

市价(港币): 7.450元  
目标(港币): 17.76-17.76元

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股) 1,235.05  
总市值(百万元) 9,201.09  
年内股价最高最低(元) 11.760/5.990  
香港恒生指数 24918.78



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
绝对 0.40 10.53 -25.13  
相对香港恒生 1.77 6.61 -18.92

## 相关报告

1.《FY19 净利+97.4%，跨过盈亏平衡点迎增长-FY19 净利...》，2020.4.3

zhaoxuxiang@gjqz.com.cn

## 投资和运营俱佳的高端度假之星

## 主要财务指标

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,286	17,368	8,952	15,290	19,809
营业收入增长率	37.7%	6.6%	-48.5%	70.8%	29.6%
归母净利润(百万元)	308	609	-2,199	759	1,291
归母净利润增长率	257.0%	97.4%	-461.3%	134.5%	70.0%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.49	-1.78	0.61	1.05
每股经营性现金流净额	0.52	2.10	0.51	1.92	2.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.8%	7.5%	-47.0%	14.0%	19.2%
P/E	55.43	19.67	-3.63	10.51	6.18
P/B	2.06	1.42	1.62	1.41	1.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

- **全球化的旅游度假资源整合及赋能能力;“高端化”价值观主导下的投资能力是复星旅文的核心能力。**①通过对全球优质品牌收购及自有品牌打造,公司形成完整的资产、运营、内容、渠道等能够互相协同的旅游度假综合服务能力和实现了全球化旅游产业布局。②公司对项目位置,规模和建筑设计档次把握精准,亚特兰蒂斯的投资过程相当出彩,Club Med及复游城的投资也可圈可点。
- **亚特兰蒂斯具备独一无二业绩弹性和估值弹性,EBITDA有翻倍弹性,亦可享受远超行业的估值水平。**①海南离岛免税扶持政策,三亚在境内的独特优势,海棠湾的高端定位以及亚特在海棠湾最高标准投资的优势,带来亚特独一无二的度假酒店地位。奢侈品级的定价能力和持续增长的非房费收入在固定成本摊薄的效应下带来亚特巨大的业绩弹性。②亚特目前拥有约3500万方商业经营面积,仍有2-3万方可供改造商业面积;规模商业面积以及亚特独特的高端流量,使其有望在几年内在旅游零售方面拥有更大弹性。③亚特的独特优势,使其长期业绩及增长的可见性清晰,确定性高,将拥有高于其他酒店的估值水平。④三亚复游城正在酝酿中,若复星拿下该地块则未来可与亚特形成协同效应,巩固其优势亦扩大其业绩弹性;⑤预计20-24年亚特EBITDA为6.1/8.4/10.3/12.1/13.7亿元。
- **Club Med短期受疫情影响,疫情后仍将回到持续增长的轨道上。**疫情虽然带来Club Med的全球风险敞口,但如果我们不将疫情视作常态,仍需要肯定复星自收购Club Med以来通过优化运营、翻新改造、提高酒店星级等手段,将其营收和盈利能力稳步提升。未来3年公司计划新开业10家度假村,并加大Club Med本土化力度。预计疫情之后,Club Med将重回持续增长的轨道。
- **丽江和太仓复游城项目,公司借鉴了亚特的成功经验,精选目的地,整合优势品牌、运营和内容资源,高举高打。**复星旅文牢牢抓住亲子度假这一抓手,也深刻理解用户“关键时刻”,创造高品质用户体验。IP的成功使度假屋畅销,加快项目资金回笼,也降低了IP后续的盈利压力。因此度假屋和IP运营是一个互相促进和加强的关系,项目的关键点是有没有通过运营给客户创造更多快乐。
- **投资建议:**考虑到市场对于亚特长期增长的弹性和确定性认知并不充分,并且错误的把Club Med全球风险敞口长期化,以及对复游城的资本开支偏厌恶,我们认为公司市值被明显低估。2021年EBITDA为34.2亿元,其中我们给予亚特2021年14倍EV/EBITDA,度假村和休闲服务及解决方案2021年8倍EV/EBITDA,物业销售5倍EV/EBITDA估值,合计2021年8.8倍EV/EBITDA,对应市值219亿港元,折合17.76港元/股。我们给予“买入”评级,给予6-12月目标价17.76港元。

**风险提示:** 亚特的热度低于预期,全球疫情影响超过预期,资本开支超预期

## 投资要件

### ■ 关键假设

**亚特兰蒂斯：** 2020E-2022E 亚特收入为 13 亿元，16 亿元，18 亿元；EBITDA 利润率分别为 48%、53%、56%。

**度假村：** 2020E-2022E 度假村收入为 57 亿元，90 亿元，112 亿元；EBITDA 利润率分别为 3%，22%，24%。

**物业销售收入：** 2020E-2022E 相关物业收入分别为 6 亿元，23 亿元，37 亿元；EBITDA 利润率分别为 29%，21%，20%。

### ■ 我们区别于市场的观点：

- 市场认为亚特兰蒂斯火爆的局面可持续性不高，可能是疫情导致的三亚对出境游目的地的替代效应所致。

**我们区别于市场的观点：** 在疫情得到控制之后，三亚的火爆以及亚特兰蒂斯的火爆都是一个可持续的局面。

- ① 三亚在中国境内是一个独特的存在，这个独特存在是由其气候条件、滨海资源以及海南的包括离岛免税在内的一系列政策支撑的。无论疫情如何发展，我们认为未来三亚的火爆局面还将得以加强，会成为中产阶级重复度假的首要目的地之一。
- ② 亚特兰蒂斯的独特稀缺性带来其奢侈品级的定价能力。在长期全球货币政策宽松带来的财富分化的背景下，高端品和奢侈品的价格走出持续上升的趋势。我们认为亚特面临的火爆追捧局面不会改变，高端度假品牌和内容本身的供给不足是短期内无法改变的事实。
- ③ 亚特的独特优势，使得其长期业绩及增长的可见性清晰，确定性高，因此将拥有高于其他酒店的估值水平。

- 市场担心复星旅文因全球投资的风格偏好及其全球化布局的产业将导致其全球风险敞口较大。

**我们区别于市场的观点：**

- ① 全球化是复星旅文的重要的优势，通过对全球优质品牌收购及自有品牌打造，公司形成完整的资产、运营、内容、渠道等能够互相协同的旅游度假综合服务能力，并实现了全球化旅游度假产业布局。
- ② 如果我们不将疫情视作常态，我们需要肯定复星自收购 Club Med 以来通过优化运营、翻新改造、提高酒店星级等手段，将其营收和盈利能力稳步提升。未来 3 年公司计划新开业 10 家度假村，并加大 Club Med 本土化力度。预计疫情之后，Club Med 将重回持续增长轨道。

- 市场厌恶资本开支，希望复星旅文能够以轻资产运营为主，降低资本开支。

**我们区别于市场的观点：**

- ① 轻资产固然是做大业务规模的重要方式。但是从资产端看，旅游、酒店、度假行业本身有很明显的门槛效应。低端资产面临红海竞争，资产管理方可能获得利润，而业主方很难盈利；高端资产稀缺性非常明显，而从土地、定位、设计和建筑档次都理想的资产很难持续获得，企业需要以“捡珍珠”的心态对待理想的重资产项目，遇到机会便不能犹豫。
- ② 真正的优质重资产项目给企业带来的价值提升，远远高于轻资产的规模带来的价值。
- ③ 对待丽江和太仓复游城项目，公司借鉴了亚特的成功经验，精选目的地，整合优势品牌、运营和内容资源，高举高打。复星旅文牢牢

抓住亲子度假这一抓手，也深刻理解用户“关键时刻”，创造高品质用户体验。我们认为这两个项目值得期待。

- ④ 整体上复星旅文在重资产项目的投资上非常体现其核心能力。公司对项目位置，规模和建筑设计档次把握精准，亚特兰蒂斯的投资过程相当出彩，Club Med 及复游城的投资也可圈可点。

- 市场认为文旅项目房地产销售占比过高，公司和地产公司很类似。

**我们区别于市场的观点：**IP（投资型房地产）的成功使度假屋顺销，加快了项目资金回笼，也降低了 IP 后续的盈利压力。因此度假屋和 IP 运营本身是一个互相促进和加强的关系。这类项目的关键点是有没有通过运营给客户创造更多快乐，使得持有的资产的价值提升，而不是卖房子本身。

#### ■ 股价上涨的催化因素

- 海外疫情得到控制，度假村旅游业务恢复，全球风险敞口收窄。
- 亚特兰蒂斯入住率、房价、访客数量等营运数据保持良好态势。
- 复星旅文高资本开支的投资项目回报确定性提高，如复游城项目物业销售数据良好，开业后运营情况良好。

#### ■ 估值和目标价格

以 EV/EBITDA 方法对公司进行估值分析，并且按分业务口径 EBITDA 进行估值。考虑到市场对于亚特长期增长的弹性和确定性认知并不充分，并且错误的把 Club Med 全球风险敞口长期化，以及对复游城的资本开支偏厌恶，我们认为公司市值被明显低估。

2020E-2022E 复星旅文归母净利润分别为-22.1 亿元，7.6 亿元，12.9 亿元；对应 EBITDA 分别为 7.8 亿元，34.2 亿元，44.5 亿元。其中 2021 年亚特 EBITDA 为 8.4 亿元，度假村和休闲服务及解决方案为 19.9 亿元，物业销售为 4.8 亿元。我们给予亚特 2021 年 14 倍 EV/EBITDA，度假村和休闲服务及解决方案 2021 年 8 倍 EV/EBITDA，物业销售 5 倍 EV/EBITDA 估值，合计给予 2021 年 8.8 倍 EV/EBITDA，对应市值 219 亿港元，折合 17.76 港元/股。我们给予“买入”评级，给予 6-12 月目标价 17.76 港元。

#### ■ 投资风险

- 全球经济波动导致高端度假需求增长受到影响；
- 疫情影响超过预期：新冠疫情无法在短期结束甚至恶化，导致人们无法出境甚至外出；
- 项目扩张、建设和销售情况低于预期：太仓和丽江复游城项目投资较大，若无法通过物业销售顺利回收投资资金，将存在公司周转压力，影响后续扩张计划，导致业绩增长不及预期。

## 内容目录

投资要件 .....	2
全球领先的综合性旅游集团 .....	7
公司简介 .....	7
发展历程 .....	7
形成 FOLIDAY 旅游生态，实现生态效益 .....	7
拥有优秀的投资能力；专注家庭休闲市场；深刻理解用户“关键时刻” .....	9
“高端化”价值观主导下的投资能力是复星旅文的核心能力 .....	9
专注全球高端度假村市场，抓住中国市场快速增长空间，填补亲子细分市场 优质产品空白 .....	10
定位高端，打造高品质家庭休闲度假体验 .....	13
深刻理解用户体验，擅于用服务与内容打造用户“关键时刻” .....	14
亚特兰蒂斯：业绩增长确定性高，持续性强，EBITDA 拥有翻倍弹性 .....	15
百亿投资项目开业即标杆，运营及盈利能力表现突出 .....	16
海南扶持政策和三亚独特旅游资源优势，带来亚特长期业绩增长确定性 .....	18
资源聚集，海棠湾区位高端，加强亚特兰蒂斯高端定位优势 .....	21
亚特的独特稀缺性带来其奢侈品级的定价能力，形成难以超越的壁垒 .....	22
未来业绩增长具备强劲动力，盈利跨越性增长弹性及确定性兼具 .....	23
Club Med 度假村：休闲度假村，打造高端旅游品质 .....	24
收购后业绩持续提升，收入及盈利能力稳步增长 .....	24
度假村布局全球，提供国际化，高端化，品质化服务 .....	26
Joyview 系列打造城市周边游 .....	27
复游城：独特的自然资源以及精准的选址，整合复星产品资源，再造 IP 综合体 .....	28
亚特兰蒂斯的成功借鉴：IP 自持+地产销售模式下的协调效应和关键 .....	28
丽江复游城 .....	29
太仓复游城 .....	31
盈利预测及估值讨论 .....	33
投资建议 .....	37
风险提示 .....	38

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	7
图表 2：三大业务板块介绍 .....	8
图表 3：复星旅文兼并收购梳理 .....	9
图表 4：全球旅游市场收入情况 .....	11
图表 5：全球游客入境旅游情况 .....	11
图表 6：全球旅游行业不同旅游目的收入构成 .....	11

图表 7: 全球旅游细分市场复合增速情况.....	11
图表 8: 各地区旅游收入和同比增长情况.....	11
图表 9: 各地区游客入境总数和同比增长情况.....	11
图表 10: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位: 十亿元).....	12
图表 11: 全球及中国奢侈品消费市场规模年复合增长率预测情况 (%).....	12
图表 12: 受调查者的家庭出游意愿情况.....	13
图表 13: 受调查者在实际生活中选择的陪伴家人的方式.....	13
图表 14: 家庭旅游产品的主要诉求.....	13
图表 15: 家庭旅游出行范围.....	13
图表 16: 复星旅文收购资产特点.....	14
图表 17: 复星旅文深刻理解用户触点与“关键时刻”提升用户体验.....	15
图表 18: 亚特兰蒂斯八大业态.....	16
图表 19: 亚特兰蒂斯营业收入.....	17
图表 20: 亚特兰蒂斯客房收入.....	17
图表 21: 亚特兰蒂斯日均房价及入住率.....	17
图表 22: 亚特兰蒂斯入住率.....	17
图表 23: 亚特兰蒂斯运营的经调整 EBITDA.....	18
图表 24: 海南免税政策梳理.....	19
<b>图表 25: 三亚年度旅游总收入.....</b>	<b>20</b>
<b>图表 26: 三亚年度接待过夜游客人数.....</b>	<b>20</b>
图表 27: 三亚市 2018 年知名旅游城市星级酒店数量 (个).....	20
图表 28: 2018 旅游总收入/接待旅游人数 (万元/人次).....	20
图表 29: 过去两年三亚旅游人数情况.....	21
图表 30: 过去两年三亚旅游收入情况.....	21
图表 31: 海棠湾政策规划梳理.....	21
图表 32: 海棠湾临海酒店开业及星级情况.....	22
图表 33: 亚特兰蒂斯及海棠湾酒店平均房价情况 (元).....	23
图表 34: 2020 年 10 月 10 号海棠湾酒店房价对比.....	23
图表 35: 度假村经营模式介绍.....	25
图表 36: 不同经营模式的度假村数量情况.....	25
图表 37: 度假村容纳能力.....	25
图表 38: 度假村平均每日床位价格.....	25
图表 39: 度假村收入情况 (亿元).....	26
图表 40: 度假村经调整 EBITDA 情况 (亿元).....	26
图表 41: Club Med 的全球布局 (截至 2020 年 H1).....	26
图表 42: 四星及五星级度假村的客户人数占比.....	27
图表 43: Club Med 少年儿童活动、俱乐部.....	27
图表 44: Club Med Joyview.....	28
图表 45: 可售度假物业单位/棠岸项目.....	28

图表 46: 棠岸及可比项目成交套数.....	29
图表 47: 棠岸及可比项目成交均价.....	29
图表 48: 丽江复游城基本信息.....	29
图表 49: 丽江旅游接待人数.....	30
图表 50: 丽江旅游总收入.....	30
图表 51: 丽江复游城三大 IP.....	31
图表 52: 丽江房地产开发投资.....	31
图表 53: 太仓复游城基本信息.....	32
图表 54: 国内滑雪场数量及滑雪人次情况.....	33
图表 55: 国内已投入运营的室内滑雪场数量情况(个).....	33
图表 56: 收入预测(亿元).....	34
图表 57: 净利润预测(亿元).....	34
图表 58: EBITDA 预测(亿元).....	35
图表 59: 各项业务收入及 EBITDA 占比情况.....	35
图表 60: 可比酒店类公司估值情况.....	36
图表 61: 地产公司估值情况.....	36

## 全球领先的综合性旅游集团

### 公司简介

- 复星旅游文化集团（也称为“FOLIDAY”）聚焦休闲度假，是全球领先综合性旅游集团之一，同时也是全球最大的休闲度假村集团。其致力于将 FOLIDAY 打造为家庭休闲度假体验的代名词。
- 公司围绕全球家庭的休闲度假需求，进行了全产业链布局和全球化资源整合。目前已形成围绕“度假村”、“旅游目的地”、“服务及解决方案”三大业务板块的 FOLIDAY 旅游生态系统。

### 发展历程

- 2009年-2015年：收购最大度假村集团，进入高端度假旅游市场  
2009年公司成立其前身复星国际集团商业部，并专注于旅游和商业领域。2010年，复星国际集团投资全球知名的休闲度假集团 Club Med 开设首个中国度假村，并于2015年正式收购 Club Med。
- 2016年-2018年：成功引入知名旅游目的地品牌，并完成拆分上市  
2016年，复星旅文正式成立公司。2018年，公司从复星国际集团完成拆分上市。同年，公司打造4年的旅游目的地亚特兰蒂斯开始正式营业，并于2019年实现单项目13.1亿营收，成为三亚标志性旅游项目之一。
- 2019年：进一步完善业务生态系统  
2019年公司收购销售平台及服务提供商 Thomas Cook 品牌，补充销售渠道。同时，收购酒店品牌 Casa Cook 和 Cook's club，丰富酒店产品品类。11月，推出全新旅游目的地“复游城”，进一步扩张旅游目的地板块业务。

