

复星旅游文化 (1992.HK) / 商社

证券研究报告/公司深度报告

2024年06月28日

评级：买入（首次）

市场价格：3.54 港元

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

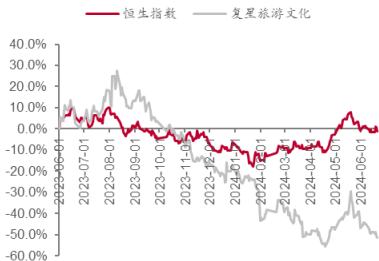
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13778	17152	18518	20736	22375
营业收入增速	49%	24%	8%	12%	8%
归母净利润	-544.90	306.80	327.03	392.70	476.59
净利润增长率	-	-	7%	20%	21%
摊薄每股收益 (元)	-0.44	0.25	0.26	0.32	0.38
每股现金流量 (元)	1.93	3.51	3.60	3.60	4.06
净资产收益率	-22%	13%	12%	13%	14%
市盈率 (倍)	-24.55	21.79	12.56	10.46	8.62
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市净率	5.1	2.8	1.5	1.3	1.1

备注：股价选取日期为 2024 年 6 月 26 日，上述单位均为人民币。

基本状况

总股本(百万股)	1244
流通股本(百万股)	1244
市价(港元)	3.66
市值(亿港元)	46
流通市值(亿港元)	46

股价与行业-市场走势对比



相关报告

报告摘要

- 全球高端消费仍然向好，长期有望继续稳健增长。**财富效应下高收入群体的收入增速表现好于其他群体。2019-2022 年，美国 5% 最高收入的住户收入增速明显高于 20% 低收入户 (3.5% VS 1.8%)，中国城镇居民 20% 高收入户人均可支配收入增速 (5.4%) 同样高于 20% 低收入户 (3.0%)。收入映射至消费层面，在全球经济不确定的背景下，24Q1 爱马仕、法拉利依旧保持向好态势 (可比收入增速分别 17%、11%)，高于 LVMH (+3%)，而开云集团、Tapestry (Coach 母公司)、Capri (MK 母公司) 增速则为负增长；此外，根据胡润百富，高净值人群消费价格指数显著高于整体 CPI 表现。
- 复星旅文定位于高端休闲度假，旗下产品 2023 年 Club Med 平均每日床位价格达到 1,681 元，公司持续推进高端化战略，高端&尊享系列度假村占比提升，带动价格提升，明显超过 2019 年 (1,286 元)。此外，旅游产业有望持续向休闲度假模式转型，休闲、亲子、多元化的度假需求将有望持续为公司注入发展源动力。**
- 公司产品模型持续被验证，管理输出构筑成长潜力。**截至 2023 年，公司旅游运营营业额达到 181 亿元，同比增长 19%，较 19 年增长 28%；23 年 Club Med 及其他业务经调整的 EBITDA margin 达到 22.6%，三亚亚特兰蒂斯的经调整 EBITDA margin 为 40.8%。此外，截至 23 年，Club Med 度假村的数量达到 68 个，未来预计至 26 年公司度假村容纳能力将比 23 年继续提升 19%。
- 收入&利润结构较 19 年发生明显变化，当前市场价值显著被低估。**2023 年公司收入水平与 2019 年相差不大，均为 170+ 亿，但结构有明显变化，2019 年物业销售占比超过 20%，而 23 年该业务占比仅为 6.6%；23 年公司经调整的 EBITDA 37 亿，物业销售占 0.4%，19 年该水平为 37 亿元、26%。我们预计未来随 Club Med 的升级与扩张，公司旅游运营业务仍能维持稳健增长，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 3.3/3.9/4.8 亿元，经调整的 EBITDA 分别为 39.7/42.4/46.5 亿元，其中旅游运营经调整 EBITDA 为 39.6/42.3/46.4 亿元，当前股价仅对应 3.3X EV/E BITDA (EBITDA 为经调整后)，参考可比公司企业倍数 13.7X 均值，公司估值处于低位，首次覆盖，予以“买入”评级。
- 风险提示：居民消费信心恢复不足，出入境恢复不及预期，市场竞争加剧风险，地产市场持续低迷，信息滞后风险。**

内容目录

1. 定位高端休闲度假赛道，需求韧性长青	- 4 -
1.1 全球高端消费短期韧性、长期稳健增长	- 4 -
1.2 复星旅文定位高端休闲度假，23 年以来业绩取得亮眼表现.....	- 6 -
2. 品牌&产品优势显著，运营管理输出构筑成长潜力	- 7 -
2.1 产品力持续被验证，盈利能力已超过疫情前水平	- 7 -
2.2 轻资产运营输出未来成长依旧可期	- 8 -
3.收入&利润结构变化，当前估值处于底部水平.....	- 9 -
3.1 地产依赖持续下降，收入利润结构较 2019 年发生较大变化.....	- 9 -
3.2 净债务相对稳定，账上现金充沛.....	- 10 -
3.2 盈利预测&估值	- 10 -
4.风险提示.....	- 13 -

