分析員: 褚凱源, FRM
電話: +852 2533 3723
電郵: austinchu@sbichinacapital.com
地址: 香港中環皇后大道中 5 號衡怡大廈 4 樓

復星旅遊文化(01992.HK)

海外Club Med 延續2H21強勢且復蘇步伐勝預期，維持「買入」評級，上調目標價至每股14.45港元

復星旅遊文化(01992.HK)公佈 2021 年全年營收 92.6 億元人民幣，較 2020 年同期上升 31.2%；全年毛利率按年同期下跌 3.0 百分點至 27.7%，歸屬母公司股東的淨虧損上升 5.4%至約 27.1 億元人民幣；經調整 EBITDA 約 2.5 億元人民幣，按年增長約 32.5%。

集團 2021 年 Club Med 的表現略勝我們預期，儘管 1H21 度假村業務大受疫情影響，但集團 2H21 復蘇步伐加快，加上三亞亞特蘭蒂斯全年營業額創新高，帶動集團收入增長 31.2%至 92.6 億元人民幣。集團度假村及旅遊目的地/旅遊相關物業銷售及建造服務/旅遊休閒服務及解決方案分別錄得全年收入約 61.4 億/21.4 億/9.8 億元人民幣，較同期增加 8.6%/355.8%/5.2%。而集團於 2022 年第一季 Club Med 的容納能力恢復速度及入住率表現皆優於預期，縱使亞太區域業務仍受疫情影響，但我們對集團業務復蘇的步伐及未來兩年新開 17 間度假村的部署均保持正面，我們維持集團「買入」評級，目標價上調至每股 14.45 港元。

海外 Club Med 於 2H21 迅速反彈

海外 Club Med 於 1H21 的表現大受疫情影響，因主要客源地暫停境外出行等嚴格的防疫措施，位於阿爾卑斯山的山地度假村(瑞士的聖莫里茲度假村除外)無法於滑雪旺季開業。但其後各國加快推進疫苗接種，集團於 2021 年 5 月中旬逐步重開度假村。

於 2H21 受惠於各國防疫措施有所放鬆及短途旅遊需求反彈，Club Med 錄得營收 46.4 億元人民幣，較 2020 年同期增長 180.1%, 恢復至 2019 年同期的 76.9%; 其容納能力較 2020 年同期增長 79.5%，恢復至 2019 年同期的 74.3%，而入住率僅較 2019 年同期相差 1.4 個百分點至 62.2%; 平均每日床位價格約為 1,405.2 元人民幣，較 2020 年及 2019 年同期分別增長約 28%及 15.2%，其中歐非中東及美洲地區業務迅速反彈，惟亞太地區仍受疫情影響。綜觀 2021 年 Club Med 全年收入達 59.8 億元人民幣，較 2020 年同期增長 11%，佔 2019 年 47%的水平。

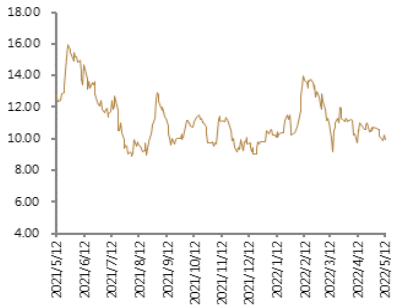
而集團於 2022 年第一季度延續 2H21 強勢，其營業額達約 33.7 億元人民幣，佔 2019 年同期的 84.5%，而容納能力恢復至 2019 年同期 83%的水平。截至 2022 年 4 月 16 日，1H22 全球累計預訂量亦恢復至 2019 年同期的 92.9%水平。我們預期集團 Club Med 於 2H22 整體復蘇情況將持續改善，主要由歐美業務逐步正常化帶動下半年收益。

股票代號 (01992.HK)

建議	**買入**
目標價 (港元)	14.45
現價 (港元)	10.06
過去 12 個月波動區間 (港元)	8.50-16.20
市值 (億港元)	124.64