图表 1: 公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

### 形成 FOLIDAY 旅游生态，实现生态效益

- 通过内生增长和收购兼并优质品牌及产品，形成 FOLIDAY 旅游生态。多品牌多产品纵深发展，形成三大业务板块。除陆续收购度假村 Club Med 与旅行社 Thomas Cook 等国外知名品牌，公司还通过打造自有品牌丰富产品，2016年-2019年期间，公司陆续推出旅游目的地专业运营商 Albion 爱必依、文化及娱乐活动提供商 Fanxiu 泛秀、国际亲子玩学俱乐部 Miniversity 迷你营，以及全球会员俱乐部 Foryou Club 复游会等。

- 经过多年的优质并购和品牌自创，目前公司已经完成度假村、旅游目的地和服务及解决方案三大业务横向构建，同时纵向扩充延伸产业链条，不断丰富有竞争力的细分品类。
- **度假村板块包括开发、运营和管理度假村**，目前旗下主要有 4 个酒店品类，Club Med 以家庭休闲度假村为主，Club Med Joyview 主打城市周边休闲游，Casa Cook 和 Cook's Club 是富有独特设计和风格的精品酒店。
- **旅游目的地板块包括开发、运营和管理旅游目的地**：以亚特兰蒂斯该板块为核心业务，2019 年公司又推出了“复游城”度假休闲综合体品牌。其次围绕目的地运营需求，公司还拥有“爱必侬”作为旅游目的地管理的专业运营管理平台。
- **服务及解决方案板块提供基于度假场景的服务及解决方案**。主要分为内容和 IP 类以及平台及销售渠道类。内容和 IP 类包括泛秀和迷你营，这类产品为丰富度假村及旅游目的地的娱乐产品。平台及销售渠道类包括 Thomas Cook 生活方式平台和复游会全球俱乐部。

图表 2: 三大业务板块介绍

业务类型	业务类型介绍	业务	业务说明	详细介绍
度假村	开发、运营和管理度假村	Club Med	高端的一价全包度假体验	拥有“一价全包”创新度假理念的全球休闲度假村集团：源自法国的 Club Med 成立于 1950 年，是全球知名的休闲度假村集团。就度假村数目而言，是 2019 年欧洲最大的滑雪度假村经营者。Club Med 以其精致一价全包的度假村服务成为世界知名的以家庭为中心的休闲度假服务供应商。 公司于 2018 年为中国市场推出的品牌，以一二线城市周边车程三小时为范围，满足国内消费者短期假期体验。
		Club Med Joyview		
		Casa Cook	轻奢精品酒店品牌，专注于设计美学、高品质餐饮	<b>具有前瞻精神的野奢精品度假酒店</b> ：Casa Cook 是欧洲精品度假生活方式的先锋品牌，创造闲适野奢，时尚前瞻的纯度假体验。每一家 Casa Cook 酒店都有其独特的个性：从建筑、室内设计到个性化体验皆因属地文化特色而各不相同。
		Cook's Club	轻奢精品酒店，为年轻一代带来活泼有趣的度假氛围	<b>新世代潮流度假酒店</b> ：Cook's Club 是 Casa Cook 酒店集团旗下专为新世代旅行者而设计的精品度假酒店。创立于 2017 年，Cook's Club 以派对文化精神为设计内核，集复古潮流设计、前沿美食和现场音乐为一体，将城市生活方式带入度假目的地。
旅游目的地	开发、运营和管理旅游目的地	三亚亚特兰蒂斯	高端一站式娱乐休闲及综合旅游度假目的地	<b>将全球知名度度假品牌亚特兰蒂斯引进中国</b> ：三亚·亚特兰蒂斯是高端一站式海洋主题的娱乐休闲及综合旅游度假目的地，包括被“旅界奥斯卡”世界旅游大奖评为“中国最佳新度假目的地”和“亚洲最佳新度假目的地”。
		复游城	综合型国际休闲度假目的地	<b>“复游城”是 2019 年重点推出的全新自有品牌</b> 。复游城的理念是借势全球化 FOLIDAY 生态圈，以及 Club Med 及三亚亚特兰蒂斯的成功运营经验，汇集众多全球休闲度假的领导品牌，引领全新的度假生活方式。目前已启动丽江、太仓两大复游城建设。
		爱必侬	旅游目的地专业运营商	<b>爱必侬是复星旅文旗下专注旅游目的地管理的专业运营商</b> 。整合复星旅文在全球的旅游资源，为旅游目的地进行市场分析技术顾问服务、整体管理运营、协同复星体系资源 IP 塑造、落地产品打造、O2O 品牌宣传、渠道开拓客源导入等全要素管理服务。
服务及解决方案	基于度假场景的服务及解决	内容和 IP	泛秀	<b>负责开发和推广文化活动和表演艺术和现场娱乐</b> ，致力于文化旅游产业的内容整合和打造，丰富度假村及旅游目的地的娱乐产品。已为三亚·亚特兰蒂斯独家定制驻场秀《C 秀》。
		Miniversity	一站式国际玩学俱乐部	<b>是具有亲子属性、教育能力、国际视野的旅行、营地、拓展活动的专业服务解决方案提供商</b> 。主张为中国儿童和家庭带来独一无二的一站式国际玩学体验。在市中心和度假村内开

方案	平台及渠道			设有集教育、游乐、零售、餐饮为一体的玩学俱乐部。
		Thomas Cook 生活方式平台	全球家庭休闲生活方式服务平台	Thomas Cook 世界上历史最悠久的旅游品牌之一，公司将旅游分销业务整合为“Thomas Cook 生活方式平台”， <b>将作为复星旅文面向 C 端的重要平台</b> ，陆续开发集旅游、度假及一系列生活方式产品和服务，2020 年夏天已面向国际用户正式启动。
		复游会	FOLIDAY 全球会员俱乐部	复星旅文 FOLIDAY 会员俱乐部。专注全球家庭休闲度假生活。

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

## 拥有优秀的投资能力；专注家庭休闲市场；深刻理解用户“关键时刻”

### “高端化”价值观主导下的投资能力是复星旅文的核心能力

- **管理层拥有丰富的旅游地产经验和全球化背景。**以董事长钱建农为首，钱建农先生曾在德国留学工作 10 年，曾担任过 2 家全球 500 强企业高管。钱先生在旅游及零售行业拥有逾 20 年经验。团队中成员也拥有不同国际背景和丰富的跨国公司任职经历，这种多元化、国际化的团队构成也使得复星旅文在品牌投资和产品打造时更具国际化眼观，对全球化布局和做好高端品牌及产品有更深刻的理解。
- **持续的兼并收购优质资产**

通过合作，收购等方式吸收优秀资产和品牌，向外扩张。2010 年，公司与全球最大的度假村集团 Club Med 合作在中国亚布力开设首个度假村，并于 2018 年正式收购 Club Med，持有约 90.25% 的权益。2013 年，复星旅文成立海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司，引入亚特兰蒂斯品牌，海南亚特兰蒂斯于 2018 年正式开业。2015 年与 Thomas Cook 合作成立合资企业托迈酷客。其后，复星旅文陆续收购 Thomas Cook 集团约 11.38% 股份，2019 年底 Thomas Cook 破产清算，复星旅文正式收购 Thomas Cook 品牌及其旗下 Casa cook 和 Cook's Club 精品酒店品牌；引进国际知名亚特兰蒂斯品牌，2018 年三亚亚特兰蒂斯正式营业。

整体来说复星旅文的投资是成功的。虽然 Thomas Cook 股权收购受到了 Thomas Cook 集团破产影响，但该部分权益对应账面价值在 2019 年已完成全部减值，同时复星旅文其后收购的 Thomas Cook 品牌填补了公司销售环节的产品空白，2020 年 Thomas Cook 生活平台推出后，自试运营起 26 日的交易总额达到 3324 万元，未来将成为复星旅文业务生态中重要的销售平台。收购 Club Med 后，收入持续提升，经营利润实现扭亏为盈，其后稳步增长，2019 年实现营业额 132 亿，经常性 EBITDA 23.6 亿元。百亿投资、高规格建设的亚特兰蒂斯 2018 年开业后，成为三亚标志性旅游目的地，在海棠湾的酒店地位不可超越，其盈利能力强，和业绩弹性高，成为复星旅文的重要优质资产。

图表 3: 复星旅文兼并收购梳理

时间	性质	收购方	被收购方	事件	内容
2010 年 6 月	合作	复星高科	Club Med	与 Club Med 首次合作	2010 年 6 月，复星国际集团全资附属子公司复星高科与 Club Med 签订有关商业合作及投资的谅解备忘录，据此，复星高科及 Club Med 将开展广泛合作，以配合 Club Med 的发展战略，包括但不限于在中国加快开设新度假村及发展双方的业务协同效应。
2015 年	合作	复星国际集团	Thomas Cook	与 Thomas Cook 合作	2015 年复星国际集团向 Thomas Cook（世界上历史最久的领先旅游集团之一）进行少数股权投资，与其成为战略伙伴，成立合资企业 Thomas Cook 托迈酷客，作为旅游产品销售平台及服务提供商。
2016 年	打造自有品牌	复星旅文集团	爱必依	爱必依成立	2016 年景区专业运营商爱必依正式成立，为中国其他旅游目的地的业主及特许权持有人提供设计、技术、营运和管理服务。
2017 年	打造自有品牌	复星旅文集团	泛秀文化演艺公司	泛秀文化演艺公司成立	2017 年旅游目的地文化演艺公司泛秀正式成立，发展及推广文化及娱乐活动。2019 年首个原创驻场秀《C 秀》在三亚·亚特兰蒂斯 C 秀剧场开演。
2018 年 5 月	收购	复星旅文集团	Club Med	收购 Club Med 权益	复星国际集团于 2010 年 6 月向独立第三方收购了 Club Med 总股本约 7.1% 的股份。2017 年 3 月，集团向复星产控收购 Club Med 已发行股份总额约 68.99%，并于 2018 年 2 月 5 日向 JD Capital 收购

					Club Med 已发行股份总额约 1.73%。2018 年 4 月，集团向 Fidelidade 收购 Club Med 已发行股份总额约 19.53%。完成后，集团拥有 Club Med 股权总额约 90.25%。
2017 年 11 月	收购	复星旅文集团	丽江德润	收购丽江德润	2017 年 11 月 29 日，复星旅文集团全资子公司齐锦投资向海纳宏源投资有限公司（独立第三方）收购丽江德润股权及其下的一项地产，后用于丽江复游城开发。
2018 年	收购	复星旅文集团	三亚亚特兰蒂斯	收购海南亚特兰蒂斯，旅游目的地项目三亚亚特兰蒂斯开业	2013 年 5 月 15 日海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司成立，齐锦投资拥有海南亚特兰蒂斯 99.81% 的股份。后于 2018 年 8 月，复星国际集团通过其旗下子公司齐锦投资向国开发展基金有限公司收购 0.19% 海南亚特兰蒂斯股份，最终拥有海南亚特兰蒂斯 100% 的股权。2014 年 1 月 2 日，海南亚特兰蒂斯开始兴建三亚亚特兰蒂斯，2018 年 2 月三亚亚特兰蒂斯开始运营，2018 年 4 月该项目正式开业。
2018 年	打造自有品牌	复星旅文集团	Club Med Joyview	在中国市场推出 Club Med Joyview	2018 年以快速发展的中国市场为目标推出 Club Med Joyview。
2018 年	打造自有品牌	复星旅文集团	FOLIDAY 平台	FOLIDAY 平台于移动应用程序推出	2018 年推出 FOLIDAY 平台与移动应用程序，注重家庭旅游以及休闲解决方案及管道。
2018 年	合作	复星旅文集团	Mattel	与 Mattel 合作成立迷你营	2018 年，复星旅文集团与 Mattel 联合拥有的上海美托成立，专门以 Miniversity（迷你营）品牌为儿童提供玩学俱乐部。2018 年 2 月，首间 Miniversity（迷你营）俱乐部在三亚·亚特兰蒂斯开业。
2019 年 11 月	收购	复星旅文集团	Thomas Cook	收购 Thomas Cook	2018 年 6 月，复星旅文集团全资子公司 FTG HK 向复星国际收购 Thomas Cook 约 5.37% 股权。2019 年，复星旅文集团再次收购 Thomas Cook 1.2% 和 4.81% 的股权。最终，复星旅文集团拥有 Thomas Cook 的 11.38% 的股权。2019 年 11 月，复星旅文集团收购了全球知名旅行社 Thomas Cook 品牌。
2019 年 11 月	收购	复星旅文集团	Casa Cook & Cook's Club	收购 Casa Cook 和 Cook's Club	集团在 2019 年 11 月收购 Casa Cook 和 Cook's Club 品牌，丰富了度假村业务品牌组合和住宿类型，并将以轻资产模式快速扩张。
2019 年 11 月	打造自有品牌	复星旅文集团	复游城	推出旅游目的地品牌“复游城”	2019 年 11 月，推出全新旅游目的地品牌“复游城”，致力于打造符合智慧科技时代的生活方式。

来源：公司公告，招股说明书，国金证券研究所

### 专注全球高端度假村市场，抓住中国市场快速增长空间，填补亲子细分市场优质产品空白

- **全球旅游市场稳步增长，休闲度假旅游占比超 60%。**根据 2019 年 WTTC 和弗若斯特沙利文报告数据数据显示，全球旅游市场在收入和入境游客上短期内受疫情影响，预计到 2023 年市场规模完全恢复，到 2024 年仍将保持 5% 的增速，稳步增长。
- **从旅游行业细分看，度假村市场复合增速最高。**根据 2018 年 WTTC 和弗若斯特沙利文报告数据，全球旅游行业中以休闲为目的的旅游收入占比自 2013 年以来逐步提高，预计 2022 年占比将达到 60%。

在旅游市场细分中，住宿市场属于休闲度假旅游市场，度假村市场属于住宿市场。根据最新报告数据预测，受疫情影响 2020 年旅游市场收入下降，其后将恢复增长，细分市场中度假村市场复合增速最高。2020-2024 年度度假村市场的 CAGR 为 18.6%，住宿市场为 13.4%，休闲旅游市场为 11.6%。

图表 4: 全球旅游市场收入情况



来源: 世界旅游城市联合会, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 5: 全球游客入境旅游情况



来源: 世界旅游城市联合会, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 6: 全球旅游行业不同旅游目的的收入构成



来源: WTTC, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

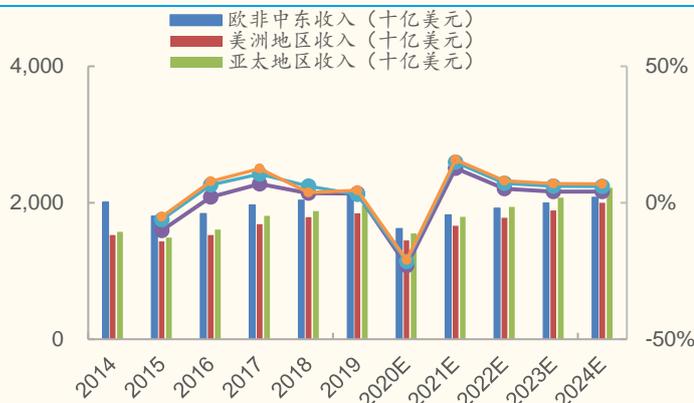
图表 7: 全球旅游细分市场复合增速情况



来源: WTTC, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

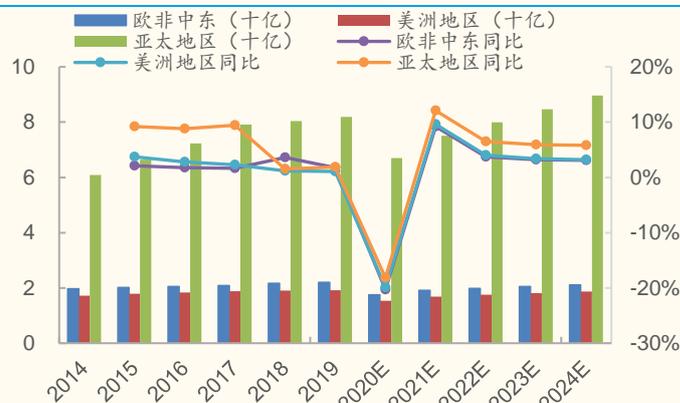
- 中国作为亚太地区最大的经济体, 未来度假村市场增长空间巨大。根据 2019 年世界旅游联合会报告, 其中, 亚太地区游客入境总数自 2014 年以来持续高于其他地区, 占比保持在 60% 以上, 且增速较快。从收入看, 亚太地区旅游收入自 2014 年以来仅次于欧非中东地区, 并将于 2022 年超越欧非中东地区, 成为收入排名第一。作为亚太地区最大经济增长体, 未来中国休闲度假市场增长将保持高速。

图表 8: 各地区旅游收入和同比增长情况



来源: 世界旅游城市联合会, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 9: 各地区游客入境总数和同比增长情况



来源: 世界旅游城市联合会, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

- **高端消费增长快速，复星旅文专注高端市场与中产阶级客群。**复星国际专注于中产阶级提供高端生活方式，而复星旅文则是复星国际“健康、快乐、富足”三大战略业务之一“快乐”板块的重要组成部分。基于全球度假村市场的增长及高端消费市场的增长机会，复星旅文始终专注高端休闲旅游市场，主要面向中产阶级消费群体。2019年复星旅游文化集团在全球休闲旅游度假市场中排名第一，度假村收入18.4亿美元。

