

## 疾风劲雨过，云开月明

天目湖(603136)

推荐 (维持)

### 核心观点:

#### ● 一站式旅游休闲目的地，国资入主赋能公司长远发展

公司背靠长三角经济带，区位优势显著，旗下拥有天目湖山水园、南山竹海、御水温泉三大国家5级景区，经过30余年发展，现已打造出集行、游、住、食、购、娱为一体的一站式旅游目的地。溧阳国资三次增资形成控股，截至3Q23溧阳城发持股比例为26.86%，国资入主进一步强化公司本地旅游资源开发+外延扩张能力，助力公司长远发展。盈利层面，公司营收增长稳健，2014-19年CAGR为4.3%，在高经营杠杆带动下，公司利润增速高于营收，归母净利润CAGR达16.8%。疫后公司受益于旅游市场复苏，业绩弹性快速释放，23Q1-3营收、归母净利润分别恢复至2019年同期123%、104%。

#### ● 行业复苏进行时，景区公司提质扩容有望贡献利润增量

在补偿性需求+口红效应驱动下，2023年前三季度，国内旅游总人次/旅游收入分别恢复至19年同期80%/85%，国内旅游市场呈渐进式复苏，同时长线游需求回补，高性价比的自然景区恢复领先。另外疫后居民消费行为也值得关注，随着居民旅游消费需求更多元化，文旅深度融合趋势愈加明显，夜游、研学游等消费市场快速兴起。景区公司在疫情期间积极推进提质扩容，不断优化旅游产品供给，伴随2024年客流进一步回暖，利润增量有望得到释放。

#### ● 公司产品矩阵丰富，期待景区二次消费+新酒店项目盈利潜力释放

公司以景区、酒店业务为基本盘，温泉、水世界、旅行社业务延长消费链，通过对二次消费的深挖，降低了对门票经济的依赖，山水园/南山竹海景区二次消费收入占比近40%/70%。伴随公司进一步丰富天目湖夜公园等项目的活动内容，二次消费收入有望进一步提升，我们以2019年为基期测算，景区二次消费收入提升10%，景区业务净利润较19年同期提升6%。此外，公司不断完善酒店的产品矩阵，疫情期间高端酒店项目“御水温泉·竹溪谷”、遇系列酒店“遇·天目湖”、“遇·十四澜”和“遇·碧波园”陆续投运，假设4个酒店项目成熟期入住率达65%，测算合计有望贡献0.24亿元净利润。

#### ● 公司持续推进现有产品升级迭代，储备项目提供未来看点

公司不断强化一站式旅游目的地的产品打造，在手项目众多，包括南山小寨二期、平桥漂流、御水温泉三期和动物王国项目等。其中，平桥漂流项目预计2024年暑期旺季前投运，我们测算漂流项目的成熟体量收入贡献近1亿元；动物王国项目是公司政企成立合资公司共同打造，项目对标奥兰多动物王国，“一站式旅游目的地”成功模式有望再次得到验证，一期项目计划于2026年投运，预计项目每年营收可达10亿元。

● **公司估值判断与评级说明：**公司区位优势显著，项目运营能力优异，同时地方政府进一步赋能资源整合。未来伴随新项目逐步爬坡，以及南山小寨二期、动物王国等项目投运，成长空间可观。我们预计公司2023-25年归母净利润各为1.6/2.0/2.6亿元，当前股价对应PE各为23/18/14X，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**宏观经济不及预期风险；新项目爬坡不及预期风险；自然灾害风险。

### 分析师

顾熹闽

☎: 021-2025 2670

✉: guximin\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

### 市场数据

2023-12-01

股票代码	603136
A股收盘价(元)	19.51
上证指数	3,031.64
总股本万股	18,629
实际流通A股万股	18,629
流通A股市值(亿元)	36

### 相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河社服】天目湖: 经营持续修复, 看好新项目业绩弹性释放

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	368.57	607.67	747.01	860.85
收入增长率%	-11.96	64.87	22.93	15.24
净利润(百万元)	20.31	160.03	202.78	260.28
利润增速%	-60.57	688.07	26.71	28.36
毛利率%	36.24	55.65	56.79	58.92
摊薄 EPS(元)	0.11	0.86	1.09	1.40
PE	178.98	22.71	17.92	13.96
PB	3.06	2.70	2.34	2.01
PS	9.86	5.98	4.87	4.22

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目 录

一、立足长三角优质资源禀赋，打造一站式旅游休闲目的地.....	4
（一）历史沿革：从“两艘快艇”到“华东地区一站式旅游休闲目的地”.....	4
（二）股权结构：国资入主赋能公司长远发展，核心高管经验丰富.....	4
（三）财务分析：景区、酒店为基本盘，温泉、水世界等延长消费链.....	6
二、行业复苏进行时，“旅游+”模式发展加速.....	8
（一）旅游市场渐进式复苏，名山大川型景区修复领先.....	8
（二）文旅深度融合趋势愈加明显，“旅游+”模式发展加速.....	9
（三）传统景区公司提质扩容，旅游产品供给持续优化.....	10
三、产品+运营优势突出，储备项目打开未来盈利空间.....	11
（一）背靠长三角城市群，区位优势显著.....	11
（二）产品创新+项目运营能力较强，各业务间形成联动.....	12
（三）持续推进现有产品升级迭代，储备项目提供未来看点.....	17
四、盈利预测与投资建议.....	19
（一）盈利预测.....	19
（二）估值与投资建议.....	20
五、风险提示.....	22
附录：.....	25
（一）公司财务预测表.....	25

## 一、立足长三角优质资源禀赋，打造一站式旅游休闲目的地

### （一）历史沿革：从“两艘快艇”到“华东地区一站式旅游休闲目的地”

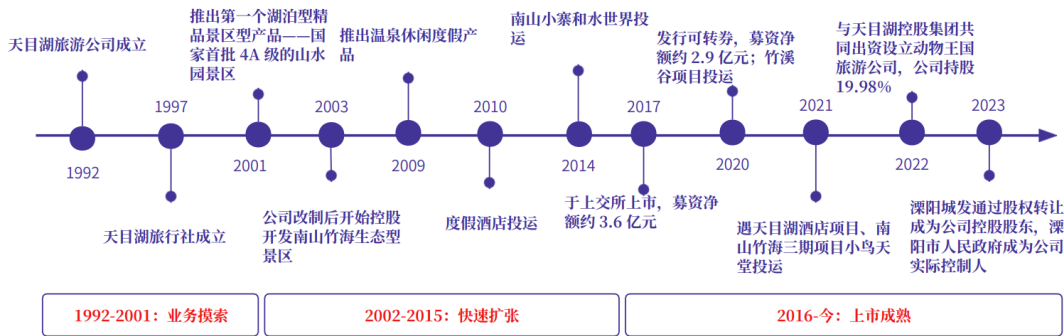
公司依托自然生态优势，打造一站式旅游休闲目的地。公司所辖天目湖旅游度假区，位于苏、浙、皖三省交界处的江南历史名城溧阳市境内，是首批国家级旅游度假区、国家生态旅游示范区、国家 5A 级旅游景区，旗下拥有天目湖山水园、南山竹海、御水温泉三大国家 5 级景区，以及水世界、御水温泉度假酒店、全国百强天目湖旅行社和商业经营开发公司。公司依托天目湖的自然生态优势，经过 30 年的发展，现已打造出集行、游、住、食、购、娱为一体的一站式旅游目的地，整体发展历程可分为三个阶段：

**业务摸索期（1992-2001）：**1992 年公司前身天目湖旅游公司成立，从 2 艘 6 人座快艇起步从事天目湖的正式开发工作，随后围绕天目湖通过投资建设零散景点，并将其逐步整合，1997 年天目湖旅行社成立，后于 2001 年推出首个湖泊型精品景区型产品——山水园景区。

**快速扩张期（2002-2014）：**2003、2009、2014 年南山竹海景区、御水温泉项目、南山小寨和水世界主题公园项目陆续投运。通过十余年的发展，公司 5 项主营业务已开发完毕，由此打造天目湖一站式旅游目的地发展模式。

**成熟发展期（2015-至今）：**公司 2017 年于上交所上市，而后持续丰富旅游产品供给，2020-2022 年陆续投运竹溪谷项目、遇天目湖酒店项目等。2023 年溧阳城发将成为公司控股股东，溧阳市人民政府成为公司实际控制人，国资赋能推动公司发展进入新阶段。

图1：公司历史沿革

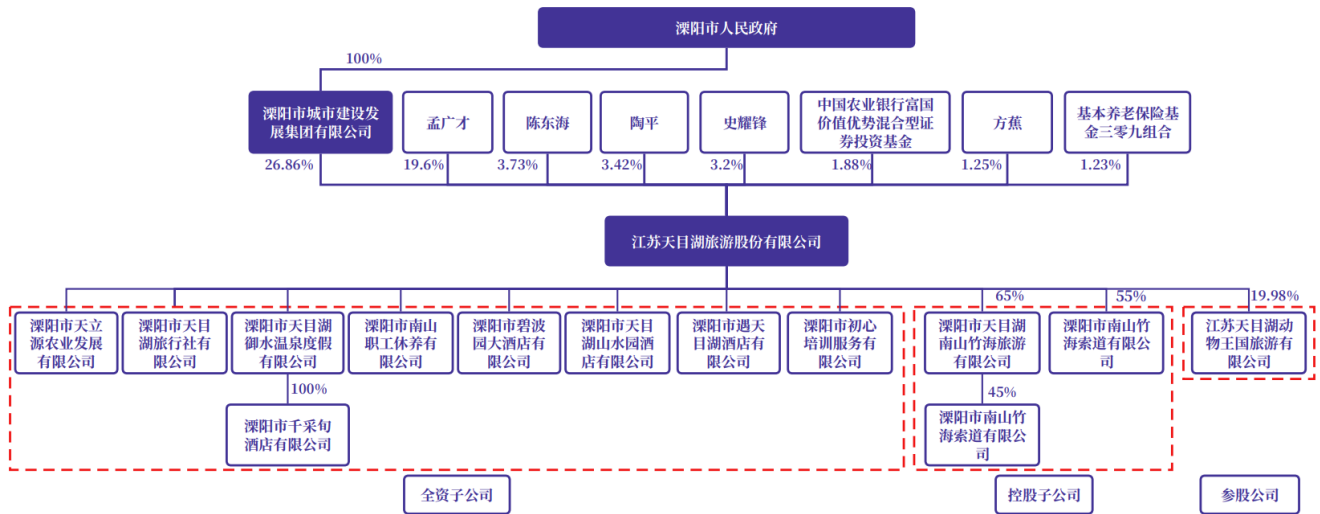


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （二）股权结构：国资入主赋能公司长远发展，核心高管经验丰富

国资多次增持并形成控股，本地旅游资源整合有望加速。溧阳城发分别于 2021 年 9 月、2022 年 3 月、2023 年 3 月通过股权转让入股，第三次股权转让完成后，溧阳城发成为公司控股股东，溧阳市人民政府为实际控制人，截至 3Q23 末，溧阳城发的持股比例为 26.86%。本地国资入主有望给予公司更多资金投入+资源获取支持，强化公司本地旅游资源开发+外延扩张能力，助力公司长远发展。

图2：公司股权架构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国资入主后公司仍保持独立运营，管理层景区管理及运营经验丰富。2023年11月董事会改选，政府提名5名董事，占多数席位，但基于文旅行业的专业性，考虑公司现代企业治理机制和未来发展，仍提名了原公司总裁任董事长，并仅安排一名人员进驻公司分管财务，充分授权赋能公司。公司高管多为内部长期培养，现任公司董事长兼总裁李淑香、副董事长孟广才、副总裁史耀峰、史瑶琴均加入公司近20年，管理经验丰富。其中，孟广才、陶平、陈东海、史耀峰为公司创始人，已带领公司完成多个成功运营并盈利的项目。

表1：公司董事会及管理层基本情况

职位	姓名	主要工作经历
<b>董事会成员</b>		
董事长、总裁	李淑香	公司原团队但由政府提名，曾任天目湖公司质检部副经理、天目湖旅行社公司经理、天目湖旅游公司行政总监、山水园景区分公司总经理、南山竹海公司总经理、公司总裁助理、副总裁。现任公司董事、总裁、南山竹海公司监事。
副董事长	孟广才	公司原团队，曾任天目湖管委会副主任兼天目湖旅游度假区开发公司副总经理，公司总经理(总裁)。现任江苏天目湖旅游股份有限公司副董事长，南山竹海公司、索道公司、御水温泉公司、旅行社公司、农业、酒店公司执行董事。
董事	陶平	公司原团队，曾任溧阳市天目湖公司副总经理，南山竹海公司总经理，御水温泉公司总经理，公司副董事长、副总经理(副总裁)、项目建设部总监。现任公司董事，南山竹海索道公司监事，南山竹海公司董事。
董事	陈东海	公司原团队，曾任天目湖旅游公司办公室主任，山水园景区经理、总经理助理，公司行政与人力资源部总监、总经理(总裁)助理、投资部总监。现任公司监事会主席，旅行社公司监事，初心培训公司监事，山水园酒店公司监事，遇天目湖酒店公司监事。
董事	刘科	政府提名委派，曾任溧阳市客运公司客运站副站长、工会副主席、宣教科科长、纪委书记、副总经理、党委书记、城市建设发展公司综合部部长。现任溧阳市国有资产投资控股集团董事、总经理助理、工会主席，溧阳市客运公司党委书记，城市建设发展公司董事，交通建设发展公司董事、总经理，长荡湖通用机场公司董事。
董事、副总裁	潘际泳	政府提名委派，曾任天目湖工业园建设开发公司招商局局长、深圳办事处主任，江苏天目湖(集团)财务部部长、财务总监、副总经理、副总经理(主持工作)，动物王国公司董事、总经理。现任天目湖控股集团执行董事、总经理，天目湖白茶科技公司董事、总经理，天目湖市政园林公司监事，盛昱公司总经理。
独立董事	刘照慧	曾任广东工业大学华立学院教师，中国妇女发展基金会翻译，人民日报京华周刊实习记者，北京华谊嘉信集团决委会主任，战略总监、董事长助理。现任北京执惠集团创始人董事长，中国探险协会副主席，中旅银行专家顾问。
独立董事	吕博文	曾任镇江商品交易市场市场专员，南昆仑律师事务所专职律师。现任三法(镇江)律师事务所合伙人律师。
独立董事	张燕	曾任常州市财政局团委副书记，常州会计师事务所副所长、所长，正大会计师事务所董事长。现任公司独立董事、江苏理工学院副教授，新城悦服务集团独立董事，常柴公司独立董事，新宏泰电器公司独立董事。
<b>其余高管团队</b>		
副总裁	史耀峰	公司原团队，曾任天目湖公司副总经理、市场部经理、天目湖旅行社经理、天目湖公司副总经理、市场部经理、董事；现任公司副总裁。
副总裁	史瑶琴	公司原团队，曾任天目湖旅行社经理，公司行政总助、司行政总助、总裁助理、营销中心总经理、董事，天目湖旅行社副总经理、总经理，职工疗养公司经理。现任公司副总裁。
董事会秘书	虞雯	公司原团队，曾任天目湖公司山水园景区办公室主任、行政管理部、质量管理部经理、证券与审计部总监助理。现任公司董事会秘书、证券部副总监。
财务总监	彭志亮	公司原团队，曾任天目湖公司财务部记账员、竹海公司财务部经理、公司财务部总监助理。现任江苏天目湖旅游股份有限公司财务总监。

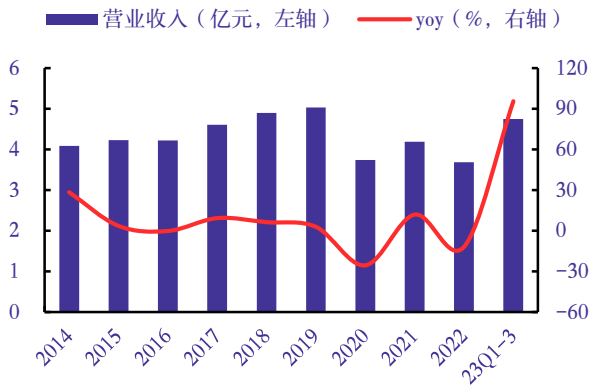
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

### （三）财务分析：景区、酒店为基本盘，温泉、水世界等延长消费链

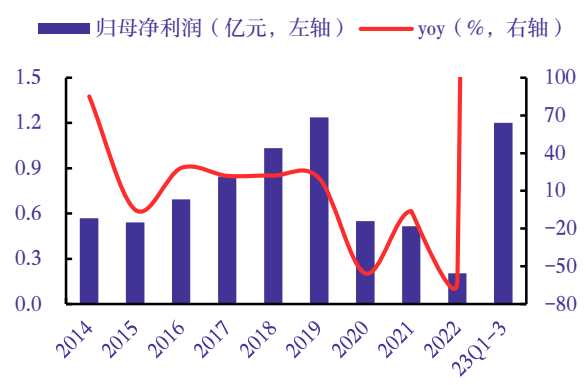
公司营收增长稳健，疫后业绩弹性快速释放。公司自 2014 年完成景区、酒店、温泉、旅行社和水世界五大业务布局后，营收实现稳步增长，2014-2019 年公司营收 CAGR 为 4.3%，在高经营杠杆带动下，公司利润增速高于营收，2014-2019 年归母净利润 CAGR 达 16.8%。疫情三年，公司经营承压，但归母净利润均维持在 0.2 亿元以上。2023 年随着防疫政策优化，国内旅游市场需求强劲，公司 23Q1-3 营收、归母净利润分别恢复至 2019 年同期 123%、104%。

图3：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

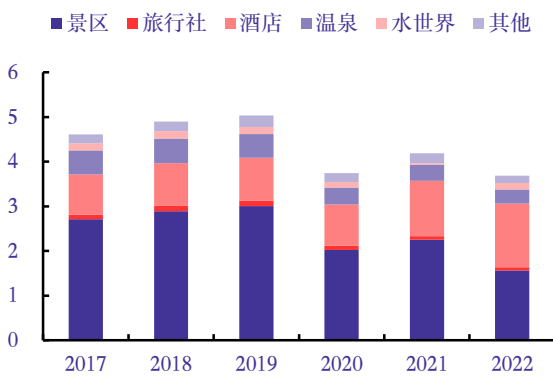
图4：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

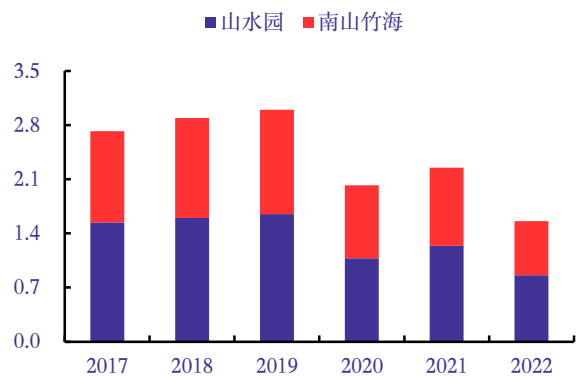
景区和酒店为公司核心收入来源，占比超 80%。分业务看，2022 年公司景区/酒店/温泉/水世界/旅行社业务收入占比分别为 42%/39%/19%/4%/2%，景区和酒店为公司核心收入来源。疫情前，公司景区、酒店业务收入占比分别约 60%、20%，景区业务涵盖山水园、南山竹海两大产品，其中南山竹海景区收入占比呈上升趋势，疫后酒店业务收入受益于产品矩阵的扩张，收入占比由 2019 年的 19%提升至 2022 年的 39%。

图5：公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

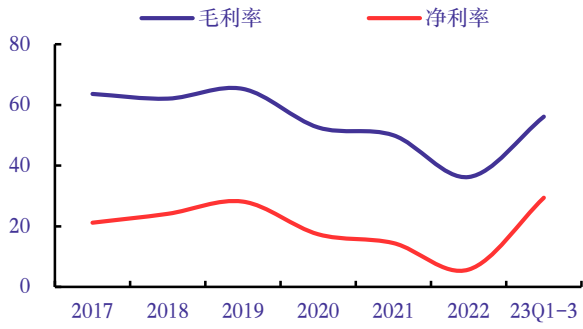
图6：公司景区业务分产品收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

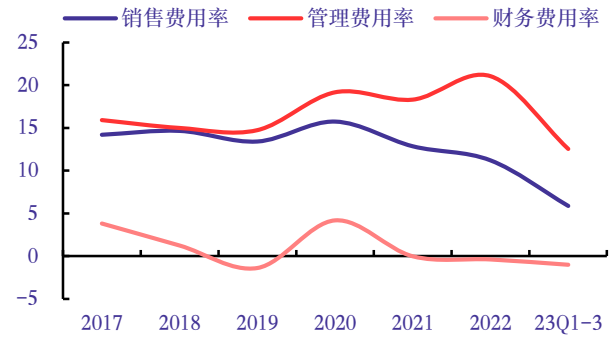
疫前公司毛利率约为 65%，疫后受新项目投入影响盈利能力仍有缺口。疫情前，公司整体毛利率水平约为 65%，净利率受益于财务费用率的不断降低，从 2017 年的 21%提升至 2019 年的 28%。分业务看，公司景区、酒店、温泉业务毛利率水平较高，毛利率水平维持在 60-70%，水世界、旅行社毛利率分别在 20%、5%左右。疫情期间，由于固定成本、职工薪酬等成本刚性，各业务毛利率均出现不同程度下滑使得 2022 年公司毛利率下滑至 36%，较 2019 年下滑 29pct。23Q1-3 公司盈利快速复苏，毛利率/净利率分别达 56.2%/29.4%，毛利率因多个新项目开业成本增长，较 19 年同期仍有 13pct 缺口，但净利率受益于销售费用率、管理费用率的优化，恢复优于毛利率。

图7：公司毛利率和净利率变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：公司期间费用率（%）



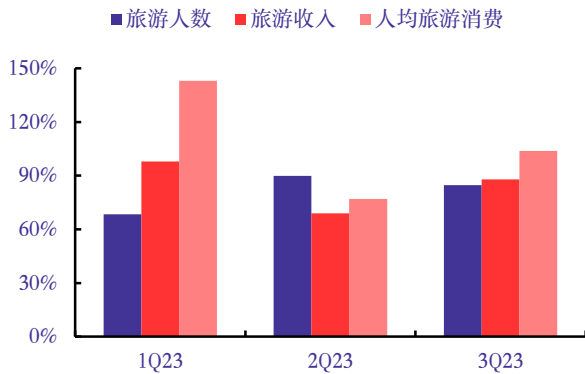
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、行业复苏进行时，“旅游+”模式发展加速

### （一）旅游市场渐进式复苏，名山大川型景区修复领先

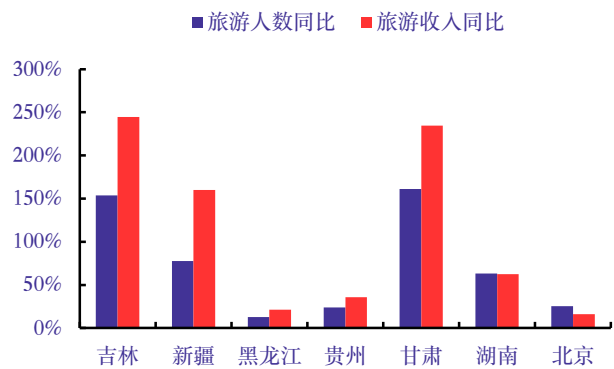
国内旅游市场呈渐进式复苏，长线游需求回补。随着经济社会全面恢复常态化运行，在补偿性需求+口红效应驱动下，2023年前三季度，国内旅游总人次36.74亿/恢复至19年同期80%，实现旅游收入3.69万亿元/恢复至19年同期85%。据途牛数据显示，今年暑期国内长线游占据暑期旅游消费主导，出游人次占比达51%。伴随暑期长线游积压需求释放，以甘肃、新疆等省区为代表的西北旅游市场热度高涨，Q3人均旅游消费复苏提速，恢复至19年同期104%。

图9：国内2023年前三季度旅游市场恢复情况（vs2019）



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

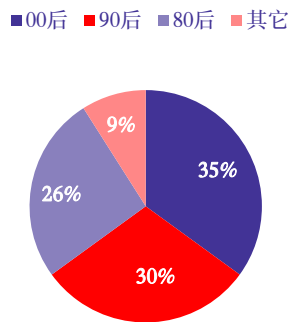
图10：2023年前三季度部分地区旅游人数及收入同比



资料来源：各地方政府官网，中国银河证券研究院

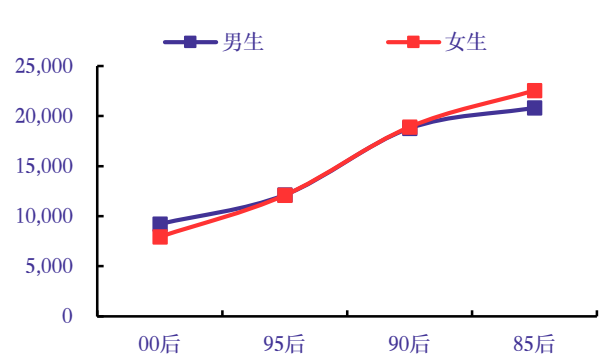
旅游出行客群更加年轻化，平价出行成风潮。从游客画像来看，2023年旅游主力军已发生代际转换，据携程数据显示，五一假期00后游客占比达35%，首次超过90后成为假日旅游的主力军。据后浪数据显示，年轻客群出游预算明显更低，由此也催生出了寺庙游、特种兵式旅游、淄博烧烤等平价旅游方式。

图11：2023年五一出游用户结构



资料来源：携程，中国银河证券研究院

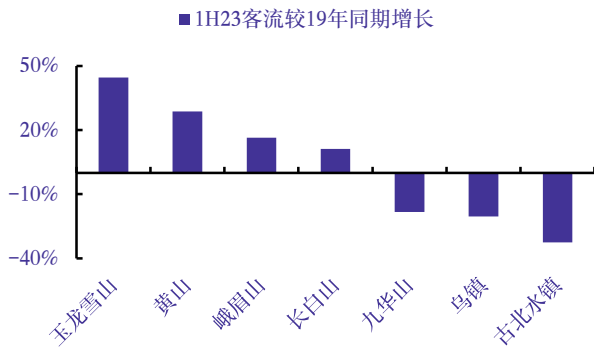
图12：2023年不同性别/年龄层的出游预算



资料来源：后浪，中国银河证券研究院

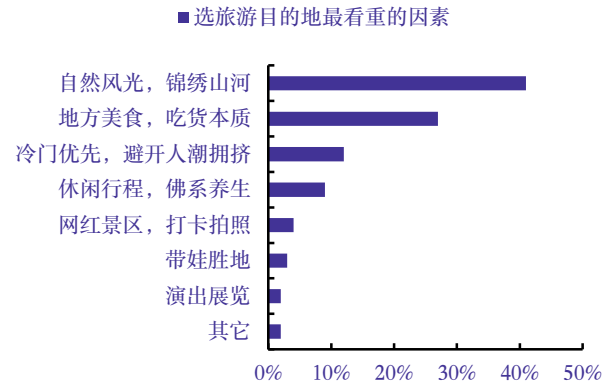
高性价比的自然景区恢复领先，人文休闲景区恢复度次之。据微博与克劳锐调查显示，在选择旅游目的地时，41%用户更关注自然风光。在今年平价出行风潮下，高性价比的名山大川型景区恢复领先，1H23玉龙雪山/黄山/峨眉山/长白山接待游客人次分别恢复至19年同期145%/129%/116%/111%，人文休闲景区恢复度次之，乌镇/古北水镇接待游客人次分别恢复至19年同期80%/67%。

图13：各大景区 1H23 较 19 年同期客流恢复情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图14：网友选择旅游目的地关注的因素



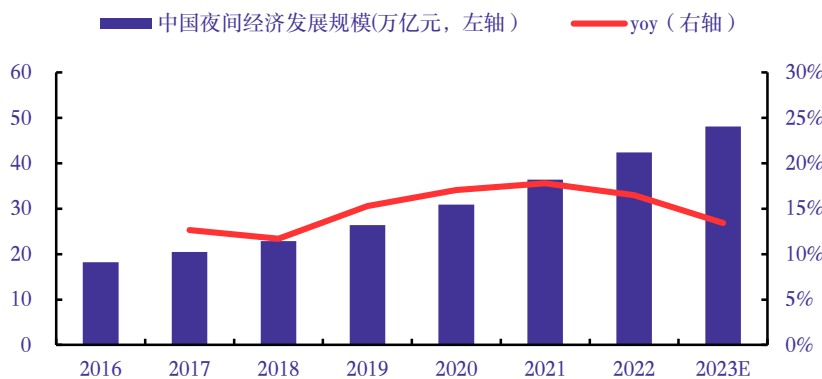
资料来源：微博，克劳锐，中国银河证券研究院

## （二）文旅深度融合趋势愈加明显，“旅游+”模式发展加速

**居民旅游消费需求更多元化，文旅深度融合趋势愈加明显。**经过疫情三年，2023 年居民出行意愿强劲，同时中国旅游消费市场也在发生变化，催生出了旅游市场新需求。无论是研学游、夜游、演出游的火热还是凸显在地文化元素的“盖章式旅行”、“Citywalk”式城市漫游的兴起等，都反映出游客对于文旅融合新产品、新业态的需求度越来越高，“旅游+”模式发展加速。

**趋势一：夜游经济蓬勃发展，沉浸式体验项目需求旺盛。**中国夜间经济规模快速增长，2016-2022 年夜间经济规模 CAGR 达 15%，预计 2023 年规模达 48 万亿元。西安市文旅局数据显示，2023 年五一假期前三天，大唐不夜城持续爆红，西安市夜间消费规模在日均消费规模中占比约 65%，较去年同期增长 159%。另据智游宝数据显示，今年暑期夜游预约订单量同比 2019 年增长超 3.5 倍。在新型文旅经济发展的形势下，夜游已成为人们消夏休闲和避暑旅游的重要方式，更具真实感、沉浸式的实景灯光体验项目持续火热。

图15：中国夜间经济发展规模及增速

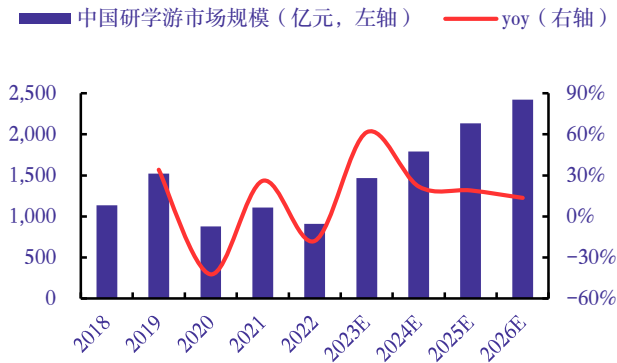


资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

**趋势二：研学游市场快速回暖，省内、“研学+”产品更受追捧。**携程数据显示，2023 上半年国内亲子游人数较 2019 年同期增长 15%，研学暑期订单量同比增长超 30 倍。伴随研学游补偿性需求逐步释放，艾媒数据显示，2023 年研学游市场规模有望达 1469 亿元/同比增长 62%。目的地选择方面，受家长们工作假期时长的影响，自驾游、周边游等成为亲子游的热门旅行模式，亲子研学旅行目的地首选是省内，占比为 44%，其次是市内（34.20%）和跨省（19.17%）。同时产品供给也呈现出多元化、主

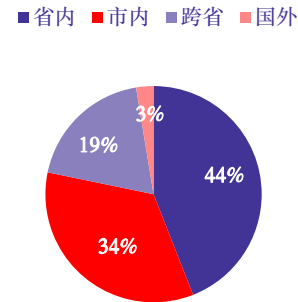
题化等特征，各平台推出“研学+动物园”、“研学+博物馆”、“研学+乡村”、“研学+露营”等产品满足消费者多元化需求。

图16：中国研学游市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

图17：2023年中国亲子研学旅行消费者活动目的地偏好



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

### （三）传统景区公司提质扩容，旅游产品供给持续优化

景区公司不断优化旅游产品供给，客流回暖有望带来利润增量。疫情期间，景区公司积极推动旅游产品供给优化，通过对传统景区升级改造、新增体验项目、丰富产品形态等方式，从观光景点及酒店、演艺、逛逛车等周边配套全方位满足消费者多元化需求，深入挖掘二次消费潜力。在不断推进旅游产品品质化升级的过程中，当前景区公司在旅游产品供给、旅客消费体验等方面较疫情前均有较大提升，在客流回暖的带动下有望实现利润增量。

表2：疫情期间景区公司提质改造项目梳理

公司	传统业务	新增/升级项目
中青旅	门票、餐饮住宿、会奖旅游、彩票及其他	濮院、文旅策划输出
天目湖	门票、索道、餐饮住宿、旅行社、商品零售	南山小寨、御水温泉项目、升级小鸟天堂；竹溪谷酒店、索道运力提升、漂流项目、动物王国等
峨眉山A	门票、索道、餐饮住宿、旅行社	华藏寺宝顶观音殿、旅游演艺、旅游大数据中心
宋城演艺	门票、商品零售	
九华旅游	索道、交通、餐饮住宿、旅行社	石台旅游综合体项目、文宗古村田园综合体项目；大九华宾馆升级改造、五溪山色大酒店配套休闲设施项目、石台聚龙牯牛降大酒店
丽江股份	门票、索道、餐饮住宿、演艺	泸沽湖摩梭小镇二期项目建设；香巴拉月光城英迪格酒店、玉龙雪山甘海子游客集散中心项目
三特索道	门票、索道、餐饮住宿	珠海景山项目、牧心谷项目一期、海南猴岛穹顶天幕秀项目、梵净山寨沙项目规划、九真山项目达成合作意向
张家界	索道、餐饮住宿、交通	大庸古城、宝峰湖景区游览配套服务设备提质升级、十里画廊观光电车提质升级、新增全球首条“12生肖”系列观光电车
长白山	餐饮住宿、交通、旅行社	松花江旅游项目、温泉部落二期；开发运营长白山全域旅游营销推广平台“智游长白山”
黄山旅游	门票、索道、餐饮住宿、旅行社	花山谜窟景区提升工程项目、花海艺境项目、太平湖东部观光湖区项目、雲野项目；汤泉大酒店装修设计项目、狮林崖舍建设及筹备运营工作

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 三、产品+运营优势突出，储备项目打开未来盈利空间

#### (一) 背靠长三角城市群，区位优势显著

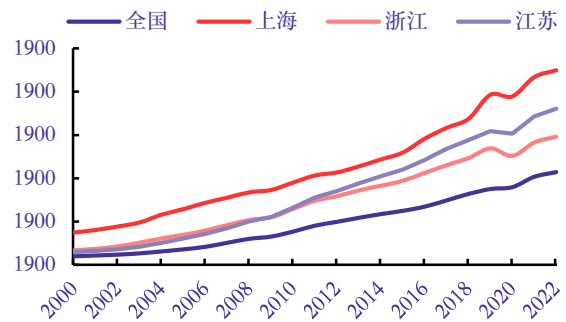
天目湖背靠经济发达的长三角城市群，客源消费动能十足。2022年我国人均GDP为人民币8.6万元，而长三角地区三省市上海、江苏、浙江人均分别全国均值的2.1/1.7/1.4倍，周边地区发达的经济水平为公司景区带来了更强劲的消费动能。另据文旅部数据，2022年江苏、浙江地区国内旅游组织人次占全国比例为32%，国内旅游接待人次占全国比例为25%，反映公司景区周边地区客源充足。

图18：天目湖地理位置优越



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

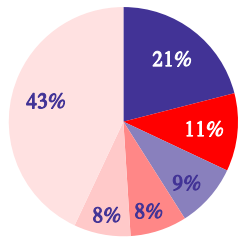
图19：全国及江浙沪人均GDP（元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：2022年度各地区国内旅游组织人次占比

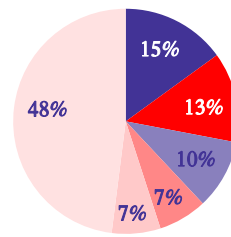
■浙江 ■江苏 ■广东 ■湖南 ■湖北 ■其它



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图21：2022年度各地区国内旅游接待人次占比

■浙江 ■湖北 ■江苏 ■湖南 ■云南 ■其它



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

便捷的交通环境增强了居民出行意愿，为景区引流提供更好的条件。公司景区所处地域交通便利，从高速、高铁到飞机已形成了一套立体的交通网络：1) 高铁：天目湖景区位于溧阳市，北至北京，西至西安、宜昌、长沙，南至厦门均有直达高铁，且高铁站设有旅游直通车；2) 飞机：景区距南京禄口机场80公里、上海虹桥国际机场225公里、萧山机场155公里、常州机场60公里；3) 自驾：沪宁高速、宁杭高速、扬溧高速等公路干道穿越天目湖而过，长三角主要城市距离天目湖的里程在250公里以内，一般行程时间在2.5小时以内，属于较为适合休闲旅游的3小时都市旅游圈。

表 3: 长三角部分城市至天目湖自驾/高铁行程及时间情况

出发地	自驾			高铁	
	里程	时间	路线	时间	高铁路线
上海	252 公里	约 3 小时	宁杭高速或沪宁高速、沪渝高速、常合高速	约 1.6 - 2 小时	京沪高铁+宁杭高铁或沪杭高铁+宁杭高铁
南京	124 公里	约 2 小时	宁杭高速或沪宁高速、扬溧高速	约 0.5 小时	宁杭高铁
苏州	161 公里	约 2 小时	沪宁高速、锡宜高速、沪渝高速	约 1.5 小时	京沪高铁+宁杭高铁
无锡	111 公里	约 1.5 小时	锡宜高速、宁杭高速	约 1.2 小时	京沪高铁+宁杭高铁
杭州	183 公里	约 2.5 小时	宁杭高速	约 1 小时	宁杭高铁

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

## (二) 产品创新+项目运营能力较强, 各业务间形成联动

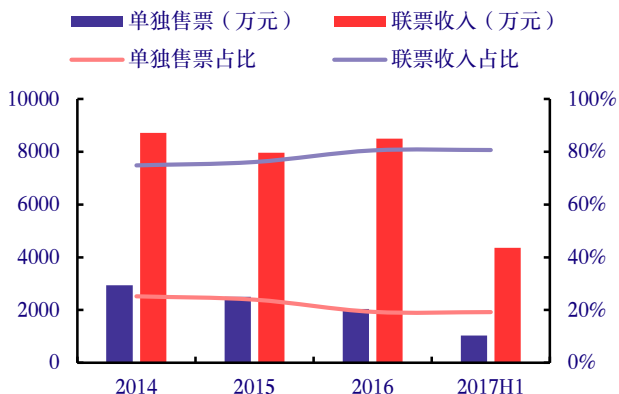
经过多年发展, 公司通过各业务联动的战略, 加之强大的运营能力, 已能够为客户提供“吃、住、行、游、购、娱”一站式旅游服务体验, 真正做到了“产品复合、市场多元、服务系统”, 同时通过对二次消费的深挖, 降低了公司对门票经济的依赖度。

### 1. 景区与景区联动: 延长旅客消费时间, 实现淡旺季互补

**各景区间互联互通, 延长旅客消费时间。**公司通过山水园、南山竹海、水世界各景区之间的相互导流, 增加了二度游, 延长了单客户消费时间。其中, 天目湖为核心景区, 水世界毗邻山水园, 丰富亲子主题; 御水温泉毗邻南山竹海, 将休闲度假深度结合。丰富的差异化产品吸引游客在不同的景区之间切换, 2014-1H27 公司联票收入占比逐步由 75% 提升至 81%。

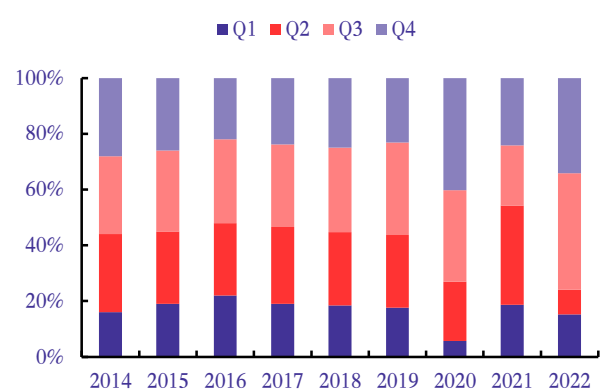
**通过各景区消费淡旺季互补, 较好地平滑业绩波动。**山水园和南山竹海存在明显的淡旺季差别, 公司通过御水温泉产品和水世界产品, 与原有观光型产品形成良好的季节性互补。分产品来看: 1) 山水园与南山竹海每年 3-11 月为旺季, 12 月至次年 2 月相对为淡季; 2) 御水温泉旺季是每年 1-5 月和 10-12 月, 淡季则是 6-9 月; 3) 水世界旺季为夏季 6-8 月。除去受疫情扰动较大的 2020 和 2022 年, 公司营收各季度占比较为均匀, 淡旺季之间收入占比差异基本在 15% 以内。

图22: 公司分业务营业收入



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图23: 公司分季度营业收入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 2. 景区与项目联动: 消费项目丰富+差异化定制, 丰富用户体验, 提高二次消费

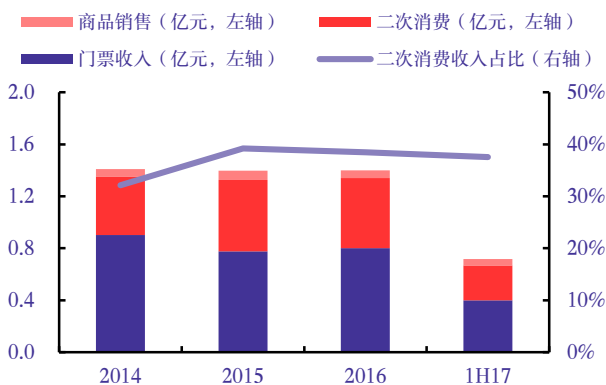
公司全产业链文旅项目的策划、建设能力较强，二次消费项目丰富。公司围绕有限的自然资源，因地制宜地开发建设，并在强总部运营模式下合力打造文旅项目。伴随着景区内缆车、小火车等项目相继投入使用以及演艺等项目逐步展开，自2014年以来，公司门票收入占比始终保持在50%以下，对门票收入依赖度持续保持在低水平体现了公司运营卓有成效。1H17山水园、南山竹海景区二次消费占比分别达38%、67%，南山竹海景区二次消费占比高主要因观光索道和地面缆车贡献收入。

表4：公司景区项目情况梳理

景区	特色景点	主要二次消费项目	具体价格
山水园	湖里山、状元阁、奇石馆、海洋世界、中国茶岛、龙兴岛、精灵国、彩蝶谷等	娱乐演出：游船、山水绿源号、美音号帆船、水上娱乐中心、高空升降、精灵乐队表演	门票：成人120元、老人60元
		商店：山海集购物中心 餐厅：知味渔府	游船：60元 高空升降：60元 快艇、包船：市场调节价
南山竹海	南山竹海古街、醉美静湖、古道雅风、小鸟天堂、南山雅寿、熊猫馆、鸡鸣村、竹文化园等	娱乐演出：观景索道、地面缆车、小火车、观光车、舞狮表演、小鸟剧场	门票：成人90元、老人45元
		商店：山海集购物中心 餐厅：悬崖餐厅	索道/缆车：80元/往返 观光车：15元 竹筏：旺季20元，淡季15元
御水温泉	温泉博物馆、竹尖温泉、特色泡池、御享風呂私密汤屋等	娱乐：芳香SPA、精油理疗、艾灸馆 餐厅：御膳楼（点菜约400元/桌起）	门票：成人218元、儿童128元
水世界	宝贝乐园、超级台风、巨碗滑道、加勒比海水域、家庭大滑板等	娱乐：水上演艺、天目湖夜公园	成人票：180元

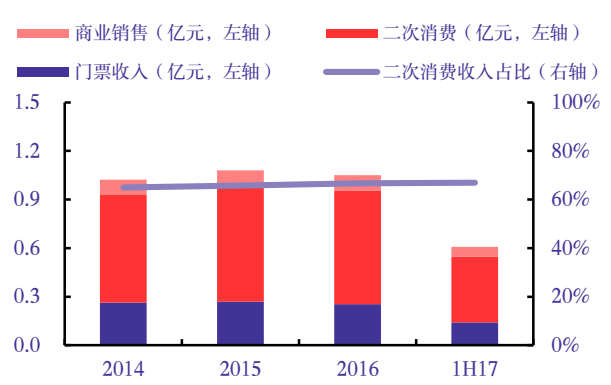
资料来源：公司官网，飞猪，中国银河证券研究院

图24：公司山水园景区收入结构及二次消费占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院







图25：公司南山竹海景区收入结构及二次消费占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**定制化+复合型旅游产品满足游客差异化需求，提升潜在二次消费。**散客具有需求差异大、口碑传播广、潜在的二次消费率高等特点，公司针对各用户群体的不同需求开发多条复合产品线，满足游客的观光、休闲、度假、商务、疗养等多样化市场需求，形成了一套良好的散客旅游生态体系。

表 5：公司定制化复合产品线

定制化产品	概述	图示
休闲度假	推出各类娱乐项目和体验性活动，如徒步、登山，茶梯，瑜伽，颂钵疗法定制产品等，以“旅游+”为核心，针对不同季节，策划了天目湖过大年，天目湖春季茶之旅，山水园暑期光影秀，南山竹海音乐独竹漂、御水温泉唐韵沐汤等丰富内容。	
商业会议	以御水温泉·竹溪谷酒店、御水温泉度假酒店、南山竹海客栈为依托，融入企业会议，提供高标准的全方位服务。同时，公司新投运的华东第一艘大型新能源电动商旅游船“山水绿源号”配备现代化先进设备及会务系统，主打高端定制水上会议服务。	
研学游	打造“行走中的课堂”主题研学体系和国内领先的一站式研学基地。在课程设计方面，基地将美育知识学习与实践体验相结合，以国家标准，地方文化个性化定制三要素立体架构的科学课程体系。整合优质资源创新研发课程内容，形成了涵盖自然观赏、知识科普、体验考察、文化康乐、励志拓展 5 大类别的核心研学课程。	
亲子游	公司积极创新亲子游产品，主动迎合市场新变化，升级产品和服务标准，开发更多符合家庭需求的亲子产品，包括山水园夏令营活动、度假酒店亲子 DIY 系列活动，南山竹海能猫生日会等，满足游客对亲子旅游、品质旅游的需求使亲子出行不再只是单一的，风景的形式，而是成为家长对孩子的教育由家应到社会，由校口到户外的场景延伸。	
疗休养	公司拥有江苏省职工（劳模）疗休养天目湖基地，被业界称为“最具生态特色”的一站式疗休养基地。公司打造了完善的康疗服务体系，优异的休憩配套体系，优质的休养资源，提供一站式服务、管家式跟踪、班组式管理，充分满足职工劳模在疗休养体验中的实际需求。	
培训拓展	公司具备丰富的课程培训和团队拓展资源，可提供个性化的定制服务，由专业培训讲师进行课程设计与指导，并开展丰富多彩的课间活动及团队熔炼游戏，助力团队建设，凝聚团队力量。同时，天目湖通过创新开展“红色党建绿色生态创新活动，形成支部搭平台、党员展风采、旅游树形象”的旅游产业发展新常态。	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司推出天目湖夜公园项目，进一步助力客流，刺激二次消费增长。公司为丰富山水园景区项目，推出“宴·夜天目湖”大型沉浸式夜公园，将园区整体进行了景观绿化、廊桥亭台等多种元素的艺术化亮灯，实现天目湖旅游时间轴上的“全时”、空间轴上的“全域”。往年天目湖夜公园的开业时间为7-8月，2023年调整为4月29日至10月6日，并通过夜哉天目湖、松果脱口秀、湖风酒肆餐秀剧场、有个大坝市集等活动引流，进一步探索夜游经济，助力带旺客流、提升旅客二次消费。

表 6：2023 年公司天目湖夜公园及周边二次消费项目价格

项目	价格
天目湖山水园夜公园大门票	39 元
天目湖山水园夜公园大门票+豪华夜航船票	99 元
天目湖山水园夜公园大门票+松果脱口秀	120 元
湖风酒肆餐秀剧场	
有个大坝市集	

资料来源：官方微信公众号，中国银河证券研究院

图26：天目湖夜公园游船项目



资料来源：官方微信公众号，中国银河证券研究院

图27：天目湖夜公园演艺项目



资料来源：官方微信公众号，中国银河证券研究院

景区业务二次消费收入测算：我们认为伴随公司积极推进产品创新+活动策划，景区业务的二次消费收入仍有较大提升空间。我们以 2019 年为基期，假设其它条件不变，景区二次消费收入分别提升

10%/15%/20%，则对应二次消费收入占比分别提升至 56%/57%/58%，净利润分别较 19 年同期提升 6%/10%/13%，毛利率分别较 19 年同期提升 0.5/1/1.6pct。

表 7：公司景区业务二次消费收入测算（百万元）

	2019 年	二次消费收入提升 10%	二次消费收入提升 15%	二次消费收入提升 20%
营业收入	300	316	324	332
门票收入	120	120	120	120
二次消费收入	160	176	184	192
商品销售收入	20	20	20	20
营业成本	94	97	98	99
净利润	155	164	169	175
二次消费收入占比	53%	56%	57%	58%
毛利率较 19 年同期提升		0.5%	1.0%	1.6%
净利润较 19 年同期提升		6.1%	9.6%	13.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（2019 年收入结构拆分为测算数据）

### 3. 景区与酒店联动：实现从“游、购、娱”到“吃、住、行”全覆盖

公司逐步完善酒店项目产品矩阵，已实现从低端到中高端的全价格段覆盖。目前公司旗下拥有 8 个酒店产品，共计 723 间以上客房，形成了“轻奢-高端-中高端-经济型”的阶梯式定位，并以中高端定位为主。其中，竹溪谷酒店作为中国野奢酒店标杆，每栋客房均自带独立泳池和独立温泉泡池，差异化定位带来价格优势。此外，湖畔露营帐篷基地及配套产品组合打造夜游经济，满足了游客晚间游、购、食、娱的需求。

表 8：公司酒店项目情况

所属景区	名称	开业时间	客房数量（间）	价格段（元）	特色
御水温泉	御水温泉客栈	2009 年	41	338-1299	古老传统文化院落融入现代生活理念
	御水温泉度假酒店	2010 年	258	990-2380	五星级奢华度假酒店，配备各类会议展厅
	御水温泉·竹溪谷酒店	2020 年	120	2716-4042	高端主题酒店，配套全竹景餐厅、娱乐休闲区，提供文创阅读、室内泳池、运动健身、专属 SPA 和童趣乐园等服务项目。
南山竹海	御水温泉·森酒店	2022 年		1580-2816	3 大主题 5 种房型以“自然”“融合”“亲子”为关键词，点缀星空、绿野、幽竹元素
	遇·竹隐居酒店	2014 年	167	513-1150	江南庭院式精品酒店，拥有独立会场，环境清幽
山水园	遇·十四澜酒店	2020 年	14	788-1823	高端全湖景酒店，山水园景区内唯一临湖亲水，包括湖畔大床和带阁楼家庭房等
	遇·天目湖酒店	2021 年	81	499-1180	轻奢度假型酒店，原木系和藤编家具，配套现代化品牌设施，主打情侣度假和亲子出游
	遇·碧波园酒店	2022 年	42	499-2306	以“画中的家”为核心理念的湖畔度假酒店，点缀湖波、绿野、山水元素

资料来源：公司公告，携程（酒店价格为 2023 年 11 月 13 日），中国银河证券研究院

疫情期间布局的酒店项目，成熟期有望贡献 0.24 亿净利润。疫情期间，高端酒店项目“御水温泉·竹溪谷”、遇系列酒店“遇·天目湖”、“遇·十四澜”和“遇·碧波园”陆续投运，今年公司天目湖山水园景区客流恢复不及预期，一定程度上影响周边新开业酒店的业绩弹性释放，我们认为上述酒店入住率仍有提升潜力，若未来项目成熟期入住率达 65%，参照携程酒店价格，测算 4 个酒店项目合计有望带来 0.24 亿元净利润。

表 9：公司酒店项目成熟期测算

	御水温泉·竹溪谷酒店	遇·十四澜酒店	遇·天目湖酒店	遇·碧波园酒店
客房数量（间）	120	14	81	42
OCC	65%	65%	65%	65%
ADR（元）	3400	1300	840	1400
营业收入（百万元）	116.2	5.6	21.0	18.1
客房收入（百万元）	96.8	4.3	16.1	14.0
其它收入（百万元）	19.4	1.3	4.8	4.2
营业成本（百万元）	92.9	4.5	16.8	14.5
净利润（百万元）	17.4	0.8	3.1	2.7

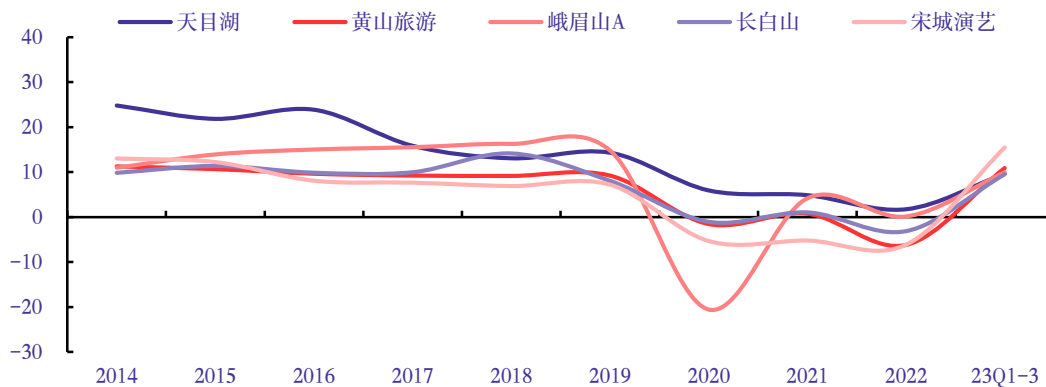
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 4. 景区其他业务与旅行社结合，链接全产业链

旅行社是公司一站式旅游模式强大的纽带，为全域旅游及全产业链提供市场化、定制化服务。公司充分运用旅行社多元化业务的整体资源和优势，将每个资源和业务单元协作松散相互脱节的“点”，紧固为上中下游有机紧密合作运营的“链”：1）旅行社通过对旅游产品进行组合和销售向旅游者宣传推销，对公司形象起着窗口作用；2）旅行社作为公司营销机构，可以对客源地市场进行开发，与客源地重点旅行社建立合作关系，吸引潜在客源；3）旅行社作为游客中心，可以适当引导游客消费，是沟通旅游者和公司其他部门的桥梁、纽带。

公司项目策划和运营能力优异，2014-2022 年 ROE 行业领先。公司凭借着整体规划能力、资源整合能力、旅游产品策划设计能力，围绕有限的自然资源条件进行旅游项目的设计、开发和建设。同时公司积极探索新业态，2023 年推出南山竹海溯溪游，天目湖夜游餐秀等热门产品，从沐汤飘雪到萤火市集，从国风侠情到行进式演艺等，积极推动主题策划与活动创新。优秀的产品策划和运营能力使得公司 2014-2022 年 ROE 水平处于行业领先地位，2023Q1-3 公司因新项目爬坡，销售净利率较 19 年同期有所下滑，使得 ROE 水平略落后于行业。

图28：A 股景区上市公司 ROE（%）对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）持续推进现有产品升级迭代，储备项目提供未来看点

公司在手项目众多，不断强化一站式旅游目的地产品打造。公司积极实施现有产品升级迭代：1) 持续推进山水园景区提档升级和产品业态转型升级，并持续扩充夜游时间与内容，夜公园经营时间由往年的7-8月开业，扩大到2023年的4月底至10月初，并推出松果脱口秀、湖风酒肆餐秀剧场进一步吸引客流；2) 推进南山小寨二期项目开工建设，落地后可提供500间酒店客房及配套度假设施，可有效弥补南山竹海区域旅游产品短板；3) 积极推进平桥漂流项目的策划与实施，旨在打造溧阳市高质量亲水项目；4) 推进御水温泉三期项目前期准备工作。其中，平桥漂流项目预计2024年暑期旺季前投运，我们假设漂流项目经营周期为5-10月，每天接待8小时，人次预计上限为7000-8000人/天，成熟体量收入贡献近1亿元。

表 10: 公司现有产品升级改造/储备项目情况

项目	投资金额(万元)	内容	建设进度	预计投运时间
平桥漂流项目		打造溧阳市高质量亲水项目	目前正在全力推进漂流项目的筹备工作，保障2H23开工计划	2024年
南山小寨二期项目	26,492.04	弥补南山竹海区域旅游产品短板，完善南山竹海区域酒店布局；建成后将形成酒店、餐饮、民俗及非遗文化体验等业态，包括500间客房	项目已部分开展，因酒店入住率较高阶段性延缓项目装修改造进度	2025年12月
御水温泉(一期)装修改造项目	6,911.94	对御水温泉度假酒店、御水温泉客栈及御水温泉进行整体改造，装修面积约30,000平方米	处于建设前期的准备阶段，目前正在进行方案设计、设计与建设等相关手续的办理	2025年12月
御水温泉三期项目		充分挖掘现有资源进行升级改造	推进前期准备工作	
动物王国	约500,000	打造动物王国旅游项目，进一步丰富目的地旅游产品类型	全国概念性方案设计已完成，施工现场动物王国作战指挥部也已全部入驻	一期2026年

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

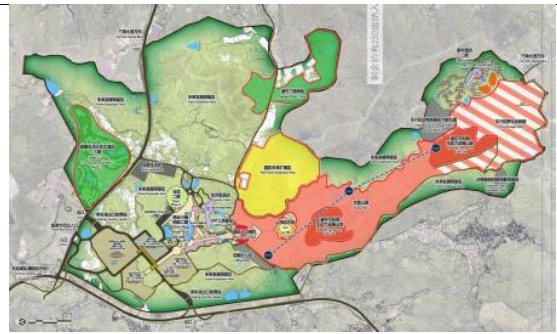
公司与政企合作动物王国项目，项目对标奥兰多动物王国。2022年3月，公司宣布与江苏天目湖控股集团有限公司成立合资公司江苏天目湖动物王国旅游有限公司，注册资本为1亿元，公司持股19.98%，旨在通过政企合作共同打造动物+娱乐+演艺复合型主题乐园“动物王国”文旅项目。天目湖动物王国项目属于市重点文旅项目，是融合野生动物繁育、展示、游乐项目及休闲度假的旅游综合体，项目占地4500亩，对标奥兰多动物王国。

图29: 天目湖动物王国旅游项目示意图



资料来源：官方公众号，中国银河证券研究院

图30: 天目湖动物王国旅游项目规划图



资料来源：官方公众号，中国银河证券研究院

奥兰多动物王国规模化+差异化优势显著，迪士尼IP助力二次消费增长。奥兰多动物王国是位于美国佛罗里达州奥兰多华特迪士尼世界度假区的一个主题公园，于1998年4月22日开放，是世界上最大的迪士尼主题公园，也是第一个以动物及其保护为主题的公园。不同于一般的动物乐园，奥兰多动物王国具备以下优势：1) 周边有梦幻王国、好莱坞影城、未来世界三大主题乐园和两大水上乐园，共同形成了主题乐园集群化；2) 通过迪士尼IP引流，带动周边餐饮、酒店和商品销售，提升旅客二次消费；3) 园区内形观光游览、娱乐项目、沉浸体验为一体的多元化布局，进一步提升游客体验感和游览时间。

图31：迪士尼动物王国阿凡达飞行历险项目



资料来源：迪士尼主题乐园官网，中国银河证券研究院

图32：迪士尼动物王国恐龙世界探险项目



资料来源：迪士尼主题乐园官网，中国银河证券研究院

双方合资公司全力推进项目发展，以期实现“一站式旅游目的地”再复制。我们认为天目湖动物王国和奥兰多动物王国有以下相似之处：1)与周边项目形成协同：天目湖动物王国项目周边有天目湖、南山竹海景区、御水温泉和水世界，五大项目可相互引流；2)园区内项目丰富、多元：天目湖动物王国项目致力于打造集动物观赏、沉浸式主题娱乐体验、森林探险、文化演艺、购物娱乐等于一体的文旅综合体项目，有助于提升旅客二次消费。不同之处在于，天目湖动物王国是与溧阳国资合作建设，在拿地成本、资金获取方面具备优势。目前全园概念性方案设计已完成，施工现场动物王国作战指挥部也已全部入驻，“一站式旅游目的地”成功模式有望再次得到验证，一期项目计划于2026年投运，拟定票价为260元，预测项目营收可达10亿元，投资回报期为9年。

## 四、盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

公司 2023 年新项目仍处爬坡期，预计 Q4 开始将进一步增强营销引流工作，逐步填平新增产能，2024 年新项目盈利有望在低基数上实现更好的释放。此外，2024 年公司将全力推进漂流项目开业工作，预计有望于 2024 年暑期旺季前投产。长期来看，公司仍有南山小寨二期、御水温泉三期和动物王国等项目等待建成投运，叠加国资入主后公司对溧阳本土的资源整合能力增强，未来盈利增长点仍多。我们对公司的业绩拆分如下：

**1. 景区业务：**2023 年山水园景区客流恢复不及预期，预计公司 Q4 开始将进一步增强营销引流工作，叠加天目湖夜公园等二次消费项目不断丰富，未来公司景区业务增长空间可观，我们预计 2023 - 2025 年公司景区业务营业收入分别为 3.1/3.2/3.4 亿元。

**2. 酒店业务：**疫情期间，公司推出御水温泉·竹溪谷、遇·十四涧、遇·天目湖等优质新项目，未来伴随新项目逐步爬坡，酒店业务业绩弹性有望释放，我们预计 2023-2025 年公司酒店业务收入分别为 2.0/2.4/3.1 亿元，未来南山小寨二期项目投运有望带来业绩增量。

**3. 温泉业务：**温泉业务的客流旺季在 12 月-2 月，2022 年底疫情大规模爆发，一定程度上影响公司温泉业务修复，伴随 Q4 客流旺季到来，叠加公司的营销宣传，我们预计 2023-2025 年公司温泉业务收入分别为 0.5/0.7/0.9 亿元，未来御水温泉（一期）装修改造项目、御水温泉三期项目投运有望进一步增厚业务收入。

**4. 水世界业务：**水世界业务有望受益于山水园景区营销引流，并与天目湖夜公园相互协同，亲子游需求仍有释放空间，2024 年暑期旺季表现值得期待，我们预计 2023-2025 年公司水世界业务收入分别为 0.1/0.2/0.2 亿元。

**5. 旅行社业务：**未来旅行社业务将会不断完善功能性，辅助景区业务引流，并通过定制化的服务为游客提供更好的体验感，我们预计 2023-2025 年公司旅行社收入分别为 0.1/0.1/0.2 亿元。

**6. 其他业务：**目前公司正全力推进漂流项目的筹备工作，保障 2H23 开工计划，平桥漂流项目预计 2024 年暑期旺季前投运，我们预计 2024 年该项目有望带来 0.6 亿元的收入增量，2023-2025 年公司其它收入分别为 0.2/0.8/0.9 亿元。

表 11: 公司盈利预测表 (百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>503</b>	<b>374</b>	<b>419</b>	<b>369</b>	<b>608</b>	<b>747</b>	<b>861</b>
yoy	2.8%	-25.6%	11.9%	-12.0%	64.9%	22.9%	15.2%
景区业务	300	202	225	156	310	323	341
温泉业务	53	38	36	32	52	73	87
酒店业务	96	93	124	143	204	241	313
水世界业务	16	12	4	14	10	15	18
旅行社业务	13	9	8	7	13	14	15
其他	26	20	22	16	20	80	86
营业成本	175	177	209	235	270	323	354
<b>归母净利润</b>	<b>124</b>	<b>55</b>	<b>52</b>	<b>20</b>	<b>160</b>	<b>204</b>	<b>262</b>
yoy	19.9%	-55.6%	-6.2%	-60.6%	689.9%	27.3%	28.3%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 估值与投资建议

**相对估值:** 我们选取 A 股景区上市公司峨眉山 A、三特索道、宋城演艺、黄山旅游等作为可比公司, 得出 2024 年可比公司 PE 均值为 22x, 考虑到公司项目运营能力优异, 在手项目众多, 成长性显著, 可享有一定估值溢价, 我们给予公司 2024 年 24x 估值, 对应市值 49 亿元。

表 12: 可比公司估值表

公司	市值	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
峨眉山 A	50	0.6	0.6	0.7	17	15	13
丽江股份	46	0.4	0.5	0.5	20	17	16
三特索道	28	0.7	0.8	0.9	24	20	18
宋城演艺	275	0.3	0.5	0.6	30	21	17
黄山旅游	70	0.6	0.7	0.7	20	18	16
曲江文旅	40	0.2	0.3	0.4	67	46	38
长白山	42	0.6	0.7	0.8	27	23	19
九华旅游	30	1.6	1.9	2.1	17	14	13
<b>平均值</b>					<b>28</b>	<b>22</b>	<b>19</b>
<b>天目湖</b>	<b>37</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>14</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**绝对估值:** 按照 FCFE 估值法, 我们作出如下假设得到 WACC 为 7.15%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 不包含远期的动物王国项目, 测算出公司每股估值区间为 23.8-28.8 元, 对应市值区间为 44-54 亿元。

**表 13: FCFF 估值参数假设及说明**

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	2.66%	十年期国债收益率 2.66%
市场预期收益率 Rm	7.16%	2012-2022 年沪深 300 指数年度平均收益率
贝塔系数 $\beta$	1.03	公司最近 24 个月的 Beta 值
债务资本比重 Wd	4.12%	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益), 取公司 2023 年季报数据计算
债务资本成本 Kd	4.75%	中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率 4.75%
税率	19.9%	2022 年公司实际所得税税率
加权平均资本成本 WACC	7.15%	加权平均资本成本, 计算可得

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**表 14: FCFF 估值敏感性分析**

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	6.25%	6.55%	6.85%	7.15%	7.45%	7.75%	8.05%
0.6%	26.9	25.5	24.3	23.2	22.2	21.3	20.5
0.9%	28.0	26.6	25.3	24.1	23.0	22.0	21.1
1.2%	29.4	27.8	26.3	25.0	23.8	22.8	21.8
1.5%	30.9	29.1	27.5	26.0	24.8	23.6	22.6
1.8%	32.6	30.6	28.8	27.2	25.8	24.5	23.4
2.1%	34.5	32.2	30.2	28.5	26.9	25.5	24.3
2.4%	36.8	34.2	31.9	29.9	28.2	26.6	25.3

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司区位优势显著, 项目运营能力优异, 同时地方政府进一步赋能资源整合, 未来伴随新项目逐步爬坡, 以及南山小寨二期、动物王国等项目投运, 成长空间可观。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 6.1/7.5/8.6 亿元, 归母净利润分别为 1.6/2.0/2.6 亿元, 当前股价对应 PE 各为 23/18/14x, 维持“推荐”评级。

## 五、风险提示

1. 宏观经济不及预期风险；
2. 新项目爬坡不及预期风险；
3. 自然灾害风险。

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司股权架构.....	5
图 3: 公司营业收入及增速.....	6
图 4: 公司归母净利润及增速.....	6
图 5: 公司分业务营业收入 (亿元).....	6
图 6: 公司景区业务分产品收入 (亿元).....	6
图 7: 公司毛利率和净利率变化 (%).....	7
图 8: 公司期间费用率 (%).....	7
图 9: 国内 2023 年前三季度旅游市场恢复情况 (vs2019).....	8
图 10: 2023 年前三季度部分地区旅游人数及收入同比.....	8
图 11: 2023 年五一出游用户结构.....	8
图 12: 2023 年不同性别/年龄层的出游预算.....	8
图 13: 各大景区 1H23 较 19 年同期客流恢复情况.....	9
图 14: 网友选择旅游目的地关注的因素.....	9
图 15: 中国夜间经济发展规模及增速.....	9
图 16: 中国研学游市场规模及增速.....	10
图 17: 2023 年中国亲子研学旅行消费者活动目的地偏好.....	10
图 18: 天目湖地理位置优越.....	11
图 19: 全国及江浙沪人均 GDP (元).....	11
图 20: 2022 年度各地区国内旅游组织人次占比.....	11
图 21: 2022 年度各地区国内旅游接待人次占比.....	11
图 22: 公司分业务营业收入.....	12
图 23: 公司分季度营业收入占比.....	12
图 24: 公司山水园景区收入结构及二次消费占比.....	13
图 25: 公司南山竹海景区收入结构及二次消费占比.....	13
图 26: 天目湖夜公园游船项目.....	14
图 27: 天目湖夜公园演艺项目.....	14
图 28: A 股景区上市公司 ROE (%) 对比.....	16
图 29: 天目湖动物王国旅游项目示意图.....	17
图 30: 天目湖动物王国旅游项目规划图.....	17
图 31: 迪士尼动物王国阿凡达飞行历险项目.....	18
图 32: 迪士尼动物王国恐龙世界探险项目.....	18

## 表格目录

表 1: 公司董事会及管理层基本情况 .....	5
表 2: 疫情期间景区公司提质改造项目梳理 .....	10
表 3: 长三角部分城市至天目湖自驾/高铁行程及时间情况 .....	12
表 4: 公司景区项目情况梳理 .....	13
表 5: 公司定制化复合产品线 .....	14
表 6: 2023 年公司天目湖夜公园及周边二次消费项目价格 .....	14
表 7: 公司景区业务二次消费收入测算（百万元） .....	15
表 8: 公司酒店项目情况 .....	15
表 9: 公司酒店项目成熟期测算 .....	16
表 10: 公司现有产品升级改造/储备项目情况 .....	17
表 11: 公司盈利预测表（百万元） .....	20
表 12: 可比公司估值表 .....	20
表 13: FCFE 估值参数假设及说明 .....	21
表 14: FCFE 估值敏感性分析 .....	21

## 附录：

## (一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>390.64</b>	<b>540.09</b>	<b>677.03</b>	<b>889.70</b>	营业收入	368.57	607.67	747.01	860.85
现金	366.80	480.84	607.87	813.84	营业成本	235.00	269.53	322.78	353.68
应收账款	8.17	32.34	38.21	43.09	营业税金及附加	1.13	1.22	1.49	1.72
其它应收款	1.68	2.19	3.19	3.14	营业费用	41.29	42.54	59.76	68.87
预付账款	6.19	13.48	16.14	17.68	管理费用	77.62	79.00	89.64	90.39
存货	5.01	8.47	8.82	9.15	财务费用	-1.40	-1.50	0.66	-1.10
其他	2.79	2.79	2.79	2.79	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>1184.39</b>	<b>1229.70</b>	<b>1322.02</b>	<b>1407.56</b>	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	10.02	13.36	17.81	23.74	投资净收益	1.50	6.08	5.98	5.17
固定资产	914.62	965.24	1067.88	1154.76	营业利润	27.60	232.09	287.61	361.07
无形资产	105.43	102.18	98.18	94.39	营业外收入	0.48	5.00	5.00	5.00
其他	154.32	148.92	138.16	134.66	营业外支出	1.64	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1575.03</b>	<b>1769.80</b>	<b>1999.05</b>	<b>2297.26</b>	利润总额	26.44	237.09	292.61	366.07
<b>流动负债</b>	<b>192.13</b>	<b>209.08</b>	<b>213.03</b>	<b>222.04</b>	所得税	5.27	59.27	67.30	76.88
短期借款	80.00	80.00	61.67	55.56	净利润	21.16	177.81	225.31	289.20
应付账款	44.25	45.59	53.04	55.03	少数股东损益	0.86	17.78	22.53	28.92
其他	67.88	83.49	98.33	111.46	归属母公司净利润	20.31	160.03	202.78	260.28
<b>非流动负债</b>	<b>97.86</b>	<b>97.86</b>	<b>97.86</b>	<b>97.86</b>	EBITDA	136.86	384.93	459.09	546.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.11	0.86	1.09	1.40
其他	97.86	97.86	97.86	97.86					
<b>负债合计</b>	<b>289.99</b>	<b>306.94</b>	<b>310.89</b>	<b>319.90</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	97.34	115.12	137.65	166.57	营业收入	-11.96%	64.87%	22.93%	15.24%
归属母公司股东权益	1187.70	1347.73	1550.51	1810.79	营业利润	-68.23%	740.83%	23.92%	25.54%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1575.03</b>	<b>1769.80</b>	<b>1999.05</b>	<b>2297.26</b>	归属母公司净利润	-60.57%	688.07%	26.71%	28.36%
					毛利率	36.24%	55.65%	56.79%	58.92%
					净利率	5.51%	26.34%	27.15%	30.23%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	1.71%	11.87%	13.08%	14.37%
<b>经营活动现金流</b>	<b>113.87</b>	<b>314.53</b>	<b>408.98</b>	<b>483.65</b>	ROIC	1.37%	10.39%	11.90%	13.28%
净利润	21.16	177.81	225.31	289.20	资产负债率	18.41%	17.34%	15.55%	13.93%
折旧摊销	112.13	160.42	176.80	191.22	净负债比率	22.57%	20.98%	18.42%	16.18%
财务费用	5.10	5.83	5.46	4.98	流动比率	2.03	2.58	3.18	4.01
投资损失	-1.50	-6.08	-5.98	-5.17	速动比率	1.96	2.46	3.05	3.87
营运资金变动	-22.40	-18.46	12.38	8.42	总资产周转率	0.23	0.34	0.37	0.37
其它	-0.63	-5.00	-5.00	-5.00	应收帐款周转率	45.09	18.79	19.55	19.98
<b>投资活动现金流</b>	<b>-141.75</b>	<b>-194.66</b>	<b>-258.15</b>	<b>-266.59</b>	应付帐款周转率	8.33	13.33	14.08	15.64
资本支出	-133.23	-168.31	-234.85	-243.95	每股收益	0.11	0.86	1.09	1.40
长期投资	-9.99	-32.43	-29.27	-27.80	每股经营现金	0.61	1.69	2.20	2.60
其他	1.47	6.08	5.98	5.17	每股净资产	6.38	7.23	8.32	9.72
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-7.83</b>	<b>-5.83</b>	<b>-23.80</b>	<b>-11.09</b>	P/E	178.98	22.71	17.92	13.96
短期借款	0.00	0.00	-18.33	-6.11	P/B	3.06	2.70	2.34	2.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	35.42	8.60	6.90	5.41
其他	-7.83	-5.83	-5.46	-4.98	P/S	9.86	5.98	4.87	4.22
<b>现金净增加额</b>	<b>-35.71</b>	<b>114.04</b>	<b>127.03</b>	<b>205.98</b>					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾熹闯**，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。