資料來源: 彭博, SBI CHINA CAPITAL

股價表現 (01992.HK)



	1 個月	3 個月	12 個月
股價變動	-4.9%	-26.6%	-21.5%
相對變動	4.2%	-4.3%	9.9%

資料來源: Choice, SBI CHINA CAPITAL

三亞亞特營業額創新高但增長勢頭仍受制於近期國內疫情

於 1H21 中國疫情基本受控，集團的三亞亞特蘭蒂斯維持強勁增長勢頭，但 2021 年 8 月起受國內疫情多點爆發影響，致三亞亞特於 2H21 的運營出現波動。但集團的三亞亞特於逆勢下仍增長穩健，全年營收達 14.6 億元人民幣，較 2020 年增長 18.6%，並創下營業額新高。其中客房收入增加 18.6%至約 8.3 億元人民幣，其他經營收入增加 18.7%至約 6.3 億元人民幣，入住率上升 4.0 百分點至 71.5%，平均房價增加 12.3%至 2,418.9 元人民幣。

但集團亞特於 2022 年 3 月因國內疫情爆發致全國旅遊限制收緊影響，當月營業額較去年減少約 87%，導致第一季度整體營收較微下跌 1.6%至 3.8 億元人民幣。近期國內疫情擾亂亞特強勁的增長勢頭，我們估計國內疫情逐步好轉且放寬旅遊限制後，三亞旅客人數將於 2H22 出現反彈而帶動亞特全年營收穩步增長。

復遊城項目如期推進

集團的麗江復遊城於 2021 年 9 月開業，ClubMed 度假村、愛必儂度假公寓及湖區營地均已投入運營，其可售度假客棧和住宿工程項目亦已於 2021 年年底分階段完工。另外，集團的太倉復遊城的建設如期推進，其阿爾卑斯雪世界、Club Med Joyview 太倉度假村和主題商業街於 2021 年相繼開工，而阿爾卑斯雪世界項目的主體結構亦已於 2022 年 1 月封頂。

我們對太倉復遊城項目能按 2023 年下半年集中開業的時間表進程持樂觀態度，估計麗江及太倉復遊城項目除度假物業貢獻銷售收入外，其針對中高端市場定位的度假設施為後疫情旅遊需求提早佈局，相信未來亦為集團度假村及旅遊目的地運營提供收入增長的動力。

海外Club Med 延續2H21強勢且復蘇步伐勝預期，維持「買入」評級，上調目標價至每股14.45港元

集團的Club Med於1H21因主要客源地的防疫措施而導致營業額大受影響，但海外Club Med於2H21加快重啟度假村，使歐非中東及美洲地區業務迅速反彈，儘管亞太地區仍較受疫情影響，Club Med整體復蘇的步伐皆優於我們預期。另外，三亞亞特的全年營業額創新高，但我們較關注近期國內疫情蔓延所實施的全國旅遊限制措施，或擾亂三亞亞特強勁的增長，但估計2H22將出現反彈並維持全年平穩增長。而集團麗江及太倉復遊城項目的建設，受國內疫情的影響有限且如期推進。我們對集團業務復蘇的步伐及未來兩年新開17間度假村的部署均保持正面，因此透過自由現金流及EV/EBITDA進行估值，我們維持集團「買入」評級，目標價上調至每股14.45港元，相當於2022年/2023年/2024年12.2x/8.9x/7.7x EV/EBITDA。