中国在经历快速的经济增长后，随着中产阶级群体的壮大，高端消费市场需求随之增加。根据IMF及国家统计局数据，中国名义GDP同比增长自2014年以来保持在6%以上，增速始终高于全球水平。2019年，中国名义GDP同比增速为7.8%，高于全球的5.9%。同时中国人均名义GDP预计将在2021年超越全球人均水平。中国GDP的增长将为高端消费提供有力支持。

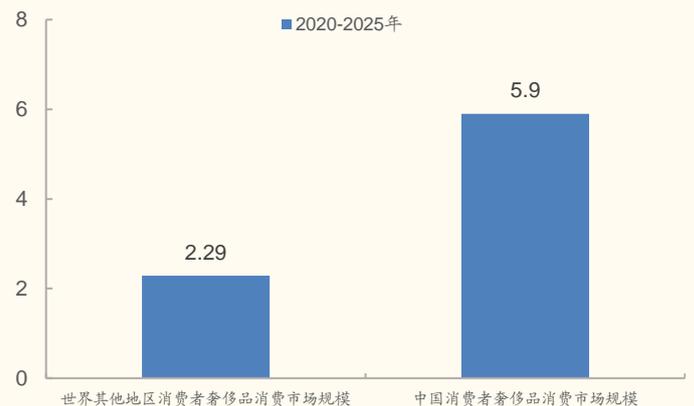
高端旅游与奢侈品同为高端消费品类，未来增长可以国人对奢侈品的消费需求为参考。根据麦肯锡报告，2012年至2018年间，全球奢侈品市场超过一半的增幅来自于中国。2018年中国人在境内外的奢侈品消费额达到7700亿元人民币，占到全球奢侈品消费总额的三分之一。2020-2025年中国消费者奢侈品消费市场规模复合增速为5.9%，高于世界其他地区（3.6%）。到2025年，奢侈品消费总额有望增至1.2万亿元人民币，中国消费者将贡献其中65%的增长。由此可见，国内中产阶级及以上人群对高端消费的需求以及消费能力和意愿均十分强烈，未来高端旅游市场空间大。

图表 10: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位: 十亿元)



来源: 麦肯锡中国奢侈品报告, 国金证券研究所

图表 11: 全球及中国奢侈品消费市场规模年复合增长率预测情况 (%)



来源: 麦肯锡中国奢侈品报告, 国金证券研究所

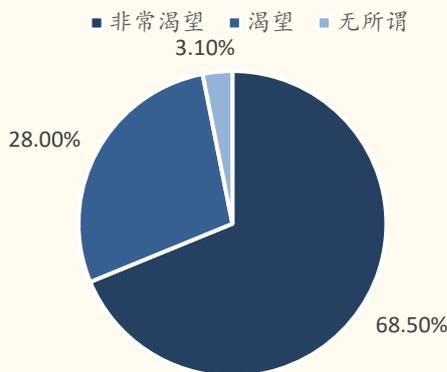
- **复星旅文 Club Med 主打亲子游，填补家庭旅游细分空白：**根据中国旅游研究院和广之旅联合发布的调研数据显示，96.5%的人表示渴望家庭旅游，其中68.5%的人表示非常渴望家庭旅游，而实际上仅有26.5%的人实现了通过家庭旅游来陪伴家人，表明国内的家庭旅游潜在增长空间巨大。

目前国内旅游细分市场由于发展时间较短，家庭旅游产品较少且品质及体验感较低，优质的家庭产品十分匮乏。数据显示，54.5%的受访者认为缺乏家庭服务，成员需求无法兼顾；44.1%认为缺乏教育意义，38.0%认为产品设计不合理；35.9%认为同质化严重；34.2%认为性价比差；17.8%认为主体不突出。

复星旅文多年来持续提供高品质家庭旅游服务，其中 Club Med 度假村正是以“亲子游”著称，其俱乐部具有超过40年的儿童看护经历和专业丰富的寓教于乐的活动，可覆盖4个月到17岁的青少年的娱乐。为成人和孩子提供优质的旅游体验，可填补国内高品质家庭旅游产品空白。疫情过后，人们对于生活方式的认知发生了一定改变，对健康、家庭变得更加重视，对出行品质也有更高的要求，复星旅文的产品竞争力在这种变化中得到进一步凸显。

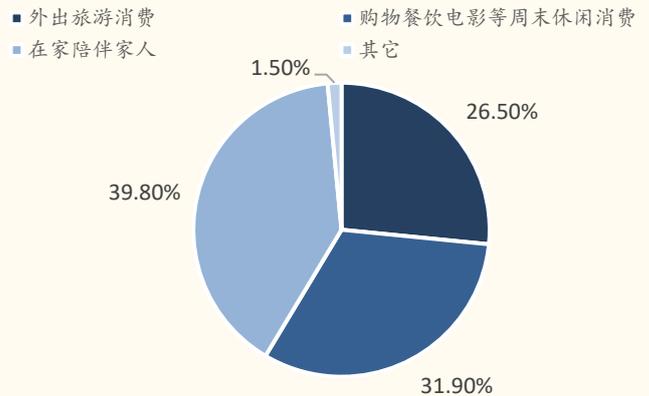
同时由于中国假期多为短假，家庭出行范围主要在本省及其他城市，复星旅文推出 Club Med Joyview 主打城市周边游以符合中国家庭出游习惯。

图表 12: 受调查者的家庭出游意愿情况



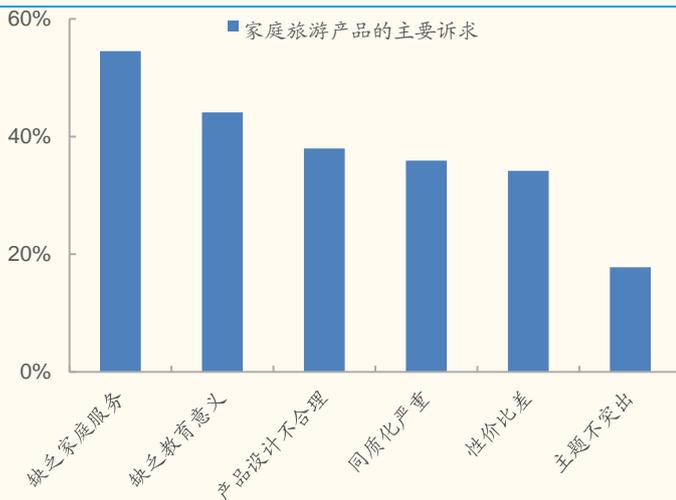
来源: 2018 中国旅游研究院&广之旅调研, 国金证券研究所

图表 13: 受调查者在实际生活中选择的陪伴家人的方式



来源: 2018 中国旅游研究院&广之旅调研, 国金证券研究所

图表 14: 家庭旅游产品的主要诉求



来源: 2018 中国旅游研究院&广之旅调研, 国金证券研究所

图表 15: 家庭旅游出行范围



来源: 2018 中国旅游研究院&广之旅调研, 国金证券研究所

### 定位高端，打造高品质家庭休闲度假体验

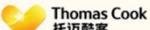
- 聚焦高端品牌，复星收购的品牌往往是已被国外中产阶级认可的成熟品牌。比如在休闲度假业务上有悠久历史的 Club Med 和世界奢华酒店亚特兰蒂斯。度假村休闲旅游文化原兴起于欧洲，是当时中产阶级以上的人群冬季度假的生活方式。而 Club Med 作为欧洲最早出现的度假服务商，深谙中产阶级和更富裕的客户的度假需求。房间均价 2000 元以上，但提供一价全包的度假村更适合具备一定消费能力且追求度假体验的人群。

2016 年引入全球仅开业 2 家的世界级奢华酒店品牌，亚特兰蒂斯。其中一家在迪拜，一家在巴哈马，均为当地奢华酒店的代表之一，受到富裕人群的追捧。复星旅文更是投入百亿巨额打造三亚亚特兰蒂斯。此外，合作收购的全球最大老牌旅游代理公司 Thomas Cook 同样受到中产阶级的熟知和认可，此前的经营地域主要集中在欧洲，旗下还拥有自己的包机、豪华邮轮、实体酒店和度假村。

复星旅文不断引入的国际品牌从度假村，到旅游目的地，到旅游代理公司等，最终形成了自己丰富且完备的高端产品体系，这些公司熟知中产阶级客户的需求和喜好，除了有助于复星旅文进入全球市场外，还能够帮助复

星更好地挖掘国内兴起的中产阶级群体高端消费需求，填补面向国内中产阶级的中高端旅游消费产品的空缺。

图表 16: 复星旅文收购资产特点

品牌	品牌背景	业务特点
 	<p><b>全球领先的知名一价全包度假村连锁集团</b></p> <p>源自法国的Club Med成立于1950年，已有70年历史，是全球知名的休闲度假村集团。Club Med是旅游业的标志性象征，Club Med以其精致一价全包的度假村服务成为世界知名的以家庭为中心的休闲度假服务供应商。</p>	<p><b>高端的一价全包度假体验</b></p> <p>Club Med度假村是一价全包理念的先驱，套餐包括住宿、体育和休闲活动、娱乐、儿童看护、餐饮和开放式酒吧。度假村以家庭为中心，为各年龄段儿童提供服务组合，于工作日为会议会展客户提供服务。度假村适合中高端人群享受度假生活。</p>
 	<p><b>世界上最豪华酒店品牌</b></p> <p>亚特兰蒂斯酒店是全球最豪华七星级酒店品牌，现于全球仅有3家。2008年11月，亚特兰蒂斯在迪拜棕榈岛开业，被誉为全球最豪华酒店，并斥资二千万美元举行盛大的开幕庆典，当地的传媒称之为“十年来最盛大的派对”。</p>	<p><b>高端一站式娱乐休闲及综合旅游度假目的地</b></p> <p>三亚·亚特兰蒂斯是高端一站式海洋主题的娱乐休闲及综合旅游度假目的地，融汇失落的空间水族馆、水上乐园、精品购物达到、C秀剧场及度假酒店于一身，被素有“旅游奥斯卡”之美誉的世界旅游大奖评为“中国最佳新度假目的地”和“亚洲最佳新度假目的地”。</p>
 	<p><b>世界上历史最悠久的旅游品牌之一</b></p> <p>Thomas Cook成立于1841年，是欧洲最大的休闲旅游集团之一。作为现代旅游业先驱，Thomas Cook有覆盖全世界四十多目的地的行程及酒店度假产品，涵盖了家庭、浪漫、美食、文化、娱乐、体育等主题。</p>	<p><b>中国高端自由行消费者深度游策划专家</b></p> <p>Thomas Cook与复星集团成立合资公司托迈酷客，致力于成为中国旅游行业假期策划专家。托迈酷客为高端自由行的中国游客提供高度定制的酒店和线路行程。近期，集团收购Casa Cook和Cook's Club酒店品牌，以丰富和增强集团在全球的高端度假村和酒店业务组合。</p>

来源：公司官网，公司年报，国金证券研究所

- **选择优质的度假村和旅游目的地地址，吸引和服务消费能力更好的中产阶级。** Club Med 度假村遍布全球 40 余个国家，选址均为跨国旅游的热门目的地，包括马来西亚、马尔代夫、西西里岛等，接待来自世界各地的跨境出游者。目前在中国已开业的 7 家 Club Med 和 Club Med Joyiew 中，4 家 Club Med 选址在热门旅游城市，且拥有独特自然资源。其余三家则选址在一二线城市辐射范围内，以匹配更高消费能力的消费者。

亚特兰蒂斯则是选址三亚高端酒店聚集地海棠湾，且是海棠湾星级最高的酒店，也是国内唯一一家七星酒店，充分体现其高端休闲度假的定位。

#### 深刻理解用户体验，擅于用服务与内容打造用户“关键时刻”

- **复星旅文十分理解如何给予客户更高水准体验感，用心打造每一个“关键时刻”。**对于客户来说，一段旅程的四大关键节点包括购买、到达和客房入住、旅程体验以及社交分享。与客户接触的每一个点我们可以称之为触点，而每一个关键节点都包含了众多触点，如果每一个触点都给客户带来正面感受，那么客户就会对品牌和产品产生满意度和忠诚。但并不是每一个触点都能带来同等的正面效应，在一些关键触点上，给客户带来的体验感会被放大数倍，这类触点我们可以称之为“关键时刻”。

复星旅文的产品和服务深刻理解“关键时刻”的运用。从购买环节便开始关注和满足每一个触点诉求。同时，在每一个环节创造出客户体验关键时刻，从而最终给客户带来超乎寻常的高品质度假体验。

- **在购买环节，复星推出 Thomas cook 旅游定制及生活平台，从购买阶段触达 C 端用户，提供便捷、定制化、一价全包的旅游产品购买服务。**平台上包含所有复星旅文旗下休闲度假的产品和服务内容，如所有 Club Med 度假村预定，亚特兰蒂斯、演出等，同时还提供其他合作商家的产品可选择。平台上复星旅文的所有产品对接公司旗下复游会会员俱乐部体系规则。
- **到达和客房入住环节：宾至如归与国际文化的结合，具备高品质的员工与服务水准。**G.O 是 Club Med 员工特有的称呼，是法语“GENTIL”

ORGANISATEUR”的缩写,原意为“和善的组织者”或“亲切的东道主”。在客户入住之初他们便会如同朋友一般,通过亲切、热情的接待让访客快速融入度假氛围,此为到达节点的关键时刻。

目前,复星旅文拥有共计两万多名 G.O,来自 100 多个国家,他们精通多国语言和技能,并拥有一技之长,以热情和高素质的服务著称,带领和指导游客体验多种休闲运动、感受多国文化。世界上任何一国游客都可以在 Club Med 得到自己熟悉的语言的帮助。高品质的员工与服务充分体现了复星旅文高端度假村的特点。

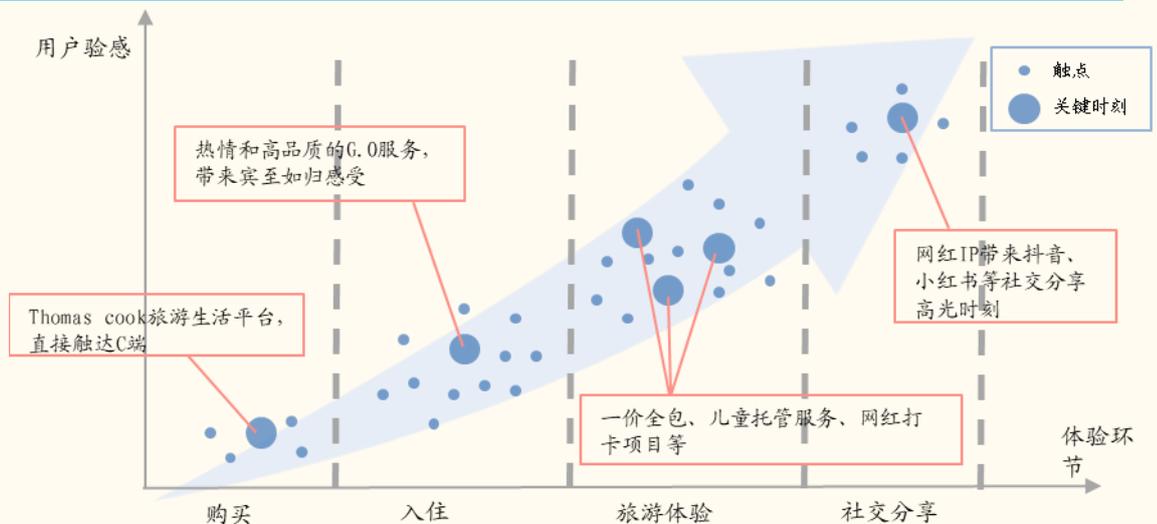
- **旅程体验环节：致力于为中产阶级消费者提供高质量的服务与内容，创造高品质度假体验。**公司 Club Med 度假村以提供一价全包、精致奢华的度假体验著称。在消费体验过程中每一次支付行为都将造成体验感损耗，而通过一价全包的模式在购买环节就已经解决包括住宿、体育和休闲活动、娱乐和酒吧等所有支付内容，在旅程中给顾客后顾之忧的“免费”和“自由”的关键时刻体验。

其次,复星旅文关注每一类客户的旅程体验,解决家庭出游的痛点。最大化放大度假体验感,包括大人和孩子。其将客户体验路线细化,分为儿童体验路径和成人体验路径,针对不同触点营造良好的用户体验。为孩子提供儿童俱乐部、迷你营等产品,年龄范围涵盖 4 个月到 17 月。为成人提供专业的儿童托管服务和 60 余种娱乐活动,让大人和小孩都能全身心投入休闲度假的氛围中。

旅游目的地亚特兰蒂斯“必打卡项目”打造关键时刻。亚特打造了梦幻的水族馆,水上乐园的海神塔,海底餐厅等吸引用户打卡的活动。“必打卡项目”带来的极致感受组成了客户的关键时刻。

- **社交与分享环节：现代生活中，网络与社交已成为不可或缺的一部分。因而社交与分享成为旅程后期一大用户体验环节。**复星旅文在这一环节通过抖音、小红书、KOL 种草安利的方式,将亚特兰蒂斯打造成为深受追捧的网红酒店和旅游目的地。其中亚特兰蒂斯售价高达 5-10 万的豪华海底套房通过多个热播剧和综艺节目形成 IP 效应,更是为亚特兰蒂斯打上豪华、高端的 IP 标签。该效应一方面吸引更多潜在客户追捧,另一方面,使得已消费客户更乐于在社交平台分享和传播,很大程度上为已到访客户带来社交分享上的关键时刻。

