

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 聚焦中高端需求, 引领休闲度假市场

### 报告摘要:

中高端休闲度假龙头, FOLIDAY 生态日益丰富。公司是全球领先的休闲度假服务商, 通过产业运营+战略投资双轮驱动, 持续引领休闲度假市场。公司业务通过度假村、旅游目的地、度假服务及解决方案三大板块展开, 以家庭用户旅游需求为中心, 以度假村及目的地资产为载体, 通多个触点与客户互动, 不断吸引优质内容和 IP, 进而提升用户体验&粘性, FOLIDAY 生态体系不断完善。

以高端旅游资产为载体, 兼具成长和抗周期属性。度假村: Club Med 底蕴丰厚、布局全球, 一价全包+GO 体系形成差异化优势, 未来成长空间来自度假村扩容+结构升级, 有望实现量价共振。旅游目的地: 三亚亚特兰蒂斯聚焦高端、一骑绝尘, 借海南政策东风&海棠湾区位优势, 开业首年业绩亮眼, 伴随客流持续攀升、配套设施&服务不断完善, 未来各项数据仍有提升空间, 有望成为现金牛业务。丽江&太仓新项目预计 2020 年分阶段完工, 将接力成长。基于度假场景的服务和解决方案: 以泛秀和迷你营为代表, 为客户提供多样化体验&服务; 依托 FOLIDAY 平台&酷怡, 强化销售网络; 此外, 借助会员忠诚计划提供会员优惠服务, 增强客户粘性。

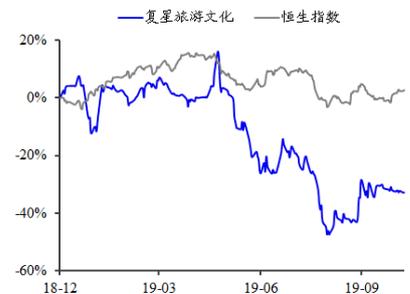
投资建议: 预计公司 19-20 年营收 168.09 亿/168.94 亿元, 剔除 IFRS16 影响后归母净利润为 6.6 亿/8.1 亿, 对应 P/E 17 倍/14 倍。剔除 IFRS16 影响后经调整的 EBITDA 为 25.02 亿/28.42 亿, 其中旅游运营相关 16.37 亿/19.60 亿。分部估值, 旅游运营采用 EV/EBITDA 估值, 对应 EV 为 164 亿; 丽江&太仓项目按土地所有权公允价值估值 (假设年均增长 10%), 对应 EV 为 48 亿。公司合理 EV 为 212 亿, 目标市值 156 亿人民币。给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济波动风险; 灾害事件; 项目延迟。

### 股票数据

6 个月目标价 (港元)	14.14
收盘价 (港元)	10.00
12 个月股价区间 (港元)	8.65-16.01
总市值 (百万港元)	12350.45
总股本 (百万股)	1235
A 股 (百万股)	-
B 股/H 股 (百万股)	0/1235
日均成交量 (百万股)	0.35

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	-10%	-38%
相对收益	-6%	-6%	-41%

### 相关报告

《中青旅 (600138) 年报点评: 业绩稳健增长, 乌镇&古北量减价增》

20190505

《【东北社服】中国国旅 (601888): 19H1 扣非业绩同增 31%, 渠道整合持续推进》

20190801

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11799	16,270	16,809	16894	18313
(+/-)%	9.43%	37.89%	3.31%	0.50%	8.40%
归属母公司净利润	-197	308	513	671	819
(+/-)%	-43.89%	-256.97%	66.39%	30.76%	22.05%
每股收益 (元)	-0.16	0.25	0.42	0.54	0.66
市盈率		35.84	21.53	16.46	13.49
市净率	2.80	1.53	1.23	1.12	1.01
净资产收益率 (%)	-4.32%	3.71%	5.71%	6.81%	7.52%
总股本 (百万股)	1235	1235	1235	1235	1235

### 证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003  
(021)20361142 lihui@nesc.cn

### 研究助理: 李森蔓

执业证书编号: S0550118030026  
18521953685 lism@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 公司概况：休闲度假龙头，FOLIDAY 生态日益丰富.....</b>	<b>5</b>
1.1. 背靠复星国际，引领休闲度假市场.....	5
1.2. 收入增长强劲，盈利能力提升.....	6
<b>2. 行业分析：中高端休闲度假市场大有可为.....</b>	<b>8</b>
2.1. 全球旅游市场：旅游板块增长稳健，亚太市场潜力巨大.....	8
2.2. 休闲度假市场：消费结构悄然变化，中高端休闲度假蓄势待发.....	9
<b>3. 业务分析：以优质旅游资源为载体，打造中高端度假生态闭环.....</b>	<b>12</b>
3.1. 度假村：Club Med 底蕴深厚，扩容+升级助力成长.....	12
3.2. 旅游目的地：亚特兰蒂斯表现亮眼，新项目稳步推进.....	15
3.2.1. 亚特兰蒂斯：聚焦高端，一骑绝尘.....	16
3.2.2. 丽江&太仓项目：稳步推进，接力成长.....	17
3.2.3. 爱必侬：专注旅游目的地管理，助力轻资产扩张.....	18
3.3. 基于度假场景的服务及解决方案：FOLIDAY 生态日益丰富.....	19
3.3.1. 泛秀&复游雪：致力于提供高品质娱乐体验.....	19
3.3.2. 迷你营：儿童玩学业务拓展先驱.....	20
3.3.3. 渠道日益完善，生态不断丰富.....	20
<b>4. 盈利预测及投资建议.....</b>	<b>21</b>
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 复星旅游文化发展历程.....	5
图 2: 复星旅游文化股权结构 (截至 2019 年 6 月 30 日) .....	5
图 3: FOLIDAY 生态系统 .....	6
图 4: 2015-2019H1 公司营收规模及增速.....	6
图 5: 2015-2019H1 公司净利润规模.....	6
图 6: 2015-2019H1 公司各业务营收占比.....	7
图 7: 2015-2019H1 公司各业务毛利润占比 .....	7
图 8: 2015-2018 公司各业务毛利率情况.....	7
图 9: 2015-2019H1 公司经营性现金流及增速.....	7
图 10: 2019H1 不同地域业务收入占比.....	8
图 11: 亚太地区业务收入快速上升 (亿元) .....	8
图 12: 美洲地区业务收入稳步提升 (亿元) .....	8
图 13: 欧非中东地区业务收入逐步上升 (亿元) .....	8
图 14: 旅游业表现胜过其他行业.....	9
图 15: 全球旅游市场收入快速增长.....	9
图 16: 2017 年全球旅游市场份额.....	9
图 17: 2022 预期全球旅游市场份额 .....	9
图 18: 2017 年全球旅游市场收入划分.....	10
图 19: 2022 年预测全球旅游市场划分.....	10
图 20: 2016-2017 年中国各人群收入对比 .....	10
图 21: 2014-2017 休闲游入住酒店星级对比 .....	10
图 22: 中国度假村市场规模 (亿元) .....	11
图 23: 中国酒店业市场规模 (亿元) .....	11
图 24: Club Med 发展历程.....	12
图 25: Club Med 各地区度假村分布.....	12
图 26: 从左至右分别为 Club Med 山地/阳光/Joyview 度假村 .....	14
图 27: 新开度假村经营模式 (家) .....	15
图 28: 度假村容纳能力稳定提升 (万床晚) .....	15
图 29: 2015-2018 年度度假村经营数据 .....	15
图 30: 亚特兰蒂斯建造历程.....	16
图 31: 三亚亚特兰蒂斯区位优势明显.....	16
图 32: 三亚亚特兰蒂斯特色客房.....	16
图 33: 亚特兰蒂斯营业额 (百万人民币) .....	17
图 34: 亚特兰蒂斯经营数据.....	17
图 35: 棠岸项目总建筑面积 16.1 万平米.....	17
图 36: 丽江项目效果图.....	18
图 37: 太仓地理位置优越.....	18
图 38: 爱必依已管理多个景区运营项目 .....	19
图 39: 泛秀原创巨制《C秀》 .....	19
图 40: 亚特兰蒂斯迷你营.....	20
图 41: FOLIDAY 移动平台界面 .....	21

