

复星旅游文化

买入（维持评级）

港股公司点评

证券研究报告

(01992.HK)

旅游主业稳健增长,轻资产化积极推进

事件

2024年8月22日公司公告1H24业绩,收入94.1亿元/+5.8%,归母净利润3.2亿元/-31.8%,经调整EBITDA 20.9亿元/-9.3%,剔除1H23一次性处置度假村受益影响后分别同比+20.3%、+2.8%。

点评

旅游运营稳健增长,对地产销售依赖度进一步下降。1H24公司旅游运营营业额106.5亿元/+10.5%(一致汇率计),全球业务稳健增长。分业务拆分收入,Club Med及其他/三亚亚特兰蒂斯/度假资产管理中心/复游会及相关业务分别81.7/8.6/2.9/0.9亿元、同比+8.9%/-7.3%/-24.2%/+10.9%,其中地产销售收入1.6亿元,占总收入1.7%/-2.9pct,对地产业务依赖明显下降。盈利能力看,Club Med及其他/三亚亚特兰蒂斯/度假资产管理中心/复游会及相关业务毛利率分别为33.0%/50.0%/16.4%/94.0%、同比+1.4/-3.4/-25.1/+21.2pct,经营利润11.5/1.8/-1.1/0.02亿元、对应经营利润率14.0%/20.6%/-36.2%/2.3%、同比-1.7/-16.7/-55.5/+45.0pct;亚特盈利能力下滑主因三亚旅游承压,度假资产管理中心收入、利润下降主因地产业务承压,太仓项目开业初期产生开办费,复游会及相关业务在定位重新聚焦、降本增效下经营利润层面扭亏。

资本开支减少、积极推进轻资产化,偿债压力可控。1H24经营活动所得现金流量净额40.4亿元/+80.2%,截至年末净债务(不含租赁负债)93亿元、较23年末增长6亿元,现金及银行结余33.8亿元/+29.0%、尚未动用银行融资额32.6亿元,未来一年内须偿还的负债33.8亿元。太仓项目资本开支高峰期已过,1H24资本开支-26%,旅游运营产生现金流能力较强,预计偿债压力可控。

我们认为公司后续主要看点:1)太仓项目受益国内冰雪热潮及长三角中高端客群需求下半年继续爬坡,二期已与太仓政府签约,未来公司将负责管理运营;2)Club Med升级、扩张,24年新开中国1个+法国2个新度假村,至26年容纳能力望较23年+13%。

盈利预测、估值与评级

旅游运营业务持续增长,轻资产化战略积极推进,期待太仓项目客流进一步爬坡。预计24E~26E归母净利3.5/4.1/4.9亿元,对应PE估值为11.6/9.8/8.3倍,维持“买入”评级。

风险提示

太仓运营爬坡不及预期,地产销售不及预期,海外衰退风险。

国金证券研究所

分析师:叶思嘉(执业S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师:赵中平(执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价(港币):3.510元

相关报告:

- 《复星旅游文化港股公司点评:24年预定情况良好,期待太仓爬坡》,2024.3.16
- 《复星旅游文化港股公司点评:23全年扭亏,期待春节旺季表现》,2024.2.2
- 《复星旅游文化港股公司点评:Q3运营持续向好,看好太仓项目开业》,2023.10.26