图表 17: 复星旅文深刻理解用户触点与“关键时刻”提升用户体验



来源: 国金证券研究所整理

亚特兰蒂斯: 业绩增长确定性高, 持续性强, EBITDA 拥有翻倍弹性

### 百亿投资项目开业即标杆，运营及盈利能力表现突出

- **历经 4 年投入百亿打造，亚特兰蒂斯成为三亚标志性 IP。** 三亚·亚特兰蒂斯是高端一站式海洋主题的娱乐休闲及综合旅游度假目的地，由复星旅文投资逾百亿元兴建。度假区位于海南省三亚市海棠湾，占地 54 万平方米，坐拥 1,314 间海景房及水底套房、21 家寰球美食餐厅、20 万平方米的亚特兰蒂斯水世界、海水总量达 17,500 吨的水族馆，又有可同时容纳 1,800 位观众欣赏表演的 C 秀剧场、以及设施专业的海洋哺乳动物医院和海狮乐园。

整个亚特兰蒂斯汇集酒店、水世界、水族馆、国际会展、餐饮、娱乐、购物、演艺八大业态，不仅被中国国家旅游局评为全国优选旅游项目，更先后获得多项行业殊荣。

**图表 18: 亚特兰蒂斯八大业态**

	功能	面积	数量	票价
住宿	分为客房及套房：客房大部分享有海景；套房最贵的为皇家套房及波塞冬水底套房，报价 108,888 元，皇家套房拥有 1061 平方米超大面积，5 间水底套房拥有可直观水族馆大使环礁湖的落地窗。入住游客可免费试用面积约为 7600 平方米的游泳池、健身中心、水世界和水族馆		1,314 间（其中 1,160 间为海景房，154 间为套房）	客房价格介于 2,488-3,088 之间；套房价格介于 4,388-108,888 之间
水世界	有 30 多条水上滑道，从多人滑道到单人滑道，还有长达 1.8 公里的极速漂流河，覆盖多个年龄层次、多种群体出行的游玩需要。全年营业开放，配有全天供暖系统	总面积约 20 万平方米，一次最多可容纳 13,500 名游客	1	平均票价 214 元（自开业至 2018 年 6 月 30 日期间），客房客人可无限次免费进入
餐厅及酒吧	提供 21 家来自世界各地的饕餮美食，包括特色餐厅、自助餐厅、酒吧、咖啡厅和美食广场		21 家	
水族馆	失落的空间水族馆由约 30 个陈列池组成，是中国最大天然海水水族馆，水族馆拥有约 86,000 尾海洋生物，拥有大型露天水族馆 - 大使环礁湖，拥有超过 13,500 立方米的海水蓄水量，囊括了逾 280 种淡水和海水生物。		1	平均票价 130 元（自开业至 2018 年 6 月 30 日期间），客房客人可无限次免费进入
会议中心	拥有功能区、会议室和露天区域，适用于各种类型的会议和会展，并有多套配套商务中心。最大的宴会厅面积约为 2,300 平方米，最多可容纳 1,500 人。拥有活动服务团队，提供活动策划建议，并顺应客户的需求妥帖安排。专业的会议会展餐饮团队为宾客提供各式餐饮选择。	5000 平方米	1	
迷你营	2018 年复星旅文集团与 Mattel 联合拥有的上海美托成立，专门以 Miniversity（迷你营）为儿童提供玩学俱乐部，专注于儿童学习和游戏互动，首间 Miniversity（迷你营）俱乐部于 2018 年 2 月内在三亚亚特兰蒂斯开幕。迷你营包括 4D 影院、儿童玩乐区、游戏区、迷你赛车区、工艺品制作区和充气城堡。迷你营针对不同年龄段的儿童提供精心设计的课程和活动，亦提供各种室内和室外主题活动以及亲子活动，迷你营内也销售儿童商品	约 800 平方米		
亚特兰蒂斯购物大道	是体验时尚、美食及休闲娱乐的一站式目的地。商品品类包括亚特兰蒂斯特色商品、精品服饰、化妆品、海南特产、智能产品、玩具、精致小食等。	3445 平方米		
演艺（C 秀）	C 秀自 2019 年 2 月开始上演，2019 年共演出 500 余场，每场演出时长 60 分钟。场地是 3D 立体水舞台空间，为半开放式剧场，占地 7000 立方米，约等于 4 座奥运会标准泳池。演出由来自世界级的创作者和艺术家进行创意投入，总导演 Guy Caron 曾任太阳马戏团第一任艺术总监，联合总导演林振宇曾担任中央电视台、北京奥组委组织主办的多项国家级重大文艺活动导演。C 秀结合最新高科技舞台设	7000 立方米	开放时间： 常规工作日每日一场： 20:00-21:00 法定节假日每日两场： 16:30-17:30, 20:00-21:00	成人票 258 元起（普通座：¥258 VIP 座：¥439 至尊 VIP 座：¥838）

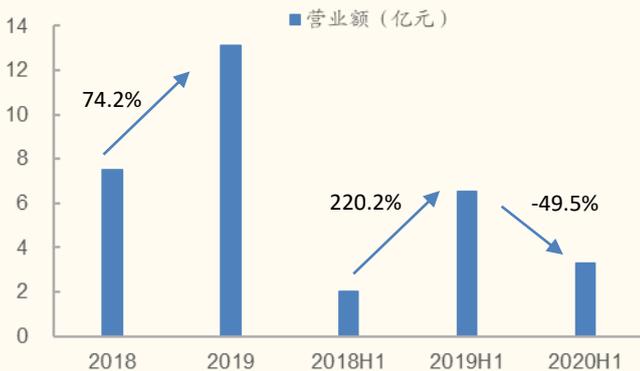
	计, 使用烟雾和水面的特效使声、光、电巧妙地融合, 重现古老、神秘的海洋神话。			
--	---	--	--	--

来源: 国金证券研究所

- **开业以来营运能力和盈利能力表现优秀, 增长迅速。**2018年2月, 经过4年打造的三亚亚特兰蒂斯开始试营业。从两年的营业表现看, 这个新生的主题娱乐大IP已经成功获得消费者青睐。2019年亚特兰蒂斯到访客户人数520万人次, 较2018年增长63%。营业额13.1亿元, 增长74.2%。客房平均每日房价2167元, 增长13%。入住率从58%提升至68.5%。2019年, 亚特兰蒂斯运营的经调整EBITDA为5.6亿, 较2018年增长11.6倍。

2020年上半年营业情况受到疫情影响, 但随着疫情缓解, 亚特兰蒂斯项目表现出了优秀的运营和盈利恢复能力。2020年上半年, 营业额3.3亿, 同比下降49.5%。但拆分来看, 第二季度的营业额已恢复至去年同期的75.1%, 且入住率达到61.3%, 超过去年同期。7月营业额为人民币1.5亿元, 较去年增长18%。7月及8月前15日客房入住率分别达到88%和95%, 营业情况恢复表现优秀。

图表 19: 亚特兰蒂斯营业收入



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 20: 亚特兰蒂斯客房收入



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 21: 亚特兰蒂斯日均房价及入住率



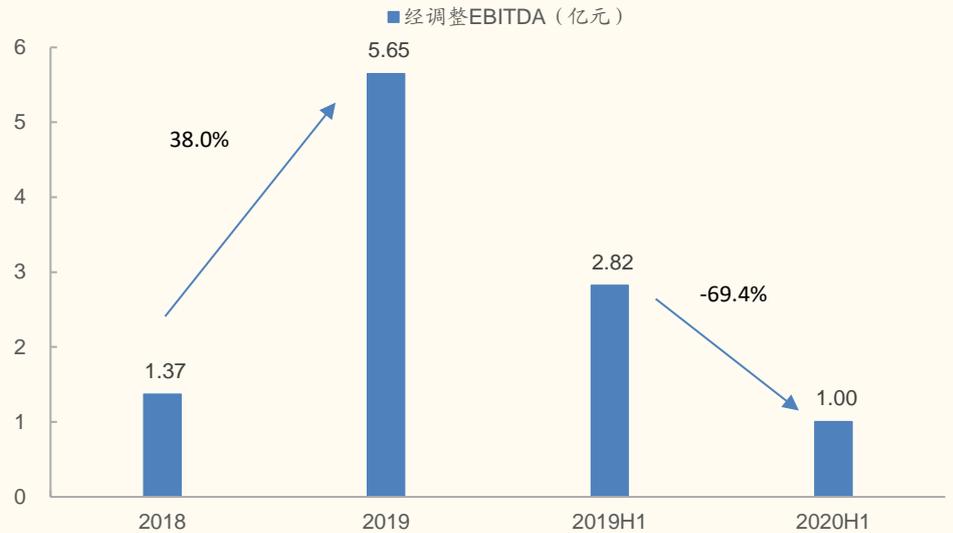
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 22: 亚特兰蒂斯入住率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 23: 亚特兰蒂斯运营的经调整 EBITDA



来源: 公司年报, 国金证券研究所

注: 2018 年 EBITDA 数据未冲减亚特兰蒂斯正式开业前筹备及运营成本

#### 海南扶持政策和三亚独特旅游资源优势, 带来亚特长期业绩增长确定性

- 海南: 政策扶持力度加大带来海岛发展强劲动力。**海南天生具备门户位置和气候生态的禀赋优势, 且作为一个离岸岛, 独立的自然分割使其可承接国家更加开放且创新的政策实施。2009 年, 国务院颁布文件将海南国际旅游岛建设上升为国家战略, 并赋予海南免税和离境退税的优惠政策。2018 年, 领导表示分阶段建立自由贸易港政策。随后, 国家提出将海南建设为消费中心。2020 年疫情之下, 海南更是接连多个政策重磅出台, 包括《海南自由贸易港建设总体方案》, 《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》、《海南离岛旅客免税购物政策的公告》以及《海南自由贸易港享受个人所得税优惠政策高端紧缺人才清单管理暂行办法》, 这意味着海南自由贸易港的建设跨出重要一步, 从免税新政、企业所得税、个人所得税的支持政策可以看到国家从税收、投资、人才等方面几乎全方位给予开放和支持。

2020 年 6 月, 在疫情影响出境旅游的情况下, 财政部进一步优化海南离岛免税政策, 此次免税力度空前之大。7 月 1 号离岛免税新政实施, 免税额度由 3 万元提高至 10 万元, 提高幅度为 2011 年以来最大幅度, 历史免税额度仅分别为 5000 元, 16000 元, 30000 元。同时, 新政还取消了自 2012 年起每人单次免税购物不超过 8000 元的规定。据海口海关发布的统计数据, 新政实施以来到 8 月 31 日, 海南海关共监管离岛免税购物金额 55.8 亿元, 同比增长 221.9%。

国家对海南岛的扶持力度空前加大, 在免税、自由贸易港的加持下, 海南旅游和消费市场可再跨上一个新的台阶。亚特兰蒂斯作为海南三亚标杆性旅游项目, 会成为海南旅游市场发展的首批先行受益的对象之一。

图表 24: 海南免税政策梳理

时间	会议/文件名	召开/发布机构	重要内容	意义
2011 年	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	财政部	1. 在海南省开展离岛旅客免税购物政策（以下简称离岛免税政策）试点； 2. 离岛免税政策适用对象为年满 18 周岁，免税商品限定为 18 种进口品； 3. 离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内（含 5000 元）； 4. 非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。	初次开展离岛旅客免税购物政策试点。
2012 年	《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	1. 离岛免税政策适用对象从年满 18 周岁改成年满 16 周岁； 2. 增加 3 类免税商品品种。调整后，免税商品品种扩大至 21 种； 3. 离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元。	免税政策使用年龄放宽，免税商品品种扩大，免税购物限额上调。
2015 年	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	1. 增加 17 种消费品纳入离岛免税商品范围； 2. 放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物数量限制。	增加免税品种类，放宽部分商品单次购物数量限制。
2016 年	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	1. 调整免税购物限额管理方式，对非岛内居民旅客取消购物次数限制； 2. 每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元人民币。 3. 同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。离岛旅客可通过网上销售窗口免税购物，凭身份证件和登机牌在机场隔离区提货点提货并携带离岛。	对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元人民币，统一免税店开设网上销售窗口。
2017 年	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	财政部	1. 年满 16 周岁的铁路离岛旅客可在三亚海棠湾免税店或者通过三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店的网上销售窗口购买免税商品； 2. 飞机和乘火车免税购物合并计算，且不得超过离岛免税政策的额度限制规定。	将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围
2018 年	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	1. 将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元； 2. 不限次； 3. 增加部分家用医疗器械商品。	增加免税购物限额增加到 30000 元，不限次。增加免税商品清单。
2020 年	《海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	1. 离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种； 2. 国家财政部进一步优化海南省旅客离岛免税政策，离岛旅客每人每年免税购物额度为 10 万元人民币； 3. 不限次数； 4. 取消单件商品 8000 元免税限额规定。	增加免税购物额度，不限次数。

来源：财政部，国金证券研究所

- **三亚：海岛上的东方夏威夷，三亚具备不可比拟的独特旅游地位，未来火爆局面仍将加强，亚特获得业绩长期增长的稳定性保障。** 自然资源和人文资源丰富，为旅游产业的发展提供了有利的条件。三亚除了位于海南最南边，靠山临海，还具备独特的气候优势，它位于北纬 18 度左右，同样是热带季风气候，三亚却是海南省内温差年变化最小的城市，温差仅 7.6℃，几乎全年可入水，提供沙滩度假体验，是海南省其他城市不可比拟的地方。

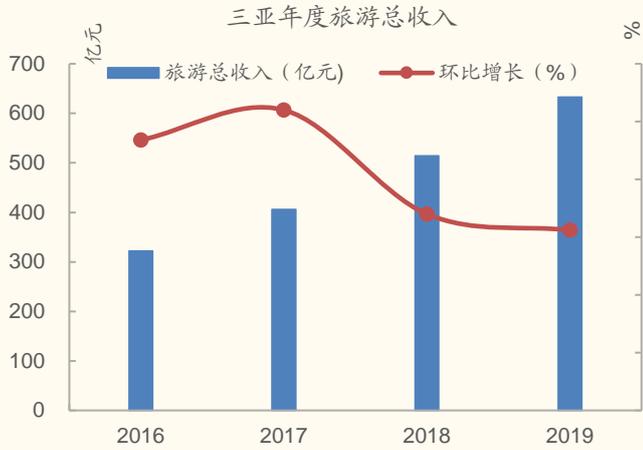
2016 年-2019 年三亚年度旅游总收入始终保持 15% 以上的稳定增长，接待过夜游客人数环比增长在 10% 以上。消费及酒店方面发展迅速，市场竞争激烈。我们以 2018 年数据对国内几个重要旅游城市进行对比，其中三亚星级酒店数量远远高于长沙、成都两个著名旅游城市。同时，2018 年三亚旅游总收入/旅游人均接待均值为 2300 元/人，明显高于成都 1500 元/人，长沙 1200 元/人，昆明 1400 元/人。

同时，随着国家和党中央支持海南省分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系，重点发展旅游业，海南自由贸易试验区的建立对提升三亚市旅游产业竞争力具有重要意义，奠定了三亚市独特旅游地位，三亚市未来的发展性独一无二。

**疫情之下，旅游市场恢复能力强，更显三亚旅游增长动力。** 受疫情影响，三亚接待过夜入境游客人数减少，但境内游客情况快速恢复。根据统计局数据，2020 年上半年受到疫情影响，出境游被大量限制，2020 年 2 月旅游人数当月增速一度低至 -95%，之后三亚旅游人数迅速恢复，2020 年 8

月旅游人数增速已转正，同比增长 3.5%。在同样受疫情影响的多个旅游城市中，三亚旅游收入 7 月份同比增速已转正，同比增长 5.7%，彰显强劲的增长动力。未来三亚的火爆局面还将得以加强，为亚特兰蒂斯获得业绩长期增长的稳定性保障。

图表 25: 三亚年度旅游总收入



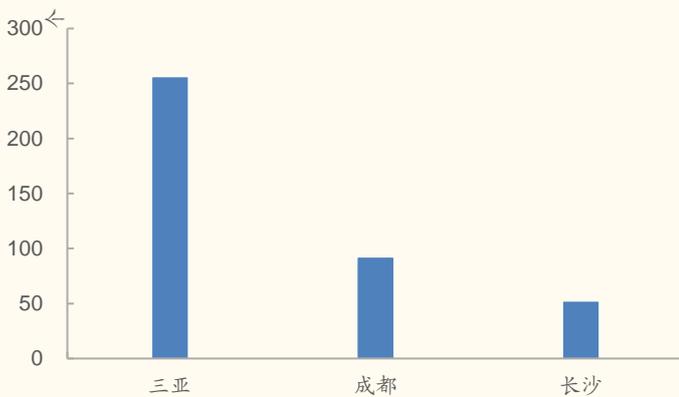
来源: 三亚市统计局, 国金证券研究所

图表 26: 三亚年度接待过夜游客人数



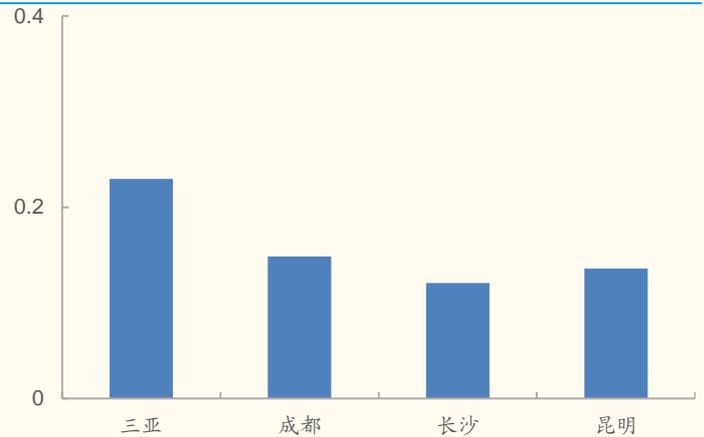
来源: 三亚市统计局, 国金证券研究所

图表 27: 三亚市 2018 年知名旅游城市星级酒店数量 (个)



