

► **景区全方位布局，打造一站式旅游目的地。**天目湖是国内少有的同时具备“国家5A旅游景区”、“国家生态旅游示范区”、“国家级旅游度假区”三大资质认证的，位于长江三角洲中心地带的5A级旅游度假区，公司目前已形成山水园、南山竹海两大景区业务为主，酒店、温泉、水世界主题公园及旅行社为辅的业务布局，是集吃、住、行、游、购、娱为一体的一站式旅游目的地。

► **发力增长赛道，完善业务布局，四大优势驱动业绩恢复增长。**我们认为，公司经历2022年上半年疫情后将快速恢复业绩并迎来增长期，主要基于公司长期发展所积累的四大优势在外界环境变化下生机焕发带来的驱动力：**1) 区位优势：**公司位处长江三角洲中心地带，主要客源地囊括上海及浙江/安徽/江苏三省，在上海东站及沪苏湖铁路建成后将加入上海“一小时交通圈”，获客能力有望提升；**2) 全时经营优势：**公司山水园及南山竹海两大观光游览型景区旺季为春秋两季，每年夏冬客流表现相对较差，公司通过温泉及水世界两大业务推动营收增长及景区发展协同，平滑公司各季度营收并将公司夏季旅游淡季变为旺季；此外，公司多年以来持续发力夜公园建设，近年夜间经济市场规模逐步扩大，今年夜公园受赛道增长+多因素驱动，营收有望实现突破并与公司景区/酒店/水世界业务增长产生协同；**3) 酒店布局优势：**公司竹溪谷/遇天目湖酒店分别于2020年9月/2021年7月开业，竹溪谷酒店独享竹海景色+独立温泉泡池，遇天目湖酒店与水世界距离极近，两大酒店借优秀地理优势揽客，随业务崛起快速推进规模增长；**4) 二次消费潜力：**解析公司两大景区二次消费框架，园内交通依托景区链接优势成为景区二次消费的主贡献点，而园内付费体验项目及商品销售的规模相对较小。展望未来，公司景区目前已开始尝试通过竹笋冰淇淋、熊猫衍生产品等方式扩充商品销售规模，未来二次消费有望带动景区营收上升。

► **全域发展协同带动景区客流增长，借资发力筹备动物王国建设发展。**溧阳城发于2021年9月及2022年4月两次通过股份转让协议入股，目前持股比例20.32%，已成为公司第二大股东。我们认为，国资入股有两大意义：**1) 与溧阳市“全域旅游”发展计划产生协同，通过全域旅游客流反哺发展实现天目湖景区客流增长，并将特色文旅IP溧阳茶舍融入度假区多样化布局扩展产品结构；2) 增强正在规划中的“动物王国”项目可行性，为未来营收持续增长提供支撑力。**

► **投资建议：短期聚焦三大业绩支撑力：**1) 天目湖接近长三角三省交界处，区位优势显著，疫后客流回流速度相对更快；2) 夜公园项目可打通多日游市场，拉动营收增长；3) 酒店业务潜力仍未完全释放，后续有望成为营收增长主支撑力。**长期关注强化公司基本面逻辑的四大发展点：**1) 沪苏湖铁路预计2024年建设完成，公司上海客流有望增长；2) 公司二次消费存在韧性，二消上持续创新可为营收带来新增量；3) 溧阳城发入股实现发展协同，动物王国项目将成长期发力点；4) 溧阳全域旅游规划推进，天目湖有望获客流分流红利。预计公司22-24年归母净利润分别为0.54/1.21/1.67亿元，对应22-24PE为86/38/28X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复风险，项目建设不及预期风险，门票价格波动风险。

### 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	387	565	662
增长率(%)	11.9	-7.5	45.8	17.2
归属母公司股东净利润(百万元)	52	54	121	167
增长率(%)	-6.2	4.4	125.4	37.9
每股收益(元)	0.28	0.29	0.65	0.90
PE	90	86	38	28
PB	4.0	3.8	3.5	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年09月16日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格：

24.97元



### 分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

### 研究助理 饶临风

执业证书：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

### 研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

## 相关研究

- 1.天目湖(603136.SH)2022年半年度业绩预告点评：上半年业绩承压，多因素驱动三季度业绩复苏-2022/07/17
- 2.天目湖(603136.SH)2021年年报及2022年一季报点评：受疫情影响经营承压，内生、外延发力静待复苏-2022/04/29
- 3.天目湖(603136.SH)事件点评：国资增持优化股权结构，管理体制完善赋能长期发展-2022/03/29
- 4.天目湖(603136):Q3业绩承压明显，四季度经营有望回暖-2021/10/30
- 5.天目湖(603136):国内游受益标的，新项目投运有望增厚业绩-2021/04/29

# 目录

<b>1 天目湖：景区全方位布局，打造一站式旅游目的地</b>	<b>3</b>
1.1 公司概况：溧阳市金字招牌，多业务架构满足游客需求	3
1.2 财务分析：营收及归母净利润周期性较强，2021 年恢复势头显著	6
<b>2 行业分析：旅游模式百花齐放，多因素驱动行业恢复发展</b>	<b>10</b>
2.1 本地游及周边游为短期风向，“要素齐全”或为旅游目的地发展关键点	10
2.2 多旅游模式开拓多日游市场，政策打开研学游亲子游市场空间	11
<b>3 公司竞争优势：聚焦四大优势点，打造长三角优质旅游地</b>	<b>14</b>
3.1 区位优势：交通便捷串联多地，空气新鲜适宜旅居	14
3.2 全时经营优势：水世界助力淡季转旺，御水温泉弥补淡季客流缺口，夜公园补全夜间经济体系	15
3.3 酒店布局优势：卡位优越地理位置，造差异化酒店矩阵	17
3.4 二次消费潜力：景区景点多元化布局，旅游集聚效应驱动二次消费与商品销售	19
<b>4 国资入股解读：全域发展协同带动景区客流增长，发力筹备动物王国建设发展</b>	<b>22</b>
4.1 从溧阳市旅游发展解读国资入股：顺应全域旅游发展，强化旅游资源开发利用	22
4.2 “动物王国”项目对标与可行性分析	25
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>28</b>
5.1 盈利预测及业务拆分	28
5.2 估值分析	30
5.3 投资建议	30
<b>6. 风险提示</b>	<b>32</b>
<b>插图目录</b>	<b>34</b>
<b>表格目录</b>	<b>35</b>

# 1 天目湖：景区全方位布局，打造一站式旅游目的地

## 1.1 公司概况：溧阳市金字招牌，多业务架构满足游客需求

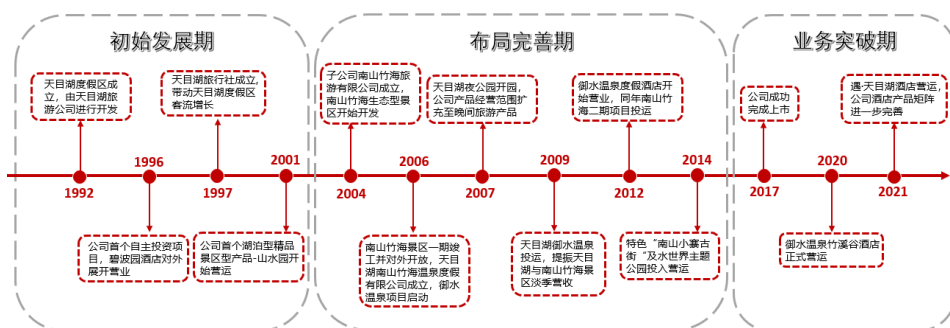
天目湖，位于江苏省溧阳市南部，长江三角洲地区中心地带，因位处天目山余脉而得名。天目湖旅游度假区是国内少有的同时具备“国家 5A 旅游景区”、“国家生态旅游示范区”、“国家级旅游度假区”三大资质认证的旅游度假区，目前已形成山水竹园/南山竹海景区为核，温泉/水世界业务为辅，酒店/旅行社及其他业务提供协同支持的业务布局，成为集吃、住、行、游、购、娱为一体的“一站式旅游目的地”。天目湖自 1992 年开始正式开发，其整体发展历程可分为三个阶段：

**初始发展期 (1992-2001)：**1992 年，以溧阳市沙河、大溪两大水库为基础的天目湖度假区成立，由天目湖旅游公司进行开发。公司通过投资建设的方式围绕天目湖设立多个零散景点并逐步整合，并于 2001 年推出首个大型精品景区型产品山水园景区。

**布局完善期 (2002-2014)：**公司围绕天目湖布局景点、酒店、温泉及主题乐园产品开发，期间持续拓展商业销售及旅行社业务，2014 年正式完善一站式旅游服务体系，形成山水园景区、南山竹海景区为主，水世界、御水温泉为辅，酒店、旅行社与核心业务协同的度假区布局。

**业务突破期 (2015-至今)：**公司进入平稳发展阶段，于 2017 年上市。公司洞察旅游市场风向变化，准确定位旅游人群需求，深化高端酒店业务布局，通过御水温泉度假酒店装修、御水温泉二期竹溪谷酒店建设、围绕山水园景区的遇天目湖及遇十四澜酒店建设强化酒店业务营收能力。酒店业务营收占比自 2020 年以来增长显著，2021 年营收占比为 29.59%，较 2019 年增长 10.56pcts。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司公告，民生证券研究院

溧阳城发近年两次入股，推进公司业务协同发展。公司实控人兼第一大股东孟广才先生持股比例为 26.13%；溧阳城市发展建设集团在 2021 年 9 月 23 日及

2022年3月29日两次通过孟广才先生的股份转让入股，目前持股比例已达20.32%，成为公司第二大股东。溧阳国资平台入股有利于公司资源整合及协同发展，为公司后续项目推进提供支持。

表 1：公司前十大股东（股）（截至 2022 年 7 月 15 日）

股东名称	持股数	持股比例
孟广才	48,678,200	26.13%
溧阳市城市建设发展集团有限公司	37,860,700	20.32%
陈东海	7,417,620	3.98%
史耀锋	6,847,620	3.68%
陶平	6,400,000	3.44%
方蕉	4,228,504	2.27%
中国工商银行股份有限公司—财通价值动量混合型证券投资基金	4,104,937	2.20%
中国工商银行股份有限公司—华安媒体互联网混合型证券投资基金	3,685,374	1.98%
中国建设银行股份有限公司—华安沪港深外延增长灵活配置混合型证券投资基金	2,894,916	1.55%
中国农业银行股份有限公司—华安智能生活混合型证券投资基金	2,292,130	1.23%
<b>合计</b>	<b>124,410,001</b>	<b>66.78%</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

天目湖园内主要休闲度假目的地包括山水园、南山竹海、御水温泉及水世界四部分。

**山水园景区：**山水园景区内是以观光游览为主导，集娱乐体验、文化交流、文化研学、山水养生为一体的旅游目的地，平均负离子含量高过城市 15%以上，森林覆盖率达 95%，园内可以通过坐船到达龙兴岛、中国茶岛两大岛屿，各岛内设研学/游乐/茶道景点及体验项目。此外，山水园景区也是天目湖度假区近年来夜间经济打造的主发力点，以山水园景区为基础打造的夜公园项目 7 月 1 日至 8 月 31 日开园营业，通过《湖秀天幕》演出、夜航赏灯、星光造趣集市、清味空间、摩登迅游、浪潮电音节等夜间活动给予游客难忘体验，提升园区二次消费水平。

图 2：山水园景区-集多体验于一体的综合旅游目的地



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 3：夜公园-摩登迅游项目



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**水世界：**位于山水园景区内部，每年 6 月至 8 月开放，是天目湖为增加暑期旺季营收所设置的大型水上乐园。水世界采用的全世界都稀缺的弱碱性水源、园内有由国际规划机构设计的巨碗滑道、家庭大滑板、超级台风等数个游乐项目，日

最大承载量 2 万人，瞬时承载量可达 1-1.2 万人。除水上乐园游乐设施布置以外，水世界每年也会举办不同娱乐活动，22 年水世界开业经营后所举办的“浪潮电音节”便通过电音舞台+造浪池泼水排队/水枪大战活动强化客户体验，增加水世界复游率。

**图 4：水世界游乐项目丰富**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**图 5：2022 年水世界“浪潮电音节”现场**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

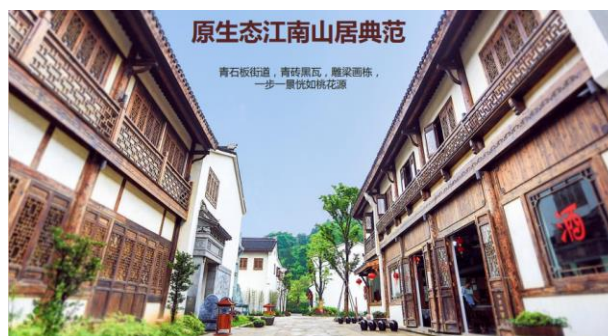
**南山竹海景区：**南山竹海海拔较高，内有 35000 亩翠竹，竹海内南山小寨坐落于山下，鸡鸣村及吴越第一峰位于两座山头上，前半段路程可通过小火车/包车/步行方式上行，步行道中途设有多个休闲景点；后半段路程在山腰中转站分别通过地面缆车及索道上行到达鸡鸣古村及吴越第一峰，其中吴越第一峰也可以通过步行爬山到达，中途设有多个凉亭供游客停歇赏景、恢复体力。

**图 6：南山小寨古街景色**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**图 7：南山小寨江南山居风格景观**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**御水温泉：**位于南山竹海景区内的大型温泉区域，主打竹林与温泉相结合的体验，其内分布自然区/加料区/情侣区/动感区及等温泉体验区满足旅客不同需求，夏季也提供冷泉服务。御水温泉周边分布野奢单体酒店-竹溪谷酒店、五星级现代度假体验-御水温泉度假酒店、江南庭院体验-南山竹海客栈、简约淡雅体验-御水温泉客栈等差异化定位的酒店，满足消费群体多层次需求；其中御水温泉度假酒店与御水温泉深度绑定，入住御水温泉度假酒店的游客购买御水温泉门票后可在入住期间多次体验。

图 8：御水温泉内部体验



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 9：御水温泉周边的酒店矩阵

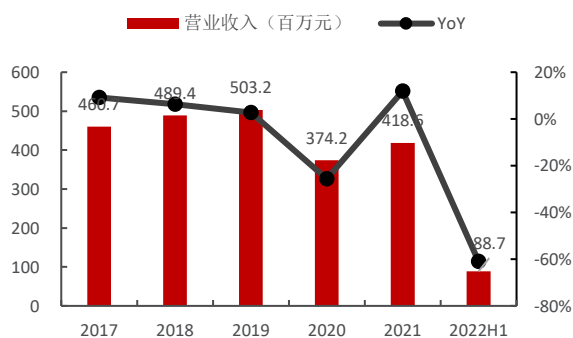


资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 1.2 财务分析：营收及归母净利润周期性较强，2021 年恢复势头显著

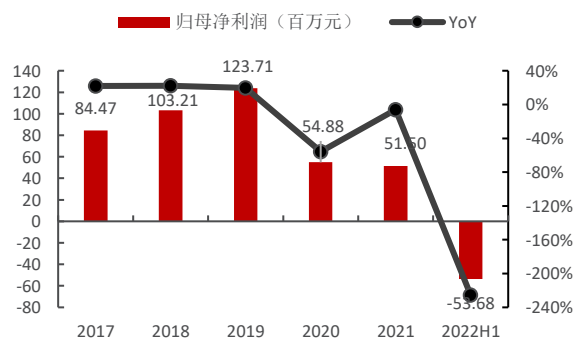
营收利润呈现周期性特征，2020 年以前营收利润持续上行，2020-2022H1 受疫情扰动业绩表现不佳。2020 年以前，公司营收及归母净利润保持上行趋势，其中归母净利润增长幅度明显，2017-2019 年 CAGR 达 20.73%；公司营收及归母净利润呈现周期性特征，主要是 12-2 月旅游淡季客流较少所致。2020 年，受年初疫情扰动，全年营收 3.74 亿元，同比下降 25.62%，归母净利润 0.55 亿元，同比下降 55.64%。2021 年，疫情影响逐步缩小，虽受暑期疫情扰动影响，三季度营收显著降低，公司全年业绩未回到 2019 年同期水平，2021 年公司营收 4.19 亿元，同比增长 11.86%，为 2019 年同期的 83.20%；归母净利润 0.52 亿元，同比下降 6.82%，为 2019 年同期的 41.63%。2022H1，受长三角地区疫情扰动影响，公司营收及净利润受抑制，上半年营收 0.89 亿元，同比下降 60.99%，利润亏损达 5368 万元。

图 10：公司营业收入



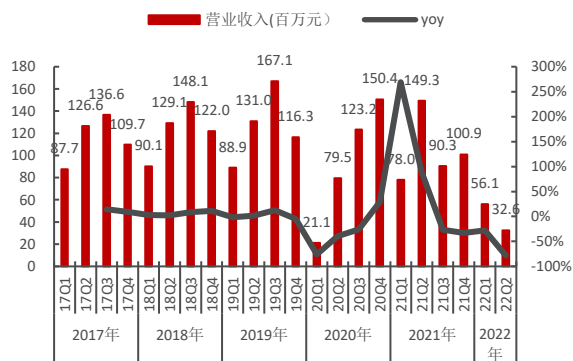
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：公司归母净利润



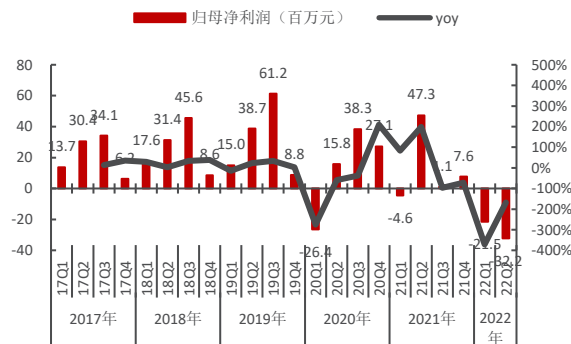
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12: 公司营业收入 (按季度)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

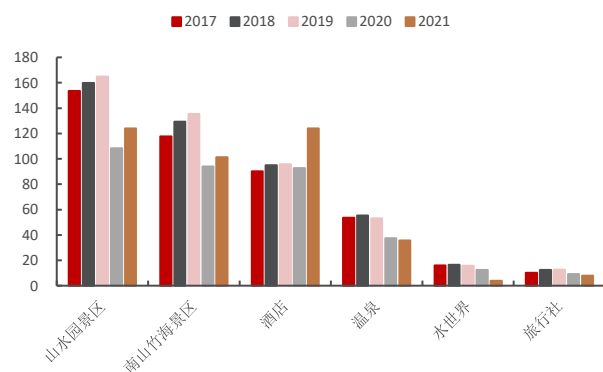
图 13: 公司归母净利润 (按季度)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

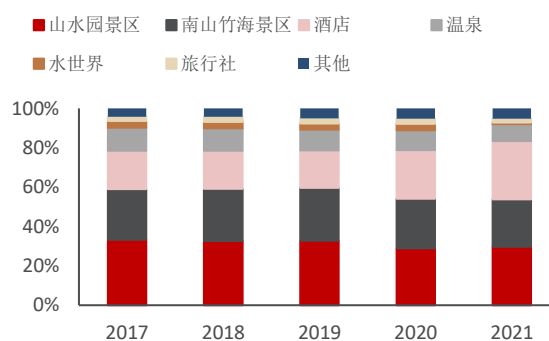
从公司各项业务营收走势来看, 山水园/南山竹海两大业务仍为公司营收主贡献点, 酒店业务营收自 2020 年以来突破性增长。2020 年疫情扰动前, 山水园及南山竹海业务营收均处于上升态势, 2020 年以来受疫情扰动影响, 营收有所下降, 但仍为公司营收支撑点; 酒店业务受益于遇天目湖、遇十四澜及御水温泉竹溪谷酒店的开业及持续高热度, 2021 年营收实现突破性增长, 成为公司营收第二大支撑点。温泉、水世界及旅行社业务同样受疫情扰动影响, 2020-2021 年营收及营收占比下降。

图 14: 公司各项业务营收走势图 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

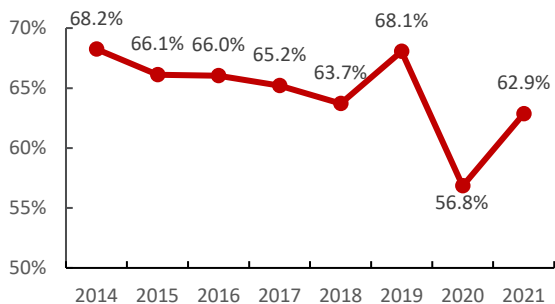
图 15: 公司各项业务营收占比



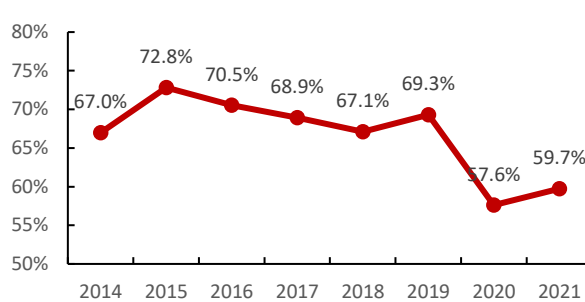
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

从各项业务毛利率表现来看, 山水园/南山竹海/温泉业务受益于客流恢复毛利率迅速回升, 酒店/水世界受不同因素影响毛利率持续下滑。聚焦各项业务 2020-2021 年毛利率表现, 1) 山水园景区、南山竹海景区及温泉三大板块 2021 年毛利率较 2020 年快速回升, 主要原因在于三大板块成本主要由职工薪酬以及固定成本(如折旧费、租赁费等)构成, 年成本支出与客流关联性不强, 使客流恢复能够显著推动毛利率水平上升; 2) 水世界毛利率 2021 年大幅下滑, 主要是 2021 年水世界经营期间受疫情扰动导致业务营收下滑, 而水世界开业经营固定成本较高, 使毛利率降为负值; 3) 酒店业务 2020-2021 年毛利率水平持续下滑, 主要受酒店

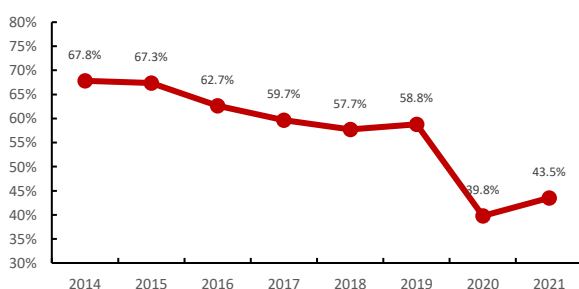
经营的物料成本提升影响, 根据公司招股书及年报的酒店成本拆分口径, 物料成本应包括食品、酒水、商品等, 可判断物料成本应是遇天目湖及竹溪谷项目开业经营为引流所铺设的较高前期成本, 随新开业酒店逐步进入常态化经营阶段, 物料成本有望下降。4) 旅行社业务成本以职工薪酬为主, 2020-2021 年毛利率略有下滑, 主要是疫情扰动下营业收入下滑幅度略高于职工薪酬下滑幅度所致。

**图 16: 山水园景区毛利率**


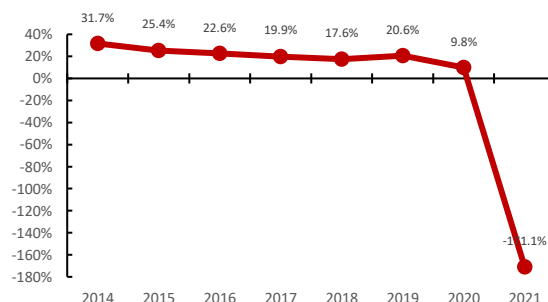
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图 17: 南山竹海景区毛利率**


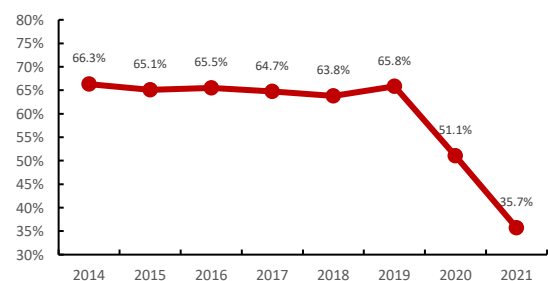
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图 18: 温泉业务毛利率**


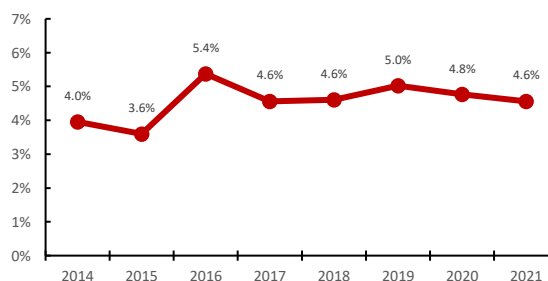
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图 19: 水世界业务毛利率**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图 20: 酒店业务毛利率**


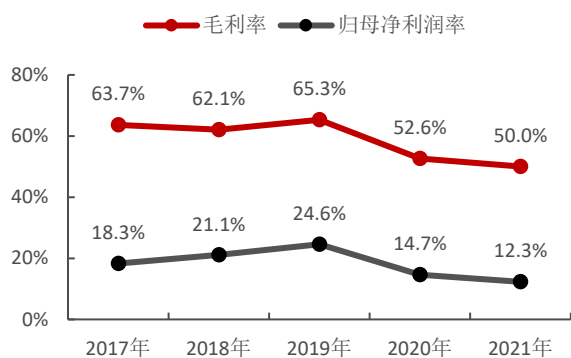
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图 21: 旅行社业务毛利率**


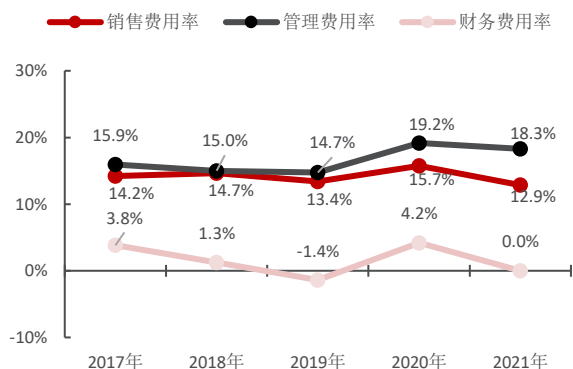
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**公司毛利率及归母净利润率水平自 2020 年以来下滑, 各项费用率近年不断下滑, 受疫情扰动增长。**从公司毛利率/归母净利润率水平来看, 2019 年公司毛利率为 65.3%, 同比增加 3.2pcts; 归母净利润率为 24.6%, 同比增加 3.5pcts。毛利率

及净利率在疫情前达到 2017-2019 年三年间最高位。2020-2021 年，毛利率及净利率持续下滑，主要受疫情突发及反复影响，2021 年毛利率 50.0%，较 2019 年同期下降 15.3pcts；净利率 12.3%，较 2019 年同期下降 12.3pcts。从费用率水平来看，2020 年，受疫情扰动影响，公司营收下滑、各项费用率提升；2021 年，随营收恢复各项费用率得到控制，销售费用率为 12.9%，同比-2.8pcts；管理费用率为 18.3%，同比-0.9pcts；财务费用率同比-4.2pcts。公司销售费用以广告费、工资及员工保险、能源费用为主，管理费用以工资福利费、折旧费、资产摊销费用为主，两大费用的主要组成部分中，除广告费用以外，其他费用年均花费较为固定，随公司疫情后营收规模逐步扩大，各项费用率有望持续下降。

**图 22：公司毛利率及归母净利润率表现**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 23：公司各项费用率表现**


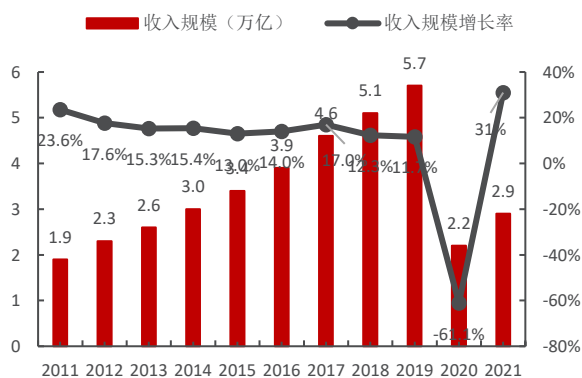
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 行业分析：旅游模式百花齐放，多因素驱动行业恢复发展

### 2.1 本地游及周边游为短期风向，“要素齐全” 或为旅游目的地发展关键点

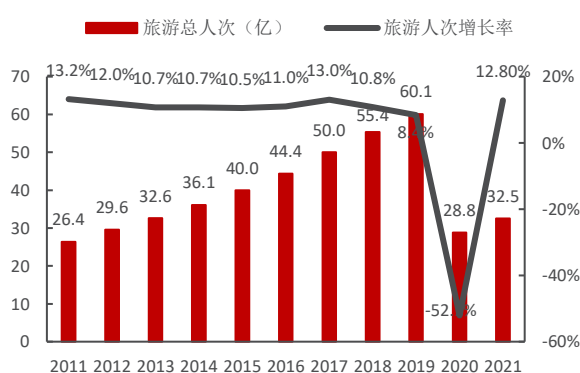
旅游行业多样化发展，餐饮酒旅协同性加强，疫前行业稳步增长。纵观近年旅游业发展，旅游业 2020 年以前数据表现不断向好。旅游市场早期以旅行社牵头的团队旅游模式为主，优点在于可快速观光游览单个或多个大型景区，且旅游成本相对较低；缺点是旅游行程紧凑、引导消费场景多，整体旅游体验会受到影响。相较早年发展，现在的旅游业的旅游模式更多、旅游业与酒店/餐饮以及各类健康概念（如体育、文化、养生等）接合更为紧密、用户客群覆盖范围更广，旅游业逐步跳出团队游为主的单一旅游结构，以多样化、定制化、自由化的旅游业态来响应人均收入提升的宏观背景下逐步扩大的旅游需求，带动营收不断增长。2011-2019 年，全国旅游业收入规模及人次一直保持较稳定的增长态势，且收入规模年增长率稳超人次增长率，人均旅游消费单价的持续上升。2020 年以来，疫情扰动下旅游收入及总人次大幅下跌，虽 2021 年快速恢复，但仍未达到疫情前同期水平。

图 24：国内旅游收入规模变化图



资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

图 25：国内旅游总人次变化图



资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

#### 疫情扰动下跨省游承压，居民旅游需求多通过本地游、周边游等出行方式释放。

2020 年以来，疫情扰动使跨省游受到冲击，本地游、周边游热度快速提升，逐步成为节假日及日常旅游出行的主要方式：1) 根据携程《2021 用户旅行新趋势洞察》，2021 年三季度省内酒店预订量较 2019 年同期+35%，本地酒店预订量+60%；传统节假日本地酒店订单占比超五成；2) 根据携程《2022 五一假期出游报告》，2022 年五一假期本地游订单达 40%；3) 2022 年中秋小长假，途牛、携程、小猪民宿等旅游 APP 出行趋势预测报告中均显示本地游及周边游出行的高占比。

**表 2：各旅游 APP 中秋小长假出游趋势预测中本地游及周边游相关内容**

旅游 APP 中秋出游趋势预测报告名称	本地游及周边游趋势相关内容
途牛《2022 中秋出游趋势预测》	平台中秋出游人次中本地游、周边游出游人次占比达 68%
携程《2022 年中秋及秋游预测数据报告》	根平台中秋本地游、周边游订单占比分别为 23%、24%
小猪民宿《2022 年中秋旅居数据预测报告》	今年中秋小长假期间的民宿订单中，本地民宿订单占比 73%

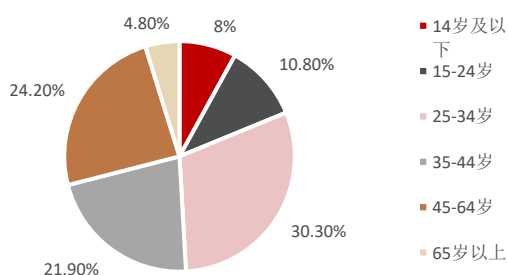
资料来源：途牛旅行，携程旅行，小猪民宿，民生证券研究院

我们认为，本地游、周边游占比较高的旅游结构，是跨省游受阻及居民出行顾虑影响下，居民旅游需求寻找释放渠道所产生的短期结构性变化。随疫情防控形势向好，本地游及周边游市场在疫情影响的宏观环境下所获的发展驱动力将逐步减小，同时跨省游热度将逐步恢复。展望未来，位处大城市短时间交通圈内、旅游资源独特、体验及游览项目丰富、相关引流及客流承接业务链条完善、创新能力强的要素齐全旅游目的地可同时符合本地游、周边游、跨省游等需求，通过提升本地及周边游客重游率对景区营收形成长期支撑，并以自身知名度持续吸引跨省客流。

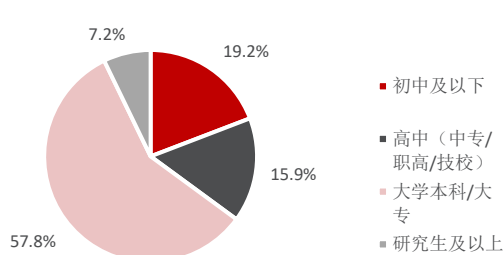
## 2.2 多旅游模式开拓多日游市场，政策打开研学游亲子游市场空间

### 2.2.1 从疫前用户画像切入，看好多要素赋能下多日游市场扩大

观察疫情前旅游用户画像，旅游人群年龄分化较大，学历水平普遍较高。25-34 岁、35-44 岁、45-64 岁人群均有旅游需求，其中 25-34 岁人群占比 30.3%、35-44 岁中年群体占比 21.9%、45-64 岁中老年人占比达 24.2%；旅游人群学历水平高，超 50% 的人有大学本科/大专学历。我们认为，旅游年龄结构、学历分布比例是长期社会发展结果，受疫情扰动影响较小，而中青年为主的年龄结构及大学本科/大专为主的学历分布将对文化旅游产品有较高接受度与兴趣度，叠加 2022 年 7 月 25 日《关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知》的出台及多地文旅振兴计划的稳步推进，文化旅游将成为旅游业长期发展的主支撑点之一。

**图 26：2019 旅客年龄层次分布**


资料来源：中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心），民生证券研究院

**图 27：2019 旅客学历层次分布**


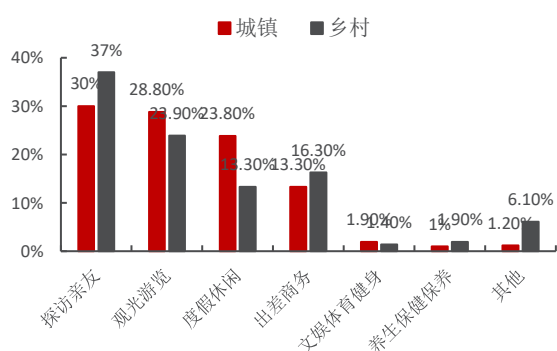
资料来源：中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心），民生证券研究院

从出行目的与出行费用组成来看，城镇及乡村居民出行目的均以探访亲友及观光游览为主，度假休闲是城镇和乡村居民出行的第三和第四大主需求点；城镇及乡村居民的旅游消费结构均以交通及餐饮费用为主，住宿及购物费用为辅，其中城镇居民对住宿质量要求更高，酒店消费占比第三；乡村居民购物需求更强，购物消费占比第三。从旅游人群画像看未来发展方向，我们认为：

1) 从出行目的来看，居民旅游需求趋于多样化，多要素结合的“旅游+”模式及休闲度假模式将更受青睐。随社会发展推进、居民旅游意识提升，居民对旅游的需求也更趋于多样化，需要其他旅游模式满足需求。城镇出行目的占比可看出旅游模式发展的两大方向：一是在旅游人群近年来对旅游品质及体验上的追求下催化产生文娱体育、养生保健等“旅游+”模式，二是在《2022-2030年国民旅游休闲发展纲要》指引下有望快速发展，近年来规模逐步扩大的休闲度假旅游模式。相较于传统的团队观光旅游，养生保健、休闲度假等旅游模式节奏偏慢，单次旅游滞留时间较长，能够有效脱离一日游红海市场。

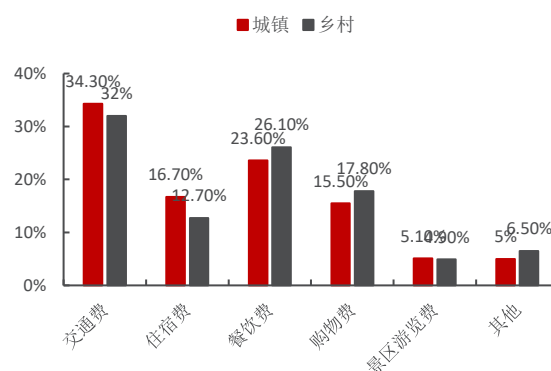
2) 从出行费用来看，餐饮、住宿等出行刚需将持续为景区赋能，餐饮住宿条件良好的旅游目的地将更易于拓宽多日游市场。我们认为，餐饮费及住宿费用支出在居民出行费用支出占比中位居前列，也意味着居民出行时会尤为重视餐饮及住宿时的体验。因此，能够满足多层次人群需求的旅游目的地周边餐饮及住宿业态，将对景区客流增长及多日游市场拓宽起到良好推动作用，并能够一定程度上助推旅游目的地知名度增长及重游率提升。

图 28：2019 年城镇及乡村居民出行主要目的比例



资料来源：中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心），民生证券研究院

图 29：2019 年城镇及乡村居民出行费用比例



资料来源：中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心），民生证券研究院

## 2.2.2 从“双减”政策切入，看好以后研学游&亲子游发展空间

双减政策落地，研学游与亲子游成为风向。2021 年，“双减”政策的落地实施，使义务教育阶段的学生课外时间得到释放，与之相衬的则是研学游及亲子游市场的崛起。根据携程旅行数据显示，2021 年暑期研学游人数同比增长超 650%，亲子游订单中研学游订单占比超 70%。研学游讲究寓教于乐，往往围绕拥有文化

底蕴的景点及极具特色的社会实践活动展开，体验环节多，受好评度高。

表 3：近年来与研学游推进相关的主要政策文件

发布机构	文件名称	具体内容	发布时间
国务院	《国民旅游休闲发展纲要(2013年-2020年)》	要求逐步推行中小学生研学旅行	2013年3月
教育部等11部门	《关于推进中小学研学旅行的意见》	要求各中小学将研学旅行纳入教育教学计划	2016年11月
文化和旅游部	《“十四五”文化产业发展规划》	提出大力发展研学旅游，开发集文化体验/科技创新/知识普及/娱乐休闲/亲子互动于一体的新型研学旅游产品	2021年6月
国务院	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	降低义务教育阶段学生过重作业负担及校外培训负担	2021年7月

资料来源：国务院，教育部，文化和旅游部，民生证券研究院

**双利好推动下，亲子游市场暑期表现亮眼。**每年7-8月是全国中小学生暑假，也是亲子游市场最为火热的时点。相较往年，2022年有“双减”政策实施+防疫政策精准化双重利好推动，暑期旅游市场迎来需求释放期。根据携程数据，7月1日-13日亲子游在机票订单/酒店订单/景区门票订单三方面数据均实现突破，其中酒店订单表现最为突出，已恢复至2021年同期80%水平，较2019年同期增长20%。

表 4：暑期亲子游市场表现

暑期亲子游趋势跟踪 (截至 2022 年 7 月 13 日)	
机票订单	7月以来的亲子机票订单量较6月同期+804%，亲子订单占比较往常平均水平提升了6个百分点。据携程机票数据，暑期亲子家庭组合占比：一大带一小，占比41%；三口之家占比32%；四口之家，占比16%。
酒店订单	暑期亲子酒店的订单量恢复至2021年同期80%，较2019年同期+20%。暑期亲子酒店的订单中，75%以上为跨城订单，90%集中在高星级酒店。
景区门票订单	亲子家庭预订暑期景区门票的订单量，环比上周+73%。上海海昌海洋公园、成都大熊猫繁育研究基地、开封博物馆、北京环球度假区、峨眉山、荆州博物馆、九寨沟风景区、黄鹤楼、上海迪士尼度假区、黄山风景区，暑期预订热度高涨。

资料来源：携程旅行《2022年暑期旅游市场趋势报告》，民生证券研究院

**展望未来，亲子游及研学游有望在成为旅游市场发展的长期驱动力。**我们认为，“双减”政策的推动实施使中小学生在周末及假期可自由支配时间增加，利用周末进行短途及短时亲子游和研学游的需求也将不断扩大，随各主题乐园/景区活动开展、各地政府旅游惠民政策实施，居民出行顾虑减少/出行需求上升，亲子游及研学游市场在相关旅游产品逐步丰富情况下，未来有望成为旅游市场发展的长期驱动力。

### 3 公司竞争优势：聚焦四大优势点，打造长三角优质旅游地

#### 3.1 区位优势：交通便捷串联多地，空气新鲜适宜旅居

天目湖度假区位于长江三角洲中心地带，接近上海-合肥/杭州-南京两条直线的交汇处，可覆盖浙江/江苏/安徽三大省会及上海直辖市客流。除本身坐落位置以外，天目湖在交通上也拥有极高的便捷度，1) 天目湖位于溧阳市南部，溧阳市内有沪宁高速、宁杭高速、扬溧高速、常合高速、沪渝高速、104 国道、镇广线等公路干道穿行而过，且溧阳-宁德高速公路江苏段已提前完成建设，自驾游/私家团旅客通行方便，从上海/南京/合肥/杭州四地到达天目湖所需时间均不超过 3 小时；2) 溧阳高铁已与全国多个城市实现串联，火车站出站后向南可快速到达天目湖度假景区，高铁出行障碍少；3) 溧阳市位于江苏省内，按行政区划分属于县级市，位处长三角地区浙江、江苏、安徽三省交界处，同时属于宁杭经济带中心城市、长三角都市圈重要节点城市、南京都市圈成员城市，城市经济地位决定其人流量较高。

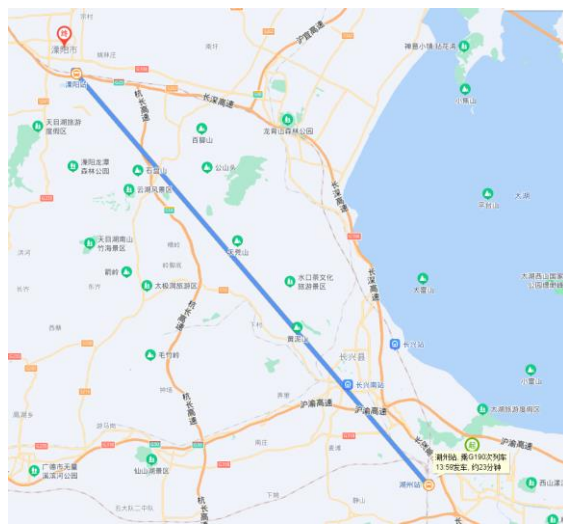
此外，沪苏湖铁路建成后，溧阳可能进入上海“一小时交通圈”覆盖范围，客流有望得到提振。上海规划新建上海东站，接入上海-苏州-湖州的沪苏湖铁路。随沪苏湖铁路接入上海东站，上海游客可通过铁路快速到达湖州并从湖州中转至溧阳，景区客源结构有望改善，客源总量也将迎来上升。

图 30：溧阳市火车站已与全国各省高铁线路联通



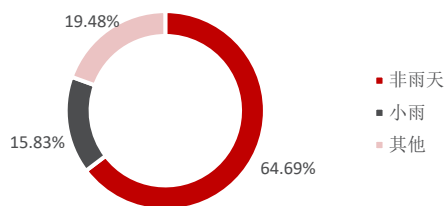
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 31：湖州站至溧阳站仅需 23 分钟

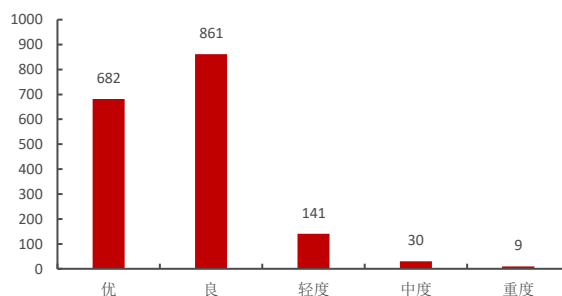


资料来源：百度地图，民生证券研究院

天目湖所在地气候适宜，高比例植被覆盖造就生态宜居地。天目湖所在溧阳属亚热带季风气候，夏热冬温、四季分明、雨量充沛且无霜期长，全市全年 64.69% 时间无雨，15.83% 的时间为小雨，空气质量水平 89.55% 时间维持在优良状态，气候宜居，空气优良。此外，天目湖山水园森林覆盖率达 95%，平均负离子含量超城市 16 倍，以自然生态涵养天然氧吧著称，叠加优异气候条件，度假属性凸显。

**图 32: 天目湖度假区无雨天数占比 (2015 年以来)**


资料来源: 2345 天气王, 民生证券研究院

**图 33: 天目湖度假区空气质量指数 (2015 年以来)**


资料来源: 2345 天气王, 民生证券研究院

## 3.2 全时经营优势: 水世界助力淡季转旺, 御水温泉弥补淡季客流缺口, 夜公园补全夜间经济体系

### 3.2.1 水世界与御水温泉: 巧补淡季缺口, 完善业务体系

**山水园及南山竹海景区夏冬表现较淡, 御水温泉及水世界两大强季节性产品补充季度营收。**天目湖山水园及南山竹海景区资源本身的季节性特征, 及旅客旅游的季节性消费习惯因素影响, 每年冬季为两大景区旅游淡季, 客流较少; 每年夏季两大景区所处溧阳市温度偏高, 6-8 月高低温区间明显高于一般避暑游目的地, 因此作为避暑游目的地的优先度不高。基于季节旅游资源互补的考虑, 公司以温泉及游泳为切入点, 2009 年及 2014 年先后推出具有强季节性特征的“御水温泉”及“水世界主题乐园”, 对季度营收波动产生有效平滑作用。

**表 5: 溧阳市夏季气温与国内其他避暑游目的地**

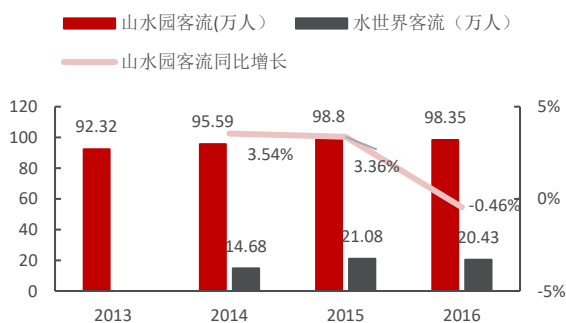
避暑游目的地	六月		七月		八月	
	最高温	最低温	最高温	最低温	最高温	最低温
云南丽江	22°C	15°C	25°C	14°C	25°C	14°C
青海西宁	23°C	11°C	25°C	12°C	23°C	14°C
贵州六盘水	24°C	16°C	29°C	18°C	29°C	18°C
江苏溧阳	31°C	24°C	36°C	27°C	36°C	27°C

资料来源: 2345 天气王, 民生证券研究院

**聚焦水世界: 水世界对山水园景区有一定引流作用, 开业带动景区客流增长, 推动三季度成为公司旅游旺季。**从客流表现来看, 水世界对山水园景区客流增长有推动作用, 2014 年水世界开业初年迎接客流 14.68 万人, 同年山水园客流增长 3.27 万人; 2015 年水世界客流 21.08 万人, 较去年增长 6.40 万人, 同年山水园景区入园人次增至 98.8 万人, 较去年增长 3.21 万人。从营收表现上来看, 水世界开业前的 2013 年, 公司营收存在季节性差异, 二、四季度营收显著高于一、三季度, 2014 年水世界开业初年, 公司三季度主营业务收入增长 77.24%, 同比增加

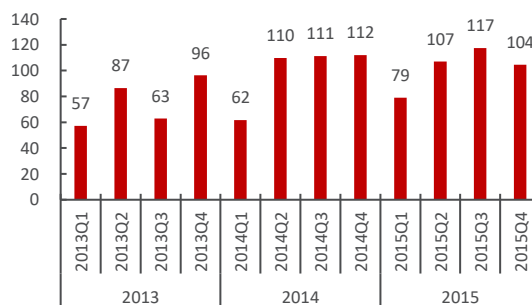
4851 万元，三季度营收规模在该年与二、四季度相近，且后续三季度营收维持该水平并不断向好，成为公司营收旺季，可见水世界对山水园业务的有力支撑。

图 34：天目湖水世界对山水园有客流引流作用



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 35：2013 年水世界未开业前公司二四季度营收明显高于一三季度（单位：百万元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

### 3.2.2 夜公园：打造夜间经济，完善全时经营架构

**夜间经济规模逐步扩大，可补全景区业务经营短板、助力景区踏足多日游市场。**

近年来，作为消费者暂别白天快节奏生活、释放压力的主力点，夜间经济快速崛起。根据艾媒咨询，2020 年夜间经济规模已突破 30 万亿元，2022 年中国夜间经济将突破 40 万亿元；根据商务部城市居民消费习惯调查报告，中国 60% 消费在夜间发生，95 后为夜间经济消费主力。夜间经济主要作为城市经济补全消费体系、促进就业的部分而存在，成都、天津、上海、北京等省会及直辖市均在近年出台相关政策促进夜间经济发展。但对于观光游览型景区来说，夜间经济也可作为补足自身业务短板、扩充二次消费渠道、增加游客景区体验时间、踏入多日游市场的良好选择。

天目湖旅游度假区夜公园项目于每年 7-8 月开设，至今已设立多年，夜间游船、集市、水世界音乐节等活动均为常驻项目，每年也会有不同的节目设计吸引客流，今年夜公园活动包括夜航赏灯、星光造趣集市、湖里山清味空间、摩登巡游、水世界浪潮音乐节等等，项目种类多样，二次消费体验项目吸引力较强。

图 36：夜公园特色指路牌



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 37：水世界的夜公园浪潮音乐节



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**表 6：2022 年公司夜公园门票及主要二次消费项目价格**

门票及主要二消项目	价格
夜公园门票（不含游船）	110 元/人
《湖秀天幕》演出	150 元/人
夜航游船票	60 元/人
星光造趣集市	产品种类多，消费不定

资料来源：去哪儿旅行，民生证券研究院

**相较往年，今年夜公园项目除夜间经济市场整体发展趋势带动以外，还拥有几大驱动力：**1) 制作介绍长图并通过多渠道进行网络推广，营销力度更强；2) 夜公园开园时间在疫情防控精准化发展后的暑期居民旅游需求集中释放期，受需求释放因素影响经营状况有望向好；3) 今年溧阳本地市民进入夜公园免门票，通过此方式可有效拉动夜公园园区内二次消费；4) 天目湖于 7 月 27 日上榜江苏省第二批省级夜间文化和旅游消费集聚区拟认定名单，也是常州市唯一上榜的夜间文化旅游消费集聚区，知名度进一步提升；5) 由于外地游客参与景区夜间项目后通常会选择在景区周边过夜，因此周边酒店及民宿的经营情况、容纳能力与价位分布情况决定夜间经济的发展上限。天目湖度假区内酒店及民宿基本全部恢复营业，公司 2020-2021 年新建的遇天目湖、遇十四澜及御水温泉竹溪谷酒店也正常展业中，景区夜间外地客流量较往年更强。

我们认为，每年 7-8 月开业的夜公园主要意义在于 1) 与水世界业务实现有效共振，乘公司暑期旺季将营收表现推向新高；2) 通过增加游客景区滞留时间，推动景区周边酒店、餐饮、民宿等业态发展，打通多日游市场。

### 3.3 酒店布局优势：卡位优越地理位置，造差异化酒店矩阵

我们认为，公司各酒店地理位置优越，客群定位清晰，较景区内其他酒店有明显差异化优势，酒店业务有望成为后续主要营收贡献点。

从南山竹海景区内酒店分布来看，公司南山竹海景区内酒店布局核心优势在于**便捷温泉体验**，其中御水温泉竹溪谷酒店各独栋套房坐落于竹海之间，各房间内部均带有温泉体验；御水温泉度假酒店内部可直达御水温泉，便捷体验温泉服务；御水温泉客栈及御水温泉南山竹海客栈与御水温泉相近，在温泉体验上也拥有一定便利性。在酒店评级及价位区间上，御水温泉竹溪谷及度假酒店是携程旅行 APP 上南山竹海景区周边少有的五钻评级酒店，其中竹溪谷酒店以差异化优势实现价格突破，价格区间远超其他酒店。

**表 7：公司南山竹海景区酒店布局情况（注：客房价格会随酒店经营情况有所变动）**

酒店类型	御水温泉度假酒店	御水温泉竹溪谷酒店	御水温泉客栈	南山竹海客栈
酒店定位	高端休闲度假/商务洽谈/ 公司团建	情侣/亲子旅居场所	养生休闲/亲子旅居	养生休闲/亲子旅居
酒店位置	与御水温泉相邻，可内部 到达	位处御水温泉周边，客房 自带温泉泡池	御水温泉度假酒店副楼， 近御水温泉	与南山竹海相邻，可步行 至御水温泉
客房数量（间）	240	120	41	167
客房价格区间（元）	700-2100	4500-13000	300-700	500-1300

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 8：公司两大酒店价格区间远超南山竹海景区其他酒店**

酒店钻级	酒店钻级	最低价格（元）	最高价格（元）
4	南山竹海清心·如是精品酒店	312	516
4	南山竹海云岭度假村	433	8755
4	<b>溧阳御水温泉客栈</b>	506	1299
4	<b>溧阳御水温泉·南山竹海客栈</b>	506	1220
4	南山竹海安雲·观山酒店	514	2158
4	南山竹海半呈·M 酒店	611	1149
5	南山竹海安雲·悦南山温泉度假酒店	780	8879
5	<b>天目湖御水温泉度假酒店</b>	690	2586
5	<b>溧阳御水温泉·竹溪谷酒店</b>	3328	12628

资料来源：携程旅行，民生证券研究院（注：星级评定基于携程酒店及民宿星级评定，房间价格区间根据 2022 年 9 月 16 日当日携程房价）

从山水园景区酒店分布来看，便于到达和体验周边重要项目及景点仍是公司酒店建立的核心逻辑。遇·十四澜酒店依其在天目湖畔的优秀地理位置及小而美定位，在同评级酒店中入住起步价居于前列；遇·天目湖酒店因其轻奢定位，在同评级酒店中价位水平并不突出，但其酒店位置与水世界仅一街之隔，每年 7-9 月水世界开放期间酒店可直接获得水世界经营表现火热带来的客流红利。

**表 9：山水园景区周边高钻级酒店线上预定价格区间**

酒店钻级	酒店钻级	最低价格（元）	最高价格（元）
4	Xhotel 智慧酒店	256	534
4	天目湖锦江都城度假酒店	316	563
4	天目湖旅游度假区悦霖精品酒店	417	818
4	格林东方酒店(溧阳吾悦广场天目湖店)	310	551
4	溧阳蓝洋林顿酒店	346	1149
4	溧阳安悦·湖畔精品酒店	569	875
4	溧阳熊猫翠竹园宾馆	424	2670
4	溧阳南山花园酒店	798	1598
4	溧阳陶然美芥酒店	882	1572
4	天目湖涵田度假村·松果酒店	738	6626
<b>4</b>	<b>溧阳遇·十四澜酒店</b>	<b>1506</b>	<b>2448</b>
4	天目湖涵田度假村·聆湖湾温泉酒店	5387	6587
5	溧阳天目湖维景国际温泉酒店	394	2039
5	天目湖旅游度假区金峰度假酒店	590	1620
5	溧阳天目湖豪生大酒店	660	2880
5	天目湖静泊湖景度假酒店	399	23741
5	天目湖旅游度假区御湖半岛温泉酒店	499	9887
5	天目湖涵田度假村	1237	4828
<b>5</b>	<b>溧阳遇·天目湖酒店</b>	<b>780</b>	<b>2080</b>

5	天目湖宾馆	588	3288
5	天目湖璞悦半山温泉酒店	1169	18887
5	溧阳 WEI 天目湖酒店	2394	10888
5	天目湖涵田度假村·养心谷	3633	14104
5	天目湖涵田度假村·半岛酒店	4187	5287

资料来源：携程旅行，民生证券研究院（注：星级评定基于携程钻级评定，房间价格区间根据 2022 年 9 月 16 日当日携程房价）

### 3.4 二次消费潜力：景区景点多元化布局，旅游集聚效应驱动

#### 二次消费与商品销售

**多政策指引和鼓励景区门票价格降低，二次消费成为景区结构优化突破点。**自 2018 年 6 月国家发改委发布《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》以来，中央部门多次出台政策督促降低国有景区票价，各地政府积极响应落实政策；在 2022 年 1 月国务院印发《“十四五”旅游业发展规划》中提到，鼓励制定实施旅游景区门票减免、淡季免费开放、演出票打折等补助政策。我们认为，国有景区门票价格降低会对民营景区门票价格产生一定影响，未来全国门票价格降低或将成为整体趋势。**但是，由于景区门票价格与游客人数间存在明显弹性关系，景区门票价格降低意味着更高的客流量，因此门票价格降低的景区可通过服务体系完善、业态协同发展、创新体验打造等方式探索景区内二次消费项目多元化、精细化、个性化发展，推动二次消费成为景区营收主带动点，实现景区营收结构优化及营收规模再突破。**对于已形成一站式旅游目的地架构的天目湖旅游度假区来说，景区门票价格降低带来的客流提升或将带来更多的营收增量，未来也拥有更充足的发展潜力。

表 10：多政策持续出台督促国有景区票价降低

出台单位	政策名称	出台时间	相关内容
国家发改委	《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》	2018 年 6 月	推进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
国家发改委	《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》	2019 年 3 月	继续推动国有景区门票降价
国务院	《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	2019 年 8 月	继续推动国有景区门票降价
国家发改委	《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》	2020 年 8 月	继续推动国有景区门票降价，推动国有景区门票价格回归合理区间
国家发改委	《关于开展降低重点国有景区门票价格“回头看”工作的通知》	2021 年 9 月	全国范围内降低重点国有景区门票价格
国务院	《“十四五”旅游业发展规划》	2022 年 1 月	鼓励实施旅游景区门票减免活动

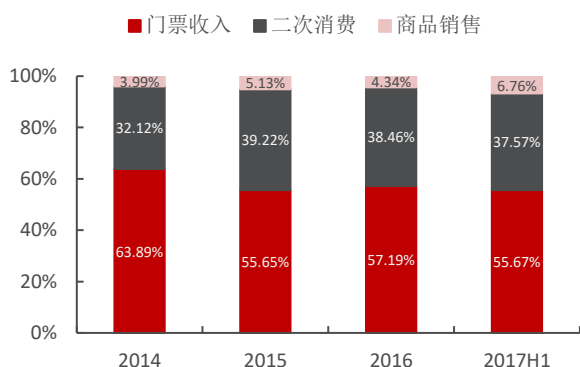
资料来源：国家发改委、国务院，民生证券研究院

**公司两大景区门票收入占比较高，曾提出降低门票价格的“开放式景区”规划。**公司招股书将景区内消费拆分为二次消费项目及商品销售项目，二次消费项目主要包括景区内项目体验及交通，商品销售主要是礼品/纪念品、特色小吃的销售。分析公司营收结构可看出，山水园景区自 2015 年以来收入结构变化幅度较小，南山竹海景区自 2014 年以来收入结构变化幅度较小，两者门票收入占比分别在

55%/19%左右，二次消费占比分别在 18%/65%左右。公司在招股书曾提出“开放式景区”的远景规划，即降低/取消门票收入，实现商业模式变革。公司实施“开放式景区”的潜在逻辑，实际是坚信二次消费及商品销售可以在取消门票后弥补营收缺口并实现盈利，我们认为，公司开放式景区规划的发展潜力可归纳为两部分：

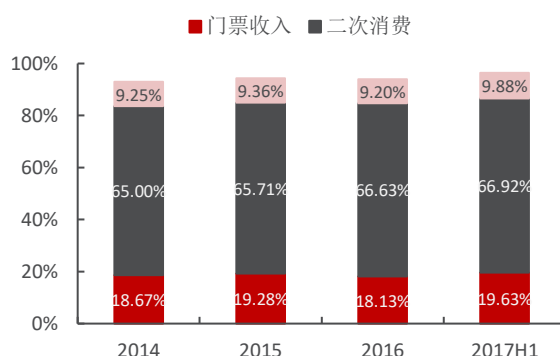
1) 目前二次消费结构稳定，为营收提供支撑；2) 商品销售潜力仍待释放，有望通过多渠道革新拉动营收增长。

图 38: 山水园景区 2015-2017 年 H1 收入结构



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

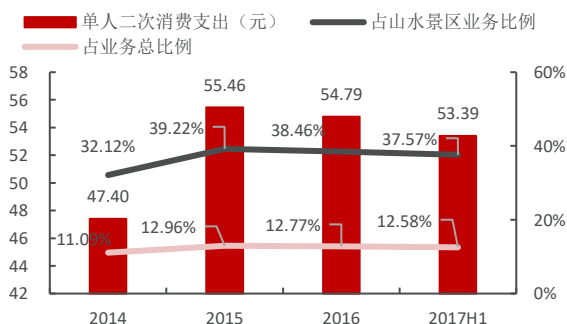
图 39: 南山竹海景区 2015-2017 年 H1 收入结构



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

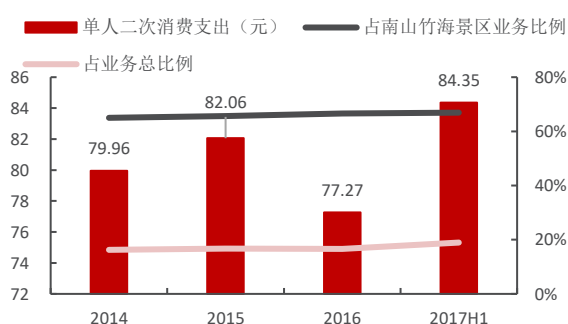
**景区内交通占据二次消费项目营收主导，构筑开放式景区发展基本盘。**基于公司招股书 2014-2017H1 二次消费收入及两大景区入园人数测算可得，山水园景 2014-2017H1 人均二次消费分别为 47.40/55.46/54.79/53.39 元；南山竹海景区 2014-2017H1 人均二次消费分别为 79.96/82.06/77.27/84.35 元，两者二次消费收入金额维持在一定区间内，且二次消费占山水园景区及总营收比例稳定；在此期间，山水园景区游船价格自 2011 年 1 月起为 60 元/位，南山竹海观光索道及缆车价格为 70 元/单人往返（2017 年 3 月上调至 80 元/单人往返）。我们认为，两大景区人均二次消费支出与交通费用相接近，主要原因是山水园游船与南山竹海索道缆车是到达山水园龙兴岛及南山竹海鸡鸣村两大景区的唯一交通方式，对于游客完整体验景区项目有一定必要性，使得二次消费支出中交通费用占比极高所致。二次消费中交通方式的必要性，将使二次消费成为天目湖营收的稳定支撑点。