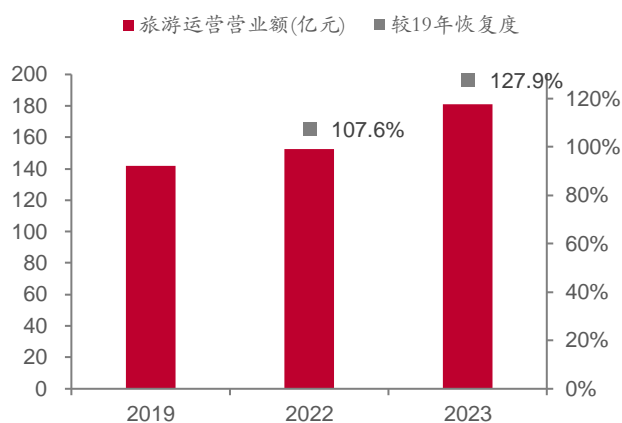
图表目录

图表 1: 公司旅游运营营业额及恢复情况	- 4 -
图表 2: 公司旅游运营 EBITDA 及恢复情况	- 4 -
图表 3: 美国不同收入水平的家庭净资产占比	- 4 -
图表 4: 美国全部住户的收入平均数的复合增速	- 5 -
图表 5: 中国城镇居民人均可支配收入的复合增速	- 5 -
图表 6: 奢侈品集团的营收增速(%)表现	- 5 -
图表 7: 各集团 24 年第一季度营收增速情况(%)	- 5 -
图表 8: 中国高净值群体消费价格指数 vsCPI	- 5 -
图表 9: 2023 年房价对比(元)	- 6 -
图表 10: Club Med 每年房价变化及四五星级占比	- 6 -
图表 11: 各国休闲旅游花费(十亿美元)	- 6 -
图表 12: Club Med 资深 G.O 提供专业儿童看护	- 7 -
图表 13: Club Med 一价全包冰雪假期	- 7 -
图表 14: 公司 Club Med 营业额及 EBITDA(百万元)	- 7 -
图表 15: 三亚亚特兰蒂斯营业额及 EBITDA(百万元)	- 7 -
图表 16: Club Med 四大产品线	- 8 -
图表 17: Club Med 容纳能力	- 9 -
图表 18: Club Med 度假村数量(按模式, 家)	- 9 -
图表 19: 公司收入构成(百万元)	- 9 -
图表 20: 公司经调整 EBITDA 构成(百万元)	- 9 -
图表 21: 公司地产销售情况	- 10 -
图表 22: 公司计息银行借款及其他借款与应付债券	- 10 -
图表 23: 公司现金及银行结余情况	- 10 -
图表 24: 分业务盈利预测(百万元)	- 11 -
图表 25: 公司 EBITDA 预测(百万元)	- 11 -
图表 26: 可比公司估值情况	- 12 -
图表 27: 盈利预测表	- 13 -

1. 定位高端休闲度假赛道，需求韧性长青

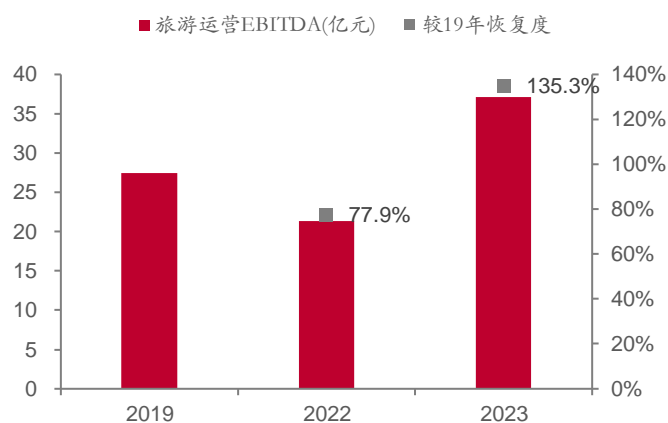
复星旅游文化为全球领先的综合性高端旅游休闲度假集团之一，旗下品牌及产品包括全球最大的旅游度假连锁集团 Club Med、高端综合度假目的地三亚亚特兰蒂斯等，23 年尽管面临全球经济增速放缓、地缘格局动荡等外部环境，公司依旧凭借其高端定位、以及休闲度假优质产品力，旅游运营营业额取得 19% 的稳健增长，且 24Q1 营业额+16% 维持稳步提升态势。

图表 1：公司旅游运营营业额及恢复情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：公司旅游运营 EBITDA 及恢复情况

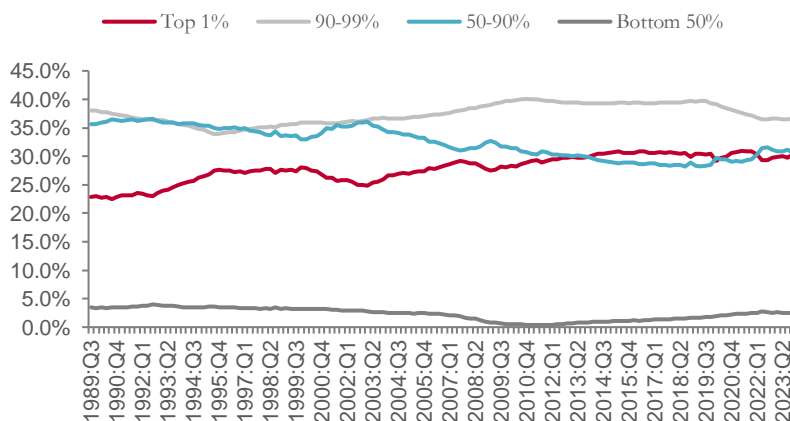


来源：公司公告、中泰证券研究所

1.1 全球高端消费短期韧性、长期稳健增长

- 帕累托法则指出，仅有 20% 的因素影响 80% 的结果，全球收入分配的不平衡，早在 1992 年，联合国开发计划署报告中就显示，全球最富有的 20% 人口控制 82.7% 的世界收入。这一现象持续加剧，美国前 1% 的家庭，净资产占比从 1989 年的约 23% 提升至 2023 年的 30%。