来源: 三亚市统计局, 国金证券研究所

图表 28: 2018 旅游总收入/接待旅游人数 (万元/人次)



来源: 三亚市统计局, 国金证券研究所

图表 29: 过去两年三亚旅游人数情况



来源: 统计局, 国金证券研究所

图表 30: 过去两年三亚旅游收入情况



来源: 统计局, 国金证券研究所

### 资源聚集, 海棠湾区位高端, 加强亚特兰蒂斯高端定位优势

- **海棠湾: 三亚最后一块优质海滨, 打造世界级旅游度假区。**海棠湾位于三亚东北部海滨, 是三亚五大名湾之一。2006 年省规委原则通过的规划中, 海棠湾被定位为“国家海岸”, 这意味着海棠湾将以建设世界级的旅游休闲度假区为目标, 成为国家品牌。沿海则规划为高端滨海旅游度假区。海棠湾 21.8 公里的海岸线上, 规划建设 32 家国家级或世界级的顶级酒店。

海棠湾将承接更高级别度假区功能, 亚特兰蒂斯成为承接高端人群消费和住宿的主要载体。亚龙湾和三亚市区早年已发展成熟, 并无更多规划空间, 无法承载更高级别的度假区功能。作为三亚最后一块高品质的海滨资源, 三亚政府给予厚望。在 2018 年三亚市颁布的《海棠湾分区规划》中提到海棠湾的定位是世界一流的滨海度假区, 随着海南省国际旅游消费中心的建设进一步落实, 豪华酒店聚集的海棠湾必然是其重要组成部分。亚特兰蒂斯作为海棠湾豪华酒店中的佼佼者, 既是海棠湾高端定位的标志性体现, 也将成为承接海棠湾高端人群消费和住宿的主要载体。

图表 31: 海棠湾政策规划梳理

文件名	发布机构	发布时间	重点总结
《三亚市城市总体规划(2008—2020)》公示公告	三亚市人民政府	2011/1/31	(1) 海棠湾“国家海岸”休闲度假区建设成为世界级的集滨海度假、休闲娱乐、疗养休闲等为一体的综合型旅游度假区。
三亚市促进海棠湾总部经济和现代服务业发展优惠政策暂行办法	三亚市人民政府	2013/7/19	(1) 在海棠湾镇新设立的总部企业, 开办时将获得资金补助; (2) 总部企业或配套企业购买或租赁的自用办公用房, 按规定给予资金补助或补贴; (3) 总部企业缴纳的营业税、增值税及企业所得税属三亚地方分享部分, 自认定当年起按前三年 100%, 后七年 60% 给予奖励等。
《三亚市城市总体规划(2011-2020)》	三亚市自然资源和规划局	2016/10/18	(1) 区域客货运枢纽。(2) 铁路: 建成由城际铁路、普速铁路构成的铁路客货运通道体系。海南东环城际铁路: 沟通海口、三亚与海南东部沿海的重要县市, 在三亚境内设三亚站、吉阳站、海棠湾站。
全球最大免税店——海棠湾免税购物中心	中免集团	2014/9/1	(1) 海棠湾免税购物中心总建筑面积约 12 万平方米, 商业面积达 7.2 万平方米, 是全球规模最大的单体免税店。(2) 海棠湾免税购物中心共计引进了近 300 个国际知名品牌, 超 100000 个时尚单品。(3) 海棠湾免税购物中心开业后, 按照国家有关规定, 位于三亚市内大东海的免税店将停止运营。
关于支持海南全面深化改革开放的指导意见	国务院	2018/4/11	(1) 海南省战略定位: 国际旅游消费中心。(2) 创新促进国际旅游消费中心建设的体制机制, 拓展旅游消费发展空间, 提升旅游消费服务质量并大力推进旅游消费国际化。
三亚市《海棠湾分区规划》(修编) 成果的公示	三亚市自然资源和规划局	2018/11/14	海棠湾在世界主要经济体内的区位: 目前, 世界有四大经济体, 包括东亚经济体、中东经济体、欧盟经济体和北美经济体。海棠湾位于东亚经济体的西南部。在每个经济体中根据职能分工, 都有对应的旅游服务核心, 比如北美经济体的迈阿密, 欧洲经济体的戛纳; 而海棠湾将是东亚经济体的核心旅游城市。

			<p><b>海棠区在海南岛的区位：</b>海棠区位于海南岛的南端，在《海南省城乡一体化规划》中提出海棠区是承载海南省现代服务业的核心区域；在新版《海南省总体规划》中指出，海棠区是强化海南省两极空间格局的重要载体。总体来说，海棠区的定位（世界一流的滨海度假地区）决定其将是海南省国际旅游岛建设的重要组成部分。</p> <p><b>海棠区在三亚市的区位：</b>在《三亚市总体规划》提出的“一城三湾、三脊五镇”的空间结构中，海棠区分别占据了其中的一湾（海棠湾）、一镇（海棠镇），区位十分重要。</p>
--	--	--	--

来源：国务院，三亚市人民政府，三亚市自然资源和规划局，国金证券研究所等

### 亚特的独特稀缺性带来其奢侈品级的定价能力，形成难以超越的壁垒

- **坐拥海棠湾绝版滨海酒店用地，亚特兰蒂斯核心地段价值具备不可复制性。**2011年4月19日，三亚市海棠湾管委会与上海复星高科技集团有限公司签署项目合作意向书，将在海棠湾建设一个亚特兰蒂斯大型度假村式旅游酒店项目。2014年亚特兰蒂斯投入建设，是海棠湾最后一块临海出让的酒店地块；从位置上看，豪华酒店聚集的海棠湾在三亚的高端定位无可非议，海棠湾限量版的滨海地块更是价值巨大。而亚特兰蒂斯以53万平的巨量占地面积与滨海沿线中段的核心位置，成为海棠湾优势领先项目。其次还毗邻世界上最大的免税店（海棠湾免税店），亚特兰蒂斯的流量与免税店的流量可形成吸引客流的协同效应。
- **后发优势，建造海棠湾独一无二旅游目的地。**2018年2月开始试营业，这是中国首个亚特兰蒂斯项目，也是世界上继迪拜与巴哈马之后的第三个亚特兰蒂斯项目，从面积上看，亚特兰蒂斯项目占地53.7万平方米，是周边占地面积最大的酒店。从设计上看，设计规格超高，作为最后一块临海出让的酒店地块，在其他酒店设计规划已定的情况下，亚特兰蒂斯聘请世界知名设计师，力求打造海棠湾最高规格的七星级酒店，以后发优势获得无人可超越的地位。酒店有1314间客房，其中超1000间以上为海景房，10888元每晚的海底总统套房更是极尽奢华。从业态上看，酒店包含水世界，水族馆，餐饮，购物等8大业态，内容十分丰富。以上都给亚特带来独一无二的酒店地位。
- **拟建三亚复游城，可形成联动效应。**2020年4月，复星旅文集团与三亚市政府签署战略合作协议，复星旅文将加大在三亚的投资，拟在亚特兰蒂斯基础上，投资240亿打造“三亚复游城”项目，该投资金额超过亚特兰蒂斯的2倍。项目开发后将集世界级主题乐园、主题酒店、国际消费中心、康养中心、财富管理中心等旅游业态于一体。复星旅文在三亚的旅游龙头地位将进一步巩固，壁垒进一步加强。
- **深耕海南旅游零售，携手海南控股。**2020年9月，复星旅文于海南省发展控股有限公司签署战略合作框架协议，双方将依托海南自由贸易港和国际旅游中心的建设，在旅游零售、海内外客流导入、优质旅游等方面深化合作。海南省发展控股有限公司全资子公司全球消费精品（海南）贸易有限公司享有离岛免税品经营资质，而亚特兰蒂斯目前仍有约2~3万方面积可开发新商业。两家的合作有利于亚特兰蒂斯增强零售商业方面的竞争力。同时亚特目前酒店、水世界和水族馆带来的大量高端流量是其做强零售的先天优势。

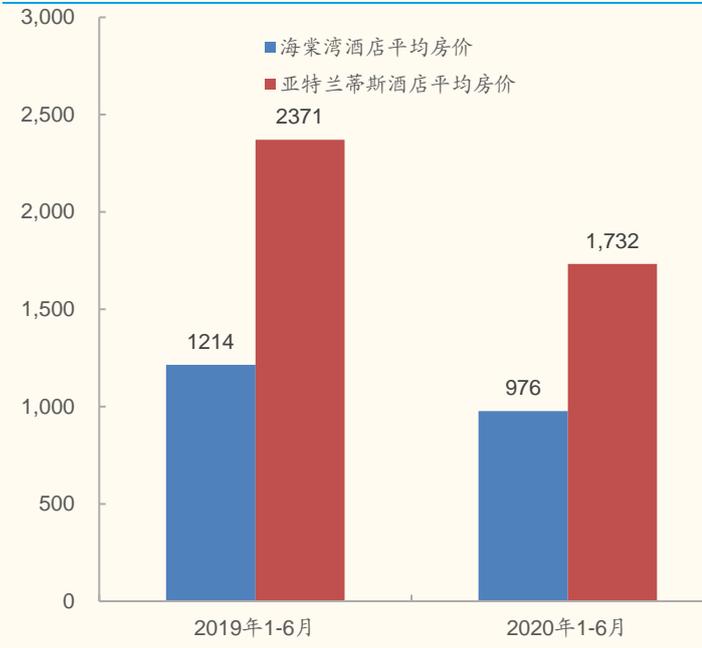
图表 32：海棠湾临海酒店开业及星级情况

	开业时间
康莱德酒店	2010年
万达希尔顿逸林度假酒店	2010年
希尔顿酒店	2010年
万丽度假酒店	2011年
喜来登度假酒店	2011年
9号度假酒店	2012年
凯宾斯基酒店	2012年

民生威斯汀度假酒店	2013年
天房洲际度假酒店	2013年
莱佛士酒店	2013年
香格里拉度假酒店	2014年
红树林度假酒店	2015年
君悦酒店	2016年
艾迪逊酒店	2016年
理文索菲特度假酒店	2016年
仁恒皇冠假日度假酒店	2018年
亚特兰蒂斯酒店	2018年
四季度度假酒店	2018年
迈尔雅海景度假酒店	2019年
JW万豪度假酒店	2019年

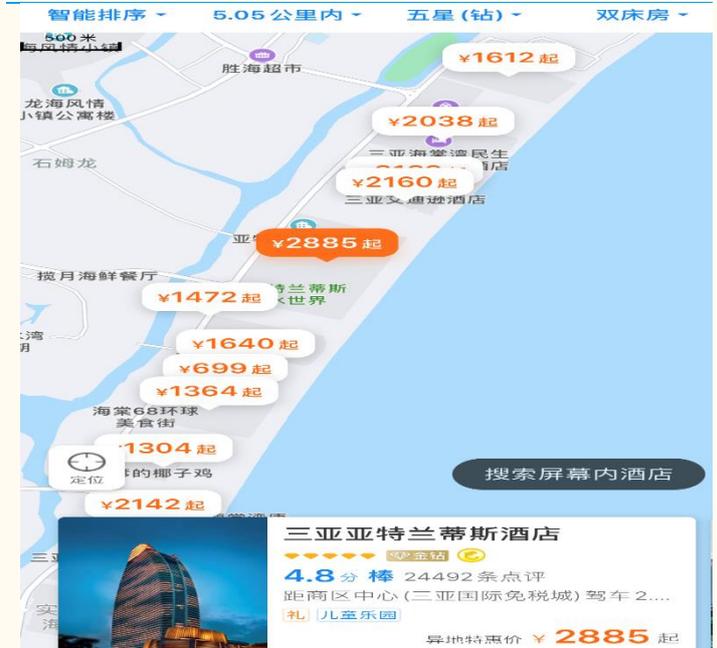
来源：国金证券研究所整理

图表 33: 亚特兰蒂斯及海棠湾酒店平均房价情况 (元)



来源：公司公告，STR Global，国金证券研究所

图表 34: 2020年10月10号海棠湾酒店房价对比



来源：携程，国金证券研究所

未来业绩增长具备强劲动力，盈利跨越性增长弹性及确定性兼具

- 亚特兰蒂斯集海南政策、三亚资源、海棠湾高端区位优势于一体，未来盈利弹性巨大，跨越式增长确定性高。亚特兰蒂斯收入（指非物业销售部分收入）主要来源于客房收入和其他运营收入，其他运营收入主要包括水世界、水族馆等门票和餐饮等其他业态在内的收入。如前文分析，亚特兰蒂斯集海南政策、三亚资源、海棠湾高端区位优势于一体，以及自身唯一性和独特性，带来三亚独一无二的酒店地位。奢侈品级的定价能力和持续增长的客房收入在固定成本摊薄的效应下，带来亚特巨大的业绩弹性。由于疫情影响，预计2020年业绩与2019年持平，我们以2021年及2024年作为短期和中长期业绩弹性分析。

**收入端弹性：**客房收入由入住率、客房数量和客房平均每日房价决定。亚特兰蒂斯拥有1314间客房，2019年入住率为68.5%，客房平均每日房价为2167元。其开业第二年就实现了5.6个亿的EBITDA，未来还可同时受益于国家级支持政策、唯一性资源和高端区位等多重利好因素，业绩增长空间大。

- 客房收入：考虑到 6 月份重要政策陆续颁布，且国内疫情已经基本稳定，我们以 2020 年 7 月 亚特兰蒂斯数据为参考，7 月份客房入住率达到 88.1%，月营业额 1.5 亿元。8 月前 15 日客房入住率高达 95%。我们保守估计 2021 年度客房入住率可达到 78%（2019 年入住率为 68%），平均每日房价每年增长约 3%，约为 2300 元每晚，则客房收入可达到 8 亿元。中期角度考虑以上因素，2024 年入住率达到 88%，每日房价维持每年 2%~3% 的增长，则预计客房收入可达 10 亿元。
- 其他营运业务收入：2019 年其他营运业务收入 6 亿元，考虑到未来海南旅游市场蓬勃发展，将为亚特兰蒂斯带来门票和访客数量上的增长，预计该部分收入 2021 年可达到约 7 亿元。中长期角度看。预计 2024 年可实现约 10 亿元收入。
- 亚特兰蒂斯 2021 年预计实现营收（指非物业销售部分收入）合计 15.8 亿元，长远看，2024 年可实现 23.4 亿元营收。

**成本端弹性：** 亚特兰蒂斯为复星自持资产，其成本中固定成本主要为酒店人力和设备维护成本，约为 5 亿。由于固定成本与收入存在非线性关系，达到盈亏平衡点后固定成本费用率可随收入的增加而降低；其可变成本则主要为水世界等主题和餐饮等其他业态的运营成本，依据接待游客数量线性变化，费用率保持在 15% 左右。因此，在亚特兰蒂斯收入增速较快，固定成本摊薄效应下，EBITDA 率将得到稳步提升。

**EBITDA 弹性：** 我们预计亚特兰蒂斯 2021 年和 2024 年的 EBITDA 率分别为 53%，59%，对应 EBITDA 收入分别为 8.4 亿元，13.7 亿元，较 2019 年经调整的 EBITDA 5.6 亿元存在 2.8~8.1 亿元的增长空间，对应 2021 短期增幅 51%，中长期增幅 145%。

- 亚特零售业务有望加强未来业绩弹性。零售业务方面，亚特兰蒂斯目前仍有约 2~3 万方面积可开发新商业。而亚特目前酒店、水世界和水族馆带来的大量高端流量是其做强零售的先天优势，可帮助亚特带来零售商业方面的业绩新增长，从而扩大收入弹性。
- 亚特兰蒂斯物业销售部分：亚特兰蒂斯通过自持获得酒店和其他运营部分的弹性，同时在项目前期通过销售地产项目回收投资资金，有利于项目周转的同时，通过消费者对文旅部分预期提高物业销售均价。详细分析可见后文复游城部分。

