

2019-3-12

港股公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 首次

复星旅游文化 (1992.HK)

从度假村龙头到全球家庭休闲游新贵

报告要点

■ 复星旅游文化：面向全球深耕度假游产业链

复星旅文集团于 2016 年 9 月正式重组成立，是复星集团“健康、快乐、富足”三大战略业务之一“快乐”业务的支柱。公司已于 2018 年 12 月 14 日在香港联交所主板上市，IPO 募集资金将用于新项目的建设、偿还贷款以及现有业务的运营。复星旅文的生态系统为全球家庭提供了广泛的旅游和休闲解决方案，目前拥有地中海俱乐部 (Club Med)、三亚亚特兰蒂斯、景区专业运营商爱必侬、旅游目的地文化演艺公司泛秀、国际亲子玩学俱乐部 Miniversity、复游旅行、复游会等品牌，并投资了 Thomas Cook 等全球旅游行业的领先企业。过去几年公司资产投入不断，目前亏损呈现收窄趋势。

■ 如何看待休闲度假游行业的发展动力？

国际旅游度假村已有数百年历史，大规模发展出现在二战后。休闲度假村兼具自然景区的资源禀赋以及人工景区的商业模式：从产品力来说，度假村形成了区别于自然景区和普通酒店的核心竞争力；从市场环境来说，中产阶级消费的崛起将为度假村行业带来广阔的市场空间。中国度假旅游的起步比较早，但后期发展较慢，在当前休闲度假理念兴起的背景下，预计 2017 年至 2022 年中国休闲度假旅游市场规模将实现 12.8% 年复合增速，2022 年达到 4.55 万亿元；其中度假村市场规模年复合增速为 15.6%，达到 2,659 亿元。

■ 三大业务分部共筑复星旅游文化核心竞争力

复星旅文的业务围绕休闲度假旅游展开，业务可以分为三大分部：1) 度假村业务分部：以 Club Med 为核心，通过四大策略成就全球知名的以家庭为中心的一价全包休闲度假服务供应商；2) 旅游目的地业务分部：涵盖旅游资源的开发、管理和运营，目前三亚亚特兰蒂斯项目已建成运营，丽江和太仓项目等项目正在建设中。3) 服务及解决方案业务分部：提供基于度假场景的服务及解决方案，包括娱乐和其他旅游及文化相关服务、家庭旅游和休闲相关产品的平台以及配套的会员制度与计划。公司的愿景是将“FOLIDAY”打造成为高端、量身定制、以家庭为中心的旅游和休闲体验代名词。

■ 战略展望：打造旅游休闲生态综合平台

复星旅文生态系统布局相对完善，囊括了大文旅产业的用户入口、核心资产以及一定的变现模式。但目前复星旅文相关的业态还未完全成熟，后续投入庞大，且不少板块尚在培育阶段盈利能力不强。如何加速在国内稀缺资源进行布局、如何最大程度从游客群体获得变现，期待未来运营的进一步验证。

风险提示：

1. 经济波动及经营环境变化影响旅游需求；
2. 新项目运营不达预期带来盈利能力下滑。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

联系人 范晨昊

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

目录

复星旅游文化：面向全球深耕度假游产业链	5
从度假村龙头到全球家庭休闲游新贵	5
资产投入不断，向盈利目标逐步迈进	7
如何看待休闲度假游行业的发展动力？	13
全球休闲度假游发展势不可挡	13
度假村赚的是多少钱？	16
三大业务分部共筑复星旅游文化核心竞争力	20
度假村业务：赋能 Club Med，度假村运营全球领先	21
旅游目的地业务：聚焦中国开发多个目的地项目	28
服务及解决方案：专注家庭旅游度假服务	37
战略展望：打造旅游休闲生态综合平台	40

图表目录

图 1：Club Med 及复星旅文发展历程	5
图 2：近年来复星旅文营业收入水平	7
图 3：度假村业务目前仍是核心收入来源（按业务分部）	7
图 4：复星旅文经营性净利已经实现转负为正	7
图 5：复星旅文经调整亏损逐渐收窄	7
图 6：复星旅文固定资产占总资产的比重	9
图 7：复星旅文（2011-2014 为 Club Med）合同雇员数稳中有降	9
图 8：固定成本中薪酬福利占总成本比重有所提升	10
图 9：可变成本中餐饮及其他成本占总成本比重有所提升	10
图 10：复星旅文销售及营销开支占收入比重	11
图 11：营销开支中工资薪酬、广告、销售佣金占比	11
图 12：复星旅文产品直销占比逐渐提升	11
图 13：Club Med 官网营销活动	11
图 14：复星旅文融资成本占收入比重逐步降低	12
图 15：复星旅文近年来流动及非流动负债总额	12
图 16：世界度假旅游发展历史	13
图 17：全球人均家庭支出及旅游支出占比预测	14
图 18：到 2022 年亚太地区将成为旅游收入占比最大的地区	14
图 19：中国度假旅游发展历史	14
图 20：统计显示休闲度假需求超过 40%	15
图 21：A 级景区休闲度假类占比不足 16%	15
图 22：中国人均可支配收入稳健增长	15
图 23：中国人均家庭支出及旅游支出占比情况	15

图 24: 2022 年中国休闲度假旅游市场收入规模将超过 4.5 万亿人民币	16
图 25: 人均 GDP 超过 5000 美元后度假旅游需求会逐渐兴起	16
图 26: 全球中产阶级的平均消费水平持续提升	17
图 27: 未来新兴经济体将成为中产阶级的聚集地区	17
图 28: 中国国内旅游收入增速与 GDP 增速存在滞后的相关性	17
图 29: 中国国内旅游人次增速与 GDP 增速存在一定相关性	17
图 30: Club Med 度假村选址多位于热带海岛或滑雪胜地	18
图 31: 三亚 2008 至 2018 年接待过夜游客人数及同比增速	18
图 32: 巴厘岛国际机场 1999 至 2018 年接待外国游客数量及同比增速	18
图 33: 度假村满足游客多层次的需求	19
图 34: 度假村的商业模式集合了各类资源	19
图 35: 复星旅文各业务职能与分部之间的对应关系	20
图 36: Club Med 全球扩张步伐从欧美转移到亚太地区	21
图 37: Club Med 拓展顺应目标市场人均 GDP 提升 (单位: 美元)	21
图 38: Club Med 度假村数量在被复星收购后实现增长 (单位: 家)	22
图 39: Club Med 近年来的度假村容纳能力及单床收入	22
图 40: Club Med 度假村分类型数量占比	22
图 41: Club Med 度假村分等级数量占比	22
图 42: 以 Club Med 三亚度假村为例看“一价全包”提供的主要成人活动项目	23
图 43: G.O. 满足了游客各层次的需求	25
图 44: 租赁模式下的度假村数量占比显著提高	26
图 45: 亚太区度假村数量持续增长 (单位: 个)	26
图 46: 亚太区度假村容纳能力占比提升明显	26
图 47: 亚太区游客占比逐渐提升	27
图 48: 亚太区收入占比逐渐提升	27
图 49: 复星助力 Club Med 全面发展	27
图 50: Kerzner 发展历程	28
图 51: 三亚接待过夜游客及同比增速	33
图 52: 三亚旅游收入及同比增速	33
图 53: 三亚海棠湾部分规划图	34
图 54: 2018 年试营业以来部分月份亚特兰蒂斯收入情况	35
图 55: 2018 年试营业以来部分月份亚特兰蒂斯客房经营数据	35
图 56: 三亚亚特兰蒂斯市场条件及商业模式优势	35
图 57: 丽江项目介绍	36
图 58: 太仓项目介绍	36
图 59: 爱必侬主要业务布局与服务内容	37
图 60: 娱乐和其他旅游文化相关服务	38
图 61: 家庭旅游和休闲相关产品平台	38
图 62: Club Med 客户分区域来源占比	39
图 63: Club Med 客户分类型占比	39
图 64: 公司致力于打造一体化的生态系统	40
图 65: 公司与控股股东及战略伙伴的协同关系	40
图 66: 复星旅文战略愿景	40

表 1: 2017 年数据显示 Club Med 目前是全球收入规模最大的度假村集团	6
表 2: 三家度假村特色对比	6
表 3: 复星旅文近年来利润拆分情况 (按业务职能性质划分)	8
表 4: 2022 年中国休闲度假村市场收入规模有望超过 2,600 亿	16
表 5: 复星旅文集团旗下主要品牌介绍	20
表 6: Club Med 度假村提供的主要运动休闲项目一览	23
表 7: Club Med 度假村与一般度假村价格比较	23
表 8: 传统旅游团与 Club Med 一价全包模式比较	24
表 9: Club Med 一线服务员工分工	25
表 10: Kerzner 旗下管理的亚特兰蒂斯度假村酒店及度假区	29
表 11: 迪拜棕榈岛亚特兰蒂斯组成	29
表 12: 公司向 Kerzner 支付的相关费用介绍	30
表 13: 三亚亚特兰蒂斯主要餐饮设施	30
表 14: 三亚亚特兰蒂斯主要海洋体验设施	32
表 15: 三亚亚特兰蒂斯主要休闲活动设施	32
表 16: 超过 95% 的住宅单位已经预售 (2018 年下半年开始交付)	33
表 17: 三亚海棠湾区规划	34
表 18: 复星旅文盈利预测	41
表 19: 复星旅文整体 EBITDA 预测 (单位: 百万元)	42

复星旅游文化：面向全球深耕度假游产业链

复星旅文是复星集团“健康、快乐、富足”三大战略业务之一“快乐”业务的支柱。目前已经在度假村、旅游目的地、度假服务及解决方案等领域进行了一系列布局。公司已于2018年12月14日在香港联交所主板上市。

从度假村龙头到全球家庭休闲游新贵

复星旅游文化集团于2016年9月成立。复星旅文秉承复星集团“中国动力嫁接全球资源”的理念，围绕全球家庭的休闲度假需求，进行全产业链布局 and 全球化资源整合。经过多年发展，复星旅文旗下已经拥有了一系列国际知名品牌。

整合优质资源，巩固全球领先优势

公司的历史可追溯至2009年10月，复星国际集团于此时成立商业事业部。随后于2012年11月改名为旅游及商业集团。2010年，公司开始与Club Med进行业务合作并对其进行小规模投资。2013年5月，海南亚特兰蒂斯成立，且于2014年12月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的控股权，其后于重组时转让予公司集团。

图1：Club Med及复星旅文发展历程



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

复星旅文的生态系统为全球家庭提供了广泛的旅游和休闲解决方案。目前复星旅文拥有地中海俱乐部（Club Med）、三亚亚特兰蒂斯、景区专业运营商爱必侬、旅游目的地文化演艺公司泛秀、国际亲子玩学俱乐部 Miniversity、复游旅行、复游会等品牌，并投资了 Thomas Cook 等全球旅游行业的领先企业。

行业高度分散，龙头公司各具特色

休闲旅游度假村市场高度分散且竞争激烈，Club Med 市占率全球领先。以2017年的收入计，五大市场参与者合计仅占2.4%的市场份额，其中 Club Med 市占率达0.8%。具体到欧非中东、美洲及亚太三个市场，Club Med 的收入排名分别为第1、第5和第2名，市占率分别为1.4%、0.4%和0.4%。

表 1：2017 年数据显示 Club Med 目前是全球收入规模最大的度假村集团

排名	集团	收入市场份额	度假村数目	覆盖国家及地区数	覆盖地区
1	Club Med	0.8%	69	26	欧非中东、美洲、亚太
2	集团 A	0.7%	90	15	欧非中东、美洲
3	集团 B	0.3%	148	35	欧非中东、美洲、亚太
4	集团 C	0.3%	230	12	欧非中东、美洲
5	集团 D	0.3%	52	6	美洲
前五大合计		2.4%	589	-	-

资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

在众多度假村运营公司中，Club Med、范尔度假村与豪斯特度假村特色较为鲜明，处于行业领先地位。其中 Club Med 以雪山及滨海度假村为主，特色在于“一价全包”以及 G.O. 制度；范尔度假村是世界上首屈一指的山地度假村，在 2017/2018 美国前十大滑雪场中占据 6 席；豪斯特度假村地理位置多样化，专注于豪华高档度假村及大型会议中心，物业包括万豪、喜达屋等。

表 2：三家度假村特色对比

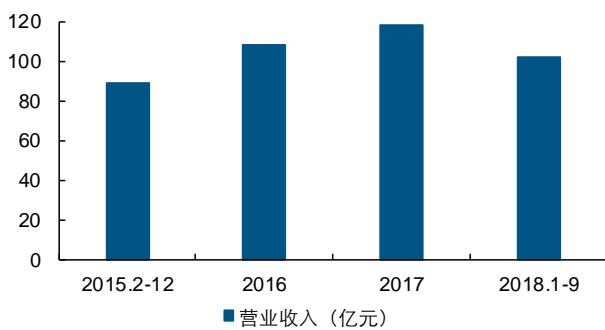
度假村	业务范围	整体介绍	服务特点
Club Med	度假村开发、经营 旅游目的地基于度假场景的服务及解决方案业务	来自法国的 ClubMed 是目前全球最大的度假连锁集团，致力于传达“欢乐、分享、自由、热情、发现”的度假理念	<p>全球首创“精致一价全包”：只要支付了房费，在度假村入住期间的一日三餐、软饮酒水、娱乐项目等等全包在内，类似于邮轮模式，比较省心。</p> <p>招牌 G.O.：Club Med 的灵魂，他们能说多种语言，热情、专业，免费教游客各项水上、陆上活动或在儿童俱乐部照顾小孩，营造快乐亲切的度假氛围。</p> <p>餐饮/开放式酒吧：各度假村不一致，但通常包括国际、西式餐饮，致力于在任何时间提供新鲜的、由当地食品烹饪的美味佳肴。</p> <p>儿童俱乐部：适合 4-17 岁的孩子，在专业 G.O 的带领下领略大自然的奇妙。</p> <p>户外项目：冬季的滑雪项目、春夏季的海上运动及浮潜、篮球、网球、射箭、攀岩、骑行等 60 多种体育休闲活动，并提供相应课程。</p> <p>主题派对：安排晚间大型演出、自助餐以及派对。</p>
范尔度假村	景区、酒店运营和房地产开发	是世界上首屈一指的山地度假村，2017/2018 美国前十大滑雪场中占据 6 席。这里降雪量是临近雪场最多的，由于雪期长、雪质好，中国单板国家队常年在此集训	<p>滑雪培训：提供成人和儿童团体以及私人课程选择，目标是成就终身滑雪者和骑手，向游客展示度假村所提供的地形。</p> <p>餐饮：范尔雪镇是一个美食小镇，共 215 家餐厅，口味各异，从法式隆重大餐到牛肉汉堡，丰简由人。</p> <p>零售/租赁：290 个零售/租赁点，专门从事体育用品，包括滑雪，滑雪板和自行车设备。</p> <p>游玩项目：除滑雪外，还有雪地摩托、野外探险，骑马雪橇等，满足不同游客需求。</p> <p>住宿：配合自己酒店及房地产业务，拥有 6 个品牌酒店以及大量管理公寓物业。</p>
豪斯特度假村	酒店、餐饮以及其他配套设施，如高尔夫球场、水疗中心、停车场以及租金等	地理位置多样化，专注于豪华高档度假村及大型会议中心，物业包括万豪、喜达屋等	通常包括会议和宴会设施，各种餐厅和休息室，游泳池，健身设施或水疗中心以及礼品店和停车场设施，这些组合能有效满足商务，休闲和团体旅客需求。

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

资产投入不断，向盈利目标逐步迈进

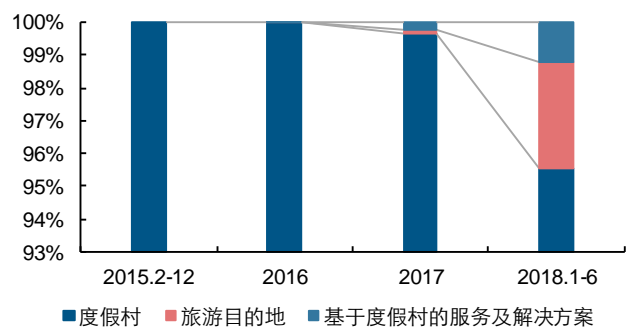
复星旅文此前亏损并非经营所致，目前正向扭亏为盈逐步迈进。2015年（2-12月）、2016年、2017年及2018年上半年，复星旅文实现收入89.03、107.83、117.99和66.67亿元；经营性净利分别为-3.76、0.63、0.73和0.15亿元；但受融资成本及子公司亏损影响，期间亏损净额分别为-9.54、-4.73、-2.95和-1.35亿元；若加回收购Club Med有关成本、重组前欠付关联公司利息、以权益结算以股份为基础的付款以及上市开支等等，经调整后亏损净额分别为-5.52、-2.23、-1.89元和-0.53亿元。此外，根据公告最新数据，2018年1-9月的收入达到102.21亿元，经调整纯利、EBITDA及经调整EBITDA均为正。