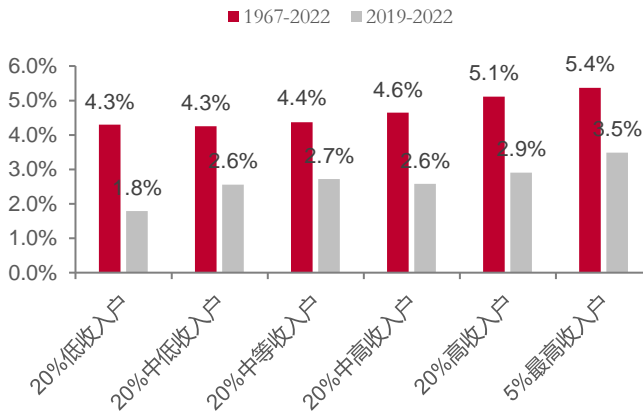
图表 3：美国不同收入水平的家庭净资产占比



来源：美联储、中泰证券研究所

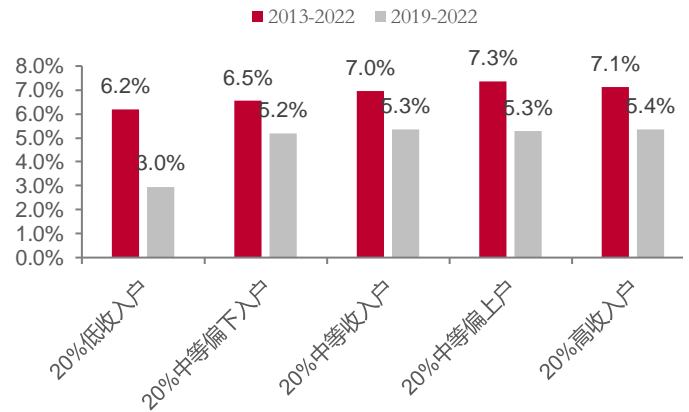
- 从收入水平来看，美国前 5% 的住户收入增速长期表现好于低收入住户，疫情期间依旧如此(2019-2022 年前 5% 的住户收入增速 3.5% vs 20% 低收入住户的 1.8%)，中国城镇居民人均可支配收入亦表现如此。

图表 4：美国全部住户的收入平均数的复合增速



来源：wind、中泰证券研究所

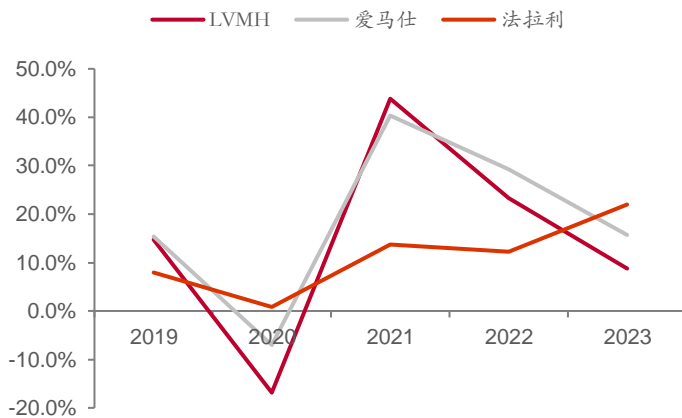
图表 5：中国城镇居民人均可支配收入的复合增速



来源：wind、中泰证券研究所

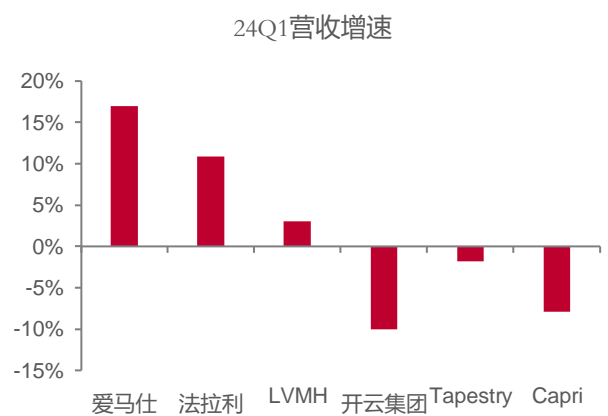
- 高净值群体消费表现依旧稳健，即使在全球奢侈品需求普遍放缓的背景下，爱马仕集团 23Q4、24Q1 营业收入固定汇率下增速分别为 18%、17%，表现强劲；与此同时，胡润百富统计的中国高净值群体消费价格指数 23 年表现也远好于 CPI，且维持在相对高位水平。