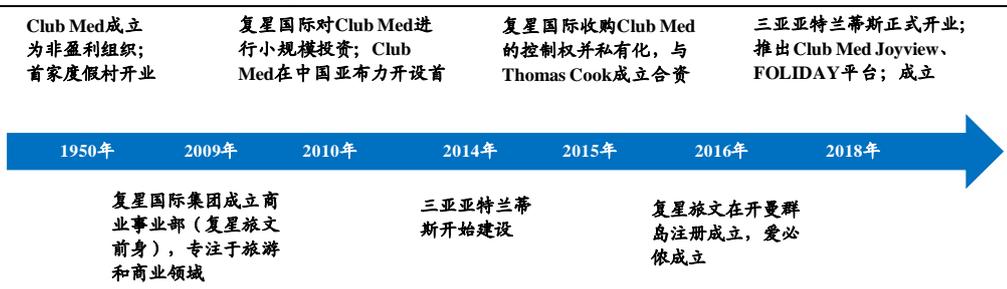
表 1: 全球范围主要竞争对手 .....	11
表 2: 国内主要竞争对手 .....	11
表 3: 公司经营度假村名单 (截至 2019 年 6 月 30 日) .....	13
表 4: 度假村经营模式介绍 .....	14
表 5: 丽江、太仓项目情况 .....	18
表 6: 2017-2020 年营业收入拆分及预测 .....	21
表 7: 2017-2020 年毛利润拆分及预测 .....	22

## 1. 公司概况：休闲度假龙头，FOLIDAY 生态日益丰富

### 1.1. 背靠复星国际，引领休闲度假市场

复星旅游文化（以下简称“复星旅文”）是全球领先的休闲度假服务提供商。公司前身为复星国际于 2009 年成立的商业事业部，2010 年开始与 Club Med 合作并对其小规模投资，2014 年底兴建三亚亚特兰蒂斯，2015 年复星国际收购 Club Med 控制权并将其私有化，2016 年复星旅文在开曼群岛注册成立，2018 年公司从复星国际中分拆并在港交所上市。公司通过产业运营+战略投资双轮驱动，致力于成为全球家庭休闲度假的引领者。

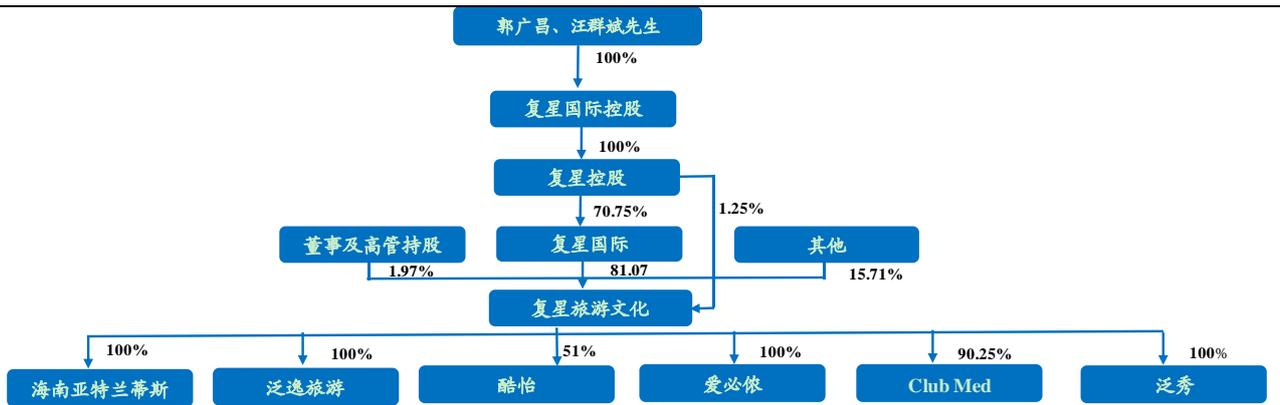
图 1：复星旅游文化发展历程



数据来源：招股说明书，东北证券

公司第一大股东为复星国际，实际控制人为郭广昌。复星国际业务覆盖医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业等领域，于 2007 年在港交所上市，各业务板块在细分行业内进入国内十强。复星国际业务分三大生态系统，即快乐、健康与富足，其中快乐生态包括旅游及休闲、时尚、体验式产品&服务。复星旅游文化负责经营旅游及休闲业务，在复星国际整体发展战略中占有重要地位。综合实力雄厚的复星国际有望与复星旅文产生较强协同效应，为公司未来发展提供有力支持。

图 2：复星旅游文化股权结构（截至 2019 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东北证券

以 FOLIDAY 为依托，通过三大业务板块构筑生态闭环。公司三大业务板块分别为由 Club Med 运营的度假村、以三亚亚特兰蒂斯为代表的旅游目的地和以泛秀、迷你营为代表的度假服务及解决方案。公司以家庭用户旅游需求为中心，以度假村及目的地资产为载体，通多个触点与客户互动，不断吸引优质内容和 IP，进而提升用

用户体验&粘性，FOLIDAY 生态体系日益丰富。

图 3: FOLIDAY 生态系统

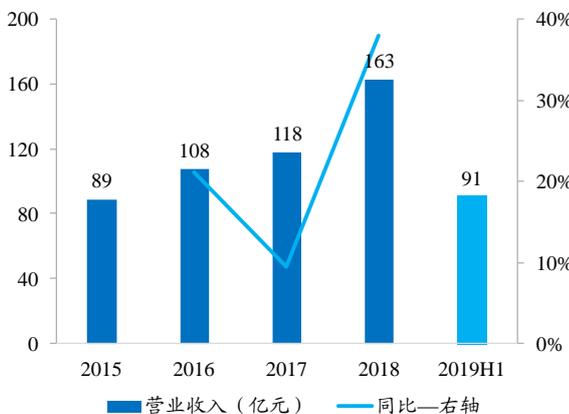


数据来源：公司公告，东北证券

## 1.2. 收入增长强劲，盈利能力提升

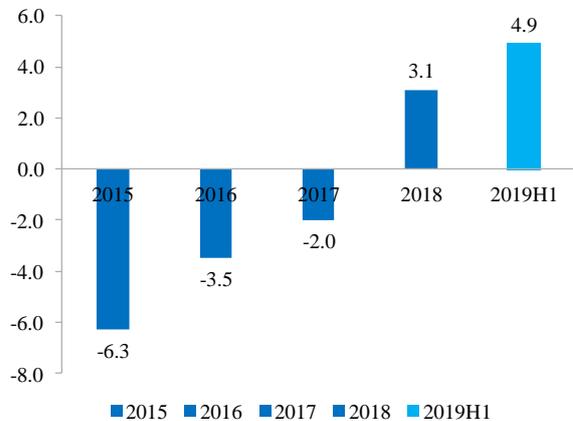
度假村贡献主要业绩，旅游目的地发展迅猛。2018 年公司实现营收 163 亿元/+38%，归母净利润 3.1 亿元/扭亏为盈。收入端：度假村及旅游目的地营运/旅游相关的物业销售及建造服务/旅游休闲服务及解决方案分别贡献营收 104.7 亿/34.4 亿/24.0 亿，同增 15%/600%/9%，营收占比分别为 64%/21%/15%。利润端：度假村及旅游目的地营运/旅游相关的物业销售及建造服务/旅游休闲服务及解决方案分别贡献毛利 29.2 亿/20.1 亿/3.4 亿，分别同增 18%/6702%/6%，毛利占比分别为 55%/38%/7%。目前以 Club Med 为核心的度假村业务为公司业绩的主要来源，未来伴随三亚亚特兰蒂斯不断成熟及新项目陆续落地，旅游目的地业绩将加速释放。

