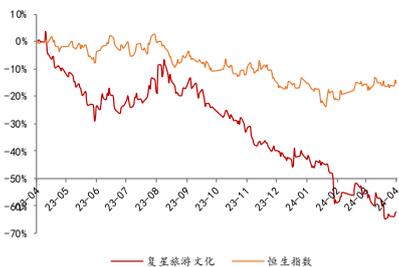


评级： 增持

于那  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522070001  
yuna3@sczq.com.cn  
电话：021-58820297

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	3.32
一年内最高/最低价 (元)	14.68/3.08
市盈率 (当前)	13.42
市净率 (当前)	1.80
总股本 (亿股)	12.43
总市值 (亿元)	41.24

资料来源：聚源数据

相关研究

- 点评：冰雪游加速旅游主业修复，高端度假龙头彰显经营韧性
- 23H1 中报业绩点评：上半年业绩全面恢复，海外需求复苏强劲

核心观点

- **事件：公司公告 2023 年业绩。**2023 年公司实现收入 171.52 亿元，同比+24.5%；归母净利润 3.07 亿元，同比实现扭亏为盈；经调整 EBITDA 37.30 亿元，同比+59.1%。23 年公司 Club Med、三亚亚特兰蒂斯、度假资产管理中心和复游会四大业务板块营业额共 181.25 亿元，同比+18.8%。随着全球疫情限制解除和疫后强劲的度假需求释放，公司全球业务实现全面复苏。23 年公司毛利润实现 55.95 亿元，同比+40.2%，毛利率达 32.62%/+3.66pcts，盈利能力实现稳步回升。
- **Club Med：各地区度假村业务表现良好，业绩创新高。**2023 年受益于欧非中东及巴西客户的推动，山地业务大幅增长，Club Med 业绩创新高，实现营业额 151.22 亿元/+19.2%，恢复至 19 年同期的 118.3%；经调整 EBITDA 为 32.08 亿，较 22 年同期+46.6%；经常性经营利润 15.48 亿，较 22 年+134%。美洲/欧非中东持续良好表现，营业额较 19 年同期增长 62.7%/10.8%；亚太地区则在旅行限制取消后出现强劲反弹，中国大陆营业额同比+86.3%，恢复至 19 年同期 101.2%。经营情况方面，2023 年 OCC 为 70.0%/同比+3.5%，较 2019 年差 1.5pcts；ADR 为 1681 元相较 2022/2019 年增长约为 8.5%/30.8%，公司“升级”战略稳步推进。2023 年公司持续推进度假村更新升级，成功推出地中海白日方舟南京仙林和太仓；推出两个新的高端度假村，日本的 Kiroro Grand 和法国的 La Rosière 尊享系列；完成土耳其度假村 Kemer 的出售，及法属西印度群岛度假村的售后回租，并计划进行升级翻新。此外，Club Med 直销比例达 72.8%，同比 19 年增长 7.4pcts。线上预订客户占比为 29.4%，同比增长 2.9pcts。
- **三亚亚特兰蒂斯：注重项目打造，收入增速亮眼。**2023 年，三亚亚特兰蒂斯实现营业额 16.75 亿元/+90.9%；经调整 EBITDA 为 7.45 亿/+157.6%，到访人次 607.7 万/+109%；OCC 达 81.9%/+38.9pcts；ADR 达 2385.5 元/-2.2%，RevPAR 为 1953 元/+86%。公司持续打造全新体验项目，在 7 月举办了“水世界粉色之夜”，之后正式开启了超级暑假活动，第四季度重启王牌夜场项目。23 年泛秀演艺营业额达 0.66 亿元，同比增长 162.6%。
- **度假资产管理中心：新项目开业表现良好，丽江度假村持续复苏。**阿尔卑斯雪世界、Club Med 地中海白日方舟太仓度假村、阿尔卑斯时光境已于 2023 年下半年开业。截至 2023 年 12 月 31 日，太仓阿尔卑斯国际度假区已获得约 229,275 平方米建筑面积的销（预）售许可并全部用于销（预）售，可售套数 2,020 套。截至 2023 年 12 月 31 日，已确认收入人民币 32.45 亿元。太仓阿尔卑斯国际度假村自 11 月开业以来，受益于冰雪旅游需求增长，实现快速爬坡。23 年丽江地中海国际度假村客流恢复良好，实现营业额 1.08 亿元/+21.26%，到访人次达 19.2 万人/+10.35%。
- **复游会：专注会员服务及体验提升，吸引付费效益显著。**公司重新将 TC

中国定位为复游会，作为公司全球会员运营平台。截至 2023 年 12 月 31 日，复游会平台会员规模达 652.9 万/+16.5%。23 年付费人数达 11.4 万，同比+52.6%。23 年复游会营业额达 3.55 亿元/+9.0%，订单量达 84.9 万单/+131.5%。

- **投资建议：**我们预计公司 24-26 年 EPS 为 0.30/0.35/0.42 元，当前价格对应 PE 为 11/9/8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**需求恢复不及预期；地产销售不及预期；新项目表现不及预期；汇率波动风险。

#### 盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	171.5	193.1	214.4	236.1
营收增速(%)	24.5%	12.6%	11.0%	10.1%
归母净利润(亿元)	3.1	3.7	4.4	5.2
归母净利润增速(%)	156.4%	19.9%	18.6%	18.3%
EPS(元/股)	0.25	0.30	0.35	0.42
PE	13.4	11.2	9.4	8.0

资料来源：Wind，首创证券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2979	2279	7233	11128	营业总收入	17287	19459	21601	23783
应收款项合计	3474	4497	4726	5380	主营业务收入	17152	19310	21438	23612
存货	2028	3268	3401	3499	其他营业收入	135	149	149	164
其他流动资产	81	485	304	417	营业总支出	15708	17861	19886	21864
流动资产合计	8562	10529	15664	20424	营业成本	11557	12954	14359	15790
固定资产净额	11254	11254	11254	11254	营业开支	4152	4908	5528	6074
权益性投资	262	256	259	257	营业利润	1579	1598	1715	1920
其他长期投资	358	287	324	323	净利息支出	1171	815	883	905
商誉及无形资产	16916	16927	16857	16746	权益性投资损益	-12	-12	-12	-12
土地使用权	0	104	120	123	其他非经营性损益	-182	-185	-167	-205
其他非流动资产	1271	1019	1033	1108	非经常项目前利润	213	585	652	797
非流动资产合计	30061	29847	29847	29811	非经常项目损益	277	-21	14	-13
<b>资产总计</b>	<b>38623</b>	<b>40376</b>	<b>45511</b>	<b>50235</b>	除税前利润	489	565	666	784
应付账款及票据	2141	3481	3465	3660	所得税	143	165	195	229
短期借贷及长期借贷当期到期部分	3558	4248	5135	5923	少数股东损益	39	31	34	38
其他流动负债	10415	9217	9685	10580	持续经营净利润	307	369	437	517
流动负债合计	16114	16946	18285	20163	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	8127	9606	12563	14781	净利润	307	368	437	517
其他非流动负债	12002	11044	11412	11486	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	20129	20650	23975	26267	归属普通股股东净利润	307	368	437	517
<b>负债总计</b>	<b>36243</b>	<b>37596</b>	<b>42260</b>	<b>46430</b>	EPS (摊薄)	0.2	0.3	0.4	0.4
归属母公司所有者权益	2296	2665	3102	3618					
少数股东权益	84	115	149	187					
<b>股东权益总计</b>	<b>2380</b>	<b>2780</b>	<b>3251</b>	<b>3805</b>					
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>38623</b>	<b>40376</b>	<b>45511</b>	<b>50235</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>2492</b>	<b>3303</b>	<b>3277</b>
净利润	307	368	437	517
折旧和摊销	0	827	921	935
营运资本变动	-1712	252	848	666
其他非现金调整	1405	1044	1097	1160
<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>-622</b>	<b>-920</b>	<b>-900</b>
资本支出	0	-943	-866	-828
长期投资减少	-43	78	-40	3
少数股东权益增加	-128	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	171	243	-13	-75
<b>融资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>-2570</b>	<b>2571</b>	<b>1518</b>
借款增加	-277	2168	3844	3006
股利分配	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	277	-4738	-1273	-1488

主要财务比率				
	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	24.5%	12.6%	11.0%	10.1%
归属普通股股东净利润增长率	156.4%	19.9%	18.6%	18.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.6%	32.9%	33.0%	33.1%
净利率	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%
ROE	12.9%	14.9%	15.1%	15.4%
ROA	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	93.8%	93.1%	92.9%	92.4%
流动比率	0.5	0.6	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.7	0.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.2	0.3	0.4	0.4
每股经营现金流	0.0	2.0	2.7	2.6
每股净资产	1.8	2.1	2.5	2.9
<b>估值比率</b>				
P/E	13.4	11.2	9.4	8.0
P/B	1.8	1.5	1.3	1.1

## 分析师简介

于那，社服行业首席分析师。毕业于剑桥大学金融与经济学，曾就职于方正证券、东方财富证券、德邦证券等，曾获 2017-2018 年新财富第 4/2 名，2017-2019 年水晶球第 4/3/5（公募）名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现