## Club Med 度假村：休闲度假村，打造高端旅游品质

### 收购后业绩持续提升，收入及盈利能力稳步增长

- Club Med 是源自法国的全球知名休闲度假集团，成立于 1950 年。Club Med 以其精致一价全包的度假村服务，贴心周到的 gentils organisateur (G.O) 服务、开放式酒吧和晚间娱乐活动、儿童看护以及各类美食等，成为世界知名的以家庭为中心的休闲度假服务供应商。拥有例如水上运动、冬季运动、户外探险、美食等一价全包的 60 多种丰富活动。
- 复星旅文于 2015 年 2 月收购 Club Med 后，专注于增强其高端、优质的产品供应并进行升级改造计划，同时逐步轻资产化，获得了明显的业务和盈利能力提升。由于疫情因素，2020 年中报业绩受到影响，但从收购后持续改善的历史数据看，我们认为 Club Med 具备长期稳定增长能力。
- 度假村主要有三种经营模式，自持，租赁和管理合约。近年来，复星旅文在度假村方面以租赁和输出管理为主，将度假村业务轻资产化。根据年报数据，自持度假村的数量在逐步下降，租赁和管理模式酒店则保持平稳增长，度假村经营模式以租赁为主。截至 2020 年中报，共有 14 家自持，41 家租赁，10 家管理。
- 同时，提升四五星级度假村占比和容纳能力，以提升盈利能力。自收购后，2015 年至 2019 年间，Club Med 容纳能力由 994.2 万提升至 1232 万；平均每日床位价格由 1042 元提升至 1330 元。收入由 2015 年的 89 亿元提升至 2019 年的 125 亿元；营业利润由 2015 年的负

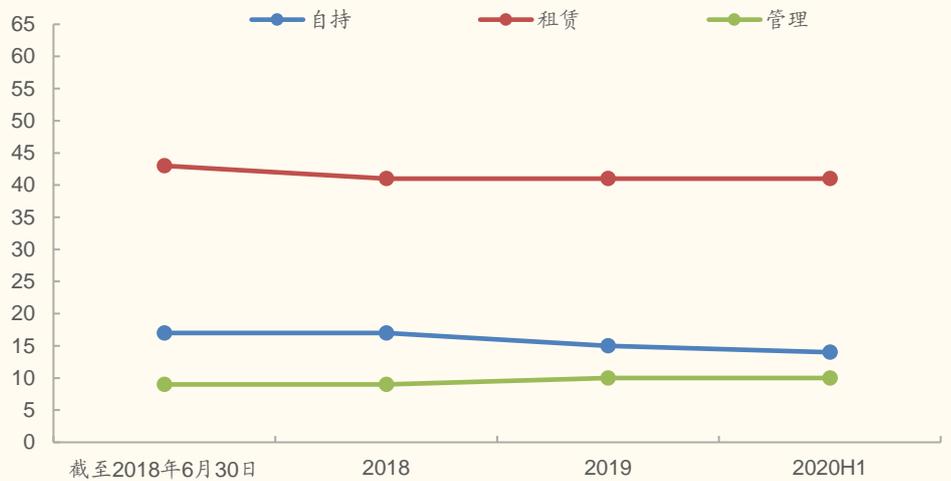
0.95 亿元提升至 2019 年 643 亿元。同时，EBITDA 情况得到明显改善，2019 年经调整 EBITDA 为 23 亿元，同比增长 9.1%。

图表 35: 度假村经营模式介绍

度假村经营模式介绍	
经营模式	模式详情
自持	拥有并管理度假村。
租赁	有权占用和使用物业作为度假村，并自相关业务获取收入，出租人有权收取租金。
管理合约	受相关业主要托，开展度假村管理、服务套餐的营销及分销。

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 36: 不同经营模式的度假村数量情况



来源：招股说明书，公司年报，国金证券研究所

图表 37: 度假村容纳能力



来源：招股说明书，公司年报，国金证券研究所

图表 38: 度假村平均每日床位价格



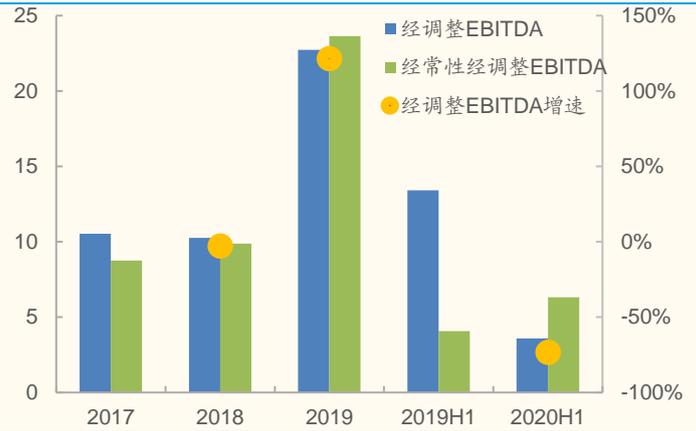
来源：招股说明书，公司年报，国金证券研究所

图表 39: 度假村收入情况 (亿元)



来源: 招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

图表 40: 度假村经调整 EBITDA 情况 (亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 度假村布局全球, 提供国际化, 高端化, 品质化服务

- **布局全球, 国际化:** 经过近 70 年的运营, Club Med 已经形成全球化布局, 截至 2020 年中报, Club Med 在全球超过 40 个国家和地区拥有 65 座度假村。分别在亚太地区布局 16 家, 美洲地区 12 家, 欧非中东地区 37 家。从度假村类型来看, 其中阳光类型 42 家, 山地类型 20 家, Club Med Joyview 3 家, 占比分别为 65%, 31%, 5%。

图表 41: Club Med 的全球布局 (截至 2020 年 H1)

### 全球营运的 65 个度假村布局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **升级改造, 高端化:** 收购以来, 公司执行升星计划推进度假村的升级改造和扩建, 提升四五星级度假村占比和容纳能力。自 15 年来已经完成超过 15 家度假村的升级和改造, 度假村结构不断优化。2019 年四五星级度假村的客户人数占比为 85%, 较 2018 年提升 5pcts。

图表 42: 四星及五星级度假村的客户人数占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

注: 2015、2016 年数据为四五星级度假村客户人数占比; 2017 年、2018 年、2019 年、2020H1 数据为四五星级度假村容纳能力占比。

■ 产品力, 品质化:

- 一价全包模式: 以家庭为中心, 满足大人对休闲度假的需求, 提供包括住宿、60 余种体育休闲活动、社交活动及表演娱乐、4 个月到 17 岁的儿童看护、餐饮及酒吧等服务, 使顾客感受到后顾之忧的国际化度假体验。
- 提供儿童看护服务, 度假无后顾之忧: 一直是度假村提供保姆和儿童保育服务的先驱, 并致力提供贴心的婴幼儿和亲子服务。这对有孩子的家庭来说是一个重要的吸引力。与主要面向成人或主要面向儿童的度假村不同, 度假村迎合了整个家庭的需求。
- 别具匠心的 G.O: 度假村包括雇佣村长/助理村长, G.E 和 G.O 三类员工, G.O 由来自世界各地的员工组成, 村长和 G.O 会组织热烈的欢迎活动以让客户迅速的融入度假的氛围, 同时他们也陪同儿童进行游戏等。这种模式获得客户的一致好评, 给客户带来超品质体验, 是 Club Med 独特的文化所在。

图表 43: Club Med 少年儿童活动、俱乐部

Club Med 少年儿童活动、俱乐部	
服务	详细信息
宝贝俱乐部	为 4 至 23 个月大的儿童提供儿童看护服务。
小小俱乐部	为 2 至 3 岁的儿童提供儿童看护服务。
迷你俱乐部	面向年龄介于 4 至 10 岁的儿童, 提供在专业指导下开展的活动, 例如烹饪课、空中飞人和网球。
青少年俱乐部	面向年龄介于 11 至 17 岁的青少年, 提供在专业指导下开展的各类活动, 例如尾波划水、排球、DJ 混音、电影设计和视频游戏。
Club Med Passworld	
其他	根据对客人偏好和趋势的分析而开展其他亲子活动。

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

Joyview 系列打造城市周边游

- 专为中国消费者定制的 Joyview 国内一线城市短期周边游度假体验, 填补中国旅游市场周末及短期游空白。近年来, Club Med 聚焦中国地区发展且发展愈加迅速。2018 年两家 Club Med Joyview 项目分别在湖州安吉、河

北秦皇岛开业，Club Med Joyview 安吉度假村距离上海、杭州等东部沿海城市仅 1 小时车程，秦皇岛度假村距离天津、北京周边 3 小时车程可达，满足了中国一二线城市游客因节假日较为集中、节假日时长较短带来的周末、短途游需求。由于 2018 年 Club Med Joyview 度假村开业后表现良好，2019 年 Club Med Joyview 北京延庆度假村开业，提供 772 张床位，供北京、天津等周边大城市的游客在周末、短暂假期进行放松。

- “一价全包”模式+灵活组合。一价全包模式提高家庭出游品质，培养家庭出游一价全包习惯。Club Med 度假村另提供单独收费服务为具有专项需求的客户提供贴心的项目选择服务。灵活组合适应中国目前消费习惯。中国旅游行业快速发展，亲子旅游理念在中国日渐被接受且快速崛起，父母希望在休闲度假旅游中陪伴孩子并共同创造难忘的度假经历。
- Club Med 设立儿童看护服务与儿童俱乐部，分别针对不同年龄段的儿童提供看护与休闲及体育活动服务，弥补了传统旅游模式中对儿童项目设计的缺失，为家庭客户提供更加放心的休闲度假体验。

图表 44: Club Med Joyview

	酒店特色	地理位置	距离周边一二线城市
Club Med Joyview 安吉	坐落于安吉灵峰旅游度假区中，堪称上海与长三角的后花园	浙江省湖州市安吉县	三小时以内就可以抵达上海/南京/苏州，1 小时以内就可以抵达杭州/湖州。
Club Med Joyview 黄金海岸	位于中国 8 大最美黄金海岸之一的北戴河区域	河北省北戴河市	从北京、天津驾车出发 3-3.5 小时可达，从唐山驾车出发 40 分钟可达。
Club Med Joyview 北京延庆	背倚树木葱茏的北京松山自然保护区（国家 4A 级景区）	北京延庆区张山营镇	从北京市中心驱车仅 1.5 小时，如画的风景便近在眼前。

来源：国金证券研究所

### 复游城：独特的自然资源以及精准的选址，整合复星产品资源，再造 IP 综合体

#### 亚特兰蒂斯的成功借鉴：IP 自持+地产销售模式下的协调效应和关键

- **协调效应：**IP 自持+地产销售模式可获取协调效应，房屋销售金额回笼反哺自持部分投入，自持 IP 提升物业销售价值。
- **关键目的：**该模式下，关键仍然是旅游目的地复游城，也就是持有资产的运营是否成功。物业销售取决于房地产周期性，定价的合理性，其次作为旅游地产还取决于购房目的地的优质性和独特性。因此持有资产运营的成功是物业销售价值的基础和去化速度的保障，只有持有资产运营成功才能够达到地产销售补充项目现金流，IP 自持提升物业价值的正循环效应，同时获得持有资产运营成功带来的最大化利润弹性。
- **亚特兰蒂斯的成功借鉴：**棠岸项目可售面积 16.1 万平方米，共计 1004 套物业。2016 年底开始销售，通过对比可比楼盘，棠岸项目在去化和平均售价上都明显优于可比楼盘。除了销售物业本身品质过关外，还得益于消费者对亚特兰蒂斯自持部分未来可通过营运能力带来周边楼盘增值的信心。

2018 年销售物业开始结算，于 2018 年，2019 年，2020 年上半年分别结算 33.93 亿元，34.34 亿元，3.67 亿元，累计回收 71.94 亿，亚特兰蒂斯预计不含土地成本投资额约 100 亿，通过房地产销售可回收超 70% 现金。

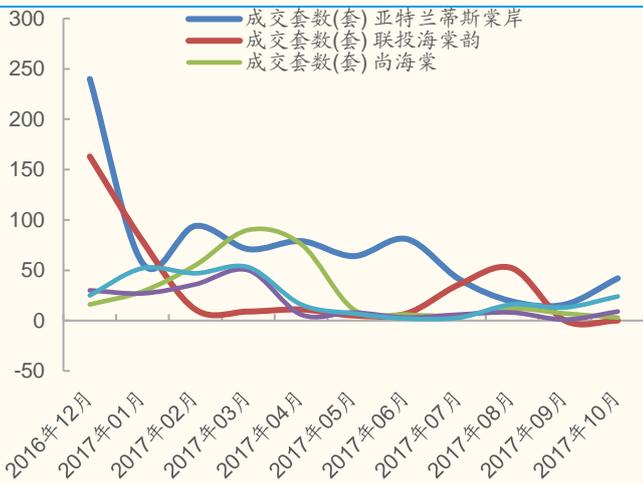
图表 45: 可售度假物业单位/棠岸项目

可售度假物业单位/棠岸项目			
	2018	2019	2020H1
可售度假物业单位/棠岸项目总数（间/套）	1004	1004	1004
别墅（间）	197	197	197

度假公寓(套)	807	807	807
总建筑面积(平方米)	161082	161082	161082
已订立出售单位的购买协议总数(个)	966	984	
别墅(间)	183	190	
度假公寓(套)	783	794	
度假公寓(套)	764	28	
交付公寓收益(百万元)	3393	3434	367
别墅(间)	183	190	
别墅(间)		14	10
度假公寓(套)		2	6
以爱必依的品牌作为住宿设施管理(间/套)	147	245	
别墅(间)		10	11
度假公寓(套)		235	233

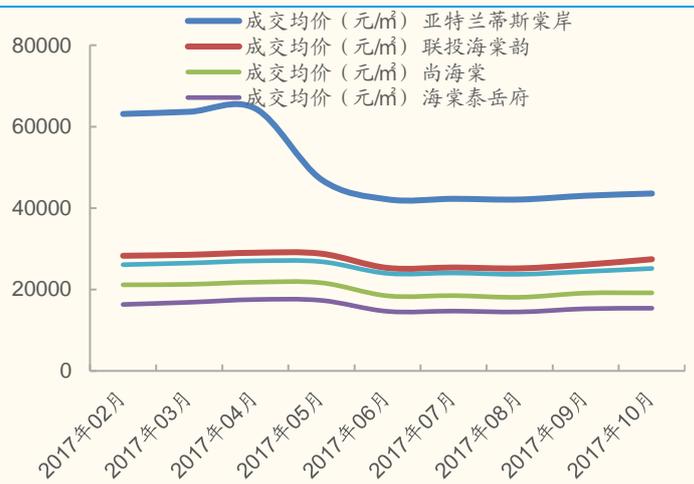
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 46: 棠岸及可比项目成交套数



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

图表 47: 棠岸及可比项目成交均价



来源: 克而瑞, 国金证券研究所

### 丽江复游城

- 丽江复游城项目坐落于玉龙雪山南坡脚下, 容身于丽江市白沙古镇中, 项目内规划设施包括 Club Med 度假村、定制度假客栈及其他住宿和其他娱乐设施。
- 项目总面积约 69.5 万平方米, 建筑面积约 31 万平方米, 其中包括 23.7 万平方米可售度假屋面积, 项目已于 2019 年初正式开工, 预计于 2023-2024 年全面完工。预计总成本为 40 亿元人民币。截至 2020 年中报, 项目已投入成本 8.47 亿人民币。

图表 48: 丽江复游城基本信息

丽江复游城基本信息	
地址	中国云南省丽江市白沙古镇(临近玉龙雪山)
内容	针对中高端客户的国际旅游目的地, 项目将涵盖“飞跃驼峰”主题商业区、森林运动公园、Club Med。该项目将与丽江本土纳西族文化进行结合, 为旅客提供一站式的休闲度假服务。度假客栈和其他住宿将被设计为面向高端客户的低密度独

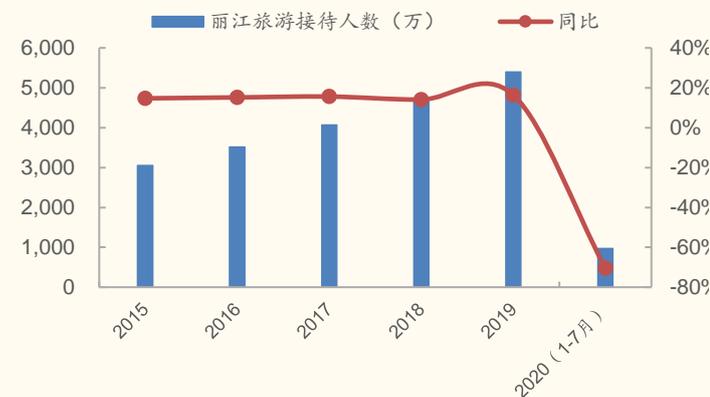
院和面向中高端客户的低层合院	
目标人群	国内外中高端客户
项目总面积	695,000 平方米
总建筑面积	310,000 平方米
可售度假客栈和住宿面积	237,000 万平方米
建设开始时间	2019 年初
预计完工时间	2020 年底或 2021 年初后分阶段完工，并在两三年内全部完工
建设进度（截至 2020H1）	已取得 28,000 平方米建筑面积的可售度假客栈和住宿单位的预售许可证，预计下半年开始预售活动
预计成本	40 亿人民币
已产生成本（截至 2020H1）	8.47 亿人民币

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **丽江旅游红利仍持续，复游城前景广阔。**过去 5 年丽江旅游市场收入及接待人次屡创新高，同比增长率持续保持在 10% 以上，便利的交通条件（双机场通航+大丽铁路连接大理、昆明）和优质的旅游资源（丽江古镇、玉龙雪山）持续吸引着国内外旅行者。