图2：近年来复星旅文营业收入水平



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

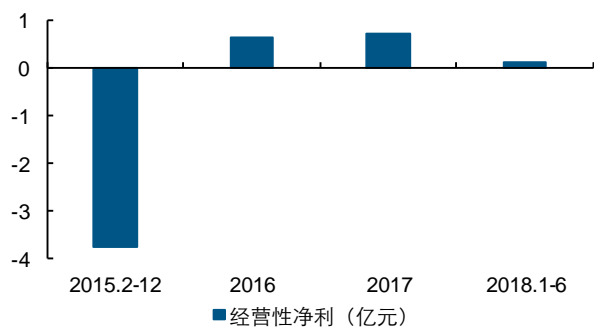
图3：度假村业务目前仍是核心收入来源（按业务分部）



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

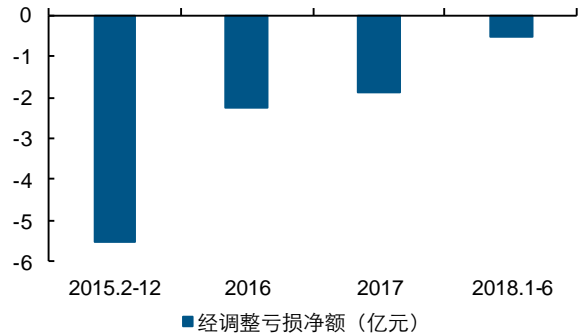
当前亏损有收窄趋势，地产结算确认收入将改善经营现状。从历史数据来看，复星旅文的经营性净利已经实现转负为正，经调整亏损也在逐渐收窄，但由于度假村行业资产投入巨大，且受经济波动、季节更替影响大，能否实现可观的盈利仍有一定不确定性。如果考虑到2018年以后三亚、丽江、太仓三地项目可售住宅确认收入的因素，公司整体将实现可观盈利。

图4：复星旅文经营性净利已经实现转负为正



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

图5：复星旅文经调整亏损逐渐收窄



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

固定经营成本较高，未来成熟生态模式下盈利可期。通过拆分2015年2月至2018年6月的利润表数据可以发现，拖累复星旅文净利润的主要是庞大的度假村固定经营成本及营销开支。此外行政成本增速也较快，背后原因是亚特兰蒂斯开办费用、推广费用及总部员工数量的增加。随着轻资产模式的成熟、直销占比的提升、融资渠道的拓宽等，未来盈利可期。

- (1) **固定经营成本**：主要包括工资、薪金及福利成本、设施保养成本、公用事业、税项及保险，通过轻资产模式可以降低固定经营成本。
- (2) **营销开支**：主要包括从事销售及营销工作的员工薪金、医疗保险、住房及养老金供款组成。广告及推广开支主要包括线上线下推广费用、赞助活动及展览、举行三亚亚特兰蒂斯开业典礼的费用；销售佣金乃支付予第三方销售代理。目前工资薪酬、广告及推广以及销售佣金占营销开支的比重均超过 20%。
- (3) **行政开支**：包括与管理及行政职能有关的成本，其中工资薪酬占比超过 40%，且 2015 至 2017 年占比有提升趋势，主要是因为三亚亚特兰蒂斯开办费用增加，同时总部人员数量也有所增加。

表 3：复星旅文近年来利润拆分情况（按业务职能性质划分）

单位：百万元	2015.2-12	2016	2017	2018.1-6
总收入	8902.57	10782.98	11799.39	6667.42
度假村及目的地服务	6917.21	8357.20	9096.18	5396.34
占比	77.70%	77.50%	77.09%	80.94%
物业销售与建设	69.66	345.85	492.18	18.73
占比	0.78%	3.21%	4.17%	0.28%
旅游服务及解决方案	1915.70	2079.93	2211.04	1252.35
占比	21.52%	19.29%	18.74%	18.78%
总成本	6834.70	8242.18	8969.05	4868.91
度假村及目的地服务	5115.79	6142.07	6618.69	3741.77
占收入比	57.46%	56.96%	56.09%	56.12%
——固定经营成本	2697.57	3249.46	3481.37	2063.99
占收入比	30.30%	30.14%	29.50%	30.96%
——可变经营成本	1162.69	1390.09	1505.32	833.34
占收入比	13.06%	12.89%	12.76%	12.50%
——折旧及租赁开支	1255.54	1502.53	1632.00	844.44
占收入比	14.10%	13.93%	13.83%	12.67%
物业销售与建设	50.02	331.76	462.62	14.89
占收入比	0.56%	3.08%	3.92%	0.22%
旅游服务及解决方案	1668.88	1768.35	1887.74	1112.26
占收入比	18.75%	16.40%	16.00%	16.68%
毛利润	2067.87	2540.80	2830.35	1798.50
毛利率	23.23%	23.56%	23.99%	26.97%
度假村及目的地服务	1801.42	2215.12	2477.49	1654.58
毛利率	20.23%	20.54%	21.00%	24.82%
物业销售与建设	19.63	14.09	29.56	3.84
毛利率	0.22%	0.13%	0.25%	0.06%
旅游服务及解决方案	246.82	311.59	323.30	140.09
毛利率	2.77%	2.89%	2.74%	2.10%
其他收支净额	-322.66	26.31	208.51	39.53
营销开支	1622.30	1904.86	2171.00	1167.73

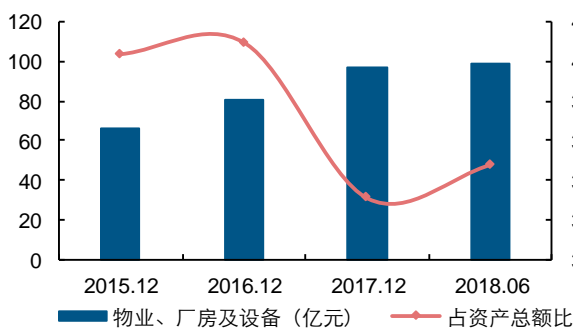
	占收入比	18.22%	17.67%	18.40%	17.51%
行政开支		499.11	599.12	794.47	655.74
	占收入比	5.61%	5.56%	6.73%	9.83%
融资成本		426.15	497.17	433.09	198.82
	占收入比	4.79%	4.61%	3.67%	2.98%
投资收益		4.00	-11.31	-17.81	-1.83
除所得税前亏损		-798.36	-445.35	-377.51	-186.08
所得税		155.34	27.21	-82.52	-51.47
亏损净额		-953.70	-472.56	-295.00	-134.61
与收购 Club Med 有关成本		179.70	-	-	-
重组前欠付关联公司利息		222.42	249.48	105.90	30.19
以权益结算以股份为基础付款		-	-	-	34.04
上市开支		-	-	-	17.06
经调整亏损净额		-551.61	-223.08	-189.09	-53.32

资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

固定经营成本较高，未来改善空间大

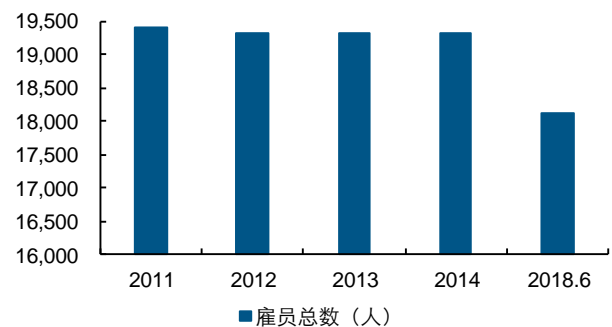
从行业特点看，度假村行业日常运营相关的运营、折旧、租金成本较高，未来有改善空间。度假村行业固定资产占总资产的比重较高，且较为依赖人工，因此和运营相关的成本较高。从资产角度看，截至 2018 年 6 月，复星旅文固定资产（物业、厂房及设备）总额达 99.10 亿元，占总资产比重约 35%。从人工角度看，截至 2018 年 6 月，复星旅文总雇员数达到 18,112 人，其中度假村及旅游目的地的雇员总数占比超过 90%，但总雇员数在过去几年逐渐下降。

图 6：复星旅文固定资产占总资产的比重



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

图 7：复星旅文（2011-2014 为 Club Med）合同雇员数稳中有降



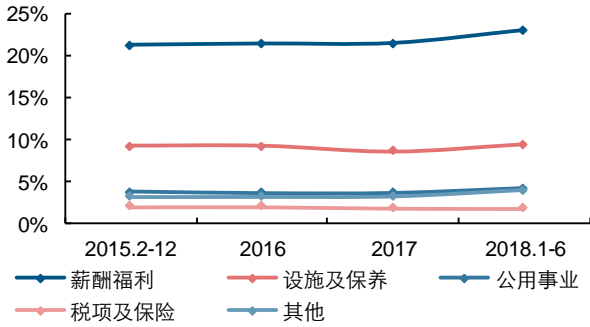
资料来源：Club Med 年报，复星旅文招股说明书，长江证券研究所

从成本构成看，复星旅文的度假村及目的地业务总成本可分为三块：

- (1) **固定经营成本**：雇员工资及福利成本、公用事业，一价全包度假村套餐中，包括餐饮成本、各种度假村套餐、保险费用等。
- (2) **可变经营成本**：餐饮成本，以及消耗品、短途旅行及旅游套餐以及纪念品成本。
- (3) **折旧及租赁成本**：楼宇、若干租赁装修、机器、家具、固定装置及设备折旧以及租赁开支。

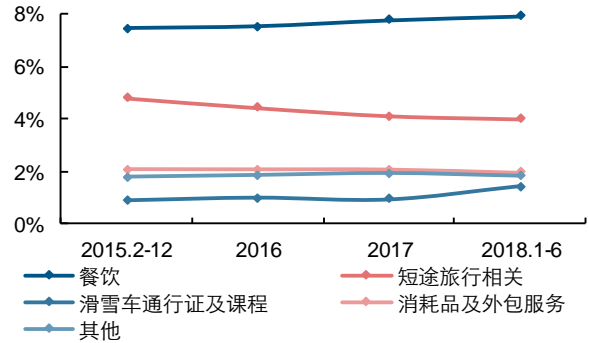
具体拆分来看，复星旅文度假村及目的地业务分部固定成本中的人工薪酬福利、可变成本中的餐饮成本占比较高。2015年（2月至12月）、2016年、2017年及2018年上半年复星旅文度假村及目的地业务固定成本薪酬福利占公司总成本的比重分别为21.2%、21.3%、21.4%和23.0%，2018年以来受新项目开业人工成本提升明显。可变成本中，餐饮成本占比相对较高，近年来保持在7.5%至8.0%的水平。

图8：固定成本中薪酬福利占总成本比重有所提升



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

图9：可变成本中餐饮及其他成本占总成本比重有所提升



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

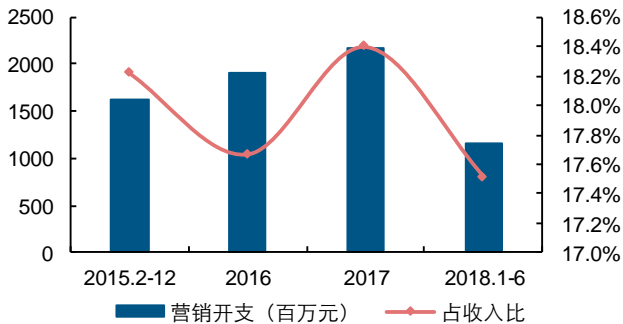
从行业对比看，复星旅文的固定经营成本、可变经营成本、折旧与摊销属于正常区间内。

- 固定经营成本：人工薪酬成本占比较高，复星旅文控制得当。** 同行业可比公司人工薪酬成本占收入比重通常在20%以上，占营业成本比重通常也在25%以上，复星旅文的人工薪酬占比低于行业平均水平，显示出较好的成本管控能力。
- 折旧成本：提高轻资产输出的业务占比固定折旧对业绩的影响会逐渐降低。** 度假村类企业相对来说重资产，物业、厂房及设备占资产总额比值偏高，且通常资产越重的公司折旧摊销成本负担越大。如果未来能够通过提高轻资产输出的业务占比，则固定折旧对业绩的影响将会逐渐降低。

销售及营销开支大，直销渠道发力值得期待

营销开支较高，工资、广告及佣金是主要开支。2015年（2月至12月）、2016年、2017年及2018年上半年复星旅文销售费用为：16.22、19.05、21.71、11.68亿元，占营业收入的比重为18.2%、17.7%、18.4%、17.5%。从内部结构来看，工资薪酬、广告、销售佣金占比均在20%以上，其中广告及推广开支占比2018上半年有提高趋势。2017、2018年销售及营销费用增加主要是三亚亚特兰蒂斯的开办费用增加所致，此外开业前后的相关广告及推广费用也较高。

图 10: 复星旅文销售及营销开支占收入比重

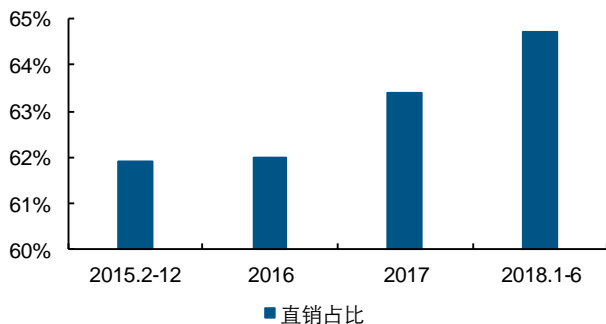


资料来源: 复星旅文招股说明书, 长江证券研究所

复星旅文的营销手段包括: (1) 通过各种途径推广, 如电视广告、杂志广告、搜索引擎广告、宣传册、展览、邮件、电邮、在线及社交媒体等。(2) 各种营销活动, 如赞助奥运会和著名的滑雪运动员 Martin Fourcade。

如果按照直销和经销渠道区分, 公司直销渠道产品销售占比有提升趋势。2015 年 (2 月至 12 月)、2016 年、2017 年及 2018 年上半年复星旅文直销渠道销售占比分别为 61.9%、62.0%、63.4% 和 64.7%。公司还与当地旅行社或其他中介机构建立长期合作关系, 例如 Thomas Cook。

图 12: 复星旅文产品直销占比逐渐提升



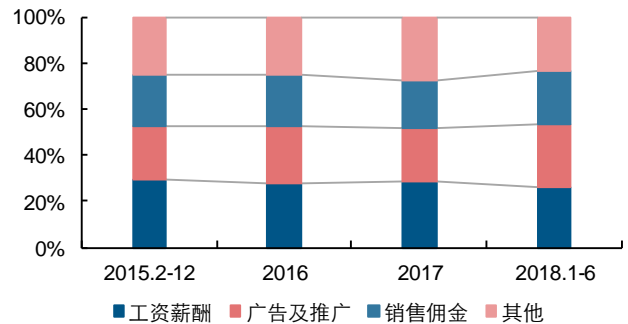
资料来源: 复星旅文招股说明书, 长江证券研究所

未来随着旅游目的地知名度的提升、直销渠道占比提升, 公司营销开支压力有望减轻。Club Med 直销渠道目前已经较为成熟, 但公司新建旅游目的地项目产生大量营销开支。以三亚亚特兰蒂斯为例, 目前直销渠道仅次于携程渠道。未来提升品牌知名度、提高直销占比是控制营销费用的关键。

融资成本有所好转, IPO 募资改善负债结构

复星旅文融资成本有所好转, 主要是银行借贷利息大幅下降。2015 年 (2 至 12 月)、2016 年、2017 年和 2018 年上半年, 复星旅文融资成本分别为 4.26%、4.97%、4.33%、1.99%, 占营业收入的比重为 4.8%、4.6%、3.7%、3.0%, 呈现下降趋势。绝大部分银行借款的利息开支与 2015 年 2 月收购 Club Med 的债务融资有关, 融资成本高企是过去持续亏损的主营, 随着重组完毕、Club Med 的并购贷归还, 公司融资负担明显减轻。