图 4: 2015-2019H1 公司营收规模及增速



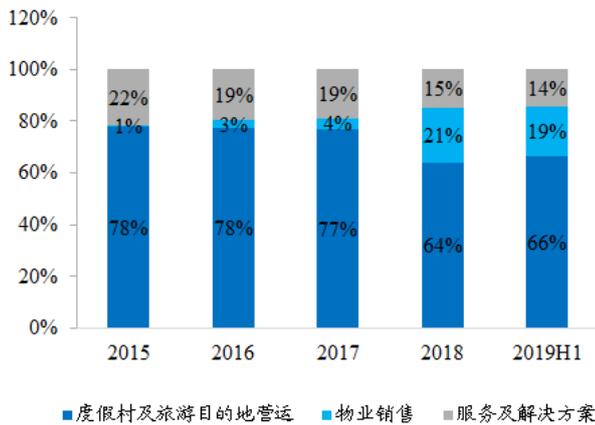
数据来源：公司公告，东北证券

图 5: 2015-2019H1 公司净利润规模



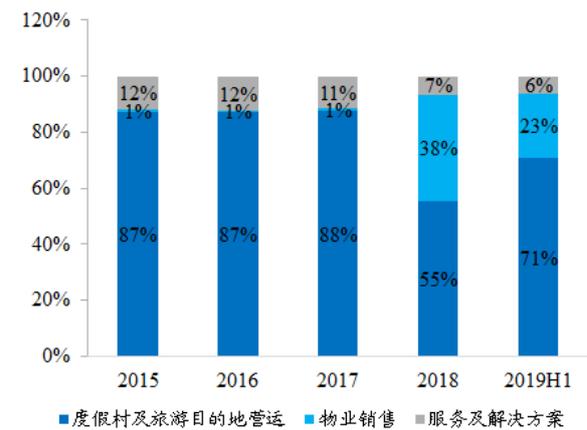
数据来源：公司公告，东北证券

图 6: 2015-2019H1 公司各业务营收占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

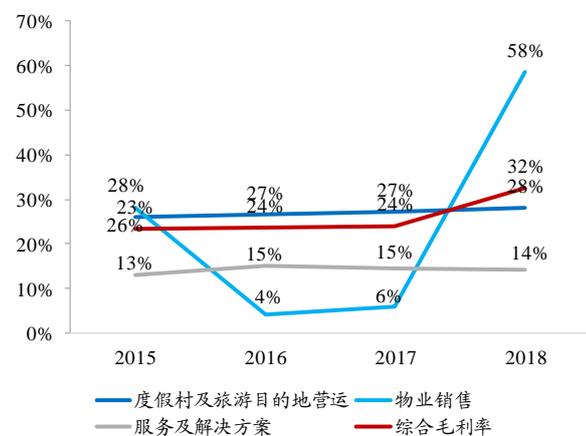
图 7: 2015-2019H1 公司各业务毛利润占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

**盈利能力显著提升。**19H1 公司综合毛利率 33.3%/+6.3pct, 其中度假村及旅游目的地/物业销售/基于度假场景的服务和解决方案毛利率分别为 35.3%/39.6%/14.1%, 分别同增 4.6pct/19.1pct/2.9pct。剔除实施 IFRS16 的影响, 19H1 公司经调整 EBITDA 为 13.7 亿/+221.3%, 经调整 EBITDA 利润率为 15.1%/+8.7pct, 盈利能力大幅提升。

图 8: 2015-2018 公司各业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

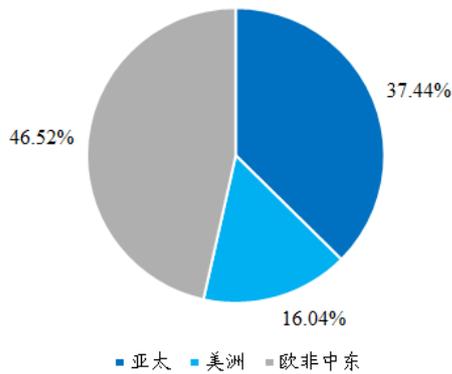
图 9: 2015-2019H1 公司经营性现金流及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

**亚太地区发展强势, 业绩占比逐年提升。**19H1 欧非中东/亚太/美洲营收占比分别为 47%/37%/16%。**亚太地区驱动高增长:** 19H1 贡献营收 33.93 亿/+189.35%, 主要为三亚亚特兰蒂斯和棠岸项目的收入贡献; 未来丽江、太仓等旅游目的地以及其他度假村的投入经营, 预计亚太地区将继续保持快速增长。**美洲地区增长稳健,** 19H1 贡献营收 14.54 亿元/+13.96%; **欧非中东市场相对成熟,** 19H1 贡献营收 42.16 亿/-0.08%。

图 10: 2019H1 不同地域业务收入占比



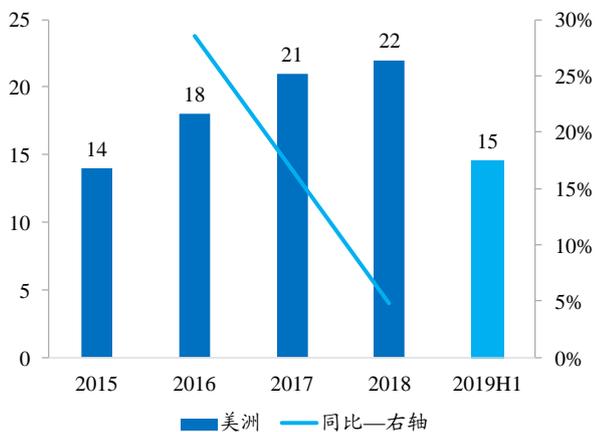
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 11: 亚太地区业务收入快速上升 (亿元)



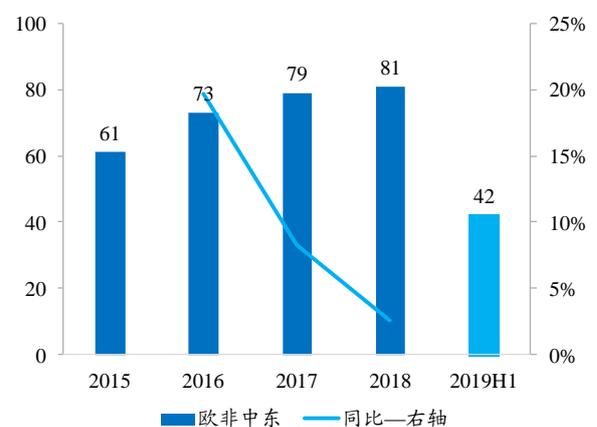
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 12: 美洲地区业务收入稳步提升 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 13: 欧非中东地区业务收入逐步上升 (亿元)



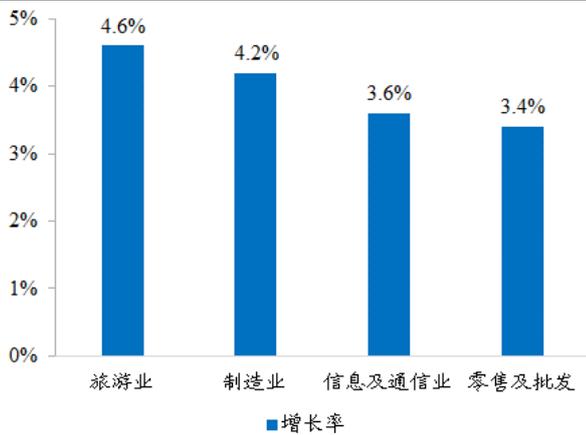
数据来源: 公司公告, 东北证券

## 2. 行业分析: 中高端休闲度假市场大有可为

### 2.1. 全球旅游市场: 旅游板块增长稳健, 亚太市场潜力巨大

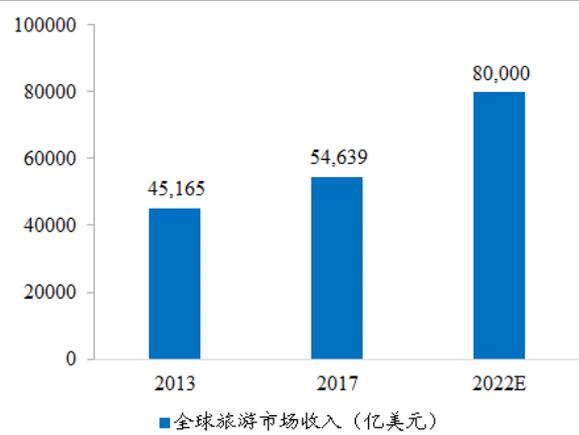
全球旅游市场蓬勃发展。2017 年全球旅游业收入 5.46 万亿美元/+4.6%，占全球国内生产总值的 10.4%，增速超过全球经济平均水平，表现胜过其他全球主要经济板块，包括制造业（4.2%）、信息及通信业（3.6%）、零售及批发（3.4%）以及金融服务及建筑等其他行业（低于 3.0%）。2013-2017 年全球旅游市场收入年复合增长率为 4.9%，预计 2017-2022 年复合增长率将提升至 7.9%，至 2022 年全球旅游市场收入有望增长至 8 万亿美元。