同業比較

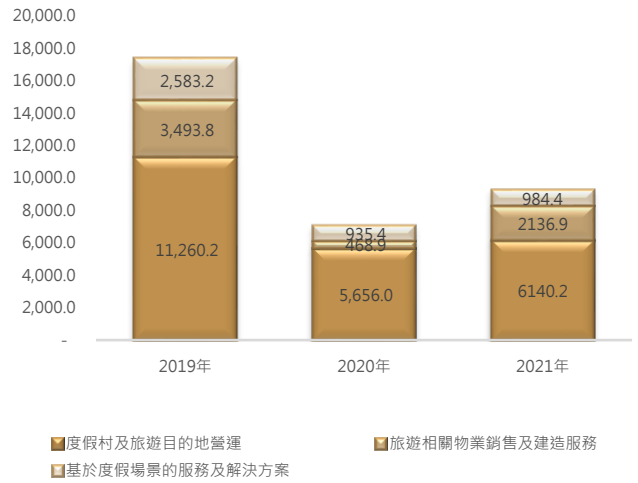
		市值 (百萬,港元)	市盈率 (X)	預測市盈率 (X)	市賬率 (X)	市銷率 (X)	收入 (百萬,港元)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
GHG.US	Green Tree Hospitality	3,260.0	10.3	12.0	0.8	2.4	1,046.5	57.8	13.1
HLT.US	Hilton Worldwide	293,887.6	56.2	29.5	N/A	5.7	44,989.3	88.3	N/A
MTN.US	Vail Resorts	73,224.8	41.9	26.2	6.0	4.3	14,815.3	27.9	14.4
PLYA.US	Playa Hotels & Resorts	11,113.5	606.4	18.8	2.2	2.1	4,155.7	37.8	(15.1)
WH.US	Wyndham Hotels & Resorts	54,454.4	22.4	21.9	6.0	4.3	12,164.5	53.1	30.2
	平均值	*87,188.1*	*147.4*	*21.7*	*3.7*	*3.7*	*15,434.3*	*53.0*	*10.7*
01992.HK	復星旅遊文化	12,464.2	-	-	3.8	1.2	11,162.4	27.7	(67.5)

資料來源: 彭博、SBI China Capital

風險因素

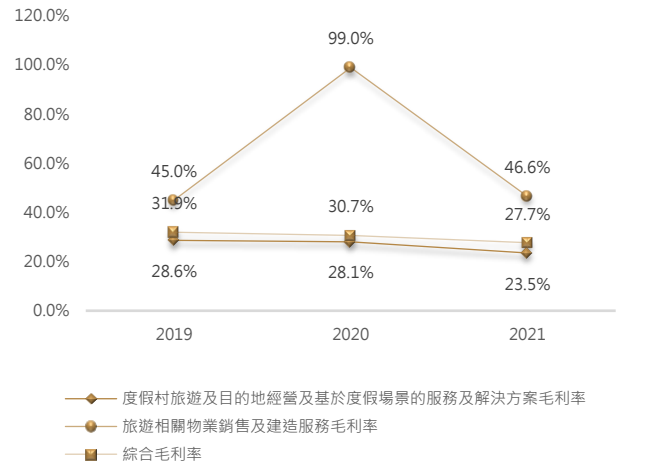
- 疫苗持續性不如預期，變種病毒再次令疫情升温
- 中國地區旅遊需求放緩
- 物業預售無法預期進行，導致集團現金流減少，利息支出造成壓力之餘亦無法取得現金流投入新項目
- 受到疫情對全球經濟帶來的衝擊影響，旅遊消費需求反彈緩慢

按業務分類之總收入 (人民幣, 百萬)



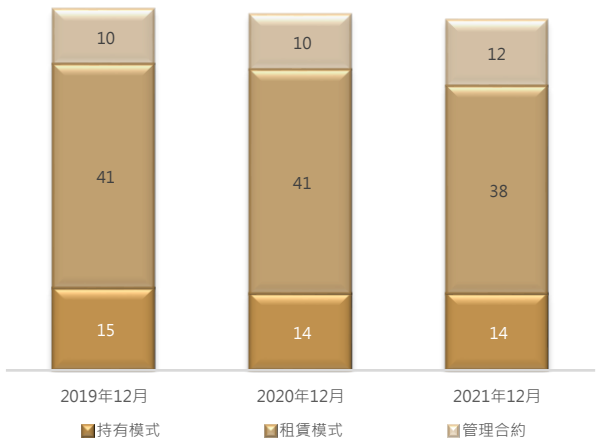
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