图 11: 营销开支中工资薪酬、广告、销售佣金占比



资料来源: 复星旅文招股说明书, 长江证券研究所

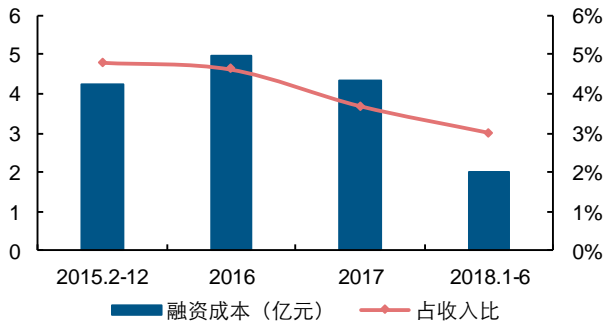
图 13: Club Med 官网营销活动



资料来源: Club Med 官网, 长江证券研究所

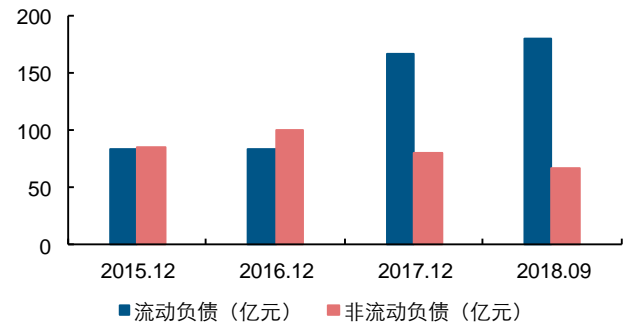
流动负债金额有所增加，加剧资金压力。流动负债净额主要来自于为中国内地的业务经营扩张（尤其是三亚亚特兰蒂斯）提供资金的应付关联公司款项，以及棠岸项目买家预付款项形式的合约负债增加。截至 2018 年 9 月 30 日，公司流动负债总额为 180.72 亿、流动负债净额为 72.55 亿、非流动负债为 67.15 亿。随着 2018 年下半年可售住宅合同负债逐步确认收入，公司债务结构将得到改善。

图 14：复星旅文融资成本占收入比重逐步降低



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

图 15：复星旅文近年来流动及非流动负债总额



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

如何看待休闲度假游行业的发展动力？

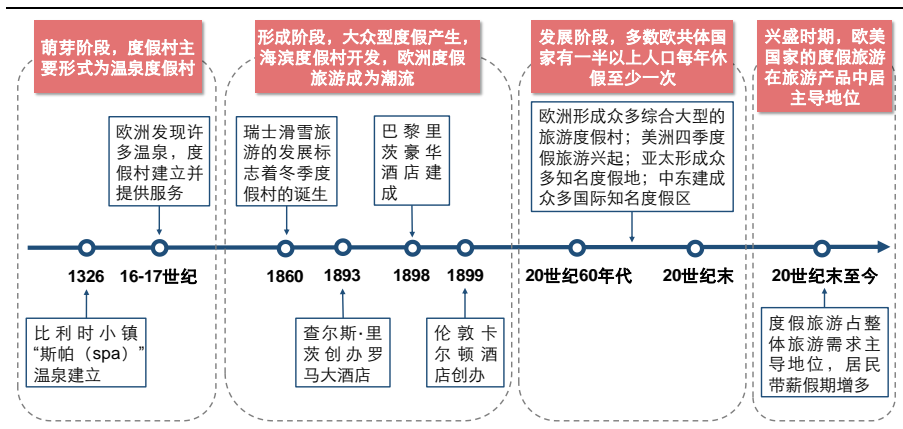
度假旅游是利用假日外出以度假和休闲为主要目的和内容的、进行令精神和身体放松的康体休闲方式。与一般的观光旅游相比，度假旅游的游览面更小但程度更深，同时游客人均消费通常也明显更高。一般意义认为，随着人均 GDP 的增长，旅游业将由观光旅游向休闲度假转变，其中度假村作为休闲度假游的载体将获得长足发展。回顾历史可以看到，发达国家和地区度假旅游起步早、模式成熟，而中国等新兴市场孕育着巨大潜力。

全球休闲度假游发展势不可挡

发达国家休闲度假行业已相对成熟

国外人们对休闲产业的发展十分重视，在政策的鼓励以及消费理念的转变下，境外度假旅游逐渐成为一种时尚和潮流。欧美发达国家的度假旅游需求在 20 世纪 80 年代已经达到较高水平。据世界旅游组织统计¹，1983 年法国度假旅游者就占到全国总人口的 58%；1985 年联邦德国度假旅游者占比为 57%；1985 年英国出国度假旅游者达 1,490 万，占出国旅行总人数的 98%，特别是在 7、8 月份，每年约有 3/4 的人去地中海沿岸海滩胜地度假；美国的度假旅游也很盛行，1984 年美国有 2,718 万出国旅游者，其中度假旅游者约占 59%。

图 16：世界度假旅游发展历史

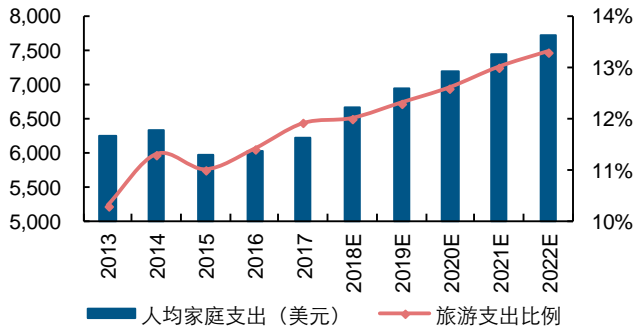


资料来源：《Reviews in history - leisure travel》，长江证券研究所

从全球范围来看，家庭旅游支出规模将实现稳健增长，亚太区域的收入占比将逐渐提升。根据世界旅行及旅游理事会数据，2017 年全球人均家庭支出达到 6,216.9 美元，预计 2022 年将增加至约 7,711.1 美元；2017 年全球人均旅游支出约 740.8 美元，按年复合增长率 6.7% 计算，预计到 2022 年达到 1,025.1 美元。此外，亚太区域旅游市场收入占比将从 2013 年的 30.0% 提升至 2022 年的 36.5%，有望引领全球增长。

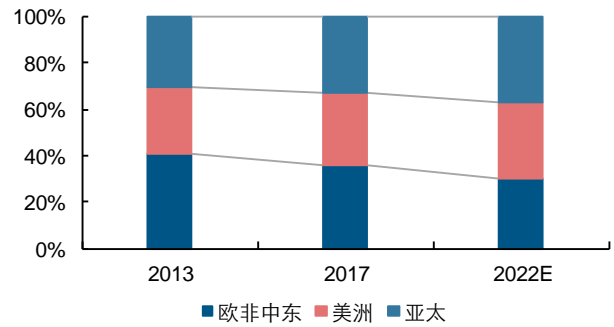
¹ 张树民，鄢东璠. 中国旅游度假区发展现状与趋势探讨[J]. 中国人口·资源与环境, 2013, 23(1):170-176.

图 17：全球人均家庭支出及旅游支出占比预测



资料来源：世界旅行及旅游理事会，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 18：到 2022 年亚太地区将成为旅游收入占比最大的地区



资料来源：世界旅行及旅游理事会，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

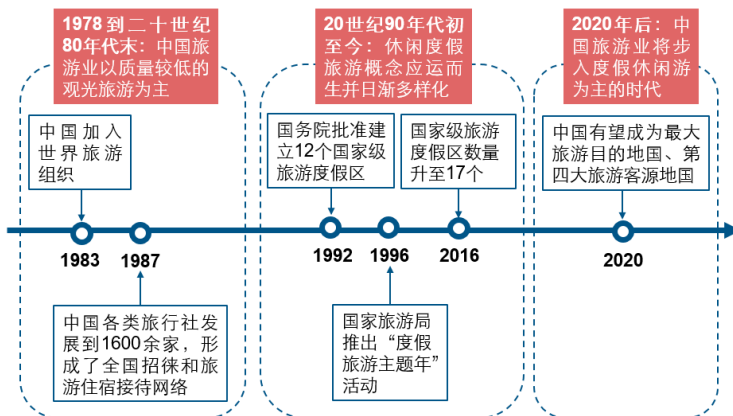
面向未来，休闲度假旅游市场仍将实现较快增长。2017 年休闲度假旅游收入占全球旅游市场总收入的 58.5%，预计到 2022 年占比将稳步提升至 60.8%，且 2017 年至 2022 年的复合增长率为 8.8%。

中国休闲度假行业尚在成长阶段

而在中国，度假旅游的起步比较早，但后期发展较慢。我国的度假历史也很早，早期的度假较典型的为皇家园林与私家园林式的旅游度假区，但度假的主体为极少部分帝王将相、皇亲国戚和社会名流。

改革开放后民间度假开始发展，我国真正意义上的度假村业的兴起和发展也只是在最近 20 年。现代休闲度假则主要集中在海滨、山地和温泉疗养地等，以避暑和修疗养为主要目的。

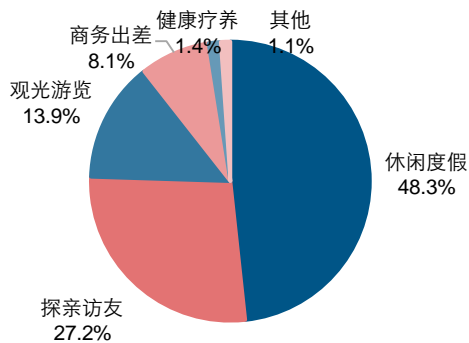
图 19：中国度假旅游发展历史



资料来源：《中国度假旅游的前景与模式探析》，长江证券研究所

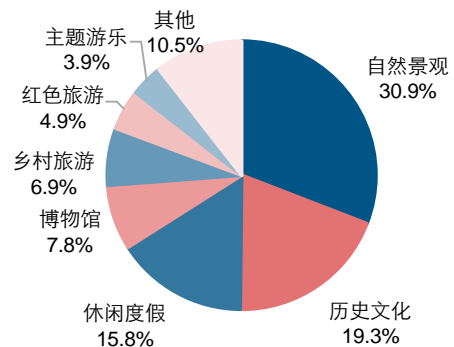
尽管目前国内观光型旅游仍占主导，但长期来看休闲度假的需求将持续扩大。2016 年我国城镇居民的旅游动机主要以休闲度假及娱乐为主，占 48.3%，其次是探亲访友占 27.2%，再次是观光游览占 13.9%，商务出差、健康疗养以及其他旅游目的地的游客比例均低于 10%。然而与庞大的休闲度假需求形成反差的是，目前 A 级景区中仅有 15.8% 为休闲度假类景区，供给与需求存在缺口。

图 20: 统计显示休闲度假需求超过 40%



资料来源:《中国国内旅游发展年度报告 2017》, 长江证券研究所

图 21: A 级景区休闲度假类占比不足 16%

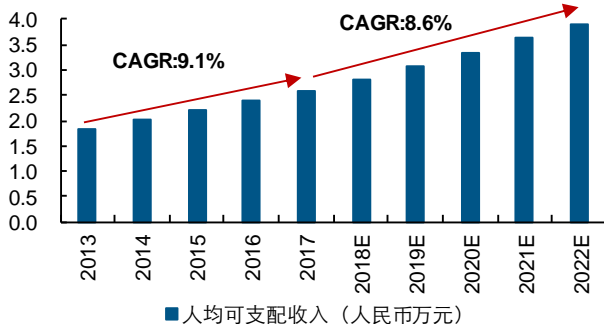


资料来源: 旅游圈, 长江证券研究所

中国年度人均可支配收入近年来的增长与经济持续增长及进一步城镇化的步伐一致。由 2013 年的约人民币 1.83 万元增加至 2017 年的约人民币 2.60 万元, 年复合增长率为 9.1%, 并预期于 2022 年增加至约人民币 3.92 万元, 自 2017 年起年复合增长率为 8.6%。

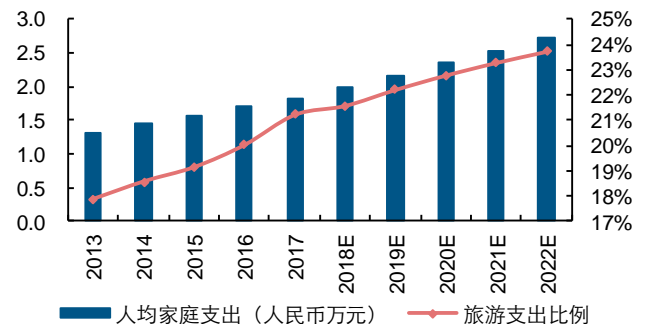
在收入增长的背景下, 旅游支出预期也将快速增长。中国的人均家庭支出由 2013 年的约 1.33 万元增加至 2017 年的约 1.83 万元, 年复合增长率为 8.5%, 并预计 2022 年达到约 2.73 万元。受经济稳定增长、文化及娱乐商品及服务消费增加、中国人旅行频率增加等因素推动, 中国人均旅游支出由 2013 年的 2,363 元增加至 2017 年的 3,888 元 (约合 575.2 美元), 年复合增长率 13.3%。假设 2017 年至 2022 年复合增长率达 10.8%, 预计中国的人均旅游支出在 2022 年将达到 6,486 元 (约合 951 美元)。

图 22: 中国人均可支配收入稳健增长



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

图 23: 中国人均家庭支出及旅游支出占比情况

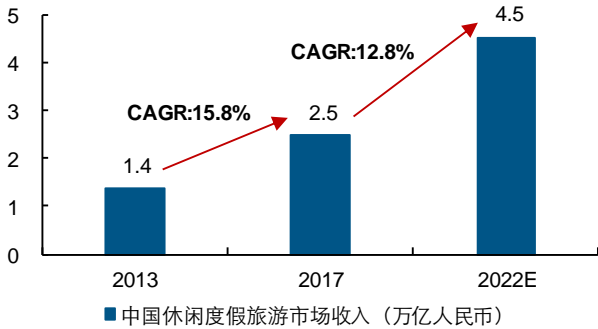


资料来源: 国家统计局, 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所

具体到休闲度假游领域, 中国市场未来几年的复合增速有望达到 12% 以上。随着可支配收入增长、政府政策对旅游消费有利以及生育政策放宽等其他因素, 中国休闲度假旅游市场 (尤其是专注于家庭的休闲度假旅游活动) 未来数年有望延续快速增长。从市场规模来看, 2013 年为 1.38 万亿人民币, 2017 年增至 2.49 万亿人民币, 年复合增速 15.8%。预计 2017 年至 2022 年将实现 12.8% 的年复合增速, 市场规模达 4.55 万亿人民币。

中国休闲度假旅游市场的收入主要由住宿、交通、餐饮、购物及娱乐组成。2013 年至 2017 年, 休闲度假旅游住宿收入比例由 18.0% 上升至 20.0%; 到 2022 年预计将进一步提升至 21.5%。其中, 度假村市场收入占休闲旅游住宿市场约 25.9%。中国休闲旅游度假村市场收入由 2013 年的人民币 620 亿元增至 2017 年的人民币 1,286 亿元, 复合年增长率为 20.0%, 预计 2017 年至 2022 年复合年增长率为 15.6%, 达到 2,659 亿元。

图 24：2022 年中国休闲度假旅游市场收入规模将超过 4.5 万亿人民币



资料来源：中国文化和旅游部，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

表 4：2022 年中国休闲度假村市场收入规模有望超过 2,600 亿

单位：亿人民币	2017	2022E
休闲度假旅游收入	24,859	45,490
其中：休闲度假住宿收入	4,972	9,780
其中：休闲度假村收入	1,286	2,659
度假村收入占休闲度假旅游收入比重	5.2%	5.8%
度假村收入占休闲度假住宿收入比重	25.9%	27.2%

资料来源：中国文化和旅游部，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

总结休闲旅游度假村市场在中国日益盛行的原因，主要有以下几个方面：(1) 寻求面向家庭的住宿（如家庭套房）的家庭客户数量不断增加，潜在客户数量可观；(2) 越来越多的度假村为家庭提供多元化的休闲娱乐活动及儿童照料设施；(3) 为商务会议、奖励旅游、各种活动及婚礼提供会议会展设施增加；(4) 度假村所依托的景点吸引力增强等。

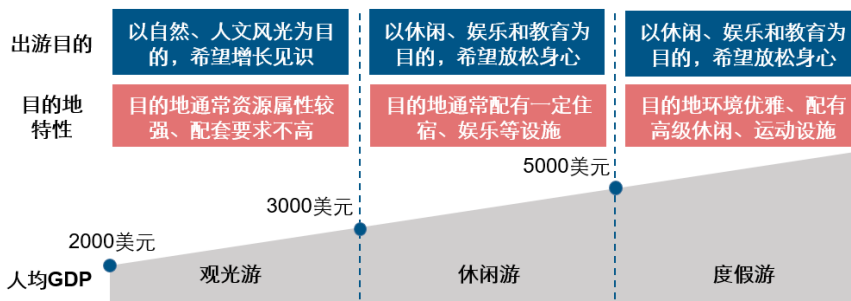
度假村赚的是多少钱？

我们认为，度假村的商业模式成功之处在于三个方面：一是满足了消费升级所带来的高端休闲需求；二是依托优质目的地资源吸引了可观的客流规模；三是提供食住行娱的全面度假服务，盈利模式成熟。