图 14: 旅游业表现胜过其他行业



数据来源: 世界银行及旅游理事会, 东北证券

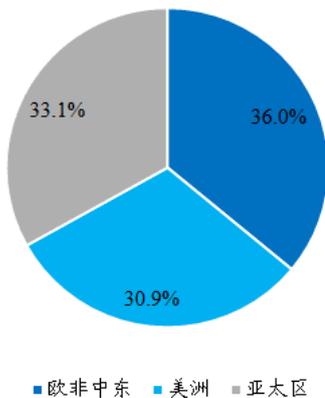
图 15: 全球旅游市场收入快速增长



数据来源: 世界银行及旅游理事会, 东北证券

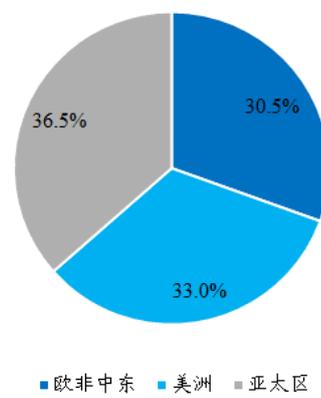
**亚太/中国旅游市场潜力巨大。**2017 年欧非中东/亚太/美洲地区旅游收入分别占全球旅游市场的 36.0%/33.1%/30.9%。目前欧美地区旅游市场已发展较为成熟, 而亚太地区由于区域人均可支配收入持续增加, 区域内交通服务改善及全球签证政策更为宽松等原因, 将迎来巨大成长空间。预计至 2020 年, 欧非中东/亚太/美洲地区旅游收入将分别达到 2.44 万亿/2.92 万亿/2.64 万亿美元, 分别占比 30.5%/36.5%/33.0%。聚焦中国市场, 2017 年中国人均旅游支出达 3887.6 元, 占人均家庭总支出的 21.2%; 对比全球人均旅游支出 5007 元水平, 中国旅游市场仍存在挖掘潜力。

图 16: 2017 年全球旅游市场份额



数据来源: 世界银行及旅游理事会, 东北证券

图 17: 2022 预期全球旅游市场份额



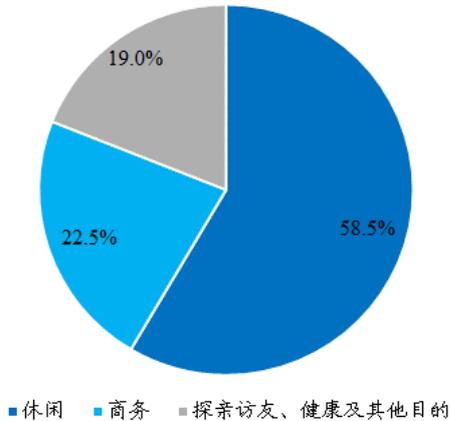
数据来源: 世界银行及旅游理事会, 东北证券

## 2.2. 休闲度假市场: 消费结构悄然变化, 中高端休闲度假蓄势待发

休闲度假市场在全球旅游市场中占据主导地位, 中国市场增长强劲。伴随可支配收入和娱乐时间的增长, 消费者对休闲度假旅游需求日益提升。2017 年全球休闲度假旅游市场规模达 3.19 万亿美元/13-17 年 CAGR 为 5.7%, 占全球旅游市场 58.5% 份额; 预计未来全球休闲度假旅游市场将保持高速增长态势, 至 2022 年收入规模将达 4.87 万亿美元。中国休闲度假旅游市场收入由 2013 年的 1.38 亿元增长至 2017

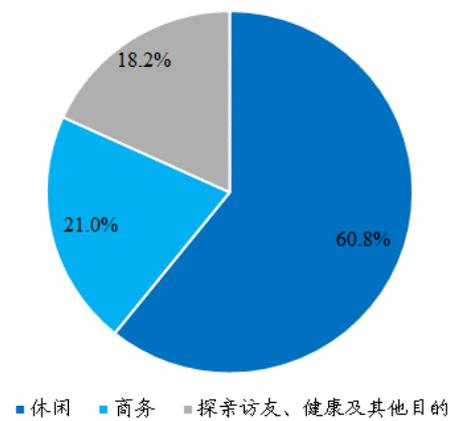
年的 2.49 亿元/CAGR 达 15.8%；预计至 2022 年，我国休闲度假旅游市场收入将增长至 4.55 万亿元/2017-2022 年 CAGR 达 12.8%。

图 18: 2017 年全球旅游市场收入划分



数据来源：世界银行及旅游理事会，东北证券

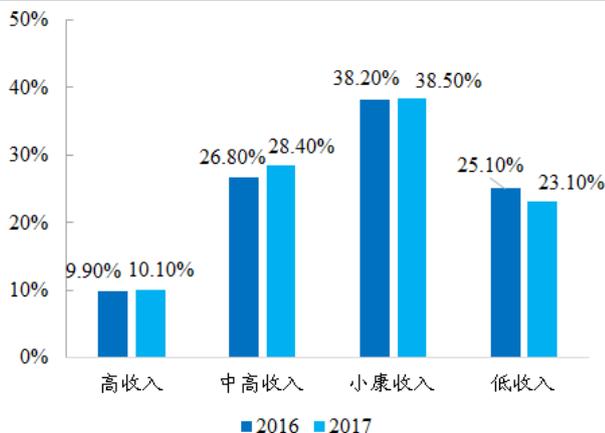
图 19: 2022 年预测全球旅游市场划分



数据来源：世界银行及旅游理事会，东北证券

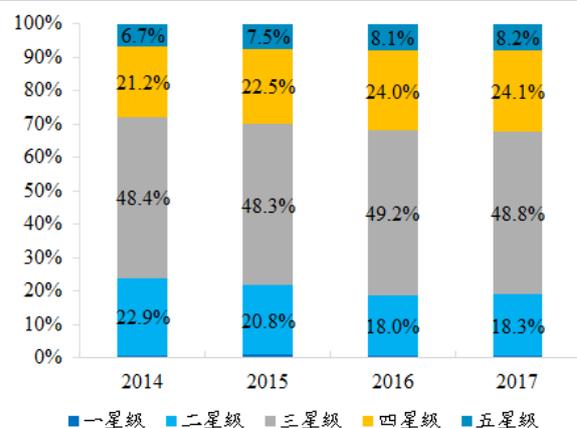
**中产崛起+消费升级，中高端休闲度假市场大有可为。**2017 年我国中高收入及高收入群体占比达到 38.5%/+1.8 pct，与之相对应我国居民消费结构也在悄然变化，2014-2018 年城乡居民消费增速下降最为明显的是食品、服饰和通信，而居住、教育文化娱乐和医疗保健等享受类消费支出增速明显提升。休闲度假市场作为教育文化娱乐服务的重要组成部分，将迎来国人消费结构变化带来的投资机遇。消费升级趋势下，消费者的旅游观念正在改变，不再满足于景点游览，更加注重个性化旅游享受，其对中高端休闲度假服务的需求在不断提升。根据国家旅游局数据，2017 年旅游消费者居住五星级酒店的占比达 8.2%，较 2014 年提升 1.5pct。2017 年我国中高端在线旅游市场规模为 60 亿元，仅占在线旅游行业份额的 1%，未来中高端休闲度假旅游市场潜力巨大。

图 20: 2016-2017 年中国各人群收入对比



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 21: 2014-2017 休闲游入住酒店星级对比

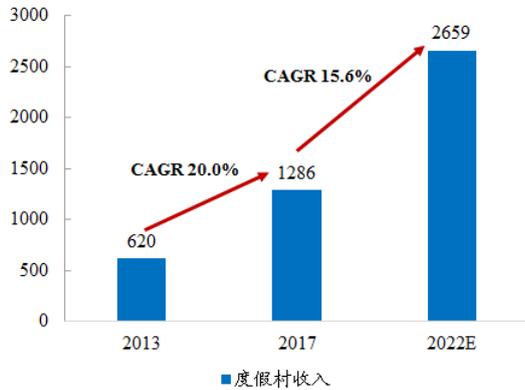


数据来源：国家旅游局，东北证券

**迎合中高端消费需求，度假村潜力静待释放。**2013-2017 年，中国住宿市场规模由 2484 亿增长至 4980 亿/CAGR 19.0%，其中酒店住宿市场 CAGR 18.7%、度假村市

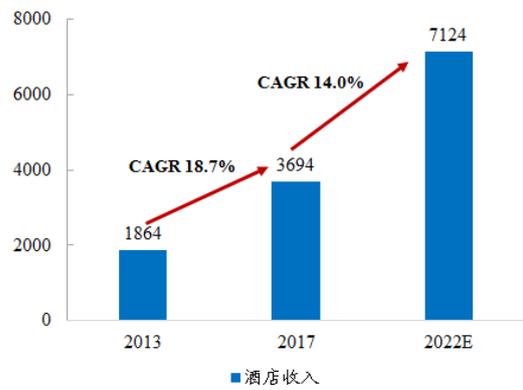
场 CAGR 20.0%。2017 年，我国休闲旅游度假村市场规模达 1286 亿元，占休闲旅游住宿市场 25.82% 份额，预计 2017 至 2022 年度假村市场 CAGR 将达到 15.6%，增速优于传统酒店。度假村主要面向高端消费需求，目标群体价格敏感度低，相比传统酒店行业而言，度假村业务在经济下行期中或有一定抗压能力。