按業務分類之毛利率



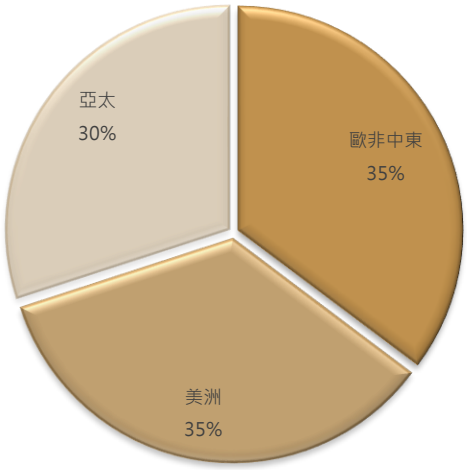
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

按營運模式分類之 Club Med 度假村數目



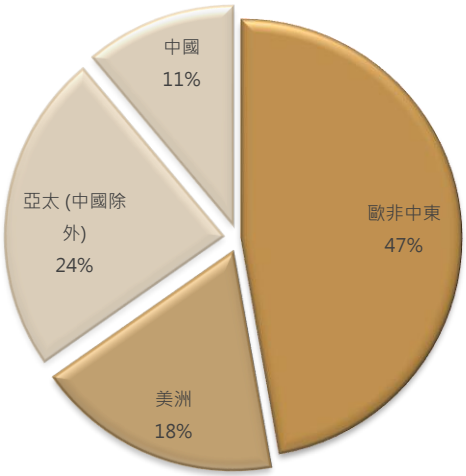
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

按容納能力之 Club Med 度假村地區分佈



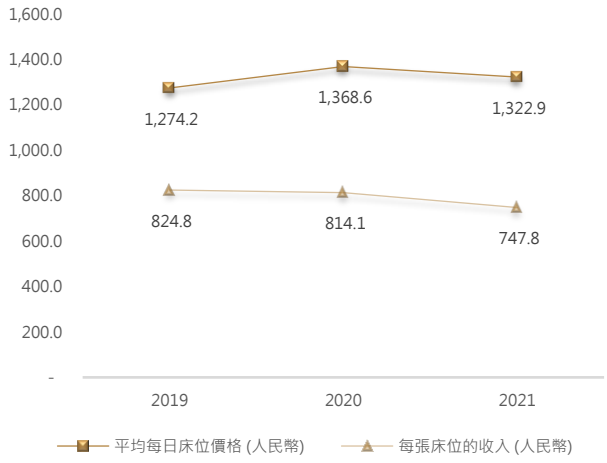
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

Club Med 度假村地分佈



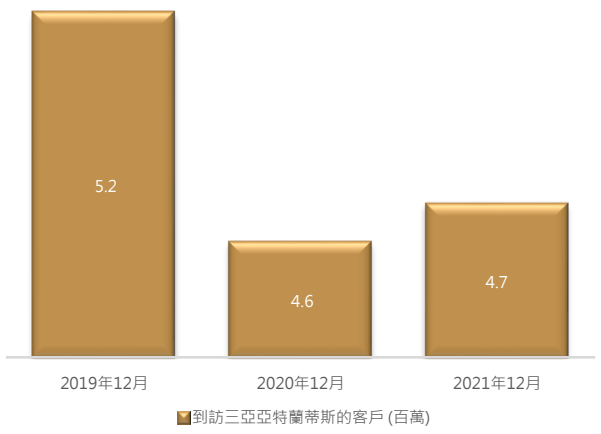
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