消费升级创造高端休闲需求

推动度假旅游发展的最核心动力是消费升级带来的旅游需求转变。据国际经验，一个国家人均 GDP 达到 1,000 美元时，进入国内旅游的增长期，以观光型游客为主；当人均 GDP 达 2,000~3,000 美元时，旅游形态开始向休闲旅游转化，进入出国旅游的增长期；当人均 GDP 达到 3,000~5,000 美元时，旅游形态开始向度假升级；达到 5,000 美元以上开始向成熟的度假经济时期过渡。

图 25：人均 GDP 超过 5000 美元后度假旅游需求会逐渐兴起

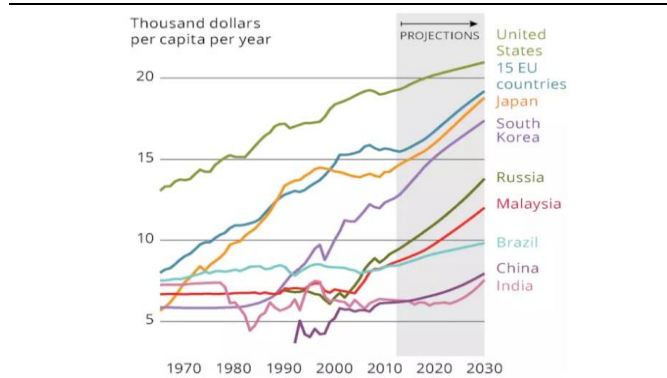


资料来源：《中国度假旅游的前景与模式探析》，长江证券研究所

二战后，全球经济发展使得中产阶级群体逐渐壮大，这部分人成为了休闲度假的主力人群。西欧、美国和日本都经历了近 30 年的高速经济发展，直至 1980 年代才开始放缓；

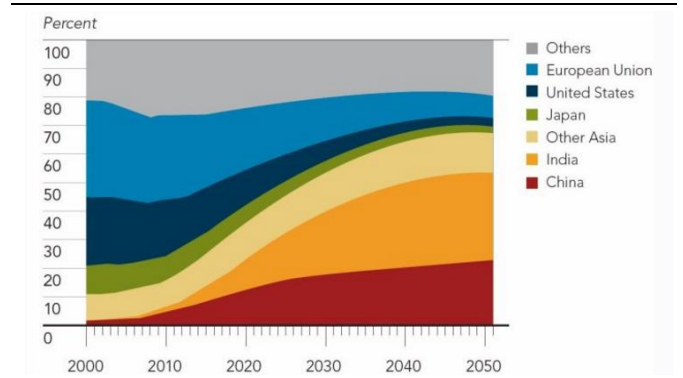
全球化开始将生产力外包至其他低收入经济体，又使得亚洲的中产阶级群体在1990-2000年代开始扩大。未来几十年内以中国、印度为代表的新兴市场将出现规模可观的中产阶级，将成为未来休闲度假旅游市场的重点发展区域。

图 26：全球中产阶级的平均消费水平持续提升



资料来源：Brookings, 长江证券研究所

图 27：未来新兴经济体将成为中产阶级的聚集地区

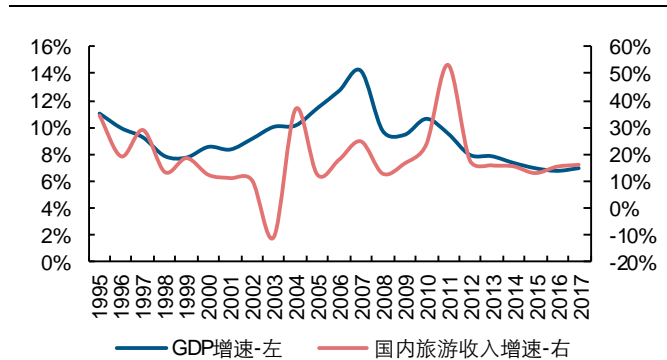


资料来源：OECD, 长江证券研究所

从中国国内旅游的发展可以看出，包括度假在内的旅游业的繁荣受宏观经济影响显著。

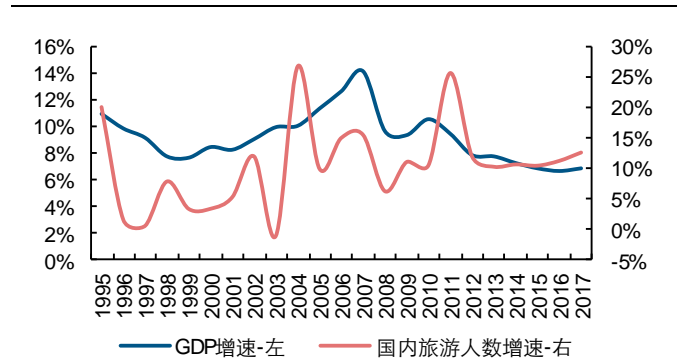
21 世纪的前 10 年在宏观经济的带动下中国国内旅游业无论是市场规模还是出游人次均保持高速发展。2016-2017 年经济企稳改善，旅游收入及人数同比增速均有一定提升；但 2018 年以来经济下行压力增大，对可选消费旅游业带来一定影响。长期来看，中国居民收入增速的持续改善，将对消费增速的持续修复提供有效支持。

图 28：中国国内旅游收入增速与 GDP 增速存在滞后的相关性



资料来源：国家统计局, 国家旅游局, 长江证券研究所

图 29：中国国内旅游人次增速与 GDP 增速存在一定相关性



资料来源：国家统计局, 国家旅游局, 长江证券研究所

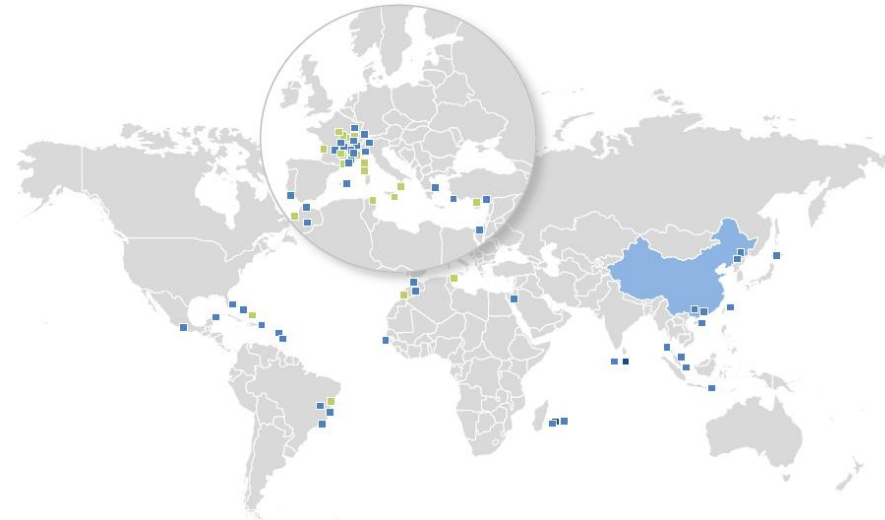
2017 年中国中产阶级数量位居世界第一，百万美元富豪数量在全球占比为 5%，是休闲度假行业的主力消费群体。根据 2017 全球财富报告最新数据，若将财富值在 10,000 美元到 100,000 美元之间的人群定义为中产阶级，中国的中产阶级数量在全球占比达 40%，绝对数量居世界第一。与此同时，2017 年我国百万美元财富拥有者的数量在全球占比达 5%。未来从一线到二线城市崛起的中产阶级群体需要更多的休闲度假供给。

优质目的地资源带来可观客流

度假村通常选址在具备一定自然景观或者其他资源的目的地进行开发，拥有一定的客流基础或者旅游潜力。对资源来说，旅游度假村选址要综合分析以下四个方面：一是适宜的度假气候；二是优美的自然风光；三是丰富的文化旅游资源；四是度假村自身及周边

观光景点的连线支撑。以 Club Med 度假村为例，其全球度假村选址多位于热带海岛或滑雪胜地，自然资源优势显著。

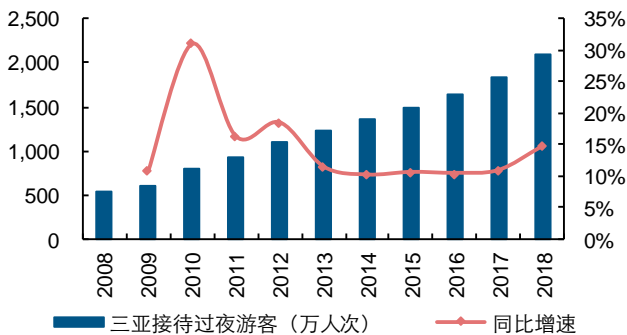
图 30: Club Med 度假村选址多位于热带海岛或滑雪胜地



资料来源：复星对外公开资料，长江证券研究所

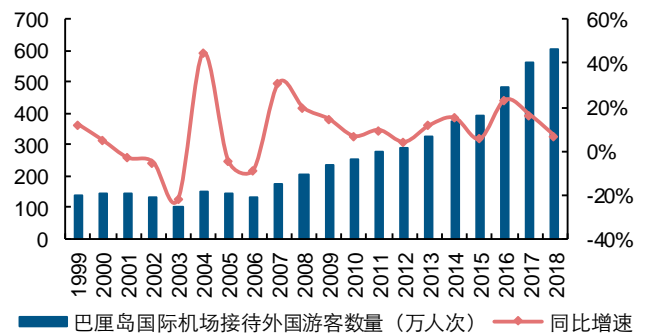
以三亚和巴厘岛为例，优质的海岛资源支撑起了可观的客流。三亚市过去 5 年接待过夜游客人次保持 10% 以上增速，2018 年超过 2,000 万人次。巴厘岛是世界著名旅游岛，受益于亚洲新兴市场的出境游崛起，过去 10 年接待外国游客年复合增速超 11%。目前中国大陆是巴厘岛的第二大游客输送地。

图 31: 三亚 2008 至 2018 年接待过夜游客人数及同比增速



资料来源：海南省统计局，长江证券研究所

图 32: 巴厘岛国际机场 1999 至 2018 年接待外国游客数量及同比增速



资料来源：印尼统计局，长江证券研究所

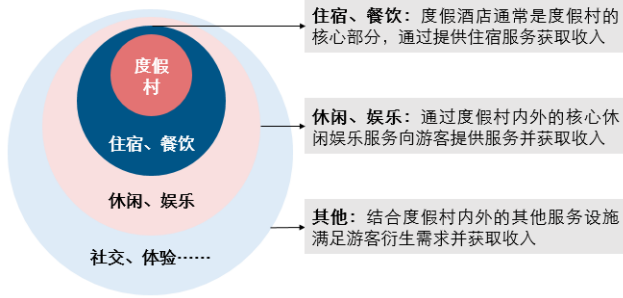
食住行娱提供全面度假服务

相较于一般的酒店，度假村或度假酒店的特点在于在相对小的空间内提供了涵盖度假休闲的各种设施及服务。

从游客视角来看：度假村/酒店的核心功能是住宿及餐饮，舒适的环境、丰富的美食是核心要素；在此基础上，配套休闲娱乐设施及服务，营造与传统酒店不一样的体验。此外，度假村/酒店往往还组织各类活动、项目，充实游客的假期生活。

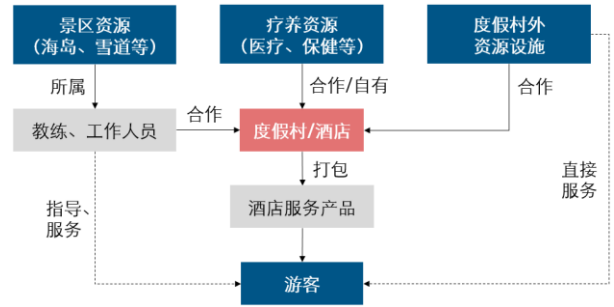
从度假村视角来看：度假村的商业模式相当于多种休闲服务的集合，既有传统的景观资源，也有植入度假村内的疗养、休闲资源，同时还可以对接度假村外的各项资源设施，以度假产品的形式统一呈现给游客。

图 33：度假村满足游客多层次的需求



资料来源：长江证券研究所

图 34：度假村的商业模式集合了各类资源



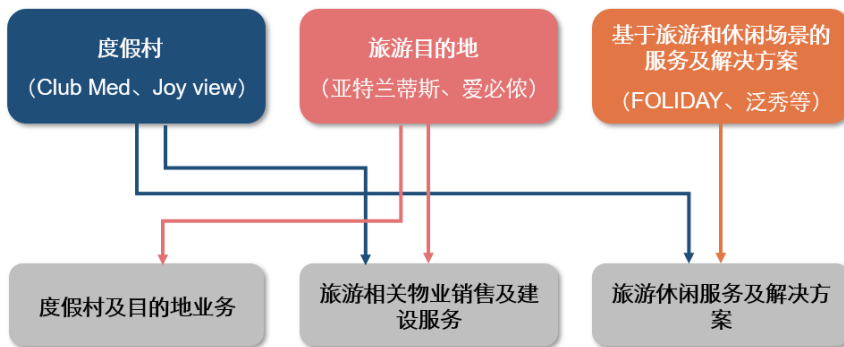
资料来源：长江证券研究所

综上，我们认为休闲度假酒店兼具自然景区的资源禀赋以及人工景区的商业模式，顺应消费升级趋势。从产品力来说，休闲度假酒店基于一定的自然资源及人工建造的度假设施，形成了区别于自然景区和普通酒店的核心竞争力；从市场环境来说，随着人均 GDP 的增长，旅游业将由观光旅游向休闲度假转变，中产阶级消费的崛起将为度假酒店行业带来广阔的市场空间。

三大业务分部共筑复星旅游文化核心竞争力

复星旅文的业务围绕休闲度假旅游展开。按照业务分部划分，可分为度假村、旅游目的地及相关服务及解决方案三大分部；按照业务职能划分，可分为度假村及目的地业务、旅游相关物业销售及建设服务和旅游休闲服务及解决方案三大职能。

图 35：复星旅文各业务职能与分部之间的对应关系



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

当前复星旅文正在聚焦亚太地区进行一系列布局。复星旅文旗下拥有 Club Med、三亚亚特兰蒂斯、并投资了 Thomas Cook 等全球旅游行业企业，还有景区专业运营商爱必依，旅游目的地文化演艺公司泛秀，国际亲子玩学俱乐部 Miniversity，复游旅行、复游会等品牌。

表 5：复星旅文集团旗下主要品牌介绍

板块	项目	地理范围	简介
度假村	Club Med	26 个国家和地区	全球最大的一价全包休闲度假连锁集团之一、高端一价全包式度假胜地服务提供者的先驱，旗下 69 家度假村遍布 26 个国家和地区。
旅游目的 的	三亚亚特兰蒂斯	中国三亚	2018 年 4 月开业，将酒店、水族馆、水上乐园、海豚湾、演艺、餐饮、娱乐、购物八大产业汇聚一体，打造超越国际标准的海洋度假圣地。
	丽江项目	中国丽江	丽江爱必依国际旅游度假区位于丽江白沙古镇片区，是距玉龙雪山最近的唯一大型可开发地块。项目总占地面积约 1,043 亩，处于丽江市规划中的限建区，内部水系丰富。
	太仓项目	中国苏州	投资 400 亿建设地中海欧洲风情小镇，总投资约 400 亿元，项目共分为太仓沪通南站片区、海运堤片区及金仓湖片区三大开发片区以及沙溪古镇运营管理片区，建成后实现游客量 500 万人次/年。
服务及 解决方 案	爱必依	中国浙江、江苏、江西省等	以目的地景区为载体，集合山水景区、人文景点、民俗街区、村落小镇、旅居酒店、医养文修等多类型功能；并整合复星集团旅游、商业、文化、影视、演艺、康养等多类型产品线。
	泛秀	中国	泛秀是复星旅游旗下孵化的演艺娱乐公司；根据不同的旅游目的地策划演出节目及娱乐内容，与复星旅游其他资源强强联手；打造以演艺内容为主的室内及室外主题乐园。
	Thomas Cook	英国	2015 年复星斥资约 9200 万英镑收购了 Thomas Cook 集团 5% 股份，Thomas Cook 为世界领先的休闲旅游集团之一，同时是世界上第一家旅行社，拥有深厚的品牌传统和欧洲旅游市场的领先地位。
	托迈酷客	中国	由复星控股的合资旅行社托迈酷客于 2015 年在上海注册成立，2018 年 11 月三亚 Thomas Cook 托迈酷客旅行社正式揭牌。

资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

度假村业务：赋能 Club Med，度假村运营全球领先

Club Med 是全球知名的以家庭为中心的一价全包休闲度假服务供应商。截至 2018 年 6 月 30 日，Club Med 于超过 40 个国家和地区开展业务，并于超过 26 个国家和地区拥有 69 家度假村，拥有超过 5000 名 G.O，包括欧非中东 42 个度假村、美洲 12 个度假村及亚太地区 15 个度假村。

