

天沐温泉 (834598)
温泉旅游品牌运营服务提供商
基本数据

2017年4月26日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	3300
流通股本(万股)	2812
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	2.65
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(万元)	489.16	2866.62	6115.56	7644.45	9555.56
净利润(万元)	162.23	975.37	1252.23	1582.74	2222.12
毛利率(%)	73.02	62.35	32.24	35.63	38.21
净利率(%)	33.17	34.03	20.62	20.70	23.25
ROE(%)	9.34	43.85	37.73	17.80	19.90
EPS(元)	0.11	0.65	0.84	0.48	0.67

珠海天沐温泉旅游发展股份有限公司主要从事温泉旅游项目策划、咨询及品牌输出、管理输出等服务，同时2016年也涉足温泉门票与酒店客房包销、物资集中采购等业务。公司的产品和服务覆盖了温泉项目从设计到运营的全过程。

温泉旅游持续升温，温泉旅游投资规模日益扩大，为公司可持续发展提供了良好条件。温泉旅游作为一种休闲、康体的形式，得到了快速发展。我国幅员辽阔，温泉资源丰富。丰富的、优质的温泉资源为我国温泉旅游市场的进一步开发，提供了充足的资源前提条件。目前旅游业已成为全球最大的新兴产业之一，而温泉旅游业则是新兴产业中的朝阳产业，温泉旅游投资在全国各地成为旅游投资的重点领域。

公司在温泉开发与运营管理方面具有较强的竞争力。公司拥有丰富的项目开发与运营管理经验，在温泉资源的可持续利用、产品开发、养生探索、泉质研究、空间规划设计及温泉文化研究上都形成了自己独特而富有实战意义的理论。公司的服务涵盖了温泉旅游项目的规划策划、工程顾问、开业筹备以及经营管理的每一个环节，能够提供全过程全方位的综合服务。

盈利预测与估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别1582.74万元和2222.12万元，每股收益分别为0.48元和0.67元。按2017年20倍PE估算，其市值参考水平为3.17亿元。

风险提示

市场竞争风险，关联交易占比较高，客户集中度较高，应收账款增长风险。

李菲菲

lifefei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 温泉旅游品牌运营服务提供商	2
■ 实际控制人、管理团队及员工概况	3
■ 温泉旅游持续升温，投资规模日益扩大	5
■ 公司温泉旅游品牌运营领域具有较强竞争力	7
■ 拓展新业务，业绩稳健增长	8
■ 盈利预测及估值	9

图表目录

图表 1 公司近三年应收还款余额大幅增长.....	1
图表 2 公司策划的部分温泉项目.....	2
图表 3 公司拥有的“天沐温泉”和“天沐荟”品牌.....	3
图表 4 公司股权结构.....	4
图表 5 公司员工构成.....	4
图表 6 公司员工学历结构.....	4
图表 7 我国温泉旅游发展进程.....	5
图表 8 驴妈妈 2011~2016 温泉出游人次.....	6
图表 9 温泉用户年龄分布.....	6
图表 10 温泉用户年龄分布.....	6
图表 11 公司为整个温泉项目建设全周期提供支持服务.....	8
图表 12 公司 2014 年以来各业务板块营业收入（万元）	9
图表 13 公司 2014 年以来毛利率、净利润率和期间费用率.....	9
图表 14 公司盈利预测.....	9

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息，未发现公司实际控制人及管理团队方面存在明显风险。

财务方面：

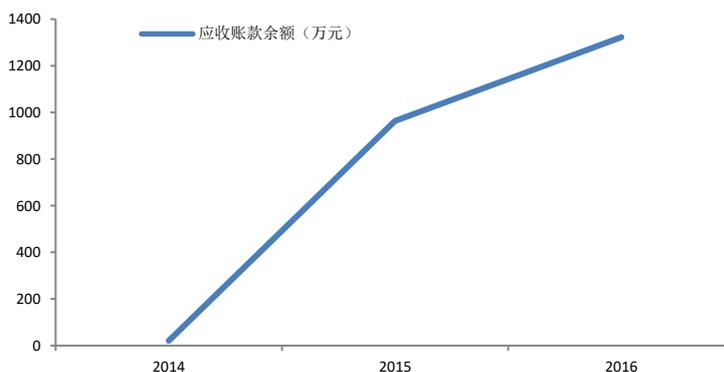
1、关联交易占比较高

目前公司的规模相对较小，处于业务上升阶段。2016年发生的关联销售额为1,493.72万元，占当期总收入24.42%；关联采购额为2,595.20万元，占当期总采购金额50.18%。关联交易占比大可能带来客户及供应商依赖的风险。

2、应收账款增长风险

公司的应收账款余额逐年上升，随着公司业务量的进一步提高，存在收款不及时应收账款将进一步上升的从而影响公司经营现金流的风险。

图表 1 公司近三年应收还款余额大幅增长



资料来源：Choice

公司业务及行业方面：

1、市场竞争风险

由于公司所处行业处于快速发展阶段，行业盈利水平相对较高。若参与本行业企业数量快速增加，将使本行业竞争加剧。

2、客户集中度较高

2016年度，公司与前五名客户的收入金额为1,770.43万元，占当年收入总额28.95%，公司仍存在客户较为集中的风险。

■ 温泉旅游品牌运营服务提供商

珠海天沐温泉旅游发展股份有限公司成立于2012年1月，2015年12月挂牌新三板。公司主要从事温泉旅游项目策划、咨询及品牌输出、管理输出等服务，同时2016年也涉足温泉门票与酒店客房包销、物资集中采购等业务。

公司的产品和服务覆盖了温泉项目从设计到运营的全过程，在项目设计前期为项目提供项目策划服务，在工程设计到施工建设期间为项目提供工程技术顾问服务，在项目开业前期为项目提供开业筹备顾问服务，在项目经营管理期间提供品牌输出及委托经营管理、以及客源输送、物资采购等专业服务内容。

公司的企业客户主要系有意向进行温泉项目建设但缺乏相关经验或者有意向运营温泉度假村项目的经营单位。衍生客户包括因公司的品牌运营能力、优质会员数量、集中采购优势等而加入天沐温泉的各类经营单位。

1、咨询及品牌输出业务

(1) 温泉项目策划

以市场为导向，从经营管理的角度出发，提炼竞争力较强的市场定位和主题，确定温泉项目规模，并进行整体规划，设计项目各功能设施及特色产品，协助规划设计单位完成初规、方案调整、扩初审议、平面功能等设计方案的优化。避免规划设计单位因对市场和经营管理及温泉产品的独特性认知不足，而给项目造成不可修复的硬伤。

图表 2 公司策划的部分温泉项目



资料来源：公开转让说明书

(2) 旅游温泉地产策划

该业务是公司为开发商提供温泉养生地产、温泉养老地产、产权酒店、酒店式公寓等多种旅游地产产品的总体布局、功能分区、户型设计等内容 的专业指导，帮助开发商完成温泉地产项目与温泉旅游项目的对接。

公司通过对项目的区位、资源条件、温泉资源、交通、政策和消费需求等进行调研分析，结合项目人员对温泉旅游的策划、筹建和营销经验，挖掘温泉与地产的有机结合方式，摆脱传统城市对外屏蔽，以满足消费者作为第二居所的绝佳选择。协助投资商快速立项、降低资金风险和提高盈利，以增强产品的核心竞争力。

(3) 筹建顾问服务

该业务是指公司根据积累的较为完善的温泉工程技术标准，从温泉水资源的合理开发利用、温泉区产品规划配置、各类温泉产品具体设计参数、指标等等，为合作伙伴提供成熟的方案和标准供参考，确保合作项目在设计与施工建设阶段的各个环节得到专业的技术保障。

(4) 开业筹备服务

该业务是指公司依托自身较为成熟的运营管理体系，根据投资方温泉项目实际情况，为投资方提供务实有效的筹备顾问服务，在项目筹备期间建立完整的市场营销、人力资源、财务、培训等管理体系、操作流程和规章制度，为项目的开业奠定良好的前期基础

(5) 品牌输出

公司的品牌输出服务是指对客户原有的产品及服务植入天沐品牌，收取客户一定的品牌使用费。

图表 3 公司拥有的“天沐温泉”和“天沐荟”品牌



资料来源：公开转让说明书

2、委托管理服务

公司的委托管理服务由前期的顾问策划服务以及筹建服务延伸而至。公司项目人员有多年温泉行业管理经验，委托经营管理团队形成了独具特色的天沐管理模式，包含了市场营销、运营管理和人员培训。为了提高温泉和酒店等项目的管理水平和经营效益，公司向客户提供管理经营服务。客户将项目全权委托给公司经营。在受托管理服务期间，公司向客户委派相关的管理人员如总经理、温泉管理人员、财务管理人员等，根据客户的实际情况提出相对应的人事机构、组织管理、运营方案等，同时提供员工培训、宣传策划、运营体系建设等服务，从而对项目进行管理经营。通过受托管理服务，公司向客户收取委派人员的劳务费，同时可根据经营管理成果提取约定的管理费和奖励费。

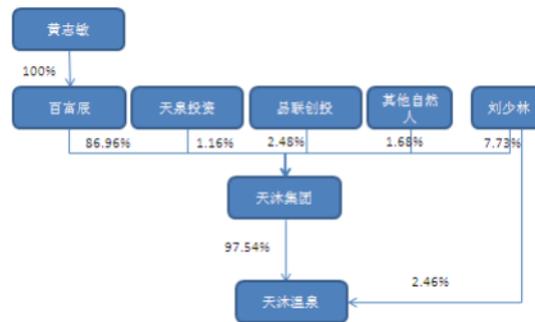
■ 实际控制人、管理团队及员工概况

● 公司核心团队拥有多年温泉品牌管理及温泉运营经验

公司实际控制人为黄志敏先生，生于 1961 年 5 月，毕业于长江商学院，取得工商管理硕士学位。主要经历：2007 年 7 月至今，任百富辰执行董事；2006 年至 2012 年 5 月任天沐集团执行董事、总经理；2012 年 1 月至 2012 年 11 月任天沐有限执行董事兼经理；2012 年 5 月至今任天沐集团董事长、总经理。2015 年 4 月至 2015 年 6 月，担任天沐有限的执行董事；2015 年 6 月至今，担任公司董事长。公司实际控制人及核心团队拥有多年温泉品牌管理及温泉运营

经验，目前公司尚未开展股权激励。

图表 4 公司股权结构

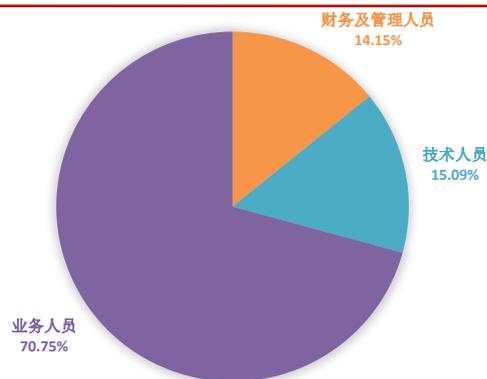


资料来源：公开转让说明书

● 员工整体素质较高

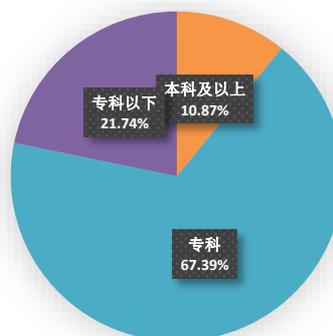
截止 2016 年年底，公司共有员工 106 人，业务人员、技术人员、财务和管理人员分别占比 70.75%、14.15%、15.09%。89.62%的员工拥有大学专科以上学历，员工整体素质较高。

图表 5 公司员工构成



资料来源：2016 年报

图表 6 公司员工学历结构



资料来源：2016 年报

■ 温泉旅游持续升温，投资规模日益扩大

● 我国温泉资源丰富，温泉旅游进入“百花齐放”阶段

温泉是泉水的温度高于当地年平均气温。温泉旅游的含义是为了达到养生和休闲效果，将原先单一疗养的物化享受，提升到符合现代消费的文化和精神层面，以感受温泉沐浴文化为目的，成为一种以健康为主体的时尚体验旅游。在我国温泉旅游促进了国民经济的进一步发展，虽然只有短短十几年的发展历史，但是温泉旅游还丰富了我国度假旅游产品的种类，增进了人们的身心健康，美化了环境。随着经济水平和现代人生活水平的不断提高，各种与休闲娱乐相关的产业都得到了快速的发展，温泉旅游作为一种休闲、康体的形式，也得到了快速发展。

我国幅员辽阔，各种地质条件造就的温泉遍布各地，据地质普查和初步统计，全国已发现温泉将近四千多处，温泉资源十分丰富。我国是中低温泉地热大国，约占全球的 8.6%。随着现代化钻探勘察手段以及打井技术的发展进步，人工钻出的温泉还会以更快的速度增加。丰富的、优质的温泉资源为我国温泉旅游市场的进一步开发，提供了充足的资源前提条件。

我国温泉旅游的发展一共经历了五个阶段，由最初的工人温泉疗养院到现在的温泉景区、主题温泉等产品，进入“百花齐放”的阶段，其在产品形式、产品定位等方面都更加丰富，充分满足用户的需求。

图表 7 我国温泉旅游发展进程

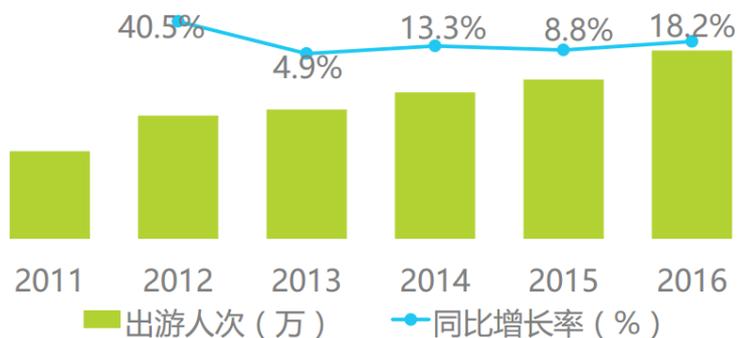
- 1 温泉疗养（新中国成立至改革开放）**
以“公休疗养”的形式，多为室内温泉，没有温泉度假功能。
- 2 温泉沐浴（20世纪80年代初至90年代中期）**
以“温泉宾馆”和“温泉医院”为主要形式，初步融入休闲因素，标志着我国温泉旅游事业开始了真正的发展。
- 3 温泉度假（20世纪90年代中期至20世纪末）**
此阶段出现了以观光娱乐、休闲度假、保健疗养等功能为主的温泉旅游度假区。
- 4 温泉养生（21世纪初10年）**
这一阶段是温泉养生与休闲的结合。开始注重产品创新、为用户提供更具差异化、个性化的产品。
- 5 百花齐放（21世纪10年代以后）**
个别区域已朝此阶段发展，此阶段温泉市场呈现多元化的格局，温泉市场日益细分，提供更加专业的服务，产品模式和形式更具多样化。

资料来源：2016 中国温泉旅游白皮书，艾瑞咨询

● 温泉旅游持续升温

根据驴妈妈 2011-2016 年数据，温泉的出游人次呈现稳定的增长态势，2016 年在中国旅游市场保持增长的大环境下，温泉市场持续升温。

图表 8 驴妈妈 2011-2016 温泉出游人次



资料来源：2016 中国温泉旅游白皮书，艾瑞咨询

在年龄分布上，80 后用户最为凸显（51.1%），其正处于家庭、职场的中坚力量，压力较大，温泉可以起到很好的放松身心的作用。

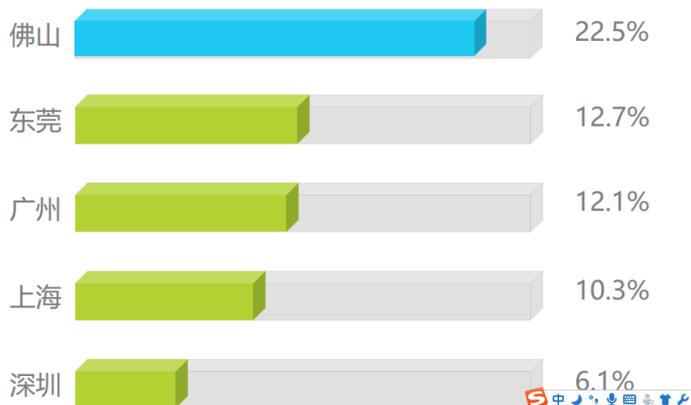
图表 9 温泉用户年龄分布



资料来源：2016 中国温泉旅游白皮书，艾瑞咨询

在国内温泉用户客源地分布 Top5 中，有四个城市来自于广东省，累计占比达 53.4%。广东省经济较为发达，相关资源丰富，同时，国内游行程周期较短，更为方便、快捷。

图表 10 温泉用户年龄分布



资料来源：2016 中国温泉旅游白皮书，艾瑞咨询

● 温泉旅游投资规模日益扩大

旅游产业的综合功能越来越为各级政府所认识，旅游业的发展显示了其促进经济社会全面协调可持续发展、推动产业结构优化升级、推动消费和扩大内需等特殊功能，加大旅游投入成为各地普遍性的认识。目前，我国已有 31 个省区市都对旅游业做出明确的战略定位。各地密集出台的旅游产业发展政策是对国家旅游产业政策的有力实践，并形成强力支撑。旅游业已成为全球最大的新兴产业之一，而温泉旅游业则是新兴产业中的朝阳产业，温泉旅游投资在全国各地成为旅游投资的重点领域：重庆拟打造“中国温泉之都”、南京全力打造“国际温泉名城、中国度假胜地、长三角地区重要的旅游休闲城市”、辽宁省确定了“打造中国温泉旅游第一大省”的目标。

● 行业发展逐步规范化

随着我国温泉旅游产业的蓬勃发展，以假乱真、以次充好、行业标准和监管力度缺失等问题逐渐显现，影响着整个行业的健康持续发展。温泉旅游行业的规范化、标准化和协调沟通问题正受到业界的高度关注。2009 年 6 月 18 日，中国旅游协会温泉旅游分会成立，会员单位有 150 多家，遍布全国各温泉省份。分会在指导温泉旅游行业健康发展，制定行业标准等方面发挥了积极的作用。2011 年国家旅游局发布的《温泉企业服务质量等级划分与评定》提出了对温泉企业的泉质要求、温泉水质卫生要求和经营场所的空气质量要求、明确星级的划分条件、服务质量和运营规范要求，并开展多期温泉行业标准培训，有利促进了温泉旅游行业的健康发展。

● 先进企业注重品牌化发展

我国温泉旅游地的开发具有明显的地域性集中特征，而由于在开发过程中缺少科学、详细的规划，多数采用“拿来主义”，市场定位同向，产品同质现象比较严重，文化内涵不深。在温泉旅游市场开发比较成熟的地区，温泉旅游企业在市场竞争中优胜劣汰，根据温泉水质条件和资源特征，结合历史文化、地方文化、温泉沐浴文化不断创新温泉产品和特色创意项目。旅游企业在不断创新发展模式的过程中树立了一批区域性的温泉旅游品牌，步入了品牌化发展的阶段。天沐温泉、御温泉、碧水湾等知名温泉旅游品牌均大力在全国各地发展旅游度假区，形成了各自的特色。

■ 公司温泉旅游品牌运营领域具有较强竞争力

公司属于商务服务业，主要从事温泉旅游项目策划、咨询及品牌、管理输出、客源输送、物资采购等服务，技术含量和竞争优势主要体现在自身的商业模式和服务理念中。

● 具有丰富项目开发与运营管理经验

公司拥有丰富的项目开发与运营管理经验。公司形成了以“完整的温泉实战理论体系”和“全面的技术支持体系”为指导的“温泉研究、项目策划、工程技术、品牌推广、市场营销、运营管理、人力资源、集中采购”等“多个专业机构”。

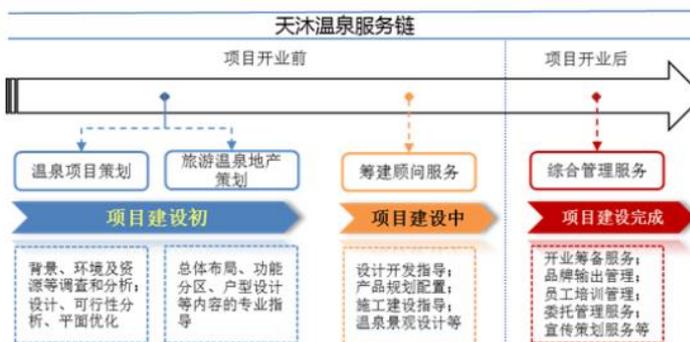
公司在温泉资源的可持续利用、产品开发、养生探索、泉质研究、空间规

划设计及温泉文化研究上都形成了自己独特而富有实战意义的理论。

● 公司能够为整个温泉项目建设全周期提供支持服务

公司的服务涵盖了温泉旅游项目的规划策划、工程顾问、开业筹备以及经营管理的每一个环节，能够提供全过程全方位的综合服务。公司在对每一个环节的专业服务基础上，协调各环节的工作团队分工，将人才安排在最专业的领域，使项目每个流程更精细，以达到最优服务目标。

图表 11 公司为整个温泉项目建设全周期提供支持服务



资料来源：公开转让说明书

● 成熟的管理模式

公司项目人员有多年的运营管理经验的积累，形成了独具特色的天沐管理模式。天沐管理模式由“市场营销体系”、“营运管理体系”和“培训教育体系”三大体系组成，为天沐温泉旗下各项目的运营与管理提供强有力的理论支持。

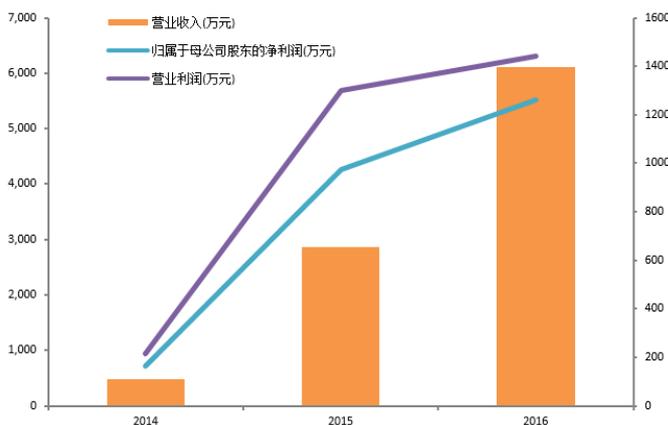
■ 拓展新业务，业绩稳健增长

公司主营业务收入实现了快速增长，2016 年公司收入为 6,115.56 万元，同比增长 113.34%。实现营业利润为 1,439.45 万元，同比增长 10.65%。

实现归属于挂牌公司股东净利润 1,252.23 万元，较 2015 年度增加了 276.87 万元，增长 28.39%。

主要原因：一方面因公司业务的延伸，2016 年公司拓展了集中采购业务及天沐温泉客房及温泉包销业务，另一方面由于已完成项目在业内均形成良好的口碑，公司的品牌效应逐渐增加，前期进行咨询的项目陆续开业进入了品牌输出及管理阶段，因此咨询及品牌输出及委托经营管理收入业务总体上呈上升趋势。另外公司 2016 年收到 240 万元新三板挂牌补助，也提升了公司的净利润。

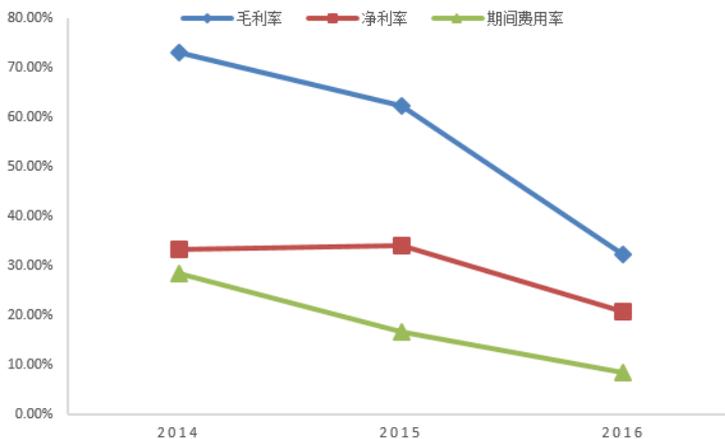
图表 12 公司 2014 年以来各业务板块营业收入（万元）



资料来源：Chocie

2016 年度、2015 年度公司毛利率分别为 32.24%，62.35%，2016 年毛利率下降较多，主要为报告期内公司收入新增集中物资采购业务及天沐温泉包销业务，其占公司主营业务收入 47.79%，但由于新增业务处于探索阶段，毛利率会相对较低，并低于公司原有的业务咨询及品牌输出业务，从而使得公司整体毛利率出现下降的情况。

图表 13 公司 2014 年以来毛利率、净利润率和期间费用率



资料来源：Chocie

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别 1582.74 万元和 2222.12 万元，每股收益分别为 0.48 元和 0.67 元。按 2017 年 20 倍 PE 估算，其市值参考水平为 3.17 亿元。

图表 14 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (万元)	489.16	2866.62	6115.56	7644.45	9555.56

净利润 (万元)	162.23	975.37	1252.23	1582.74	2222.12
毛利率 (%)	73.02	62.35	32.24	35.63	38.21
净利率 (%)	33.17	34.03	20.62	20.70	23.25
ROE (%)	9.34	43.85	37.73	17.80	19.90
EPS(元)	0.11	0.65	0.84	0.48	0.67

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15% 以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

