成本率同降 8.4pct 至 67.6%，主要系高毛利率的棠岸项目完成交付。15-18 年总成本中固定成本占比下降 2.2pct 至 37.3%，主要系公司租赁和管理经营模式度假村数量增加，使固定成本占比降低。受益公司的轻资产扩张计划，预计未来固定成本占比仍有下降空间。

图表 13：2015-2018 年期间费用及期间费用率



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

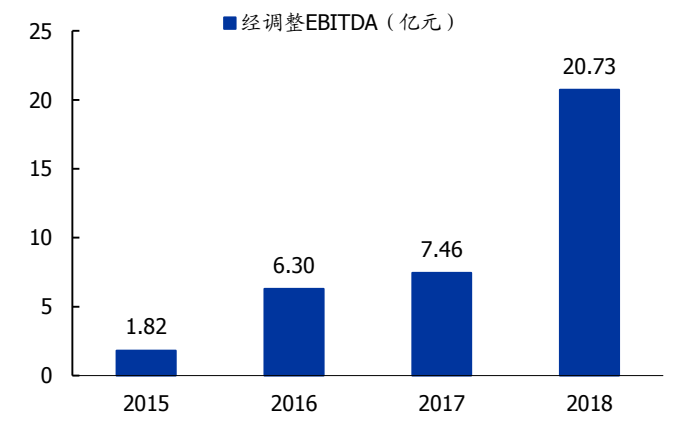
图表 14：2015-2018 年销售/管理/财务费用率



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

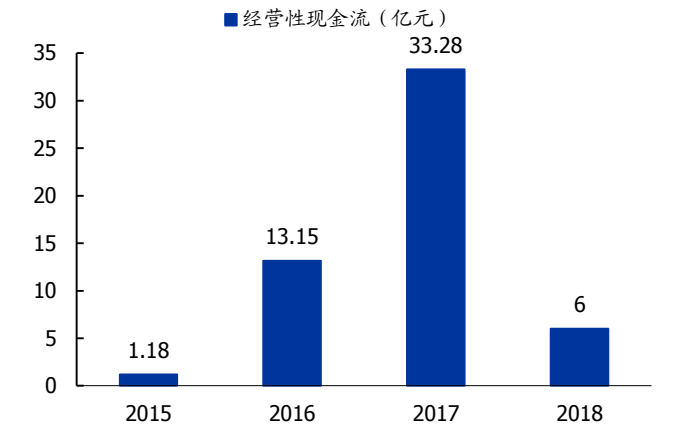
公司 16/17/18 年期间费用率分别为 27.8%/28.8%/24.7%，2018 年销售/管理/财务费用率分别为 14.1%/7.9%/2.7%。2018 年公司期间费用率同降 4.1pct 至 24.7%，主要系销售费用率下降较快。其中，销售费用率同降 4.3pct 至 14.1%，主要系非广告销售开支提供了经营杠杆；管理费用率同增 1.2pct 至 7.9%，主要系开办费用和员工数量增加；财务费用率同降 1.0pct 至 2.7%，主要系财务杠杆效应显现。随着公司品牌知名度提升、管理效率提升及融资需求减少，未来期间费用率有望继续下降。

图表 15: 2015-2018 年经调整 EBITDA



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

图表 16: 2015-2018 年经营性现金流



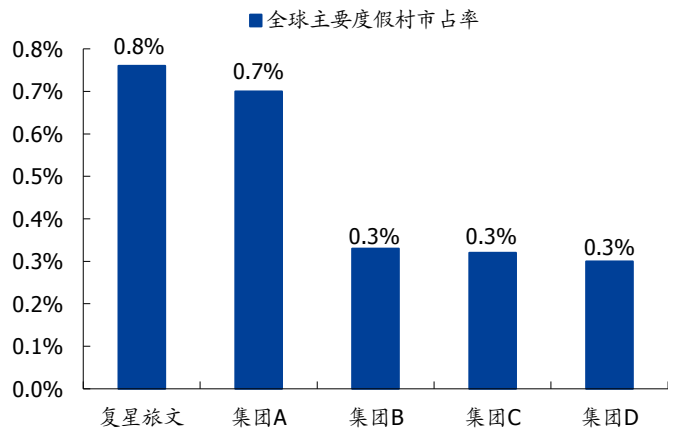
资料来源：公司年报 国盛证券研究所

公司 16/17/18 年经调整 EBITDA 分别为 6.3/7.5/20.7 亿，经营性现金流分别为 13/33/6 亿。2018 年公司经调整 EBITDA 同增 178%至 20.7 亿，主要系棠岸项目当年部分交付并确认收益。2018 年公司经营性现金流同降 82%至 6 亿，主要系棠岸项目于上年预售获得 47 亿预收款而当年预收款减少，加上当年土地使用权预付款增加。受益 Club Med 资产优化策略推进及旅游目的地贡献增加，公司经营业绩和现金流将持续改善。

二、度假村业务：由重向轻的转型升级，利润有望逐步改善

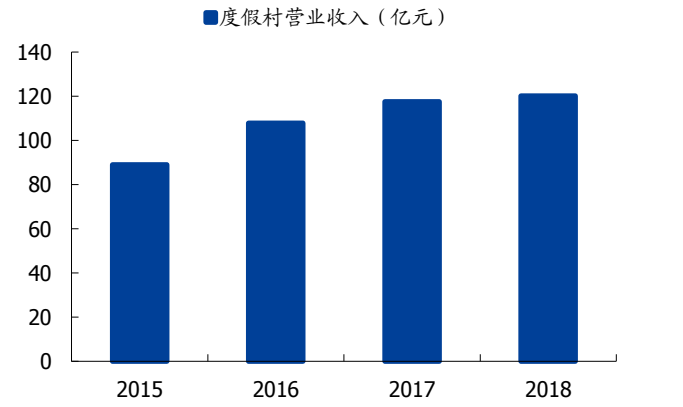
1.CLUB MED--全球最大的一价全包度假村集团

图表 17: 2017 年全球主要度假村市占率（按营收计）



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

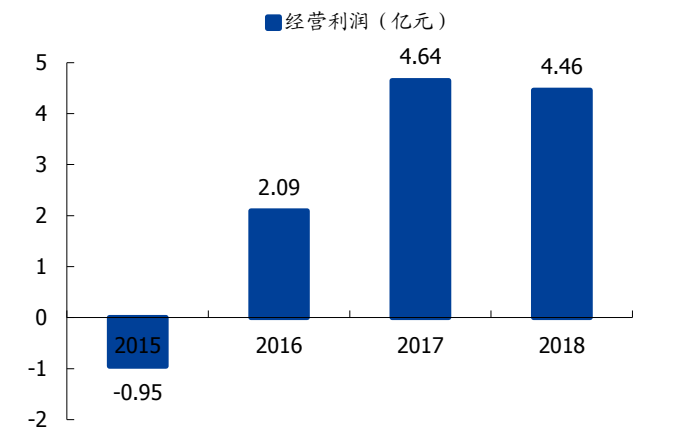
图表 18: 2015-2018 年 Club Med 度假村营收



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

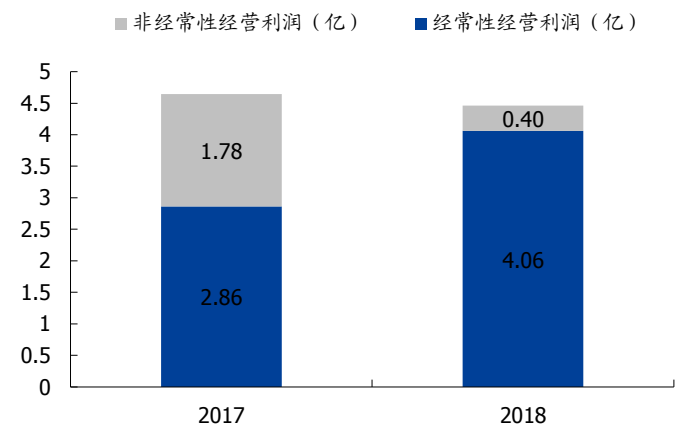
Club Med 是全球最大的度假村集团，17 年市占率 0.8%，18 年营收 120 亿/+2.2%。作为复星旅文核心分部，Club Med 是全球最大的一价全包度假村集团，2017 市占率 0.8%，15-18 年营收复合增长 10.5%至 120 亿，16 年收入同增 21%主要系三亚及巴西度假村开业、接纳能力提升，18 年收入同增 2%主要系运营收入增加而一次性建造服务收入下降。随着旅客休闲游需求增长、项目运营稳步推进，预计未来度假村业务有望持续扩大。

图表 19：2015-2018 年 Club Med 度假村经营利润



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

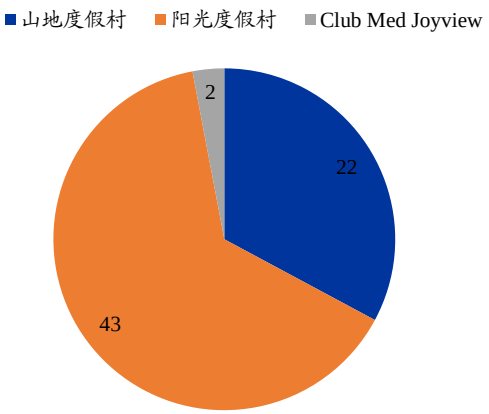
图表 20：2017-2018 年 Club Med 度假村经营利润拆解



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

Club Med2018 年经营利润 4.5 亿/-4%，其中经营性经营利润 4.0 亿/+42%，非经营性经营利润 0.4 亿/-78%，主营业务盈利情况持续向好。Club Med 2015 年被复星收购后业绩改善明显，2016 年经营利润扭亏为盈，且 16-18 年经营利润复合增长 46.1%至 4.46 亿、经营利润率提升 1.76pct 至 3.71%，18 年经营利润略降主要系减值、拨备等非经常性项目影响。随着度假村由自持向租赁和管理模式转变，预计度假村业务成本费用仍可下降，经营利润率将进一步提高。

