

“疫”后好风景，轻奢正当时

——天目湖（603136.SH）首次覆盖报告

要点

江南明珠，聚焦高端旅游休闲市场：公司位于江苏省溧阳市天目湖旅游度假区，2017-19年景区业务收入、利润占比在62%以上；酒店业务收入、利润占比保持稳定，约在20%左右。国庆双节期间全市共接待游客105.39万人次，恢复到去年同期的97.8%，直接营收10527.43万元，较去年同期增长了16.4%。高端休闲住宿产品成绩亮眼，其中御水温泉度假酒店入住率达84.2%。天目湖旅游度假区接待游客数同比增长3.24%。天目湖、南山竹海、御水温泉三大景区共接待游客数15.33万人次，占溧阳市接待总量的14.55%

背靠长三角，受益高端消费复苏：国内奢侈品市场强势复苏，进口消费加速线上化，印证疫情下高端需求不减。受益于高端消费需求向国内回流，高端酒店加速恢复。2020年2月至7月，江苏省五星级酒店出租率从5.9%恢复至49.9%，已赶超前期复苏较快的低星级酒店。国庆黄金周期间，STR数据表明中高端以上酒店的入住率对比去年同期均有不同程度的增长。天目湖的区位优势十分明显，长三角主要城市距离天目湖的里程均在300公里以内，自驾或者高铁行程时间都在3小时以内，处于适合休闲度假旅游的3小时都市旅游圈以内。长三角及其周边区域的国内最具消费能力的人口为公司提供充足的客源。

持续布局高端市场，储备项目值得期待：御水温泉二期面向高端消费者，释放客群消费能力。御水温泉二期项目——竹溪谷酒店已在九月投入运营。项目依托现有的温泉、竹林资源，主要建设竹客特色主题酒店(引入温泉泡池)、竹客服务中心及竹客贵宾楼，打造高端野奢型温泉酒店，强化酒店在高端定位上的优势，竹溪谷酒店客单价在2500元以上，在吸引高端消费者基础上，充分挖掘长三角地区高收入客源，释放这部分客群的消费能力。除温泉二期项目外，公司其他项目进展如下：（1）山水园帐篷营地9月已投入运营；（2）南山竹海索道二期项目预期四季度落地；（3）南山小寨二期建设与（4）御水温泉一期改造的可转债募投资金已到位。未来新项目的建成落地进一步丰富二次消费内容，为公司打开新的增长空间。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司20-22年营业收入分别为3.8/5.6/6.1亿元，净利润分别为0.57/1.50/1.67亿元，对应EPS分别为0.49/1.29/1.43元，对应PE为52X/20X/18X。我们认为，疫情导致的海外消费回流下，高端消费需求恢复更快，公司主营高端度假景区有望优先受益。天目湖经营模式具有较强可复制性，未来有望利用上市品牌优势走轻资产道路。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：疫情反复风险；高管减持风险；异地扩张低于预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	489	503	377	557	608
营业收入增长率	6.24%	2.81%	-25.01%	47.66%	9.06%
净利润（百万元）	103	124	57	150	166
净利润增长率	22.18%	19.86%	-53.59%	160.67%	10.72%
EPS（元）	1.29	1.07	0.49	1.29	1.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.50%	13.70%	5.98%	13.48%	12.98%
P/E	20	24	52	20	18
P/B	2.5	3.3	3.1	2.7	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-27

增持（首次）

当前价：26.72元

作者

分析师：菅成广

执业证书编号：S0930519080002

021-52523799

jiangcg@ebscn.com

分析师：唐佳睿

CFA,CPA(Aust.),CAIA,FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.16
总市值(亿元)	29.59
一年最低/最高(元)	19.84/34.69
近3月换手率	56.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.34	-11.12	-7.65
绝对	-5.95	-7.52	11.83

资料来源：Wind

相关研报

成长的路口：向左走，向右走？——中美日酒店行业市场空间比较研究

..... 2020-08-09

“航”观复苏，“数”解连锁——后疫情时代酒店行业研究框架探讨

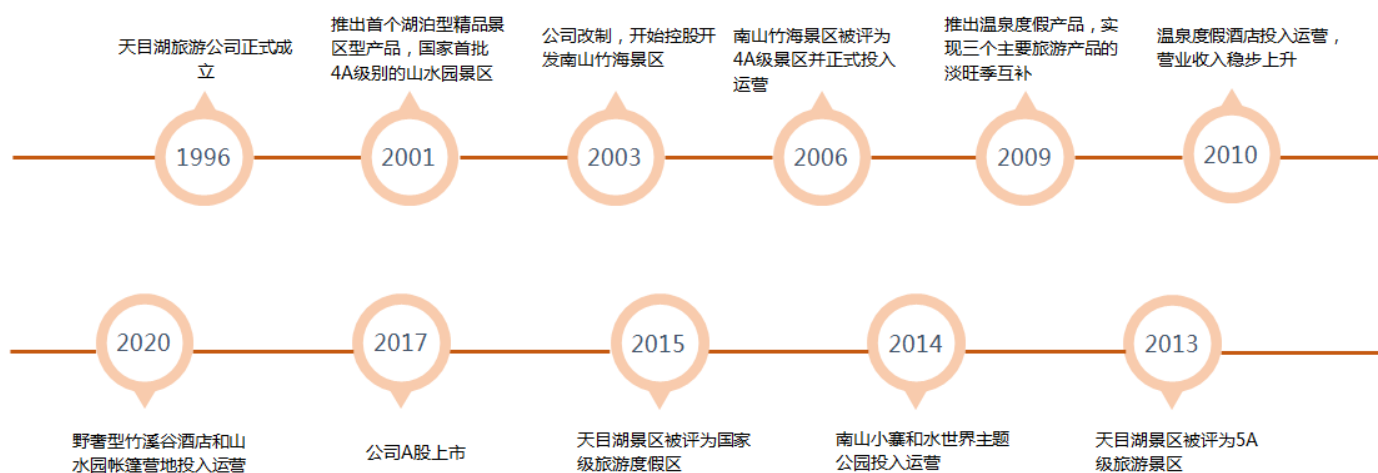
..... 2020-07-07

1、华东“一站式”旅游休闲模式的实践者

1.1、江南明珠，聚焦高端旅游度假市场

公司位于江苏省溧阳市天目湖旅游度假区，主要从事旅游景区的开发管理和经营。2003 年改制后，公司依托天目湖的优质生态自然资源，先后成功开发了南山竹海景区（2003 年开发）、御水温泉（2009 年推出）、水世界（2014 年投入运营）、南山小寨（2014 年投入运营）等产品，业务范围覆盖观光、休闲度假、住宿、餐饮、购物等，构建了一条相对完整的产业链，形成了“吃、住、行、娱、购、游”的一站式旅游服务。公司拥有复合型的旅游产品及专业的景区开发管理能力和旅游服务能力，是长三角地区具有较强的竞争优势和品牌影响力的旅游企业之一，在长三角乃至华东地区旅游市场占据重要市场地位。

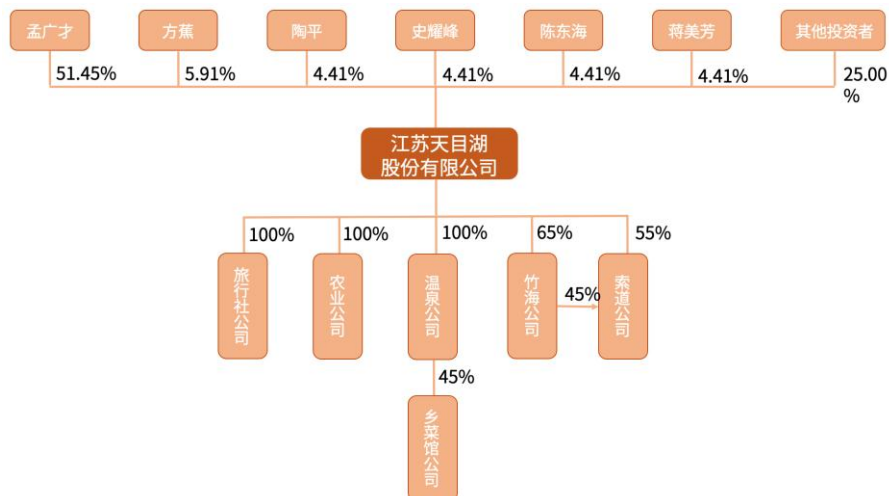
图 1：公司发展历史大事件



资料来源：公司公告，光大证券研究所

管理团队持股 75%，与公司股东利益高度一致。管理团队具有强大的产品开发和资源整合力，核心成员多数在上世纪 90 年代加入公司，成为创始股东。其中前六大股东除蒋美芳在 2018 年 11 月离职外，其余五名均在公司任职。管理团队旅游管理经验丰富，熟悉景区规划建设、经营管理索道和旅行社等业务。

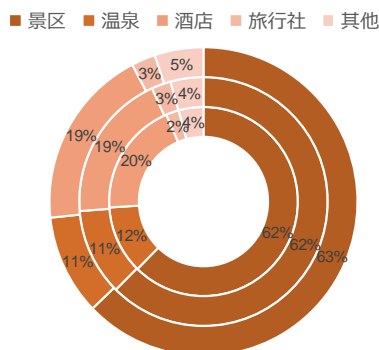
图 2：管理团队持股 75%



资料来源：公司公告（数据时间截至 2020Q3）

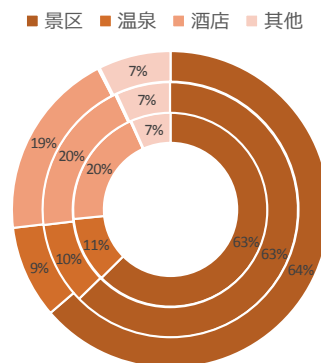
天目湖公司主营业务包括景区、温泉、酒店和旅行社四大板块，其中景区、酒店为核心业务。2017-19 年景区业务收入、利润占比在 62%以上；酒店业务收入、利润占比保持稳定，约在 20%左右。公司收入构成来源多样化，已发展成为综合性旅游度假集团。

图 3：公司收入结构



资料来源：公司年报，光大证券研究所（注：环形图由内向外依次为 2017/2018/2019 年占比数据）

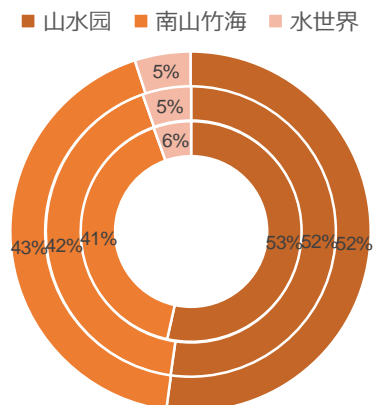
图 4：公司利润结构



资料来源：公司年报，光大证券研究所（注：环形图由内向外依次为 2017/2018/2019 年占比数据）

- 景区业务**：公司核心业务及主要收入和利润来源。主要包括山水园、南山竹海和水世界等产品，其中山水园和南山竹海是公司两大核心旅游产品，2017-19 年收入占比分别在 52/41%以上。（1）山水园依托沙河水库建设了状元阁、奇石馆、海洋世界、天下白茶馆、茶文化苑等，并配有游船、高空飞降等游乐设施。南山竹海是继山水园之后建设的以“竹文化”和“寿文化”为主题的景区；（2）南山竹海除万亩自然竹海风光外，还建设索道、地轨缆车、竹博馆、熊猫馆等众多观光设施和景点。除 2020 年受疫情影响外，上市以来景区业务毛利率在 65%左右。

图 5：山水园与南山竹海贡献景区业务 94%以上收入



资料来源：公司年报，光大证券研究所（注：环形图由内向外依次为 2017/2018/2019 年占比数据）

- 酒店业务**：公司酒店业务包括御水温泉度假酒店、御水温泉客栈、南山竹海客栈，除餐饮住宿基本服务外，还提供会务、休闲、宴会等多元化服务，满足各类游客的不同需求。

图 6：公司旗下三大酒店品牌

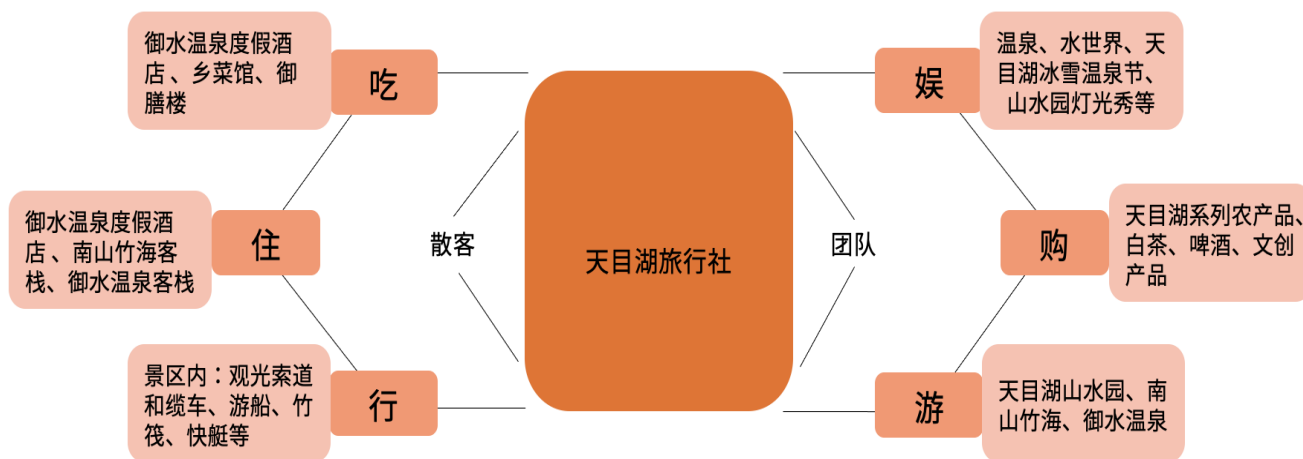
酒店	酒店简介	配套设施	示例
御水温泉度假酒店	是与御水温泉具有江南特色的一家挂牌五星级度假酒店，总建筑面积24500平方米	酒店拥有各类竹景客房与豪华套房共计240间	
御水温泉客栈	距南山竹海景区1公里处，与御水温泉毗邻，是御水温泉度假酒店的副楼	客栈拥有41间客房	
南山竹海客栈	毗邻南山竹海景区，与南山竹海古街相融，是南山竹海地区最具有风俗特点的主题酒店	客栈拥有各类竹景客房与豪华套房共计179间	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

- **温泉业务**：公司 2010 年建成的以温泉为主题的御水温泉项目，温泉业务有效弥补原有景区冬季客流量淡季的不足。除 2020 年受疫情影响外，上市以来温泉业务毛利率在 58%以上。2019 年实现收入 0.53 亿元，占比 11%。
- **旅行社业务**：公司旅行社业务在整体运营收入的贡献度较低，2019 年收入占比 3%，但它在完善公司销售渠道、吸引客源、促进消费、均衡客流上发挥了重要作用。

公司四大旅游产品形成季节性互补。公司经营有两大观光景区，山水园景区和南山竹海景区，旺季为每年的 3 月至 11 月。随后开发建设的御水温泉、水世界主题公园两大季节性休闲度假产品，侧重于冬季和夏季旅游，形成良好的季节性互补，实现旅游产品的淡旺季互补，平滑季节性收益，提升公司收入。