从四大策略出发看 Club Med 的竞争力

● 策略一：紧随需求迁移，布局优质目的地资源

Club Med 创立至今大致经历了三个阶段。总结来看，三阶段是 Club Med 从欧美走向世界、业务由单一到多元再回归单一的过程：

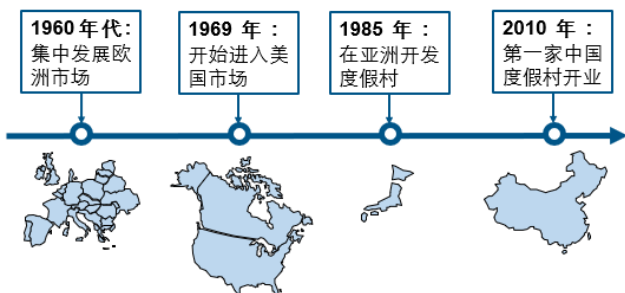
第一阶段：20 世纪 60 年代，Club Med 业务拓展重点主要集中于欧洲地区。这一时期，公司经历了 1966 年在巴黎上市融资和 1968 年首次进入美国市场等重大发展事件。自创立伊始至 20 世纪 60 年代末，Club Med 让“一价全包”的度假方式在欧美深入人心。

第二阶段：20 世纪 70 年代初到 21 世纪初，Club Med 陆续在全球进行扩张。这一阶段，Club Med 在巩固欧洲大本营业务的基础上，先后进入日本、马来西亚、巴西、马尔代夫、泰国、巴哈马等国际化市场，奠定全球布局的基本框架。同时，多元化经营和并购穿插开展，先后引入大型游船 Club Med 1 和 Club Med 2、收购 JET tours 和 Gymnase Club。

第三阶段：2004 年至今，2004 年 Club Med 确立了“高档、友好、多元”的三位一体战略定位，先后采取关闭部分中低档度假村、加快新设高档度假村、出售 JET tours 和 Club Med Gym 非核心业务等措施加以执行。2015 年复星国际以每股 24.6 欧元的价格竞得 Club Med 约 98% 的股权，帮助其进入庞大的中国旅游消费市场。

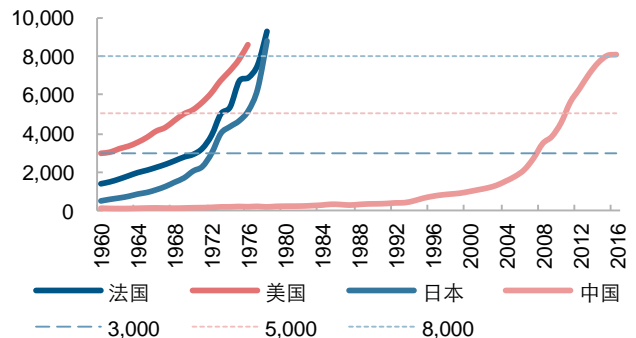
观察 Club Med 的历史进程可以发现，其全球扩张的步伐基本遵循人均 GDP 的增长趋势。美国 1969 年前后人均 GDP 超过 5,000 美元，Club Med 于 1968 年进入美国市场；日本于 1976 年实现人均 GDP 超 5,000 美元，Club Med 随后于 1979 年进入日本市场；中国人均 GDP 在 2011 年突破 5,000 美元，Club Med 则在前一年已将度假村开到中国。Club Med 的全球布局紧跟消费者需求脚步，使其获得持续的增长动力。

图 36：Club Med 全球扩张步伐从欧美转移到亚太地区



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 37：Club Med 拓展顺应目标市场人均 GDP 提升（单位：美元）

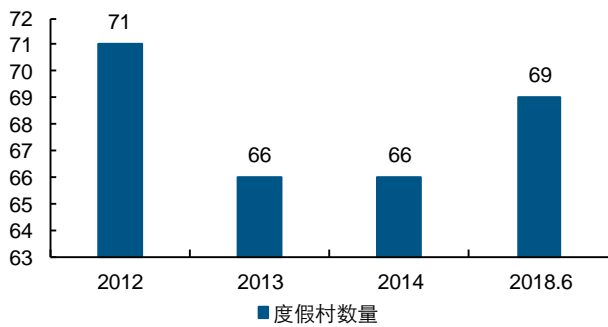


资料来源：Wind，长江证券研究所

根据公告披露，截止 2018 年 6 月，Club Med 旗下经营度假村 69 家，遍布全球五大洲。

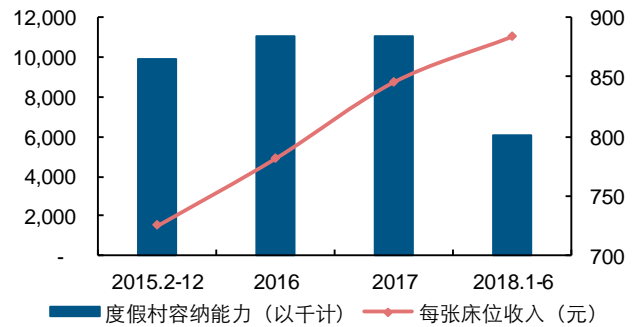
2012 年以来 Club Med 在全球范围内的度假村数量进行优化，关闭了一些盈利能力不佳的度假村，并针对具备潜力的区域新增度假村。在整体容纳能力提升的背景下（2017 年冬天开放日期同比延迟，导致山地度假村容纳能力下降），单床收入提升迅速。

图 38: Club Med 度假村数量在被复星收购后实现增长（单位：家）



资料来源：Club Med 年报，复星旅文招股说明书，长江证券研究所

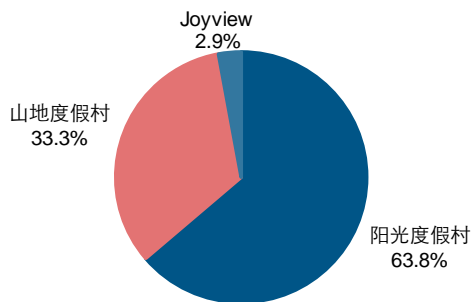
图 39: Club Med 近年来的度假村容纳能力及单床收入



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

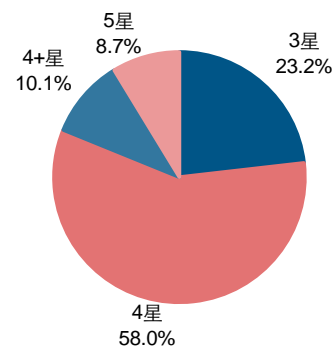
从度假村类型来看，阳光度假村数量较多，且多数度假村集中在 4 星等级。按度假村类型划分，截至 2018 年 6 月 30 日共有 23 家山地度假村（以雪山为主）、44 家阳光度假村（以海滨为主）及 2 家 Club Med Joyview 度假村（位于中国大城市周边）。此外，Club Med 设有独特的星级分类系统，考虑房间大小、基础设施和设施的质量、为客人提供的舒适度以及各度假村的位置等因素。未来 Club Med 将继续在度假村产品组合方面实施升级改造计划，整体向 4 星级及 5 星级倾斜。

图 40: Club Med 度假村分类型数量占比



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

图 41: Club Med 度假村分等级数量占比



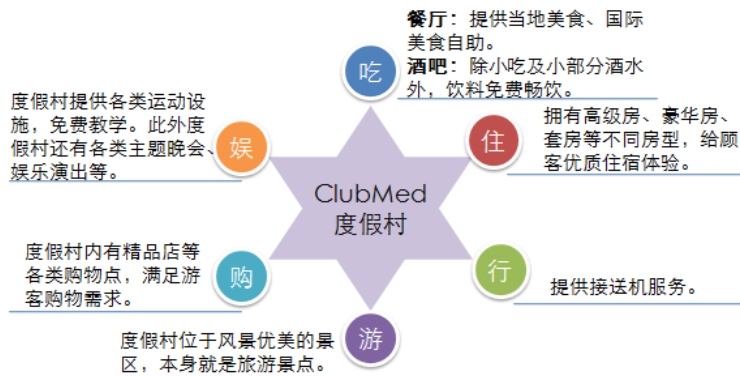
资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

● 策略二：首创“一价全包”，产品力带来竞争力

Club Med 的特色服务模式体现在两个方面：一是“一价全包”的收费模式，二是以 G.O. 为核心的服务模式。要充分理解 Club Med 的服务模式，必须要了解以下几个问题：

第一，什么是“一价全包”？“精致一价全包”套餐是由 Club Med 全球首创的一个价格享受多重服务的模式。“一价全包”主要是指支付一个价格，涵盖度假期间的住宿、餐饮、运动、娱乐等几乎所有开支的模式。所有的 Club Med 度假村都实行一价全包的贴心服务，每一个度假村有各具特色的服务和活动。

图 42: 以 Club Med 三亚度假村为例看“一价全包”提供的主要成人活动项目



资料来源：蚂蜂窝，长江证券研究所

第二，为什么要推行“一价全包”？ Club Med 实行的“一价全包”的目的是为客户提供方便、舒心的旅游体验。客人出门不需要带一分钱，也不用自己计算旅行开销，舒适的住宿、体贴的服务、丰富的运动和可口的美食都由 Club Med 统一提供。Club Med 的“一价全包”差异化战略不是价格战，而是销售一种别样的超值体验。只要顾客将度假村所有的项目都尝试一遍之后，就不会觉得这是种强卖。反之，如果没有能够充分体验，“意犹未尽”的顾客就有可能再次消费。

表 6: Club Med 度假村提供的主要运动休闲项目一览

活动分类	细分项目
儿童项目	儿童欢迎项目、婴儿看护、婴儿俱乐部、幼儿园俱乐部、迷你俱乐部
青少年项目	青少年俱乐部、环球旅行会员
水上运动	独木舟、冲浪、帆板运动、游泳、帆船运动、潜水、滑水等
陆上运动	沙滩排球、健身课程骑马、攀岩、足球、高尔夫、徒步、网球等
休闲康体	游泳池、禅空间、SPA、浴池等

资料来源：公司官网，长江证券研究所

尽管消费者在购买前可能对“一价全包”产生顾虑，但这种模式有助于提升消费者的体验，从而获得高客单价的忠诚会员。在《无价》书中，庞德斯通将消费定义为是“一种损失”：每次掏出钱包支付一笔大额消费，都会实际感受到那种心痛；而如果将费用统一化、或是减少结算的次数，都能大大增强消费时的愉悦感。在“一价全包”的模式下，尽管付钱时感觉特别贵，但价格中包含了住宿、食物，以及一系列游艺设施，在真正使用时，反而会产生一种免费的错觉。

表 7: Club Med 度假村与一般度假村价格比较

5 天 4 晚度假项目	巴厘岛某度假村	Club Med 三亚度假村
4 晚舒适房间（4 星以上）	7400 元	
5 天一日三餐	4900 元	
全天候小食软饮	100 元/人	
10 多种陆地运动项目	500-700 元/人	包含在内
7-8 种水上活动	250-500 元/人	
每晚主题表演	无	
儿童俱乐部活动	38 元/小时/人	

总费用参考	16,708 元	9,110 元
--------------	-----------------	----------------

资料来源：公司官网，长江证券研究所

第三，“一价全包”模式有什么吸引人之处？与传统旅游方式相比，Club Med 一价全包度假式旅游创造了可靠、轻松的休闲氛围。传统的旅游方式往往紧凑而令人疲劳，旅游活动也以观景、购物、游乐活动为主，而不透明的旅游服务价格也广受游客诟病。而 Club Med 的休闲度假模式为游客创造了文化多元、节奏缓慢、价格透明的旅游新模式。“一价全包”模式解决了游客的经济顾虑。

表 8：传统旅游团与 Club Med 一价全包模式比较

	传统旅游团	Club Med
风景点	名胜古迹、阳光沙滩、滑雪胜地等	在全球多个国家和地区的海滨、雪山等资源基础上运营 69 个度假村
旅途方式	舟车劳顿、大部分时间走马观花，上车赶路、下车拍照	抵达度假村后主要时间花费在村内，节奏缓慢但内容丰富
活动安排	以欣赏风景、拍照和购置纪念品为主 有户外活动，如潜水、游泳等，但属自费项目，交钱娱乐、商业交易	白天在村内景区进行体育、休闲运动；晚上观看主题表演、参与主题派对。认识各国的朋友及文化习俗；所有活动都由热情友善的 G.O. 组织、细心指导、无需再付费
饮食	由于成本限制，质量普遍低下	来自全球几十个国家的风味自助餐，酒吧全天候免费开放，质量高
住宿	三星到五星标准，根据价格而定	四星级、五星级酒店标准
价格	低价诱导入团、途中各种附加消费，最后总价不菲	看似价格不菲，由于一价全包、进村后无需另消费，实际总价相对合理
人流高峰	黄金周，人山人海	由于房间固定，接待人数有上限，即使是高峰期也不至于过度拥挤

资料来源：公司官网，长江证券研究所

● 策略三：推出 G.O. 团队，成为度假村核心灵魂

Club Med 的“G.O.”团队也提供了新的服务体验，成为后来者争相模仿的典范。G.O. 全称为 Gentle Organizer，是 Club Med 首创的服务体系。该体系使得度假村形成了文化差异体验。G.O. 是度假村内的高素质员工，为 G.M. (Gentil Membre, 俱乐部会员) 提供全方位高质量服务，其工作内容涵盖向导、教练、保姆、演员等多种职能。在某种意义上，G.O. 就是 Club Med 企业文化精神的代表。除了 G.O. 之外，度假村的现场服务人员还有 G.E. (Gentil Employé)。G.O. 与 G.E. 分别代表服务现场的前台和后台，为保障度假村的氛围营造和硬件维护提供相应服务。

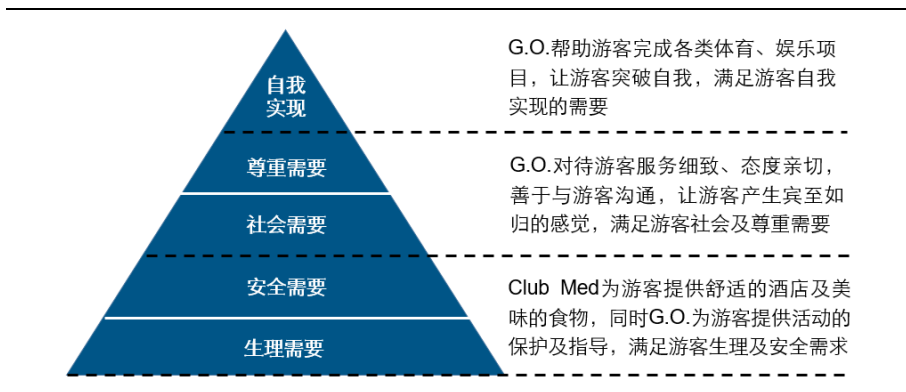
表 9: Club Med 一线服务员工分工

	招募来源	职责	人员占比 (2014 年)
G.E.	通常来源于度假 村当地	通常从事传统酒店服务和后台办 公服务, 如住宿、餐饮、技术等	合计占全职员工 62%, 其中永 久合约的占全职员工 55%
G.O.	全球范围, 可在各 个度假村内流动	重点在与客户的直接沟通, 参与度 假村活动互动	合计占全职员工 38%, 其中永 久合约的占全职员工 18%

资料来源: Club Med 年报, 长江证券研究所

G.O.在度假村中满足了游客各层次的需求。作为欧洲度假行业最早出现的服务商, Club Med 的服务与“管家”的感觉有些接近: 提前与顾客沟通具体的服务需求和细节、提供往返程的接送、在度假村内迎接、并提供全程的支持。在 Club Med 度假村中, 游客从基础的生理需求到高层次的自我实现需求都得到了满足。

图 43: G.O.满足了游客各层次的需求



资料来源: 长江证券研究所

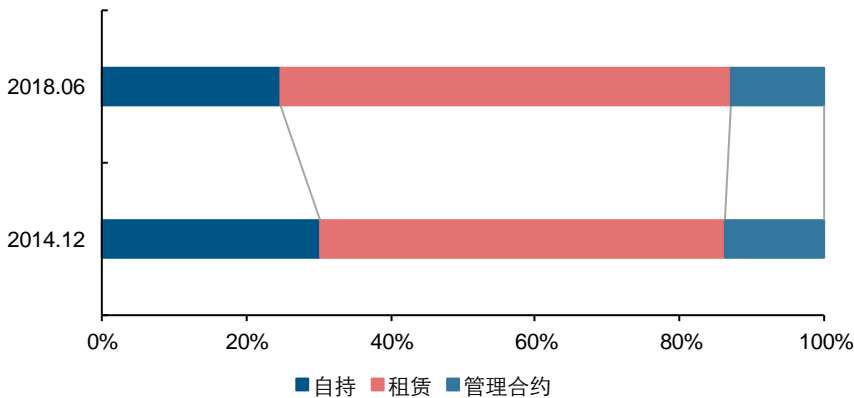
因此, G.O.已经成为了 Club Med 的灵魂, 是区别于一般度假村的关键所在。G.O.在各自部门的岗位上工作: 有的 G.O.本职工作是带活动的教练, 这种 G.O.属于全天候“教练”和“玩伴”; 有的 G.O.是前台服务员或者团队销售协调, 他们的角色更偏向“导游”; 有的 G.O.担任后勤甚至总经理的角色, 他们既可以是幕后人员, 也可以客串在舞台上表演。