Club Med 平均每日床位價格與每張床位的收入



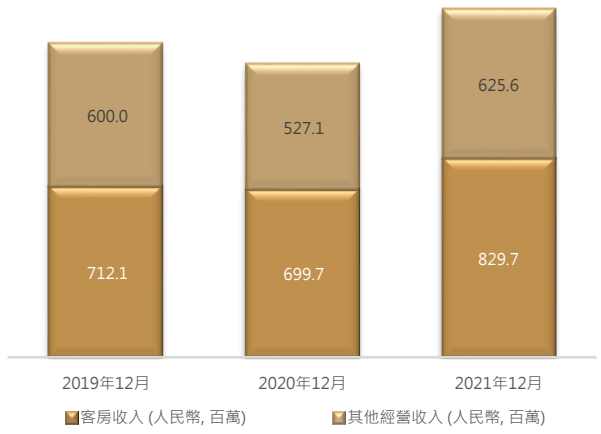
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

到訪三亞亞特蘭蒂斯的客戶 (百萬)



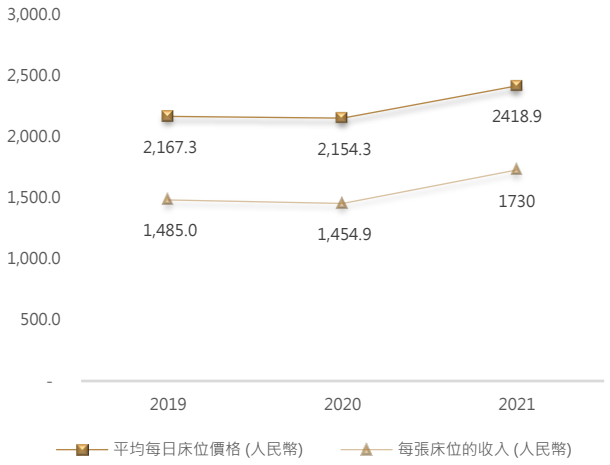
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

三亞亞特蘭蒂斯總收入 (人民幣，百萬)



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

三亞亞特蘭蒂斯平均每日床位價格與每張床位的收入



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

財務報表

損益表 (人民幣，百萬)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)
總收入	**9,261.5**	**14,137.8**	**18,974.1**	**22,365.1**
按年增長	*31.2%*	*52.7%*	*34.2%*	*17.9%*
銷售成本	(6,694.5)	(10,019.3)	(13,215.6)	(15,527.5)
毛利	**2,567.0**	**4,118.5**	**5,758.5**	**6,837.6**
其他收入及收益	(953.0)	22.1	(56.4)	(66.7)
經營支出	(3,049.2)	(2,968.9)	(3,737.9)	(4,316.5)
經營溢利	**(1,435.2)**	**1,171.6**	**1,964.2**	**2,454.4**
財務支出	(960.4)	(930.1)	(940.1)	(1,001.1)
合營及聯營	(1.3)	3.6	4.9	6.3
稅前盈利	**(2,397.0)**	**245.1**	**1,029.0**	**1,459.6**
所得稅開支	(383.7)	(176.8)	(324.1)	(469.9)
淨利潤	**(2,780.7)**	**68.3**	**705.0**	**989.7**
按年增長	*-1.0%*	*-102.5%*	*931.8%*	*40.4%*
經調整 EBITDA	**487.9**	**2,083.2**	**2,936.5**	**3,487.6**

資產負債表 (人民幣，百萬)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)
固定資產	9,677.3	11,202.5	12,531.7	13,693.4
無形資產	2,570.4	2,576.7	2,594.1	2,616.7
其他非流動資產	15,079.3	16,341.8	16,147.1	16,767.0
非流動資產	**27,327.0**	**30,121.0**	**31,272.9**	**33,077.0**
庫存	207.6	306.3	244.1	294.0
貿易應收款項	562.9	1,018.1	1,082.4	1,368.5
現金或現金等物	3,756.6	2,201.8	2,549.0	3,686.4
其他	5,430.7	4,761.1	4,698.6	5,095.2
流動資產	**9,957.8**	**8,287.3**	**8,574.1**	**10,444.1**
總資產	**37,284.7**	**38,408.4**	**39,847.0**	**43,521.2**
長期借貸	11,084.2	11,373.8	12,070.4	13,323.9
其他非流動負債	9,939.2	10,233.5	11,064.1	12,111.6
非流動負債	**21,023.4**	**21,607.3**	**23,134.5**	**25,435.5**
應付款項	2,348.6	3,049.8	2,425.4	3,019.9
短期貸款	2,179.4	1,360.6	1,741.8	2,282.4
其他流動負債	8,741.5	9,330.4	8,780.1	8,028.5
流動負債	**13,269.4**	**13,740.8**	**12,947.3**	**13,330.7**
總負債	**34,292.8**	**35,348.1**	**36,081.8**	**38,766.2**
非控股權益	172.6	174.2	191.7	216.1
控股權益	2,819.4	2,886.0	3,573.6	4,538.8
總權益	**2,992.0**	**3,060.3**	**3,765.3**	**4,754.9**