图表 6：奢侈品集团的营收增速(%)表现



来源：各公司公告、中泰证券研究所

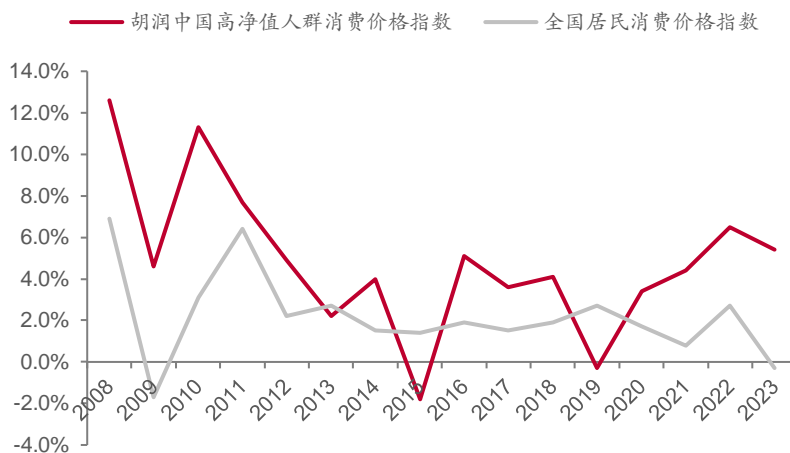
图表 7：各集团 24 年第一季度营收增速情况(%)



来源：各公司公告、中泰证券研究所

注：上述增速均为可比/有机增速。

图表 8：中国高净值群体消费价格指数 vsCPI

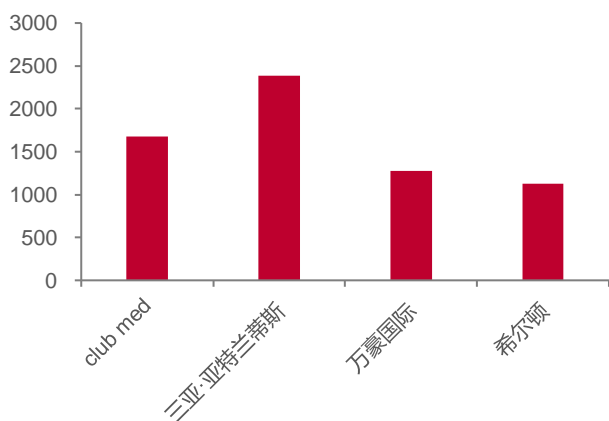


来源：胡润百富、中泰证券研究所

1.2 复星旅文定位高端休闲度假，23年以来业绩取得亮眼表现

- 公司旗下产品定位高端休闲度假，2023年 Club Med 平均每日床位价格达到 1681 元，公司持续推进高端化战略，关闭部分低星级度假村，同时加快高端及尊享系列度假村布局，截至 23 年底，公司 Club Med 高端及尊享系列度假村容纳能力占比达到 97%，平均每日床位价格较 2019 年提升 31%。

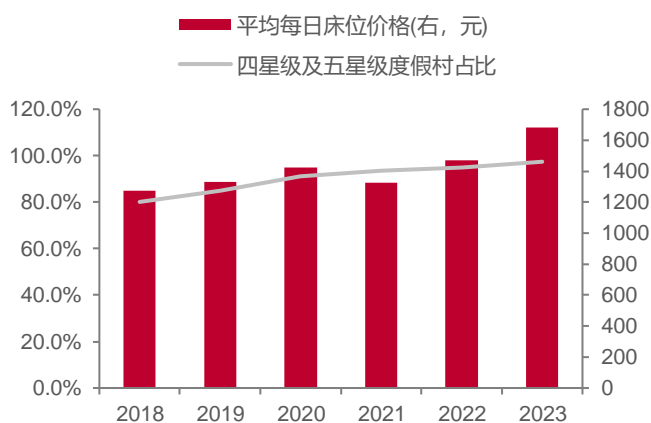
图表 9：2023 年房价对比(元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

注：美元兑人民币汇率取 7.1036

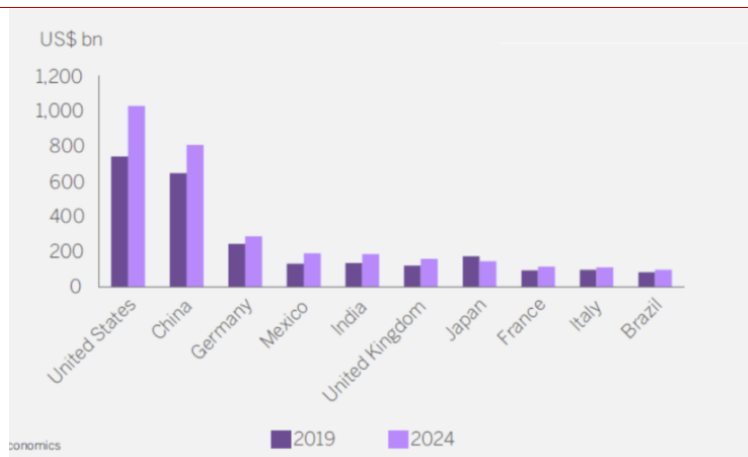
图表 10：Club Med 每年房价变化及四五星级占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 休闲度假维持高景气，按照国际发展指数，当人均 GDP 达到 1000 美元时，观光游剧增，旅游消费会出现较快发展；当人均 GDP 达到 2000 美元时，休闲度假游开始起步；而当人均 GDP 达到 6000 美元以上，将进入休闲养生度假时代。虽然 23 年全国经济增长放缓，但休闲旅游需求依旧表现强劲，且此前世界旅游交易会预计 2024 年美国、中国国内休闲旅游消费将比 2019 年分别增长 29%、16%。

图表 11：各国休闲旅游花费(十亿美元)



来源：牛津经济研究院、中泰证券研究所

- Club Med 推出“一价全包”奢华假期概念，将各项服务和活动均包含在房价内，包含 60+项精彩体验，从运动休闲活动到国际美食、儿童俱乐部以及国际 G.O(源自法语 GENTIL ORGANISATEUR)精神，让顾客享受到属于自己的娱乐和放松方式。

图表 12: Club Med 资深 G.O 提供专业儿童看护



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 13: Club Med 一价全包冰雪假期



来源：公司官网、中泰证券研究所

2. 品牌&产品优势显著，运营管理输出构筑成长潜力

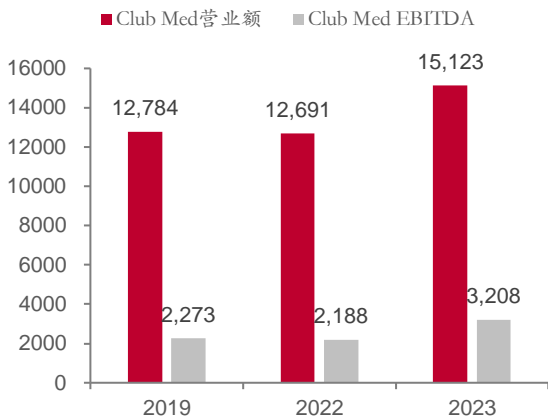
2.1 产品力持续被验证，盈利能力已超过疫情前水平

- 随全球旅游行业的复苏，公司业务已经超过疫情前水平，截至 2023 年，公司旅游运营营业额达到 181 亿元，同比增长 19%，较 19 年增长 28%；其中 Club Med 营业额达到 151 亿元，相比 19 年增长 18%，三亚亚特营业额较 21 年增长 15%。在 23 年高基数的基础上，24Q1 Club Med 及三亚亚特兰蒂斯继续维持较强态势，营业额分别同比增长 15%、4.5%，展现公司较强的产品力。

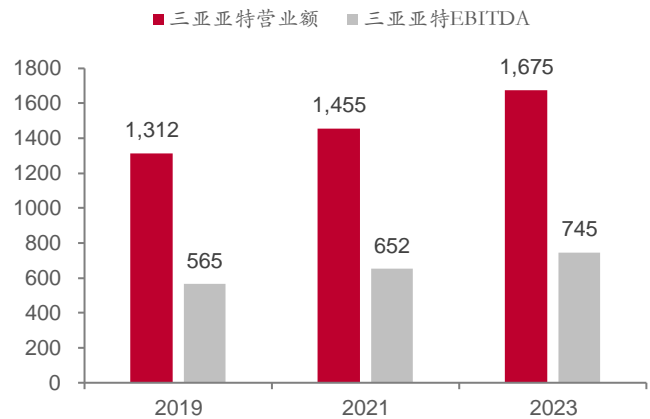
图表 14: 公司 Club Med 营业额及 EBITDA(百万)

图表 15: 三亚亚特兰蒂斯营业额及 EBITDA(百万)

元)



来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 目前 Club Med 已经形成四大产品线：Club Med 地中海俱乐部、地中海·邻境、地中海·白日方舟以及 Club Med Exclusive Collection。其中通过地中海·邻境以及地中海·白日方舟产品线的扩充，丰富周边游及城市精致度假的产品供给，巩固公司在度假领域的品牌力及认知。

图表 16: Club Med 四大产品线



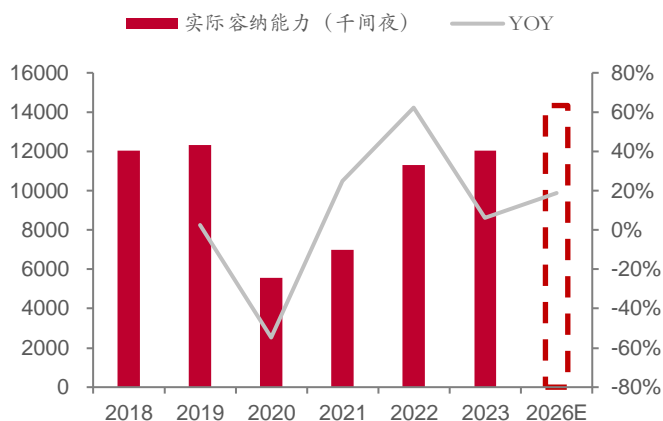
来源：公司官网、中泰证券研究所

2.2 轻资产运营输出未来成长依旧可期

- 截至 23 年底，Club Med 度假村的数量增加至 68 个(其中租赁 42 家、管理 16 家、自持 10 家)、较 22 年新增 2 家，容纳能力(可供销售床位总数)达到 12046，同比增长 6%。公司计划到 2026 年，容纳能力将较 2023 年增长超过 19%。
- 此外，公司 23 年初提出轻资产运营的战略，后续也将更加集中资源聚焦与产品、品牌、服务、体验等运营能力的提升，实现可持续增长。目前，太仓阿尔卑斯国际度假区的二期项目已经于 24 年 6 月 18 日签约，二期总投资超过 50 亿元、由太仓市政府平台出资打造，公司负责运营管理，二期项目将有望打造多项“世界雪场之最”，看好公司未来凭借项目运营

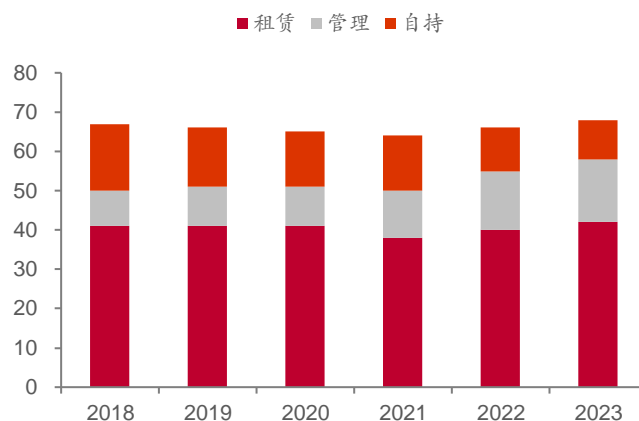
管理输出的成长潜力。

图表 17: Club Med 容纳能力



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 18: Club Med 度假村数量(按模式, 家)



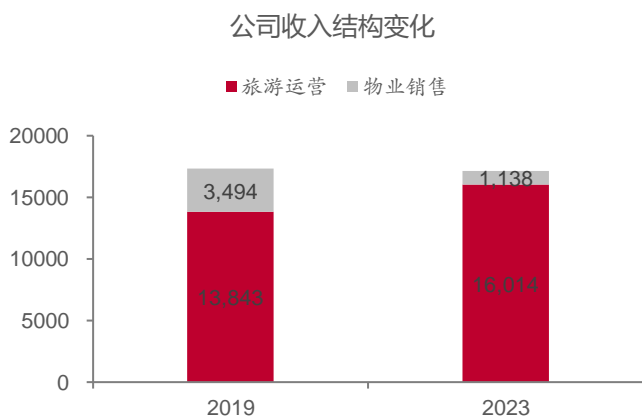
来源: 公司公告、中泰证券研究所

3. 收入&利润结构变化, 当前估值处于底部水平

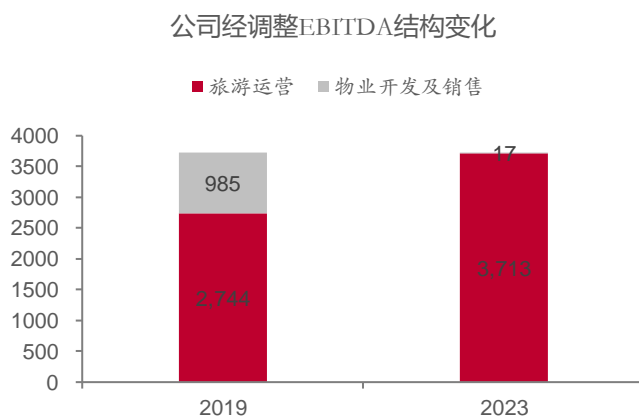
3.1 地产依赖持续下降, 收入利润结构较 2019 年发生较大变化

- 公司收入、利润结构较 19 年发生较大变化, 更加聚焦旅游营运, 地产占比明显降低。公司更加注重旅游运营及管理, 物业销售占比逐步下滑, 2023 年复星旅文收入 172 亿元, 其中物业销售收入占比不足 7%, 相比于 2019 年的 20% 有明显下滑; 且 23 年公司经调整的 EBITDA 为 37.3 亿元, 其中来自旅游运营的部分为 37.13 亿元, 物业销售相关 EBITDA 约为 0.17 亿元; 而 2019 年, 公司 37.3 亿元的经调整 EBITDA 中, 旅游运营为 27.4 亿元、仅占 74%, 来自物业销售部分的 EBITDA 达到 9.9 亿元。2019 年公司实现归母净利润 6.09 亿元, 其中来自地产部分达到 4.35 亿元, 旅游运营约 1.74 亿元; 23 年公司归母净利润 3.07 亿元, 基于上述, 我们认为来自旅游运营的归母净利润或也大幅超过疫情前水平。

图表 19: 公司收入构成(百万元)



图表 20: 公司经调整 EBITDA 构成(百万元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 目前，公司地产相关业务主要来自于太仓、丽江度假村的销售，其中太仓截至 23 年已经销售了 1423 套，已确认收入 32 亿元(预售起至 23 年底期间)，余 597 套；丽江已售 124 套，已确认收入 1.1 亿元，余 358 套待售。

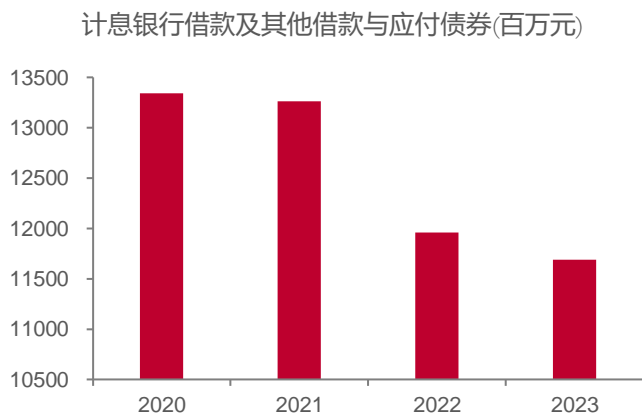
图表 21：公司地产销售情况

	可售套数 (套)	已售(含预售)	已售(含预售)货值 (百万)	已确认收入 (百万)
太仓	2020	1,423	3,716.30	3,244.78
丽江	482	124	145.2	113.5