2020 年上半年由于受新冠疫情影响，旅游收入和旅游人次均出现了大幅度下降，预计全年旅游收入和旅游人次会较 2019 年下滑 60%-70%。但我们认为在旅游资源和居民收入水平不变的情况下，疫情并不会根本上改变丽江旅游市场的发展态势，在国内疫情控制趋于稳定的背景下，丽江的旅游收入和旅游人次降幅也在逐月收窄。据统计，2020 年中秋国庆假期间，丽江市共接待游客 127.7 万人次，同比恢复 80.67%；旅游收入 15.9 亿元，同比恢复 87.6%。

图表 49：丽江旅游接待人数



来源：wind，国金证券研究所

图表 50：丽江旅游总收入



来源：wind，国金证券研究所

- **手握三大 IP，分步打造丽江旅游全新业态。**丽江复游城依托雪山景观、飞虎队的历史故事和丽江的自然环境分别打造“雪山脚下的度假屋”、“飞跃驼峰主题商业街”和森林运动公园，着力打造全生态度假村。

1) 旗下 Club Med 品牌酒店入驻，保障高端住宿品质。丽江复游城 Club Med 度假村将由其运营团队亲自打造独具特色的“雪山脚下的度假屋”。Club Med 已是复星旗下全球知名度度假村品牌，提供一价全包的高品质家庭，此次入驻能够为复游城住宿板块提供品质保障。度假客栈及其他住宿将被设计为面向高端客户的低密度独院和面向中高端客户的低层合院，除了 Club Med 外，未来将有爱必侬、Casa cook 等品牌入驻，可提升复游城酒店的多样性。

2) 飞跃驼峰主题商业街区以“飞跃驼峰”、“飞虎传奇”的故事主线打造“主 IP+场景化+重娱乐+品美食”的娱乐美食区。用高科技投影技术，模拟天空、丛林、江上栈道等娱乐体验，还原飞虎队的传奇故事，通过实弹射击馆和飞虎队 BEER HOUSE 体验真实的飞虎队训练生活场景。

3) 森林运动公园将于丽江复游城项目彻底竣工时建成。丽江年平均气温在 13-20℃ 之间，森林覆盖率达 68.5%，是我国生物多样性最富集的地区之一。森林运动公园将为人们带来不一样的户外生态体验。

图表 51: 丽江复游城三大 IP

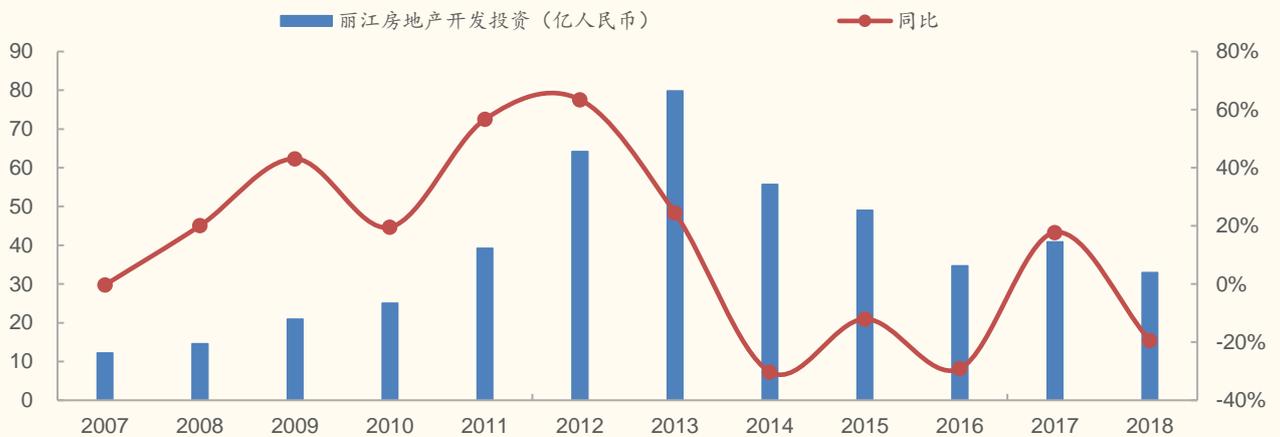
Club Med	飞跃驼峰主题商业街区	森林运动公园
全球最知名的休闲度假村品牌 Club Med 入驻丽江复游城，由 Club Med 运营团队亲自打造独具特色的“雪山脚下的度假屋”。	以“飞跃驼峰”、“飞虎传奇”的故事主线打造【主 IP·场景化·重娱乐·品美食】娱乐美食区。用高科技投影技术，模拟天空、丛林、江上栈道等的娱乐体验，还原飞虎队的传奇故事。	森林运动公园将于丽江复游城项目彻底竣工时建成，丽江年平均气温在 13-20℃ 之间，森林覆盖率达 68.48%，是我国生物多样性最富集的地区之一
		

来源：公司官网，国金证券研究所

- 丽江旅游业态亟需升级，复游城有望通过综合 IP+地产模式抓住转型契机。2010-2013 年是丽江旅游业发展最快的 4 年，大量客栈和民宿新建成，与之对应的是丽江房地产投资经历了从快速启动到达到峰值的过程，但随着丽江房地产投资热潮消退，连续多年出现负增长。据云南省房产管理信息网公布数据，截至 2016 年 6 月，丽江去化周期为云南省最长，长达 50.6 个月，是昆明去化周期的 5 倍，背后反映出丽江的旅游产业同质化严重，缺乏吸引力。

品牌壁垒和经营能力对度假市场的影响愈加显著。丽江复游城项目是复星旅文集合旗下众多成熟内容和知名品牌打造的综合体，这些内容大多被市场验证和认可，结合复星旅文的运营能力，其成功可能性大。可售物业依托复游城综合体的增益效果，有望实现更好的售价和去化，放大销售回款反哺资本投资的效果。

图表 52: 丽江房地产开发投资



来源：wind，国金证券研究所

太仓复游城

- 太仓复游城项目坐落于江苏省太仓市，位于太仓南站周边，依托四条城际高铁、一条城市轨道交通快速通达环沪经济带。项目内规划各类主题体验和特色旅游，包括华东地区最大的室内滑雪场之一、体育公园、Club Med 度假村、欧洲商业街区和可售物业单位。可售物业单位将被设计为面向中高端客户的高层公寓。

此外，室内滑雪场将由 Compagnie des Alpes（法国世界领先滑雪度假村营运商之一）设计，以提供符合国际标准的设施及服务。项目总面积约 48.3 万平方米，建筑面积约 128.6 万平方米，其中包括 55.4 万平方米可售度假屋面积，项目已于 2019 年初正式开工，预计于 2024-2025 年全面完工。预计总成本为 132 亿人民币，截至 2020 年中报，项目已投入成本 30.12 亿人民币。

图表 53: 太仓复游城基本信息

太仓复游城基本信息	
地址	中国华东地区江苏省太仓市
内容	华东地区最大的室内滑雪场、体育公园、Club Med 度假村、阿尔卑斯风情小镇
目标人群	中高端客户
项目总面积	483,000 平方米
总建筑面积	1,286,000 平方米
可售度假客栈和住宿面积	554,000 平方米
建设开始时间	2019 年初
预计完工时间	于 2021 年建筑工程分阶段完工，并于随后三至四年全面完工
建设进度（截至 2020H1）	已取得约 10 万平方米建筑面积的销售许可，其中约 3.7 万平方米建筑，327 套可售物业单位已开始预售
预计成本	132 亿人民币
已产生成本（截至 2020H1）	30.12 亿人民币

来源：国金证券研究所

- 太仓复游城地处长三角城市群的地理中心位置，交通便利带来巨大人流。太仓复游城位于江苏省太仓市南部，距离上海市人民广场公路距离最短仅 50 公里，距离苏州市金鸡湖仅 53 公里，距离太仓南站仅 600 米，而太仓南站距离上海市嘉定区边界仅一河之隔。

目前上海嘉闵线已开启招标，预计 2021 年开始动工，嘉闵线建成后 will 把上海和太仓以地铁的形式连接。根据《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025）》，苏南地区将建成苏锡常都市快线，并与上海嘉闵线对接，实现上海-太仓-苏州-无锡-常州的城轨联通，同时这一城轨线连接了常州奔牛机场、无锡硕放机场和上海虹桥机场，推进世界级机场群的建设，这一交通线建成后将为太仓带来巨量的流动人口。

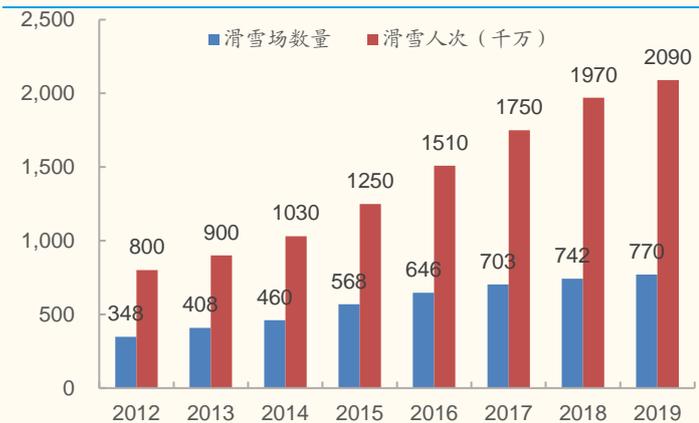
- 受益长三角高消费能力，可承接全国消费能力最强的游客群体。根据 2019 年各城市的社会消费品零售总额排名来看，TOP10 城市中长三角城市群占据 4 席，上海以 1.35 万亿元高居榜首，苏州、南京、杭州分列第 8、9、10 位，显示出长三角地区核心城市的强大的消费能力。根据恒大研究院提供的数据显示，2019 年中国城市群发展潜力排名中长三角城市群位列第一名，长三角城市群已毋庸置疑地成为中国发展最快、消费能力最强的城市群之一。
- 太仓复游城将打造华东地区最大的室内滑雪场。由全球顶级滑雪度假村运营商 Compagnie des Alpes 运营，太仓复游城滑雪场将拥有规模和室内两大优势：根据《2019 全球滑雪市场报告》提供的数据，年均滑雪人次超过 10 万的滑雪场仅占全球滑雪场总数的 20%，却吸引了全球 80% 的滑雪者

数量。2019 年中国国内共新增滑雪场数量 28 家，江苏和广东各新增一家滑雪场——无锡和广州的融创雪世界，但其为江苏和广州各带来 45.92% 和 712.50% 的滑雪人次增幅。滑雪场的规模也是影响滑雪人次的一大因素；根据《2019 中国滑雪产业白皮书》提供的数据，全国共有 31 家室内滑雪场，占滑雪场数量比例仅为 4%，而 2019 年 31 家室内滑雪场接待滑雪人数共 235 万人，占总滑雪人数的 11%，滑雪人数同比增幅为 42%，大幅高于户外滑雪场滑雪人数 3% 的同比增幅。我们认为，未来太仓复游城将成为全国最大的滑雪爱好者群体的首选目的地，也将是太仓复游城的最大亮点。

**中国滑雪产业处于起步阶段，发展空间巨大。**根据《2019 全球滑雪市场报告》提供的数据，全球有大约 1.3 亿左右滑雪者，根据《2019 中国滑雪产业白皮书》提供的数据，2019 年中国滑雪人次达到约 2090 万人，约占全球总滑雪人次的 16%，然而中国滑雪人次的高比例贡献仅仅是基于庞大的人口基数。缺乏滑雪文化、滑雪者平均水平低、滑雪场运营模式偏业余等原因导致滑雪运动仅被视为娱乐消费项目而不是运动类项目，携程提供的数据显示，中国滑雪人均消费仅为 2398 元，不足国外滑雪人均消费的 1/4，中国滑雪产业的增长空间巨大。

**国内滑雪产业人地分布不均，华东最大滑雪场可承接长三角地区庞大的滑雪爱好者群体。**我国长三角地区拥有庞大的滑雪爱好者群体，上海居于 2020 年滑雪爱好者十大客源城市首位，杭州、苏州、南京分列 6、7、8 位，然而国内滑雪场基本分布在东北、西北和华北地区，华东地区则少有滑雪场分布，客源与场地分布极为不均衡。复游城滑雪场作为华东最大滑雪场面对华东客群，未来收入可期。

图表 54: 国内滑雪场数量及滑雪人次情况



来源：国金证券研究所

图表 55: 国内已投入运营的室内滑雪场数量情况 (个)



来源：国金证券研究所

## 盈利预测及估值讨论

- 收入预测：**我们预计 2020-2022 年营业总收入分别为 90 亿元，153 亿元，198 亿元，增速分别为 -48%，71%，30%。对应报表口径归母净利润分别为 -22.1 亿元，7.6 亿元，12.9 亿元。对应报表口径 EBITDA 分别为 7.8 亿元，34.2 亿元，44.5 亿元。其中亚特兰蒂斯收入分别为 13 亿元，16 亿元，18 亿元，对应增速 -4%，25%，16%。度假村收入分别为 57 亿元，90 亿元，112 亿元，对应增速 -43%，57%，25%。物业销售收入分别为 6 亿元，23 亿元，37 亿元，对应增速 -82%，276%，63%。休闲服务与解决方案服务收入分别为 14 亿元，24 亿元，30 亿元，对应增速 -48%，81%，24%。

**亚特兰蒂斯：**2020 年上半年受疫情影响，但 7 月份入住率达到 88%，恢复迅速，人们无法出境的旅游和购物需求转移至三亚，亚特兰蒂斯异常火爆。我们预计能够追赶回大部分上半年的收入，因此我们预测 2020 年亚特兰蒂斯酒店和运营收入为 13 亿元，同比增长 -4%。

中长期看，考虑到亚特兰蒂斯受益于海南免税政策、自由贸易港等政策扶持，三亚旅游消费增长，海棠湾优越区位的动力驱动，同时我们认为未来亚特兰蒂斯房价及入住率具备强劲的长期提升动力，且非客房业务部分增长弹性大。我们预计 2021 年-2024 年是亚特兰蒂斯业绩快速爬坡期，每年可增长 2~3 亿收入，到 2024 年收入较 2019 年实现近翻倍增长。具体对应收入为 16 亿元，18 亿元，21 亿元，23 亿元；对应增速为 25%，16%，14%，11%。

**度假村：**2020 年由于 3-5 月受到疫情影响，部分度假村到 6 月份才逐步开业，且欧洲已开业度假村受到卫生安全限制的影响，只能开放 85% 的容纳能力，2020 年上半年整体容纳能力仅为去年 49%，下半年预计仍然受到全球疫情持续的影响，我们预计 2020 年度度假村收入为 57 亿元，最终增长 43%。

中长期看，度假村通过持续的运营提升、翻修改造和星级提升，入住率和平均每日床位价格可保持稳定提升，未来业绩增长稳定。考虑到 2022 年底前公司将新开 10 家度假村，容纳能力提高，度假村入住率和平均每日床位价格在 19 年水平上平稳提升，则 2021E-2022E 收入为 90 亿元，112 亿元，分别增长 57%，25%。

**物业销售：**根据 2020 年中报数据，棠岸结算接近尾声，仅剩 16 套物业还未交付；丽江、太仓项目已于今年开始预售，丽江项目由于一部分可现房销售，2020 年底可部分进入结算，太仓项目 2021 年开始进入结算。因此我们预测 2020E-2022E 相关物业收入分别为 6 亿元，23 亿元，37 亿元，增速分别为 -82%，276%，63%。

图表 56: 收入预测 (亿元)

收入及增长率	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	173	90	153	198	219	241
yoy	-	-48%	71%	30%	11%	10%
亚特兰蒂斯收入	13	13	16	18	21	23
yoy	-	-4%	25%	16%	14%	11%
客房收入	7	6	8	9	10	10
客房外其他收入	6	5	7	8	10	12
Club Med 度假村	100	57	90	112	126	142
yoy	-	-43%	57%	25%	13%	12%
亚特兰蒂斯、太仓、丽江物业销售	34	6	23	37	37	37
yoy	-	-82%	276%	63%	0%	0%
休闲服务与解决方案服务	26	14	24	30	34	38
yoy	-	-48%	81%	24%	13%	12%
Club Med 度假村	-	12	22	28	32	35
基于度假场景的服务及解决方案	-	1.8	2.0	2.3	2.7	3.1
其他收入	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

来源：国金证券研究所

- 净利润预测：按业务分布预测，亚特兰蒂斯 2020E-2022E 归母净利润分别为 3.0 亿元，4.5 亿元，5.8 亿元。度假村 2020E-2022E 归母净利润分别为 -9.8 亿元，1.8 亿元，5.8 亿元。物业销售 2020E-2022E 归母净利润分别为 0.4 亿元，1.8 亿元，2.9 亿元。

图表 57: 净利润预测 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
报表归母净利润合计	5.8	-22.1	7.6	12.9	16.6	17.7
分部业务归母净利润合计	-	-8.0	7.3	13.5	16.4	18.6
亚特兰蒂斯						
归母净利润	-	3.0	4.5	5.8	7.2	8.4

	归母净利润率	-	24%	29%	32%	34%	36%
度假村							
	归母净利润	-	-9.8	1.8	5.8	7.6	8.9
	归母净利润率	-	-17%	2.0%	5%	6%	6%
物业销售							
	归母净利润	-	0.4	1.8	2.9	2.6	2.4
	归母净利润率	-	7%	8%	8%	7%	6%
休闲服务解决方案							
	归母净利润	-	-1.7	-0.9	-1.0	-1.1	-1.2
	归母净利润率	-	0%	0%	0%	0%	0%