图表 21：Club Med 度假村分布，按类型划分



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

图表 22：Club Med 度假村分布，按地区划分

资料来源：公司年报 国盛证券研究所

Club Med 度假村类型上山地/阳光/Joyview 分别有 22/43/2 家，区域上欧非中东/美洲/亚太地区分别有 40/12/15 家度假村，各地契合当地资源，相互形成优势互补。至 18 年底 Club Med 经营 67 家度假村，其中 22 家山地度假村位于滑雪场，43 家阳光度假村位于海岸或热带雨林区，2 家面向中国市场的 Club Med Joyview 位于市中心周边。这些度假村遍布 25 个国家和地区，其中欧洲多为山地度假村、美洲多为阳光度假村，各地依托自身资源优势开设多样互补的度假村，大大减弱单一季节和单一区域的业绩影响。

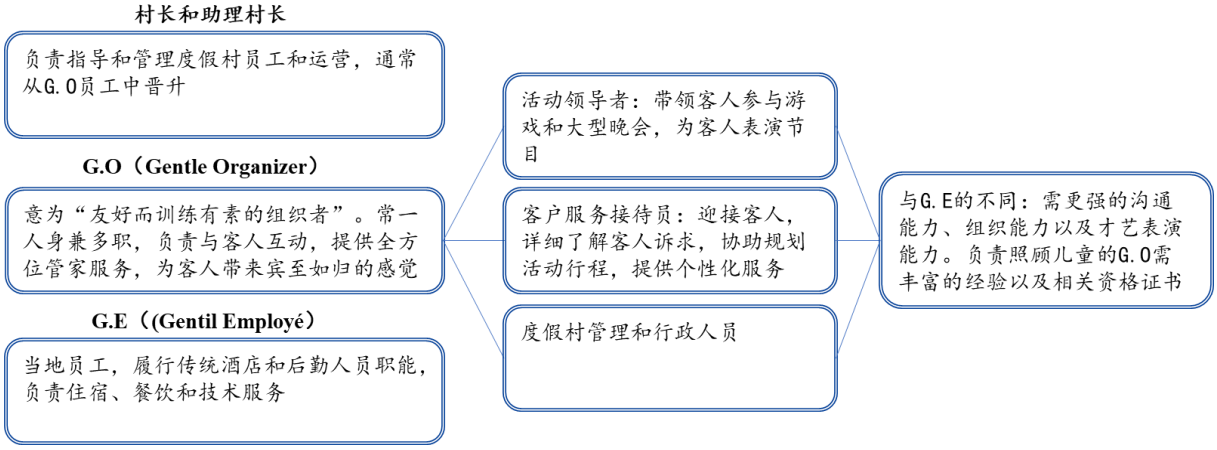
图表 23：度假村主要服务内容

服务	服务内容
住宿	标准房、丽景房和套房，部分度假村提供别墅和小木屋
体育及休闲	60 多项体育运动，包括山地度假村冬季运动、阳光度假村水上和沙滩运动及其他体育和健身活动
娱乐	丰富的社交活动，如聚会、舞蹈，晚上工作人员才艺展示，部分度假村提供太阳马戏表演
儿童看护	针对不同年龄段儿童提供俱乐部组合，如宝贝俱乐部、小小俱乐部和迷你俱乐部等
餐饮	每家度假村提供的美食不同，通常包括国际、西式餐厅
开放式酒吧	无限量供应各种饮料

资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

Club Med 首创一价全包业务模式，服务以家庭为中心。Club Med 首创一个价格享多种服务的理念，游客按全包价格享受各种阳光或滑雪活动，包括住宿、体育及休闲活动、娱乐、儿童看护、餐饮及开放式酒吧等在内多种服务。与主要面向成人或儿童的度假村不同，Club Med 服务以家庭为中心，满足家庭整体需求。这种一价全包、家庭为中心的模式为游客带来更超值的综合体验，利于 Club Med 获得和留存高忠诚和高附加值客户。

图表 24：度假村员工类型



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

Club Med 打造独特 G.O 团队，充分满足游客需求。Club Med 首创 G.O(Gentle Organizer) 的服务理念，为旅客提供全面管家式服务，保证 Club Med 差异化竞争。Club Med 拥有一支超过 5000 人 G.O 团队，他们可能是前台、导游、玩伴、保姆、活动领导者、客服接待员，大多能身兼多职，为旅客提供全天候、全方位管家式服务，充分满足游客需求。G.O 团队不仅更好地保障了旅客需求，更提升了 Club Med 度假村的品牌品质和声誉。

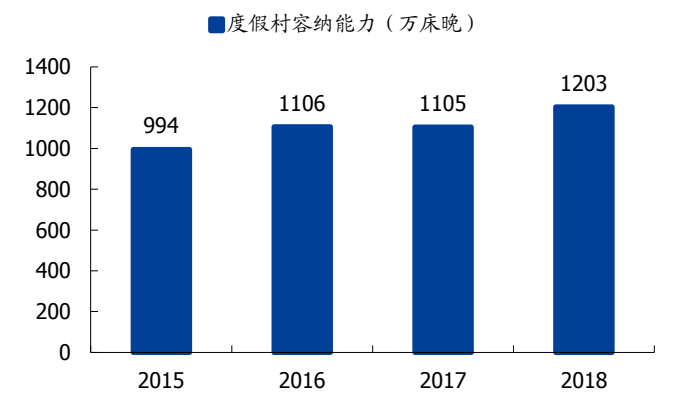
2.推动产品升级、加速全球扩张

图表 25：Club Med 度假村战略

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

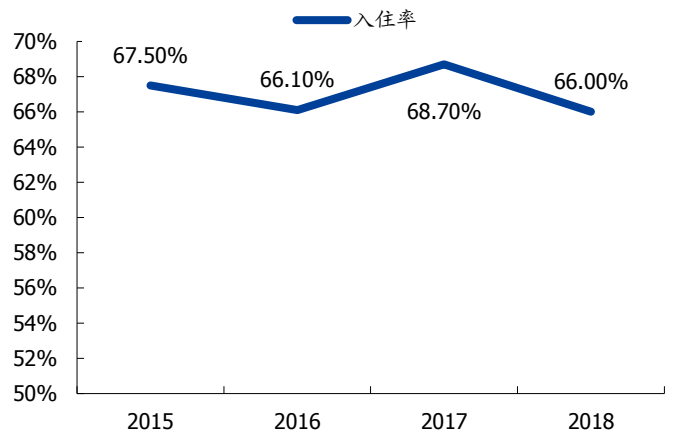
Club Med 坚持高端化、全球化、快乐数字化的发展战略，推动产品升级与全球扩张。高端化战略通过增建高端化项目、升级存量项目来扩大高端及优质的产品供应。全球化战略通过广泛覆盖多地市场、加速中国市场布局平衡市场和目的地资源，增强自身抗风险水平以保证盈利能力。快乐数字化通过互联网和人工智能技术提高运营效率、改善用户体验。高端化、全球化、快乐数字化的发展战略将推动产品升级、加速全球市场扩张。

图表 26: Club Med 度假村容纳能力



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

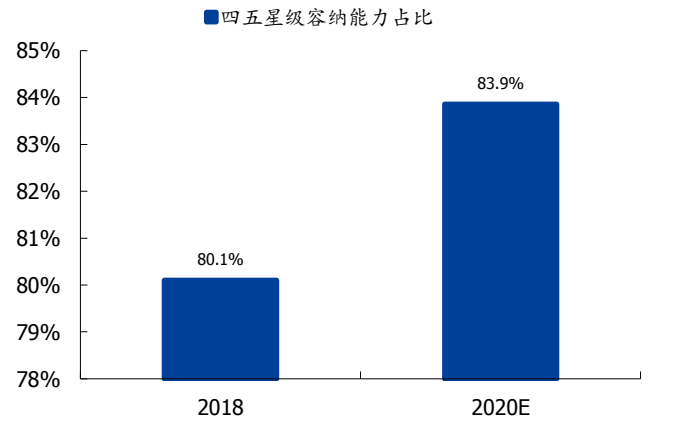
图表 27: Club Med 度假村入住率



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

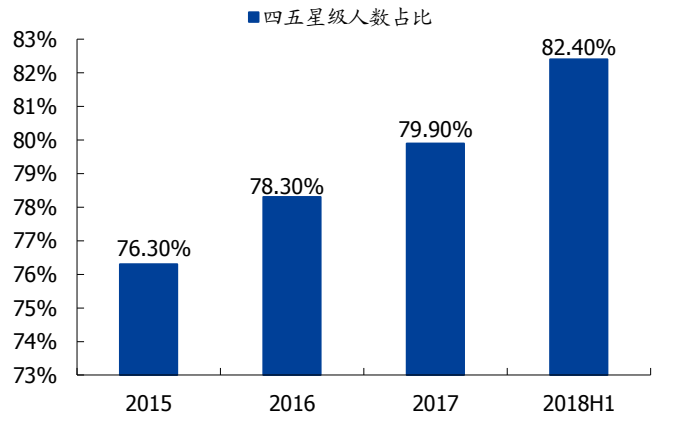
度假村整体容纳能力提升，综合入住率维持 65%以上高水平。15-18 年度假村容纳能力复合增长 6.6%至 1203 万/年，预计 18-20 年新开 12 家度假村增加 280 万个床晚，到 20 年总容纳能力有望到 1500 万/年。15-18 年度假村入住率维持 65%以上，18 年受印尼巴厘岛火山爆发、马尔代夫政治波动及 5 家度假村新开业影响，综合入住率略有下降。