图 7：公司“一站式”旅游休闲模式



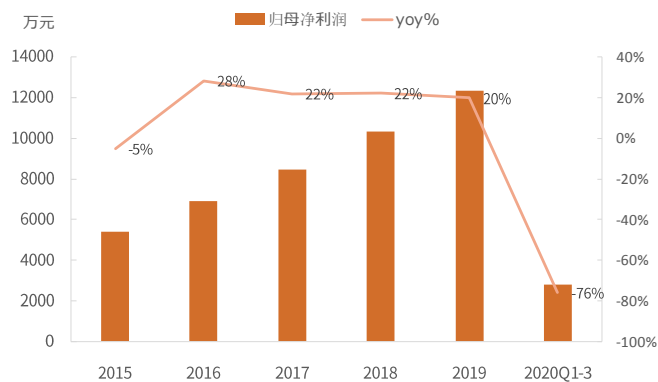
资料来源：光大证券研究所绘制

1.2、业绩环比持续改善，国庆双节数据亮眼

公司 2015-19 年在收入稳健增长的基础上通过费用管控释放利润，营收复合增速 4.4%，归母净利润的复合增速为 19.9%。公司归母净利润在过去几年内保持高

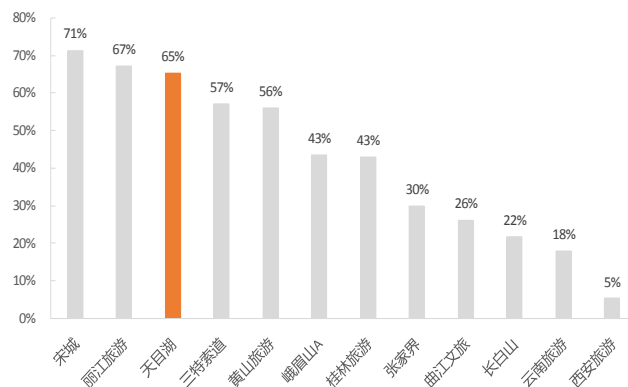
速增长主要得益于费用管控，财务费用和管理费用大幅下降。其中财务费用大幅下降的主要原因是募集资金偿还银行借款减少了利息支出。相比于其他上市景区公司，天目湖公司盈利能力显著，利润规模在可比上市景区公司中位列前茅。天目湖受益于中高端休闲度假产品，公司的毛利率在2014年后维持在62%以上，在可比上市景区公司中位列第三，仅次于宋城和丽江旅游。

图8：2015-19 归母净利润的复合增速为19.9%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图9：可比上市景区公司毛利率（2019）

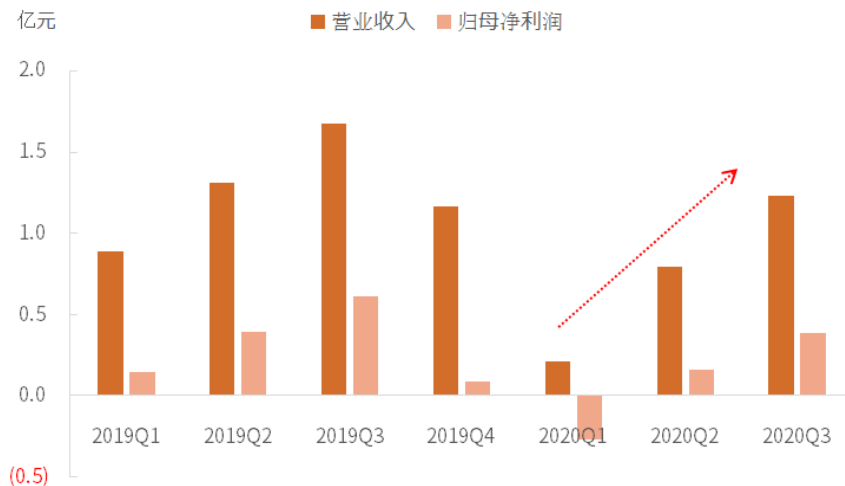


资料来源：Wind，光大证券研究所

受新冠疫情的影响，公司2020年1月24日至3月20日暂停营业。疫情期间天目湖景区开发网络自由行、自驾游和VIP定制等贴近市场及客户需求的产品；针对在线经济，公司充分利用直播、短视频等进行线上宣传和直播带货。2020 Q1-3 公司实现营业收入2.24亿元，同比下滑42.1%；归母净利润0.28亿元，同比下降75.9%。其中2020Q3实现营收1.23亿元，同比下滑26.2%，环比上升55.0%；归母净利润0.38亿元，同比下降37.4%，环比上升141.0%。

据溧阳市文体广电和旅游局公布数据，国庆双节期间全市共接待游客105.39万人次，恢复到去年同期的97.8%，直接营收10527.43万元，较去年同期增长了16.4%。高端休闲住宿产品成绩亮眼，其中南山花园美芥木屋入住率达93%，涵田度假村酒店入住率达84.9%，御水温泉度假酒店入住率达84.2%。天目湖旅游度假区接待游客数同比增长3.24%。天目湖、南山竹海、御水温泉三大景区共接待游客数15.33万人次，占溧阳市接待总量的14.55%。

图10：2020Q1-Q3 营业环比改善显著



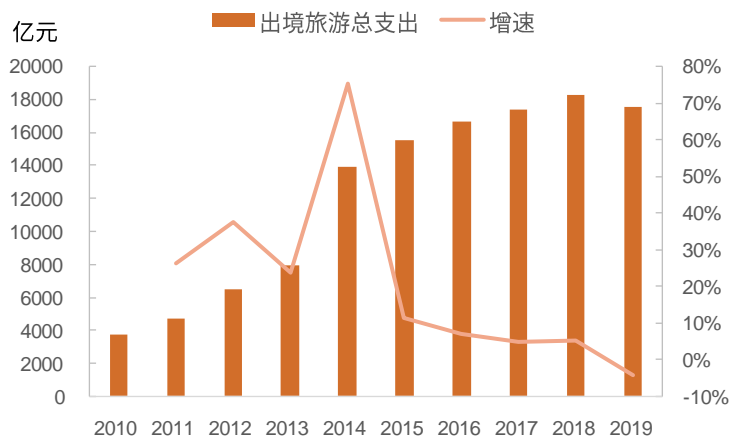
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、背靠长三角，受益高端消费复苏

2.1、海外消费回流，高端需求恢复更快

疫情导致国内外航线几乎中断，出境游全面受阻。出境游客的收入水平和消费能力更高，中短期来看，出境游消费回流潜力巨大。根据国家外汇管理局的统计，2010-2018年我国出境旅游总支出逐年提高，年均复合增速达19.4%。2019年出境旅游总支出虽有所下滑，但旅游行业产生逆差规模仍接近1.5万亿元人民币。疫情影响下，该部分旅游消费需求回流，规模可观。

图 11：出境旅游支出总量高，消费回流潜力大



资料来源：国家外汇管理局，光大证券研究所

国内奢侈品市场强势复苏，进口消费加速线上化，印证疫情下高端需求不减，国内市场成主要承接渠道。2020年4月，广州太古汇爱马仕重开当日销售额超过1900万，打破爱马仕在中国最高的单店销售记录。8月，LV上海恒隆店一个月卖出1.5亿，创下LV在中国最高的单店销售记录。海南免税店国庆8天销售额超10亿，同比增长近150%。阿里巴巴发布的2020年“十一”消费趋势报告显示，天猫国际国庆假期前4日环比“五一”前4日，整体增长超过40%。考拉海购国庆假期的全球卖场，香港SASA官方海外旗舰店销售额增幅334%，新加坡美妆集合零售店NOVELA销售额增幅412%。国内奢侈品、化妆品需求增长证明高端境外消费呈回流趋势。

受益于高端消费需求向国内回流，高端酒店加速恢复。2020年2月至7月，江苏省五星级酒店出租率从5.9%恢复至49.9%，已赶超前期复苏较快的低星级酒店。平均房价从422.8元升至448.9元，revpar从25元升至224元，7月房价、revpar相比2019年同期分别下降9.6%/25.6%。受需求回流因素影响，高端酒店恢复速度有望进一步加快，超过经济型酒店。

表 1：2020年2-7月江苏省内星级酒店经营情况

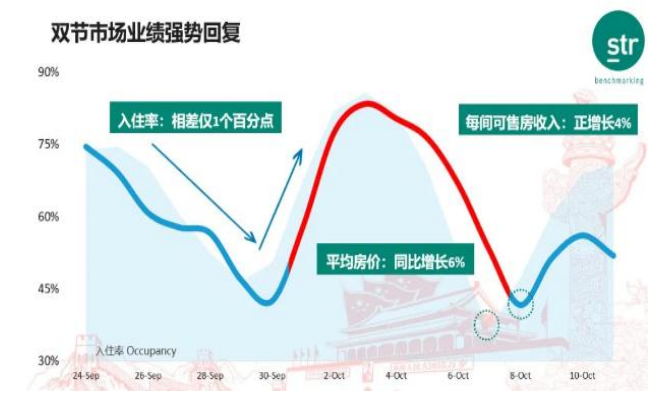
	2月	同比(%)	3月	同比(%)	4月	同比(%)	5月	同比(%)	6月	同比(%)	7月	同比(%)
出租率 (%)												
合计	6.7	-42.6	14.9	-41.2	29.4	-33	37.8	-23.1	37.8	-17	47	-12.5
五星	5.9	-42.4	14.2	-43.8	27.7	-35.6	38	-23.2	38.7	-16.4	49.9	-10.7
四星	7.2	-39.1	14.4	-40.5	30.5	-32.4	38	-23.4	38.1	-16.8	47.2	-12.8

三星	7.5	-46.9	17.1	-37.6	30.5	-30.1	36.6	-23.3	36	-18.1	42.7	-14.6
二星	9.2	-46.1	19.4	-41.7	27.2	-32.9	41.8	-15.1	37.3	-19.8	43.1	-10.9
平均房价 (元)												
合计	275	-19.9	333	-5.1	311	-15.7	329	-11.6	330	-26.8	333	-4.4
五星	422	-19	445	-13.1	431	-19.3	446	-17.1	449	-68.1	448	-9.6
四星	207	-35.2	292	-5.4	291	-9.2	310	-4.9	304	-11	310	1.7
三星	178	-0.3	234	17.7	181	-9.6	192	-6.7	194	-7.6	192	-4.7
二星			267	57	164	-13.4	152	-19.2	156	-20.9	161	-5.6
Revpar (元)												
合计	18	-89.1	49	-74.8	91	-60.3	124	-45.2	125	-49.5	156	-24.5
五星	25	-90.1	63	-78.7	119	-64.7	169	-48.5	174	-77.6	224	-25.6
四星	15	-89.9	42	-75.2	89	-56	118	-41.1	115	-38.2	146	-20
三星	13	-86.3	40	-63.2	55	-54.5	70	-43	69	-38.5	82	-29
二星			51	-50.2	44	-60.8	63	-40.6	58	-48.3	69	-24.7

资料来源：江苏省文化和旅游厅，光大证券研究所（注：出租率同比变化单位为百分点）

“十一”黄金周期间，STR 数据表明中高端以上酒店的入住率对比去年同期均有不同程度的增长，其中奢华和超高端级别市场入住率增长明显，分别超去年 5%和 3%，中档和经济型酒店虽净值超过 70%，但对比去年同期出现了 6%的下降。作为江苏省高端旅游休闲度假景区，天目湖有望有益于疫情下的需求回流。

图 12：十一假期酒店恢复强劲



资料来源：STR

图 13：高星级酒店入住率增幅明显

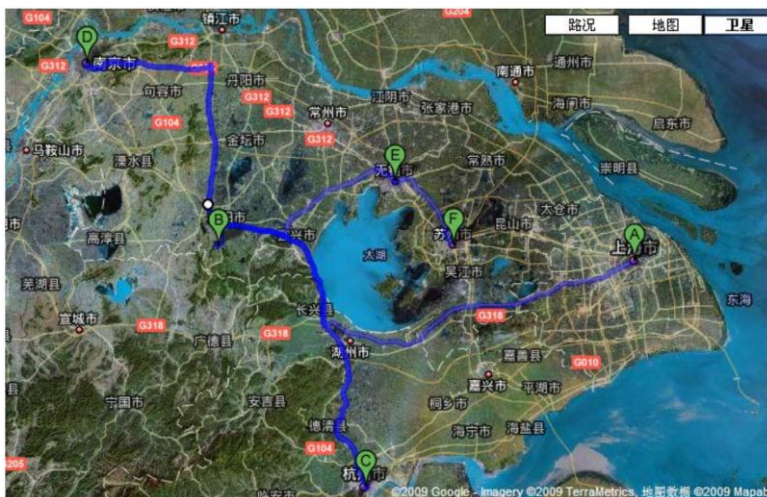


资料来源：STR（注：数据时点为 2020/10/1-2020/10/8）

2.2、“三小时”长三角都市旅游圈

疫情缓解后存在较强旅游消费需求，周边游、自驾游由于距离较短、安全性较高有望率先恢复。天目湖背靠长三角核心城市，区位优势明显。天目湖位于溧阳市以南八公里处，是苏浙皖三省的交界地。天目湖的区位优势十分明显，长三角主要城市距离天目湖的里程均在 300 公里以内，自驾或者高铁行程时间都在 3 小时以内，处于适合休闲度假旅游的 3 小时都市旅游圈以内。长三角及其周边区域的国内最具消费能力的人口为公司提供充足的客源。

图 14：天目湖景区位于长三角“三小时”都市旅游圈



资料来源：公司招股说明书（注：A：上海市 B：溧阳市 C：杭州市 D：南京市 E：无锡市 F：苏州市）

表 2：目标客源地距天目湖形成时间均在 3 小时内

出发地	自驾	高铁
上海	时间：约 3 小时 路线：京沪高速或沪常高速、沪渝高速	时间：约 2-2.8 小时 路线：京沪高铁+宁杭高铁或沪杭高铁+宁杭高铁
南京	时间：约 2 小时 路线：宁杭高速或沪宁高速、扬溧高速	时间：约 0.5 小时 路线：宁杭高铁
苏州	时间：约 1.5 小时 路线：沪宁高速、锡宜高速、沪渝高速	时间：约 1.5 小时 路线：京沪高铁+宁杭高铁
无锡	时间：约 1.5 小时 路线：锡宜高速、宁杭高速	时间：约 2 小时 路线：京沪高铁+宁杭高铁
杭州	时间：约 2.5 小时 路线：宁杭高速	时间：约 1 小时 路线：宁杭高铁

资料来源：高德地图，光大证券研究所

3、持续布局高端市场，储备项目值得期待

3.1、竹溪谷酒店投入运营，布局高端休闲度假市场

御水温泉二期面向高端消费者，释放客群消费能力。御水温泉二期项目——竹溪谷酒店已在九月投入运营。项目依托现有的温泉、竹林资源，主要建设竹客特色主题酒店(引入温泉泡池)、竹客服务中心及竹客贵宾楼，打造高端野奢型温泉酒店，强化酒店在高端定位上的优势，竹溪谷酒店客单价在 2500 元以上，在吸引高端消费者基础上，充分挖掘长三角地区高收入客源，释放这部分客群的消费能力。

表 3：竹溪谷酒店定位高端客群

酒店	定位	挂牌原价 (元)	平均房价 (元)
竹溪谷酒店	高端野奢型酒店	1480-9880	2624
御水温泉酒店	五星级度假酒店	690-1880	676
南山竹海客栈	四星主题精品客栈	450-1280	397
御水温泉客栈	经济特色客栈	350-450	370

资料来源：携程网，光大证券研究所

新建竹溪谷酒店承接旺季客流，提升景区接待能力。公司原有御水温泉酒店、温泉客栈、南山竹海客栈三家酒店，入住率从 2014 年的 43.04%提高到了 2016 年的 59.64%，满房天数也在逐年上升，旅游旺季、节假日、双休日经常性满房，新建竹溪谷酒店将承接部分高端客户，缓解旺季的供需矛盾，提升景区的接待能力，促进业绩增长。竹溪谷酒店已于 9 月 27 日正式投入运营，预计在第一年/第二年/第三年/第四年贡献营收 26.62/29.44/31.98/34.55 百万元。

表 4：竹溪谷酒店定位高端客群

	第一年	第二年	第三年	第四年
营业收入（百万元）	26.62	29.44	31.98	34.55
yoy%		11%	9%	8%
酒店业务收入（百万元）	22.99	25.28	27.58	29.88
房间数量（间）	48	48	48	48
入住率	50%	55%	60%	65%
平均房价（元）	2624	2624	2624	2624
RevPAR（元）	1312	1443.2	1574.4	1705.6
餐饮业务收入（百万元）	1.93	2.21	2.21	2.48
客单价（元）	180	180	180	180
入座率	70%	80%	80%	90%
座位数（个）	42	42	42	42
会议业务收入（百万元）	1.7	1.94	2.19	2.19
客单价（元）	180	180	180	180
总体使用率	35%	40%	45%	45%
座位数（个）	74	74	74	74

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

3.2、产品组合不断丰富，改造项目提升景区客流

丰富产品组合，推动二次消费，提升公司收入。除温泉二期项目外，公司其他项目进展如下：（1）山水园帐篷营地 9 月已投入运营；（2）南山竹海索道二期项目预期四季度落地；（3）南山小寨二期建设与（4）御水温泉一期改造的可转债募投资金已到位，工程还未开始建设。未来新项目的建成落地进一步丰富二次消费内容，为公司打开新的增长空间。

山水园帐篷营地日前已投入运营，主要目标客群为亲子游、家庭游和情侣游客群。区别于已有传统酒店的住宿项目，属于“景点+住宿”的体验类项目，同时营地开展了夜市、夜筵活动，增加二次消费项目。国庆期间，“星空帐篷节”十分火爆，游船夜航和浪漫船餐也受到游客追捧，为景区带来一定的客流和收入增量。

图 15：天目湖帐篷营地酒店



资料来源：水韵江苏

南山竹海索道二期项目是在一期索道旁新建一条承载量高达 1500 人/小时的新索道，提高索道运力。根据携程网南山竹海游客的评价，索道在高峰时段经常出现拥堵、排队现象，用户体验不佳。预计索道二期在第四季度投入运营后，将解决客流高峰时段拥堵问题，减少因排队而损失的客流，促进南山竹海二次消费。

南山小寨二期项目是以酒店为主体的开放式文化景点，项目具体建设内容包括主题酒店、餐厅、特色作坊、展览馆、书院、茶庄、小剧场等。酒店为该项目的核心酒店，定位为中高端酒店，拟建设客房 500 间。项目正式运行后，预计将进一步补充公司中高端定位酒店产品线，缓解在旅游高峰期酒店客房的供需矛盾。

御水温泉一期改造项目主要是对原有酒店、客栈和温泉进行整体改造，建设期约为 1 年。预计项目完成后将提升酒店设施与温泉品质，优化客户体验，在定位上与温泉二期项目形成差异，满足不同收入群体的消费需求。

各景区人数稳定上升，单日游客量尚未触及最大承载量，未来提升空间大。公司通过售卖联票，设计商旅会务、职工疗养、研学游等各种定制产品，其中，有效地联动提升了各景区游客人数。2016-2018 年，山水园景区接待人次分别为 98.35 万人、100.11 万人、101.8 万人，南山竹海景区接待人次分别为 90.63 万人、96.95 万人和 101.68 万人，两大景区合计接待人次已超过 200 万，且仍然保持稳中有增的态势。水世界、温泉项目的体量较小，游览人数总体保持稳定。山水园与南山竹海两大景区的单日最大入园人次仍小于最大承载量，未来游客数量增长空间大。

4、盈利预测

(1) 天目湖经营模式具有较强可复制性，未来有望利用上市品牌优势走轻资产道路。从公司储备项目来看，公司未来的成长性主要来自景区、酒店板块，假设景区 2020-2022 营收增速分别为-25%/48%/9%，酒店 2020-2022 营收增速分别为-25%/50%/10%，其他业务保持稳定。

(2) 受疫情影响公司 20 年由于停业导致毛利率下滑，随着索道、露营、设施升级的完成有望吸引客流与提升客单价，假设景区 2020-2022 毛利率分别为 55%/70%/70%，酒店 2020-2022 毛利率分别为 54%/68%/68%。

根据上述关键假设,我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 3.8/5.6/6.1 亿元,对应增速分别为-25%/48%/9%,净利润分别为 0.57/1.50/1.66 亿元,对应 EPS 分别为 0.49/1.29/1.43 元。

表 5: 公司主营业务盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	489.4	503.2	377.3	557.2	607.6
YoY%	6%	3%	-25%	48%	9%
景区	289.2	300.2	225.2	337.7	371.5
酒店	95.0	95.7	71.8	107.7	118.4
其他	105.2	107.3	80.4	111.8	117.7
营业成本(百万元)	185.5	174.5	169.8	183.9	200.5
景区	100.6	94.2	101.3	101.3	111.4
酒店	34.4	32.3	33.0	34.5	37.9
其他	50.5	48.0	35.5	48.1	51.2
毛利(百万元)	304.0	328.6	207.5	373.3	407.1
景区	188.6	206.0	123.8	236.4	260.0
酒店	60.6	63.4	38.8	73.2	80.5
其他	54.8	59.2	44.9	63.7	66.5
毛利率(%)	62%	65%	55%	67%	67%
景区	67%	65%	55%	70%	70%
酒店	65%	64%	54%	68%	68%
其他	52%	55%	56%	57%	57%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

5、估值水平与投资评级

由于疫情特殊事件冲击,2020 年公司业绩大幅下滑导致 PE 陡增。20 年盈利预测无法反映其真实盈利水平,所以我们选取 2021 年盈利预测作为参考。我们选取景区行业的丽江股份、宋城演艺、黄山旅游作为可比公司,2021-22E 平均估值为 20X/17X。天目湖 21 年 PE 估值 18 倍,低于可比公司平均水平。我们认为,疫情导致的海外消费回流下,高端消费需求恢复更快,公司主营高端度假景区有望优先受益。天目湖经营模式具有较强可复制性,未来有望利用上市品牌优势走轻资产道路。首次覆盖,给予“增持”评级。

表 6: 可比公司估值

代码	证券	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002033.SZ	丽江股份	6.25	0.06	0.34	0.38	110	18	16
300144.SZ	宋城演艺	16.72	0.18	0.58	0.73	91	29	23
600054.SH	黄山旅游	8.38	0.10	0.50	0.56	74	14	13
平均估值						92	20	17
603136.SH	天目湖	26.72	0.49	1.29	1.43	46	18	16

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 (注: 除天目湖外, 其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 股价截止 2020-10-27)

6、风险分析

疫情反复风险

入冬以来新冠疫情风险增加，若江苏省再次发生疫情可能导致部分景区停业。

高管减持风险

根据公司减持计划公告，大股东及高管将合计减持 11.88%股份。目前减持计划尚未全部实施完毕，仍存在交易风险。

异地扩张低于预期

公司天目湖经营模式具有较强的异地复制能力，但不排除扩张进度低于市场预期可能。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	489	503	377	557	608
营业成本	185	175	170	184	201
折旧和摊销	73	73	74	80	87
税金及附加	8	8	6	9	10
销售费用	72	67	51	67	73
管理费用	73	74	56	67	73
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	6	-7	2	2	2
投资收益	6	1	0	0	0
营业利润	158	189	96	233	254
利润总额	158	189	87	224	245
所得税	39	47	22	56	61
净利润	118	142	65	168	184
少数股东损益	15	18	8	18	18
归属母公司净利润	103	124	57	150	166
EPS(按最新股本计)	1.29	1.07	0.49	1.29	1.43

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	225	225	114	274	284
净利润	103	124	57	150	166
折旧摊销	73	73	74	80	87
净营运资金增加	-151	-65	-7	20	2
其他	200	94	-10	24	28
投资活动产生现金流	81	-73	-200	-225	-200
净资本支出	-54	-125	-200	-200	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	134	51	1	-25	0
融资活动现金流	-131	-77	139	-2	-2
股本变化	0	36	0	0	0
债务净变化	-89	-8	141	0	0
无息负债变化	28	25	-31	33	14
净现金流	175	75	53	47	82

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	62.1%	65.3%	55.0%	67.0%	67.0%
EBITDA 率	47.4%	50.6%	45.5%	56.4%	56.5%
EBIT 率	32.3%	36.0%	25.9%	42.1%	42.1%
税前净利润率	32.2%	37.5%	23.1%	40.1%	40.4%
归母净利润率	21.1%	24.6%	15.2%	26.9%	27.3%
ROA	10.5%	11.5%	4.6%	10.4%	10.2%
ROE (摊薄)	12.5%	13.7%	6.0%	13.5%	13.0%
经营性 ROIC	13.5%	15.6%	7.4%	15.5%	15.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	20%	20%	25%	24%	22%
流动比率	1.80	1.33	2.92	2.67	2.95
速动比率	1.76	1.30	2.88	2.63	2.91
归母权益/有息债务	8.86	10.63	4.25	4.91	5.64
有形资产/有息债务	10.80	13.17	5.74	6.63	7.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,127	1,236	1,411	1,612	1,810
货币资金	219	294	347	394	476
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6	6	4	6	7
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	4	1	1	2	2
存货	6	6	5	6	6
其他流动资产	51	6	3	7	8
流动资产合计	290	318	367	422	507
其他权益工具	0	24	24	24	24
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	672	617	638	691	748
在建工程	12	133	221	271	308
无形资产	119	115	113	111	108
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	13	13	13	13
非流动资产合计	837	918	1,045	1,190	1,302
总负债	228	245	355	388	401
短期借款	0	85	0	0	0
应付账款	33	38	37	40	44
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	37	42	42	45	49
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	161	239	126	158	172
长期借款	66	0	0	0	0
应付债券	0	0	226	226	226
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	67	6	229	229	229
股东权益	899	991	1,056	1,224	1,408
股本	80	116	116	116	116
公积金	397	368	374	378	378
未分配利润	349	405	457	603	769
归属母公司权益	826	903	961	1,110	1,276
少数股东权益	73	88	96	114	132

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	14.65%	13.41%	13.41%	12.00%	12.00%
管理费用率	15.00%	14.74%	14.74%	12.00%	12.00%
财务费用率	1.25%	-1.38%	0.61%	0.31%	0.26%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.82	1.94	0.98	2.36	2.44
每股净资产	10.32	7.79	8.28	9.57	11.00
每股销售收入	6.12	4.34	3.25	4.80	5.24

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	20	24	52	20	18
PB	2.5	3.3	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.4	12.0	18.1	9.9	9.0
股息率	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