来源：国金证券研究所

注：分部业务净利润合计不含其他收入、权益性投资损益、其他非经营性损益。其中，其他非经营性损益金额较大，导致业务分部归母净利润与公司整体归母净利润差距较大，主要包括 2020 年受疫情影响导致的度假村及其他设备本该正常营业但关闭期间产生的营运成本，如固定资产折旧、无形资产摊销等。

- EBITDA 预测：按业务分布预测，亚特兰蒂斯 2020E-2022E EBITDA 分别为 6.1 亿元，8.4 亿元，10.3 亿元，EBITDA 利润率分别为 48%，53%，56%。到 2024 年，亚特兰蒂斯 EBITDA 预计可到约 14 亿元，EBITDA 率提升至 59%。

度假村 2020E-2022E EBITDA 分别为 1.5 亿元，19.8 亿元，26.5 亿元，占比分别为 3%，22%，24%。物业销售 2020E-2022E EBITDA 分别为 1.8 亿元，4.8 亿元，7.4 亿元，EBITDA 利润率分别为 29%，21%，20%。

图表 58: EBITDA 预测 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA 总体	36.6	7.8	34.2	44.5	51.5	55.6
EBITDA 合计(不含非主营业务部分)	-	8.1	33.2	44.4	50.3	55.3
亚特兰蒂斯 EBITDA	-	6.1	8.4	10.3	12.1	13.7
度假村 EBITDA	-	1.5	19.8	26.5	30.7	34.0
物业销售部分 EBITDA	-	1.8	4.8	7.4	7.4	7.4
休闲服务及解决方案部分 EBITDA	-	-1.2	0.1	0.2	0.2	0.2
亚特兰蒂斯 EBITDA 率	-	48%	53%	56%	57%	59%
度假村 EBITDA 率	-	3%	22%	24%	24%	24%
物业销售部分 EBITDA 率	-	29%	21%	20%	20%	20%
休闲服务及解决方案部分 EBITDA 率	-	-9%	0%	1%	1%	0%

来源：公司年报，国金证券研究所

注：注：①EBITDA 合计(不含非主营业务部分)不含其他收入、权益性投资损益、其他非经营性损益；②考虑到 EBITDA 的客观性，与 2019 年年报处理不同，度假村租赁支出未按照使用权计入折旧

图表 59: 各项业务收入及 EBITDA 占比情况

收入占比	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
亚特兰蒂斯客房收入	8%	14%	10%	9%	10%	10%
度假村	57%	64%	59%	57%	58%	59%
亚特兰蒂斯、太仓、丽江物业销售	20%	7%	15%	19%	17%	15%
休息服务与解决方案服务	15%	15%	16%	15%	16%	16%
EBITDA 占比						
亚特兰蒂斯 EBITDA	15%	75%	25%	23%	24%	25%
度假村 EBITDA	59%	18%	60%	60%	61%	61%
物业销售部分 EBITDA	26%	22%	15%	17%	15%	13%
休闲服务及解决方案部分 EBITDA	-1%	-15%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%

来源：国金证券研究所

■ 估值:

以 EV/EBITDA 方法对公司进行估值分析, 并且按分业务口径 EBITDA 进行估值。考虑到公司业务中, 亚特兰蒂斯业务受到海南政策利好, 三亚资源优势, 海棠湾区位优势以及自身的不可复制性优势, 未来增长弹性大, 且持续性强, 确定性高。2021 年亚特兰蒂斯业务 EBITDA 为 8.4 亿元。市场一般对于持有型业务给予 5% 的 caprate, 我们按保守 7% 的 caprate 做资本化, 给予亚特兰蒂斯 2021 年 14 倍 EV/EBITDA 估值。

度假村业务稳定升级和发展中, 盈利性和增长性也较为稳定。2021 年 EBITDA 为 19.9 亿元。参考市场上同类酒店 2019 年平均 9.3 倍的 EV/EBITDA 估值, 我们给予度假村业务, 休闲服务及解决方案业务部分 2021 年 8 倍 EV/EBITDA 估值。

由于物业销售并非复星旅文主要业务, 目前可见土储预计可供 5~6 年销售, 参考地产公司 2021 年平均 PE 为 5.6 倍。2021 年物业销售业务 EBITDA 为 4.8 亿元, 我们给予其 2021 年 5 倍 EV/EBITDA 估值。

综上, 2021 年复星旅文 EBITDA 为 34.2 亿元, 我们合计给予 2021 年 8.8 倍 EV/EBITDA, 对应市值 219 亿港元, 对应目标价 17.76 港元。(注: 港币人民币汇率采用 20201013 日汇率计算。)

图表 60: 可比酒店类公司估值情况

代码	公司	年报公布币种	息税折旧摊	市值	EV(不含货币资金)	ev/ebitda 倍数
			销前利润	20201022		
			20191231			
1992.HK	复星旅游文化	人民币	40	77	126	3.1
0069.HK	香格里拉(亚洲)	美元	6	29	75	13.1
1158.HK	开元酒店	人民币	7	38	35	5.1
600754.SH	锦江酒店	人民币	31	405	510	16.5
000069.SZ	华侨城 A	人民币	187	554	1640	8.8
平均						9.3

来源: wind, 国金证券研究所

图表 61: 地产公司估值情况

代码	企业简称	收盘价	市值(亿	权益净利润(亿元)		权益净资产	2019PE	2020PE	2021PE
		(元/港元)	元/亿港元)	2018	2019	(亿元)			
		20201022	20201022			2019			
000002.SZ	万科 A	28	3252	338	389	1881	8.4	按照行业 2020 年权益净利润 10% 的增长测算平均动态 PE	按照行业 2021 年权益净利润 10% 的增长测算平均动态 PE
2007.HK	碧桂园	10	2155	346	396	1519	4.9		
3333.HK	中国恒大	15	2034	374	173	1457	10.5		
1918.HK	融创中国	29	1373	166	260	831	4.7		
600048.SH	保利地产	16	1951	189	280	1560	7.0		
600606.SH	绿地控股	6	774	114	147	789	5.2		
0688.HK	中国海外发展	20	2160	393	416	2806	4.6		
601155.SH	新城控股	34	770	105	127	384	6.1		
0813.HK	世茂房地产	29	1036	88	109	663	8.5		
1109.HK	华润置地	34	2449	242	287	1736	7.7		
算术平均值							6.8	6.1	5.6

来源: wind, 国金证券研究所

## 投资建议

- **全球化的旅游度假资源整合及赋能能力；“高端化”价值观主导下的投资能力是复星旅文的核心能力。**①全球化是复星旅文的重要优势，通过国际优质品牌收购及自有品牌打造，从 Thomas cook 销售平台，Club Med 度假村及亚特兰蒂斯旅游目的地、产品内容（Miniversity、泛秀等）、运营平台爱必侬到复游会会员体系，公司已形成的旅游度假综合服务能力，并实现了全球化旅游布局。②对项目位置，规模和建筑设计档次把握精准。亚特兰蒂斯的投资过程相当出彩，Club Med 及复游城的投资也可圈可点。
- **公司定位高端，始终专注高端休闲旅游度假市场，并能够抓住中国高端旅游市场快速增长的机遇，填补亲子细分市场高品质产品的空白。**①全球旅游市场中度假村市场复合增速最高，2020 年-2024 年度假村市场的 CAGR 为 18.6%。其中中国度假村市场将保持高速增长。②公司聚焦高端品牌，已收购品牌均已获得国外中产阶级客户认可，形成高端产品运营能力。③度假村和旅游目的地选址优质，体现高端定位。④深刻理解用户“关键时刻”，打造高品质用户体验。
- **亚特兰蒂斯未来具备独一无二业绩弹性和估值弹性，EBITDA 有翻倍弹性，亦可享受远超行业的估值水平。**①海南的离岛免税扶持政策，三亚在中国境内的独特优势，海棠湾的高标准建设以及亚特在海棠湾的最高标准投资的优势，带来了亚特独一无二的度假酒店地位。我们认为三亚被火爆追捧的局面不会改变，而市场上高端度假品牌和内容供给不足，我们认为游客对亚特的追捧将保持下去。奢侈品级的定价能力和持续增长的非房费收入在固定成本摊薄的效应下，带来亚特的巨大的业绩弹性。②亚特目前拥有约 3500 万方商业经营面积，停车场区域仍有 2-3 万方可供改造商业面积；这个规模的商业面积以及亚特独特的高端流量，使其有望在未来几年内在旅游零售方面拥有更大弹性。③亚特的独特优势，使得其长期业绩及增长的可见性清晰，确定性高，因此将拥有高于其他酒店的估值水平。④三亚复游城正在酝酿中，若复星拿下该地块，则未来可与亚特形成协同效应，巩固其优势亦扩大其业绩弹性；⑤我们预计 2020 年到 2024 年亚特的 EBITDA 分别为 6.1 亿元、8.4 亿元、10.3 亿元、12.1 亿元、13.7 亿元。
- **Club Med 短期受疫情影响，疫情后仍将回到持续增长的轨道上。**Club Med 自收购以来通过优化运营、翻新改造、提高酒店星级等手段，盈利能力稳步提升。未来 3 年计划新开业 10 家度假村，并加大 Club Med 本土化力度。2020 年受疫情影响预计营收为负增长，预计疫情之后，Club Med 将重回持续增长的轨道。

**丽江和太仓复游城选址精准，集复星产品资源及运营优势于一体，IP 综合体有望再造成功。**①复星旅文深知真正的优质重资产项目给企业带来的价值提升，远远高于轻资产的规模带来的价值。同时又明白物业销售与 IP 运营是一个相互促进的关系，此次投资复游城再次采用“物业销售+IP 运营”模式，快速回收投资资金，提高资金运营效率，优化自持 PI 部分的资本开支。同时持有运营获得长期价值。②两个复游城均具备独特的资源以及精准的选址，是复星旅文精细挑选的优质高端项目。③同时公司将基于对用户体验中“关键时刻”的深刻理解整合 Club Med、滑雪场等优势品牌、产品及内容资源，并运用团队优秀的管理经验，倾力打造复游城 IP 综合体。

- 考虑到市场对于亚特长期增长的弹性和确定性认知并不充分，并且错误的把 Club Med 全球风险敞口长期化，以及对复游城的资本开支偏厌恶，我们认为公司市值被明显低估。2020E-2022E 复星旅文归母净利润分别为-22.1 亿元，7.6 亿元，12.9 亿元；EBITDA 分别为 7.8 亿元，34.2 亿元，44.5 亿元。其中 2021 年亚特 EBITDA 为 8.4 亿元，度假村和休闲服务及解决方案为 19.9 亿元，物业销售为 4.8 亿元。我们给予亚特 2021 年 14 倍 EV/EBITDA，度假村和休闲服务及解决方案 2021 年 8 倍 EV/EBITDA，物业销售 5 倍 EV/EBITDA 估值，合计给予 2021 年 8.8 倍 EV/EBITDA，对

应市值 219 亿港元，折合 17.76 港元/股。我们给予“买入”评级，给予 6-12 月目标价 17.76 港元。

### 风险提示

- 全球经济波动导致高端度假需求增长受到影响。
- 疫情影响超过预期：新冠疫情无法在短期结束甚至恶化，导致人们无法出境甚至外出。
- 项目拓张、建设和销售低于预期：太仓和丽江复游城项目投资较大，若无法通过物业销售顺利回收投资资金，将存在公司周转压力，影响后续拓张计划，导致业绩增长不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2017A	2018A	2019A	2020	2021E	2022E		2017A	2018A	2019A	2020	2021E	2022E	
<b>主营业务收入</b>	<b>11,826</b>	<b>16,286</b>	<b>17,368</b>	<b>8,952</b>	<b>15,290</b>	<b>19,809</b>	货币资金	990	1,875	2,129	7,798	8,969	10,315	
增长率	9.4%	37.7%	6.6%	-48.5%	70.8%	29.6%	应收款项	7,551	5,156	4,624	3,908	5,534	6,775	
主营业务成本	8,969	10,994	11,798	6,523	9,765	12,048	存货	2,613	2,469	1,439	1,553	2,441	4,303	
%销售收入	75.8%	67.5%	67.9%	72.9%	63.9%	60.8%	其他流动资产	1,742	402	468	780	959	1,124	
毛利	2,830	5,276	5,539	2,419	5,515	7,750	流动资产	12,895	9,902	8,660	14,040	17,903	22,517	
%销售收入	23.9%	32.4%	31.9%	27.0%	36.1%	39.1%	%总资产	44.0%	33.5%	23.5%	34.0%	38.1%	42.1%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	147	159	195	243	303	364	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	8,759	9,827	10,318	11,923	13,501	15,089	
销售费用	2,171	2,292	2,231	1,562	1,954	2,335	%总资产	29.9%	33.3%	28.0%	28.8%	28.7%	28.2%	
%销售收入	18.4%	14.1%	12.8%	17.4%	12.8%	11.8%	无形资产	4,252	4,362	15,540	14,618	14,618	14,655	
管理费用	794	1,285	1,199	1,046	1,060	1,280	非流动资产	16,435	19,630	28,143	27,303	29,139	31,024	
%销售收入	6.7%	7.9%	6.9%	11.7%	6.9%	6.5%	%总资产	56.0%	66.5%	76.5%	66.0%	61.9%	57.9%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>29,330</b>	<b>29,532</b>	<b>36,803</b>	<b>41,343</b>	<b>47,042</b>	<b>53,540</b>	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	719	759	2,038	4,991	8,035	10,745	
息税前利润 (EBIT)	-117	1,678	1,660	-1,740	1,746	2,666	应付款项	1,244	1,871	1,709	1,864	2,639	3,170	
%销售收入	n.a	10.3%	9.6%	n.a	11.4%	13.5%	其他流动负债	14,743	11,933	8,638	7,911	9,043	11,020	
财务费用	396	409	765	356	688	793	流动负债	16,706	14,563	12,386	14,766	19,717	24,935	
%销售收入	3.4%	2.5%	4.4%	4.0%	4.5%	4.0%	长期贷款	6,168	5,078	4,692	12,346	12,346	12,346	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,908	1,577	11,296	9,316	9,316	9,316	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	<b>24,782</b>	<b>21,217</b>	<b>28,373</b>	<b>36,428</b>	<b>41,379</b>	<b>46,597</b>	
投资收益	-18	-12	4	2	6	7	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,617</b>	<b>8,037</b>	<b>8,130</b>	<b>4,681</b>	<b>5,434</b>	<b>6,718</b>	
%税前利润	n.a	n.a	0.3%	-0.1%	0.3%	0.2%	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
营业利润	-117	1,678	2,080	-188	2,479	4,107	未分配利润	4,944	8,406	8,535	5,437	6,189	7,473	
营业利润率	n.a	10.3%	12.0%	n.a	16.2%	20.7%	少数股东权益	-70	278	300	234	230	225	
营业外收支	154	36	-45	-1,405	50	-35	<b>负债股东权益合计</b>	<b>29,330</b>	<b>29,532</b>	<b>36,803</b>	<b>41,343</b>	<b>47,042</b>	<b>53,540</b>	
税前利润	-378	1,293	1,275	-1,946	1,847	3,285	<b>比率分析</b>		2017A	2018A	2019A	2020	2021E	2022E
利润率	n.a	7.9%	7.3%	n.a	12.1%	16.6%	<b>每股指标</b>							
所得税	-83	904	698	263	1,092	1,999	每股收益	-0.159	0.250	0.493	-1.781	0.615	1.045	
所得税率	n.a	69.9%	54.8%	n.a	59.1%	60.8%	每股净资产	3.739	6.507	6.582	3.790	4.399	5.439	
净利润	-295	389	576	-2,210	755	1,286	每股经营现金净流	2.694	0.516	2.101	0.510	1.916	2.621	
少数股东损益	-98	81	-32	-10	-4	-5	每股股利	0.000	0.000	0.020	0.000	0.123	0.293	
归属于母公司的净利润	<b>-197</b>	<b>308</b>	<b>609</b>	<b>-2,199</b>	<b>759</b>	<b>1,291</b>	<b>回报率</b>							
净利率	n.a	1.9%	3.5%	n.a	5.0%	6.5%	净资产收益率	-4.3%	3.8%	7.5%	-47.0%	14.0%	19.2%	
							总资产收益率	-0.7%	1.0%	1.7%	-5.3%	1.6%	2.4%	
							投入资本收益率	-1.1%	6.6%	4.1%	-7.3%	2.4%	3.2%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	9.4%	37.7%	6.6%	-48.5%	70.8%	29.6%	
							EBIT增长率	-665.0%	1530.3%	-1.1%	-204.9%	200.4%	52.7%	
							净利润增长率	27.3%	257.0%	97.4%	-461.3%	134.5%	70.0%	
							总资产增长率	49.4%	0.7%	24.6%	12.3%	13.8%	13.8%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	30.6	17.3	13.7	13.5	15.4	15.4	
							存货周转天数	106.3	82.0	44.5	86.9	91.3	130.4	
							应付账款周转天数	50.6	62.1	52.9	104.3	98.6	96.1	
							固定资产周转天数	270.3	220.2	216.9	486.1	322.3	278.0	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	170.9%	65.9%	188.2%	382.4%	364.6%	316.8%	
							EBIT利息保障倍数	-29.6%	410.5%	217.0%	-489.2%	253.8%	336.1%	
							资产负债率	84.5%	71.8%	77.1%	88.1%	88.0%	87.0%	

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH