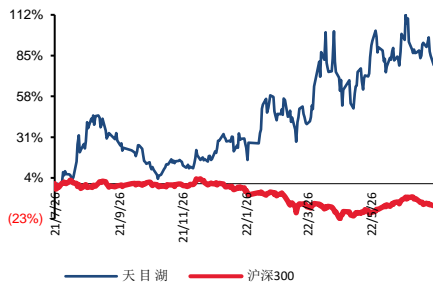


社会服务 旅游及景区

深耕优质旅游目的地 优化产品布局疫后恢复

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	186/186
总市值/流通(百万元)	4,547/4,547
12个月最高/最低(元)	28.98/13.22

相关研究报告:

证券分析师: 王湛

电话: 010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100003

报告摘要

深耕自然资源, 打造一站式旅游目的地。江苏天目湖旅游股份有限公司主要从事旅游景区的开发管理和经营, 经营项目主要包括景区、酒店、温泉、水世界、旅行社等旅游相关业务。公司依托自然生态, 打造5A级“天目湖旅游度假区”, 形成复合型、多元化的业务格局, 能够满足游客观光、休闲、度假、娱乐、会务等综合需求。控股股东两次转让股权引入国资企业作为第二大股东, 优化股权结构, 实现合作共赢。

丰富产品组合, 满足多样化需求。公司围绕核心景区山水园、南山竹海打造不同定位的多家酒店, 为应对冬季旅游淡季推出御水温泉, 夏季推出水世界, 开发夜游产品夜公园, 将产品组合成多种度假套餐形式实现打包销售, 满足不同年龄段, 不同阶层游客的需求, 同时减少因季节带来的客流波动。

疫情反复营收波动, 疫后业绩快速复苏。2017-2019年, 公司收入利润稳步增长, 2020年以后受疫情影响公司出现波动, 2021H1疫情控制情况向好, 公司营业收入超2019年同期, 业绩恢复至19年同期8成, 修复速度好于同业。2022H1疫情对公司客流影响较大, 6月国内疫情触底后公司的客流和收入逐步恢复。

新项目市场反应积极, 扩张计划稳步推进。公司疫情期间新增3家酒店受到市场欢迎, 2022年公司重点打造的夜公园增加新盈利点。公司可转债项目逐步推进, 和政府合作打造动物王国项目可以与天目湖形成联动, 丰富当地旅游体验。未来有望跨出外延步伐, 实现旅游目的地的复制。

投资建议:预计公司22-24年营业收入分别为4.07/6.14/7.08亿元, 对应增速分别为-2.9%/50.9%/15.3%; 归母净利润分别为0.49/1.45/1.82亿元, 对于增速分别为-4.6%/195.2%/25.6%。公司现价对应22-24年PE分别为96X/32X/26X, 首次覆盖, 予以“增持”评级。

风险提示:存在疫情反复影响客流, 募资项目不能按时交付, 宏观经济下滑, 游客出行意愿减弱, 极端恶劣天气, 地质灾害等风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	418.64	406.51	613.56	707.61
(+/-%)	11.9%	-2.9%	50.9%	15.3%
净利润(百万元)	60.63	58.14	166.74	209.45
(+/-%)	-6.82%	-4.11%	186.80%	25.62%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.26	0.78	0.98
市盈率(PE)	62.93	95.74	32.43	25.81

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、深耕长三角，打造一站式旅游目的地.....	4
(一) 经过数十年发展，形成完整业态.....	4
(二) 围绕主要景区，推出复合型产品.....	4
(三) 股权结构稳定，管理经验丰富.....	5
(四) 疫中业绩出现波动，疫后逐渐复苏.....	6
二、疫后旅游行业复苏，周边游休闲度假游成为新趋势.....	9
(一) 长线游、出境游向周边游转换.....	9
(二) 观光游向休闲度假转变趋势，门票经济向服务转型.....	10
三、丰富多元化产品，人气和收益并重.....	11
(一) 景区业务.....	11
(二) 酒店业务.....	13
(三) 御水温泉和水世界.....	15
(四) 旅行社业务.....	16
四、公司优势显著，业绩增长有潜力.....	16
(一) 坚持一站式旅游发展定位，推出多样化产品.....	16
(二) 丰富产品组合，减少季节依赖.....	17
(三) 自然资源依赖度低，产品可复制性强.....	18
(四) 加强政企合作，获得政府支持.....	19
(五) 坐落长三角，享有地理区位优势.....	19
五、多维度成长性带来业绩增长空间.....	20
(一) 业绩逐步恢复，现有项目尚未饱和.....	20
(二) 可转债募资项目提升景区质量.....	21
(三) 合作打造动物王国.....	22
(四) 专注旅游业，跨出外延步伐.....	22
六、投资建议和盈利预测.....	22
七、风险提示.....	24

图表目录

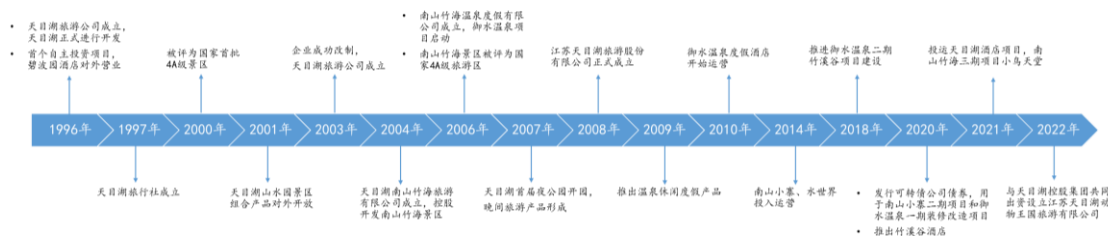
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 2021 年公司业务情况	5
图表 3: 2022Q1 公司股权变化情况	5
图表 4: 实控人第二次股权转让后的股权占比	6
图表 5: 2017-2021 年营业收入及同比增速	7
图表 6: 2017-2021 年六大产品营业收入占比	7
图表 7: 2017-2021 年销售毛利率及净利率	7
图表 8: 2017-2021 年各项业务毛利率	7
图表 9: 2017-2021 年费用率变化情况	8
图表 10: 2017-2021 年归母净利润及同比增速	8
图表 11: 2017-2021 年扣非归母净利润及同比增速	8
图表 12: 2017-2021 年现金流量变化 (亿元)	8
图表 13: 2012-2021 年中国人均 GDP	9
图表 14: 2012-2021 年中国居民人均可支配收入 (元)	9
图表 15: 2012-2021 年国内游客人数及同比增速	9
图表 16: 2012-2021 年国内旅游支出与 GDP	9
图表 17: 小长假旅游人次和收入占 2019 同期比例	10
图表 18: 2019-2022 年小长假客单价变化 (元)	10
图表 19: 旅游业的发展阶段与消费特征	10
图表 20: 2017-2021 年景区收入占比变化	11
图表 21: 2014-2017H1 景区收入构成	11
图表 22: 2014-2017H1 山水园收入构成	12
图表 23: 2014-2017H1 南山竹海收入构成	12
图表 24: 四大产品二次消费项目	12
图表 25: 两大景区门票详情	13
图表 26: 酒店开业时间线	14
图表 27: 酒店产品多元化布局	14
图表 28: 2017-2021 年御水温泉营业收入	15
图表 29: 2017-2021 年水世界营业收入	15
图表 30: 水世界和御水温泉门票类型	16
图表 31: 2022 年夏令营和谢师宴活动	17
图表 32: 公司结合产品特色推出度假套餐	17
图表 33: 2017-2021 年营收季节占比变动	18
图表 34: 四大景区产品淡旺季分布	18
图表 35: 长三角卫星地图	19
图表 36: 高铁路线图	19
图表 37: 2017-2021 全国与长三角地区人均 GDP	20
图表 38: 全国与长三角地区人均可支配收入	20
图表 39: 可转债项目延期情况	21
图表 40: 公司各业务盈利预测	23
图表 41: 可比公司估值	24

一、深耕长三角，打造一站式旅游目的地

(一) 经过数十年发展，形成完整业态

深耕景区自然资源，打造一站式旅游目的地。江苏天目湖旅游股份有限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，所涉经营项目主要包括景区经营、水世界主题公园、温泉、酒店、旅行社等相关旅游业务。天目湖旅游度假区前身是 20 世纪 60 年代建成的大溪水库和沙河水库，1992 年成立溧阳市天目湖旅游公司，开始逐步投资、开发并整合一系列景区资源和旅游服务业务。2017 年 9 月公司成功登陆资本市场，成为第一家依靠湖泊景区上市的企业，被称为“湖泊第一股”。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

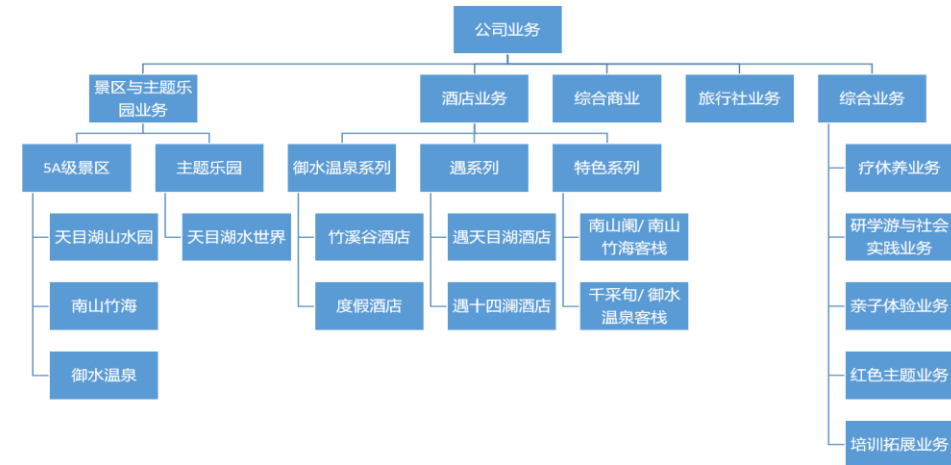
(二) 围绕主要景区，推出复合型产品

依托自然生态，打造 5A 级核心景区。2001 年山水园景区作为公司首个景点开门迎客，景区以山水主题观光、文化体验、休闲娱乐为主。2006 和 2010 年公司分别完成了南山竹海景区一、二期的开发，南山竹海景区距山水园景区约 18 公里，以观赏万亩竹海风光，体验“竹文化”和“寿文化”为主题。山水园和南山竹海共同构成了“国家 5A 级旅游景区”天目湖旅游度假区的核心景区，是公司的核心旅游产品。

整合旅游资源形成复合型产品，立足一站式旅游目的地。2010 年公司推出御水温泉度假项目，包含了温泉、酒店、餐饮服务等各类旅游服务产品，有效的弥补了原有景区冬季客流量下滑的不足。2014 年水世界主题公园投入使用，补足了原有景区暑期游览项目的短板，进一步形成复合型、多元化的业务格局。2020-2021 年疫情期间，公司新开了竹溪谷酒店、遇·天目湖和遇·十四澜酒店，分别定为高端野奢、亲子度假和临湖观景民宿，丰富特色酒店产品。公司拥有专业的景区开

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。

图表 2：2021 年公司业务情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）股权结构稳定，管理经验丰富

核心管理层稳定，管理经验丰富。2003年4月，孟广才等6位自然人出资买断天目湖公司全部经营性净资产，并将该资产与其他货币资金作为出资，共同设立天目湖旅游有限公司，完成民企改制。截止2022Q1，公司第一大股东、董事长孟广才持股比例34.84%。核心管理层中孟广才、陶平、陈东海、史耀锋、方蕉同时承担创始人、持股人、管理者三种角色，使得管理层的凝聚力和发展意愿很强。此外，公司核心管理团队多为内部提拔，在公司任职十年以上，管理经验丰富。

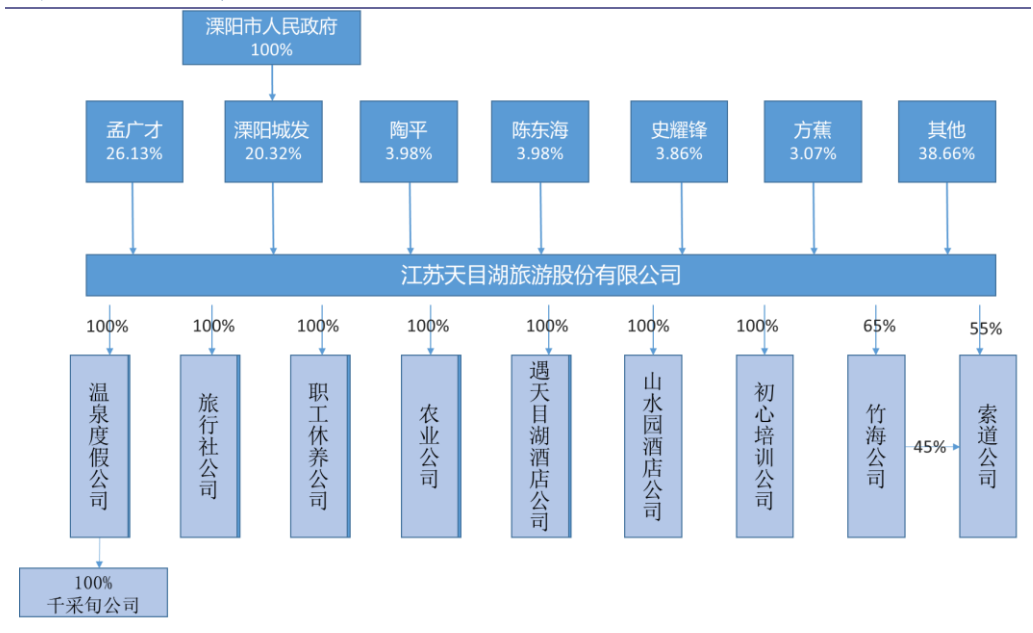
图表 3：2022Q1 公司股权变化情况

姓名	职务	加入公司时间	司龄	持股比例 (截止22Q1)
孟广才	董事长	1992年	30年	34.84%
李淑香	董事、总裁	2002年	20年	/
史耀锋	董事、副总裁	1992年	19年	3.86%
陶平	董事	1992年	14年	3.98%
史瑶琴	董事、副总裁	2002年	20年	/
陈东海	监事会主席	1992年	/	3.98%
虞雯	董事会秘书	/	/	/
彭志亮	财务总监	2008年以前	/	/

资料来源：Wind，太平洋证券整理

实控人两次转让股权引入国资，实现合作共赢。2021年9月公司实际控制人孟广才将其持有的11.61%股份协议转让给溧阳城发（溧阳市人民政府100%持股），转让价19.98元/股。22年3月，孟广才再次转让公司8.71%股权给溧阳城发，转让价19.98元/股，已于7月15日完成过户登记。两次股权转让完成后，孟广才持股降至26.13%，溧阳城发将持股20.32%。公司股权转让引入国资有助于优化上市公司股东结构，实现民营企业与国资企业优势互补，充分发挥协同效应，提升上市公司盈利能力。

图表 4：实控人第二次股权转让后的股权占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

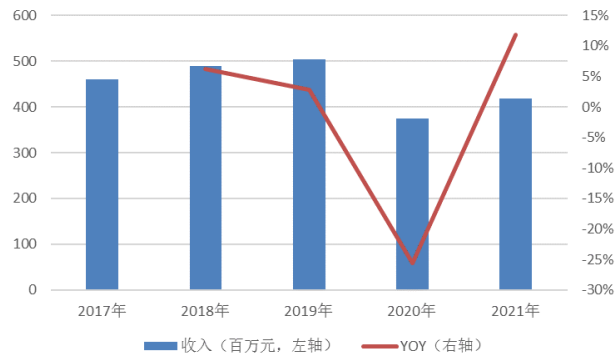
(四) 疫中业绩出现波动，疫后逐渐复苏

疫情前营收稳步增长，疫情影响带来波动。2017-2019年，公司营业收入增长稳定，2019年营业收入5.03亿元。2020年受疫情影响公司营业收入同比下降25.6%。2021H1疫情控制情况向好，公司上半年营业收入2.27亿，超过2019年同期。2021H2及2022H1受疫情影响较大。

公司业务多元互补，景区和酒店对营收贡献高。公司主要由景区、酒店、旅行社、水世界、温泉五大业务组成，其中景区业务包括山水园景区和南山竹海景区两大产品。公司山水园、南山竹海、水世界、温泉、酒店、旅行社六种产品在2021年营收占比分别为29.64%、24.21%、0.94%、8.50%、29.59%、1.90%。景区和酒店业务是公司的主要收入来源，贡献了八成以上的营业收入，随

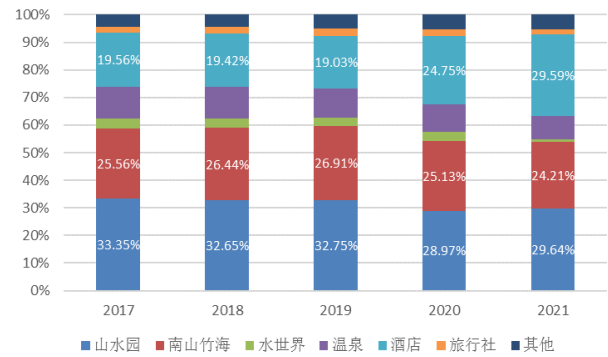
随着公司产品的逐步多元化发展，景区业务的占比从 2017 年的 74% 逐步下降至 2021 年的 53.85%。疫情期间公司新开三家酒店，酒店业务在 2020 年和 2021 年的营业收入比重上升明显。

图表 5：2017-2021 年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

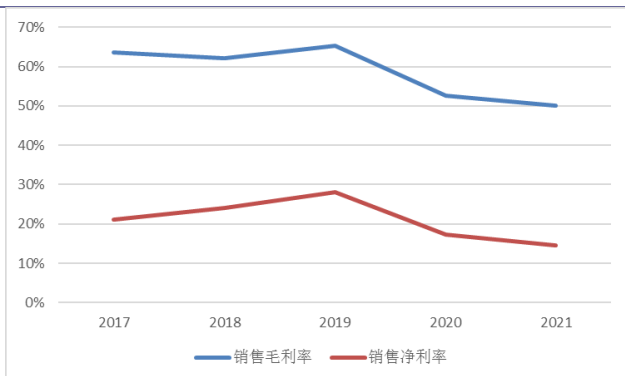
图表 6：2017-2021 年六大产品营业收入占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

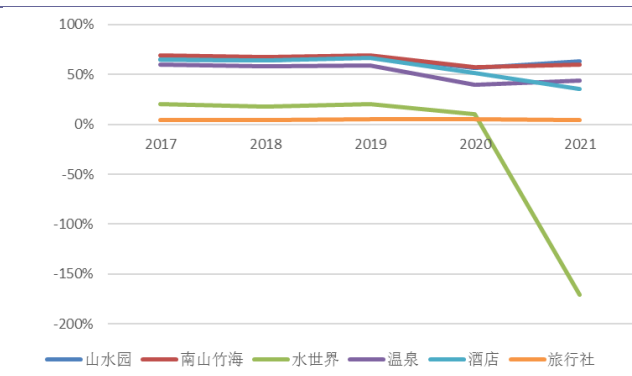
毛利率整体波动小，近两年各业务毛利率均有不同程度的下降。2017-2019 年公司销售毛利率稳定在 60% 以上，其中山水园、南山竹海、酒店业务盈利能力优异，毛利率整体维持 65% 左右，温泉业务接近 60%，水世界和旅行社为 20% 和 5% 左右。受疫情影响，2020 年公司毛利率比 2019 年下降 12.72pct，各业务毛利率均有不同程度的下降。2021 年山水园、南山竹海、御水温泉业务毛利率比 2020 年略有回升。酒店业务毛利率 35.72%，同比-15.36pct，主要由于新项目使运营成本上升。因 2021 年夏季南京出现疫情，水世界开业时间只有 20 多天，水世界业务毛利率为负值。

图表 7：2017-2021 年销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 8：2017-2021 年各项业务毛利率

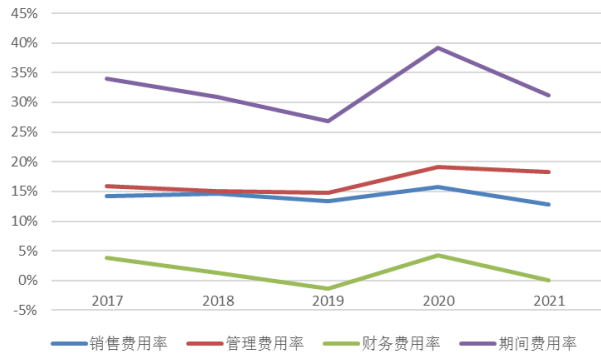


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

费用管控效果明显。2017-2019 年期间费用率分别为 33.95%/30.9%/26.77%，整体呈逐年下降

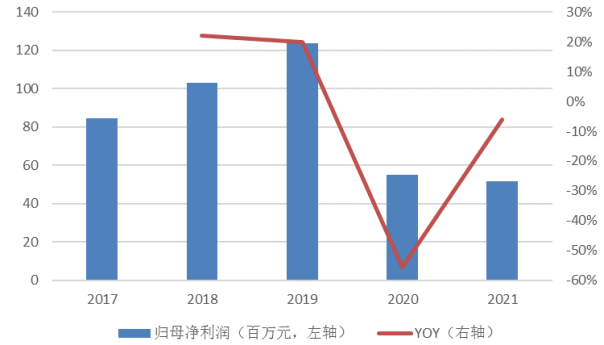
趋势，体现公司对于成本的管控能力较强。2020年疫情影响下收入下滑，部分费用支出存在一定刚性，期间费用率升至39.11%，2021年公司加强成本管控力度，期间费用率回落至31.16%。

图表 9：2017-2021 年费用率变化情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 10：2017-2021 年归母净利润及同比增速

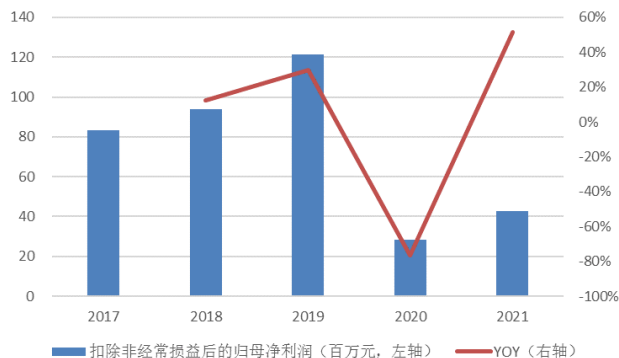


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

疫情前归母净利润增速高于收入增速，疫情后利润待恢复。2017-2019年，受毛利率提升及期间费用率下降的影响，公司归母净利润和扣非归母净利润 CAGR 分别为 23.01%和 22.74%，增速高于收入增长，盈利状况良好。2020年归母净利润和扣非归母净利润同比下降 55.6%和 76.77%。2021年因客流逐渐恢复，扣非归母净利润同比上升 51.68%。

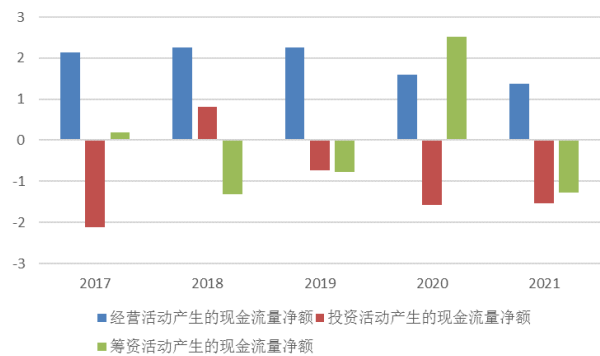
疫前经营性现金流稳定，募资增加筹资性现金流。2017-2019年公司每年经营性现金流净流入在 2 亿元左右，比较稳定；2020-2021 年疫情导致经营性现金流略有降低，但仍保持 1 亿元以上。2017 年和 2020 年筹资性现金流净额为正，2017 年首发募资接近 4 亿元，2020 年 2 月以可转债方式募资 3 亿元，用于南山小寨二期项目和御水温泉（一期）装修改造项目。

图表 11：2017-2021 年扣非归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 12：2017-2021 年现金流量变化 (亿元)



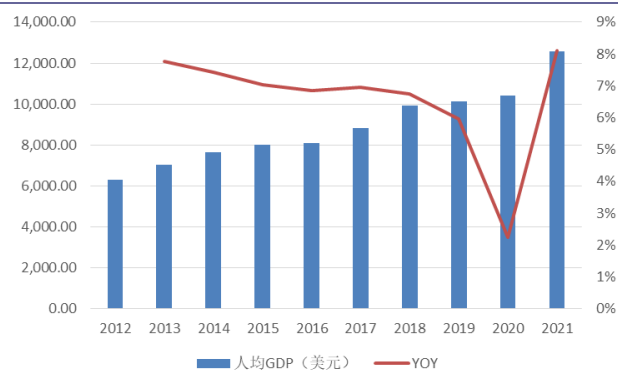
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、疫后旅游行业复苏，周边游休闲度假游成为新趋势

(一)长线游、出境游向周边游转换

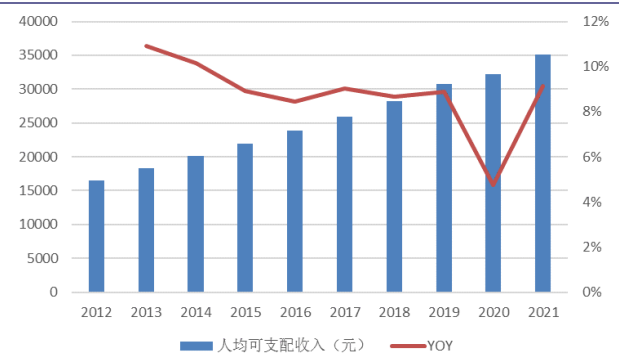
国民经济持续发展，旅游业人数和支出增长势头良好。2019年国内人均GDP首次超过1万美元，已达中等收入国家较高水平，国内居民人均可支配收入超过三万元，人民生活持续改善，消费水平的提升直接影响国民的旅游需求。2012-2019年，国内旅游人次由29.57亿升至60.06亿，复合增长率为10.8%；国内旅游收入由2.27万亿增至5.73万亿，复合增长率为14.6%，高于同期GDP复合增速5.4pct。2020-2021年因疫情原因，国内旅游人数和旅游支出均有不同程度的下滑。

图表 13：2012-2021 年中国人均 GDP



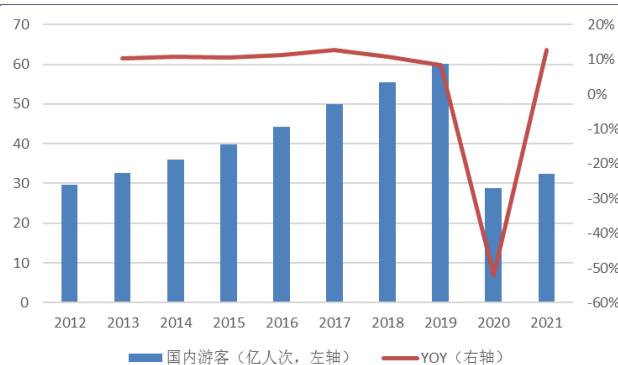
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 14：2012-2021 年中国居民人均可支配收入



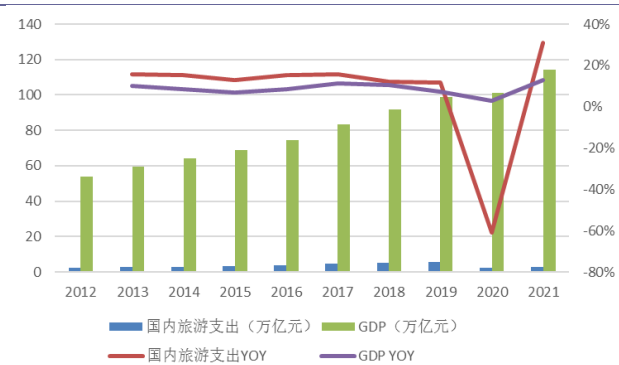
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 15：2012-2021 年国内游客人数及同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 16：2012-2021 年国内旅游支出与 GDP

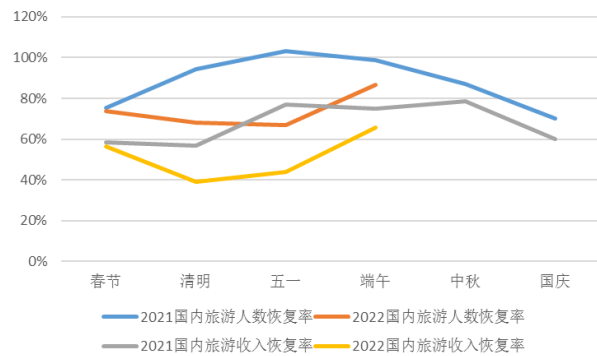


资料来源：Wind，太平洋证券整理

长线旅游人数大大减少，多转为省内游、周边游。旅游活动的开展依托于跨地域的人口流动，在常态化疫情背景下，各地政府也根据疫情的变化调整出行政策。民众为了避免不必要的麻烦，

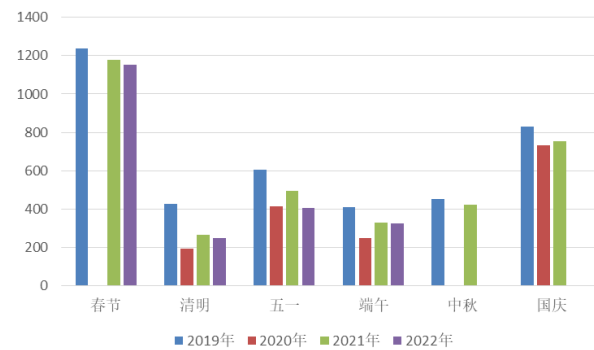
从长线游转向省内游、周边游。每年的六个小长假是国内旅游出行的高峰期，对比 2019 年的出游数据，2020 年以来大部分节假日的旅游数据仍与 2019 年同期有较大差距。2021 年五一假期国内旅游人次疫情以来首次超过 2019 年同期，但旅游收入仅恢复至 2019 年同期的 77%。旅游收入的恢复比例较低主要是由于更多的游客选择周边游，出行时间缩短，花费降低导致客单价较低。

图表 17：小长假旅游人次和收入占 2019 同期比例



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 18：2019-2022 年小长假客单价变化（元）


 资料来源：Wind，太平洋证券整理
 注：2020 年中秋与国庆假期重合，客单价计入国庆

(二) 观光游向休闲度假转变趋势，门票经济向服务转型

观光游向休闲度假游转变。我国旅游消费处于升级转型阶段，游客不再仅满足于单一景点观光旅游，休闲度假游逐渐取代传统观光旅游成为主流，拥有多元化产品的休闲度假景区及人文景区更占优势。疫情改变了大众的出行习惯，市场需求和竞争环境的改变对景区转型升级提出了新的要求。休闲度假游以高质量的旅游设施为条件，以高品质的服务和特色旅游项目为内容满足游客的休闲度假需求，例如亲子游、研学游、乡村游、疗养游等。

图表 19：旅游业的发展阶段与消费特征

发展阶段	旅游消费特征	旅游产品
观光游	以观赏自然风光、人文古迹、风土人情为主，停留时间短；人均消费低	景区观光游
休闲游	以旅游资源为依托、以休闲为主要目的，停留时间较长；人均消费较高	商务会议游、奖励旅游、温泉旅游
度假游	以放松休憩为主，更强调高品质的服务。停留时间较长；人均消费水平高	分时度假类、旅游地产

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

国有景区门票价格持续受政策管控。2018 年 7 月，发改委公布《关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》，重点调整 5A 级景区的票价。2019 年政策将

4A 级以下景区也纳入门票降价范围。2020 年发改委再次公布《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》，推动景区走出向票价要效益的怪圈。景区门票降价有助于带动更多的游客出行，促进疫后恢复。

二次消费成为景区盈利增长点。旅游行业产业链条长，包含吃住行游购娱多个方面，对目的地及周边经济拉动效应显著。景区内的餐饮、娱乐、小交通、购物、住宿均属于二次消费，因为位于景区内部具有一定的稀缺性，所以往往毛利率较高。开发游客的二次消费既能给景区创造利润，又能提高游客的便利性和满意度。在门票经济受阻的当下，景区更应该着眼于优质二销产品的开发，做好游客服务和产品创新，打造网红产品为景区引流。

三、丰富多元化产品，人气和收益并重

(一) 景区业务

天目湖的核心景区包括山水园景区和南山竹海景区两个部分。山水园是长三角地区较为稀缺的兼具山川秀美的大型淡水湖泊之一，南山竹海是长三角地区最大的天然竹海之一。多样化的景区生态条件可以满足不同游客的休闲度假需求。2013 年，天目湖景区被全国旅游景区质量等级评定委员会评定为 5A 级旅游景区。

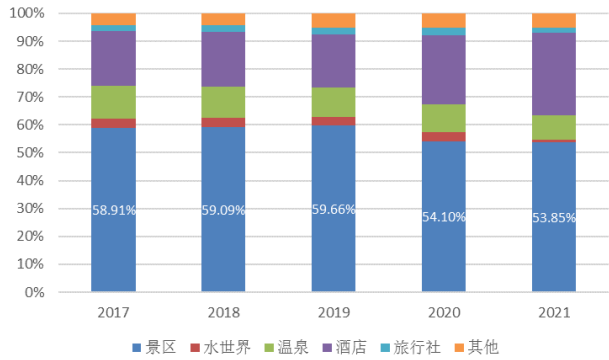
山水园四面群山枕水，风光秀美。山水园景区以观赏湖光山色为主，植被覆盖率达到 85% 以上。公司为山水园打造了四大游览区域，分别是湖里山历史文化区、中心动感区、龙兴岛生态自然区及中国茶岛区域，配套开发了有游船（含快艇、包船）、高空飞降、状元阁、奇石馆、海洋世界、天下白茶馆、茶文化苑、蝴蝶馆、松鼠园等二次消费项目。

南山竹海是以竹文化为主题。南山竹海位于华东地区最大的天然竹海之一，拥有万亩毛竹资源。公司结合丰富的毛竹景观资源和古官道、吴越古兵营等人文资源，赋予其中国源远流长的竹文化和寿文化，配套有索道、地轨缆车、观光车、竹筏、竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等二次消费项目，为游客提供了丰富的旅游项目选择与体验。

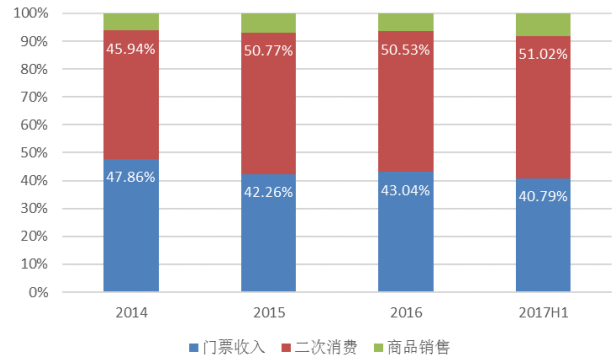
景区收入占比超过公司全部收入一半。山水园和南山竹海景区以游客观光为主，公司其他业务的资源依托，也是公司主要收入来源。因近年公司多元化业务蓬勃发展，景区收入占比逐年下滑，从 2017 年的 74% 下降到 2021 年的 53.85%。

图表 20：2017-2021 年景区收入占比变化

图表 21：2014-2017H1 景区收入构成



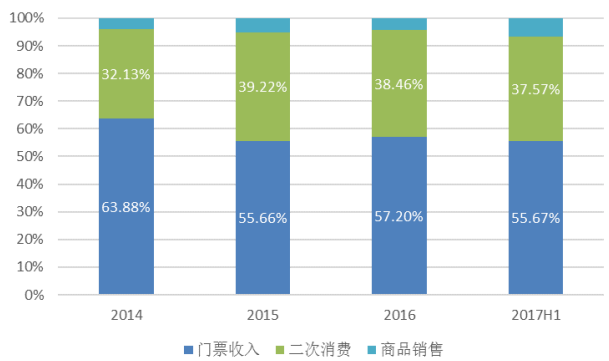
资料来源：招股书，太平洋证券整理



资料来源：招股书，太平洋证券整理

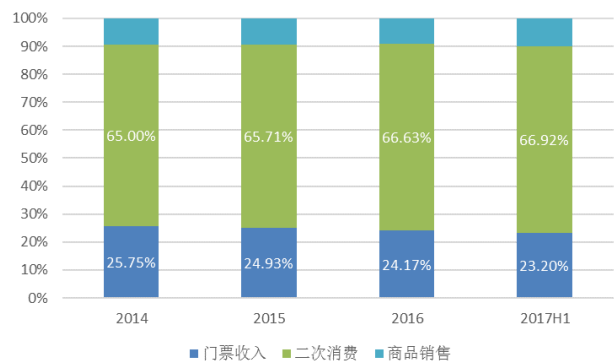
二次消费产品丰富，门票依赖度低。公司将景区门票与二次消费项目打包产品并给予一定优惠，带动了二次消费的增长。2014 至 2017H1 景区二次消费占比逐渐扩大，2015 年二次消费比重首次超过门票收入比重并占景区总收入的一半，其中南山竹海二次消费比重比山水园高。2017H1 山水园门票收入占比为 55.67%，二次消费占比达 37.57%；南山竹海门票收入占比为 23.20%，二次消费占比为 66.92%。公司景区部分产品如门票和索道等收费标准接受政府有关部门审批，在收费标准调整方面的存在一定限制。公司其他二次消费产品均实施市场调节价，可以根据市场情况的变化完全自主地对相关收费标准作出调整。公司旗下二次消费产品丰富，价格存在较大的调节空间。

图表 22：2014-2017H1 山水园收入构成



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 23：2014-2017H1 南山竹海收入构成



资料来源：招股书，太平洋证券整理

图表 24：四大产品二次消费项目

景点或项目	游乐设施	游乐设施价格 (元/人)
山水园	游船 (含快艇、包船)	60

		高空飞行	60
南山竹海	竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等	观光索道和缆车	80
		观光车	15
		竹筏	旺季: 20; 淡季: 15
御水温泉	鱼疗、矿疗、理疗、餐饮等		
水世界	巨蟒、超级台风、玛雅漂流、家庭大滑板、加勒比海水城等	/	/

资料来源: 招股书, 太平洋证券整理

图表 25: 两大景区门票详情

	开放时间	最大日承载量/最大瞬时承载量 (万人)	门票类型	价格 (元)
山水园	5 月至 9 月: 周一至周日 (8:00-17:30) 10 月至次年 4 月: 周一至周日 (8:00-17:00)	8.2/5	天目湖山水园--游船票 (不含大门票)	60
			天目湖山水园门票 (含船) 成人票	160
			天目湖山水园门票 (不含船) 成人票	120
			休闲艇 1 小时 (最多可座 10 人)	3160
南山竹海	5 月至 9 月: 周一至周日 (8:30-17:30) 10 月至次年 4 月: 周一至周日 (8:30-17:00)	5.3/3.5	南山竹海大门票 (成人票) + 小鸟天堂	80
			南山竹海大门票+双程架空索道+小鸟天堂	160
			南山竹海大门票+双程小火车+双程地轨	200
			南山竹海大门票+单程小火车+双程索道、地轨	240
			【尊贵私享】南山竹海飞越竹海定制之旅趣享小鸟天堂	498
			【一价全含】南山竹海 VIP 定制 (含索道+地轨)	698
			【暑期特享】南山竹海大门票+御水温泉大门票	258

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) 酒店业务

酒店餐饮种类丰富, 住宿产品多元, 满足游客多样化需求。公司景区内的酒店主要包括上市前开业的御水温泉度假酒店、南山竹海客栈、御水温泉客栈, 2020 年开业的遇·十四澜酒店、御水温泉·竹溪谷酒店以及 2021 年开业的遇·天目湖酒店共六家, 涵盖商务会谈、培训团建、亲子度假、情侣出游等多样化需求。同时公司还建设了湖畔露营帐篷基地, 满足游客个性需求。除综合型和住宿类酒店外, 景区内能够提供多样化的餐饮服务, 餐饮产品主要包括竹溪谷酒店竹轩自助、度假酒店中餐厅国宴、山水园酒店、珍味堂、乡菜馆、御膳楼等, 各具特色, 塑造舌尖文化

与旅游高度融合的美食 IP。

酒店布局范围逐步扩大，涵盖中高端客群。公司酒店产品按照开业时间可以分为两个阶段：

2009-2014 年开业：包括御水温泉客栈、御水温泉度假酒店和南山竹海客栈。三个酒店均位于南山竹海和御水温泉片区，定位明确，覆盖中端至高端群体。其中御水温泉度假酒店是挂牌五星级酒店，拥有各类景观客房与套房共计 261 间，同时，酒店还配备各类会议与多功能厅，提供商务洽谈和组织培训场所；御水温泉客栈是御水温泉度假酒店副楼，保留传统的古老院落，同时将现代的生活理念注入传统文化中，提升了御水温泉客栈入住的舒适度和品质；南山竹海客栈将传统徽派建筑风格与现代建筑风格融合，拥有独立会场。但是山水园附近没有配套酒店，无法提升山水园游客的旅行体验。

2020-2021 年开业：包括御水温泉·竹溪谷酒店、遇·十四澜酒店和遇·天目湖酒店和湖畔帐篷营地。为了弥补山水园周边酒店配套不足的问题，公司在山水园景区内新成立了“遇”系列酒店。遇·十四澜酒店定位高端临湖观景民宿，包含 14 间客房；遇·天目湖酒店定位亲子度假型酒店，都是主打情侣度假和亲子出游；公司又在天目湖山水园湖畔区域开辟帐篷营地，配备单人帐篷、家庭双人帐篷和家庭大帐篷等多品类帐篷产品，并配套夜市、夜赏、夜筵等多项产品组合，打造夜游经济，同时满足游客晚间“游、购、食、娱”的需求。

2020 年公司在南山竹海片区的御水温泉·竹溪谷酒店开业，酒店定位五星野奢，环绕山谷而建，包含 50 栋单体酒店共 120 间客房，每栋客房均自带独立泳池和独立温泉泡池，配套高端会所和全竹景餐厅，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。2021 年竹溪谷酒店全年出租率 41%，平均房价 2300 元。

图表 26：酒店开业时间线



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 27：酒店产品多元化布局

酒店名称	类型	开业时间	装修时间	地理位置	客房数量(间)	价格区间(元)
御水温泉·竹溪谷酒店	野奢型五星级	2020 年	2020 年	位于南山竹海与御水温泉的中间溪谷地带	71	2688-10888
御水温泉·度假酒店	豪华型五星级	2010 年	2018 年	距离御水温泉景区步行 1 分钟	241	690-2413

遇·天目湖酒店	豪华型五星级	2021年	2021年	邻近天目湖山水园景区	81	880-2331
遇·十四澜酒店	豪华型五星级	2020年	2020年	坐落于天目湖山水园景区内	14	1280-2800
南山闲/南山竹海客栈	高档级四星级	2014年	2018年	距离南山竹海景区步行3分钟	179	550-1613
千采旬/御水温泉客栈	中档级三星级	2009年	2019年	邻近南山竹海景区、御水温泉景区	41	450-883

资料来源：公司官网、携程，太平洋证券整理

(三) 御水温泉和水世界

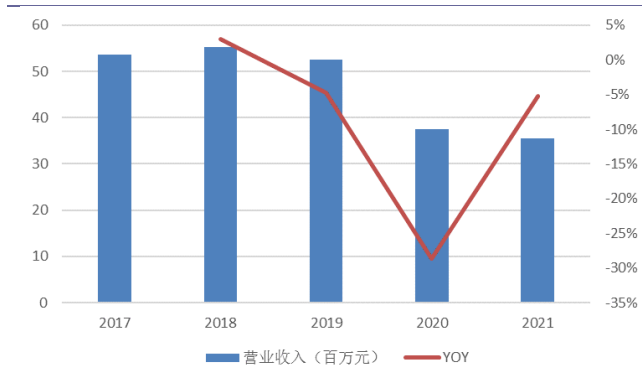
南山竹海中的特色温泉，疫情期间表现欠佳，2021年营收恢复速度快。御水温泉占地176亩，室内外共有56个泡池，井深达1600米，井底温度为43摄氏度，井口温度为39摄氏度。泉水呈弱碱性，含有多种对人体健康有利的微量元素。在门票收入之外，配套有鱼疗、矿疗、餐饮等二次消费项目。御水温泉受到疫情持续影响时间较长，但恢复速度较快。2021年御水温泉共接待游客18.8万人次，恢复至2019年水平的62.94%，实现营业收入0.36亿元，占总体营收的8.5%。

水世界业务集中在夏季，补足夏日产品线。天目湖水世界坐落在山水园景区，每年6月25日至8月末营业，门票价格170元。水世界采用全球先进的水循环处理系统，拥有严苛的水质检测体系，配备全球顶级游乐设备。2021年受台风和疫情影响，水世界仅开业补足一个月，接待游客3.67万人次，实现营业收入392万元，整体营收受疫情影响较大，今年开业以来水公园强力复苏。

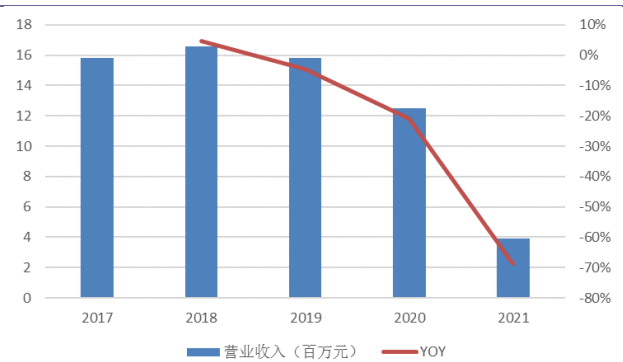
夜公园丰富夜间产品，演艺节目聚集人气。今年7月1日位于山水园的夜公园项目开放，门票120元/人。公司今年与政府合作加大夜公园的投入力度，购买水世界门票的游客可以免费进入夜公园，溧阳市民可以凭山水园景区年卡免费入园，希望通过夜公园的引流提升景区整体客流量。夜公园的营收点主要包括三个方面：1、湖秀·天幕演艺项目，项目包含800个座位，票价150元/人。2、赏灯夜航，乘坐游船途径景詹大桥欣赏水幕光影盛筵，价格380元/船或60元/人。3、星光造趣集市，丰富游玩体验。