图表 28: 四五星级度假村容纳能力占比



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

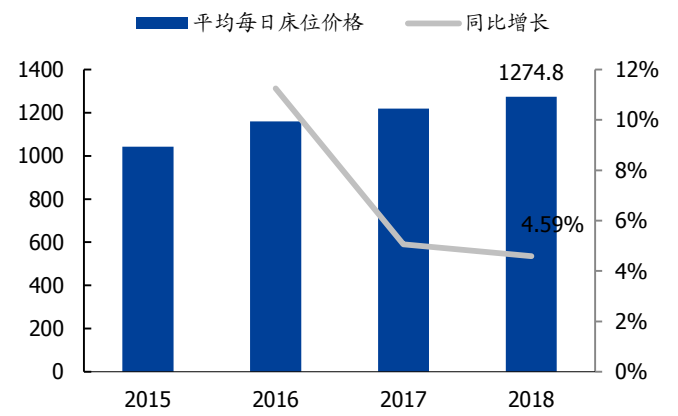
图表 29: 入住四五星级度假村的客人占比



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

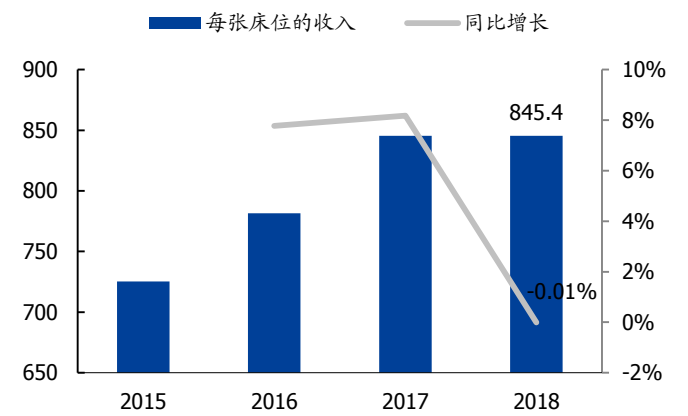
度假村业务四五星容纳力占比提升、入住客人占比提升，日益向高端化发展。从供给看，目前四五星度假村容纳能力为 964 万床晚，受益未来两年新增 11 家四五星级度假村以及现有度假村的升级扩建，四五星级度假村容纳能力占比预计从 18 年 80.1%提升至 20 年 83.9%。从需求看，受益居民旅游消费升级、度假村销售和推广改善，入驻四五星的客人占比从 15 年 76.3%提升至 18 中期的 82.4%。随着度假村加强高端服务供给、游客人均消费提升，预计未来度假村盈利能力将进一步增强。

图表 30：度假村平均每日床位价格（元）



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

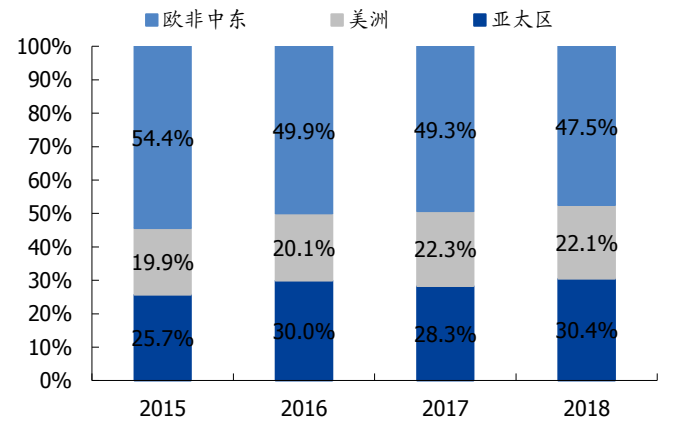
图表 31：度假村每张床的收入（元）



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

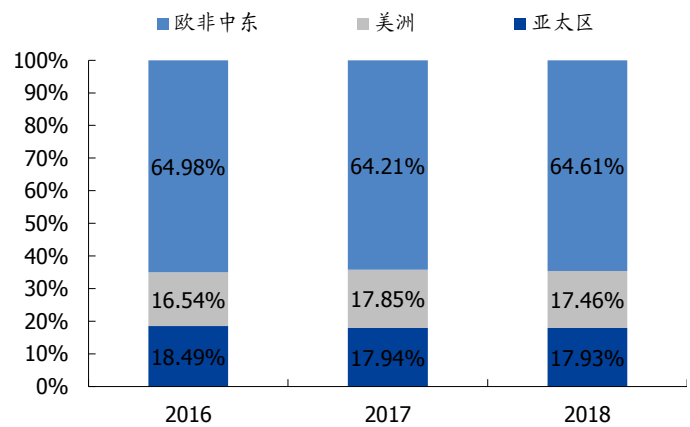
度假村每日床位价格稳步增加、每张床位收入稳中有升，彰显高端化趋势。15-18 年每日床位价格复合增长 6.9%至 1275 元，主要受益高端化推进；同期每张床位收入复合增长 5.2%至 845 元，床位收入增速不及床位价格增速主要系 18 年综合入住率略有下降。随着未来入住率缓升、床位价格保持增加，预计度假村每张床位收入有望持续稳中有升。

图表 32：度假村分地区客户数量占比



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

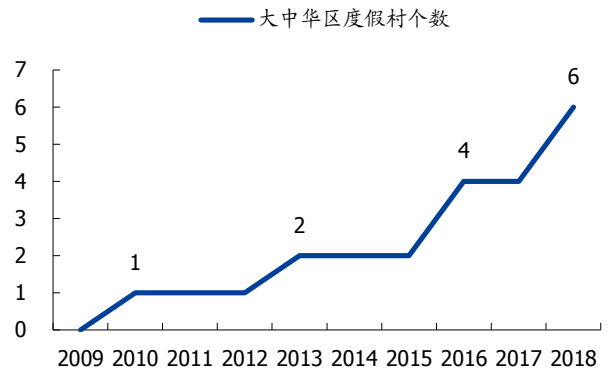
图表 33：度假村分地区收入占比



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

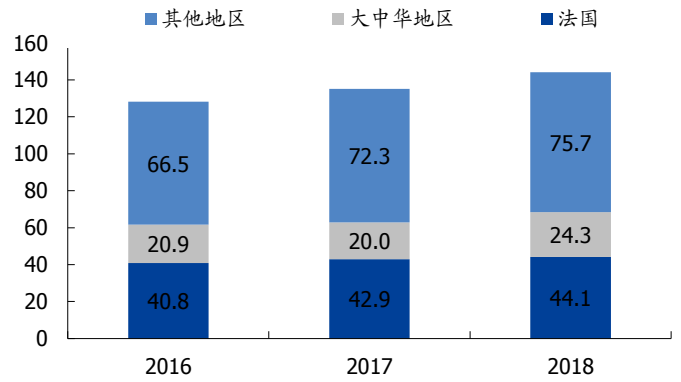
度假村欧非中东以外地区客流和收入占比均有提升，全球化发展加速。目前度假村全球客户数量约 144.2 万人，15-18 年亚太和美洲客户数占比从 45.6%提升至 52.5%；目前度假村全球收入约 126.3 亿元，16-18 年亚太和美洲收入占比从 35.0%提升至 35.4%。对比各地度假村每日床位价格，欧非中东/亚太/美洲分别为 1272/1182/1094 元，欧非中东地区市场消费水平最高、发展最为成熟，度假村未来有望加速欧非中东以外地区发展。

图表 34：大中华地区度假村数量（个）



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

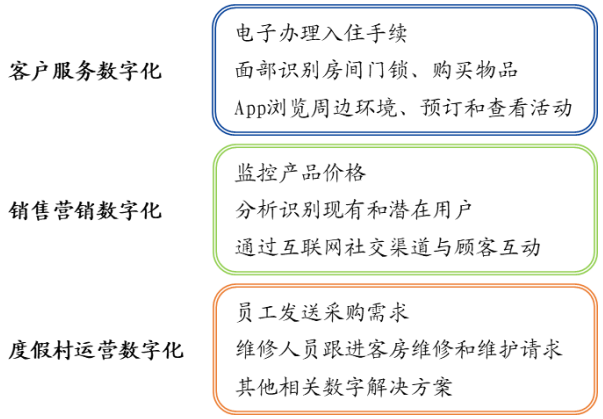
图表 35：度假村分地区客户数量划分（万）



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

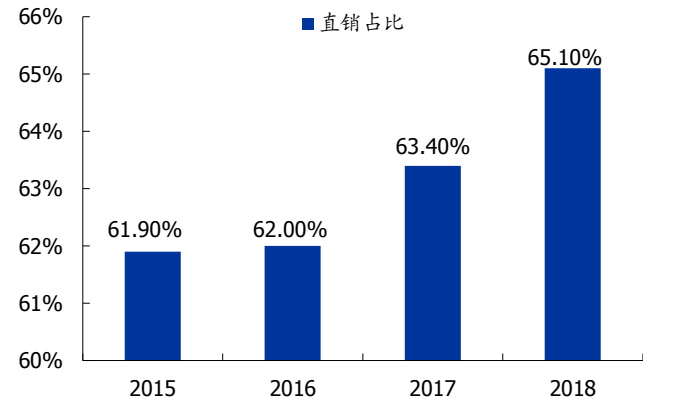
Club Med 加速中国市场布局，大中华区度假村个数及客户数量显著增加。过去十年 Club Med 大中华区度假村从无到有，至 2018 年底共 6 家。同时大中华区度假村客户数量也有显著提高，从 2016 年 20.9 万复合增长 7.8%至 2018 年 24.3 万人次。受益复星投资支持，Club Med 加速中国市场布局，并于 2018 年新推出针对中国市场的 Joyview 品牌，位于距离市中心仅 2-3 个小时车程的山地和海岸区进一步满足中国游客的休闲度假需求。