图 22: 中国度假村市场规模 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 东北证券

图 23: 中国酒店业市场规模 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 东北证券

度假村市场竞争激烈，市场集中度低。2017 年全球度假村行业 CR5 仅为 2.4%，复星旅文作为全球最大的休闲旅游度假村集团，全球市场份额为 0.8%。海外度假村多数由酒店集团经营，具有较长的发展历史，以住宿为核心，娱乐活动、餐饮、SPA 为辅。与国际同行相比，Club Med 聚焦于高端度假村业务，在发展年限、度假村数量及增速上均名列前茅，具有较强的规模优势。国内度假村起步较晚，呈现规模较小、定位偏中低端特点的，与 Club Med 存在差距。

表 1: 全球范围主要竞争对手

排名	休闲旅游度假村集团	度假村收入 (百万美元)	市占率	度假村数量	客房数量	覆盖地区
1	复星旅文	1,808.7	0.76%	67	20,574	欧非中东、美洲、亚太
2	伊波罗之星	1,727.0	0.73%	96	30,355	欧非中东、美洲
3	美利亚酒店集团	800.0	0.34%	62	23,216	欧非中东、美洲
4	途易集团	734.0	0.31%	188	46,104	欧非中东、美洲、亚太
5	Apple Leisure Group	616.0	0.26%	21	7,908	美洲
合计	CR5	5,685.7	2.40%			

数据来源: 公开资料, 东北证券

表 2: 国内主要竞争对手

公司	成立时间	公司简介	度假村情况
裸心 (naked) 集团	2007	总部位于上海，目前裸心集团的业务包括裸心度假村和裸心社	目前有精品民宿裸心乡 (naked home) 和度假村裸心谷 (naked stables)，在未来五到十年间，裸心计划扩展十个度假村
浙江开元酒店	1988	拥有开元名都、开元度假村、开元大酒店等12个品牌。开元度假村是豪华度假生活的倡导者，选址多为山水圣地	现有嬉戏谷开元度假村、三清山开元酒店度假村、开元千岛湖度假村、洞头开元度假村、九龙湖开元度假村等
艳阳度假连锁酒店	1999	自营自建大型度假基地，提供异地互换、真山真水的度假天堂	现有果圣山庄，金庭艳阳度假酒店，艳阳度假金牛湖农庄，艳阳度假·淮安白马湖渔耕驿站等

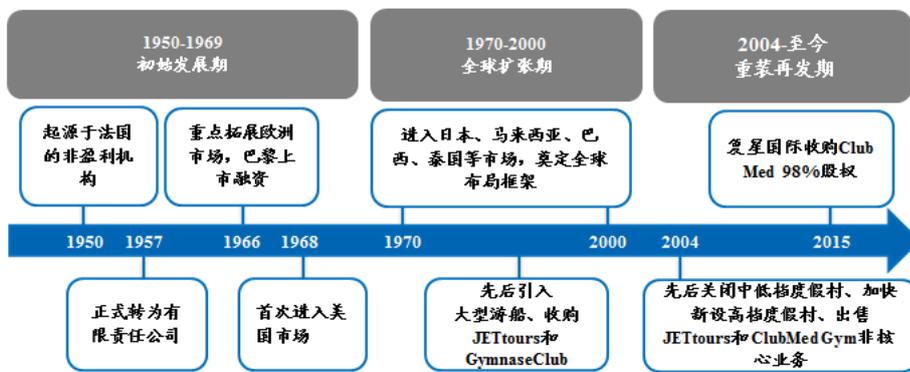
数据来源: 公开资料, 东北证券

### 3. 业务分析：以优质旅游资源为载体，打造中高端度假生态闭环

#### 3.1. 度假村：Club Med 底蕴深厚，扩容+升级助力成长

公司度假村业务主要由地中海俱乐部 Club Med 运营。Club Med 为世界知名休闲度假服务提供商，其历史可以追溯到 1950 年，是二战后兴起的度假经济先驱代表。Club Med 主要打造的产品理念是一价全包，不同于纯酒店产品或携程的机+酒产品，Club Med 提供住宿+餐饮+活动+休闲度假一体化的产品和服务，其主要客户群体为家庭，目前的顾客群体已经跨越了三代人。复星于 2010 年开始与 Club Med 合作，2015 年正式收购 Club Med。截至 19H1，Club Med 在 22 个国家和地区运营 65 家度假村，其中欧非中东地区 38 家（包括一艘游艇），美洲地区 12 家，亚太区 15 家（中国区域 6 家）。

图 24: Club Med 发展历程



数据来源：国家旅游局、弗洛斯特沙利文，东北证券

图 25: Club Med 各地区度假村分布



数据来源：公司年报，东北证券

表 3: 公司经营度假村名单 (截至 2019 年 6 月 30 日)

编号	度假村名称	床位数	开业时间	房间数目	星级	位置	开业年份	类型	经营模式
<b>欧非中东</b>									
1	Agadir	843	全年	374	3	摩洛哥	1967	阳光	租赁
2	Aime La Plagne	528	季节性	240	3	法国	1989	山地	租赁
3	Albion	618	全年	260	5	毛里求斯	2007	阳光	租赁
4	Albion Villas	186	全年	27	5	毛里求斯	2010	阳光	租赁
5	Arcs Extreme	590	季节性	284	3	法国	1980	山地	租赁
6	Arcs Panorama	968	双季	433	4+5	法国	2018	山地	租赁
7	Bodrum	502	季节性	242	4	土耳其	1995	阳光	管理
8	Cap Skirring	415	季节性	205	4	塞内加尔	1973	阳光	拥有
9	Cargese	853	季节性	396	3	法国	1971	阳光	拥有
10	Cefalu	645	全年	322	5	意大利	2018	阳光	租赁
11	Cervinia	464	季节性	199	4	意大利	2001	山地	租赁
12	Club Med2	377	全年	184	5	CM2	1992	阳光	拥有
13	Da Balala	798	季节性	389	4	葡萄牙	1986	阳光	租赁
14	Djerba La Douce	1070	全年	520	3	突尼斯	1975	阳光	租赁
15	Grand Massif	941	双季	420	4	法国	2017	山地	租赁
16	Gregolimano	974	季节性	460	4	希腊	1978	阳光	拥有
17	Kamarina	1472	季节性	620	3	意大利	1981	阳光	租赁
18	Kemer	939	季节性	463	3	土耳其	1977	阳光	拥有
19	LA PALMYRE ATLANTIQUE	1169	季节性	404	3	法国	2003	山地	租赁
20	LA PLAGNE 2100	590	季节性	339	4	法国	1990	阳光	租赁
21	LA POINTE AUX CANONNIERS	873	全年	393	4	毛里求斯	1973	阳光	租赁
22	L'ALPE D'HUEZ LA SARENNE	781	季节性	358	3	法国	1985	山地	租赁
23	Marrakech La Palmeraie	870	全年	356	4+5	摩洛哥	2004	阳光	租赁
24	OPIO EN PROVENCE	910	全年	429	4	法国	1989	山地	租赁
25	PALMIYE	1777	季节性	722	4	土耳其	1988	阳光	管理
26	PEISEY-VALLANDRY	730	双季	281	4	法国	2005	山地	租赁
27	PRAGELATO	720	双季	273	4	意大利	2012	山地	租赁
28	SAINT-MORITZ ROI SOLEIL	599	季节性	304	4	瑞士	1963	山地	租赁
29	SANT'AMBROGGIO	729	季节性	290	3	法国	1971	阳光	租赁
30	SERRE-CHEVALIER	991	双季	349	3	法国	2001	山地	租赁
31	TIGNES VAL CLARET	498	季节性	228	4	法国	1975	山地	租赁
32	VAL D'ISERE	557	季节性	275	4+5	法国	1978	山地	租赁
33	VAL THORENS	776	季节性	384	4	法国	2014	山地	租赁
34	VALMOREL	905	双季	416	4+5	法国	2011	山地	租赁
35	VALMOREL CHALETS	311	双季	59	5	法国	2011	山地	租赁
36	VITTEL ERMITAGE	200	季节性	104	4	法国	1973	阳光	租赁
37	VITTEL LE PARC	832	季节性	363	3	法国	1973	阳光	租赁
38	YASMINA	812	季节性	343	4	摩洛哥	1969	阳光	租赁
<b>美洲</b>									
1	CANCUN YUCATAN	1,316	全年	502	4+5	墨西哥	1976	阳光	拥有
2	COLUMBUS ISLE	536	全年	236	4	巴哈马	1992	阳光	拥有
3	ITAPARICA	510	全年	248	3	巴西	1979	阳光	拥有
4	IXTAPA PACIFIC	793	全年	296	4	墨西哥	1981	阳光	拥有
5	LA CARAVELLE	600	全年	282	4	法国 (瓜德普罗岛)	1974	阳光	租赁
6	LAKE PARADISE	968	全年	377	4	巴西	2016	阳光	租赁
7	LES BOUCANIERS	646	全年	291	4	法国 (马提尼克岛)	1969	阳光	拥有
8	蓬塔卡纳	1,739	全年	631	4+5	多米尼加共和国	1981	阳光	拥有
9	里奥达斯佩德拉斯	823	全年	379	4+5	巴西	1988	阳光	拥有
10	SANDPIPER	1,001	全年	307	4	美国	1987	阳光	拥有
11	TRANCOSO	595	全年	250	4	巴西	2002	阳光	拥有
12	TURQUOISE, TURCS & CAICOS	582	全年	291	4	特克斯和凯科斯群岛	1985	阳光	租赁
<b>亚太地区</b>									
1	巴厘岛	902	全年	393	4	印尼	1986	阳光	拥有
2	北大壶	458	季节性	176	4	中国	2016	山地	管理
3	民丹岛	656	全年	308	4	印尼	1996	阳光	租赁
4	珍拉丁海滩	679	全年	297	4	马来西亚	1979	阳光	拥有
5	安吉度假村	810	全年	300	4	中国	2018	Joyview	管理
6	北戴河黄金海岸度假村	780	全年	298	4	中国	2018	Joyview	管理
7	桂林	798	全年	330	4	中国	2013	阳光	管理
8	石垣岛	585	全年	181	4	日本	1999	阳光	租赁
9	卡尼岛	584	全年	272	4+5	马尔代夫	2000	阳光	租赁
10	卡尼岛翡诺岛别墅	104	全年	52	5	马尔代夫	2015	阳光	租赁
11	普吉岛	799	全年	340	4	泰国	1985	阳光	拥有
12	北海道Sahoro	659	季节性	208	4	日本	1988	山地	租赁
13	三亚	957	全年	384	4	中国	2016	阳光	管理
14	北海道Tomamu	964	双季	341	4	日本	2018	山地	管理
15	亚布力	697	双季	279	4	中国	2010	山地	管理

数据来源: 公司财报, 东北证券

**Club Med 的差异化优势是其独创的 GO 体系 (Gentle Organism)，即度假伴侣。**

Club Med 于 20 世纪 50 年代提出 GO 概念，目前已经拥有一支超过 5000 人的 GO 团队，他们来自不同国家，能够为顾客提供多文化体验。GO 大多身兼数职，他们可能是活动领导者、服务接待员、度假村的管理和行政人员，为顾客提供全方位的管家式服务，与顾客一起用餐、聊天、帮助其规划住宿、一起玩游戏和参与大型晚会活动，与顾客建立紧密联系。GO 为度假村营造出温馨、友好、包容和国际化的氛围，对于提高 Club Med 的品牌形象和口碑具有至关重要的作用。

**分品类看，Club Med 度假村分为山地度假村/20 家、阳光度假村/43 家和 Joyview 度假村/3 家。**山地度假村位于世界一流的滑雪场，公司是欧洲最大的滑雪度假村经营集团。阳光度假村位于世界各地景色迷人的景观区内或附近，如国家公园、雨林、迷人海滩、受保护的珊瑚礁和著名遗迹，阳光度假村为客人提供 60 多种休闲和体育活动，包括帆船、浮潜、滑水、皮划艇等。Club Med Joyview 度假村主要针对中国市场，用于满足中国客户周末度假和会议会展服务需求，距离邻近的一线城市仅有两至三小时车程，目前已开业的有北戴河黄金海岸、安吉和延庆度假村。Club Med Joyview 可让客人自主选择“单订房间”或“一价全包”，具有灵活性。度假村品类多样化，在各地形成优势互补，有利于平滑区域及季节造成的业绩波动。

图 26: 从左至右分别为 Club Med 山地/阳光/Joyview 度假村



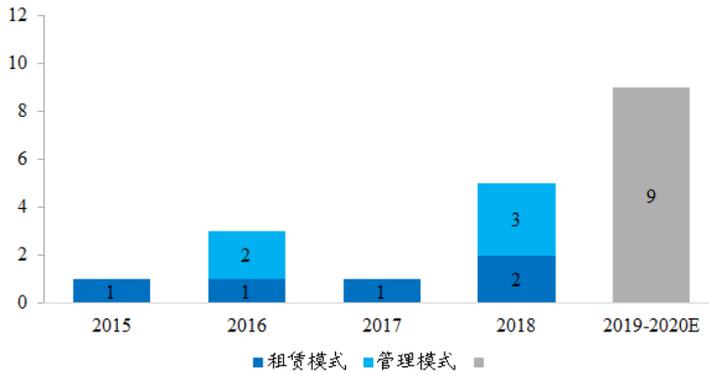
**分模式看，Club Med 度假村分为自持、租赁和管理合约三种经营模式。**截至 19H1，公司拥有自持度假村 17 家，大部分位于美洲；租赁经营的度假村 39 家，主要集中在欧非中东，该类度假村需按季度支付固定租金以及与收入挂钩的浮动租金；管理合约模式的度假村 9 家，其中 6 家分布在中国，该类度假村为受业主委托开展度假村管理、服务套餐营销和分销的经营模式。2015 年以来，公司不再以重资产模式扩张，新开的 10 家度假村均采用租赁或管理合约模式，预计至 2020 年新开设的 9 家度假村也均以轻资产模式推进。轻资产模式一方面将减轻公司的财务压力，另一方面降低固定费用占比，提升利润率水平。

表 4: 度假村经营模式介绍

经营模式	数量	模式详情	收入	合同期限
自持	17	拥有并管理度假村，拥有所有权、土地使用权和特许权	自有收入	—
租赁	39	有权占用和使用度假村物业，自相关业务获取收入，按季度支付出租人固定租金或浮动租金及逾期利息，运营费用自负	支付出租人费用后的剩余收入	初始12-15年，通常可续签
管理合约	9	受业主委托开展度假村管理、服务套餐的营销和分销，度假村资本支出、运营和维护费用由业主承担	按月收取基本管理费和年度激励管理费	初始5-15年，通常可续签

数据来源：公司公告，东北证券

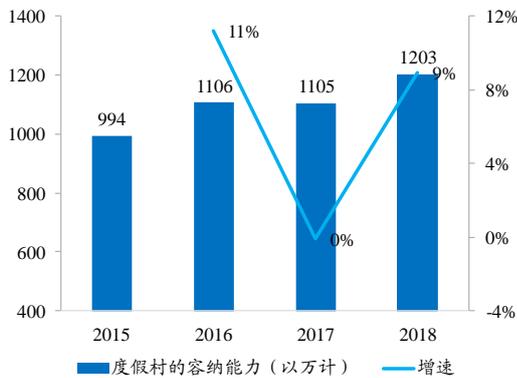
图 27: 新开度假村经营模式 (家)



数据来源: 公司公告, 东北证券

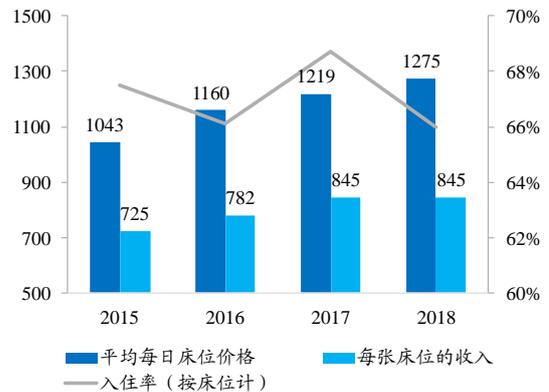
度假村业绩增长稳健, 成长空间来自床位扩容+结构升级。19H1 度假村业务贡献营收 69.30 亿元/同增 5%/营收占比 72.9%, 贡献经营利润 4.8 亿元/+8.2% (剔除实施 IFRS16 影响); 2016-2018 年度度假村营收/利润复合增速分别为 7.8%/13.4%。**容纳能力提升:** 19H1 Club Med 度假村容纳能力达到 621.9 万床晚/+2.3%, 公司计划于 2020 年底前新开 9 家度假村, 未来容纳能力将持续提升。**度假村结构升级:** 2015 年-19H1, Club Med 入住四五星级度假村的客人占比由 76.3% 提升至 86.9%, 顺应消费升级趋势, 公司近年来不断优化度假村结构 (关掉低星级、新开以四五星级为主), 截至 19H1 其四五星级度假村容纳能力占比已提升至 85.7%; 伴随结构升级, 2015-19H1 Club Med 旗下度假村 RevPar 由 725 元提升至 904 元, 其中 ADR 由 1043 元提升至 1388 元, 入住率保持在 65% 以上。