● 策略四: 顺应市场变化, 经营调整行业领先

从经营模式来看, 近年来 Club Med 采用租赁方式的度假村逐渐增多, 自持模式不断减少。2014 年底自持、租赁和管理合约下的度假村数量分别为 20、37 和 9 个; 到 2018 年 6 月底, 自持、租赁和管理合约下的度假村数量分别为 17、43 和 9 个。部分自持度假村转向租赁模式。综合地区分布和经营类型两个指标看, 不同地区采用的经营类型呈现完全不同的特点。在欧洲和非洲的成熟市场, 租赁为主; 在美洲市场, 几乎完全以自持方式经营; 亚洲市场三种经营方式大致保持平衡。

造成经营方式的区域性差异与 Club Med 在不同市场的进入时机有很大关系。在进入较早的欧洲、非洲、美洲等区域, 自持和租赁成为主流。近年来, Club Med 的经营方式正在由重资产向轻资产转型。在新进入的中国市场中, 2014 年年报列举的亚布力、桂林和东澳岛都是以管理输出方式进行经营的。与此形成鲜明对照的是, 2010-2014 年间, 欧非市场的自持及租赁物业均有所减少。

图 44：租赁模式下的度假村数量占比显著提高

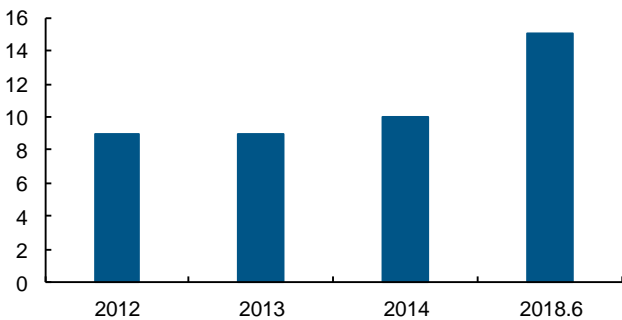


资料来源：长江证券研究所

从市场侧重来看，中国市场对于 Club Med 来说既是国际游客的新兴目的地，也是新兴的客源地。两种方式均会产生良好的业绩推动效果。但是考虑到中国雪山和海岛资源并无明显优势，后一种定位或能更为迅速的取得效果。历史数据显示 Club Med 的欧美游客向亚洲区域流动的比例本身并不高，而国内游客出境游则处于市场热潮当中，顺势而为或将事半功倍。

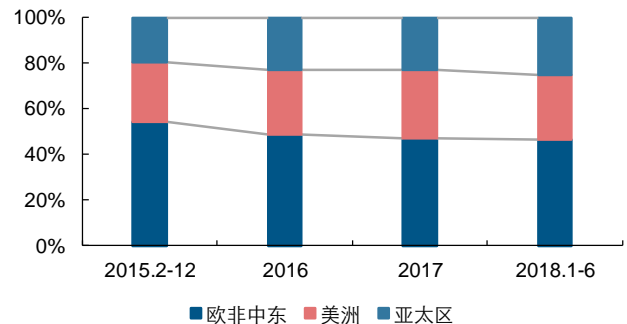
- (1) **供给端：亚太区度假村数量持续增长。**部分新度假村管理输出的方式，已经在很大程度上降低了市场风险。2012 年底 Club Med 在亚太区的度假村数量为 9 个，到 2018 年 6 月达 15 个。亚太区正在成为 Club Med 新建度假村的主要区域。Club Med 于 2018 年推出 Club Med Joyview，瞄准快速增长的中国市场，向中国客户提供机会体验距市区 2 至 3 小时车程的度假村服务。由于自然环境的原因，中国符合 Club Med 传统选址的地点只有三亚和东北，未来在华的度假村数量可能会遭遇瓶颈，但在北京、上海等一线城市周边，高品质短途游的市场依然有突破的机会。

图 45：亚太区度假村数量持续增长（单位：个）



资料来源：Club Med 年报，复星旅文公告，长江证券研究所

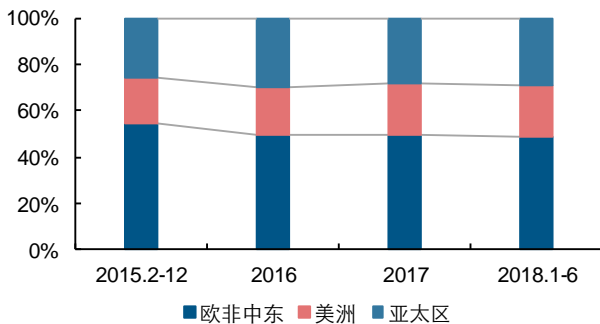
图 46：亚太区度假村容纳能力占比提升明显



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

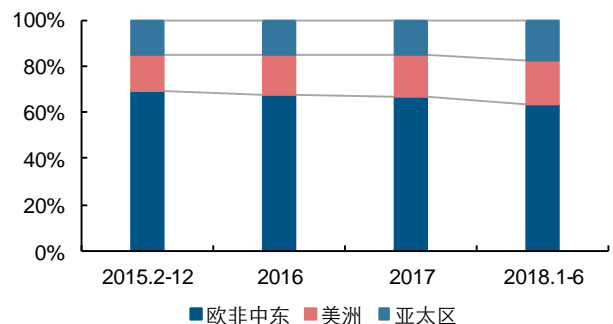
- (2) **需求端：亚太区尤其是中国区游客正在扮演越来越重要的角色。**Club Med 度假村亚太区游客占比从 2015 年 2 至 12 月的 25.7% 左右持续提升至 2018 年 1 至 6 月的 28.9%。亚太区收入占比从 2015 年 2 至 12 月的 15.2% 攀升至 2018 年 1 至 6 月的 17.6%。按 2017 年访客人次计算，中国已成为第二大客源地，仅次于法国。

图 47: 亚太区游客占比逐渐提升



资料来源: 复星旅文招股说明书, 长江证券研究所

图 48: 亚太区收入占比逐渐提升



资料来源: 复星旅文招股说明书, 长江证券研究所

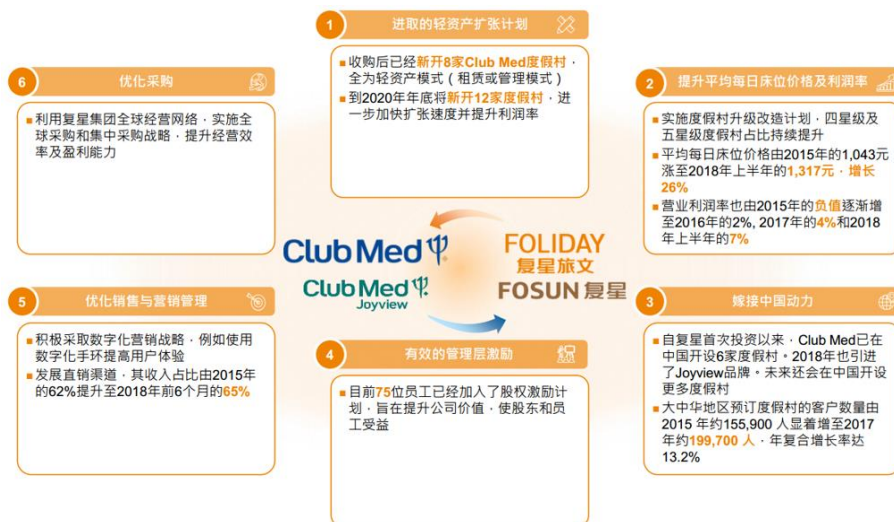
综上, Club Med 通过优选目的地、推出“一价全包”的销售模式、打造差异化的“G.O.”团队以及积极调整经营模式和市场定位巩固了其在全球休闲度假村的优势地位。未来 Club Med 将专注于三项主要举措: (1) 增强高端及优质的产品供应; (2) 深化全球扩张并保留其法国基因; 及 (3) 通过“快乐数字化”的概念, 在运营中进一步全面实施数字化计划, 以改善客户体验及提供便捷和无缝结合的技术。

结缘复星集团, Club Med 寻求中国新动力

Club Med 和复星集团的渊源由来已久, 控股后双方融合不断深入。2010 年复星集团开始入股 Club Med, 不到半年后, Club Med 在中国的第一家度假村开业。2015 年复星正式控股 Club Med, 自这之后的两年里, 桂林、三亚、吉林北大壶度假村陆续开业。2017 年, 两家定位周边游的度假村开始试运营。

Club Med 资源嫁接复星动力, 助力业务发展。Club Med 融入复星旅游文化的版图后, 在 6 个方面获得赋能: 1) 进取的轻资产扩张计划、2) 提升平均每日床位价格及利润率、3) 嫁接中国动力、4) 有效的管理层激励、5) 优化销售与营销管理、6) 优化采购。

图 49: 复星助力 Club Med 全面发展



资料来源: 复星旅文公开演示资料, 长江证券研究所

旅游目的地业务：聚焦中国开发多个目的地项目

旅游目的地业务涵盖旅游资源的开发、管理和运营。包括观光设施（如人造景观、河流和岛屿）、娱乐设施、休闲娱乐设施（如滑雪场）和休闲度假设施（如住宿、度假村）和旅馆。目前，已开设“三亚·亚特兰蒂斯”项目，丽江和太仓项目正在设计中。

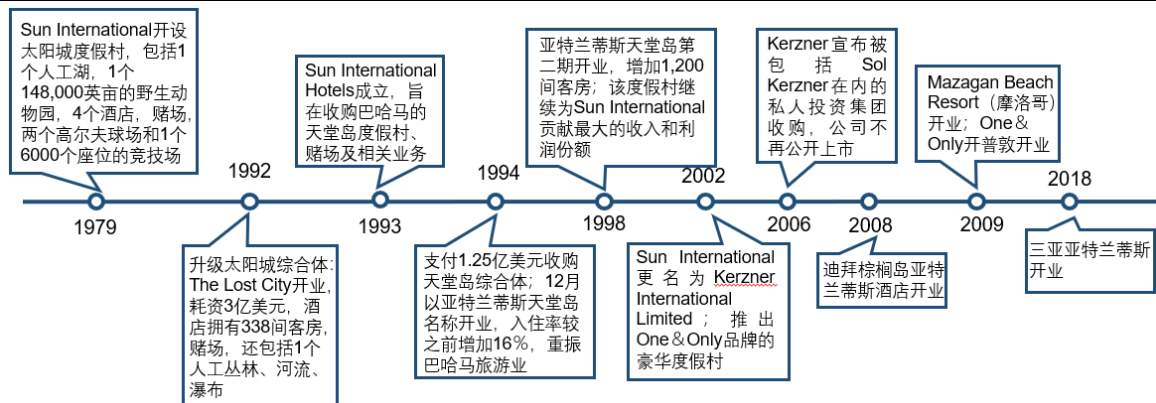
三亚亚特兰蒂斯：定位高端的综合旅游目的地

三亚亚特兰蒂斯是综合性旅游目的地、三亚高端度假村供应商。三亚亚特兰蒂斯项目于2018年2月首开预览，并于4月正式开业。项目包括1,314间高级海景房、中国最大的天然海水水族馆之一、总面积约200,000平方米的水世界、高品质的餐饮服务以及超过5,000平方米的可供开展会展活动和其他娱乐活动的空间。此外建有海豚湾剧场的海豚湾将于2019年开业。

● 品牌影响力强，管理团队经验丰富

Kerzner 是世界知名的高端物业管理商，总部位于南非。Kerzner 从事高端物业、水上乐园及娱乐设施的经营管理，亦拥有多项优质物业。Kerzner 是 Atlantis 品牌的拥有者，管理 Atlantis 品牌旗下两间物业，即亚特兰蒂斯棕榈酒店及三亚亚特兰蒂斯，同时也管理 One&Only、Mazagan 品牌旗下的其他物业，品牌调性各不相同。

图 50: Kerzner 发展历程



资料来源: Funding Universe, 长江证券研究所

亚特兰蒂斯酒店品牌已经成为高端度假酒店及度假村的代表。“亚特兰蒂斯”的名字是为了纪念丢失的大陆亚特兰蒂斯，也代表着奢华、神秘与品质：

- 1994 年，Kerzner 集团在巴哈马天堂岛兴建了第一座亚特兰蒂斯酒店。**该酒店迅速取得了巨大的成功，成为世界奢华和昂贵度假酒店的代名词，共有 2,317 间客房，酒店营业额占到巴哈马 GDP 的 5% 以上。该酒店被评为《福布斯》年度最佳酒店，也成为众多好莱坞电影的取景地。
- 2008 年第二家亚特兰蒂斯酒店在迪拜棕榈岛的顶端开业。**该酒店共有 1539 间客房，价格 800-3500 美金。为支持度假区的运营，当地政府专门修建了一条轻轨，从市内直达水上乐园，酒店年营业额目前已超过 6 亿美元。

(3) 2018 年，第三家亚特兰蒂斯在中国海南三亚开业。该酒店由复星集团投资并委托 Kerzner 管理。

表 10: Kerzner 旗下管理的亚特兰蒂斯度假村酒店及度假区

酒店及度假区名称	示意图片	酒店及度假区介绍
迪拜棕榈岛亚特兰蒂斯		棕榈岛气势宏大，集全球想象力之大成，棕榈岛亚特兰蒂斯度假酒店系迪拜奢华度假酒店之一，酒店设有中东最大型的水上乐园和巨型水族馆
中国三亚亚特兰蒂斯		酒店设计风格融汇东西方特色文化以及琼岛本土文化，集度假酒店、娱乐、餐饮、购物、演艺、物业、会展及海洋文化体验八大业态于一体的旅游综合体
皇家亚特兰蒂斯度假区 (待开业)		度假区位于棕榈岛的“新月”区域，毗邻现在的棕榈岛亚特兰蒂斯，皇家亚特兰蒂斯将为所有宾客提供丰富多彩的文化和生活方式体验
夏威夷科奥里纳岛亚特兰蒂斯 (待开业)		夏威夷科奥里纳岛亚特兰蒂斯占地超过 26 英亩，度假区将呈现夏威夷环境、景观和建筑中的自然元素，及其独特的文化遗产

资料来源：三亚亚特兰蒂斯官网，长江证券研究所

迪拜亚特兰蒂斯是 Kerzner 运营的旗舰项目之一。酒店耗资 15 亿美元兴建，坐落阿联酋迪拜的棕榈人工岛上，占地 113 亩，有 1539 个房间。酒店以柏拉图著作中描绘的理想国“亚特兰蒂斯”命名，目前在奢华酒店中排名前三。其设计浓缩了迪拜的精华，在保留天堂岛物业地标性的元素之余，还融合了传统的阿拉伯主题。自开业以来，棕榈岛亚特兰蒂斯度假酒店已经囊括了多个国际大奖，其中包括“2012 年度最佳度假村”、“2013 年度中东杰出度假酒店”等。

表 11: 迪拜棕榈岛亚特兰蒂斯组成

主体	示意图片	介绍
酒店主体		该酒店共有 1373 间豪华客房和 166 间豪华套房，房间设计体现海洋风情与阿拉伯风格，价格 800-3500 美金；很多双床客房相互连通，非常适合家庭入住
水族馆		内有 65,000 只海洋动物，神秘感十足，非常适合亲子、情侣和任何热爱海洋生物的人们去欣赏；入住酒店的客人凭房卡可以免费参观
海豚湾		海豚湾饲养 20 多条瓶鼻海豚；设有专为 6-13 岁儿童打造的项目，涵盖基本海豚训练、不同喂养方法以及海豚行为认知等话题
餐厅		酒店 23 间餐厅及酒吧供应全球风味饮食，以满足游客就餐需求。其中，自助餐厅 SAFFRON、地中海美食餐厅万花筒、中餐厅“元”最为有名
水上乐园		占地约 15 公顷。重点项目包括海神塔、塔海神波塞冬塔及儿童游乐区；海神塔较为缓和，适合家庭游玩，另一项目则过于刺激，适合爱冒险的年轻人

资料来源：迪拜亚特兰蒂斯官网，长江证券研究所

纵观棕榈岛亚特兰蒂斯酒店的旅客构成，亚太市场贡献巨大，中国游客数量处于绝对领先的位置。从历史数据看，入住迪拜五星级酒店的中国人中，约 20% 的旅客选择了亚特兰蒂斯；以 2017 年酒店销售情况来看，全年酒店接待了超过 10 万名中国入住旅客，新加坡、日本等亚洲客源地客人约 8,000-10,000 人。