图表 28：2017-2021 年御水温泉营业收入

图表 29：2017-2021 年水世界营业收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 30：水世界和御水温泉门票类型

营业时间	门票类型	价格 (元)	
水世界	2022 年 6 月 25 日-2022 年 6 月 30 日：10:00-18:00	170	
	2022 年 7 月 1 日-2022 年 8 月 31 日：10:00-22:00	天目湖水世界（送山水园）成人票，17:30 后免费进夜公园	
御水温泉	单人御水温泉大门票	238	
	御水温泉单人门票+养生餐或鱼疗（2 选 1）	253	
	御水温泉单人门票+浴袍	248	
	御水温泉单人门票 + 东方足浴	298	
夜公园	御水温泉双人套票（含双人餐 1 份）	288	
	7 月 1 日-8 月 31 日 17:30-22:00	夜公园大门票	120
	《湖秀·天幕》演出票	150	
	天目湖夜航船票（不含夜公园大门票）	60	
	《湖秀·天幕》演出票+天目湖水世界	258	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(四) 旅行社业务

全国百强旅行社，一站式旅游纽带。天目湖旅行社由公司全资控股，其主要业务包括宣传公司的旅游产品和业务，为游客提供专业的旅游全过程服务，以及与其他旅行社、旅游电商等旅游企业进行业务合作。天目湖旅行社是全国百强旅行社，为全域旅游及全产业旅游提供市场化、定制化服务。

四、公司优势显著，业绩增长有潜力

(一) 坚持一站式旅游发展定位，推出多样化产品

坚持一站式旅游目的地的发展定位。一站式旅游目的地首先要求该目的地具有产品设计、批

零组合、大交通整合、强势媒体推广等方面的优势。公司依托“国家5A级旅游度假区”天目湖旅游度假区的资源优势，先后投入建设了以山水风光观光游为主的天目湖山水园景区、以自然资源和竹文化、寿文化为主的天目湖南山竹海景区、以温泉度假为主的南山竹海御水温泉及酒店项目、以水上乐园为主题的天目湖水世界主题公园等一系列类型不同、功能各异的旅游产品，有效地将天目湖地区各类旅游资源进行了有机结合，能够满足游客观光、休闲、度假、娱乐、会务等综合需求，目前已经形成了以两日游、三日游为主的休闲度假型旅游目的地。

不断增加产品厚度，满足不同人群需求。公司各类旅游产品在功能性和游客人群定位上充分体现了互补和协同效应。公司通过大数据分析研判，针对OTA电商、传统旅行社、酒店会务、高铁旅游、疗休养、高端商务等细分市场，定制个性化产品，适应市场的需求。针对老中青少，策划和组合康养健身，动态养老，研学教育等不同的产品线路。针对自助游、跟团游、深度游等需求，开发了亲子游、探险游、疗休养等定制产品线路，同时天目湖还根据小众人群的特殊需求推出VIP定制之旅，根据游客时间、精力、偏好等要求即时定制服务，最大程度满足不同受众的长尾需求。

图表 31：2022 年夏令营和谢师宴活动

	针对人群	活动时长	价格
【御水温泉·竹溪谷酒店】未来计划·少年童子军双语夏令营	7-13 周岁儿童	5 天 4 晚	9980 元/人
【遇·天目湖酒店】海盗船长·奇幻夺宝夏令营		3 天 2 晚	1980 元/人
【南山竹海客栈】古村变身记·财商挑战夏令营		3 天 2 晚	2180 元/人
	针对人群	适用人数	价格
【遇·天目湖酒店】锦绣前程谢师宴套餐	师生家长	10-12 人	1580 元/桌
【御水温泉·竹溪谷酒店】桃李成蹊谢师宴套餐		10 人起订	580 元/位起
【御水温泉度假酒店】桃李盈门谢师宴套餐		10-12 人	1688-4888 元/桌起

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（二）丰富产品组合，减少季节依赖

顺应旅游趋势，推出多种套餐。截止 2020 年 12 月，全国共有 45 家国家级旅游度假区。天目湖在 2015 年被国家旅游局批准为首批国家级旅游度假区以来，一直努力打造多样化、高质量的休闲度假旅游产品。2022 年暑期公司将不同酒店和景点进行组合，推出多款度假套餐，为游客积极营造有效的休闲度假空间。

图表 32：公司结合产品特色推出度假套餐

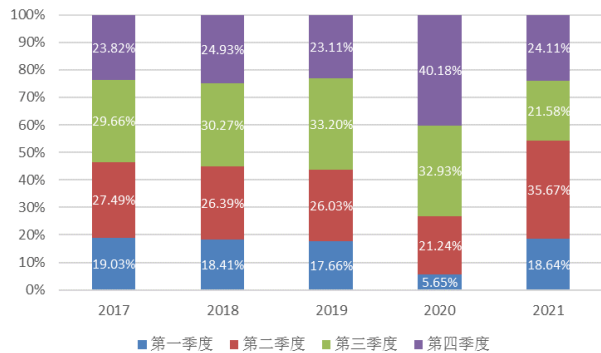
	特色	价格（元）	住宿游玩内容
御水温泉·竹溪谷酒店 3 天 2 晚微度假	野奢度假/无边泳池/ 浪漫情侣	5288	御水温泉，竹溪谷酒店花坞，赏竹 1 间 2 晚；双人御水温泉或 双人天目湖水世界（赠山水园大门票）【项目 2 选 1】

遇·天目湖酒店 3天2晚微度假	网红打卡/亲子酒店/ 首家ins风格	1618	伴湖双床/遇湖大床房型2选1(1间2晚)或(2间1晚); 双人水世界大门票(送山水园大门票)+双人南山竹海大门票; 双人皮划艇体验1次
御水温泉度假酒店 3天2晚微度假	温泉酒店/出行必住/ 泡汤首选	1999	御水温泉度假酒店园景双床房(1间2晚)或(2间1晚); 双人御水温泉或双人天目湖水世界(赠山水园大门票)【项目2选1】
南山竹海客栈 3天2晚微度假	古风小镇/特色酒店/ 家庭首选	1358	竹海客栈隐逸雅致双床房(1间2晚)或(2间1晚); 双人南山竹海大门票; 双人御水温泉或双人天目湖水世界(赠山水园大门票)【项目2选1】
御水温泉客栈 3天2晚微度假	独立成院/简约秀气/ 静谧小院	1248	御水温泉客栈素雅房(1间2晚)或(2间1晚); 双人南山竹海大门票; 双人御水温泉或双人天目湖水世界(赠山水园大门票)【项目2选1】

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

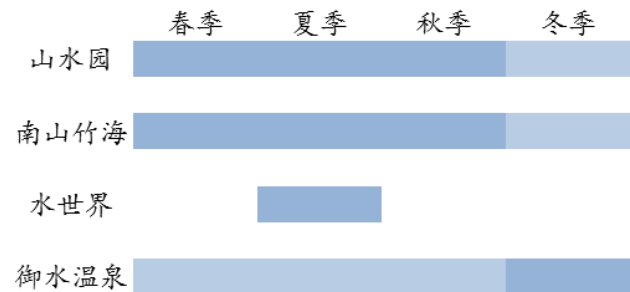
一年四季均有主打产品，弥补季节收入差异。长三角地区观光类旅游产品客流多集中在3月至11月，冬季出游人数减少，造成旅游类企业营业收入存在一定程度的季节性波动。公司观光类旅游产品山水园和南山竹海受气候条件影响，春夏秋季节游览舒适性高。而公司御水温泉产品和水世界产品分别侧重于冬季和夏季旅游，与公司原有观光型产品形成良好的季节性互补，平滑公司季节性收入。

图表 33：2017-2021 年营收季节占比变动



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 34：四大景区产品淡旺季分布



资料来源：招股书，太平洋证券整理

(三) 自然资源依赖度低，产品可复制性强

管理团队景区开发经验丰富。天目湖旅游度假区的前身是沙河、大溪 2 座国家级大型水库，公司在此基础上经过大量的开发建设形成了今天的 5A 级景区。公司拥有专业的管理团队，旅游开发经验丰富，根据自然资源特点，因地制宜开发各具特色的旅游产品，将天目湖打造成为拥有完整产业链的一站式休闲旅游目的地。

产品可复制性强，异地复制成功的可能性较大。公司一站式模式以多元化产品打造、优质客

户服务为核心，对资源的依赖性较小，可复制性强。公司管理层在对旅游行业规律的认识、游客需求的把握、资源整合、产品设计等方面的专业能力是天目湖旅游公司拥有的核心竞争力。公司持续推进外延工作，未来将择机在全国布局复制一站式模式。

(四) 加强政企合作，获得政府支持

引入国资实现合作共赢。公司控股股东两次转让股权给当地政府全资子公司溧阳城发，国资大比例入股说明当地政府看好天目湖中长期的发展空间，致力于合作共赢，共同打造世界级文旅融合旅游度假区。在国资的助力下，公司将获得更多的政策倾斜。

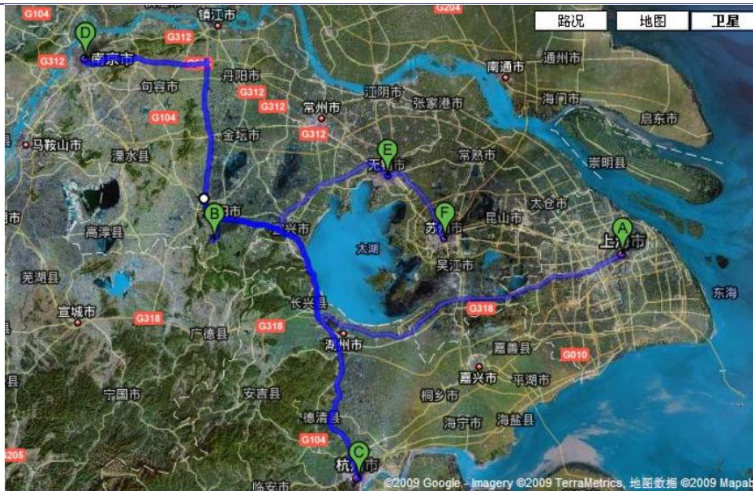
政府在营销、交通、环境等多方面为公司提供支持。2021年溧阳市政府和常州市文化广电和旅游局在江苏主要城市举办推介会，通过发布城市宣传片、推出优惠政策等形式，展现天目湖的美丽风光。在节假日客流高峰时期，相关部门在山水园、南山竹海、水世界外围维护交通秩序。在夜公园项目中，政府为企业提供前期资金补助，在核心客源地积极宣传，并对天目湖开展了灯光亮化的提档升级，在湖中心建立了水幕灯光秀。天目湖镇政府也对网红景点詹沙河大桥进行了包装。公司通过邮轮夜航的模式，把沿岸景点串起来，为游客带来独特体验。

(五) 坐落长三角，享有地理区位优势

拥有地理区位优势，交通便利性高。公司所在的天目湖地区具有显著的交通优势。沪宁高速、宁杭高速、扬溧高速、溧宁高速、常合高速、沪渝高速、104国道、镇广线等公路干道穿越天目湖而过，沪宁高铁、宁杭高铁、芜太运河、丹金溧漕河都在周边通过。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，呈现了水陆空三位一体的大交通格局。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。

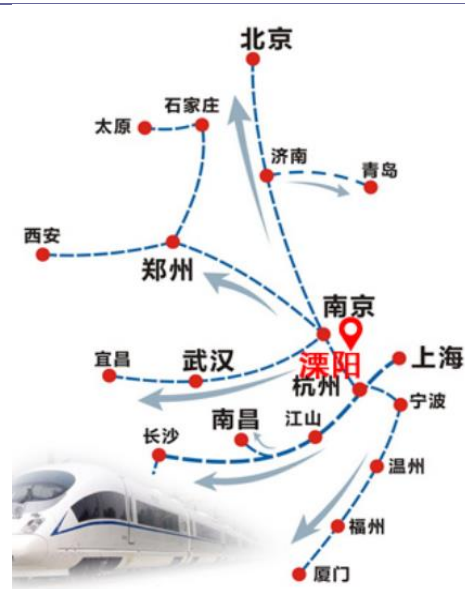
图表 35：长三角卫星地图

图表 36：高铁路线图



注：A：上海市 B：溧阳市（天目湖） C：杭州市 D：南京市
E：无锡市 F：苏州市

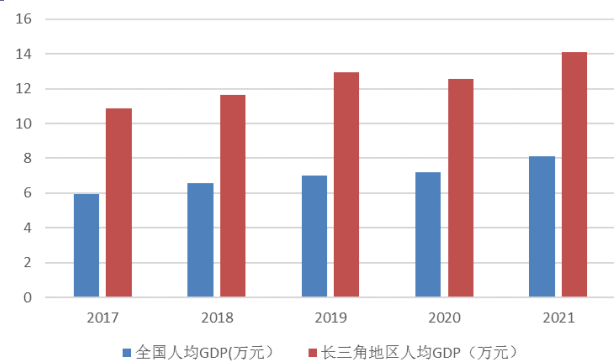
资料来源：公司公告，太平洋证券整理



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

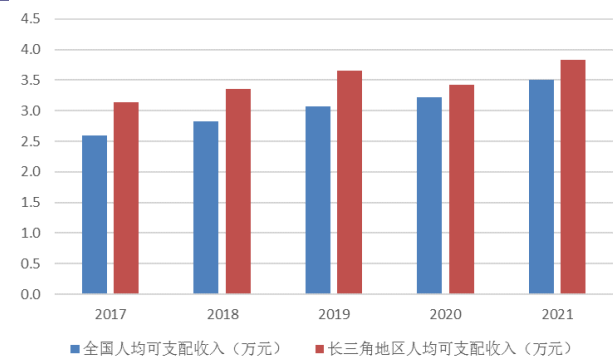
位于经济发达的长三角地区，旅游消费旺盛。公司所在的天目湖度假区地处中国经济最发达的长江三角洲的中心地带，区位优势明显。长三角地区是我国经济发展最快、人口最密集、最具现代化的地区。国家统计局的统计资料显示，长三角地区 16 个城市的人均 GDP 和人均收入已达到中等发达国家的水平。当地休闲度假旅游需求非常旺盛，而公司定位的一站式旅游目的地的定位与市场需求重合，客户范围覆盖了全中国最具消费能力的 2 亿人口。

图表 37：2017-2021 全国与长三角地区人均 GDP



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 38：全国与长三角地区人均可支配收入



资料来源：Wind，太平洋证券整理

五、多维度成长性带来业绩增长空间

(一) 业绩逐步恢复，现有项目尚未饱和

现有顾客体量低于景区最大承载量,接待能力未饱和。节假日是天目湖景区的旅游接待高峰,2021年五一假期5天内天目湖旅游度假区共接待游客36.1万人次,同比2019年增长21.7%;2021年国庆7天假期天目湖旅游度假区接待游客46.97万人次,较2019年同期增长1.49%。山水园、南山竹海、御水温泉每日最大承载量分别为8.2、5.3、1.5万人次,合计每日能接待游客15万人次,接待能力对比节假日高峰期的客流仍有非常大的空间,景区承载量远未饱和。

酒店业务发展空间较大。公司在疫情期间新增酒店3家酒店,致力于野奢度假和亲子场景的打造,深受市场欢迎,旺季入住率处于高位。新增酒店目前仍处于爬坡期,后期有望继续提升收入和利润贡献。公司在酒店收益管理上实施动态定价策略,在淡季,选择特价房引流;旺季则提升房价,确保收益最大化。受新开业酒店影响,酒店业务营收占比从2019年的19.03%上升至2021年的29.59%。

夜公园增加旅游新赢利点。2022年公司重点打造的夜公园全新亮相,夜公园将夜航、夜宿、夜市、夜食、夜秀、夜色相融合,进阶式打造“新山水夜经济”,丰富市民、游客夜间消费体验。从引流角度出发,本地市民免费游玩,购买水世界门票免费入园。未来随着产品知名度的提升,经济效益有望进一步放大。

客流和收入逐步恢复,人气与收益产品相结合。上半年疫情对公司客流影响较大,6月国内疫情触底后公司的客流和收入逐步恢复,公司加大宣传和引流力度,力争在暑期旺季做好收益管理,预计在Q3会有较好表现。

(二)可转债募资项目提升景区质量

发行可转债,对南山小寨二期和御水温泉进行改造升级。2020年2月,为了进一步推动南山竹海区域旅游设施的提档升级,公司公开发行可转换债券募集资金用于投资南山小寨二期项目建设以及御水温泉(一期)装修改造项目。南山小寨二期建设期为两年,核心内容为酒店和餐厅,有助于完善公司南山竹海的酒店布局,补充中高端酒店产品;同时丰富旅游项目,延长游客逗留时间并提升人均消费。御水温泉装修改造项目建设期为一年,主要为酒店的改造翻新。截至目前,御水温泉(一期)装修改造项目已部分开展,预计在2022年9月达到可使用状态;南山小寨二期项目大规模的施工建设受到疫情显著影响,预计在2023年9月达到可使用状态。改造升级完成后,有助于带动游客人数上涨和人均消费提升。

图表 39: 可转债项目延期情况

项目名称	拟投入募集资金 (万元)	累计投入募集资金 (万元)	累计投入占比	调整前达到预定可使用状态时间	调整后达到预定可使用状态时间
南山小寨二期项目	22,973.10	0	0	2022年9月	2023年9月

御水温泉（一期）装修改造项目	6,000.00	119.2	0.41%	2021年9月	2022年9月
----------------	----------	-------	-------	---------	---------

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）合作打造动物王国

设立合资公司共同打造动物王国。2022年3月，公司宣布与天目湖控股集团（溧阳市国有资产管理中心全资）共出资1亿元合资成立动物王国旅游有限公司，合资公司注册资本拟为1亿元人民币，公司拟以货币出资1,998万元人民币，持股比例19.98%，天目湖控股集团拟以货币出资8,002万元人民币，持股比例为80.02%。合资公司未来打造的动物王国旅游项目将进一步丰富目的地旅游产品类型，有利于开拓客源市场，形成旅游目的地集聚区效应，符合公司“巩固根据地、深耕长三角”的战略规划。

丰富当地旅游市场，与现有景区形成联动。按照规划，动物王国建设周期为5年，预计在2026年投运。拟定票价为260元，预测年营收可达到10亿左右，投资回报期为9年。动物王国对标美国奥兰多动物王国，预期会包含许多参与性强、体验性高的二次消费项目，有助于扩大亲子游、研学游市场，成为一个鲜明独特的城市旅游品牌，与公司现有旅游产品产生协同效应。

（四）专注旅游业，跨出外延步伐

以核心经济圈为范围，进行外延扩张。公司计划在全国范围内复制与天目湖体量相当的一站式休闲旅游度假目的地。在巩固常州溧阳区域产品的同时，公司计划以五大都市群为重要区域进行全国战略布局，以包括但不限于投资兴建、并购重组等各类方式，跨出外延步伐。公司队伍在旅游产品策划、品牌打造等方面经验丰富，并持续与地方政府沟通，计划在长三角、珠三角地区打造明星休闲度假区，预计外延项目量级10亿左右。

六、投资建议和盈利预测

2020-2021年虽然疫情肆虐，公司仍然稳步推进新项目落地，丰富一站式旅游目的地产品组合，做好细分市场的布局与扩张。因此在疫情控制后占据旅游市场复苏的先机，公司各项目的客流量与营收增速明显，整体恢复情况高于行业平均水平。2022年初疫情波及范围较大，全国景区普遍承压。

我们假设2022年下半年疫情得到控制，出行管控政策更加精准化。2023年疫情负面影响大幅减弱，旅游业全面回暖，同时南山小寨二期项目顺利开业。根据公司2022年的恢复情况和新项目的推进投运对未来盈利的贡献，我们拆分公司各类业务做出以下预测：

景区：2022H1由于受上海及周边疫情冲击，景区客流显著降低。21年投运的南山竹海三期小

鸟天堂项目和 22 年开业的夜公园将在下半年起到一定的引流作用，预期客流将逐步恢复。预计 2022-2024 年公司景区业务收入分别为 1.92/2.97/3.41 亿元，增速分别为-15.0%/+55.0%/+15.0%，毛利率分别为 56%/65%/67%。

酒店：公司新建的竹溪谷、遇•天目湖、遇•十四澜市场反应积极，酒店业务的利润贡献有望超越疫情前水平。预计 2022-2024 年酒店业务收入分别为 1.42/2.07/2.44 亿元，增速分别为 +15.0%/+45.0%/+18.0%，毛利率分别为 41%/68%/69%。

温泉：景区客流的恢复以及酒店入住率的提升将会带动御水温泉客流的恢复。预计御水温泉 2022-2024 年温泉业务收入分别为 0.37/0.60/0.66 亿元，增速分别为-9.8%/+58.8%/+13.0%，毛利率分别为 5.0%/60.0%/10.0%。

水世界：2021 年暑期受到疫情和台风因素的冲击，营收低迷。2022 年暑期水世界正常营业，客流平稳增加。预计水世界业务收入分别为 0.08/0.13/0.16 亿元，增速分别为+110%/+60%/+20%，毛利率分别为 10%/20%/22%。

旅行社：旅行社的营收占比较小，主要为其他业务提供强大的后台保障。预计旅行社业务 2022-2024 年收入分别为 0.07/0.11/0.13 亿元，收入增速分别为-10%/+30%/+10%。

图表 40：公司各业务盈利预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
景区	营业收入	202.5	225.45	191.63	297.03	341.58
	收入增速	-32.5%	11.3%	-15.0%	55.0%	15.0%
	毛利率	57.2%	61.5%	56%	65%	67%
酒店	营业收入	92.62	123.87	142.45	206.55	243.73
	收入增速	-3.3%	33.7%	15.0%	45.0%	18.0%
	毛利率	51.1%	35.7%	41%	68%	69%
温泉	营业收入	37.53	35.59	37.37	59.79	65.77
	收入增速	-29.1%	-5.2%	5.0%	60.0%	10.0%
	毛利率	39.8%	43.5%	42%	55%	57%
水世界	营业收入	12.49	3.92	8.23	13.17	15.81
	收入增速	-21.0%	-68.6%	110%	60%	20%
	毛利率	9.84%	-171.06%	10%	20%	22%
旅行社	营业收入	9.24	7.93	7.14	11.42	12.56
	收入增速	-27.3%	-14.2%	-10%	60%	10%
	毛利率	4.8%	4.5%	4.50%	5%	5%
其他	营业收入	19.87	21.88	19.69	25.60	28.16
	收入增速	-22.9%	10.1%	-10%	30%	10%
	毛利率	86.1%	79.9%	80%	90%	90%
合计	营业收入	374.25	418.64	406.51	613.56	707.61

收入增速	-25.6%	11.9%	-2.9%	50.9%	15.3%
毛利率	52.6%	50.0%	48.8%	64.0%	65.6%

资料来源：公司公告，太平洋证券预测

我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 4.07/6.14/7.08 亿元，对应增速分别为 -2.9%/50.9%/15.3%；归母净利润分别为 0.49/1.45/1.82 亿元，对于增速分别为 -4.6%/195.2%/25.6%。公司现价对应 22-24 年 PE 分别为 96X/32X/26X。

图表 41：可比公司估值

公司简称	EPS (元/股)				PE(倍)				总市值 (亿元)
	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
宋城演艺	0.12	0.16	0.41	0.58	-21.37	83.16	32.68	23.15	353.77
中青旅	0.03	0.28	0.65	0.85	353.86	39.75	17.17	13.14	81.00
黄山旅游	0.06	0.06	0.40	0.52	163.93	177.26	27.20	21.03	67.65
桂林旅游	-0.59	-0.20	0.04	0.10	-9.36	-32.92	176.82	68.76	30.94
峨眉山 A	0.03	0.03	0.37	0.45	192.30	233.37	21.36	17.63	41.52
丽江股份	-0.07	0.14	0.30	0.38	-90.27	63.70	30.07	24.02	50.14
均值	-0.07	0.08	0.36	0.48	98.18	94.05	50.88	27.96	104.17
天目湖	0.28	0.26	0.78	0.98	62.93	95.72	32.43	25.81	47.11

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：收盘价均为 2022 年 7 月 22 日收盘价。天目湖的 EPS 和 PE 值为太平洋证券预测，其他公司的 EPS 和 PE 值为 Wind 一致预期。

我们选取 A 股人造景区及自然景区板块主要上市公司宋城演艺、中青旅、黄山旅游、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游作为可比公司，可以看到 2022 年受疫情影响行业公司利润大幅下滑，PE 普遍较高，天目湖与可比公司不存在明显区别。2023-2024 年，在疫情恢复预期下，天目湖的估值具有一定优势，考虑到天目湖未来两年仍有新项目落地，2020-2021 年新开业酒店仍处于爬坡期，成长性在可比公司中占优，且公司一站式旅游目的地定位符合旅游消费趋势，给予公司 2023 年 40X PE 估值，对应股价 31.2 元。首次覆盖，予以“增持”评级。

七、风险提示

天目湖存在国内疫情反复，客流下滑，景区受防控政策影响暂停营业、限流的风险；存在募资项目不能按时交付的风险；存在宏观经济下滑，游客出行意愿减弱的风险；存在极端恶劣天气，地质灾害影响客流的风险；存在景区门票降价等政策风险。

资产负债表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	546	403	-296	-877	-1417
应收和预付款项	23	12	14	19	21
存货	6	6	7	7	8
其他流动资产	8	9	10	11	11
流动资产合计	583	430	-265	-841	-1376
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	27	33	33	33	33
固定资产	811	926	1682	2439	3196
在建工程	39	2	2	2	2
无形资产开发支出	114	110	110	110	110
长期待摊费用	0	3	3	3	3
其他非流动资产	106	98	98	98	98
资产总计	1680	1602	1663	1844	2065
短期借款	135	80	80	80	80
应付和预收款项	63	78	58	62	68
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	446	174	206	226	241
负债合计	644	332	345	368	390
股本	117	186	186	186	186
资本公积	332	543	543	543	543
留存收益	417	430	471	609	782
归母公司股东权益	942	1170	1211	1348	1521
少数股东权益	93	99	107	127	153
股东权益合计	1035	1269	1317	1476	1674
负债和股东权益	1679	1601	1662	1843	2064

现金流量表(百万)					
	2020AA	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	158	132	54	170	211
投资性现金流	-158	-154	-753	-751	-750
融资性现金流	251	-126	0	0	0
现金增加额	251	-148	-699	-581	-539

利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	374	419	407	614	708
营业成本	177	209	208	221	244
营业税金及附加	1	5	5	9	11
销售费用	59	54	57	83	92
管理费用	72	77	75	95	103
财务费用	16	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	14	2	4	6	7
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	87	87	79	223	280
其他非经营损益	-1	-1	-1	-1	-1
利润总额	87	86	78	222	279
所得税	22	26	19	56	70
净利润	65	61	58	167	209
少数股东损益	10	9	9	28	27
归母股东净利润	55	52	49	145	182

预测指标					
	2020AA	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	52.60%	50.03%	48.78%	64.00%	65.57%
销售净利率	14.67%	12.30%	10.07%	22.42%	24.45%
销售收入增长率	-	11.86%	-2.90%	50.93%	15.33%
EBIT 增长率	-	12.78%	-	235.17	25.91%
净利润增长率	-	-6.17%	-	236.20	25.75%
ROE	5.82%	4.40%	3.38%	10.20%	11.37%
ROA	3.27%	3.22%	2.46%	7.46%	8.38%
ROIC	5.98%	5.32%	2.67%	6.26%	6.07%
EPS(X)	0.33	0.28	0.26	0.78	0.98
PE(X)	76.82	62.93	95.72	32.43	25.81
PB(X)	3.14	2.81	4.01	3.60	3.19
PS(X)	7.89	7.84	11.95	7.92	6.87
EV/EBITDA(X)	20.82	18.02	86.66	28.68	24.87

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。