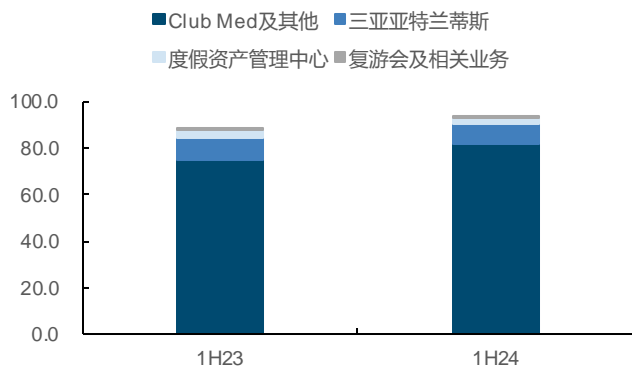


主要财务指标

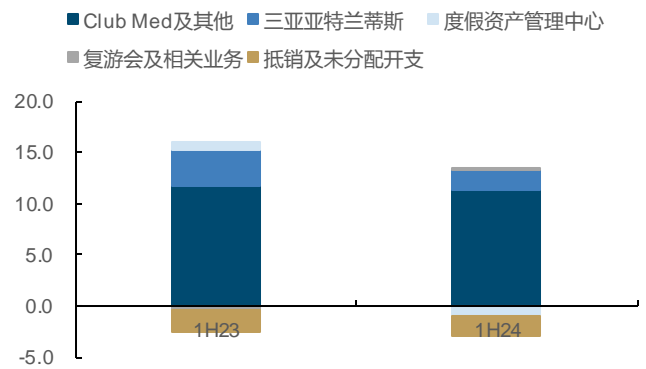
项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,778	17,152	19,252	20,482	21,981
营业收入增长率	48.76%	24.49%	12.24%	6.39%	7.32%
归母净利润(百万元)	-545	307	346	407	485
归母净利润增长率	80%	156%	12.69%	17.69%	19.03%
摊薄每股收益(元)	-0.44	0.25	0.28	0.33	0.39
每股经营性现金流净额	1.93	3.25	2.76	2.56	2.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	-22.17%	13.38%	13.10%	13.36%	13.72%
P/E	NA	21.23	11.56	9.82	8.25
P/B	5.23	2.84	1.51	1.31	1.13

来源:公司年报、国金证券研究所

图表1: 公司主营业务构成 (按业务板块分, 亿元)



图表2: 公司经营利润构成 (按业务板块分, 亿元)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

Club Med 及其他: 高端化、轻资产化, 亚太恢复空间仍较大, 下半年预定状况良好。

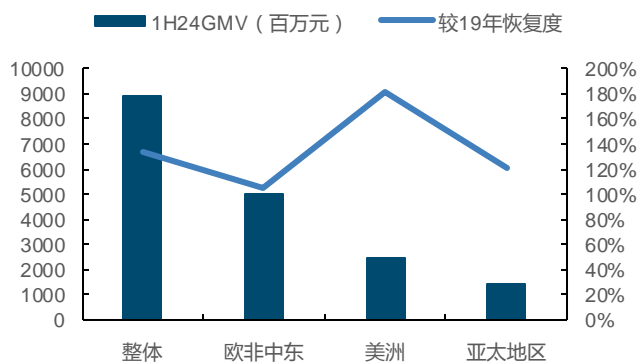
23 年 Club Med 实现营业收入 88.9 亿元/+10.3% (一致汇率计算, 后同), 容纳能力同比+3.6%, 其中高端及尊享系列度假村容纳能力占比已提升至 99.2%, 平均每日床位价格 1922 元/+8.1%, 平均客房入住率 70.4%/+0.8pct, 价格端受益持续产品升级+海外通胀较高, 需求量上客房入住率有所提升。

分客户预定区域看, 欧非中东/美洲/亚太 GMV 分别为 50.4/24.2/14.4 亿元, 同比+5.6%/9.7%/14.4%, 三大区域均有增长, 其中亚太受益于南京仙林、太仓 2 个新度假村开业增速靠前, 美洲受益北美较高增速 (+8.1%)。地区经营利润方面, 根据公司公告, 三大市场业务经营利润均较 23 年同期改善。

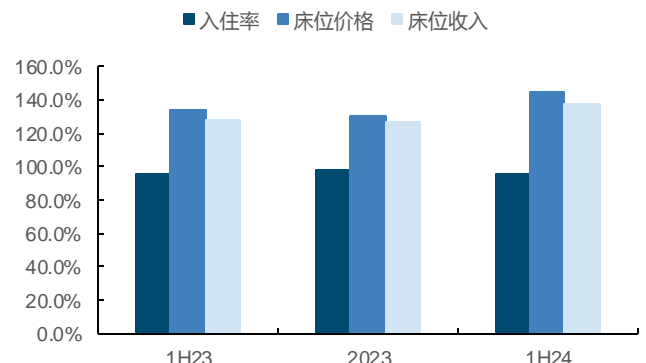
继续推进轻资产化同时保证重点项目推进。公司 24 年 4 月完成出售法国度假村 Cargese, 带来现金流净额约 7780 万元、出售净收益约 1470 万元。重新调整投资, 确保重点项目推进, 1H24 度假村营运资本开支 3.2 亿元/-4.2%。24 年 7 月黑龙滩度假村开业, 为地中海邻境系列在中国西南地区首个项目, 公司预期至 26 年 Club Med 容纳能力将较 23 年+13%。

下半年及 25 年上半年预定情况良好。根据业绩公告数据, 截至 2024/8/3, 公司录得 2H24 累计预订量(按一致汇率以住宿、旅行及服务之营业额计, 后同)较 2023 同期录得的 2H23 营业额增长约 6%, 录得 1H25 累计预订量较 2023 同期录得的 1H24 营业额增长约 11%。

图表3: Club Med 分客户预定区域销售额 (1H24)



图表4: Club Med 经营数据恢复度 (%2019)