图表 36：快乐数字化战略



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

图表 37：度假村直销占比



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

推进数字化技术创新，扩大线上直销网络建设。通过客户服务数字化、销售营销数字化、度假村运营数字化推进，度假村加强数字化技术创新、提高运营效率，同时为客户带来极佳的消费体验。同时，Club Med 扩展在线销售渠道和平台以建立全球化销售网络，其直销比例从 15 年 61.9%提升至 18 年 65.1%，降低分销开支并将长期提高品牌知名度。

3.进取的轻资产扩张计划

图表 38: Club Med 度假村分模式介绍

	自持模式	租赁模式	管理合约经营模式
度假村数目	17	41	9
控制权	完全拥有所有权、土地使用权、物业控制权	有权占有和使用度假村物业，部分拥有所有权	无所有权租赁权,受委托开展管理业务
度假村收入分成	自有收入	支付租金给出租人，其余为自有收入	业务收入属于业主，收取管理费
度假村费用分成	自付费用	基本自付费用+支付租金	业主承担运营费用+支付管理费
租赁、管理费	-	按季度的固定租金+根据收入的浮动资金+延迟支付产生的利息	按月基本管理费+年度激励管理费
签约周期	-	一般为 12-15 年，通常可续签	一般为 5-15 年，通常可续签

资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

以租赁和管理合约模式为主，度假村强化轻资产策略。Clud Med 具有自持、租赁和管理合约三种经营模式，至 2018 年底三类度假村分别达到 17 家、41 家、9 家，租赁和管理合约模式的度假村占比 2/3，轻资产策略日益强化。Clud Med 根据实际情况选用正确的资产模式以建立均衡业务组合,向轻资产策略倾斜减轻了财务压力并提高了经营灵活性。

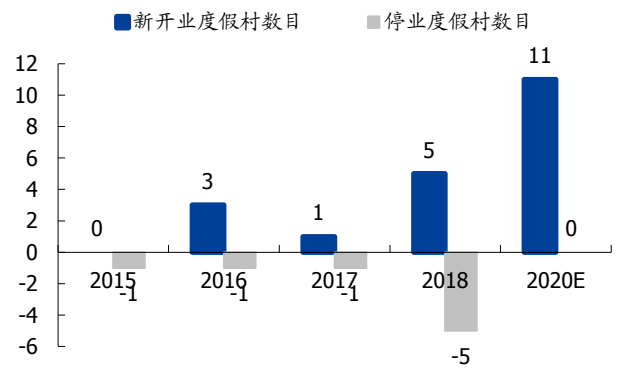
图表 39：Club Med 新开设度假村介绍

度假村名称	床位数目	房间数目	位置	开业年份	类型	经营模式
Cefalu	610	308	意大利	2018	阳光	租赁
Les Arcs Panorama			法国	2018	山地	租赁
Grand Massif Samoëns Morillon	940	420	法国	2017	山地	租赁
Lake Paradise	948	369	巴西	2016	阳光	租赁
卡尼岛翡诺岛别墅	104	52	马尔代夫群岛	2015	阳光	租赁
北海道	964	341	日本	2018	山地	管理
北大壶	458	176	中国	2016	山地	管理
安吉度假村	810	300	中国	2018	Joyview	管理
黄金海岸	806	308	中国	2018	Joyview	管理
三亚	957	384	中国	2016	阳光	管理

资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

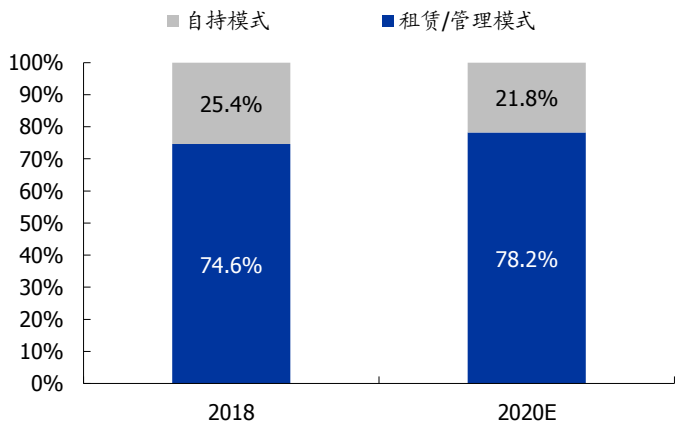
新开度假村均为租赁或管理合约模式，轻资产扩张计划推进。2015 年后新开的度假村均采用租赁或者管理合约模式，轻资产扩张计划推进。欧洲新开度假村主要采取租赁经营模式，需支付业主租金、运营收入归自己，签约周期一般 12-15 年；亚洲新开度假村则主要采取管理合约经营模式，运营所得归业主、向业主收取管理费，签约周期一般 5-15 年。随着轻资产扩张计划推进，Clud Med 未来利润率有望提升、扩张速度有望加快。

图表 40：度假村增减数目（个）



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

图表 41：租赁/管理度假村占比

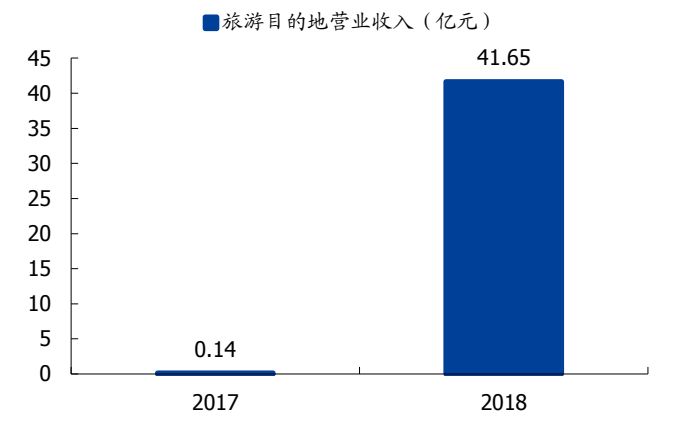


资料来源：公司公告 国盛证券研究所

随着轻资产模式的异地扩张加速，未来度假村利润有望逐步改善。Club Med 被复星收购时拥有 66 家度假村，15-18 年共新开 9 家度假村（另有 8 家关闭），预计到 2020 年底前将再新开 11 家度假村，未来其轻资产模式的异地扩张有望加速。考虑到未来这 11 家度假村均采用非自持模式，预计租赁和管理合约模式度假村数量占比将由 18 年 74.6% 提升至 20 年 78.2%，届时大额固定费用占比将下降，度假村利润有望逐步改善。

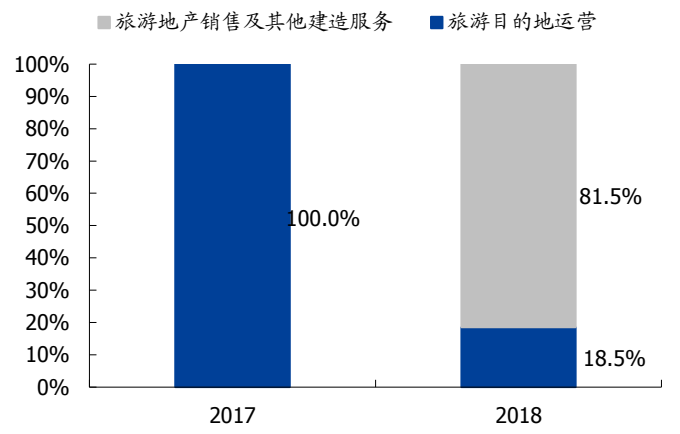
三、旅游目的地：海南明珠“亚特兰蒂斯”，项目逐步落地

图表 42: 2017-2018 年旅游目的地收入



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

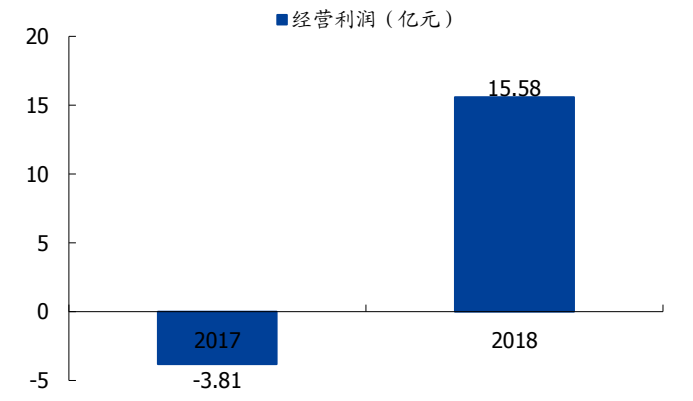
图表 43: 2017-2018 年旅游目的地收入拆解



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

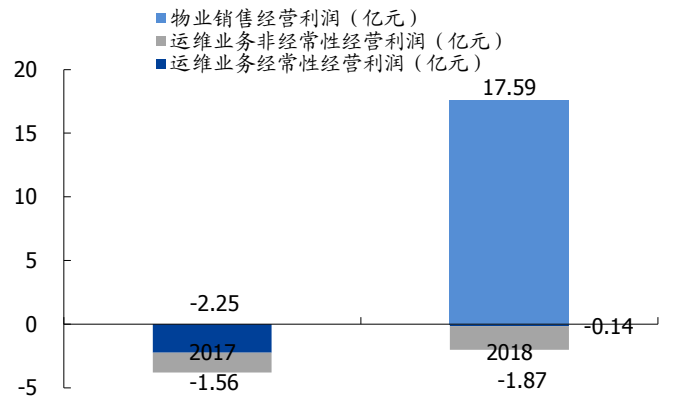
旅游目的地业务 17/18 年收入为 0.14/41.65 亿，2018 年目的地运营/物业销售收入贡献分别为 18.5%/81.5%。旅游目的地营收从 17 年 0.14 亿增长至 18 年 41.65 亿，主要受益 2018 年棠岸项目预售交付及三亚亚特兰蒂斯开业，二者分别贡献 33.93 亿和 7.52 亿收入，因此 2018 年物业销售/目的地运营收入占比分别为 81.5%/18.5%。随着亚特兰蒂斯运营成熟及棠岸项目将于今年全部交付，旅游目的地的营收将保持较快增长。