公司聘请 Kerzner 独家管理三亚特兰蒂斯，并指导、管控和常规性开展业务。Kerzner 提供或安排和管理与三亚特兰蒂斯的住宿、水世界、水族馆、餐饮设施、零售区域、会议会展和管理协议中规定的运营相关服务，费用由公司支付。公司就每个运营年度向 Kerzner 支付按收入提成计算的基本管理费、市场营销费，以及相关激励营销费。管理期限为 20 年，可根据双方协议续签额外 5 年。Kerzner 在 2018 年上半年和第三季度的管理费（不含税）分别达到了 190 万元和 260 万元人民币。

表 12：公司向 Kerzner 支付的相关费用介绍

费用类型	计算方式
基本管理费	按照每个运营年度总收入某一百分比计算
市场营销费	按照每个运营年度总收入某一百分比计算
激励管理费用	业绩若满足若干阈值，则支付激励管理费用，金额为总运营利润阈值的某一百分比加上超过阈值的总运营利润的某一百分比

资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

● 设施服务一流，定位高端休闲旅游

三亚特兰蒂斯坐落于海棠湾国家海岸，它以消失的亚特兰蒂斯大陆之谜为主题，系中国第一间亚特兰蒂斯度假胜地。亚特兰蒂斯以海洋为主题，风格独特，系向神奇水世界致敬的活力之作。提供各种各样的娱乐消遣项目，包括：国际名厨主理的餐厅、缤纷多样的酒吧与酒廊、亚特兰蒂斯水世界的各种水滑梯、淡水及海水泳池、含露天海洋生物栖息地的礁湖及海洋生物展、海豚互动训练中心等。

- 客房及相关设施：**亚特兰蒂斯提供宽敞奢华的住宿，共计 1,314 间客房，含 154 间套房。各类客房均能欣赏水世界景观、海棠湾海景或海底世界景观，适合各类成员结构的家庭入住。
- 餐饮设施：**在三亚特兰蒂斯，游客可以在欣赏绝美风景的同时品味特色美食。三亚特兰蒂斯旅游目的地设有 20 多家餐饮设施，提供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。三亚特兰蒂斯旅游目的地提供尊贵的用餐体验。

表 13：三亚特兰蒂斯主要餐饮设施

餐厅名称	餐厅图片	餐厅介绍
奥西亚诺海底餐厅		是一间时尚的海底餐厅，提供各式各样的新鲜海味，还有通过落地窗饱览大使环礁湖奇景的用餐体验
Bread Street Kitchen & Bar		知名大厨 Gordon Ramsay 的餐厅，供应欧陆菜式、经典和创意鸡尾酒，还有大量红酒供选择

棠中餐厅		高端中餐厅，提供地道粤系和海南系菜肴，并有各种美酒，包括威士忌、上等葡萄酒、香槟和中式白酒
蟹餐厅		运用东南亚烹饪手法专门制作各类螃蟹料理
奈苏日式料理		潮流新锐，供应各类日式佳肴，涂鸦墙使其成为三亚亚特兰蒂斯最具风格的用餐地点
番红花全日制餐厅		可体验韩国烧烤，或尝遍来自马来西亚、泰国、印尼、新加坡、越南和日本的风味美食
七彩晶全日制餐厅		餐厅的开放式厨房选用农场直供食材，除经典中餐外，其亦提供鲜美可口的中式创新菜
纳雷斯啤酒屋		除了纳雷斯的招牌自酿啤酒，亦可品尝到当地酿酒坊及国际知名厂家生产的优质窖藏和麦芽啤酒
Tikki 餐厅		餐厅主打波利尼西亚风情，提供亚洲小吃和自制人气招牌鸡尾酒，餐厅可俯瞰南海及水榭园林
波塞冬湾		提供各色可口小食，同时该店还拥有品种丰富的意式冰激凌

资料来源：三亚亚特兰蒂斯官网，长江证券研究所

- (3) **宴会及舞会设施：**从宴会、婚礼、到会议及其它活动，三亚亚特兰蒂斯均能提供出色的场地。三亚亚特兰蒂斯拥有超过 5,000 平方米的功能区、会议室和露天区域，适用于各种类型的会议、奖励旅游、大型会议及展览，并有多个配套商务中心。最大的宴会厅面积约为 2,300 平方米，可容纳高达 1,500 人。
- (4) **海洋体验与休闲娱乐设施：**项目建设或即将建设配套的水族馆、水世界、海豚湾、海狮湾、迷你营等休闲娱乐设施，同时配套潜水俱乐部、美食广场与美食亭等服务项目，带给游客丰富的体验。此外，公司计划在三亚亚特兰蒂斯的海豚湾剧院上演一台全新表演，预计于 2019 年开幕，其中包括来自世界级创作者和艺术家的创意投入，并呈现先进的舞台技术。

表 14：三亚亚特兰蒂斯主要海洋体验设施

项目名称	项目图片	项目介绍
水族馆		失落的空间水族馆由约 30 个陈列池组成，拥有超过 86,000 种海洋生物，该水族馆拥有中国最大的露天水族馆 - 大使环礁湖，拥有超 13,500 立方米蓄水量
水世界		水世界位于高层大楼附近，全年营业开放，总地面积约 200,000 平方米，最多可同时容纳 13,500 名游客
海豚湾		海豚湾剧院可同时容纳约 1,800 名观众，将于 2019 年以摩登表演形式开幕
海狮湾		提供具有教育知识的有趣的互动体验，适合所有年龄参与，游客也能与海狮们亲密的亲吻、触摸

资料来源：三亚亚特兰蒂斯官网，复星旅文招股说明书，长江证券研究所

除海洋休闲旅游项目外，亚特兰蒂斯度假酒店为入住旅客推出各种轻松好玩的活动。如中国首家 AHAVA 水疗中心、健身中心、炫动俱乐部、室内外游泳池、购物大道等。公司于 2018 年 2 月在三亚亚特兰蒂斯开设了首间迷你营俱乐部，并拟通过扩展迷你营产品以进一步发展儿童亲子玩学业务。

表 15：三亚亚特兰蒂斯主要休闲活动设施

项目名称	项目图片	项目介绍
AHAVA 水疗中心		水疗中心由 AHAVA 经营，其为一家成立于 1988 年的以色列化妆品公司，专注于将重焕新生的神奇死海矿物质融入其护肤和身体产品中
健身中心		备有各种先进的健身设备（如：跑步机、椭圆健身机、负重器械），能契合不同层次的健身需求
购物大道		一个总面积达 3,445 平方米的购物中心，出售各种精选品牌的奢华时装、珠宝、手工服饰，还有提供餐饮、咖啡和小食的休息区
炫动俱乐部		提供丰富而独特的家庭友好体验及先进设施。家庭活动包括日常指导项目，其注重培养冒险、娱乐及探索精神

资料来源：三亚亚特兰蒂斯官网，复星旅文招股说明书，长江证券研究所

在销售渠道方面，除无预定散客客户外，三亚亚特兰蒂斯的住宿、水族馆、水世界及会展服务的预订通常通过直销渠道、在线销售及旅行社进行。三亚亚特兰蒂斯的客户可直接通过三亚亚特兰蒂斯的官方网站、微信账号以及 FOLIDAY 应用程序进行预定。此外，为了推广新开幕的三亚亚特兰蒂斯，自 2018 年起，公司与中国若干旅行社签订了协议。目前携程仍是占比最高的渠道，直销占比在 20% 左右。

此外，三亚亚特兰蒂斯包括 1,004 个可售度假物业单位，包括 197 个别墅和 807 个度假公寓。棠岸项目位于沿海地区，总建筑面积约为 161,082 平方米。产品包括两居室公寓、三居室公寓和别墅。棠岸项目超过 95% 已经完成预售，并于 2018 年下半年开始交付。其中售出别墅 183 套，占总数比例为 92.9%；售出度假公寓 783 套，占总数比例为 97.0%。平均每平米售价为 6.11 万元、平均每单位住宅总价约 700 万元，合同负债将近 70 亿元将随着交房而逐步确认为收入，大部分将在 2020 年之前确认。

表 16：超过 95% 的住宅单位已经预售（2018 年下半年开始交付）

	售出套数	总数	已售比例
别墅	183	197	92.9%
度假公寓	783	807	97.0%

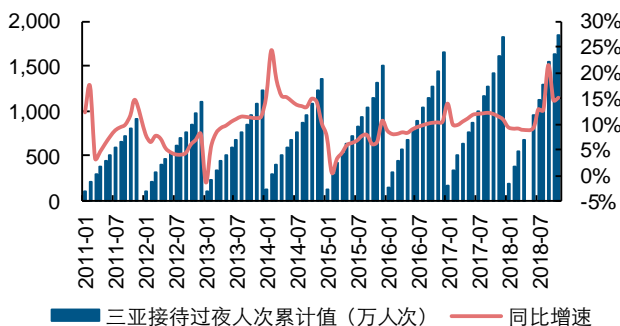
资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

出售度假单位后，公司会根据单位业主要求，通过爱必依品牌提供管理服务。截至 2018 年 6 月 30 日，棠岸项目约 300 个住宅度假单位的业主已签署管理协议，为期五年，以便公司管理和提供这些单位作为访客的替代住宿选择。公司有权收取管理费，其金额等于租金收入的 6%，同时有权收取其他相关业务（包括客房服务，豪华轿车服务和城市旅游安排）产生的收入。

● 深耕三亚，亚特兰蒂斯未来发展值得期待

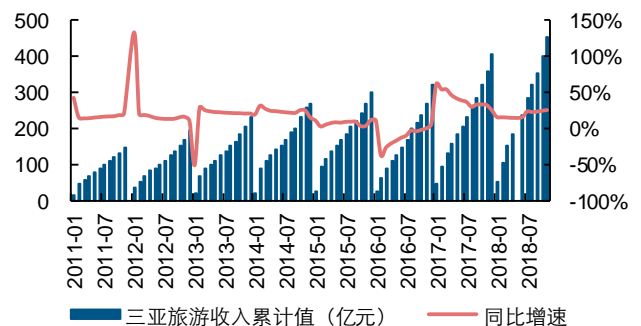
三亚是一个以热带气候而闻名的城市，已成为一个颇受欢迎的度假胜地。根据海南省统计局数据，2018 年三亚市共接待过夜游客 2,099.70 万人次，同比增长 14.7%；实现旅游收入累计 514.73 亿元，同比增长 26.7%。无论是游客人数还是收入均保持较快增长。

图 51：三亚接待过夜游客及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：三亚旅游收入及同比增速

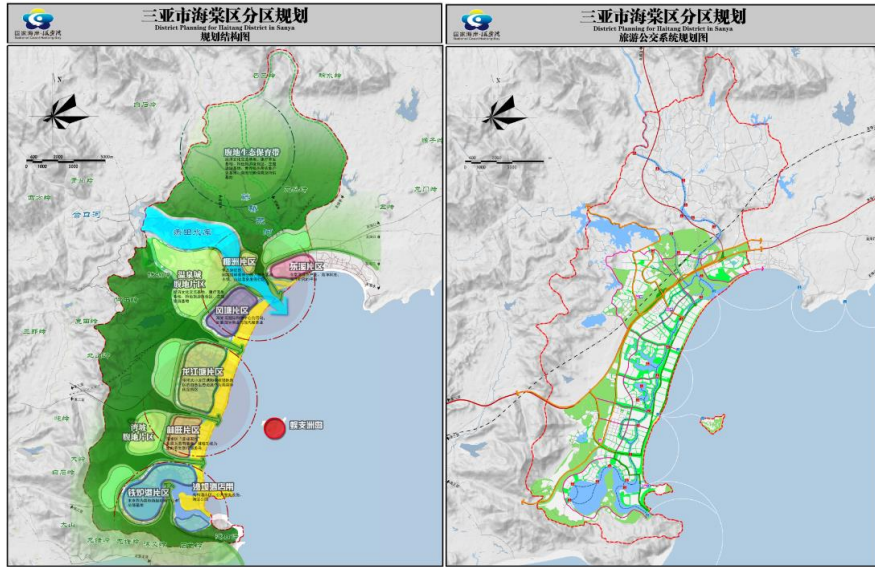


资料来源：Wind，长江证券研究所

海棠湾拥有丰富的旅游资源。例如白沙海岸线、蝴蝶形岛屿，自然风光优美，并拥有全球最大的免税店之一——海棠湾国际购物中心，从三亚亚特兰蒂斯步行即可到达。2017

年，超过一千万游客到访海棠湾。三亚亚特兰蒂斯酒店距离亚龙湾火车站仅有 30 分钟车程，距离三亚凤凰国际机场不到一小时车程。

图 53：三亚海棠湾部分规划图



资料来源：三亚市规划委员会，长江证券研究所

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，承载国家热带滨海旅游形象。海棠湾未来将打造面向国内外的多元化热带滨海旅游休闲度假区，是国家级海洋科研、教育、博览基地的综合体。规划总用地面积约为 98 平方公里，建设用地约 52 平方公里，首期投资超过 2000 亿。“一点、一带、三区、六片、五楔”是海棠湾的整体规划。

表 17：三亚海棠湾区规划

规划核心	地理位置	内容介绍
一点	蜈支洲岛	定位为观光、休闲、度假的热带海岛雨林公园，潜水、垂钓、水上运动等多种海洋娱乐项目。
一带	沙坝地带	规划建设 32 家以上的高端度假酒店，已进驻的酒店：亚特兰蒂斯、红树林、凯宾斯基、洲际等
三区	南区：铁炉港片区、林旺片区	多元文化旅游区，公共服务、休闲及医疗区，包括亚洲顶级的国际游艇港、高档酒店区、山地高尔夫社区、国际风情小镇、梦幻娱乐不夜城、影视不夜城、奥林匹克湾、国际会展中心、解放军总医院海南分院等
	中区：龙江塘片区	高端休闲度假区，顶级酒店、滨水及养生社区，将以旅游度假为主，建成包括游艇港、度假酒店、度假公寓、度假别墅、养生度假设施等度假休闲项目在内的高端旅游产品汇集区域
六片	北区：风塘片区、椰洲片区、土福片区	综合休闲旅憩区，主题乐园和综合社区，主要项目有：滨海高端度假酒店、国际度假社区、惠普动漫产业基地、国际艺术中心、国际免税购物城、科教博览区及多样旅游资源的综合休闲旅憩区
	六个主要功能片区	包括铁炉港片区、林旺片区、龙江塘片区、风塘片区、椰洲片区和土福片区
五楔	各个功能片区被生态绿地所包围	五条主要生态绿楔顺应山势从中部穿过，直通海滨

资料来源：新浪新闻，长江证券研究所

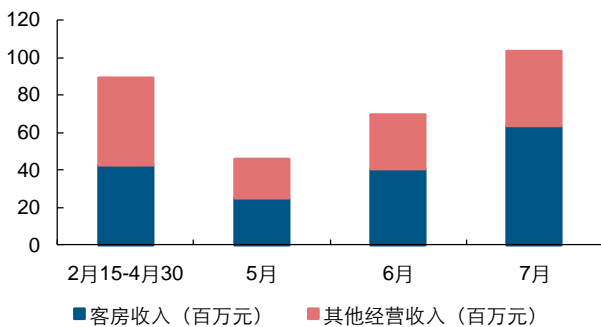
与日益增长的游客人数形成对比的是，三亚目前度假娱乐设施丰富程度仍然匮乏。目前海棠湾内除了免税购物城、各大度假酒店以及餐厅外，缺乏大体量的休闲娱乐设施。随着三亚海棠湾梦幻海洋不夜城等项目的落成开业，海棠湾的休闲度假资源将更加丰富，酒

店住宿需求也将水涨船高。未来亚特兰蒂斯有望与免税购物城、海洋不夜城等形成良好的协同作用。

受益海南国际旅游岛的战略不断推进，三亚亚特兰蒂斯未来的市场空间有望继续拓展。复星旅文招股书披露，2018Q3 三亚亚特兰蒂斯目的地业务实现收入为人民币 2.9 亿元，EBITDA 为人民币 0.93 亿元，EBITDA 利润率为 31.9%。18Q3 客房入住率为 73.0%、客房平均每日房价为人民币 1,982.3 元、RevPAR 为人民币 1,446.7 元。未来随着三亚度假旅游环境的成熟，亚特兰蒂斯酒店住宿收入随着 ADR 及入住率的提升持续提高。