图 28: 度假村容纳能力稳定提升 (万床晚)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 29: 2015-2018 年度度假村经营数据



数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.2. 旅游目的地: 亚特兰蒂斯表现亮眼, 新项目稳步推进

公司轻重并举拓展旅游目的地业务: 重资产方面, 三亚亚特兰蒂斯表现亮眼, 丽江、太仓项目稳步推进; 轻资产方面, 通过爱必侬管理 7 个景区及棠岸公寓。

### 3.2.1. 亚特兰蒂斯：聚焦高端，一骑绝尘

三亚亚特兰蒂斯是集住宿、餐饮、会议、水族馆、水乐园于一体的综合度假休闲区，总投资 110 亿元/占地面积 53 万平，项目于 14 年起建/18 年竣工/18 年 2 月试营业/18 年 4 月正式营业。三亚亚特兰蒂斯地处海棠湾，区位优势明显，步行可到达国际免税购物中心和海昌梦幻不夜城，距亚龙湾火车站仅 30 分钟车程，距三亚凤凰国际机场不到 1 小时车程。该项目拥有 1314 间高级海景房、天然海水水族馆、水世界、购物中心、海豚湾剧场等娱乐设施，开业至今已成为三亚最受欢迎的休闲旅游目的地之一。三亚亚特兰蒂斯项目（除棠岸外）委托柯兹纳国际/Kerzner 独家运营管理，柯兹纳国际是首屈一指的目的地度假村、超豪华酒店、酒店公寓以及娱乐产业的国际发展商及营运商，公司与 Kerzner 签订管理协议（具体包含基本管理费、市场营销费和业绩激励管理费），充分激发 Kerzner 的管理活力。

图 30：亚特兰蒂斯建造历程



数据来源：公司公告，东北证券

图 31：三亚亚特兰蒂斯区位优势明显



数据来源：公司公告，东北证券

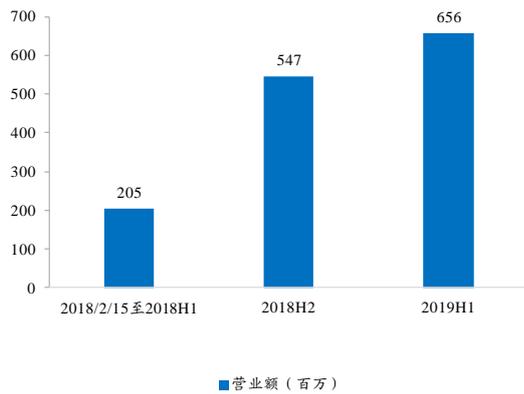
图 32：三亚亚特兰蒂斯特色客房



数据来源：公司公告，东北证券

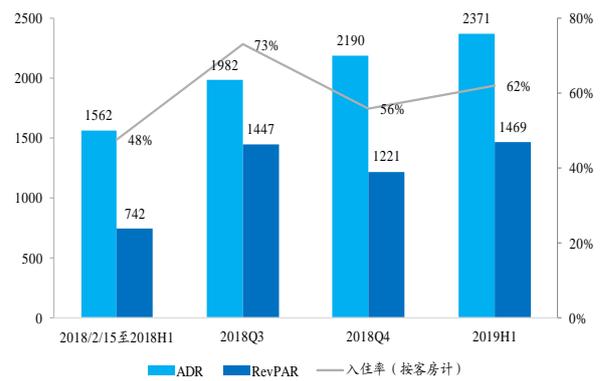
开业以来经营数据亮眼。2018 年（运营 8 个月）三亚亚特兰蒂斯实现营收 7.52 亿，客房/非客房收入占比分别为 55%/45%，平均房价 1900 元，平均入住率 58%；19H1 三亚亚特兰蒂斯实现营业额 6.56 亿元，其中客房收入 3.49 亿元/占比 53%，水族馆、水世界和餐饮等其他收入 3.07 亿元/占比 47%，充分体现综合性旅游目的地的收入多元化。开业以来三亚亚特兰蒂斯经营数据稳步攀升，19H1 酒店 OCC/ADR/RevPar 已分别提升至 62%/2371 元/1469 元。对标迪拜亚特兰蒂斯，其峰值在开业后第 3-4 年达到，房价 2600 元 RMB，年收入已达 6.25 亿美金；目前三亚亚特兰蒂斯尚处于爬坡期，伴随客流上升、配套设施&服务不断完善，未来三亚亚特兰蒂斯各项数据仍有提升空间，有望成为现金牛业务。

图 33: 亚特兰蒂斯营业额 (百万人民币)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 34: 亚特兰蒂斯经营数据



数据来源: 公司公告, 东北证券

**棠岸项目以“地产”模式帮助公司快速回笼资金。**棠岸项目位于海棠湾沿海地区, 总建筑面积为 16.1 万平米, 有 1004 个可售度假物业单位, 包括 197 间别墅和 807 套度假公寓。截至 19H1, 公司已订立出售 978 个单位的购买协议, 累计回收资金 69.89 亿, 其中 905 套公寓已交付用户, 确认收益 51.63 亿元, 余下物业单位预计将于 2019 年交付用户。公司已与棠岸项目的 243 个公寓及 8 个别墅业主签署管理协议, 利用售后回租的方式进行住宿运营, 并于 19 年 1 月开始 147 套公寓的运营。

图 35: 棠岸项目总建筑面积 16.1 万平米



数据来源: 公开资料, 东北证券

**借力海南政策东风, 亚特兰蒂斯充分受益。**2018 年 4 月, 国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》, 提出要建设自由贸易试验区, 支持海南省发展成为国际旅游消费中心。2018 年 5 月, 国家移民管理局通报在海南省实施 59 个国家入境旅游免签政策, 以加快海南旅游业的发展。未来, 三亚亚特兰蒂斯的运营将持续受益于海南政策红利。

### 3.2.2. 丽江&太仓项目: 稳步推进, 接力成长

**丽江项目**位于云南丽江白沙镇, 定位为国际旅游目的地, 将包括 Club Med 度假村、休闲度假酒店、风情街、环湖水秀、演艺等模块。该项目总投入约 30 亿, 建筑面积约 35 万平方米(近 16 万方是可售物业), 该项目已于 19 年 2 月动工, 预期于 2020

年底或 2021 年初开始分阶段完工，并于其后 2-3 年内全面竣工。

**太仓项目**定位为阿尔卑斯度假小镇，将包含华东地区最大的室内滑雪场、水上乐园、欧洲风情商业街、地中海俱乐部、亲子酒店和城市酒店等，共提供约 1200 间客房。该项目总投入约 100 亿，建筑面积约 128 万方，预计于 2020 年底开始分阶段完工，并于其后 3-4 年内全面竣工。太仓项目地理优势明显，从上海虹桥交通枢纽到达太仓项目仅需半小时车程，未来连接苏州的 S1 轻轨运输线和连接上海的 S11 地铁线也将连接到太仓。

表 5: 丽江、太仓项目情况

项目名称	项目总投资	项目面积	可售物业面积	开工时间	预计完工时间	设施设备
丽江项目	约30亿	35万平	16万方	2019年2月	2020-2021	地中海俱乐部、休闲度假酒店、风情街、环湖水秀等
太仓项目	约100亿	128万平	56万方	2019年	2020年底	室内滑雪场、水上乐园、欧洲风情商业街、地中海俱乐部、亲子酒店和城市酒店等

数据来源：公司公告，东北证券

图 36: 丽江项目效果图



数据来源：公开资料整理，东北证券

图 37: 太仓地理位置优越



数据来源：公开资料整理，东北证券

### 3.2.3. 爱必侬：专注旅游目的地管理，助力轻资产扩张

**爱必侬专注于旅游目的地管理。**自 2016 年 5 月起，公司以爱必侬品牌为中国旅游目的地业主和特许权持有人提供设计、技术、运营和管理服务。爱必侬已在中国多地开展业务，包括浙江、江苏、江西及广东等省份；截至 18H1，爱必侬已管理 9 个景区的运营，为 17 个项目提供技术咨询及服务，并于 19 年 1 月开始负责三亚亚特兰蒂斯棠岸项目公寓的管理及运营。一般而言，爱必侬收取月度基本管理费（以月收入为基数）和年度奖金（以年营业溢利为基数）。目前，爱必侬已贯穿于公司各大项目，成为 FOLIDAY 生态系统中重要一环。