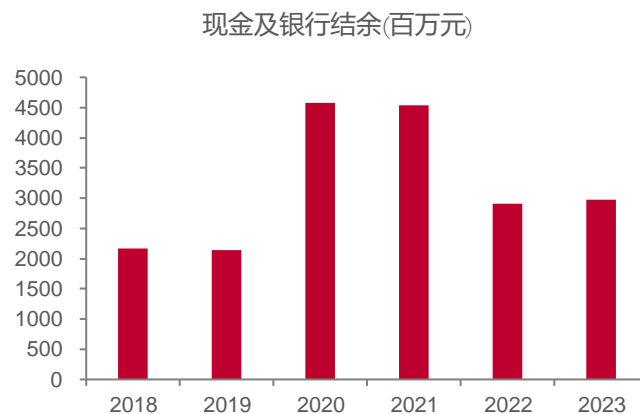
来源：公司公告、中泰证券研究所

3.2 净债务相对稳定，账上现金充沛

- 公司 23 年净债务水平(不含租赁负债)为 87 亿元,较 2022 年下降 3 亿元。融资结构比较平衡，计息银行借款及应付债券稳中有降；截至 23 年底，公司账面现金约 30 亿元。

图表 22：公司计息银行借款及其他借款与应付债券


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 23：公司现金及银行结余情况


来源：公司公告、中泰证券研究所

3.2 盈利预测&估值

假设：(1) Club Med：假设公司高端及尊享系列度假村容纳能力占比逐步提升，每日床位价格能够稳健增长；未来新开度假村稳步拓张；

(2) 三亚亚特兰蒂斯：度假内容持续升级，带动非房收入提升。

- 我们预计 24-26 年公司营业收入为 185/207/224 亿元，YOY+8/12/8%。其中旅游运营业务营收 179/197/215 亿元，YOY+12/10/9%。归母净利润分

别为 3.27/3.9/4.77 亿元。

- 我们认为 Club Med 未来仍有望随容纳能力提升、房价上涨带来盈利能力的提升，预计公司 24-26 年整体经调整 EBITDA 分别为 39.7/42.4/46.5 亿元，其中旅游运营经调整 EBITDA 为 39.6/42.3/46.4 亿元。现价对应 24 年企业价值倍数为 3.3X (EBITDA 为经调整后)。

图表 24：分业务盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13778	17152	18518	20736	22375
YOY		24%	8%	12%	8%
1、旅游运营	12442	16014	17918	19736	21475
YOY		29%	12%	10%	9%
1.1 Club Med 及其他	11606	14176	15934	17687	19367
YOY		22%	12%	11%	10%
1.2 三亚亚特	917	1,769	1792	1819	1855
YOY		93%	1%	2%	2%
1.3 度假资产管理-运营		117	192	230	253
2、物业销售及建造服务	1336	1138	600	1000	900
2.1 度假资产管理-地产	1055	932	500	900	750
毛利率	29.0%	32.6%	34.2%	34.5%	34.8%
归母净利润	-545	307	327	393	477

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 25：公司 EBITDA 预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经调整 EBITDA	2345	3730	3969	4236	4647
旅游运营	2137	3713	3963	4226	4638
EBITDA margin	17.2%	23.2%	22.1%	21.4%	21.6%
Club Med 及其他	2169	3200	3346	3696	4086
EBITDA margin	18.7%	22.6%	21.0%	20.9%	21.1%
三亚亚特兰蒂斯	283	723	717	729	751
EBITDA margin	30.9%	40.9%	40.0%	40.1%	40.5%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 同比行业，公司价值被低估。我们采用分部式估值法：（1）**旅游运营业务**：主要包含 Club Med 及三亚亚特兰蒂斯，主营业务为高端休闲度假产品，海外高端酒店包括万豪国际、希尔顿、洲际、凯悦等公司，以及范尔、永利澳门、嘉年华等从事度假村业务的公司，我们选取上述为可比公司，参考其平均估值 (EV/EBITDA 均值为 13.7X 左右)，考虑到国际酒

店集团如万豪、希尔顿等多为品牌&管理输出模式，享受一定估值溢价，公司度假村以租赁自营模式为主，我们给予公司旅游运营业务 10X 企业倍数，对应企业价值 396 亿。(2) **地产业务**：目前主要剩余太仓、丽江物业销售，截至 23 年底，太仓、丽江项目分别剩余 597、358 套，已经确认收入 32 亿元、1.1 亿元。以折现率 7%，计算得太仓&丽江 NAV 合计为 20 亿元。扣减净债务后，考虑到港股流动性、房地产市场不确定性、全球经济不确定性等，给予 40% 折让，对应 126 亿元(135 亿港元)合理市值，相比现价，公司价值一定程度被低估，我们认为未来随公司度假村的持续扩张、高端化战略推进的过程中，股价仍有较大修复空间。首次覆盖，予以“买入”评级。

图表 26：可比公司估值情况

公司	简称	EV/EBITDA (TTM)	EV/EBITDA (FWD)
万豪国际	MAR	19.74	16.5
希尔顿	HLT	25.98	18.58
凯悦酒店	H	26.82	15.12
洲际酒店	IHG	18.32	16.25
香格里拉(亚洲)	0069.HK	44.6	15.25
范尔度假村	MTN	10.89	11.19
永利度假村	WYNN	9.55	7.67
嘉年华公司	CCL	9.78	8.95
均值		20.71	13.69
复星旅游文化	1992.HK	6.73	

来源：seeking alpha、中泰证券研究所

注：上述估值选取日期均为 2024 年 6 月 26 日；复星旅游文化 EBITDA 未经调整。

图表 27: 盈利预测表

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标（元）					营业总收入	17287	18518	20736	22375
每股收益	0.25	0.26	0.32	0.38	营业成本	11557	12185	13580	14589
每股净资产	1.91	2.20	2.55	2.99	毛利率%	32.6%	34.2%	34.5%	34.8%
每股经营现金流	3.51	3.60	3.60	4.06	营业税金及附加				
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%				
价值评估（倍）					营业费用	2348	2778	3148	3446
P/E	21.79	12.56	10.46	8.62	营业费用率%	13.6%	15.0%	15.2%	15.4%
P/B	2.81	1.50	1.29	1.11	管理费用	1765	1805	2013	2170
P/S	0.39	0.22	0.20	0.18	管理费用率%	10.2%	9.8%	9.7%	9.7%
EV/EBITDA	4.42	3.02	2.83	2.43	研发费用	0	0	0	0
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标（%）					EBIT	1579	1708	1941	2115
毛利率	32.6%	34.2%	34.5%	34.8%	财务费用	1171	1258	1344	1373
净利润率	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	财务费用率%	6.8%	6.8%	6.5%	6.1%
净资产收益率	13.4%	12.5%	13.0%	13.6%	资产减值损失				
资产回报率	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	投资收益	-12	13	-14	-14
投资回报率	7.9%	8.4%	9.2%	9.8%	营业利润	1579	1708	1941	2115
盈利增长（%）					营业外收支	-1089	-1207	-1317	-1361
营业收入增长率	24.5%	8.0%	12.0%	7.9%	利润总额	489	501	624	754
EBIT增长率	214.9%	8.2%	13.7%	9.0%	EBITDA	3578	3921	4085	4523
净利润增长率	156.4%	6.5%	20.1%	21.3%	所得税	143	145	183	219
偿债能力指标					有效所得税率%	29.3%	29.0%	29.3%	29.0%
资产负债率	93.8%	93.4%	92.6%	91.7%	少数股东损益	39	28	49	59
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	归属母公司所有	307	327	393	477
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5					
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	资产负债表（百	2023A	2024E	2025E	2026E
经营效率指标					货币资金	2556	3940	4533	5090
应收帐款周转天数	16.7	15.9	17.0	17.3	应收账款及应收	705	926	1037	1119
存货周转天数	74.7	66.0	68.3	69.5	存货	2028	2437	2716	2918
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	其它流动资产	3273	4356	4886	5233
固定资产周转率	1.8	1.8	2.1	2.2	流动资产合计	8562	11658	13172	14359
					长期股权投资	262	268	273	278
					固定资产	10296	9953	10117	10448
					在建工程				
					无形资产	16916	15947	15439	15100
现金流量表（百	2023A	2024E	2025E	2026E	非流动资产合计	2586	3556	4161	4766
净利润	307	327	393	477	资产总计	38623	41382	43162	44951
少数股东损益	39	28	49	59	短期借款	3558	3558	3558	3558
非现金支出	1999	2213	2144	2408	应付票据及应付	2141	3046	3395	3647
非经营收益	970	1283	1437	1502	预收账款				
营运资金变动	1047	631	454	608	其它流动负债	10414	11912	12902	13904
经营活动现金流	4362	4482	4475	5053	流动负债合计	16113	18517	19856	21109
资产	-1611	-900	-1800	-2400	长期借款	8127	8127	8127	8127
投资	-36	-916	-645	-595	其它长期负债	12002	12002	12002	12002
其他	672	50	27	12	非流动负债合计	20129	20129	20129	20129
投资活动现金流	-975	-1766	-2418	-2983	负债总计	36243	38646	39985	41238
债权募资	-277	0	0	0	实收资本	0	0	0	0
股权募资	-2	0	0	0	普通股股东权益	2296	2623	3016	3493
其他	-2962	-1333	-1463	-1514	少数股东权益	84	112	161	220
融资活动现金流	-3241	-1333	-1463	-1514	负债和所有者权益	38623	41382	43162	44951
现金净流量	162	1383	594	556					

来源：公司公告、中泰证券研究所

注：上述估值选取日期均为 2024 年 6 月 26 日。

4. 风险提示

- 1) 居民消费信心恢复不足：当下全球经济不确定性上升，对居民消费的影响可能超出预期，进而影响公司业绩表现。
- 2) 出入境恢复不及预期：目前全球尤其是亚洲地区的出入境旅游正逐

步恢复中，但如果受到航班供给等因素的限制，可能会影响消费者度假需求，进而对公司业绩产生负面影响。

- **3) 市场竞争加剧风险：**行业竞争加剧可能会影响度假村的价格表现。
- **4) 地产市场持续低迷：**公司业务仍包含部分待售地产等业务，若房地产市场持续低迷，可能会对公司对应业务带来影响。
- **5) 信息滞后风险：**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。