图表 44: 2017-2018 年旅游目的地经营利润



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

图表 45: 2017-2018 年旅游目的地经营利润拆解



资料来源：公司年报 国盛证券研究所

旅游目的地业务 17/18 年经营利润为-3.8/15.6 亿，物业销售相关经营利润大幅增长。2018 年旅游目的地经营利润为 15.6 亿，其中受益亚特兰蒂斯开业运营，运维业务经常性经营亏损从 17 年 2.25 亿缩小至 18 年 0.14 亿，非经常性经营亏损微增至 1.78 亿；受益棠岸项目交付获利，物业销售经营利润大幅增至 17.59 亿，直接带动 2018 年整体经营利润扭亏为盈。随着亚特兰蒂斯运营逐渐成熟，预计 2019 年经营业务相关的经营利润将扭亏为盈，同时随着棠岸项目交付确认，物业销售相关经营利润将保持较高水平。

1.亚特兰蒂斯：打造高端一站式旅游目的地

图表 46：三亚亚特兰蒂斯概况

经营中的旅游目的地	三亚亚特兰蒂斯
经营容纳能力	1314 间客房、20 个餐饮设施，天然海水水族馆、水世界、海豚湾剧场、会展设施
棠岸项目	197 套别墅、807 套公寓，764 个已出售公寓单元于 2018 年底转让予客户；超过 200 个单位由爱必侬签约管理，147 个已于 2019 年 1 月开业

资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

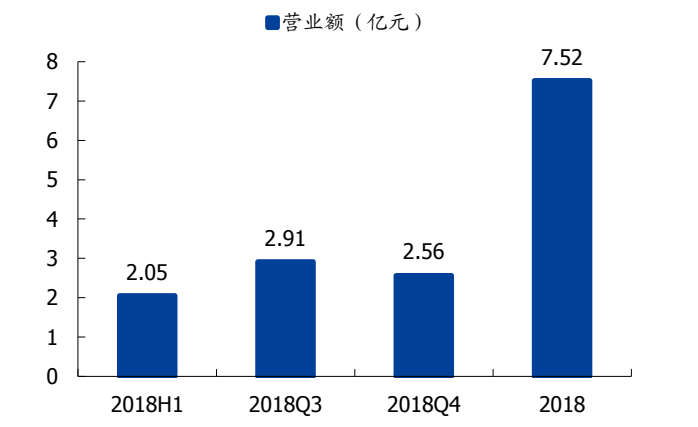
三亚亚特兰蒂斯开业，旅游目的地业务落地。三亚亚特兰蒂斯是首个旅游目的地的落地项目，项目投资 90 亿以上，2014 年 10 月开工建设，2018 年 4 月正式营业。项目设有 1314 间高级海景房、20 个餐饮设施、天然海水水族馆、水世界、海豚湾剧场、会展设施等，充分保证亚特兰蒂斯长期经营容纳能力，初步建成优质海洋主题的家庭目的地。同时，棠岸项目建有 1004 个物业单位，通过旅游地产建造和销售获得一次性收益。

图表 47：三亚亚特兰蒂斯优势

资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

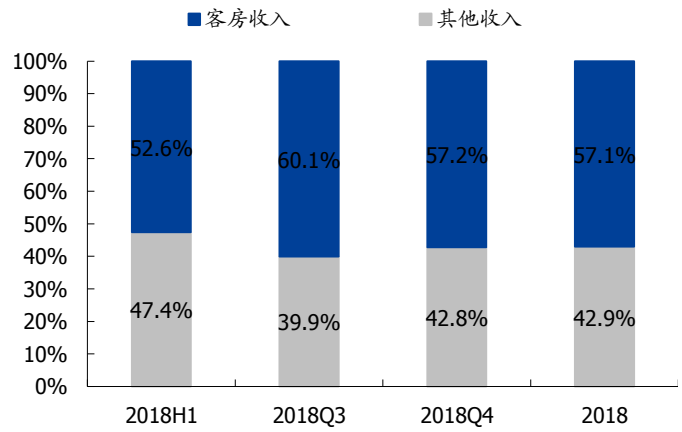
公司打造高端一站式旅游目的地，委托 Kerzner 独家运营。依托三亚旅游城市区位优势和海南省自贸区政策优势，公司打造高端一站式旅游度假区，并委托 Kerzner 负责实际运营，为全年龄段家庭成员提供多样化的高端服务。Kerzner 是著名的高端物业运营商，公司聘请 Kerzner 并向其支付与运营收入绑定的报酬（基本管理费+市场营销费+业绩激励管理费），有利于充分激发 Kerzner 管理活力，从而提升三亚亚特兰蒂斯的整体业绩。

图表 48：三亚亚特兰蒂斯营业额



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

图表 49：三亚亚特兰蒂斯收入明细

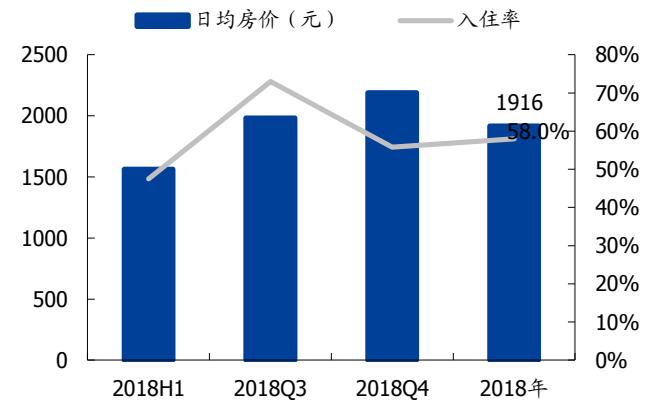


资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

三亚亚特兰蒂斯 2018 年收入 7.52 亿，客房收入占 57.1%。从 2018 年 2 月 15 日试

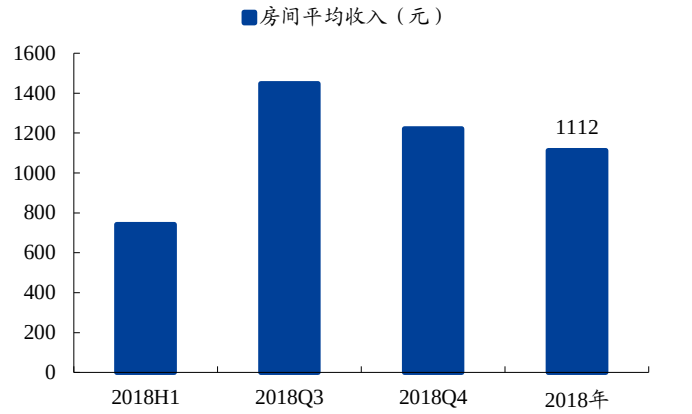
营业至 12 月 31 日期间，三亚亚特兰蒂斯实现收入 7.52 亿，18H1/Q3/Q4 占比分别为 27.3%/38.7%/34.0%，三季度旅游旺季占比最大。分品类看，客房收入 4.29 亿、占 57.1%，水族馆、水世界及餐饮等其他收入 3.23 亿、占 42.9%，充分实现一站式的多品类贡献。考虑 2019 年将全年营业、同时经营将更加成熟，因此预计今年收入将保持较快增长。

图表 50：三亚亚特兰蒂斯日均房价及入住率



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

图表 51：三亚亚特兰蒂斯房间平均收入



资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

亚特兰蒂斯 2018 年入住率 58%，日均房价 1916 元，房间平均收入 1112 元。2018H1/Q3/Q4 酒店综合入住率分别为 47.5%/73.0%/55.8%，日均房价分别为 1562/1982/2190 元，客房收入分别为 742/1447/1221 元，Q3 客房收入较高主要得益旅游旺季高入住率。预计随着经营逐步成熟，未来入住率有提升空间，从而推动高端酒店业务进一步发展。

图表 52：亚特兰蒂斯稳定运营期业绩预测

	收入假设	收入(亿)	经营利润率假设	经营利润(亿)
客房收入	=平均房价 3200 元 × 合计房间 1314 间 × 入住率 70% × 365	10.7		
其他收入	=客房收入	10.7		
合计收入	=客房收入+其他收入	21.4	17%	3.6

资料来源：国盛证券研究所

预计亚特兰蒂斯稳定运营期可贡献 3-4 亿年营业利润。随着三亚亚特兰蒂斯运营成熟，预计客房入住率有望提升至 70%，客房收入有望增加至 10 亿以上，其他收入（海洋馆、水族馆等门票收入）也将同步增长，推动总收入增加至 21 亿左右；考经营杠杆效应逐步显现，预计稳态经营利润率有望接近 17%，推动总营业利润增至 3-4 亿。短期看，我们预计 19/20/21 年将贡献经营利润 1.3/2.3/3.1 亿。

