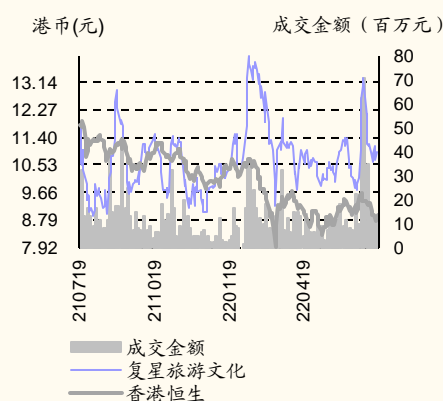


市价(港币): 10.960元

目标(港币): 15.60元

市场数据(港币)

收盘价(元)	10.960
流通港股(百万股)	1,239.97
总市值(百万元)	13,590.04
年内股价最高最低(元)	14.000/8.920
香港恒生指数	20846.18



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-0.36	5.79	-13.97
相对香港恒生		19.34	11.59

相关报告

- 1.《高端度假领航者，经营迎复苏拐点-复星旅游文化首次覆盖》，2022.7.11

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingr@gjzq.com.cn

yesir@gjzq.com.cn

减亏幅度略超预期，把握边际复苏+生态完善

主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,084	9,274	14,738	19,194	21,160
营业收入增长率	-59.21%	30.92%	58.91%	30.23%	10.24%
归母净利润(百万元)	-2,568	-2,712	126	804	1,291
归母净利润增长率	-521.88%	5.61%	104.66%	535.57%	60.64%
摊薄每股收益(元)	-2.071	-2.187	0.102	0.648	1.041
每股经营性现金流净额	-1.60	1.40	7.08	6.03	4.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	-50.10%	-96.19%	4.29%	21.43%	25.61%
EV/EBITDA	55.94	45.17	10.09	7.72	6.56
P/B	2.65	4.82	4.61	3.62	2.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022年7月18日公司公告1H22业绩预告，旅游运营营业额(不变汇率计，后同)同增约198.0%、较1H19增长约0.3%，归母净利亏损1.5~2.5亿元，较1H21亏损的20.05亿元有明显收窄。

评论

- 1H22 大幅减亏，偿债能力良好。**1H22 归母净利环比 2H21 减亏 4.6~5.6 亿元，最大收入来源 Club Med 受益海外修复扭亏(预计恢复至 1H19 大部分水平)，亏损源于 1) 主要利润源三亚亚特 3~6 月受国内疫情冲击，1H22 EBITDA 率 42.6%/-6.6pct(其中前两月 57.8%); 2) Thomas Cook 仍亏损，推测英国已减亏主要受中国部分拖累; 3) 丽江复游城尚在爬坡且远途游受损更大; 4) 总部财务费用等刚性开支。21 年末 1 年内到期有息负债 21.8 亿元，1H22 末现金及银行结余不低于 34 亿元，偿债压力可控。
- 度假村恢复显著、预定良好，看好下半年持续上修。**1H22 Club Med 营业额 57.4 亿元/+336.0%、恢复至 19 年 90.2%，容纳能力恢复至 19 年 87.4%、RevPAB 恢复至 19 年 108.3%(平均床位价格较 19 年+19.3%，主因产品升级; OCC 59.1%/+16.5pct、恢复至 19 年 90.8%)。截至 22.7.9 2H22 的累计预定营业额+32.1%、较 19 年+13.7%，1H23 的累计预定营业额+16.4%、较 19 年+12.7%。下半年国内管理模式千岛湖、延庆二期、仙林及日本 Kiroro 等新村释放，叠加疫情好转，预计业绩上修空间仍较大。
- 三亚亚特受疫情反复拖累，复苏后弹性可期。**1H22 三亚亚特营业额约 48.7 亿元/-41.7%(前 2 个月+44.3%，后 4 个月-78.6%)。我们认为亚特受益海棠湾旅游资源及免税政策，自身体验奢华稀缺，6 月底以来修复迅速，叠加基数偏低下半年弹性可期，我们预测 22E 亚特 EBITDA 率为 45.4%。

投资建议

- 公司迎经营拐点、新项目蓄势待发。预计 22E~24E 归母净利 1.3/8.0/12.9 亿元，经调整 EBITDA 29.6/38.6/45.4 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复，房地产销售不及预期，汇率波动，商誉减值等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	17,368	7,084	9,274	14,738	19,194	21,160	货币资金	2,129	2,808	3,757	9,030	12,758	14,877
增长率	6.6%	-59.2%	30.9%	58.9%	30.2%	10.2%	应收款项	4,624	4,110	3,387	3,574	4,079	4,496
主营业务成本	11,798	4,896	6,695	9,819	12,485	13,594	存货	1,439	1,547	1,999	2,805	3,567	3,884
%销售收入	67.9%	69.1%	72.2%	66.6%	65.0%	64.2%	其他流动资产	468	2,131	815	1,120	1,387	1,505
毛利	5,539	2,165	2,567	4,920	6,710	7,566	流动资产	8,660	10,597	9,958	16,529	21,791	24,763
%销售收入	31.9%	30.6%	27.7%	33.4%	35.0%	35.8%	%总资产	23.5%	27.4%	26.7%	37.3%	43.2%	45.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	195	225	236	256	276	296
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	10,318	10,186	9,704	9,888	10,537	10,846
销售费用	2,231	1,368	1,455	2,189	2,811	2,996	%总资产	28.0%	26.3%	26.0%	22.3%	20.9%	20.0%
%销售收入	12.8%	19.3%	15.7%	14.9%	14.6%	14.2%	无形资产	11,296	11,806	9,939	9,939	9,939	9,939
管理费用	1,199	1,107	1,594	1,287	1,537	1,552	非流动资产	28,143	28,089	27,327	27,767	28,668	29,420
%销售收入	6.9%	15.6%	17.2%	8.7%	8.0%	7.3%	%总资产	76.5%	72.6%	73.3%	62.7%	56.8%	54.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	36,803	38,687	37,285	44,296	50,459	54,183
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	2,038	2,188	2,179	2,129	2,079	2,029
息税前利润 (EBIT)	2,080	-299	-496	1,423	2,342	2,997	应付款项	1,709	1,522	2,349	3,927	4,994	5,438
%销售收入	12.0%	n.a	n.a	9.7%	12.2%	14.2%	其他流动负债	8,638	6,661	8,741	14,345	18,667	20,573
财务费用	765	849	907	983	926	890	流动负债	12,386	10,372	13,269	20,402	25,740	28,040
%销售收入	4.4%	12.0%	9.8%	6.7%	4.8%	4.2%	长期贷款	4,692	11,165	11,084	10,834	10,834	10,934
	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	11,296	11,806	9,939	9,939	9,939	9,939
	0	0	0	0	0	0	负债	28,373	33,343	34,293	41,175	46,513	48,914
投资收益	4	-10	-1	4	4	4	普通股股东权益	8,130	5,126	2,819	2,946	3,750	5,041
%税前利润	0.3%	n.a	n.a	0.9%	0.3%	0.2%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业利润	2,080	-299	-496	1,423	2,342	2,997	未分配利润	8,535	6,037	3,439	3,565	4,369	5,660
营业利润率	12.0%	n.a	n.a	9.7%	12.2%	14.2%	少数股东权益	300	218	173	176	196	229
营业外收支	-45	-1,423	-993	0	0	0	负债股东权益合计	36,803	38,687	37,285	44,296	50,459	54,183
税前利润	1,275	-2,581	-2,397	444	1,420	2,112	比率分析						
利润率	7.3%	n.a	n.a	3.0%	7.4%	10.0%		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	698	221	384	314	596	788	每股指标						
所得税率	54.8%	n.a	n.a	70.8%	42.0%	37.3%	每股收益	0.491	-2.071	-2.187	0.102	0.648	1.041
净利润	576	-2,802	-2,781	130	824	1,324	每股净资产	6.556	4.134	2.274	2.376	3.024	4.065
少数股东损益	-32	-234	-69	3	20	33	每股经营现金净流	2.093	-1.602	1.399	7.081	6.032	4.575
归属于母公司的净利润	609	-2,568	-2,712	126	804	1,291	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050
净利率	3.5%	n.a	n.a	0.9%	4.2%	6.1%	回报率						
现金流量表 (百万元)							净资产收益率	7.49%	-50.10%	-96.19%	4.29%	21.43%	25.61%
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	1.65%	-6.64%	-7.27%	0.29%	1.59%	2.38%
净利润	609	-2,568	-2,712	126	804	1,291	投入资本收益率	3.55%	-1.06%	-2.19%	1.60%	5.07%	6.67%
少数股东损益	-32	-234	-69	3	20	33	增长率						
非现金支出	1,036	-195	1,308	1,020	1,032	1,045	主营业务收入增长率	6.64%	-59.21%	30.92%	58.91%	30.23%	10.24%
非经营收益							EBIT增长率	23.99%	-114.38%	65.71%	387.26%	64.52%	27.99%
营运资金变动	-995	-1,260	1,204	5,884	3,855	1,498	净利润增长率	97.35%	-521.88%	5.61%	104.66%	535.57%	60.64%
经营活动现金净流	2,595	-1,986	1,735	8,781	7,479	5,672	总资产增长率	24.62%	5.12%	-3.62%	18.81%	13.91%	7.38%
资本开支	-1,294	-1,103	-934	-2,000	-2,500	-2,400	资产管理能力						
投资	-254	-1,696	1,255	-40	-40	-40	应收账款周转天数	13.7	25.0	22.2	22.8	22.8	22.8
其他	28	188	87	-146	-146	-146	存货周转天数	44.5	115.4	109.0	104.3	104.3	104.3
投资活动现金净流	-1,520	-2,611	408	-2,186	-2,686	-2,586	应付账款周转天数	52.9	113.5	128.1	146.0	146.0	146.0
股权募资	-90	-36	15	0	0	0	固定资产周转天数	216.9	524.8	381.9	244.9	200.4	187.1
债权募资	-330	5,599	-569	-250	0	100	偿债能力						
其他	-409	-286	-613	-1,071	-1,066	-1,067	净负债/股东权益	188.21%	417.64%	648.85%	443.35%	255.02%	151.68%
筹资活动现金净流	-829	5,276	-1,166	-1,321	-1,066	-967	EBIT利息保障倍数	2.7	-0.4	-0.5	1.4	2.5	3.4
现金净流量	254	680	948	5,274	3,727	2,120	资产负债率	77.09%	86.19%	91.98%	92.95%	92.18%	90.27%

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。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; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402