

2022年 天目湖公司企业研究

Company Research Report on TianMu Lake PLC (SH603136)

概览标签：微度假、5A竹海景区、温泉度假

报告主要作者：余思昆

2022/08

报告提供的任何内容（包括但不限于数据、文字、图表、图像等）均系头豹研究院独有的高度机密性文件（在报告中另行标明出处者除外）。未经头豹研究院事先书面许可，任何人不得以任何方式擅自复制、再造、传播、出版、引用、改编、汇编本报告内容，若有违反上述约定的行为发生，头豹研究院保留采取法律措施，追究相关人员责任的权利。头豹研究院开展的所有商业活动均使用“头豹研究院”或“头豹”的商号、商标，头豹研究院无任何前述名称之外的其他分支机构，也未授权或聘用其他任何第三方代表头豹研究院开展商业活动。

摘要

01

门票降价政策导致上市景区公司均受到降价政策的影响，整体景区公司的营收都有不同程度的减少，而接待人次都有不同程度的增长，在门票降价政策的影响下，多元化二次消费将成为主流

- 从整体景区行业环境来看，在门票降价政策的影响下，单一门票模式的景区将逐渐减少对于门票收入的依赖，多元化的二次消费将会是景区旅游的主流。

02

山脉森林成为最受消费者欢迎的旅游景点，休闲疗养类旅游产品需求同样旺盛，民宿/客栈也是消费者更青睐的住宿选择；自驾游正成为消费者最关注的旅游方式，自驾游产品不容忽视

- 根据调查，疫情后深受中国消费者青睐的旅游景点前十名分别为山脉/森林、休闲疗养地、植物园、主题乐园、博物馆、动物园、海滨、村落、购物中心、历史古迹。其中山脉/森林成为最热旅游景点，深受消费者喜爱，与之相对应的，民宿/客栈也是消费者更青睐的住宿类型，可以预测，“森林之旅”、“乡村之旅”类旅游产品具备一定的市场需求和市场前景。另外，休闲疗养地也正在成为消费者的优选旅游景点，该类景点常与度假村、度假酒店密切相关。

03

天目湖公司经营业绩质量较高。长期来看公司的资产负债率还有很大上升空间，对外扩张能力的潜力大

- 公司三费三年平均数值在上市景区公司处于较低水平，整体费用率呈现下跌趋势，因此公司费用管控及运营能力优异；公司资产负债率水平可控，在2020年提升至35%后2021年下降至原有水平，目前财务风险较小；同时公司营收体量较小，三年期经营活动现金流仍处于景区行业领先地位。

天目湖：公司强运营能力下，微度假趋势带来发展机会

近年来门票降价政策和疫情封控戏剧性地改变了旅游行业的市场格局。以2018年后门票降价的相关政策来说，政策的实施导致整体景区公司营收出现了一定程度的下降，而相对的接待人次则出现了一定程度的上升。随着整体景区运营对于门票营收的依赖逐渐下降，多元化二次消费将成为景区旅游的主流增长点；以2019年后的疫情爆发来说，封控政策所带来的不确定性大大减少了消费者对于长途旅游的需求，微度假从而成为目前行业的热点。

天目湖作为一站式目的地休闲旅游景区具有长三角地区地理位置的优势，同时长三角地区人均消费能力高，由于其二次消费项目在景区营收占比较大，因此公司在休闲旅游需求的推动下具备较强的发展潜力。

本报告基于景区、温泉行业发展现状、以及公司竞争力、财务的分析，探索天目湖未来机会发展点

目录

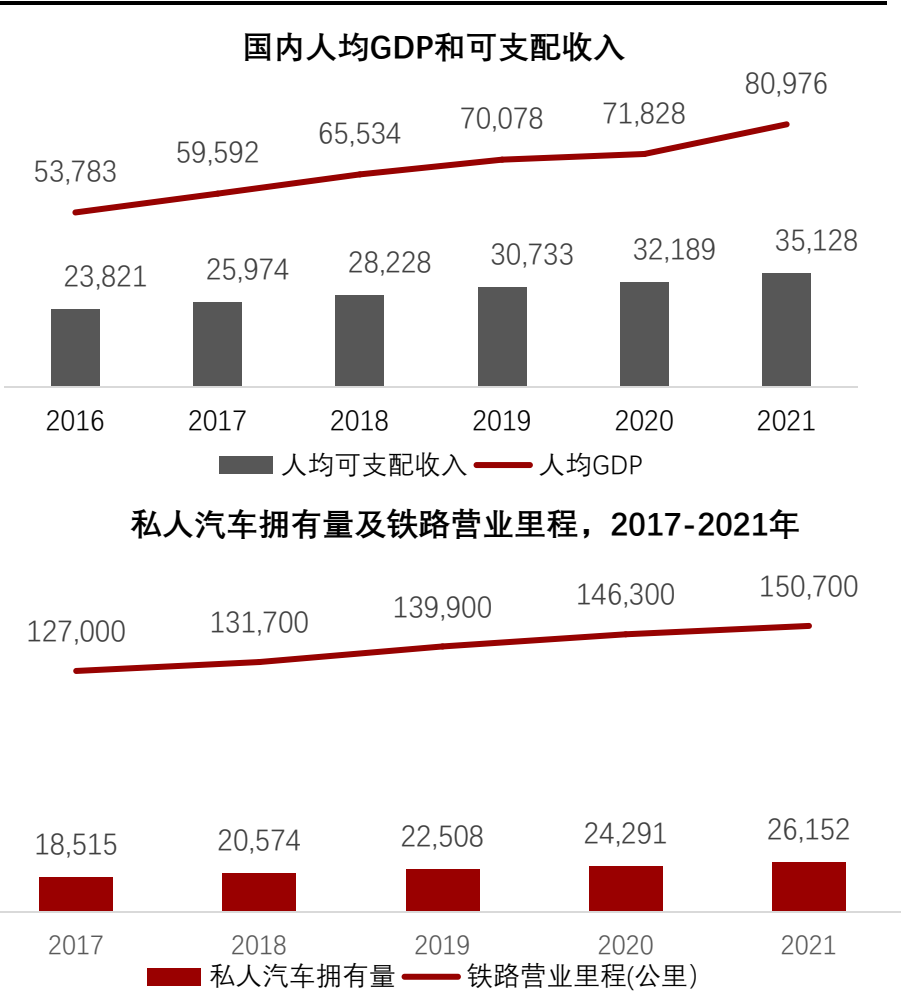
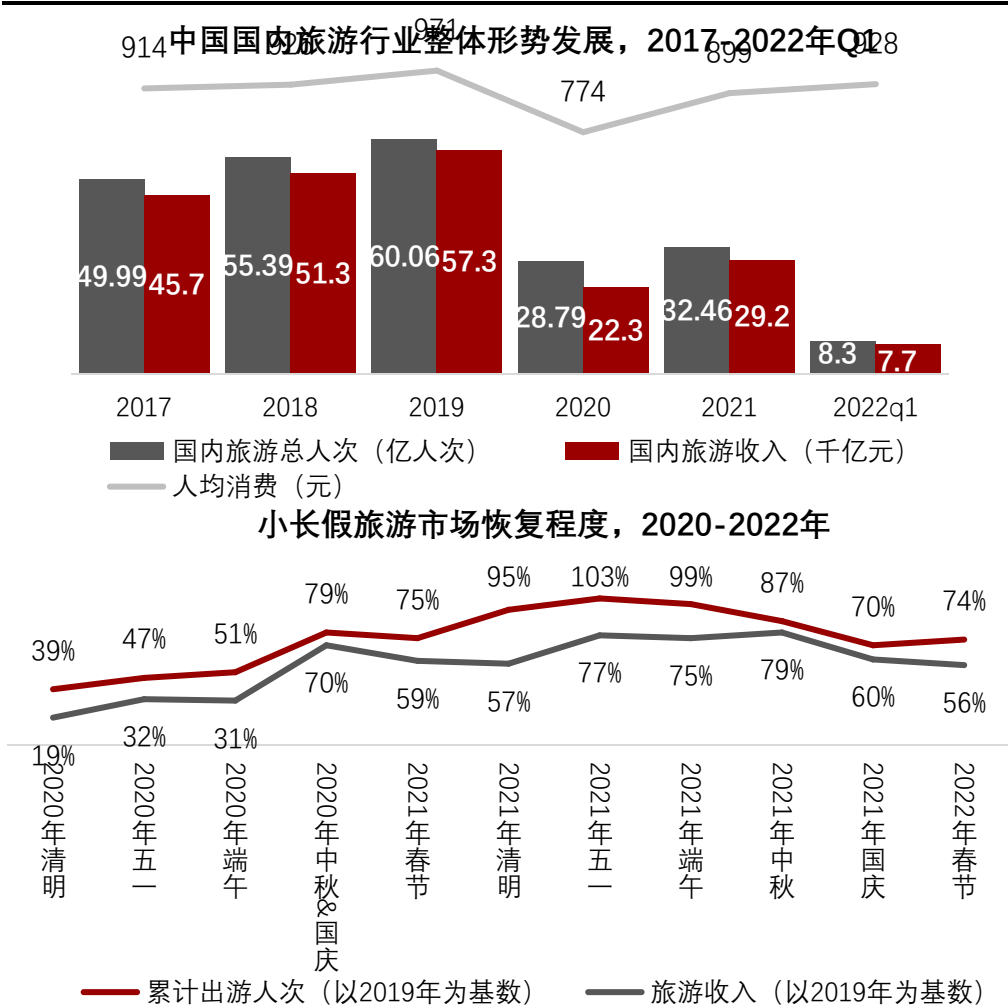
CONTENTS

◆ 中国旅游行业整体形势发展概览	4
◆ 中国旅游景区行业基本概况	5
• 中国旅游景区行业门票降价相关政策	7
• 中国旅游景区行业部分景区门票降价情况	8
• 中国旅游景区行业上市公司二次消费项目布局情况	9
◆ 中国温泉行业基本概况	10
• 中国温泉行业基本概况	11
• 中国温泉行业消费情况	12
◆ 公司研究	13
• 天目湖公司股权概述	14
• 天目湖公司股价走势	15
• 天目湖公司主营业务概况	16
• 天目湖公司景区及相似景区对比	17
• 天目湖公司财务分析	18
• 天目湖公司新建项目营收测算	21
• 天目湖公司发展前景	22
• 天目湖公司项目拓展机会	23
◆ 方法论	24
◆ 法律声明	25

中国旅游行业整体形势发展概览

- 疫情后居民出行意愿强烈，随着我国经济的发展、人均GDP的提升、交通设施的改善，国内旅游行业发展状况将趋于良好，可支配收入的提升将带动对旅游需求的增长

中国旅游行业整体形势发展概览



头豹洞察

- 2020年后疫情对国内旅游产生巨大冲击，2020年国内旅游总人次仅达到**28.79亿人**，人均消费仅为**774元**。虽然旅游行业整体发展情况下滑，但是人们对于旅游的需求并没有消失，在中国有效的疫情防控政策指引下，2021年国内旅游总人次达到**32.46亿人**。
- 2021年后小长假累计出游人次恢复缓慢，虽然近年来疫情多地反复，但是控制之后都有一定反弹，可以看到在2021年清明节前后累计出游人次已经恢复到2019年程度，在五一达到了新高点，说明了居民出行意愿强烈。
- 随着我国经济的发展、人均GDP的提升、交通设施的改善，国内旅游行业发展状况将趋于良好，可支配收入的提升将带动对旅游需求的增长。

来源：文化和旅游部，国家统计局，头豹研究院

中国旅游景区行业基本概况

主要观点：

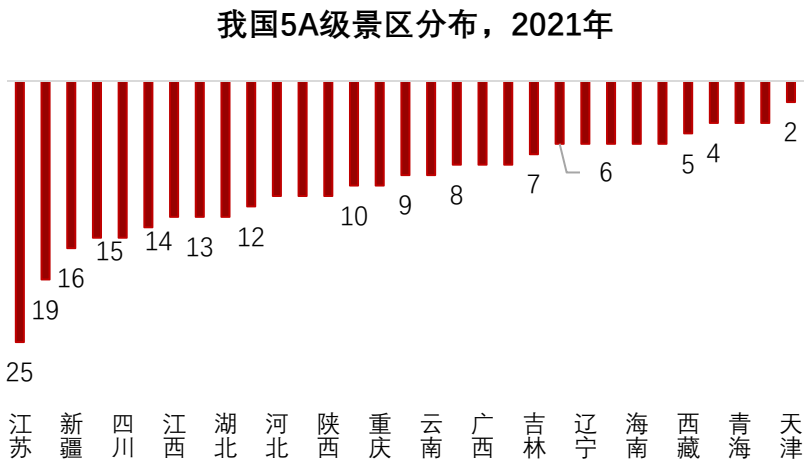
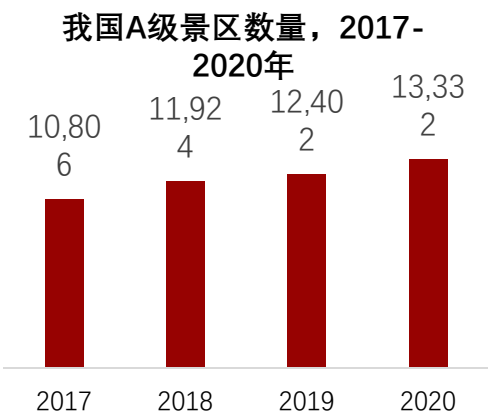
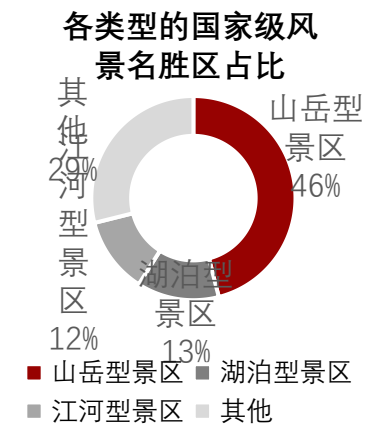
- 我国A级景区数量不断上升，在2020年达到13,332家；5A级景区以江苏为首，景区数量达到25家；在2021年太湖风景区、杭州风景区游客量最高，分别达到1,490、1,476万人，主要客源城市来自上海、北京及重庆市
- 近几年门票政策主要在推动降低重点国有景区门票价格上，推动国有景区门票价格回归合理区间，降低偏高的门票价格水平，减少景区公司对于门票收入的依赖性
- 门票降价政策导致具有国有性质的上市景区公司均受到降价政策的影响，整体景区上市及非上市公司的营收都有不同程度的减少，而接待人次都有不同程度的增长，在门票降价政策的影响下，多元化二次消费将成为主流
- 降价政策实施后多数上市景区公司开始在景区内布局二次消费项目，项目多以内部景点升级，景区酒店、创意小镇、演艺剧场为主

中国旅游景区行业基本概况

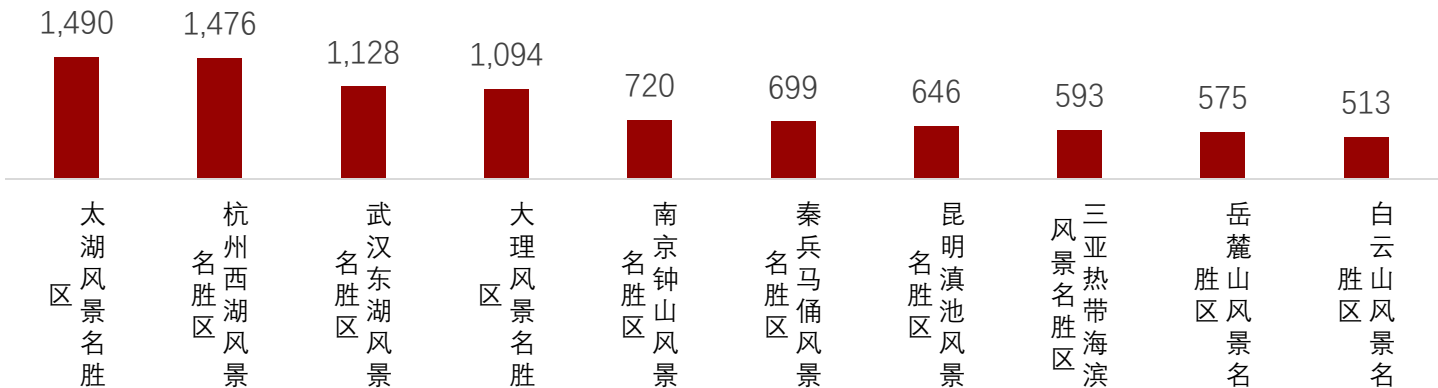
- 我国A级景区数量不断上升，在2020年达到13,332家；5A级景区以江苏为首，景区数量达到25家；在2021年太湖风景区、杭州风景区游客量最高，分别达到1,490、1,476万人，主要客源城市来自上海、北京及重庆市

中国景区行业基本概况

头豹洞察



前十国家级风景名胜游客量（万）及主要客源地来源城市，2021年



排名/主要客源地来源城市

1. 上海市
2. 北京市
3. 重庆市
4. 天津市
5. 武汉市
6. 成都市
7. 宜昌市
8. 深圳市
9. 西安市
10. 苏州市

- 我国A级景区数量不断上升，在2020年达到13,332家；5A级景区以江苏为首，景区数量达到25家；国家级风景名胜区类型以山岳形景区为主，湖泊型景区占比只达到13%；
- 从2021年前十国家级名胜区游客量来看，太湖风景名胜、杭州西湖风景名胜分别达到1,490、1,476万人；从前十国家级风景名胜主要客源地城市来看，上海、北京、重庆、天津以及武汉分别排列前五名。

来源：文化和旅游部，国家统计局，头豹研究院

中国旅游景区行业门票降价相关政策

- 近几年门票政策主要在降低重点国有景区门票价格上发挥作用，推动国有景区门票价格回归合理区间，降低偏高的门票价格水平，减少景区公司对于门票收入的依赖性

中国旅游景区行业门票降价相关政策

时间	发布主体	相关政策	政策说明
2018年初	国务院	李克强总理政府工作报告	➢ 降低重点国有旅游景区门票价格
2018/6/28	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》	➢ 综合考虑各地区经济社会发展水平及景区规模等级差异，区分景区不同经营管理模式，因地制宜，分类施策，分批推进，加快清理门票价格中的不合理负担，逐步创造条件推动国有景区门票价格回归合理区间
2019/3/14	国家发展改革委员会	《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》	➢ 推进更大范围降价。各地价格主管部门要对 2018 年以来尚未出台降价措施的政府定价管理的景区，全面开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作。2019 年，原则上完成辖区内所有实行政府定价管理的 5A、4A 级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作
2020/8/11	国家发展改革委员会	《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》	➢ 推动景区门票降价，各地开展门票成本监审工作；完善门票价格形成机制；规范景区价格行为，从降低旅游者全程费用的角度，加强对景区内垄断性较强的交通车、缆车、游船等服务价格监管；切实落实门票价格减免政策，对特殊群体进行价格优待
2021/9/12	国家发展改革委员会	《关于开展降低重点国有景区门票价格“回头看”工作的通知》	➢ 开展回头看任务，落实景区门票形成机制；切实景区门票价格降低、特殊人群门票减免政策，确定景区配套设施服务的定价合理性

来源：国家发展改革委员会，中国政府网，头豹研究院

中国旅游景区行业部分景区门票降价情况

- 门票降价政策导致具有国有性质的上市景区公司均受到降价政策的影响，整体景区上市及非上市公司的营收都有不同程度的减少，而接待人次都有不同程度的增长，在门票降价政策的影响下，多元化二次消费将成为主流

中国景区行业部分景区门票降价情况

头豹洞察

上市公司重点景区降价情况概览

上市公司	企业性质	景区	降价前	降价后	降价幅度	降价政策执行日期	2019年收入 (亿元)	同比增速	2019年接待人次 (万人)	同比增速
黄山旅游	国有	黄山景区	230	190	17%	2018/9/28	2.0	-7.80%	350.1	3.60%
		索道	-	-	-		5.5	11.70%	738	10.30%
桂林旅游	国有	两江四湖	450	360	20%	2018/10/1	1.2	0%	123.7	19.30%
		漓江游船	270	210	22%		1.2	8.50%	66.6	9.83%
		银子岩	80	65	19%		1.0	-8.10%	264.2	-5.30%
中青旅	国有	乌镇东西栅	200	190	5%	2018/9/20	21.8	14.39%	918.3	0.40%
		古北水镇	150	140	6%		9.5	-4.80%	239.4	-6.70%
丽江旅游	民营	玉龙山索道	180	120	33%	2018/10/1	3.3	-15.10%	477.7	-34.30%
峨眉山A	国有	峨眉山景区	185	160	13%	2018/9/20	4.5	-6.10%	398	13.30%

地区	部分非上市景区	降价政策执行日期	降价前	降价后	降价幅度	2019年接待人次 (万人)	同比增速	2019年实现旅游综合收入 (亿元)	同比增速
湖北	黄鹤楼	2018/9/30	80	70	-12.5%	446	12.6%	-	-
	武当山		140	130	-7.1%	1030	15.0%	45	15.9%
	神农架		140	130	-7.1%	1828.5	23.4%	162	-21.5%
山东	崂山	2018/7/16	245	180	-26.5%	2123	-	-	16.2%
江苏	瘦西湖	2018/9/20	150	100	-33.3%	-	-	-	-
浙江	千岛湖	2018/9/20	150	130	-13.3%	-	35.6%	102	-
江西	瑞金共和国摇篮景区	2018/9/15	80	65	-18.8%	-	-	-	-

来源：文化和旅游部，各景区官网，头豹研究院

➤ 随着发改委正式印发景区门票降价的相关指导意见，近两年上市景区公司门票价格下降，具有国有性质的上市景区公司均受到降价政策的影响，整体景区上市及非上市公司的营收都有不同程度的减少，而接待人次都有不同程度的增长。

➤ 从整体景区行业环境来看，在门票降价政策的影响下，单一门票模式的景区将逐渐减少对于门票收入的依赖，多元化的二次消费将会是景区旅游的主流。

中国景区行业上市公司二次消费项目布局情况

- 降价政策实施后多数上市景区公司开始在景区内布局二次消费项目，项目多以内部景点升级，景区酒店、创意小镇、演艺剧场为主

中国景区行业上市公司二次消费项目布局情况概览

上市公司	项目名称	布局时间	项目简介	投资额度
黄山旅游	文创小镇	2018/12/1	小镇集聚了非遗展示、文博体验、体育休闲、智慧旅游、健康养生等各类文化旅游业为主导产业的特色文化创意小镇	-
	太平湖水上运动娱乐中心	2020/7/1	引进豪华游艇、拖伞艇等水上娱乐设施设备	0.26亿元
	徽旅游目的地项目	2020/1/1	完成微旅游目的地项目顶层设计，力争落地运营 2 个以上乡村旅游项目	-
	花山谜窟核心景区提升工程	2020/8/1	将传统观光的花山谜窟升级为集主题化、休闲化、科技化于一体的沉浸式主题乐园	3.83亿元
天目湖	御水温泉及南山小寨项目	2018/7	竹溪谷酒店毗邻南山竹海、御水温泉，是一家高端野奢酒店；南山小寨为中高端酒店	4亿元
桂林旅游	《境SHOW•生动莲花》特色文旅演艺项目	2018/7/1	《境SHOW•生动莲花》是艺术家许斐携手中国一线的艺术家和专家创制的一部现代情境舞台艺术作品	1.1亿元
中青旅	乌镇如意桥夜市	2020/7/1	设置包括各地风味小吃、特色手工艺品、生活用品、游戏竞技等活动品类	-
丽江旅游	泸沽湖摩梭小镇二期	2021/6/1	建设工程包括泸沽湖英迪格酒店、希尔顿酒店及摩梭风情休闲街、摩梭宫剧场、中旅秘境半山酒店、智慧泸沽湖管理中心、村落人居环境整治工程	12亿元

来源：各公司企业年报，各公司企业官网，头豹研究院

中国温泉行业基本概况

主要观点：

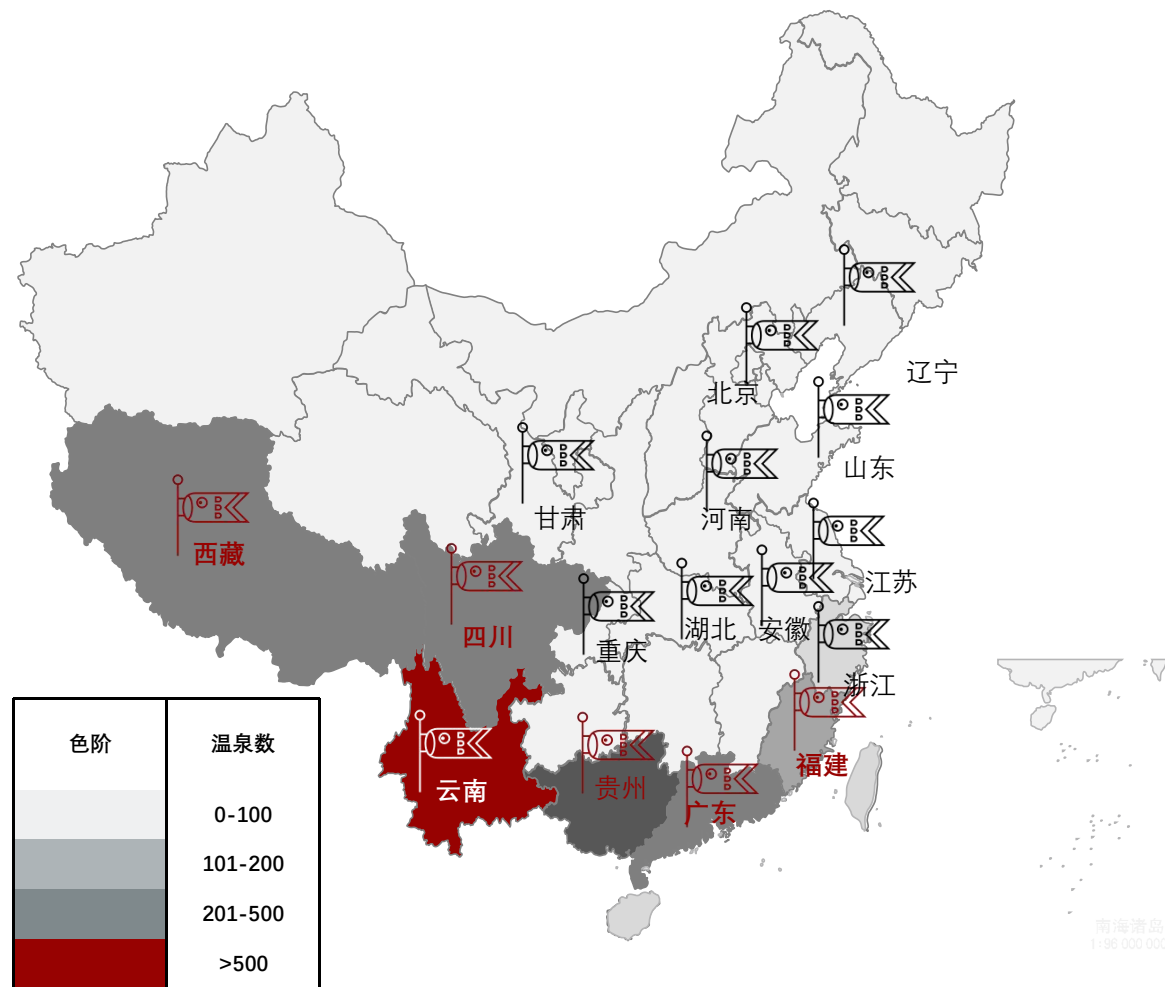
- 我国矿泉资源丰富，云南、西藏、广东、四川及福建，约占全国温泉数量的70%，而华北、华东地区温泉数量较少，目前我国温泉项目运营模式主要为特色温泉景区模式，在景区运营模式的拓展上还有很大空间
- 我国温泉消费以秋冬季节为主，消费均价多在500元/人以内；温泉度假消费客源地以广州、江苏为主，温泉度假人气目的地以天目湖、南昆山、四季悦温泉为前列



中国温泉行业基本概况

- 我国矿泉资源丰富，云南、西藏、广东、四川及福建，约占全国温泉数量的70%，而华北、华东地区温泉数量较少，目前我国温泉项目运营模式主要为特色温泉景区模式，在景区运营模式的拓展上还有很大空间

中国温泉资源分布情况



来源：头豹研究院

中国温泉项目运营模式

温泉项目运营模式	简介
特色温泉景区模式	通过温泉文化与自然山水结合形成的体验型温泉景区
温泉会议中心模式	把温泉和各类会议活动进行融合，配套专职接待部门，满足会议客人住宿、餐饮、娱乐运动、保健、购物等服务的需求
温泉休闲乐园模式	温泉泡浴与运动游乐项目相结合，如高尔夫、滑雪场等
温泉康复基地模式	结合现代理论的应用，把温泉的健康养生理念与日常体检、医疗、诊断、康复、疗养、健身等手段进行结合
温泉生态庄园模式	将温泉资源与生态农庄开发进行结合，发挥温泉资源的延伸利用，以地热营造温室，发展高附加值养殖项目、温泉生态农业项目
温泉度假社区模式	房地产与温泉资源有机结合

头豹洞察

- 我国矿泉资源丰富，几乎各个省份均有温泉分布，是温泉度假消费普及的重要发展基础。温泉分布按行政区划分统计，温泉数居前列的省区分别为云南、西藏、广东、四川及福建，约占全国温泉数量的70%，而华北、华东地区温泉数量较少。
- 目前我国温泉项目运营模式主要为特色温泉景区模式，在景区运营模式的拓展上还有很大空间。