图表 53：棠岸项目情况

项目细分	已落成单位	截至 2018H1 已出售单位	2018 年 已交付单位	截止 2018H1 合同负债	2018 年 已确认收入
别墅	197	183	—	69.89 亿元	—
度假公寓	807	783	764		33.93 亿元
合计	1004	966	764	69.89 亿元	33.93 亿元

资料来源：招股说明书 国盛证券研究所

采取“文旅+地产”模式，通过物业销售回流资金 70 亿，通过售后回租运营目的地。棠岸项目共 1004 套房源、总建筑面积 16.1 万平方米，截至 2018 年上半年已经销售 966 套，累计回收资金 69.89 亿。2018 年确认 33.93 亿交付收益，余下 35.96 亿未来将全部确认收益。公司采取售后回租的方式进行目的地住宿运营，已经与 200 多个业主签署管理协议。公司采用“长期以旅游运营为主，短期内通过旅游地产销售回收土建成本”的商业模式，将重资产模式轻量化，提高了经营灵活性，未来有望逐步异地扩张。

2.丽江及太仓项目：在建的国际休闲游目的地

图表 54：丽江项目介绍

资料来源：公司官网 国盛证券研究所

丽江项目：面向中高端客户的国际旅游目的地。丽江项目定位中高端国际旅游目的地，其拥有白沙古镇、玉龙雪山等景点，未来将纳入复星旅文的其他资源。项目总建筑面积 35 万平方米，其中旅游业相关 18 万平方米、可售物业逾 16 万平方米；项目总建设成本近 30 亿，截至 2018 年底已产生成本 5.36 亿，主要用于收购土地使用权和项目筹建。2019 年 2 月项目开工，预计 2020 年末或 2021 年初起分阶段完成，之后 2-3 年内竣工。

图表 55：太仓项目介绍

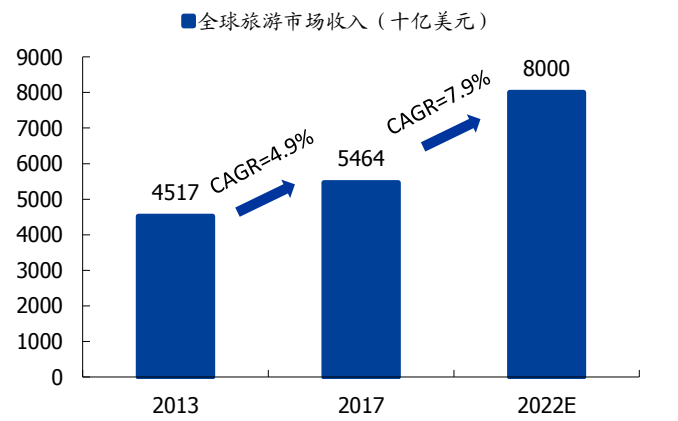
资料来源：公司官网 国盛证券研究所

太仓项目：一站式旅游目的地。太仓项目定位一站式旅游目的地，辐射长江三角，距离上海虹桥仅 30 分钟车程，具有丰富文化遗产和精致美食，项目总建筑面积 128 万平方米，其中旅游业相关 72.0 万平方米、可售物业近 50 万平方米；项目总建设成本约 100 亿，截至 2018 年底已发生成本 23.26 亿，主要用于收购土地使用权。2019 年项目开工，预计自 2020 年末起按阶段完成，之后 3-4 年内竣工。

四、结合集团资源与管理能力，打造“FOLIDAY”生态圈

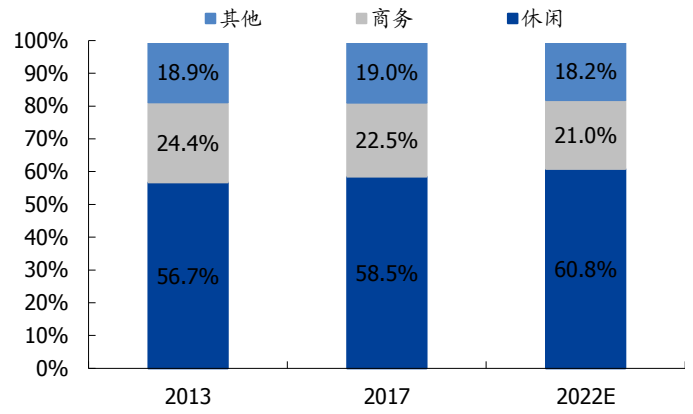
1.休闲度假市场潜力仍大

图表 56：全球旅游市场规模



资料来源：世界旅行及旅游理事会 国盛证券研究所

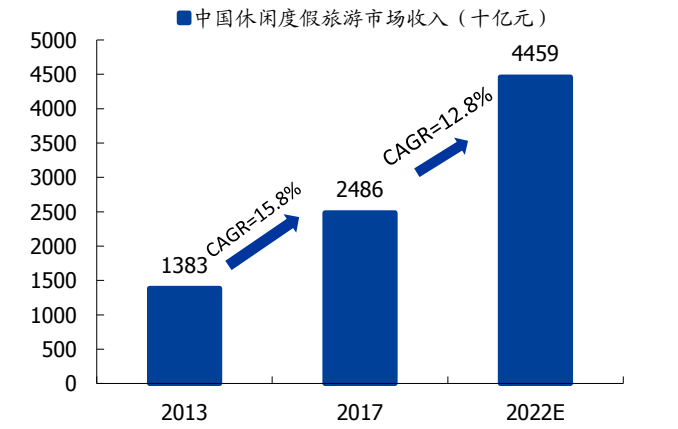
图表 57：全球旅游市场划分



资料来源：世界旅行及旅游理事会 国盛证券研究所

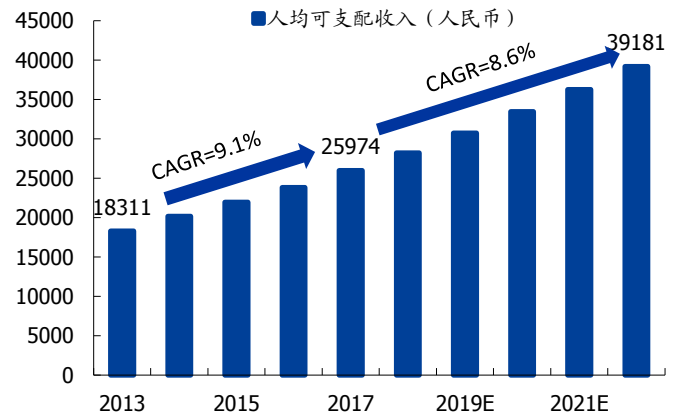
全球旅游市场稳步增长，休闲旅游占比持续提升。全球旅游市场稳步发展，13-17 年复合增长 4.9%至 4.5 万亿美元，按照世界旅游机构预计，17-22 年有望复合增长 7.9%至 8.0 万亿美元。休闲旅游占比持续提升，从 13 年 56.7%提升至 17 年 58.5%，预计到 22 年有望进一步提升至 60.8%。受益休闲游产品供需双增，休闲游日益成为旅游市场主导。

图表 58：中国旅游市场规模



资料来源：世界旅行及旅游理事会 国盛证券研究所

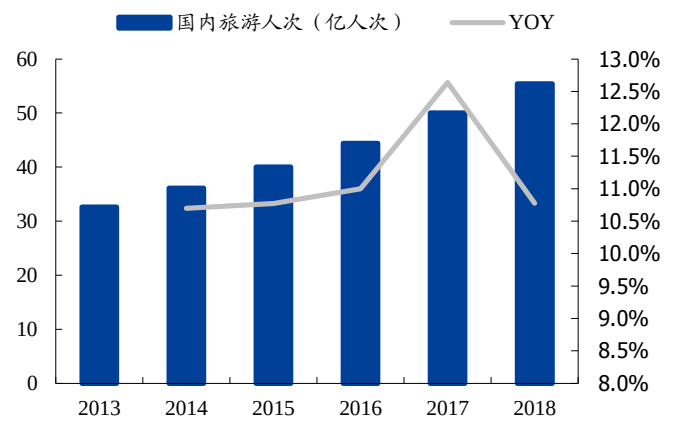
图表 59：中国人均可支配收入



资料来源：世界旅行及旅游理事会 国盛证券研究所

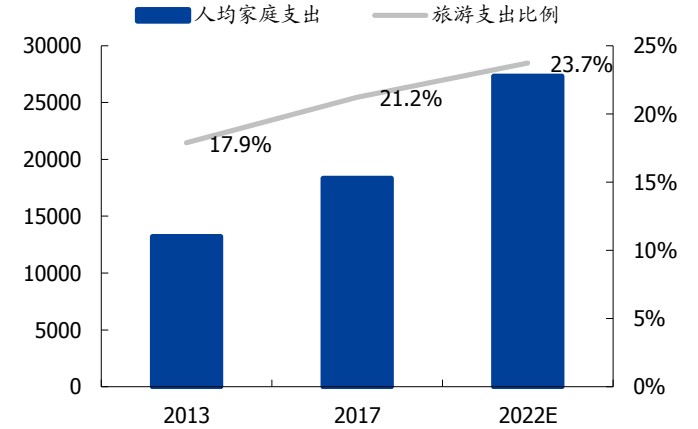
受益居民收入增长及消费升级，中国休闲度假游市场持续扩容。我国人均可支配收入 13-17 年复合增长 9.1%至 2.6 万元并预期于 22 年增加至 3.9 万元，复合增长 8.6%。受益居民收入增长及消费升级，中国休闲度假游市场 13-17 年复合增长 15.8%至 2.5 万亿元，按照世界旅游机构预计，17-22 年有望复合增长 12.8%至 4.5 万亿元。随着我国居民相继升级至休闲游，我国休闲度假游市场潜力仍大，未来有望实现领先于全球的更高增长。

图表 60：中国国内游客人次



资料来源：国家旅游局 国盛证券研究所

图表 61：中国人均家庭支出（元）及旅游支出占比



资料来源：国家旅游局 国盛证券研究所

我国国内游人次稳步增长，人均家庭旅游支出持续增加。受益消费升级及出游便利化，我国国内游人次从 13 年 33 亿复合增长 10.5%至 18 年 55 亿，出境游人次稳步增长。同时，我国人均旅游支出从从 13 年 2363.2 元复合增长 13.4%至 17 年 3887.6 元，主要得益 13-17 年人均家庭支出复合增长 8.5%至 18322.0 元、旅游支出比例提升 3.3pct 至 21.2%。未来受益居民假期丰富及人均家庭旅游支出增加，以家庭为中心的休闲度假游市场有望持续较高增长。

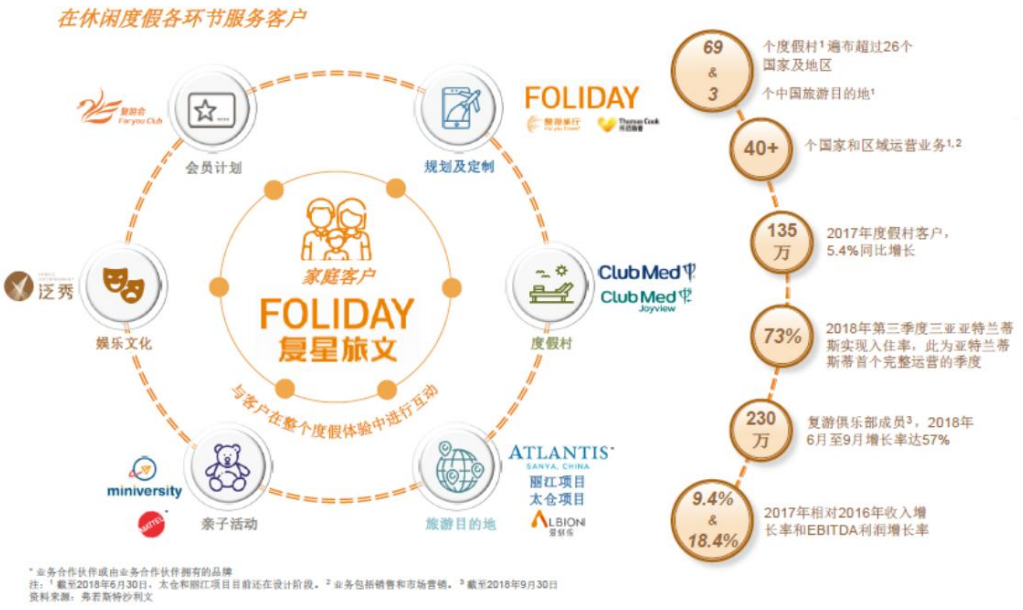
2.构建 Foliday 生态系统

图表 62：复星助力 Club Med 全面发展

资料来源：公司官网 国盛证券研究所（截至上市时数据）

复星助力 Club Med 全面发展，Club Med 实现加速升级扩张。Club Med 于 2015 年被复星收购，后注入复星旅文体内已获得六大领域赋能：1）进取的轻资产扩张计划（新开 8 家轻资产度假村）；2）提升平均每日床位价格及利润率（存量升级改造）；3）嫁接中国动力（开设 6 家中国度假村）；4）有效的管理层激励（75 位员工加入股权激励计划）；5）优化销售与营销管理（数字化及加强直销）；6）优化采购（全球采购和集中采购）。

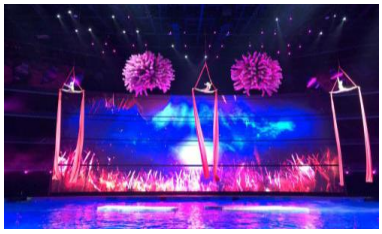
图表 63：复星旅文打造“Foliday”生态圈



资料来源：公司官网 国盛证券研究所（截至上市时数据）

复星旅文打造“Foliday”生态圈，提供一站式全方位度假体验。“Foliday”生态圈提供从定制旅游计划、全球销售网络、交通服务协助，到在度假村及旅游目的地提供的各类服务及活动，及其他娱乐、休闲、文化服务及产品，为顾客提供一站式的综合度假体验。“Foliday”生态圈覆盖多市场、多业务、多品牌，实现与全球旅客的多层次频繁互动。

图表 64：Club Med 度假村战略

项目	主要服务内容	发展动态
	景区运营商爱必侬 规划阶段项目负责规划和其他提出建议； 在建项目负责现场指导和监督施工； 存量项目负责管理、指导和监督的运营	截至 2018H1，负责 9 个景区的运营管理，并为 17 个项目提供服务； 2019 年 1 月，棠岸项目有 147 套公寓由爱必侬营运和管理
	**演艺品牌泛秀** 为度假村、旅游目的地和爱必侬品牌代运营的目的地，提供丰富多样的演艺娱乐内容	2018 年 2 月至 5 月太阳马戏入驻三亚； 2019 年在亚特兰蒂斯海豚湾剧院上演《C 秀》
	亲子玩学俱乐部迷你营 对不同年龄段的儿童，提供课程和活动； 提供各种室内和室外主题活动及亲子活动； 通过迷你营和 FOLIDAY 应用销售儿童商品	2018 年 1 月与 Mattel 成立上海美托，开始发展及经营迷你营； 2018 年 2 月在三亚开设首间迷你营； 2019 年 3 月在上海开业两家迷你营
	Foliday 生活平台 负责推广和销售公司品牌产品； 为会员客户提供会员服务	2015 年 9 月成立酷怡旅行社； 2018 年 3 月推出复游会会员制度，至 2018H1 复游会会员数量以每月约 97%的比率增长

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

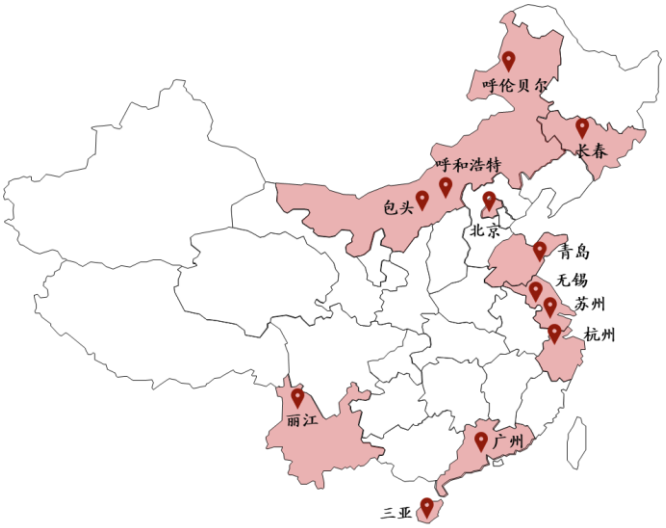
“Foliday”生态圈雏形初现，爱必浓、泛秀、迷你营、Foliday 生活平台相互融合协同。

除了度假村和旅游目的地业务外，公司逐步发展爱必浓景区运营、泛秀文化演艺，亲子玩学俱乐部迷你营、Foliday 在线销售平台，“Foliday”生态圈雏形初现，丰富了度假村和目的地服务，加强销售推广并完善会员制度，实现不同业务相互融合协同。而且公司还构建了智造者(C2M)全球生态系统，积极探索不同业务交叉销售机会并增强协同效应

图表 65：复星旅文中国市场布局

资料来源：公司官网 国盛证券研究所

图表 66：2018 年目的地城市旅游人均消费榜 TOP12



资料来源：界面新闻 国盛证券研究所

公司在中国已布局 6 家度假村、3 处旅游目的地，未来有望持续渗透中高端休闲度假游市场。复星旅文在中国已开放 6 家度假村，包括北大壶、亚布力 2 家山地度假村，桂林、三亚 2 家阳光度假村和北戴河、安吉 2 个 Club Med Joyview 度假村，在我国旅游目的地建成的有三亚、在建的有丽江与太仓。中国中高端休闲度假游发展势头良好，2017 年有 12 个热门旅游目的地城市消费超 1800 元/人次，公司有望扩大相关地区的度假村与旅游目的地业务布局，抢抓中国游客旅游消费升级需求，扩大生态圈的区域布局和业务布局。

五、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

图表 67：复星旅文分业务收入预测

(单位：亿人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**117.99**	**162.70**	**182.48**	**201.10**	**226.67**
YOY	***9.43%***	***37.89%***	***12.16%***	***10.20%***	***12.71%***
1. 度假村	117.58	120.17	136.99	158.91	184.34
YOY	*9.08%*	*2.20%*	*14.00%*	*16.00%*	*16.00%*
2. 旅游目的地	0.14	41.65	43.08	38.08	36.17
YOY	*NA*	*NA*	*3.42%*	*-11.59%*	*-5.02%*
（1）三亚亚特兰蒂斯	-	7.52	12.99	17.98	20.61
（2）棠岸项目、丽江太仓项目	-	33.93	29.82	19.68	15.00
（3）爱必侬旅游目的地管理	0.14	0.20	0.27	0.42	0.57
3. 基于度假场景的服务及解决方案	0.03	0.27	1.34	2.41	4.10
YOY	NA	NA	80.00%	70.00%	50.00%
毛利	**28.30**	**52.76**	**55.70**	**60.99**	**68.22**
毛利率	**23.99%**	**32.43%**	**30.52%**	**30.33%**	**30.09%**
YOY	*11.40%*	*86.41%*	*5.56%*	*9.51%*	*11.84%*
1. 度假村	28.23	31.85	36.99	44.50	51.61
毛利率	24.01%	26.50%	27.00%	28.00%	28.00%
YOY	*11.13%*	*12.82%*	*16.15%*	*20.30%*	*16.00%*
2. 旅游目的地	0.07	20.48	18.22	15.68	15.37
毛利率	49.17%	49.18%	42.31%	42.17%	42.49%
YOY	*NA*	*NA*	*-11.04%*	*-13.97%*	*-1.97%*
3. 基于度假场景的服务及解决方案	0.01	0.43	0.48	0.82	1.23
毛利率	3.02%	14.30%	20.00%	20.00%	20.00%
YOY	*NA*	*NA*	*12.15%*	*70.00%*	*50.00%*

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

我们预计公司 19/20/21 年营收分别为 182.48/201.10/226.67 亿，同比增速分别为 12.16%/10.20%/12.71%。我们预计公司 19/20/21 年度假村营收分别为 136.99/158.91/184.34 亿，同比增速分别为 14%/16%/16%；旅游目的地营收分别为 43.08/38.08/36.17 亿，同比增速分别为 3%/-12%/-5%；基于度假场景的服务及解决方案营收分别为 1.34/2.41/4.10 亿，同比增速分别为 80%/70%/50%。

我们预计公司 19/20/21 年毛利分别为 55.70/60.99/68.22 亿，毛利率分别为 30.52%/30.33%/30.09%。我们预计公司 19/20/21 年度假村毛利分别为 36.99/44.50/51.61 亿，毛利率保持在 27%-28%；旅游目的地毛利分别为 18.22/15.68/15.37 亿，毛利率保持 42%左右；基于度假场景的服务及解决方案毛利分别为 0.48/0.82/1.23 亿，毛利率保持在 20%。

复星旅文利润表预测

(单位：亿人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收	**117.99**	**162.70**	**182.48**	**201.10**	**226.67**
销售成本	89.69	109.94	126.79	140.11	158.45
毛利	**28.30**	**52.76**	**55.70**	**60.99**	**68.22**
销售营销开支	-21.71	-22.92	-21.90	-24.13	-27.60
一般及行政开支	-7.94	-12.85	-16.42	-16.09	-15.87
其他收益/（亏损）净额	2.09	0.43	0.46	0.46	0.55
经营利润	**0.73**	**17.42**	**17.83**	**21.24**	**25.30**
融资成本	-4.33	-4.37	-4.25	-4.25	-4.25
应占联营公司业绩	-0.18	-0.12	-0.14	-0.14	-0.14
税前利润	-3.78	12.93	13.44	16.85	20.92
所得税开支	0.83	-9.04	-4.57	-5.73	-7.11
年内净利润	-2.95	3.89	8.87	11.12	13.81
年内归母净利润	**-1.97**	**3.08**	**7.01**	**8.79**	**10.91**
EBITDA	**7.46**	**19.13**	**25.40**	**28.81**	**32.88**
经营利润率	0.62%	10.71%	9.77%	10.56%	11.16%
归母净利率	-1.67%	1.90%	3.84%	4.37%	4.81%
EBITDA 利润率	6.33%	11.76%	13.92%	14.33%	14.50%

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

我们预计公司 19/20/21 年经营利润分别为 17.83/21.24/25.30 亿，同比增速分别为 2.36%/19.11%/19.14%，经营利润率分别为 9.77%/10.56%/11.16%。

我们预计公司 19/20/21 年归母净利分别为 7.01/8.79/10.91 亿，同比增速分别为 127.30%/25.34%/24.13%，归母净利率分别为 3.84%/4.37%/4.81%。

我们预计公司 19/20/21 年 EBITDA 分别 25.40/28.81/32.88 亿，同比增速分别 32.8%/13.4%/14.1%，EBITDA 比率分别 13.92%/14.33%/14.50%。

2、估值与投资建议

考虑公司尚处成长扩张阶段，我们使用 SOTP 估值法进行估值。我们对于三亚棠岸地产项目使用 RNAV 方法进行估值，对于现有度假村及目的地等运维业务使用 EV/EBITDA 方法估值，对于在建的丽江及太仓业务使用土地公允价值估值。

图表 68：棠岸项目 RNAV 预测

	2019 年	2020 年
预计销售住宅单位（套）	426	224
平均每单位售价（万元）	700	700
市场价值（亿元）	**29.82**	**15.68**

资料来源：Wind 国盛证券研究所

参照 18 年出售及预售物业情况对棠岸项目进行测算，我们预计 19/20 年售出物业的合理市场价值为 29.8/15.7 亿元。我们预计 19/20 年将分别售出 426/224 套住宅单位，每套住宅市场价格为 700 万元。

图表 69：公司 EBITDA 分析

	2019 年	2020 年	2021 年
地产（亿元）	11.33	6.11	0.57
运维（亿元）	14.07	22.70	32.31
合计（亿元）	**25.40**	**28.81**	**32.88**

资料来源：Wind 国盛证券研究所

图表 70：港股市场同行业公司估值情况

代码	名称	主营业务	总市值（亿港币）	EV/ EBITDA
0045.HK	大酒店	前身为香港大酒店有限公司，在香港、上海、北京、纽约等多个城市经营高端酒店	179.20	15.43
6139.HK	金茂酒店-SS	专注于中国核心及旅游城市高档酒店的投资运营，旗下拥有金茂君悦等多个高档酒店	88.00	15.31
1158.HK	开元酒店	中国领先的酒店经营集团之一，主要在中国从事中高档连锁酒店的经营及管理	44.46	14.12
0069.HK	香格里拉(亚洲)	亚太地区的豪华酒店集团，主要业务为自持及受托管理高档豪华酒店	356.40	13.21
0201.HK	华大酒店	从事酒店投资、酒店管理及物业租赁，旗下拥有华美达海景酒店等多个高端酒店	15.30	5.27
2006.HK	锦江酒店	国内主要酒店服务供应商之一，主要从事四五星级酒店及商旅酒店营运与管理等业务	85.72	4.62
			平均值	**11.32**

资料来源：Wind 国盛证券研究所

参照同业基准并结合公司高品牌价值，我们认为公司现有运维业务合理 EV/ EBITDA 比值为 13 倍，预计其 19/20/21 年运维业务 EBITDA 分别为 14.07/22.70/32.31 亿，对应 19/20/21 年合理 EV 分别为 183/295/420 亿元。

图表 71：丽江及太仓项目土地所有权公允价值预测（亿元）

	2018	2019	2020	2021
丽江	6.90	7.93	9.12	10.04
太仓	37.99	43.69	50.25	55.27
合计	**44.89**	**51.63**	**59.37**	**65.31**

资料来源：国盛证券研究所

按照土地所有权公允价值对丽江、太仓项目进行预测并估值，我们认为丽江+太仓项目 19/20/21 年土地公允价值分别为 51.63/59.37/65.31 亿元。我们是基于公司披露的丽江、太仓土地所有权公允价值进行估值，并预估未来年均增长 15%。

图表 72: SOTP 估值拆分（亿元）

业务分部	估值方法	目标估值	19 年目标 EV	20 年目标 EV	21 年目标 EV
现有地产业务	RNAV	/	15.68		
现有运维业务	EV/EBITDA	13 倍	182.95	295.12	420.00
丽江、太仓业务	土地公允价值	/	51.63	59.37	65.31
合计			**250.26**	**354.49**	**485.31**

资料来源：国盛证券研究所

图表 73: 预测目标市值（亿元）

	2019 年	2020 年	2021 年
目标 EV	250.26	354.49	485.31
减：预计净负债	50.68	45.10	21.07
目标市值	**199.58**	**309.39**	**464.24**

资料来源：国盛证券研究所

我们认为公司 19 年合理市值 200 亿人民币即 227 亿港币，对应目标价为 18.4 港币，给予“买入”评级。我们经 SOTP 估值法测算，认为公司 19/20/21 年合理市值为 200/309/464 亿人民币。考虑到公司将度假村加速布局中国市场及旅游目的地“文旅+地产”式的异地扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。

六、风险提示

宏观经济波动风险。如未来国内宏观经济持续低迷，居民可支配收入下降，国人可能会减少休闲度假等方面的需求，进而对公司的经营业绩产生重大影响。

季节性风险。公司绝大部分收入来自运营度假村及旅游目的地，而由于适逢寒暑假期及西方圣诞假期及中国农历新年等若干假期，一般在夏季及冬季的运营表现较好，经营业绩可能不时大幅波动。

地缘政治、自然灾害等风险。上述因素会严重扰乱公司的业务及营运，并对业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。严重的自然灾害会中断公司的运营、破坏物业及减少访问受影响地区的度假村及旅游目的地的游客数量。

传染疾病、食物污染及责任申索风险。由于公司向 Club Med 度假村的顾客提供一价全包套餐（包括食品及饮品），并在三亚亚特兰蒂斯运营食品及饮品设施，面对食物污染及相关赔偿责任存在固有风险。

汇率变动风险。公司于全球开展业务，日常经营期间收到客户的外币付款， 人民币兑欧元、港元、美元及其他货币的价值可能会由于中国政府的政策变动而发生波动，并在很大程度上取决于国内及国际经济及政治发展，未来汇率的变化难以预测。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com