



受疫情影响经营承压，内生、外延发力静待复苏

2022 年 04 月 29 日

推荐

维持评级

当前价格：

20.77 元

► **公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报：**①全年来看：公司 21 年实现营业收入 4.19 亿元/yoy+11.86%，恢复至 2019 年营收的 83.20%；实现归母净利润 0.52 亿元/yoy-6.17%；扣非净利润 0.43 亿元/yoy +51.66%；营业利润 0.87 亿元/yoy-0.64% 利润总额 0.86 亿元/yoy-0.65% 经营性现金流净额 1.37 亿元/yoy-13.83%。21 年公司毛利率为 50.03%，同比-2.57pct；归母净利率为 12.30%，同比-2.37pct。②22Q1 单季度来看：公司实现营收 0.56 亿元/yoy-28.05%；归母净利润-0.21 亿元，2021 年同期为-0.05 亿元。

► **下半年疫情使公司水世界收入贡献低于预期，景区和酒店恢复迅速彰显经营韧性。**2021 年公司山水园/南山竹海/水世界/温泉/酒店/旅行社产品营收分别为 1.24/1.01/0.04/0.36/1.24/0.08 亿元，较去年同期+14.44%/7.75%/-68.63%/-5.16%/+33.74%/-14.09%。公司水世界乐园项目主要在暑期开放，受疫情拖累使其 21 年业绩贡献低于预期，而景区和酒店业务恢复态势相对强劲。

► **景区及温泉业务毛利率快速增长，水世界毛利率承压。**2021 年，1) 公司景区业务毛利率 61.45%，同比+4.26pct，主要是营业成本变动较小，毛利率受益于营收增长而大幅提升；2) 水世界业务毛利率-171.06%，同比-180.9pcts，主要是营业成本中固定成本占比高，营收受疫情冲击使毛利率大幅下降；3) 温泉业务毛利率 43.5%，同比+3.72pct，主要是折旧、物流、修理、能源及其它费用减少所致；4) 酒店业务毛利率 35.72%，同比-15.36pcts，主要是“遇天目湖”及“竹溪谷”项目使营业成本上升所致；5) 旅行社业务毛利率 4.56%，同比-0.20pct，主要是疫情间客流减少所致。

► **内生深挖、外延发力，布局后疫情成长。**2021 年，在内生项目建设推进方面，公司稳定推进项目落地，遇天目湖酒店项目营运，旅游产业链条得到进一步强化；南山竹海提档升级项目完成，游客体验优化升级；南山小寨二期项目正在推进中，为天目湖旅游区注入新活力。外延方面，公司以五大经济圈都市群为战略中心，轻重资产并举、落实资本扩张步伐，以并购重组及品牌创新方式实现外延扩张；并考虑以投资新建的方式，因地制宜开发与管理优质旅游资源。

► **溧阳市政府国资平台成为第二大股东，优化公司股权结构赋能长期发展。**公司控股股东及实际控制人孟广才先生分别于 2021 年 9 月及 2022 年 3 月签署股份转让协议，共将 37,860,700 股转让给溧阳市城市建设发展集团，占股份总额 20.32%，转让后溧阳市政府国资平台成为公司第二大股东。此举有利于公司资源整合及协同发展，将天目湖打造为更具吸引力的旅游胜地。

► **投资建议：**(1)长三角地区短时间受上海疫情影响有所承压，但疫情后旅游、酒店、餐饮消费复苏有望提振公司业务；(2)公司通过内生项目深挖、并购或投资新建项目落地实现成长；(3)公司各项业务固定成本较高，疫情后游客量增长将会使公司业绩快速恢复。预计公司 22/23/24 年归母净利润分别为 0.78/1.42/1.72 亿元，对应 PE 为 49x/27x/23x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复超预期，行业竞争加剧风险，新项目落地不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	419	518	704	785
增长率 (%)	11.9	23.8	35.8	11.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	52	78	142	172
增长率 (%)	-6.2	52.1	80.8	21.3
每股收益 (元)	0.28	0.42	0.76	0.92
PE	75	49	27	23
PB	3.0	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 28 日收盘价)



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理：邓奕辰

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	419	518	704	785
营业成本	209	248	298	321
营业税金及附加	5	7	9	10
销售费用	54	55	72	76
管理费用	77	93	114	123
研发费用	0	0	0	0
EBIT	74	115	211	255
财务费用	-0	-0	-2	-5
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	3	4	4
营业利润	87	125	223	269
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	86	124	222	269
所得税	26	33	59	71
净利润	61	91	163	197
归属于母公司净利润	52	78	142	172
EBITDA	174	223	326	374

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	403	448	591	793
应收账款及票据	7	6	6	6
预付款项	5	5	5	5
存货	6	8	9	9
其他流动资产	9	10	12	13
流动资产合计	430	477	623	826
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	926	961	972	959
无形资产	110	111	113	115
非流动资产合计	1,172	1,208	1,220	1,209
资产合计	1,602	1,685	1,844	2,035
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	78	85	89	95
其他流动负债	90	75	65	54
流动负债合计	248	240	235	229
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	86	86	86	86
非流动负债合计	86	86	86	86
负债合计	333	325	320	314
股本	186	186	186	186
少数股东权益	99	112	134	159
股东权益合计	1,269	1,360	1,523	1,721
负债和股东权益合计	1,602	1,685	1,844	2,035

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.86	23.78	35.79	11.62
EBIT 增长率	12.78	56.25	83.72	20.42
净利润增长率	-6.17	52.14	80.81	21.30
盈利能力 (%)				
毛利率	50.03	52.07	57.71	59.13
净利润率	14.48	17.55	23.22	25.13
总资产收益率 ROA	3.21	4.65	7.68	8.45
净资产收益率 ROE	4.40	6.28	10.19	11.01
偿债能力				
流动比率	1.74	1.99	2.65	3.61
速动比率	1.69	1.94	2.59	3.55
现金比率	1.63	1.87	2.52	3.47
资产负债率 (%)	20.80	19.31	17.38	15.44
经营效率				
应收账款周转天数	6.44	4.36	3.36	2.58
存货周转天数	11.31	11.08	10.95	10.13
总资产周转率	0.26	0.31	0.38	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.42	0.76	0.92
每股净资产	6.81	7.30	8.18	9.24
每股经营现金流	0.74	1.07	1.49	1.71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	75	49	27	23
PB	3.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.81	16.05	10.55	8.65
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	61	91	163	197
折旧和摊销	101	108	114	120
营运资金变动	-28	-9	-8	-6
经营活动现金流	137	198	277	318
资本开支	-156	-145	-128	-109
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-154	-142	-124	-105
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-66	0	0	0
筹资活动现金流	-126	-11	-11	-11
现金净流量	-143	46	143	202

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001