图 40: 山水园景区单人二次消费支出及占比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 41: 南山竹海景区单人二次消费支出及占比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 42: 山水园景区的龙兴岛仅可通过游船到达



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图 43: 南山竹海景区鸡鸣村仅可通过地面缆车到达



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

景区内目前二次消费体验项目较少, 但景区本身架构决定未来发展潜力。两大景区内置种类丰富、趣味性强的产品体系, 已形成“产品复合、市场多元、服务系统”整体框架, 但是景区内消费除景区交通贡献营收外, 主要靠商品销售带动, 景区各体验及游览项目收费极少。展望未来, 1) 景区内体验项目种类较少, 可通过布置特色收费体验项目推动二次消费增长; 2) 景区内部可游览项目较多, 游客在景区内滞留时间较长, 相较于一般景区/展览馆而言消费触点更多, 商品在园区内更易推广, 可通过在景区各节点设置各种趣味性强的 IP 产品增加游客对景区的认知度并刺激消费 (如近年两大景区推广的南山竹海竹笋冰淇淋)。

表 11: 2022 年景区景点及主要二次消费项目一览

景区名称	景区内景点/产品	主要二消项目	景区门票/交通二消费用
天目湖山水园	<b>龙兴岛:</b> 精灵国 (吉米的乐园、琳达的舞台、朵尔的村庄)、蝴蝶谷展馆、猎人山园、射箭场、彩蝶谷、白龙瀑、半月潭、天目揽胜	精灵商场、蝴蝶馆、吉米的乐园等 (免费拍照, 大照片 20 元)	<b>门票 (含游船):</b> 成人票: 原价 180 元/APP 优惠价 160 元 儿童票: 90 元 老人票: 120 元 <b>门票 (不含游船):</b> 成人票: 120 元 儿童票: 60 元 老人票: 60 元 <b>游船:</b> 60 元 <b>快艇: 市场调节价</b> <b>茶岛滑索:</b> 30 元 <b>观光车:</b> 10 元
	<b>中国茶岛:</b> 茶趣园、望湖亭、江南茶村、江南水车、茶村人家、中国茶文化苑、逍遥桥、天下白茶馆	江南茶村 (小吃店)、天下白茶馆 (礼品店/小吃店)、茶文化苑	
	<b>湖里山:</b> 状元阁、状元驿站、奇石馆、许愿墙、慈孝恩竹筒、百孝图	状元阁、奇石馆	
	<b>其他:</b> 锦鲤池、海洋世界、两岸友好石、演艺广场、游船、滑索、天立源购物中心	天立源购物中心、海洋世界、游船 (含快艇、包船、空中飞降)、滑索	
天目湖南山竹海	<b>历史文化区:</b> 竹文化园、古兵营遗迹、鸡鸣古村、黄金桥、熊猫馆、狮王表演	熊猫馆 (衍生品售卖)、鸡鸣村 (特色产品、小吃)、竹文化园	<b>门票单价:</b> 成人票: 原价 90 元/APP 优惠价 80 元 儿童票/老人票: 45 元 景区内交通单价: <b>地轨缆车 (往历史文化区):</b> 80 元/往返 <b>架空索道 (往吴越观景区):</b> 80 元/往返 <b>观光小火车:</b> 15 元/单程
	<b>吴越观景区:</b> 吴越第一峰、祈福撞钟	祈福撞钟 (120 元 3 次)	
	<b>游客步行道:</b> 小鸟天堂、水榭长廊、中国竹雕刻精品艺术馆、翠林美食苑、寿星广场、竹海古井	竹雕刻精品艺术馆、小鸟天堂、翠林美食苑	
	<b>南山竹海古街</b>	南山竹海古街	
	<b>其他:</b> 索道、地轨缆车、观光小火车、竹筏	索道、地轨缆车、观光小火车、竹筏	

资料来源: 公司官网, 去哪儿旅行, 民生证券研究院整理

## 4 国资入股解读：全域发展协同带动景区客流增长， 发力筹备动物王国建设发展

溧阳城发于 2021 年 9 月 23 日/2022 年 3 月 29 日两次通过公司实际控制人孟广才的股份转让入股，目前持股比例为 11.61%，为天目湖旅游公司第二大持股人。我们认为，对天目湖而言，溧阳城发入股意义在于两点：1) 便于将溧阳市进一步打造为优秀旅游产业融合示范基地推动天目湖度假区客流提升；2) 为天目湖“动物王国”项目资金筹备及土地规划上获得支持。

### 4.1 从溧阳市旅游发展解读国资入股：顺应全域旅游发展， 强化旅游资源开发利用

#### 4.1.1 全域旅游规划：筑造休闲城市形象，反哺天目湖景区发展

**全域旅游规划：深化旅游产业，打造综合目的地。**溧阳市于 2022 年 2 月 21 日出台《溧阳市“十四五”全域旅游发展规划》，《规划》提出 1) 围绕“十四五”拉长板、创新板、补短板发展目标进行全域旅游七大领域的重点部署；2) 确定“长三角全域旅游高质量发展示范区”和“全国高端休旅经济创新示范城市”两大 2025 阶段定位；3) 明确了全域旅游“经济-产业-社会-治理”四大维度发展目标。结合规划内部署、定位与目标，我们认为，溧阳市全域旅游规划的主要发力点在于四大方向：

1) 打造高端休闲文旅经济示范，促进康养、山水、温泉、茶旅、民宿休闲经济发展，激活夜间文旅经济、假日休闲经济，将溧阳市本身所拥有的自然环境优势、茶产业优势、长寿文化优势与旅游业深度融合，营造全时全季且多元化的消费场景，提升旅客人均消费水平及旅游时间；

2) 在休闲文旅经济基础上，通过城市品牌形象身份塑造、文化遗产资源保护、智慧旅游服务体系、旅游业态要素丰富及产业融合发展等一系列部署，打造度假方式丰富、交通和咨询等智慧服务完善、文化资本丰厚、产品服务表现形式多样的“度假目的地城市”，通过城市旅游目的地体系带动相关消费服务行业发展并实现良性循环，激活市内一般旅游品质景点的活力，通过旅游业拉动经济发展；

3) 强化现有的“三山两湖一团城”山水旅游资源，将旅游景区作为城市招牌持续引流，与借助景区环境所打造的休闲经济体系实现相互促进、协同发展；

4) 通过“一路两廊”串联全市旅游资源，全市长达 300 多公里的天目湖“1 号公路”不仅链接全市旅游资源，自身也带有旅游风景带、“旅游+体育”等属性，可有效减少游客体验市内其他旅游景点时可能遇到的交通阻碍，推动各旅游景点间的客流共享及特色化、差异化竞争。

图 44: 溧阳市 1 号公路可用于体育旅游



资料来源: 溧阳市政府官网, 民生证券研究院

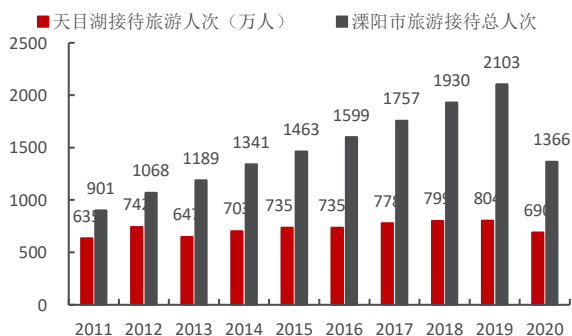
图 45: 溧阳市 1 号公路景色



资料来源: 溧阳市政府官网, 民生证券研究院

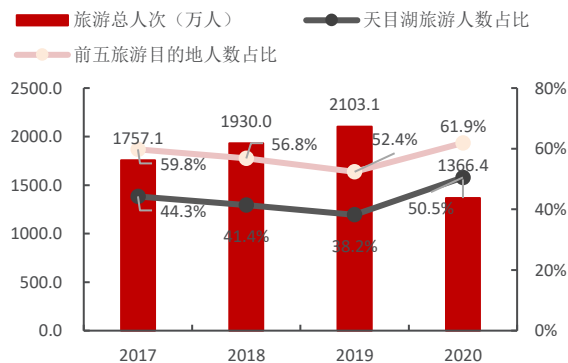
**溧阳市“全域旅游”规划改变将逐步改变市内旅游业格局, 天目湖旅游度假区有望享受客流分流红利。**溧阳市近年以来不断推动市内旅游业发展振兴, 通过乡村旅游规划、溧阳茶舍建设鼓励和评定、“三山两湖一团城”旅游格局构筑, 市内旅游业 2020 年以前发展态势良好, 旅游人次年增长率显著, 2011-2019 年 CAGR 达 11.17%。但是, 天目湖旅游区仍是溧阳市旅游业吸引客流的“金字招牌”, 知名度及获客能力远超市内其他旅游目的地。疫情前的 2019 年, 天目湖旅游人次占溧阳市旅游总人次比例降至最低, 但占比仍达 38.2%, 而溧阳市前五旅游目的地的人次占比仅 52.4%。在这一背景下, 我们认为, “全域旅游”在溧阳市旅游业发展上的核心意义, 是通过将城市整体打造为适宜旅居的多要素休闲目的地吸引客流, 以增加客流总量的方式缓解旅游业客源重心倾斜问题。而对于天目湖来说, 1) 天目湖周边并无同等级旅游区, 其游客大多以天目湖为主要旅游目的地, 与溧阳市其他区域旅游发展情况关联性低, 全域旅游城市规划不会对景区本身客流造成较大影响; 2) 相反, 由于天目湖常年经营所积累的品牌及影响力, 以溧阳市为旅游目的地的客流可能会产生往天目湖度假区旅游的需求, 有利于推动景区客流增长加速。

图 46: 溧阳旅游人次稳步增长



资料来源: 溧阳市政府年鉴, 民生证券研究院

图 47: 溧阳旅游人次逐年增长但天目湖占比仍高



资料来源: 溧阳市政府年鉴, 民生证券研究院

#### 4.1.2 溧阳茶舍：文旅 IP 特色定位，以休闲要素助推天目湖消费

**“溧阳茶舍”文旅 IP 激活民宿特色化方向，多元素注入提振天目湖业务活力。**

茶产业是溧阳市农业的重要支撑点之一，截至 2022 年 3 月末，溧阳全市茶叶种植茶叶面积达 7.2 万亩，其中天目湖镇种植茶叶面积 3.8 万亩，包含白茶 2.8 万亩，荣获中国茶叶流通协会颁发的“特色白茶之乡”称号。在天目湖白茶品牌影响力增大、广获赞誉的当下，与溧阳生态环境及农业活动相融，结合当地人文/自然景观的溧阳特色茶舍应运而生。各茶舍建设风格迥异、服务特色鲜明、内置茶室，在餐饮/住宿/茶文化体验基础上，茶舍还根据位置及风格设立沙池、秋千、泳池、鱼池等娱乐设施，自 2017 年开始建设以来市场格局迅速打开，截至 2022 年 4 月，溧阳市已有民宿 300 余家，其中精品民宿百余家，已评定星级茶舍 43 家，年收入将近 10 亿元。由于天目湖镇为全市白茶主种植地，天目湖度假区为客流主要聚集地，目前评级星级茶舍也多在天目湖度假区周边开设。对于天目湖度假区来说，**1) 茶舍民宿是全域旅游的重要组成部分，可以有效吸引并反哺景区客流；2) 特色化/差异化的茶舍民宿最终会反映在游客过夜率，对天目湖夜公园经济有刺激作用。**展望未来发展，溧阳市政府规划在天目湖、戴埠、上兴、竹箦等镇为重点，在资源条件和发展基础较好的地区，“连线成片”打造精品茶舍集聚区。

图 48：玖宿南院民宿娱乐设施



资料来源：携程旅行，民生证券研究院

图 49：美芥·老宿舍截然不同的装修风格



资料来源：携程旅行，民生证券研究院

## 4.2 “动物王国”项目对标与可行性分析

我们认为，天目湖接受溧阳市政府入股，除实现全域旅游发展协同以外，也有与溧阳市政府合作推动“动物王国”项目建设的考量在内。公司已于2022年3月30日发布公告称，拟与“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。

对标美国奥兰多动物王国，打造国内新型动物园目的地。奥兰多迪士尼动物王国于1988年4月22日开放，位于美国佛罗里达州中部城市奥兰多，占地面积234.7公顷（约2.35平方公里），是全世界最大的迪士尼乐园度假区“华特迪士尼世界”的四个超大型主题乐园之一，园中有300多种哺乳动物、鸟类、爬行动物及两栖动物，3000多种植物。我们认为，相较于普通动物园而言，奥兰多迪士尼动物王国享誉盛名的关键要素可概括为两点：1) “主题乐园+动物园”的经营模式提升旅客园区体验时间及消费水平。2) 通过IP形象带动游客情绪推动周边及餐饮产品二消增长。

### 4.2.1 “主题乐园+动物园”模式组合，助游览时间增加/二消水平提升

五大园区划分，“主题公园+动物园”模式多特色化体验提升游客体验时间。动物王国以探险岛为中心，周边分布亚洲生态区/非洲生态区/潘多拉-阿凡达世界（阿凡达主题区）/美国恐龙世纪四大主题区域，其中亚洲/非洲生态区/探险岛以动物园游览体验为主，但其中也包含游乐项目；阿凡达世界/恐龙世纪偏向主题乐园模式，两大园区以架空世界/古代世界为主题。我们认为，1) 主题乐园及动物园主要目标客群均为亲子家庭，两大模式组合，游客可接受度高；2) 动物王国内五大园区各有特色，其中潘多拉-阿凡达世界及美国恐龙世界以架空及古代世界为主要元素切入，项目体验偏向主题乐园，较一般动物园来说差异化程度高，游客体验意愿强，相较同规模动物园而言能够显著增加游客园区体验时间。

图 50：华特迪士尼世界四大主题乐园缩略图



资料来源：奥兰多迪士尼动物王国，民生证券研究院

图 51：迪士尼动物王国缩略图



资料来源：奥兰多迪士尼动物王国，民生证券研究院

园区内与主题契合的游乐项目种类丰富，较传统动物园更易带动游客进行二次消费。迪士尼动物王国在景区各地域设计多样模拟场景，并依据场景展开各类趣味游乐项目，如亚洲生态区-喜马拉雅山圣母峰过山车、亚洲生态区-卡利河急流、阿凡达世界-阿凡达通道飞行等等。这些主题乐园游乐项目与园区主题相契合，“游乐项目+动物观赏”模式较传统动物园的单一动物观赏模式可带给游客更好的体验，可增加游客二次消费意愿，有效解决传统野生动物园二次消费收入较大依赖纪念品销售的问题。

图 52：迪士尼动物王国动物特色过山车



资料来源：奥兰多华特迪士尼动物王国官网，民生证券研究院

图 53：迪士尼动物王国特色水上项目



资料来源：奥兰多迪士尼动物王国官网，民生证券研究院

#### 4.2.2 卡通角色 IP 形象跨次元引流，增强游客体验及 IP 形象认知度

奥兰多动物王国在主题乐园方面的建设上不仅包含固定游乐项目，还包括迪士尼旗下卡通角色的表演活动。在表演秀方面，动物王国借五十周年庆推出由迪士尼卡通角色制作的风筝进行的水上风筝表演秀、以歌曲/壮观场面及木偶戏为主的百老汇风格《狮子王》电影纪念表演“狮子王庆典；在园区内日常活动方面，动物王国中心园区“探险岛”是迪士尼卡通角色进行活动的集中地带，米奇、米妮、唐老鸭、高飞等经典卡通角色在这里通过各式各样的船上巡游活动和游客们见面。多形式的迪士尼卡通角色活动可以极大的丰富游客体验并强化游客对迪士尼 IP 形象的认知度，有效推动动物王国园区内与迪士尼角色形象相关的周边产品及餐饮销售，并能够与外界迪士尼 IP 形象相关的其他业务（如迪士尼 TV、迪士尼漫画、迪士尼电影）等产生协同、实现多渠道引流。

图 54：迪士尼角色水上风筝表演秀



资料来源：奥兰多迪士尼动物王国官网，民生证券研究院

图 55：迪士尼动漫角色船上巡游



资料来源：奥兰多迪士尼动物王国官网，民生证券研究院

### 4.2.3 项目可行性及实用性分析：

#### 可行性分析：

1) 公司目前在景区业务上已打造食/住/行/游/购/娱为一体的“一站式旅游目的地”模式，并且强调其可复制性，而迪士尼动物王国主题乐园本质上也是一站式旅游目的地，两者在基础逻辑上具有一定相似性。

2) 动物王国建造的理想位置是天目湖山水园及南山竹海周边，与两大景区形成协同，而山水园及南山竹海景区周边多为村落，无重要城市建设区或其他景区分布，可扩展面积大，拿地成本及阻力相对较小。

3) 迪士尼动物王国面积已超过香港迪士尼乐园度假区面积，项目需进行动物引入、模拟环境设计、项目工作人员/演艺项目专业人员/专业动物饲养员招聘等，预计项目整体资金成本及时间成本较高。我们认为，动物王国项目目前还在项目规划初期，整个项目周期较长，公司有充足时间筹集资金，可有效规避短期内资金及资源不足的问题；此外，溧阳国资目前已入股成为公司第二大股东，且溧阳市本身有扩展旅游产品矩阵、打造标杆景区品牌来推动全域旅游发展的需求，动物王国项目有望获溧阳国资注资。

#### 实用性分析：

公司目前研学游业务以参观游览学习为主、二次消费体验项目消费极少、业务协同仅限于景区内无法将特色商品向外售卖，而迪士尼动物王国 **1) 寓教于乐打造特点鲜明的研学游目的地；2) 用参与性强/体验性高的活动项目为主题打开了二次消费市场；3) 通过 IP 实现的跨空间业务协同，对于公司目前业务体系来说拥有极强的促进作用。**

此外，公司在“文化”上的沉淀时间过短，“旅游+文旅”的旅游+模式短时间内难以走通，还需进一步尝试突破，而动物王国以项目体验与动物交互为核心亮点，不会受制于天目湖文化沉淀过浅的因素，对于公司来说是打造“一站式旅游目的地”的良好发展方向。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测及业务拆分

我们对公司未来营收及毛利率水平进行拆分预测：

**山水园景区：**山水园业务 2022 年上半年受疫情扰动承压，但三季度水世界及夜公园项目经营火热，叠加 2021 年三季度因疫情扰动所造成的营收低基数因素影响，预计下半年山水园景区营收表现有望超越 2021 年同期水平，预计 2022 年整体业绩小幅下滑；2023-2024 年，随夜公园项目在多利好因素推动下持续发力、沪苏湖铁路建设及溧阳市全域旅游规划引流，营收表现有望超过 2019 年同期水平并实现提升，且二次消费项目更新及多日游市场的联通也将推动景区营收规模增长，预计 2022-2024 年山水园景区业务营业收入 1.02/1.59/1.92 亿元，同比-17.81%/+55.60%/+20.72%，对应毛利率水平为 55.85%/64.80%/69.09%。

**南山竹海景区：**南山竹海业务 2022 年上半年受疫情扰动承压，三季度虽有水世界项目及夜公园项目进行引流，但由于水世界及夜公园项目主场为山水园景区，南山竹海景区受两大项目的引流相对较少，预计全年营收下滑幅度较大；展望 2023-2024 年，南山竹海景区在疫情扰动期间本身运营项目并未缩减，疫情后正常运营可使营收规模快速恢复至疫情前同期水平，并在沪苏湖铁路连通、全域旅游规划引流、多日游市场打开、二次消费项目更新、南山小寨二期项目可能开始试运营等利好下实现一定营收增长。预计 2022-2024 年南山竹海景区业务营业收入 0.80/1.38/1.60 亿元，同比-20.69%/+71.20%/+16.57%，对应毛利率水平为 59.46%/66.11%/69.41%。

**御水温泉：**我们认为，2022 年疫情扰动主要集中在 3-5 月，而御水温泉客流高峰期 12-2 月，御水温泉业务受影响幅度相对较小，因此预计御水温泉全年营收小幅下降；2023-2024 年，疫情形势逐步向好的情况下，御水温泉业务营收有望恢复疫情前同期水平，并在沪苏湖铁路连通、全域旅游规划引流带动的客流提升推动下营收有望实现增长。预计 2022-2024 年御水温泉业务营收收入 0.29/0.56/0.63 亿元，同比-19.83%/+95.87%/+12.95%，对应毛利率水平 41.11%/63.99%/64.37%。

**水世界：**2022 年水世界于 6 月 28 日开放。我们认为，水世界业务未在疫情扰动集中的 3-5 月开放，且有出行政策放宽、防疫精准化及夜公园项目协同推动，今年业务表现有望快速恢复；2023-2024 年，疫情形势逐步向好情况下，水世界业务有望在沪苏湖铁路连通、全域旅游规划引流、夜公园项目的发展扩大下实现客流及营收增长。预计 2022-2024 年水世界业务营收收入 0.14/0.18/0.23 亿元，同比+256.36%/+31.51%/+24.15%，对应毛利率水平 19.90%/21.11%/21.58%。

**酒店：**我们认为，2022 年，疫情扰动下御水温泉竹溪谷及遇天目湖酒店经营潜力仍未得到完全释放，但是较 2021 年因三季度旅游旺季疫情扰动无法正常营业

及遇天目湖酒店开业时间较晚的情况而言, 2022 年三季度各酒店均实现正常运营, 且周末多酒店常处于满房状态, 因此预计 2022 年酒店业务营收将实现较大幅度同比增长。2023-2024 年, 随外部趋势推动及经营潜力释放, 酒店业务业绩有望突破, 或将成为公司后续营收主贡献点。预计 2022-2024 酒店业务营收收入 1.31/1.58/1.87 亿元, 同比+5.39%/+21.28%/+18.28%, 对应毛利率水平 38.45%/48.77%/56.30%。

**旅行社业务:** 由于旅行社业务主要为景区引流服务, 其业绩表现与景区景气度关联性较强, 随景区表现不断向好, 该部分业务规模也将得到修复。预计 2022-2024 旅行社业务营收收入 0.08/0.11/0.14 亿元, 同比+3.28%/+39.58%/+22.22%, 对应毛利率水平 4.82%/5.14%/5.24%。

表 12: 天目湖各项业务后续营收预测

各项业务营收	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
山水园营收 (百万元)	164.81	108.43	124.09	101.99	158.70	191.57
yoy	3.13%	-34.21%	14.44%	-17.81%	55.60%	20.72%
毛利率	68.05%	56.83%	62.86%	55.85%	64.80%	69.09%
南山竹海营收 (百万元)	135.40	94.06	101.36	80.39	137.63	160.44
yoy	4.63%	-30.53%	7.75%	-20.69%	71.20%	16.57%
毛利率	69.31%	57.61%	59.73%	59.46%	66.11%	69.41%
御水温泉营收 (百万元)	52.94	37.53	35.59	28.53	55.88	63.12
yoy	-4.25%	-29.11%	-5.16%	-19.83%	95.87%	12.95%
毛利率	58.81%	39.78%	43.50%	41.11%	63.99%	64.37%
水世界营收 (百万元)	15.81	12.49	3.92	13.96	18.36	22.80
yoy	-4.53%	-20.99%	-68.63%	256.36%	31.51%	24.15%
毛利率	20.58%	9.84%	-171.06%	19.90%	21.11%	21.58%
酒店营收 (百万元)	95.74	92.62	123.87	130.55	158.33	187.28
yoy	0.74%	-3.26%	33.74%	5.39%	21.28%	18.28%
毛利率	65.82%	51.08%	35.72%	38.45%	48.77%	56.30%
旅行社营收 (百万元)	12.71	9.24	7.93	8.19	11.44	13.98
yoy	2.65%	-27.33%	-14.09%	3.28%	39.58%	22.22%
毛利率	5.02%	4.77%	4.56%	4.82%	5.14%	5.24%
总营收 (百万元)	503.17	374.24	418.64	387.41	564.76	661.80
yoy	2.81%	-25.62%	11.86%	-7.46%	45.78%	17.18%
毛利率	65.32%	52.60%	50.03%	48.91%	58.74%	62.60%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

表 13: 天目湖各项业务后续费用率预测

各项费用率预测	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	13.41%	15.74%	12.85%	11.57%	10.85%	10.53%
同比变动 (pcts)	-1.24	2.33	-2.89	-1.28	-0.72	-0.32
管理费用率	14.74%	19.18%	18.32%	16.53%	15.21%	14.06%
同比变动 (pcts)	-0.26	4.43	-0.86	-1.79	-1.32	-1.15
财务费用率	-1.38%	4.19%	-0.01%	-2.65%	-1.93%	-3.08%
同比变动 (pcts)	-2.63	5.58	-4.21	-2.64	0.72	-1.15

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

考虑公司以观光游览型景区为主的经营模式，我们选取同样围绕观光游览型景区展开业务，在旅游资源及交通位置上拥有一定优势，营收结构中包括门票、交通、酒店、旅行社业务的峨眉山 A、黄山旅游作为天目湖的可比公司。

峨眉山 A 及黄山旅游 2022-2024 年 PE 均值为 255/25/19X，而天目湖 2022-2024 年 PE 分别为 86/38/28X。2021-2022 年，峨眉山 A 及黄山旅游因疫情因素影响 EPS 下滑导致 PE 值相对较高，数据可比性相对较低，不作为衡量因素；2023-2024 年，天目湖 PE 预测值高于可比公司一般预期，主要基于四大因素考量：1) 公司位处长三角地区，随沪苏湖铁路连通，未来可能进入上海一小时交通圈，客流有望快速提振；2) 夜公园项目符合夜游经济发展风向，营收规模有望不断扩大，并对天目湖景区拓宽多日游市场起到推动作用；3) 酒店业务潜力仍未完全释放，全年正常经营情况下有望带来高营收贡献；4) 溧阳市全域旅游发展对景区或将产生一定引流作用。

**表 14: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000888.SZ	峨眉山 A	7.48	0.03	0.03	0.37	0.46	249	249	20	16
600054.SH	黄山旅游	10.65	0.06	-0.01	0.37	0.51	178	-	29	21
							219	255	25	19
<b>603136.SH</b>	<b>天目湖</b>	<b>24.97</b>	<b>0.28</b>	<b>0.29</b>	<b>0.65</b>	<b>0.90</b>	<b>89</b>	<b>86</b>	<b>38</b>	<b>28</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价为 2022 年 9 月 16 日收盘价）

## 5.3 投资建议

天目湖旅游度假区以山水园及南山竹海景区两大观光游览型景区为主，御水温泉及水世界两大季节性业务为辅，旅行社业务进行引流，酒店业务保证服务品质及容纳能力，已形成集“吃、住、行、游、购、娱”为一体的一站式旅游目的地。我们认为，公司上半年虽受疫情影响业绩承压，但基本面受影响较小，未来发展逻辑稳固清晰，多因素影响下业绩有望不断实现突破。

短期来看，公司经营修复及业绩增长聚焦三大支撑力：**1) 区位优势显著，带动景区客流复苏**：天目湖旅游度假区接近长三角三省交界之处，与南京、合肥、杭州三大省会距离较近，周边多条高速公路围绕，符合疫情防控常态化背景下的周边旅游需求，随居民跨省游顾虑减少客流将持续恢复；**2) 夜公园项目打通多日游市场，拉动营收增长**：夜公园项目享夜间经济市场趋势推动及多种利好促进，未来有望通过二消项目多样化持续为公司营收贡献增量，且景区夜间经济本身也是打通多日游市场的有效渠道，多日游转型下景区周边酒店、餐饮等业态可得提振，景

区整体人均消费有望提升；3) **酒店业务潜力仍未完全释放，未来有望成为营收主**  
**贡献点：**园区内新建的遇天目湖及御水温泉竹溪谷酒店凭借优越地理位置及设计  
定位在酒店中脱颖而出，受疫情影响酒店潜力仍未完全展现，预计 2022-2024 年  
成为公司营收主贡献点，经营模式成熟后毛利率水平有望提升带动盈利能力增长。

长期来看，公司仍具有充足发展潜力，未来关注强化公司基本面逻辑的四大关键  
发展力：1) **沪苏湖铁路预计 2024 年建成，上海引流提振景区客流表现：**上海  
-苏州-湖州的沪苏湖铁路预计 2024 年建成，大大缩短上海至溧阳的交通通行时  
间，溧阳市有望进入上海“一小时交通圈”，天目湖将获得上海客流引流提振。2)  
**二次消费存在韧性，创新可为二消带来全新增长驱动力：**国家对各景区降低门票价  
格呈鼓励态度，而天目湖两大景区内交通连通关键景区，是景区体验的必要环节，  
若天目湖两大景区门票价格下降，其带来的客流增长或将使得景区营收不降反升；  
两大景区内商品销售及体验项目尚未丰富，未来有望通过特色创新不断带动二次  
消费收入增长。3) **溧阳市入股实现发展协同，动物王国项目将成为长期发力点。**  
溧阳城发入股与公司实现协同发展，动物王国项目的搭建进度及相关资源获得  
得到有效保障，而对标奥兰多迪士尼野生动物王国的动物王国项目兼具研学游推动、  
二次消费市场拓展、IP 建设三大优势，可有效强化扩充天目湖旅游度假区现有产  
品体系，推动天目湖休闲度假属性增长。4) **溧阳市全域旅游规划推进，天目湖有**  
**望获得客流分流红利：**溧阳市于 2022 年初推出《“十四五”全域旅游发展规划》  
促进全域旅游发展，溧阳市全域旅游规划将为天目湖产生客流引流效果，特色民宿  
“溧阳茶舍”也有望通过本身特色设计与天目湖旅游资源实现共振效果，景区揽客  
能力有望扩展。

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.54/1.21/1.67 亿元，同比  
增速 4.45%/125.38%/37.90%，对应 PE 水平为 86/38/28X，维持“推荐”评级。

## 6. 风险提示

- 1) **疫情反复风险。**疫情反复使天目湖旅游度假区客流减少,业绩恢复受抑制。
- 2) **项目建设不及预期风险。**动物王国项目可能出现资金运转不善或土地获取较慢等情况,导致整体建设周期拉长。
- 3) **门票价格波动风险。**国家持续推进国有景区门票价格下调,民营景区门票价格也鼓励进行下调,若门票价格下调,可能导致天目湖景区营收规模收窄。

## 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	387	565	662
营业成本	209	198	233	248
营业税金及附加	5	5	7	8
销售费用	54	49	63	70
管理费用	77	70	86	93
研发费用	0	0	0	0
EBIT	80	71	181	247
财务费用	-0	-17	-16	-23
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	2	3	4
营业利润	87	89	199	274
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	86	89	199	273
所得税	26	26	59	81
净利润	61	62	140	192
归属于母公司净利润	52	54	121	167
EBITDA	181	179	296	369

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	403	388	512	683
应收账款及票据	7	2	9	1
预付款项	5	4	4	4
存货	6	6	8	5
其他流动资产	9	9	10	9
流动资产合计	430	408	544	703
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	926	961	981	985
无形资产	110	111	113	115
非流动资产合计	1,172	1,208	1,230	1,235
资产合计	1,602	1,616	1,773	1,938
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	78	59	83	65
其他流动负债	90	61	53	44
流动负债合计	248	199	216	189
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	285	302	274
股本	186	186	186	186
少数股东权益	99	108	126	151
股东权益合计	1,269	1,331	1,471	1,663
负债和股东权益合计	1,602	1,616	1,773	1,938

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	11.86	-7.46	45.78	17.18
EBIT 增长率	-10.01	-11.73	155.01	37.02
净利润增长率	-6.17	4.45	125.38	37.90
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	50.03	48.91	58.74	62.60
净利润率	12.30	13.88	21.47	25.26
总资产收益率 ROA	3.21	3.33	6.84	8.63
净资产收益率 ROE	4.40	4.40	9.02	11.06
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.74	2.05	2.51	3.72
速动比率	1.66	1.96	2.42	3.63
现金比率	1.63	1.94	2.37	3.62
资产负债率 (%)	20.80	17.63	17.03	14.16
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	8.95	4.36	3.36	2.58
存货周转天数	11.12	11.08	10.95	10.13
总资产周转率	0.26	0.24	0.33	0.36
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.28	0.29	0.65	0.90
每股净资产	6.28	6.57	7.22	8.12
每股经营现金流	0.74	0.72	1.42	1.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	90	86	38	28
PB	4.0	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	24.38	24.73	14.53	11.17
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	62	140	192
折旧和摊销	101	108	115	122
营运资金变动	-28	-41	6	-16
经营活动现金流	137	134	264	301
资本开支	-156	-145	-138	-128
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-154	-143	-134	-124
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-66	0	0	0
筹资活动现金流	-126	-6	-6	-6
现金净流量	-143	-15	125	171

## 插图目录

图 1: 公司发展历史.....	3
图 2: 山水园景区-集多体验于一体的综合旅游目的地.....	4
图 3: 夜公园-摩登巡游项目.....	4
图 4: 水世界游乐项目丰富.....	5
图 5: 2022 年水世界“浪潮电音节”现场.....	5
图 6: 南山小寨古街景色.....	5
图 7: 南山小寨江南山居风格景观.....	5
图 8: 御水温泉内部体验.....	6
图 9: 御水温泉周边的酒店矩阵.....	6
图 10: 公司营业收入.....	6
图 11: 公司归母净利润.....	6
图 12: 公司营业收入 (按季度).....	7
图 13: 公司归母净利润 (按季度).....	7
图 14: 公司各项业务营收走势图 (单位: 百万元).....	7
图 15: 公司各项业务营收占比.....	7
图 16: 山水园景区毛利率.....	8
图 17: 南山竹海景区毛利率.....	8
图 18: 温泉业务毛利率.....	8
图 19: 水世界业务毛利率.....	8
图 20: 酒店业务毛利率.....	8
图 21: 旅行社业务毛利率.....	8
图 22: 公司毛利率及归母净利率表现.....	9
图 23: 公司各项费用率表现.....	9
图 24: 国内旅游收入规模变化图.....	10
图 25: 国内旅游总人次变化图.....	10
图 26: 2019 旅客年龄层次分布.....	11
图 27: 2019 旅客学历层次分布.....	11
图 28: 2019 年城镇及乡村居民出行主要目的比例.....	12
图 29: 2019 年城镇及乡村居民出行费用比例.....	12
图 30: 溧阳市火车站已与全国各省高铁线路联通.....	14
图 31: 湖州站至溧阳站仅需 23 分钟.....	14
图 32: 天目湖度假区无雨天数占比 (2015 年以来).....	15
图 33: 天目湖度假区空气质量指数 (2015 年以来).....	15
图 34: 天目湖水世界对山水园有客流引流作用.....	16
图 35: 2013 年水世界未开业前公司二四季度营收明显高于一三季度 (单位: 百万元).....	16
图 36: 夜公园特色指路牌.....	16
图 37: 水世界的夜公园浪潮音乐节.....	16
图 38: 山水园景区 2015-2017 年 H1 收入结构.....	20
图 39: 南山竹海景区 2015-2017 年 H1 收入结构.....	20
图 40: 山水园景区单人二次消费支出及占比.....	20
图 41: 南山竹海景区单人二次消费支出及占比.....	20
图 42: 山水园景区的龙兴岛仅可通过游船到达.....	21
图 43: 南山竹海景区鸡鸣村仅可通过地面缆车到达.....	21
图 44: 溧阳市 1 号公路可用于体育旅游.....	23
图 45: 溧阳市 1 号公路景色.....	23
图 46: 溧阳旅游人次稳步增长.....	23
图 47: 溧阳旅游人次逐年增长但天目湖占比仍高.....	23
图 48: 玖宿南院民宿娱乐设施.....	24
图 49: 美齐·老宿舍截然不同的装修风格.....	24
图 50: 华特迪士尼世界四大主题乐园缩略图.....	25
图 51: 迪士尼动物王国缩略图.....	25
图 52: 迪士尼动物王国动物特色过山车.....	26
图 53: 迪士尼动物王国特色水上项目.....	26
图 54: 迪士尼角色水上风筝表演秀.....	26

图 55: 迪士尼动漫角色船上巡游.....26

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司前十大股东 (股) (截至 2022 年 7 月 15 日) .....	4
表 2: 各旅游 APP 中秋小长假出游趋势预测中本地游及周边游相关内容.....	11
表 3: 近年来与研学游推进相关的主要政策文件 .....	13
表 4: 暑期亲子游市场表现 .....	13
表 5: 溧阳市夏季气温与国内其他避暑游目的地.....	15
表 6: 2022 年公司夜公园门票及主要二次消费项目价格.....	17
表 7: 公司南山竹海景区酒店布局情况 (注: 客房价格会随酒店经营情况有所变动) .....	18
表 8: 公司两大酒店价格区间远超南山竹海景区其他酒店 .....	18
表 9: 山水园景区周边高钻级酒店线上预定价格区间.....	18
表 10: 多政策持续出台督促国有景区票价降低.....	19
表 11: 2022 年景区景点及主要二次消费项目一览 .....	21
表 12: 天目湖各项业务后续营收预测 .....	29
表 13: 天目湖各项业务后续费用率预测 .....	29
表 14: 可比公司 PE 数据对比 .....	30
公司财务报表数据预测汇总.....	33

## 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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026