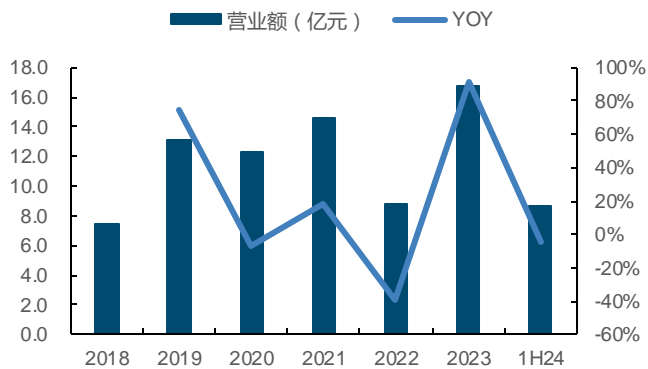
来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所; 注: 按照一致汇率计算

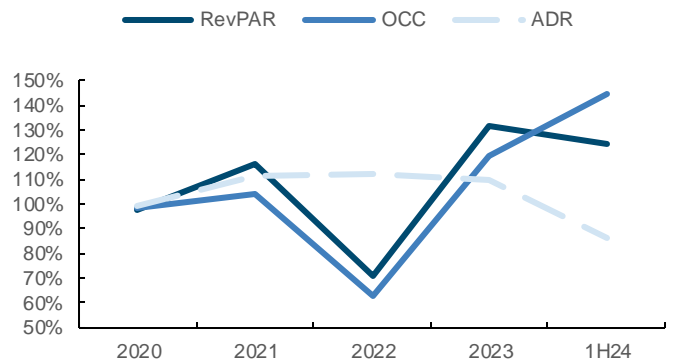
三亚亚特兰蒂斯: 受三亚客流影响 GMV 下滑, 积极调整定价、加强产品活动

1H24 三亚亚特酒店营业额 8.7 亿元/-5.0%, 客房 RevPAR 1831 元/-11.8%, 拆分量价, ADR 2044 元/-15.1%, OCC 89.6%、+3.4pct, GMV 下滑主要受受三亚旅游客流下降影响。公司积极采取更灵活的定价调整, 上半年推出水上婚礼礼堂、举办“山海奇遇”主题周年庆等, 积极争取旅游、MICE 等多元客源, 入住率仍有较好增长。

图表5: 三亚亚特兰蒂斯营业额及增速



图表6: 三亚亚特兰蒂斯经营指标恢复度 (%2019)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

度假资产管理中心-太仓阿尔卑斯国际度假区: 上半年客流爬坡良好, 二期项目已签约, 将成为又一轻资产项目。太仓项目运营部分于23年10月开业, 目前一期开业主要为阿尔卑斯雪世界、Club Med 白日方舟, 1H24 营业额 1.1 亿元、到访人次 29 万人, 我们预计下半年滑雪旺季到来+持续营销运营, 客流量望进一步提升。24 年 6 月公司正式签约太仓阿尔卑斯国际度假区项目二期, 项目总投资预计超 50 亿元, 由太仓市政府平台出资、公司负责运营管理。物业销售方面, 1H24 新增已售(含预售)地产 24 套, 交付 51 套、确认收入 1.2 亿元, 受房地产市场下行压力影响, 去化速度明显放缓。

度假资产管理中心-丽江国际度假区: 度假村 GMV 增长较快, 地产去化速度平缓。运营方面, 23 年丽江复游城取得营业额约 4570 万元/+15.3%、到访总人次约 10.7 万人次/+67.4%, 受益于国内旅游人次持续增长及丽江旅游热度高增长较快。地产销售方面, 1H24 已售 30 套、交付 23 套、确认收入约 2630 万元, 去化速度较为平缓。此外公司正积极探索与第三方关于度假资产管理中心发展及运营模式的战略合作机会, 期待后续进展。

复游会及相关业务: 复游会会员同比增长 12.6%, 盈利能力改善明显。23 年开始, 原 TC 中国平台重新定位为复游会, 目标从规模增长回归到为公司旅游运营项目服务, 截至 1H24 年末, 会员数 690.2 万人/+12.6%, 复游会 GMV 1.7 亿元/同比基本持平。通过业务重新定位、运营提效, 1H24 该业务已达到经营利润层面扭亏。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	9,261	13,778	17,152	19,252	20,482	21,981	货币资金	3,757	2,395	2,556	3,035	3,384	3,946	
增长率	31.2%	48.8%	24.5%	12.2%	6.4%	7.3%	应收款项	3,387	3,604	3,474	3,679	3,914	4,201	
主营业务成本	6,695	9,787	11,557	13,370	14,260	15,362	存货	1,999	2,768	2,028	2,674	2,852	3,072	
%销售收入	72.3%	71.0%	67.4%	69.4%	69.6%	69.9%	其他流动资产	815	690	504	549	575	607	
毛利	2,567	3,990	5,595	5,882	6,223	6,619	流动资产	9,958	9,458	8,562	9,937	10,726	11,827	
%销售收入	27.7%	29.0%	32.6%	30.6%	30.4%	30.1%	%总资产	26.7%	24.9%	22.2%	24.7%	26.0%	27.8%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	236	249	262	267	272	277	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	9,704	9,384	10,296	10,367	10,414	10,439	
销售费用	1,455	2,006	2,348	2,685	2,929	3,128	%总资产	26.0%	24.7%	26.7%	25.7%	25.2%	24.5%	
%销售收入	15.7%	14.6%	13.7%	13.9%	14.3%	14.2%	无形资产	15,060	16,731	16,916	16,948	16,958	16,959	
管理费用	1,594	1,495	1,765	1,662	1,813	1,941	非流动资产	27,327	28,472	30,061	30,341	30,578	30,783	
%销售收入	17.2%	10.8%	10.3%	8.6%	8.8%	8.8%	%总资产	73.3%	75.1%	77.8%	75.3%	74.0%	72.2%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	37,285	37,930	38,623	40,279	41,304	42,610	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	2,179	2,474	3,558	3,458	3,358	3,258	
息税前利润 (EBIT)	-496	501	1,579	1,536	1,481	1,550	应付款项	2,349	2,643	2,141	2,674	2,852	3,072	
%销售收入	n.a	3.6%	9.2%	8.0%	7.2%	7.1%	其他流动负债	8,741	9,503	10,414	11,484	12,215	13,105	
财务费用	907	937	1,171	959	870	855	流动负债	13,269	14,621	16,113	17,616	18,425	19,436	
%销售收入	9.8%	6.8%	6.8%	5.0%	4.2%	3.9%	长期贷款	11,084	9,487	8,127	7,927	7,727	7,527	
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	9,939	11,191	12,002	12,002	12,002	12,002	
-	0	0	0	0	0	0	负债	34,293	35,299	36,243	37,545	38,154	38,965	
投资收益	-1	-1	-12	-1	-1	-1	普通股股东权益	2,819	2,458	2,296	2,643	3,050	3,535	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
营业利润	-496	501	1,579	1,536	1,481	1,550	未分配利润	3,439	2,812	2,756	3,102	3,509	3,994	
营业利润率	n.a	3.6%	9.2%	8.0%	7.2%	7.1%	少数股东权益	173	173	84	91	99	109	
营业外收支	-993	34	94	10	10	10	负债股东权益合计	37,285	37,930	38,623	40,279	41,304	42,610	
税前利润	-2,397	-403	489	586	619	703	比率分析		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	n.a	2.9%	3.0%	3.0%	3.2%	每股指标							
所得税	384	129	143	233	204	209	每股收益	-2.18	-0.44	0.25	0.28	0.33	0.39	
所得税率	n.a	n.a	29.3%	39.7%	32.9%	29.6%	每股净资产	2.27	1.98	1.85	2.12	2.45	2.84	
净利润	-2,781	-532	346	353	416	495	每股经营现金净流	1.39	1.93	3.25	2.76	2.56	2.69	
少数股东损益	-69	13	39	7	8	10	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司的净利润	-2,712	-545	307	346	407	485	回报率							
净利率	n.a	n.a	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%	净资产收益率	-96.19%	-22.17%	13.38%	13.10%	13.36%	13.72%	
							总资产收益率	-7.27%	-1.44%	0.80%	0.86%	0.99%	1.14%	
							投入资本收益率	-2.19%	2.56%	4.28%	3.55%	3.79%	4.13%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	31.18%	48.76%	24.49%	12.24%	6.39%	7.32%	
							EBIT增长率	65.71%	-201.16%	214.92%	-2.69%	-3.60%	4.66%	
							净利润增长率	-5.61%	79.91%	156.38%	12.69%	17.69%	19.03%	
							总资产增长率	-3.62%	1.73%	1.83%	4.29%	2.54%	3.16%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	22.2	23.8	15.0	15.0	15.0	15.0	
							存货周转天数	109.0	103.2	64.1	73.0	73.0	73.0	
							应付账款周转天数	128.1	98.6	67.6	73.0	73.0	73.0	
							固定资产周转天数	381.9	248.0	217.4	196.5	185.6	173.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	648.85%	782.93%	884.68%	741.86%	623.33%	515.02%	
							EBIT利息保障倍数	-0.5	0.5	1.3	1.6	1.7	1.8	
							资产负债率	91.98%	93.06%	93.84%	93.21%	92.38%	91.45%	

来源：公司年报、国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806