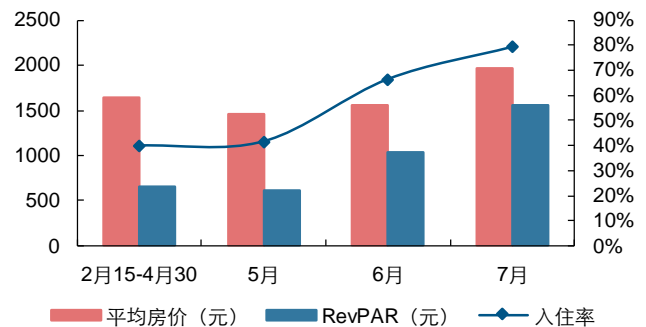
2019 年春节期间三亚亚特兰蒂斯取得了优异的经营表现。2019 年 2 月 4 日至 2 月 19 日亚特兰蒂斯三亚实现未经审核运营收入约人民币 1.50 亿元，包括客房收入约人民币 0.78 亿元，客房入住率约 93%；水族馆（三亚亚特兰蒂斯的失落的空间水族馆）、水世界（三亚亚特兰蒂斯的亚特兰蒂斯水世界）、餐饮及其他服务的其他经营收入约人民币 0.73 亿元。春节期间未经审核总运营收入约为 2018 年 2 月 15 日至 2018 年 6 月 30 日期间未经审核运营收入的 76.8%。

图 54：2018 年试营业以来部分月份亚特兰蒂斯收入情况



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

图 55：2018 年试营业以来部分月份亚特兰蒂斯客房经营数据



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

当前非住宿收入占比在 40%左右，未来将逐步提升。对比迪拜亚特兰蒂斯 50%以上的非住宿收入，三亚亚特兰蒂斯未来还有很大商业拓展空间。2019-2020 年，随着水族馆的开业、客流量的增加、演艺项目的推出，非住宿收入成长性值得期待。

图 56：三亚亚特兰蒂斯市场条件及商业模式优势

优越的地理位置	有利的政策支持	高端服务	一站式体验
<ul style="list-style-type: none"> 位于颇受欢迎且拥有丰富旅游资源的三亚市 可步行到达海棠湾国际购物中心，全球最大的免税店之一 	<ul style="list-style-type: none"> 有望受益于中央政府推动海南省的政策 海南省已被指定为自由贸易试验区 	<ul style="list-style-type: none"> 连同 Club Med 三亚度假村，我们是三亚最大的高端度假村提供商 拥有 1,314 间客房；拥有国内最大的天然海水水族馆之一 水上乐园可同时容纳 13,500 名游客 	<ul style="list-style-type: none"> 综合性旅游度假村，提供水上活动、购物、儿童看护等服务 为各年龄段家庭成员提供各种类型的服务 海豚湾预期将于 2019 年开业

资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

丽江、太仓项目：引进先进理念，新项目稳步推进

复星主要开发两种旅游目的地：一是拥有丰富优质旅游资源的旅游目的地，如毗邻拥有秀美自然景色的著名旅游景点的目的地及受游客欢迎城市近郊目的地；二是拥有便利交通及密集人口的一线城市近郊旅游目的地：

丽江项目：公司计划在丽江市白沙镇建立一个总建筑面积约 350,000 平方米的旅游目的地，毗邻玉龙雪山。项目定位为针对中高端客户的国际旅游目的地。预计将于 2018 年底前开工建设、于 2020 年底或 2021 年初开始分阶段完工，并于其后两、三年内全面竣工。丽江项目未来数年预计将产生成本约人民币 24 亿元，预期大部分为建设成本。

图 57：丽江项目介绍



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

太仓项目：项目总面积超过 145,000 平方米，目前仍处于设计阶段。公司于 2018 年 7 月及 9 月就收购太仓市总地盘面积分别为 181,486.8 平方米及 154,977.9 平方米的其他地块订立土地收购协议。太仓项目的建设预计将于 2019 年分阶段动工，预期于 2020 年底开始分阶段完工，并于其后三至四年内全面竣工。太仓项目未来数年预计将产生的成本约为人民币 77 亿元，预期大部分为建设成本。

图 58：太仓项目介绍



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

爱必依：旅游目的地综合管理服务供应商

公司的旅游目的地管理项目业务依托爱必依品牌逐步探索。爱必依品牌为中国其他旅游目的地业主或特许权持有人提供设计、技术、运营及管理服务。目前爱必依在中国许多地区开展业务，如浙江、江苏、江西及广东等省份。截至 2018 年 6 月，爱必依管理 9 个项目的运营、并为 17 个项目提供服务。

图 59：爱必依主要业务布局与服务内容



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

服务及解决方案：专注家庭旅游度假服务

公司提供基于度假场景的服务及解决方案，是围绕度假目的地优势业务打造的衍生业务。具体服务包括：

娱乐和其他旅游及文化相关服务

公司娱乐和其他旅游文化相关服务内容多元丰富。公司于 2018 年初在三亚经营和推广太阳马戏的娱乐表演在中国的首演，经扣除应付予太阳马戏的表演费和商品版税及其他成本和开支，公司保留演出的销售门票和商品的所有收入。公司计划在三亚亚特兰蒂斯的海豚湾剧院上演一台全新表演，于 2019 年开幕。此外，公司于 2018 年开始运营一站式国际儿童玩学俱乐部迷你营，继三亚之后将在上海开设两间俱乐部。

图 60：娱乐和其他旅游文化相关服务

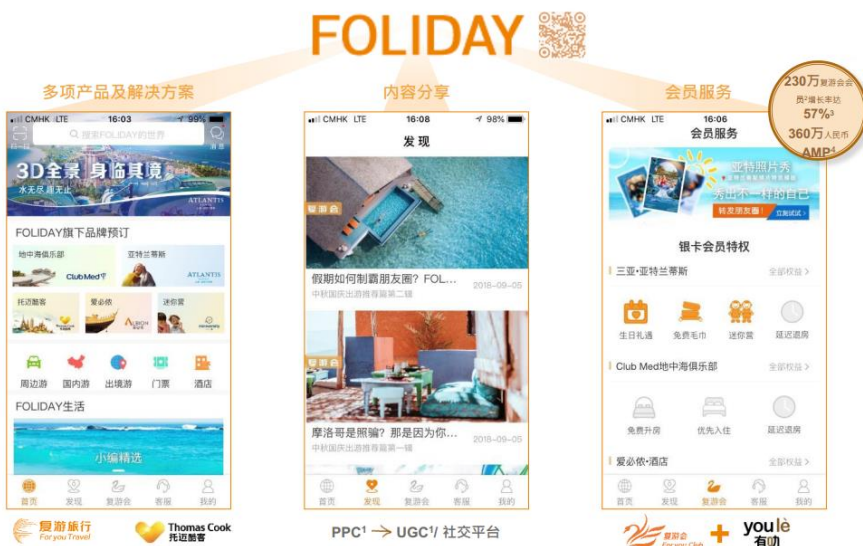


资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

专注于家庭旅游和休闲相关产品的平台

除了 Club Med 拥有或适用的直接、间接销售渠道外，公司推出了 FOLIDAY 生活平台。通过移动应用程序、微信账户和旅行社为家庭提供和分销量身定制的旅游和休闲解决方案。公司和 Thomas Cook 于中国成立合资企业酷怡（公司持股 51%），作为旅行社和销售网络的一部分。

图 61：家庭旅游和休闲相关产品平台

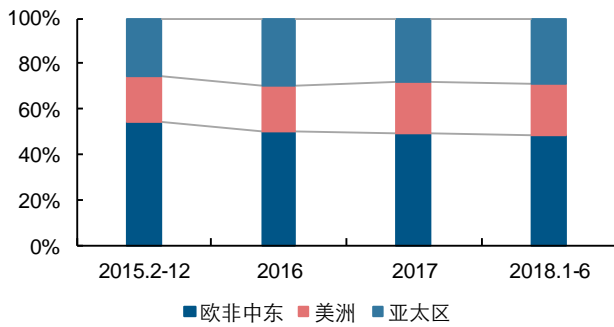


资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

会员制度与计划

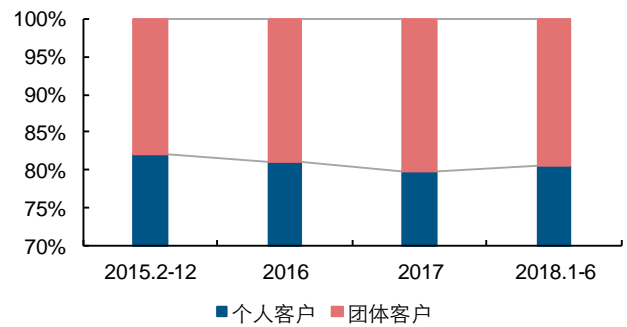
Club Med 于 2009 年推出了尊享会员忠诚度计划。尊享会员分类为绿松石、白银、黄金和铂金会员，并可享受各种优惠；截至 2018 年 6 月 30 日，Club Med 有超过 200 万名尊享会员，全部于截至 2018 年 6 月 30 日止三个年度内购买 Club Med 产品最少一次。

图 62: Club Med 客户分区域来源占比



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

图 63: Club Med 客户分类型占比



资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所

此外，2018 年 3 月，复星在中国推出了复游会会员制度。复游会管理和运营 FOLIDAY 生态系统下的会员和客户服务及活动，并集合了来自各个品牌的会员，包括但不限于三亚亚特兰蒂斯、爱必依、泛秀和迷你营，而复游会可整合 Club Med 中国区的尊享会员。自 2018 年 3 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日期间，复游会会员的数量以每月约 97% 的比率增长，而会员购买量的数量每月增加约 64%；6 月 30 日至 9 月 30 日再度增长 57%，达到约 230 万名会员。自复游会推出起至 2018 年 9 月 30 日，复游会会员每月平均购买额约为人民币 360 万元。

战略展望：打造旅游休闲生态综合平台

以当前资质来看，复星旅文迈向旅游休闲生态综合平台战略目标具备六大优势：

- (1) **规模领先优势：**就 2017 年收入而言，公司是全球最大的休闲旅游度假村集团，并拥有提供优质旅游及休闲解决方案的悠久历史；
- (2) **生态系统优势：**致力于拥有广泛的产品供应和解决方案，融合全球知名品牌，全力打造一体化生态系统；
- (3) **创新能力优势：**公司是提供创新旅游和休闲服务的先驱，以满足客户不断变化的需求，并在具有显著增长潜力的市场中发展公司的业务；
- (4) **目的地资源优势：**公司积累了一系列独特和稀缺的度假村和旅游目的地资源；
- (5) **人才优势：**公司拥有一支富有远见及经验丰富的全球管理团队，团队以高度专业人士为支撑，具有良好的执行力和创新能力；
- (6) **集团资源优势：**公司与控股股东及战略伙伴复星国际的协同关系。

图 64：公司致力于打造一体化的生态系统



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

图 65：公司与控股股东及战略伙伴的协同关系



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

公司未来策略的重要部分为扩张至具较高旅游潜力的全球目的地：1) 通过提供独特假日目的地及假日体验而服务全球客户；2) 抓住中国等快速发展市场的增长潜力；3) 进一步全球扩张 FOLIDAY 及其他各类品牌，提升在全球旅游社区的声誉；及 4) 分化旅游业务的固有运营风险，包括地理政治风险、自然灾害以及季节性等。未来将打造为全球家庭提供多项旅游及休闲相关的解决方案的生态系统。

图 66：复星旅文战略愿景



资料来源：复星旅文公开演示资料，长江证券研究所

综上所述，复星旅文具备相当的资源优势，目前布局仍在推进带来庞大的开支，变现能力还有待进一步提高。复星旅文生态系统布局相对完善，囊括了大文旅产业的用户入口、核心资产以及一定的变现模式，但目前复星旅文相关的业态还未完全成熟，后续投入庞大，且不少板块尚在培育阶段盈利能力不强。我们认为，复星旅文拥有了知名的品牌、完善的产业链以及充足的资本。如何加速在国内稀缺资源进行布局、如何最大程度从游客群体获得变现，期待未来运营的进一步验证。

表 18：复星旅文盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收入（百万元）	10,782.98	11,799.39	15,291.23	20,280.76	19,771.27
同比增速	-	9.4%	29.6%	32.6%	-2.5%
度假村业务（百万元）	10,779.69	11,758.41	12,609.11	13,467.94	14,577.22
同比增速	-	9.1%	7.2%	6.8%	8.2%
其中：自持及租赁（百万元）	-	-	12,014.40	12,787.33	13,727.81
——度假村数量（家）	-	-	60	62	64
——平均年收入（百万元）	-	-	200.24	206.25	214.50
管理输出（百万元）	-	-	594.71	680.62	849.41
——度假村数量（家）	-	-	9	10	12
——平均年提成（百万元）	-	-	66.08	68.06	70.78
旅游目的地业务（百万元）	0.39	13.94	757.78	1,556.64	1,875.02
同比增速	-	3446.8%	5336.4%	105.4%	20.5%
其中：客房收入（百万元）	-	-	454.67	871.72	993.76
——客房数（间）	-	-	1,314	1,314	1,314
——平均房价（元/天）	-	-	1,580	2,524	2,726
——平均入住率	-	-	60%	72%	76%
非客房收入（百万元）	-	-	303.11	684.92	881.26
服务及解决方案业务（百万元）	2.90	27.04	148.12	282.39	340.03
同比增速	-	833.8%	447.7%	90.7%	20.4%
可售住宅确认收入（百万元）	0	0	1,776.21	4,973.79	2,979.00
总成本（百万元）	8,242.18	8,969.05	11,061.92	13,013.51	12,787.57
同比增速	-	8.8%	23.3%	17.6%	-1.7%
度假村及目的地成本（百万元）	6,142.07	6,618.69	7,879.25	8,556.60	9,218.95
占持续经营收入比	57.0%	56.1%	58.3%	55.9%	58.3%
其中：固定经营成本（百万元）	3,249.46	3,481.37	4,216.69	4,530.86	4,903.34
占持续经营收入比	30.1%	29.5%	31.2%	29.6%	29.2%
可变经营成本（百万元）	1,390.09	1,505.32	1,797.50	1,974.60	2,115.83
占持续经营收入比	12.9%	12.8%	13.3%	12.9%	12.6%
折旧及租赁开支（百万元）	1,502.53	1,632.00	1,865.07	2,051.13	2,199.79
占持续经营收入比	13.9%	13.8%	13.8%	13.4%	13.1%
物业销售及建设服务成本（百万元）	331.76	462.62	672.81	1,784.71	790.85
占总收入比	3.1%	3.9%	4.4%	8.8%	4.0%
交通服务成本（百万元）	1,765.76	1,861.51	2,311.07	2,449.12	2,619.59

占持续经营收入比	16.4%	15.8%	17.1%	16.0%	15.6%
其他 (百万元)	2.58	26.23	198.79	223.09	158.17
占总收入比	0.0%	0.2%	1.3%	1.1%	0.8%
毛利润 (百万元)	2,540.80	2,830.35	4,229.30	7,267.25	6,983.70
毛利率	23.6%	24.0%	27.7%	35.8%	35.3%
其他收支净额 (百万元)	26.31	208.51	150.50	180.60	198.66
销售及分销成本 (百万元)	-1,904.86	-2,171.00	-2,500.28	-2,801.18	-3,039.40
占持续经营收入比	17.7%	18.4%	18.5%	18.3%	18.1%
一般及行政开支 (百万元)	-599.12	-794.47	-973.08	-1,010.26	-1,108.29
占持续经营收入比	5.6%	6.7%	7.2%	6.6%	6.6%
经营利润 (百万元)	63.13	73.39	906.44	3,636.42	3,034.67
经营利润率	0.6%	0.6%	5.9%	17.9%	15.3%
财务费用 (百万元)	-497.17	-433.09	-382.28	-405.62	-355.88
占总收入比	4.6%	3.7%	2.5%	2.0%	1.8%
应占溢利 (百万元)	-11.31	-17.81	-12.50	-7.23	-3.21
除所得税前利润 (百万元)	-445.35	-377.52	511.66	3,223.57	2,675.58
所得税 (百万元)	27.21	-82.52	153.50	967.07	802.67
净利润 (百万元)	-472.56	-295.00	358.16	2,256.50	1,872.90
净利润率	-4.4%	-2.5%	2.3%	11.1%	9.5%
少数股东损益	-122.35	-98.49	90.63	780.75	713.50
归母净利润 (百万元)	-350.21	-196.50	267.53	1,475.75	1,159.40

资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所测算

注：持续经营收入指除住宅销售收入以外的收入

表 19：复星旅文整体 EBITDA 预测 (单位：百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除所得税前利润	-445.35	-377.52	511.66	3,223.57	2,675.58
折旧	494.54	521.80	538.29	580.08	605.30
租金	1,007.99	1,110.20	1,326.78	1,471.05	1,594.49
摊销	83.93	168.94	172.89	173.50	172.82
融资成本	497.17	433.09	382.28	405.62	355.88
EBITDA (老准则)	630.29	746.32	1,605.12	4,382.77	3,809.58
EBITDA (IFRS 16 适用)	1,638.27	1,856.52	2,931.91	5,853.82	5,404.07

资料来源：复星旅文招股说明书，长江证券研究所测算

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告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, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。