現金流 (人民幣, 百萬)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)
稅前利潤	(2,397.0)	245.1	1,029.0	1,459.6
財務開支	960.4	930.1	940.1	1,001.1
財務收入	(45.5)	(60.8)	(35.6)	(41.3)
折舊與攤銷	822.8	889.5	946.6	1,018.1
其他	1,190.6	1,021.5	1,054.9	998.3
營運資本變動	1,203.6	306.3	(574.0)	(931.3)
經營現金流	**1,735.0**	**3,331.7**	**3,360.9**	**3,504.5**
資本開支	(881.0)	(2,252.7)	(2,114.9)	(2,014.0)
其他	1,288.5	60.8	35.6	41.3
投資現金流	**407.5**	**(2,191.9)**	**(2,079.3)**	**(1,972.7)**
增股股本取得	15.3	-	-	-
淨借貸	503.7	(529.1)	1,077.7	1,794.1
利息支出	(564.2)	(981.9)	(988.2)	(1,049.8)
股息支出	-	-	-	-
其他	(1,120.7)	(1,183.5)	(1,024.0)	(1,138.6)
融資現金流	**(1,166.0)**	**(2,694.5)**	**(934.5)**	**(394.3)**
股權自由現金流	**1,890.2**	**1,531.7**	**3,311.9**	**4,334.5**
公司自由現金流	**2,041.0**	**2,334.6**	**2,911.2**	**3,252.2**

財務比率	2020 (A)	2021 (E)	2022 (E)	2023 (E)
毛利率	27.7%	29.1%	30.3%	30.6%
經營利潤率	-15.5%	8.3%	10.4%	11.0%
淨利潤率	-30.0%	0.5%	3.7%	4.4%
核心 EBITDA 利潤率	5.3%	14.7%	15.5%	15.6%
股本回報率	-66.0%	2.3%	20.7%	23.2%
資產回報率	-7.3%	0.2%	1.8%	2.4%
流動比率	75.0%	60.3%	66.2%	78.3%
速動比率	45.1%	35.5%	40.8%	50.3%
現金比率	28.3%	16.0%	19.7%	27.7%
負債權益比率	443.3%	416.1%	366.8%	328.2%
庫存周轉天數	13.6	10.9	8.7	7.0
應收款項周轉天數	20.6	20.4	20.2	20.0
應付款項周轉天數	105.5	89.3	75.6	64.0

資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究評級

軟庫中華金融的股票評級：

強烈建議買入 ： 未來 12 個月絕對增長超過 50%

建議買入 ： 未來 12 個月絕對增長超過 10%

建議持有 ： 未來 12 個月絕對回報在-10%至+10%

建議沽售 ： 未來 12 個月絕對下降超過 10%

建議強烈沽售 ： 未來 12 個月絕對下降超過 50%

披露：投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫 中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是（除非特別 注明）報告發佈日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不為使用本報告或其內 容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和 發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1) 在本報告中提 到公司（或其投資）中任職，或購買或售出其股票；(2) 和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3) 在適 用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此 資訊行動（包括進行交易）。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商， 供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發（全文或部分）給任何其他方。本報告 在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。