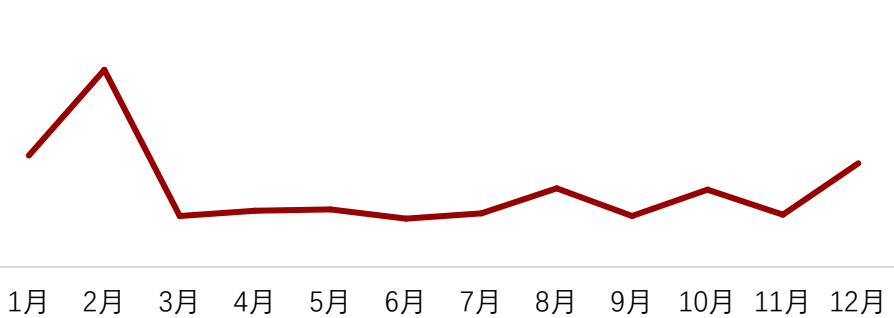
中国温泉行业消费情况

- 我国温泉消费以秋冬季节为主，消费均价多在500元/人以内；温泉度假消费客源地以广州、江苏为主，温泉度假人气目的地以天目湖、南昆山、四季悦温泉为前列

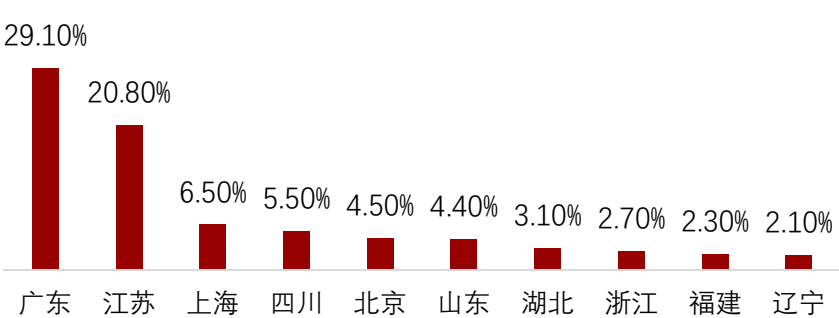
中国温泉行业消费情况

头豹洞察

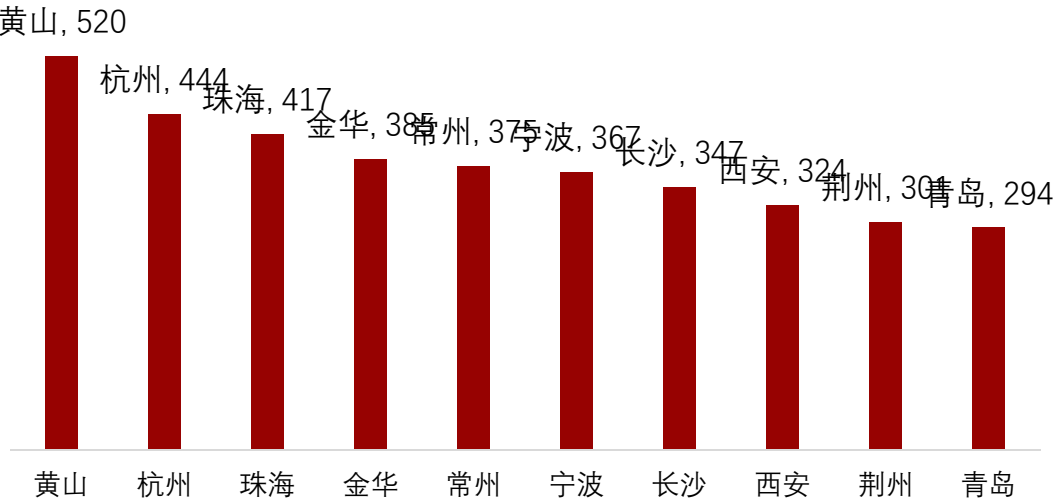
温泉消费热度变化趋势



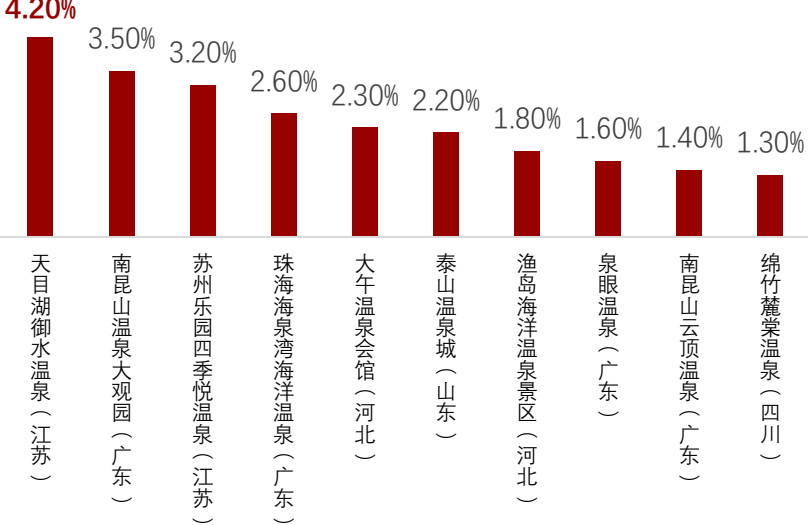
前十大国内温泉（度假区）客源省份



前十大主要城市泡温泉人均花费



前十大国内温泉（度假区）人气目的地



➤ 我国温泉消费以秋冬季节为主，消费均价多在500元/人以内。根据同程旅游提供的温泉度假消费客源地数据显示，广东、江苏、上海、四川、北京、山东、湖北、浙江、福建、辽宁十个省市的温泉消费需求最为旺盛，广东省的消费需求最大；前十大温泉度假人气目的地以天目湖、南昆山、四季悦温泉为前列，可以看出，广东、江苏等省份不仅拥有丰富的温泉资源，而且温泉养生文化的社会认知度较高。

来源：同程旅游，头豹研究院

公司研究

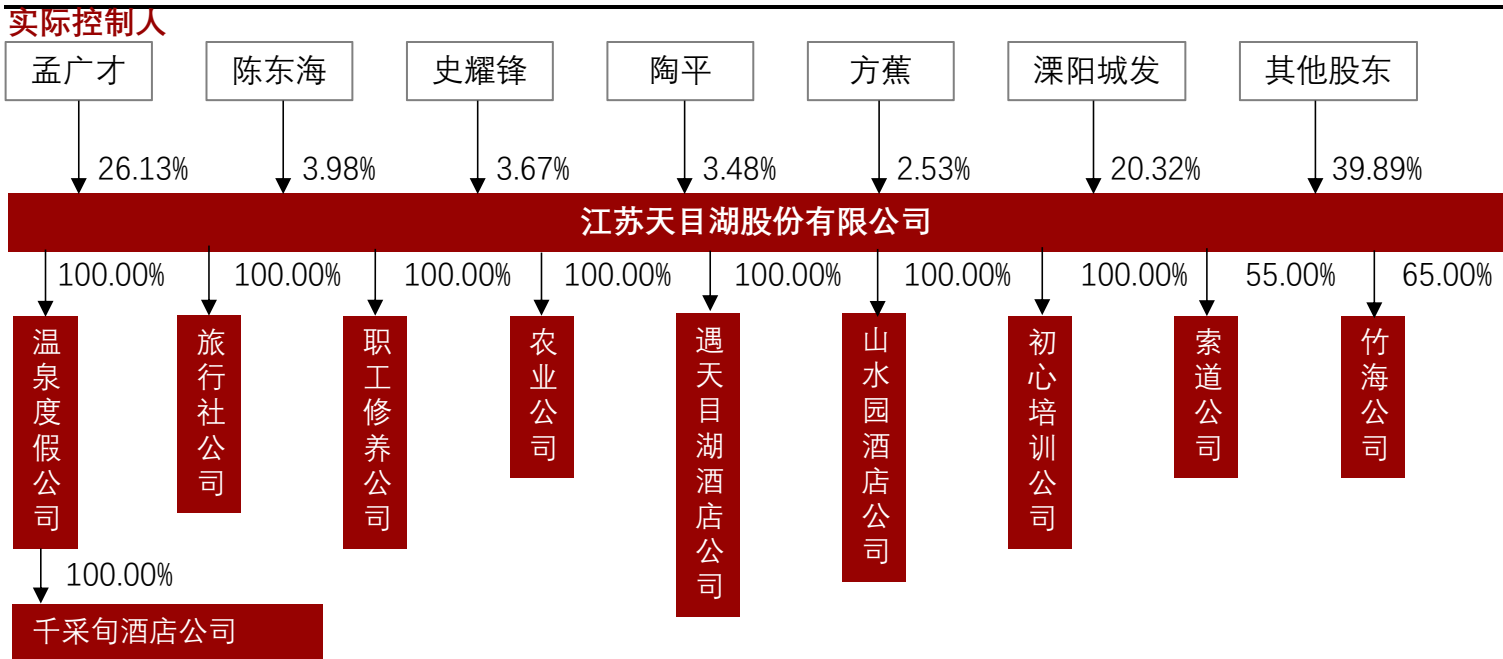
主要观点：

- 公司实际控制人为孟广才，两次股权转让给溧阳城发后，其股权占比减少至26%，溧阳城发持股20.32%；核心创始团队孟广才、陈东海、史耀锋、陶平、方蕉共持股39.79%，股权结构较为集中，利于公司作出统一决策
- 自2021年溧阳市城建公司入股以来，公司股票价格持续上升，2022年3月溧阳城建公司增持后此番举措受到市场认可，民营企业与国企优势互补将逐渐推动公司业务的发展
- 公司主营业务氛围景区与乐园业务以及酒店业务，其中景区与乐园业务实现季节性互补，二次消费项目较多，公司酒店业务覆盖全消费端，涵盖御水温泉系列、遇系列、以及特色系列，以御水温泉系列为主打。
- 公司位于江苏省常州市，地理位置交通优势显著，离长三角主要城市行程不超过3小时，公司景区门票收入占比仅为25—35%，二消占比较大；公司温泉及竹林景区具备竞争优势，在价格大幅高于竞品的同时差评率最低
- 公司景区业务占营收近6成，2019年后疫情期间景区业务收入大幅度下降，毛利率保持稳定，而公司温泉业务、水世界的收入营收及毛利率大幅下降，由于温泉、水世界季节性依赖性强，开业时间短，因此受疫情影响较大
- 公司整体营收恢复速度与其他上市景区公司相比较快，虽然体量在整体上市景区公司来说体量相对较小，但是公司的毛利率以及净利率排名名列前茅，说明了公司盈利能力的突出性
- 公司经营业绩质量较高，长期来看公司的资产负债率还有一定的上升空间，对外扩张能力的潜力大
- 根据测算，南山小寨、竹溪谷酒店每年至少可以给公司提供5,400-9,000万元净利润，而新增索道及观光电车项目可以提供至少5,348万元净利润
- 公司景区所在市客流量渗透率仅为9.7%，以乌镇景区客流为对标，天目湖公司景区客流量至少还有5倍的增长空间；公司景区所处长三角地带游客数量占全国比例33%，人均消费能力高，在休闲旅游需求的发展下具备很强潜力
- 公司具备项目的复制扩张能力，以公司所擅长的水利景区开发及运营来说，由于江浙周边一带的水利景区资源更为密集，公司可以依托天目湖为中心逐渐向外进行轻资产模式扩张

公司研究——天目湖公司股权概述

- 公司实际控制人为孟广才，两次股权转让给溧阳城发后，其股权占比减少至26%，溧阳城发持股20.32%；核心创始团队孟广才、陈东海、史耀锋、陶平、方蕉共持股39.79%，股权结构较为集中，利于公司作出统一决策

天目湖股权结构概述



- 公司实际控制人为孟广才，截止2022年7月20日，实际控制人孟广才两次股权转让给溧阳城发后，其股权占比减少至26%，溧阳城发持股20.32%，说明溧阳市人民政府对于天目湖公司的看好。创始人团队方蕉持股为2.53%，陈东海持股3.98%，史耀锋持股3.67%，陶平持股3.48%，核心高管于上世纪90年代加入公司，由于核心管理团队多为创始人团队，因此利益相关性较强，同时股权结构相对集中，利于公司作出统一决策。
- 2022年3月，天目湖公司与天目湖控股集团共出资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，持股比例为 19.98%。未来动物王国旅游项目将进一步丰富公司目的地旅游产品，巩固公司一站式旅游目的地行业的地位。

来源：公司年报，头豹研究院

天目湖管理层梳理

姓名	任职时间	履历
孟广才	2014-08	大专学历；曾任天目湖常州疗养院(现名水悦山庄)副经理;天目湖公司总经理；天目湖有限执行董事、总经理；现任公司董事长;竹海、索道、温泉、旅行社、农业公司执行董事兼总经理，遇天目湖、千采甸酒店、职工修养、山水园公司执行董事
陈东海	2021-02	大专学历；曾任天目湖公司办公室主任、山水园、人力资源部经理、总经理助理、公司总裁助理、行政部总监；现任公司监事会主席、投资部总监；现任旅行社公司监事
史耀锋	2014-08	大专学历；曾任天目湖公司副总经理、市场部经理、天目湖旅行社经理;天目湖有限副总经理、市场部经理；现任公司董事、副总裁
陶平	2021-02	大专学历；任天目湖公司副总经理、竹海公司总经理;温泉公司总经理;公司副董事长、副总裁；现任公司董事、项目建设部总监；现任索道公司监事;竹海公司董事;温泉公司天目湖温泉分公司负责人

公司研究——天目湖公司股价走势

- 自2021年溧阳市城建公司入股以来，公司股票价格持续上升，2022年3月溧阳城建公司增持后此番举措受到市场认可，民营企业与国企优势互补将逐渐推动公司业务的发展

天目湖股价走势，2017/9/27-2022/7/22



头豹洞察

- 2019年以前，受整体酒旅市场影响，天目湖股价在2018年10月25日达到最低10.8元。2019年以后行业板块市值大幅度上涨带动公司股价上行，2019年3月公司通过推出可转债吸收资金，投建高级野奢御水温泉项目及中低端酒店南山小寨项目全面覆盖产品品类范围。
- 2021年9月溧阳市城建入股，公司控股股东孟广才将持有的 11.61% 的股份以 19.98 元/股的市场价转让给溧阳城发；22年3月溧阳城建再次增加持仓，孟广才持有的 8.71% 的股份以 19.98 元/股的市场价转让给溧阳城发，此番举措收到市场认可，股价开始上升。

公司研究——天目湖公司主营业务概况

- 公司主营业务分为景区与乐园业务以及酒店业务，其中景区与乐园业务实现季节性互补，二次消费项目较多，公司酒店业务覆盖全消费端，涵盖御水温泉系列、遇系列、以及特色系列，以御水温泉系列为主打

天目湖主营业务概况



公司研究——天目湖公司景区及相似景区对比

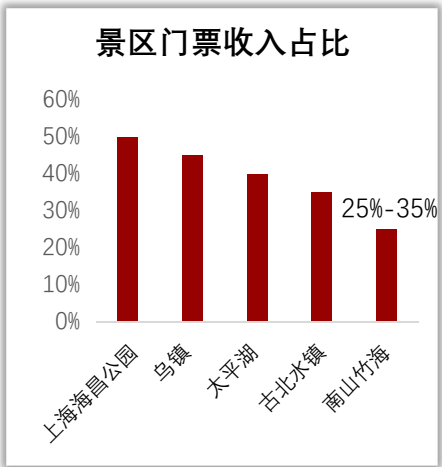
• 公司位于江苏省常州市，地理位置交通优势显著，离长三角主要城市行程不超过3小时，公司景区门票收入占比仅为25—35%，二消占比较大；公司温泉及竹林景区具备竞争优势，在价格大幅高于竞品的同时差评率最低

长三角主要城市至天目湖行程时间情况

出发地	里程	自驾游时间	高铁时间
上海	252公里	➢ 约 3 小时	➢ 约 2 小时
南京	124公里	➢ 约 2 小时	➢ 约 0.5 小时
苏州	161公里	➢ 约 2 小时	➢ 约 1.5 小时
无锡	111公里	➢ 约 1.5 小时	➢ 约 1.2 小时
杭州	183公里	➢ 约 2.5 小时	➢ 约 1 小时

长三角上市旅游公司情况概述

长三角景区公司	景区特色
中青旅——乌镇	古镇、水乡、国际会议
黄山旅游——黄山	山峦等自然资源
海昌海洋公园——上海海昌	海洋公园
宋城演艺——上海宋城、杭州宋城	演艺公园、城市演艺
天目湖——山水园、竹林温泉	温泉、竹林等自然资源



天目湖及周边同类景区运营情况对比

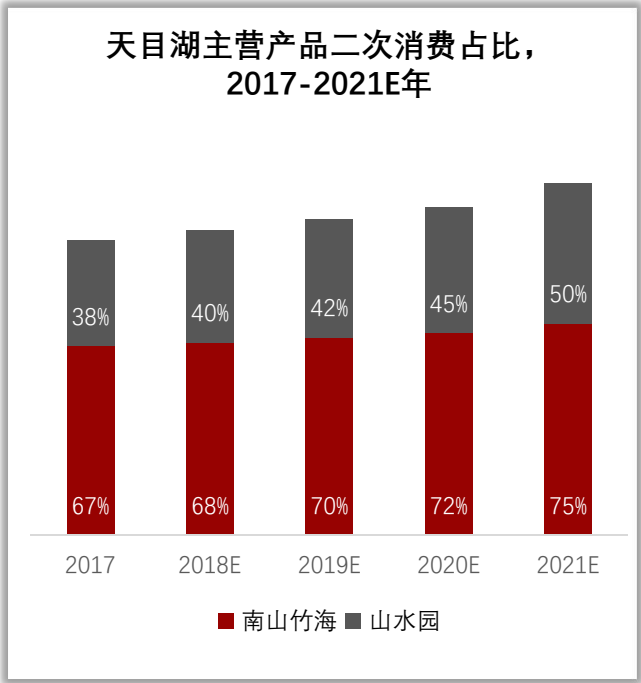
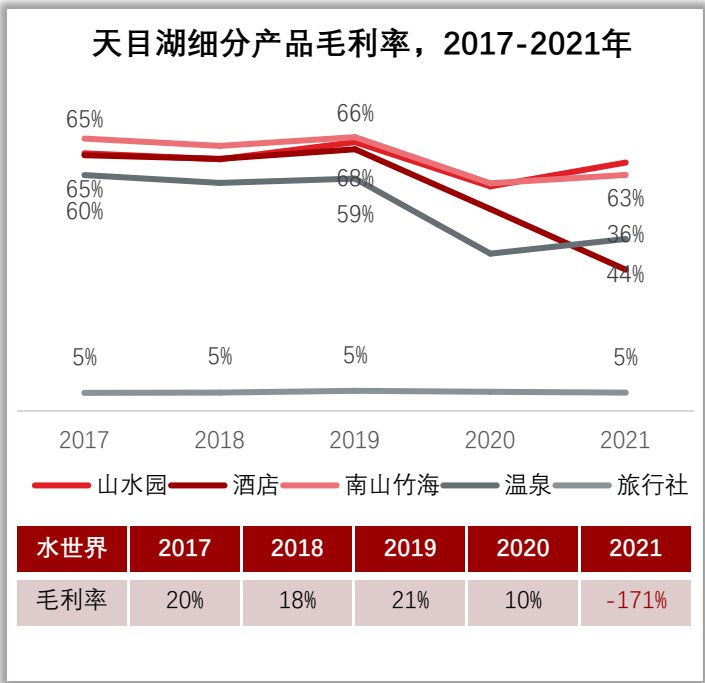
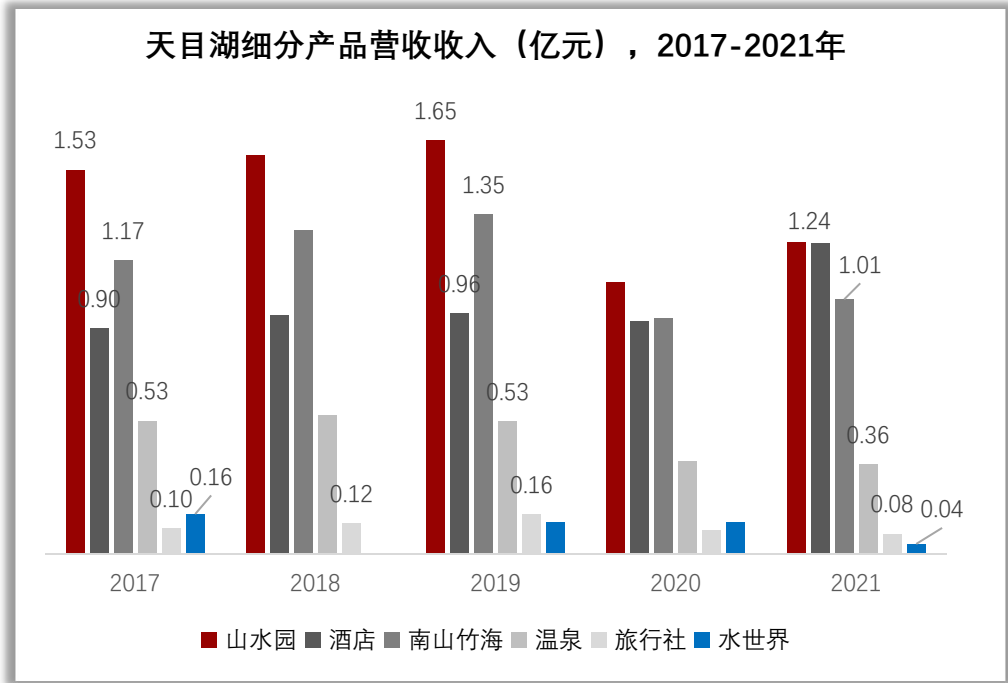
景区类别	景区	景区位置	主要景点	门票价格	游客量 (万人次)	差评率
温泉	御水温泉	江苏常州	• 温泉养生区、度假酒店区、独栋式酒店区、休闲体育区和特色商业区	197元	29.87	2.69%
	阳明温泉	浙江余姚	• 前山温泉	118元		4.58%
	汤山紫清湖	江苏南京	• 紫清湖野生动物世界、森林温泉、紫清湖俱乐部	118元		3.30%
竹林	南山竹海	江苏常州	• 静湖、小鸟天堂、古官道、中国第一寿星、吴越第一峰、熊猫馆	80元	106.73	4.92%
	竹博园	浙江湖州	• 热带雨林 玉带桥 熊猫欢乐世界 中国竹子博物馆 安吉大小熊猫馆	70元		8.57%
	宜兴竹海	无锡宜兴	• 镜湖秀色、苏南第一高峰、冒龙池	70元		2.96%
湖泊	山水园	江苏常州	• 慈孝文化园、状元文化区、奇石馆、精灵国、彩蝶谷、中国茶岛、天目湖水世界	160元	105.49	5.45%
	杭州淳安千岛湖风景区	浙江杭州	• 千梅峰岛、猴岛、龙山岛、锁岛、三潭岛	195元	205.28	5.07%
	苏州吴中太湖风景区	江苏苏州	• 太湖公园、司徒庙、穹窿山	276元		1.85%

来源：头豹研究院

公司研究——天目湖公司财务分析 (1/3)

- 公司景区业务占营收近6成，2019年后疫情期间景区业务收入大幅度下降，毛利率保持稳定，而公司温泉业务、水世界的收入营收及毛利率大幅下降，由于温泉、水世界季节性依赖性强，开业时间短，因此受疫情影响较大

天目湖营收情况



- 公司主要营收来自山水园、南山竹海景区业务，景区业务占营收近6成。2019年后疫情期间公司景区业务收入大幅度下降，景区业务毛利率保持相对稳定；疫情后至2021年公司温泉业务营收及毛利率分别下降至3,600万元、44%，水世界的营收及毛利率分别下降至400万元、-171%，由于温泉、水世界季节性依赖性强，开业时间短，因此受疫情影响较大；虽然期间酒店业务毛利率大幅下降，代表公司疫情期间酒店促销情况较多，但是在疫情期间严控政策下，酒店业务收入持续上升至1.24亿，与景区业务持平，说明了公司酒店业务布局较为成功。

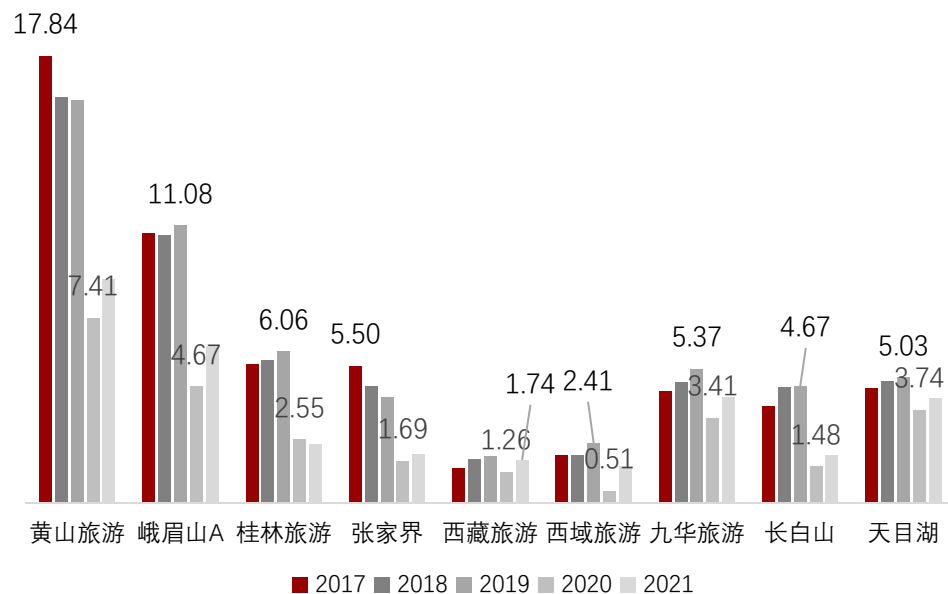
- 公司景区业务产品的二次消费占比较高，以南山竹海为例，索道、缆车项目贡献了大部分二次消费收入，而山水园则依赖游船、高空飞降等项目扩大景区二次消费规模。根据测算，预估南山竹海以及山水园二次消费的营收占比将分别达到75%及50%。

公司研究——天目湖公司财务分析（2/3）

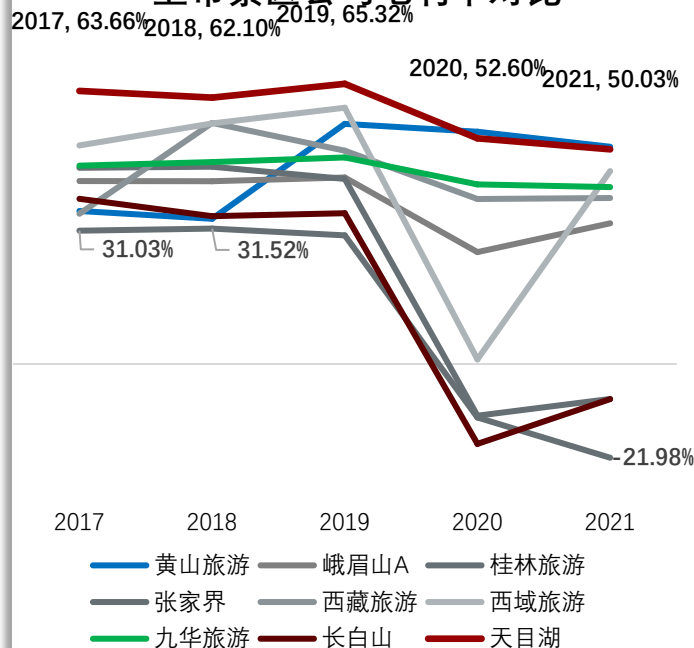
- 公司整体营收恢复速度与其他上市景区公司相比较快，虽然体量在整体上市景区公司来说体量相对较小，但是公司的毛利率以及净利率排名名列前茅，说明了公司盈利能力的突出性

上市景区营收情况对比

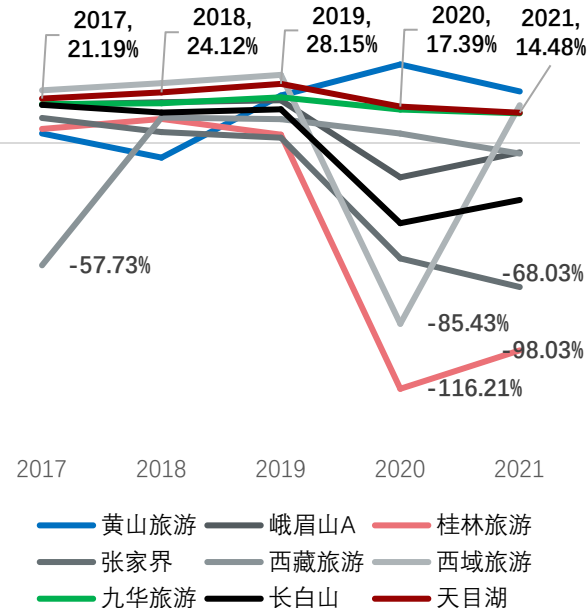
上市景区公司营业收入（亿元），2017-2021年



上市景区公司毛利率对比



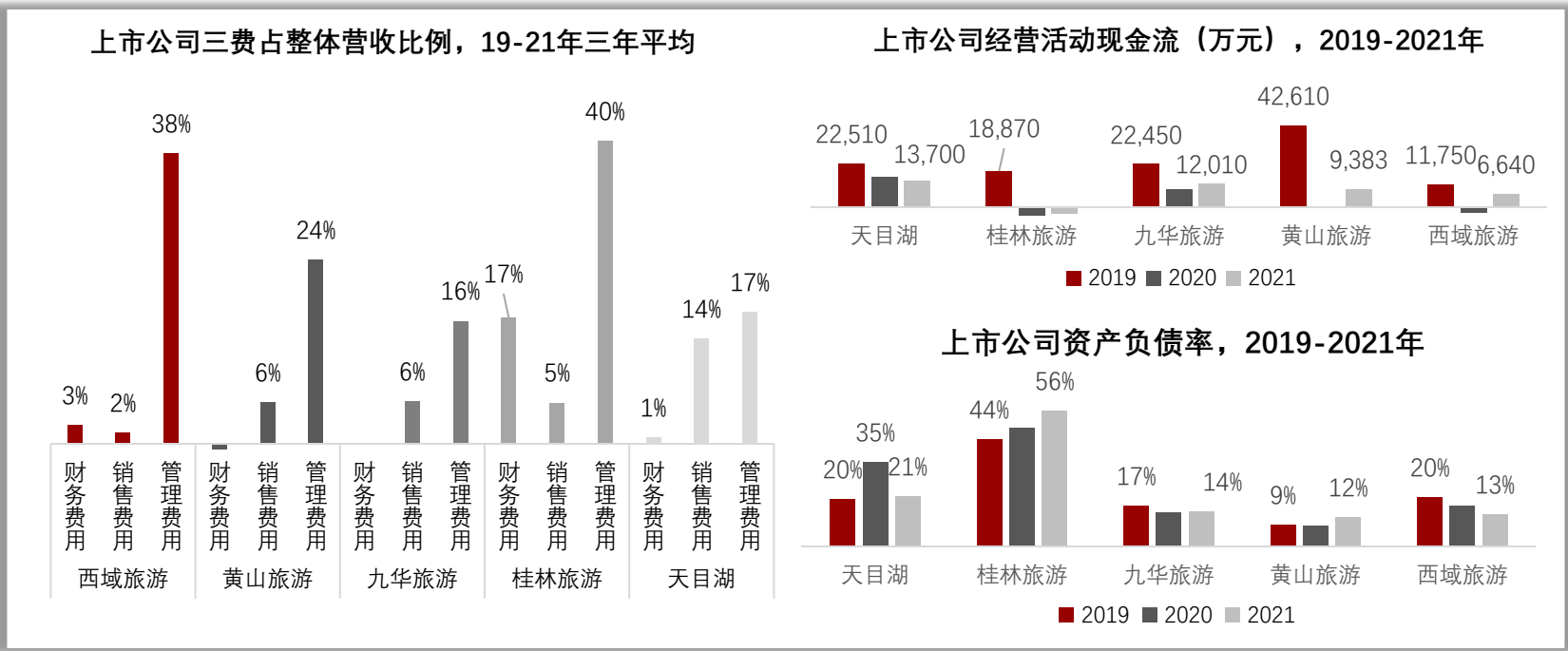
上市景区公司净利率对比



- 疫情前公司，毛利及净利水平在景区类上市公司中排名第一，分别在2019年达到65.32%、28.15%，疫情后公司整体盈利能力下降至第二名，毛利率在2021年下降至50.03%，净利率下降至14.48%。
- 公司整体营收恢复速度与其他上市景区公司相比较快，虽然体量在整体上市景区公司来说体量相对较小，但是公司的毛利率以及净利率排名名列前茅，说明了公司盈利能力的突出性。

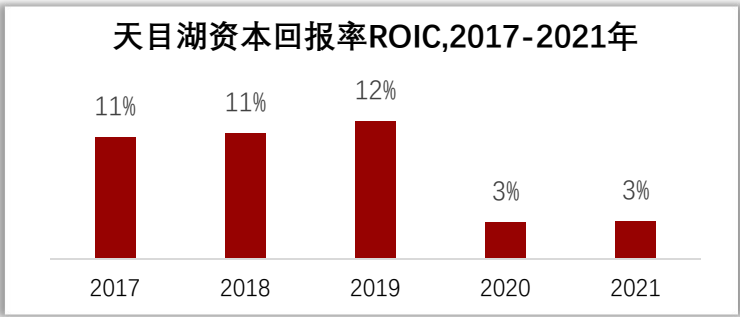
- 公司经营业绩质量较高，长期来看公司的资产负债率还有一定的上升空间，对外扩张能力的潜力大

上市景区运营情况对比



天目湖资本利用情况

无风险利率	2.85%	股票市值（亿）	46.31	权益资本成本	7.28%
股票风险溢价	5.30%	债务总额（亿）	3.33	WACC	7.08%
公司股价（元）	24.62	带杠杆Beta	0.8648		
流通股（百万）	186.29	负债成本	5.70%		



➤ 公司三费三年平均数值在上市景区公司处于较低水平，整体费用率呈现下跌趋势，因此公司费用管控及运营能力优异；公司资产负债率水平可控，在2020年提升至35%后2021年下降至原有水平，目前财务风险较小；同时虽然公司营收体量较小，三年期经营活动现金流仍处于景区行业领先地位，公司经营业绩质量较高。长期来看公司的资产负债率还有一定的上升空间，对外扩张能力的潜力大。

剔除资本结构差异后公司ROIC在2019年达到12%，高于公司加权平均资本成本。

来源：各公司年报，头豹研究院

公司研究——天目湖公司新建项目营收测算

• 根据测算，南山小寨、竹溪谷酒店每年至少可以给公司提供5,400-9,000万元净利润，而新增索道及观光电车项目可以提供至少5,348万元净利润

天目湖新建项目营收测算

单位：万元		募资金额	项目总投资		项目建设期	
御水温泉二期（竹溪谷酒店）		20,600	24,000		2018年7月-2019年6月	

单位：万元		2021E		2022E		2023E	
客房数量	竹溪谷 127间	南山小寨 500间	竹溪谷 127间	南山小寨 500间	竹溪谷 127间	南山小寨 500间	
入住率	40%	50%	55%	60%	65%	70%	
平均房价预测	2,300元/间	600元/间	2,500元/间	600元/间	2,700元/间	600元/间	
客房收入	5,863	5,475	6,953	6,570	8,761	7,665	
餐饮	152座*2		152座*2		152座*2		
上座率	70%	30%	75%	35%	80%	40%	
平均销售价格预测	220元/人次		250元/人次		260元/人次		
餐饮收入	1,708	2,190	2,080	2,290	2,307	3,066	
总收入	7,572	7,665	9,033	8,860	10,443	10,721	
折旧及摊销	2,400	2,650	2,400	2,650	2,400	2,650	
物料成本	1,194	1,533	1,690	1,772	2,088	2,144	
成本费用	1,493	2,146	1,855	2,480	1,879	3,001	
利润总额	3,285	3,986	4,903	4,607	6,475	5,574	
税后净利润	2,431	2,989	3,628	3,455	4,791	4,181	
税后投资回收期	竹溪谷——5.74年			南山小寨二期——8.79年			

单位：万元	募资金额	项目总投资	项目建设期
山水园观光电车项目	24,000	24,900	1年
南山竹海索道升级项目	6,000	7,300	1年

单位：万元	索道运力	日营业时间	索道日承载量	南山竹海景区旺季接待人数
南山竹海索道	350人/次	9小时	3,150人	
新增索道	1,500人/次	9小时	13,500人	20,000人次
总索道运力	1,850人/次	9小时	16,650人	

项目内容	回收期年均税后利润	税后投资回收期（年）
南山竹海新增索道	1,709万	6.83
山水园观光电车	3,639万	4.28
项目合计	5,348万	

➢ 御水温泉二期项目为竹溪谷酒店，主打高端野奢温泉酒店定位，酒店共有127间客房以及配套设施，总投资额达到2.4亿元；公司所建设的南山小寨二期总投资额达2.64亿元，公司酒店的布局有利于弥补公司酒店产品矩阵上中高端酒店空白。

➢ 根据测算，南山小寨、竹溪谷酒店每年至少可以给公司提供5,400-9,000万元净利润，而新增索道及观光电车项目可以提供至少5,348万元净利润。

公司研究——天目湖公司发展前景

- 公司景区所在市客流量渗透率仅为9.7%，以乌镇景区客流为对标，天目湖公司景区客流量至少还有5倍的增长空间；三角地带游客数量占全国比例33%，人均消费能力高，在休闲旅游需求的发展下具备很强潜力

天目湖景区渗透率

景区	景区客流（万人）	所在市	市客流量（万人）	景区渗透率
天目湖（山水园+南山竹海）	204	溧阳市	2,103	9.70%
黄山景区	350	黄山市	7,402	4.73%
乌镇	1,013	桐乡市	2,031	49.88%
峨眉山景区	256	乐山市	7,071	3.62%
衡山景区	1,003	衡阳市	6,201	16.17%
雁荡山景区	784	乐清市	1,529	51.28%
淳安千岛湖风景区	205	杭州	17,600	1.20%

➢ 公司2019年景区客流为204万人，而所在市溧阳的客流量达到2,103万人，景区渗透率仅为9.7%，而市客流量基本相同的桐乡市相比，乌镇景区客流则达到1,013万人，景区渗透率达到49.88%。以乌镇景区客流为对标，天目湖公司景区客流量至少还有5倍的增长空间。

长三角人均消费情况

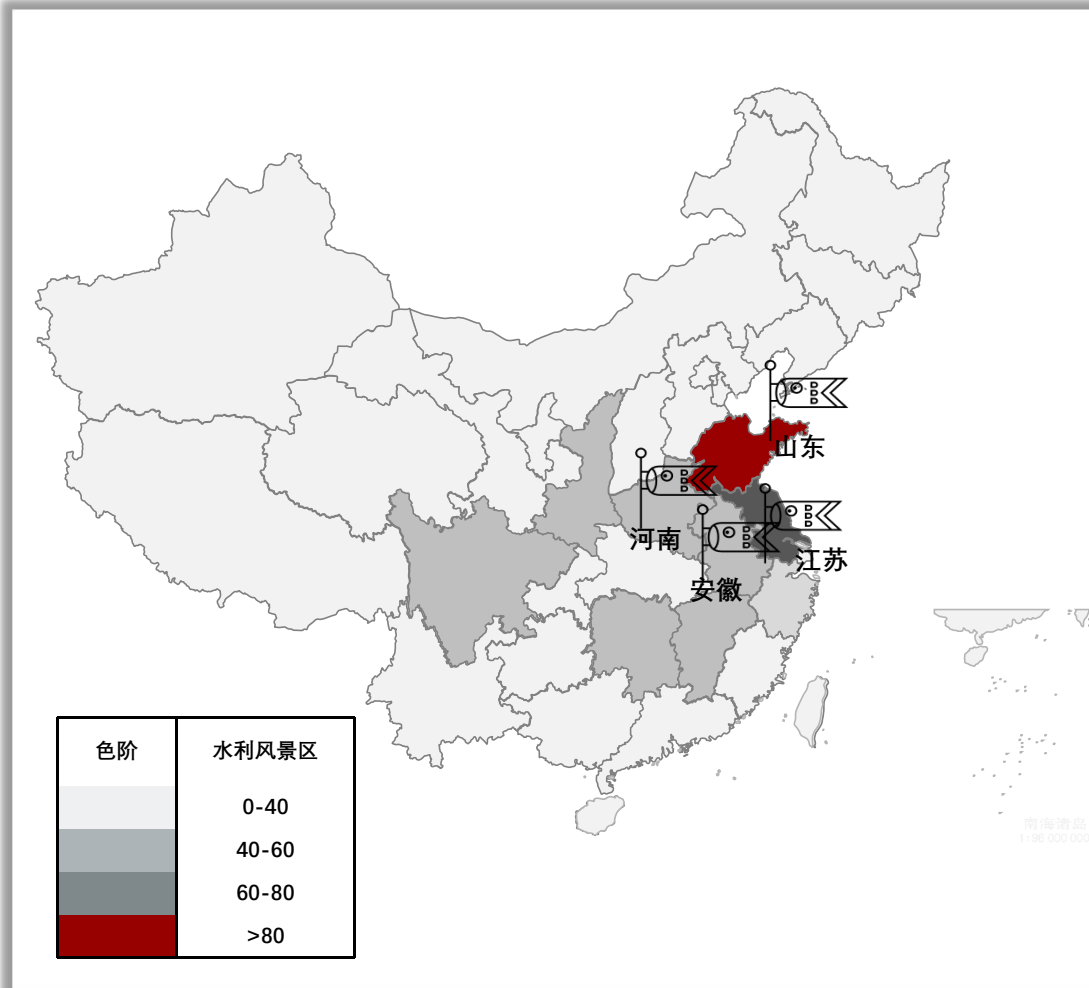
	浙江省	江苏省	上海市	长三角	全国
国内游人次（亿人）	6.9	8.1	3.4	18.4	55.4
占全国比例	12.45%	14.62%	6.14%	33.21%	100%
国内游收入（亿元）	10,006	12,851	4,477	27,334	51,278
占全国比例	19.51%	25.06%	8.73%	53.31%	100%
国内游人均消费（元）	1,450	1,587	1,317	1,486	926

➢ 公司位处长江三角洲中心地带，长三角州游客数量占全国比例33%，游客消费能力高，其中人均消费超出全国旅游人均消费560元，因此长三角旅游市场消费能力更强。在疫情影响下，长距离旅游被短距离微度假旅游模式逐渐替代，在全国休闲旅游需求逐渐旺盛的发展阶段，天目湖所定位的一站式休闲度假旅游模式在长江三角洲城市群数量庞大且消费能力强的潜在客户群体的消费支撑下，具备很强的市场增长潜力。

公司研究——天目湖公司项目拓展机会

- 公司具备项目的复制扩张能力，以公司所擅长的水利景区开发及运营来说，由于江浙周边一带的水利景区资源更为密集，公司可以依托天目湖为中心逐渐向外进行轻资产模式扩张

我国水利风景区分布情况



来源：头豹研究院

疫情下上市景区公司战略共性特点梳理

上市公司主要战略	战略举措共性特点
成本及现金流控制	① 疫情下重视成本控制，企业注重本地游客占比较高的存量项目改造
本地旅游市场深耕	
下沉市场扩张	
轻资产模式扩张	② 聚焦项目持续盈利能力以及项目的快速拓展能力，轻资产模式扩张为主
持续提升用户粘性	
产品拓展年轻中高端化	③ 文旅下沉市场扩张，产品及营销内容覆盖年轻中高端群体
深耕内容营销	

头豹洞察

- 从公司1992年初期经营仅2艘快艇到2013年天目湖全景景区被评为5A级旅游景区，再到目前公司旅游景区位于行业名列前茅的经营指标来看，都说明公司具备较强的项目开发以及运营能力，公司具备项目的复制扩张能力。以公司所擅长的水利景区开发及运营来说，中国国家水利风景区数量多，而江浙周边一带的水利景区资源则更为密集，因此公司可以依托天目湖为中心逐渐向外进行扩张。
- 同时，由于疫情不确定性的影响，多数上市公司在疫情期间选择通过轻资产管理输出的模式进行扩张。因此，在两次股权受让给溧阳市政府后，天目湖有望与溧阳市政府形成进一步合作，帮助当地政府运营相关景区资产。



方法论

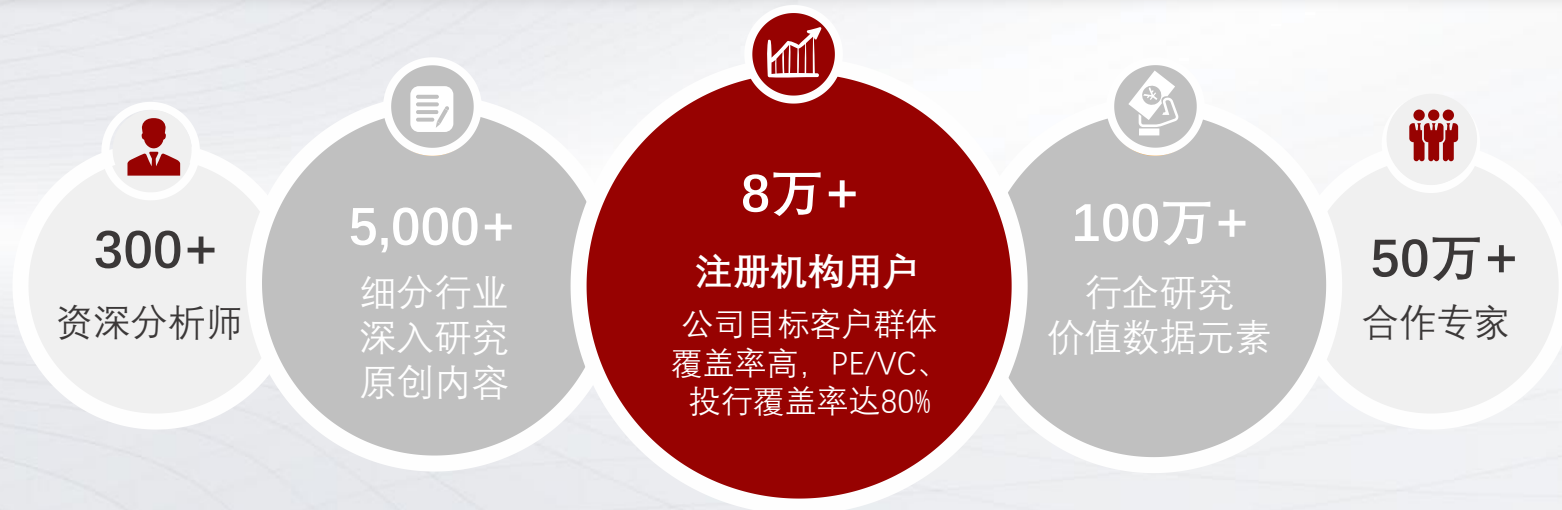
- ◆ 头豹研究院布局中国市场，深入研究10大行业，54个垂直行业的市场变化，已经积累了近50万行业研究样本，完成近10,000多个独立的研究咨询项目。
- ◆ 研究院依托中国活跃的经济环境，研究内容覆盖整个行业的发展周期，伴随着行业中企业的创立，发展，扩张，到企业走向上市及上市后的成熟期，研究院的各行业研究员探索和评估行业中多变的产业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业的视野解读行业的沿革。
- ◆ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，结合行业交叉的大数据，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述行业的现状，前瞻性地预测行业未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。
- ◆ 研究院密切关注行业发展最新动向，报告内容及数据会随着行业发展、技术革新、竞争格局变化、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。
- ◆ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析行业，从执行的层面阅读行业，为每一个行业的报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。

法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何证券或基金投资建议。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或证券研究报告。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。
- ◆ 本报告的部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告或文章。头豹均不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。

头豹研究院简介

- ◆ 头豹是中国领先的原创行企研究内容平台和新型企业服务提供商。围绕“协助企业加速资本价值的挖掘、提升、传播”这一核心目标，头豹打造了一系列产品及解决方案，包括：**报告/数据库服务、行企研报服务、微估值及微尽调自动化产品、财务顾问服务、PR及IR服务**，以及其他以企业为基础，利用大数据、区块链和人工智能等技术，围绕产业焦点、热点问题，基于丰富案例和海量数据，通过开放合作的增长咨询服务等
- ◆ 头豹致力于以优质商业资源共享研究平台，汇集各界智慧，推动产业健康、有序、可持续发展



备注：数据截止2022.6

四大核心服务

研究咨询服务

为企业提供定制化报告服务、管理咨询、战略调整等服务

企业价值增长服务

为处于不同发展阶段的企业，提供与之推广需求相对应的“内容+渠道投放”一站式服务

行业排名、展会宣传

行业峰会策划、奖项评选、行业白皮书等服务

园区规划、产业规划

地方产业规划，园区企业孵化服务



研报阅读渠道

◆ 头豹官网：请登录 www.leadleo.com 阅读更多研报

◆ 头豹APP/微信小程序：搜索“头豹”手机可便捷阅读研报

◆ 头豹交流群：可添加企业微信13080197867，身份认证后邀您进群

详情咨询



客服电话

400-072-5588



上海

王先生：13611634866

李女士：13061967127



深圳

李先生：13080197867

李女士：18049912451



南京

杨先生：13120628075

唐先生：18014813521