图 38: 爱必依已管理多个景区运营项目



数据来源：公开资料，东北证券

### 3.3. 基于度假场景的服务及解决方案：FOLIDAY 生态日益丰富

#### 3.3.1. 泛秀&复游雪：致力于提供高品质娱乐体验

泛秀作为复星旅文旗下文化及娱乐活动的提供者，致力于文化旅游产业的内容整合及打造，在不同的旅游目的地开发和推广文化活动、表演艺术和现场娱乐。2018年初，泛秀于三亚经营和推广了太阳马戏的娱乐表演；2019年2月，在三亚亚特兰蒂斯的海豚湾剧场上演了一台融合世界级艺术家创意和先进舞台技术的全新表演《C秀》。《C秀》是泛秀推出的第一部大型原创驻场秀，也是复星旅文的又一原创IP，《C秀》的推出翻开了“基于度假场景的服务与解决方案”业务板块的新篇章，进一步夯实 FOLIDAY 旅游生态圈的发展。泛秀有望在未来带来更多高品质娱乐体验，丰富度假村及旅游目的地的娱乐产品。此外，公司成立全新品牌复游雪，专注于将一流的滑雪课程及滑雪体验带给大众，让更多人群接触滑雪。复游雪已于2019年7月入驻三亚·亚特兰蒂斯海豚湾，成为三亚首家综合性室内模拟滑雪馆。

图 39: 泛秀原创巨制《C秀》



数据来源：公开资料整理，东北证券

### 3.3.2. 迷你营：儿童玩学业务拓展先驱

迷你营提供各种室内外主题活动以及亲子活动，如英语夏令营/冬令营、家庭旅行、户外生存和其他实地考察旅行，部分与度假村和旅游目的地相结合。公司于 2018 年 1 月与 Mattel 成立合资企业上海美托（公司持股 70%/Mattel 持股 30%），共同发展及经营迷你营。Mattel 是全球最大的玩具公司，在儿童产品的设计、生产、销售方面处于领导地位，拥有费雪、托马斯和他的朋友、MEGA、Hot Wheels 以及芭比等版权和商标。作为战略合作伙伴，Mattel 协助迷你营的日常运营，联合开发课程及活动，为客户提供或分配多种玩具，支持迷你营的市场营销活动。2018 年 2 月，公司在三亚亚特兰蒂斯开设了首间迷你营俱乐部；2019 年 3 月，公司在上海的购物商场开业两家迷你营俱乐部，为居住在城市地区的家庭提供更多娱乐体验，未来还会将迷你营扩展到其他旅游目的地及城市地区。

图 40: 亚特兰蒂斯迷你营



数据来源：公开资料整理，东北证券

### 3.3.3. 渠道日益完善，生态不断丰富

**线上渠道：**公司推出 FOLIDAY 生活平台，旨在通过 FOLIDAY 移动应用程序、微信账户和旅行社，为客户提供和分销复星旅文品牌产品，如 Club Med 的一价全包套餐、三亚亚特兰蒂斯住宿、水族馆、水世界、泛秀演出、迷你营服务等；19H1，FOLIDAY 分销平台营业额已达 1.98 亿/+288%。此外，公司借助会员忠诚计划提供会员优惠服务，增强客户粘性，目前累计拥有会员 3500 万，19H1 月均会员总销售额达 7500 万。**线下渠道：**公司于 2015 年与 Thomas Cook 合资成立了酷怡三亚&酷怡上海，酷怡拥有强大的销售网络，有望促进复星旅文销售渠道的扩张；Thomas Cook 虽于 2019 年 9 月宣布破产，但公司仍会支持合资公司正常运作。**FOLIDAY 生态不断丰富：**公司近日宣布将以 1100 万英镑收购 Thomas Cook 品牌以及酒店品牌 Casa Cook、Cook's Club，此次收购 Thomas Cook 全球品牌将有助于依托其广泛的品牌认知度及中国强劲的出境游势头拓展旅行业务，同时引入新的酒店品牌将进一步丰富公司在旅游目的地的住宿供给。Thomas Cook 品牌将赋能基于度假场景的服务及解决方案，完善 FOLIDAY 生态系统。

图 41: FOLIDAY 移动平台界面



数据来源：公开资料整理，东北证券

#### 4. 盈利预测及投资建议

**度假村及旅游目的地:** 预计 2019-2021 年度度假村实现收入 100.23 亿/107.58 亿/114.62 亿，同增 3%/7%/7%；旅游目的地实现营收 12.55 亿/16.06 亿/19.20 亿，同增 63%/28%/20%。**旅游相关物业销售及建筑服务:** 预计 2019-2021 年旅游相关物业销售及建筑服务收入为 31.02 亿/18.26 亿/19.21 亿，同比增速为-10%/-41%/5%。**旅游休闲服务及解决方案:** 预计 2019-2021 年旅游休闲服务及解决方案收入为 24.28 亿/27.04 亿/30.10 亿，同比增速为 1%/11%/11%。

表 6: 2017-2020 年营业收入拆分及预测

营收拆分(百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
度假村及旅游目的地	9,096	10,468	11,279	12,363	13,382
yoy %	9%	15%	8%	10%	8%
度假村	9,082	9,696	10,023	10,758	11,462
yoy %	9%	7%	3%	7%	7%
旅游目的地	14	772	1,255	1,606	1,920
yoy %		5437%	63%	28%	20%
旅游相关物业销售及建筑服务	492	3,444	3,102	1,826	1,921
yoy %	42%	600%	-10%	-41%	5%
旅游休闲服务及解决方案	2,211	2,404	2,428	2,704	3,010
yoy %	6%	9%	1%	11%	11%
营收合计	11,799	16,270	16,809	16,894	18,313
yoy %	9%	38%	3%	1%	8%

数据来源：公司公告，东北证券

**表 7: 2017-2020 年毛利润拆分及预测**

毛利拆分 (百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
度假村及旅游目的地	2,477	2,922	3,045	3,585	4,015
毛利率	27%	28%	27%	29%	30%
yoy %	12%	18%	4%	18%	12%
旅游相关物业销售及建筑服务	30	2,011	1,861	1,096	1,152
毛利率	6%	58%	60%	60%	60%
yoy %	110%	6702%	-7%	-41%	5%
旅游休闲服务及解决方案	323	344	364	487	602
毛利率	15%	14%	15%	18%	20%
yoy %	4%	6%	6%	34%	24%
<b>毛利合计</b>	<b>2,830</b>	<b>5,276</b>	<b>5,271</b>	<b>5,168</b>	<b>5,769</b>
毛利率	24%	32%	31%	31%	32%
yoy %	11%	86%	0%	-2%	12%

数据来源: 公司公告, 东北证券

预计 2019-2021 年公司实现营业总收入 168.09 亿/168.94 亿/183.13 亿元, 分别同增 3%/1%/8%, 实现归母净利润 (含 IFRS16 影响) 分别为 5.1 亿/6.7 亿/8.2 亿, 同增 64%/33%/23%; 剔除 IFRS16 影响后归母净利润为 6.6 亿/8.1 亿/9.5 亿, 对应 P/E 分别为 17 倍/14 倍/12 倍。EBITDA 方面, 预计公司 2019-2021 年经调整的 EBITDA 为 37.82 亿/41.42 亿/44.62 亿, 剔除 IFRS16 影响后经调整的 EBITDA 分别为 25.02 亿/28.42 亿/31.62 亿, 其中旅游度假运营相关为 16.37 亿/19.60 亿/22.63 亿。

**分部估值:** 旅游度假运营业务采用 EV/EBITDA 方法估值, 参考行业可比公司估值水平, 给予旅游运营业务 10 倍估值, 对应 EV 为 164 亿; 丽江、太仓项目按照土地所有权公允价值估值 (假设年均增长 10%), 对应 EV 为 48 亿。公司合理 EV 为 212 亿, 目标市值为 156 亿。给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 宏观经济波动影响居民消费能力;
- 地缘政治、自然灾害或其他灾难性事件;
- 在建度假村及旅游目的地竣工延迟。

### 分析师简介:

李慧, CFA, 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学广告学学士、经济学双学士。2015年加入东北证券, 现任社会服务行业分析师。

李森蔓, 香港大学硕士, 浙江大学学士。2018年加入东北证券, 现任东北证券社会服务行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn