

天目湖 (603136.SH) 买入 (首次评级)

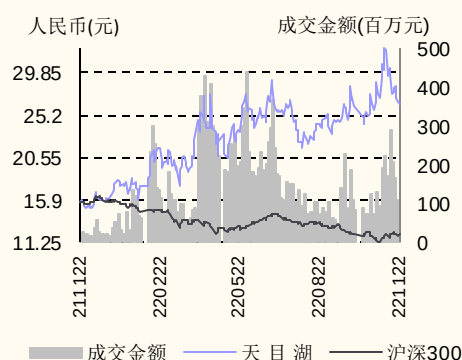
公司深度研究

市场价格 (人民币): 26.33 元

目标价格 (人民币): 31.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.86
已上市流通 A 股(亿股)	1.86
总市值(亿元)	49.05
年内股价最高最低(元)	32.53/15.09
沪深 300 指数	3770
上证指数	3089



疫后修复优选标的，兼具弹性及成长性

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	374	419	361	600	748
营业收入增长率	-25.62%	11.86%	-13.85%	66.36%	24.69%
归母净利润(百万元)	55	52	25	131	177
归母净利润增长率	-55.63%	-6.17%	-51.62%	427.60%	34.88%
摊薄每股收益(元)	0.471	0.276	0.134	0.706	0.952
每股经营性现金流净额	1.36	0.74	0.64	1.73	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.77%	4.40%	2.10%	10.40%	12.94%
P/E	53.83	63.74	196.86	37.31	27.66
P/B	3.10	2.81	4.14	3.88	3.58

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 从三个层次考虑，公司为疫后修复阶段优质景区标的，兼具弹性及成长性。
- ①疫情期间受损如何？能否恢复至疫情前水平？疫情期间公司受益本地周边游热潮，客流恢复程度相对领先，结合国资入股分担压力+自身降本增效，受损相对可控。基本面稳定，公司主打一站式休闲度假游，具备区位（交通便捷，辐射长三角高消费客群）、产品（冬温泉、夏玩水、平滑季节性波动，酒店位于景区周边，从亲子到野奢度假多元布局，各业务协同效应凸显，摆脱门票经济，景区二次消费占比较大，其中交通费为体验完整项目必要支出）、运营（民企背景，国资入股保留灵活性，利于协同发展）等优势，现金流较为充足。旅游需求长存，无疫情影响下景区收入稳定，行业有从观光游向休闲度假游转变的趋势，公司产品可充分受益，因此我们认为公司可以恢复至疫情前水平，甚至恢复速度相对其他长途旅游目的地来说更快。
- ②疫情后恢复水平是否可超越疫情前？酒店为疫情间重要增量，21 年酒店房间数/收入较 19 年增长 48.7%/29.4%，南山小寨二期建成后预计房间总数可达 1234 间，较 19 年底增长 168.3%，考虑房量增加、野奢高价产品带动平均单房价格提升、入住率回升，预计 22-24 年酒店收入为 1.1/2.1/2.8 亿元，因此考虑优质酒店增量贡献，预计公司疫后恢复水平可超越疫情前。
- ③长期成长性如何？现有景区目前可开发空间较大。度假酒店落地表现良好，未来持续扩张逻辑清晰。公司从零开始因地制宜打造景区，资源整合、产品运营、宣传推广等能力较为突出，在深耕长三角基础上外延成长战略明确，关注与国资合作打造的动物王国项目（预计 26 年落地），以及未来或以收购兼并及委托管理方式进行异地扩张。因此长期来看公司具备成长能力。

投资建议与估值

- 疫情反复下公司 1-3Q22 营收/归母净利润分别为 2.43 亿元/-23.6%，0.02 亿元/-94.3%，虽有大幅下滑但我们看好公司疫后修复弹性，预计公司 22-24 年归母净利润为 0.25/1.31/1.77 亿元，同比-51.6%/+427.6%/+34.9%，EPS 为 0.13/0.71/0.95 元，对应 PE 为 196.9/37.3/27.7 倍，给予公司 23 年 45 倍 PE，对应目标价 31.75 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险

- 疫情反复，新项目落地速度及效果不及预期，股东与高管减持风险。

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人
yesijia@gjzq.com.cn

鲍秋宇 联系人
baoqiuyu@gjzq.com.cn

内容目录

1、天目湖：长三角地区优质一站式旅游目的地	4
2、疫情扰动下周边游火热，“旅游+”重塑休闲度假模式	6
3、基本面稳定，区位+产品+运营优势显著	9
3.1、地理位置优秀，辐射长三角客群	9
3.2、产品矩阵完善，二次消费打开客单价天花板	9
3.3、运营管理能力突出，引入国资利于旅游协同发展	12
4、疫情期间酒店为重要增量，疫后公司恢复水平有望创新高	13
5、项目可复制性打开成长空间，引入国资加速内生外延	14
6、财务分析：业绩表现稳健，现金流情况较好	15
7、盈利预测与投资建议	17
7.1、盈利预测	18
7.2、敏感性分析	19
7.3、投资建议与估值	20
8、风险提示	20

图表目录

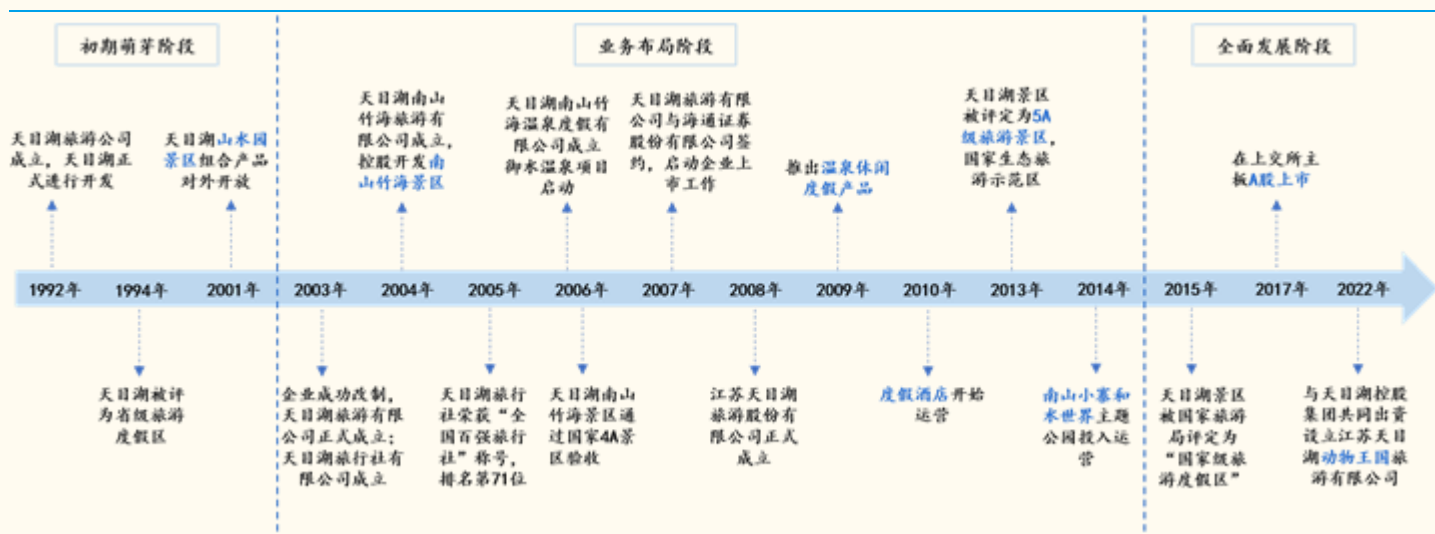
图表 1：公司发展历史	4
图表 2：公司主要业务介绍	5
图表 3：分业务营收与毛利率情况	6
图表 4：疫情后节假日旅游人次、收入、客单价相比 2019 年同期恢复情况	7
图表 5：旅游行业发展阶段	7
图表 6：国内观光类与休闲类景区供给市场情况	7
图表 7：观光游向休闲游切换，看好资本运作、运营能力兼备玩家突围	8
图表 8：景区门票降价政策	8
图表 9：天目湖景区地理位置优越，出行便利	9
图表 10：2019 年长三角地区旅游客单价高于全国水平	9
图表 11：景区周边酒店布局情况	10
图表 12：2022 年公司夜公园门票及主要二次消费项目价格	11
图表 13：景区内景点及主要二次消费项目一览	12
图表 14：募集资金使用进展情况（截至 2022 年 9 月 30 日）	13
图表 15：酒店房间数情况	13
图表 16：酒店业务收入预测	14
图表 17：奥兰多动物王国部分游乐项目	15
图表 18：奥兰多动物王国客流量情况	15
图表 19：公司营业收入情况	15
图表 20：公司归母净利润情况	15
图表 21：公司营业收入按季度（亿元）	16

图表 22: 公司归母净利润收入按季度 (亿元)	16
图表 23: 可比公司毛利率.....	17
图表 24: 可比公司销售费用率.....	17
图表 25: 可比公司管理费用率.....	17
图表 26: 可比公司归母净利率.....	17
图表 27: 公司经营性现金流情况 (亿元)	17
图表 28: 公司净现比、收现比情况.....	17
图表 29: 公司各业务收入预测.....	18
图表 30: 公司费用率、归母净利润情况.....	19
图表 31: 公司 2023E 归母净利敏感性分析 (百万元)	19
图表 32: 可比公司估值比较 (市盈率法)	20

1、天目湖：长三角地区优质一站式旅游目的地

- 天目湖位于江苏省溧阳市南部，是国内仅有的两家同时具备“国家 5A 旅游景区”、“国家生态旅游示范区”、“国家级旅游度假区”三大资质认证的景区之一（另一家为深圳东部华侨城），位于长江三角洲中心地带。从发展历程来看，公司已经建立了数十年的坚实基础，在稳定发展中声誉渐盛。1）初期阶段（1992~2002 年）：天目湖旅游公司成立，着手开发天目湖旅游景区，于 2001 年推出首个大型精品景区“山水园”景区。2）业务布局阶段（2003 年~2014 年）：围绕天目湖布局景点开拓业务，开发了南山竹海景区、温泉项目、酒店项目、旅行社业务、水世界业务等。3）全面发展阶段（2015 年至今）：公司 2015 年开始筹备上市，并于 2017 年成功登陆上交所。目前已形成山水园、南山竹海两大景区业务为主，酒店、温泉、水世界及旅行社为辅的业务布局，集吃、住、行、游、购、娱为一体的一站式旅游目的地。

图表 1：公司发展历史



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司主要业务包括景区（山水园、南山竹海）、温泉、水世界、酒店、旅行社。①山水园景区四面群山枕水，可坐船游湖，参与滑索项目等。南山竹海主打竹文化，以天然氧吧著称。②御水温泉身处南山竹海，拥有 60 个户外泡池。③水世界毗邻山水园景区，提供夏日消暑戏水娱乐场所。④酒店从平价到奢华各档次产品矩阵较为完善，多开设于景区内部或周边，为游客提供特色化、便捷舒适的休息场所，包括御水温泉系列、遇系列和特色系列。⑤天目湖旅行社是全国百强旅行社，提供市场化、定制化服务，是公司一站式旅游模式强大的纽带。

图表 2: 公司主要业务介绍

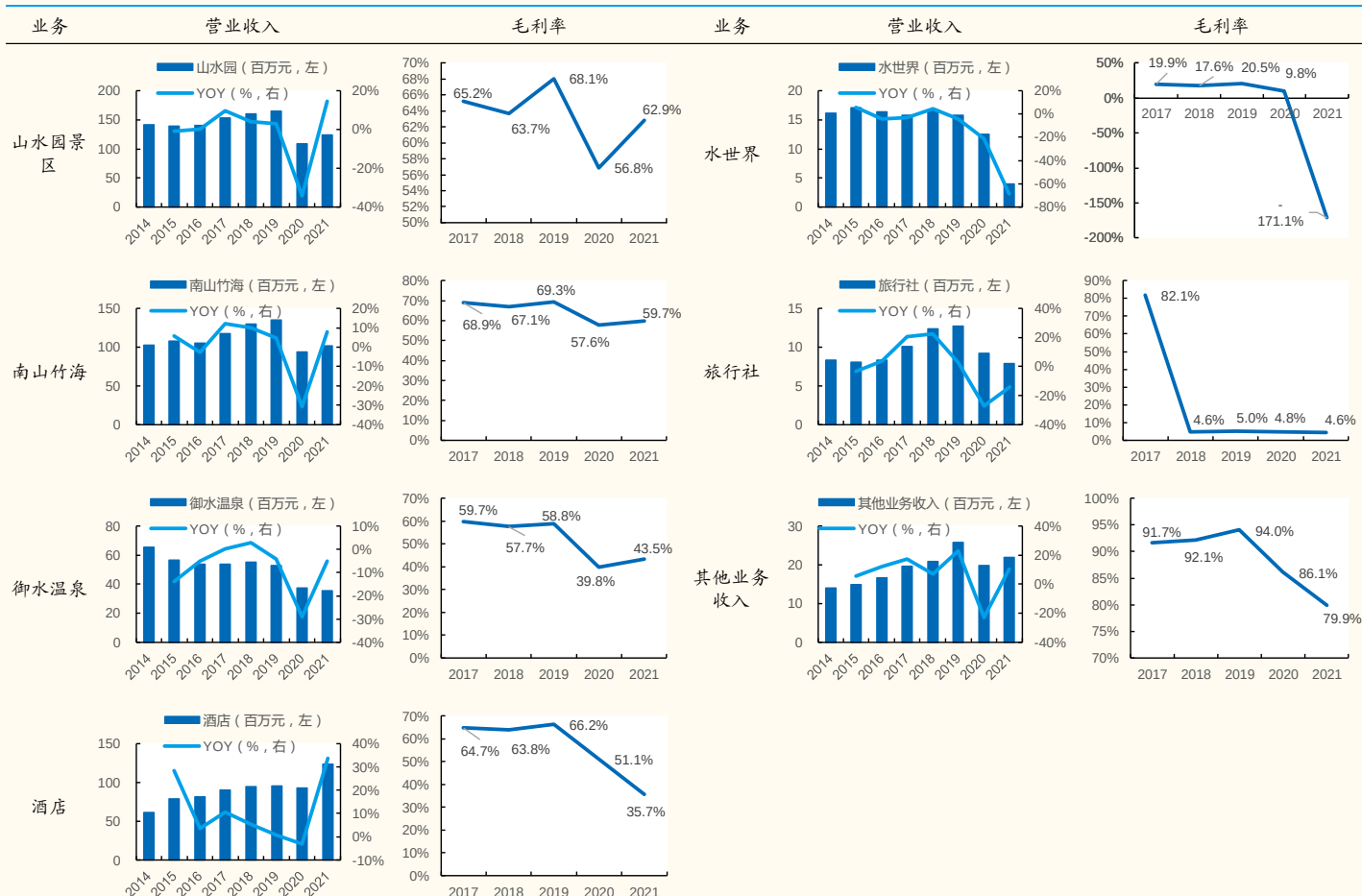
业务	图示	简介
山水园景区		景区四面群山枕水, 坐船游湖, 可欣赏两岸风光。景区内拥有湖里山、龙兴岛、中国茶岛等景点, 拥有山水文化、鱼文化、茶文化等休闲度假文化, 水上摩托艇、高速艇、香蕉船、拖水圈和高空升降等动感项目。
南山竹海		以竹文化为主题的国家AAAAA级景区, 集自然资源、生态保护和旅游观光为一体, 是长三角地区有名的天然氧吧和度假胜地。
御水温泉		五星温泉主题景区, 竹海森林里的温泉。60个户外泡池, 六大泡池区域各具特色, 山顶至高处的360°竹尖观景温泉, 可供游客修生养息和度假休闲。
御水温泉系列		御水温泉·竹溪谷酒店: 中国野奢酒店标杆, 一站式管家服务。50栋独栋式客房错落隐于竹海, 环绕山谷而建。每栋客房均自带独立泳池和独立温泉泡池, 共120间舒适客房。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。御水温泉度假酒店: 五星级现代度假酒店, 拥有各类景观客房与套房共计261间, 配备中西餐厅、各类大小会议室与多功能厅, 提供度假休闲、商务洽谈和培训团建场所。
酒店		遇·天目湖酒店: 轻奢度假型酒店, 共81间/套客房, 原木系和藤编家具, 配套现代化品牌设施, 主打情侣度假和亲子出游。遇·十四涧酒店: 高端全湖景酒店, 共14间客房, 山水园景区内唯一临湖亲水, 包括湖畔大床和带阁楼家庭房等。
特色系列		南山阁/南山竹海客栈: 江南庭院式精品酒店, 拥有各类特色客房167间, 传统徽派建筑风格与现代建筑风格融合。拥有独立会场, 环境清幽。千采旬/御水温泉客栈: 邻近御水温泉度假酒店, 拥有41间客房, 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。湖畔露营帐篷基地: 帐篷营地位于天目湖山水园湖畔区域, 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。
水世界		毗邻自然山水类景区的水上乐园, 每年暑期开放, 配有数十种进口设备, 是亚洲领先的生态型水世界。
旅行社		全国百强旅行社, 是公司一站式旅游模式强大的纽带, 为全域旅游及全产业链提供市场化、定制化服务。公司充分运用旅行社多元化业务的整体资源和优势, 将每个资源和业务单元协作松散相互脱节的“点”, 紧密为上中下游有机紧密合作运营的“链”。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 山水园、南山竹海为公司营收贡献主要来源, 酒店为疫情间重要增量。疫情前公司景区营收稳步上升, 2020 年受疫情影响有所下滑, 2021 年山水园景区、南山竹海分别实现收入 1.2 亿元/+14.4%、1.0 亿元/+7.8%, 二者营收占比达 53.9%, 仍为公司主要贡献点。酒店业务 2021 年实现突破性增长, 收入达 1.2 亿元/+33.7%, 仅次于山水园景区, 主因疫情企稳、周边游持续高热度, 以及遇·天目湖、遇·十四涧、御水温泉竹溪谷酒店开业。酒店业务相比景区来说更易打开收入增长想象空间, 利好公司规模扩张。
- 景区及温泉业务受益于疫后客流恢复, 毛利率迅速回升, 但水世界因闭园、酒店业务因新店前期爬坡, 毛利率有所下降。景区及温泉业务成本(人员、折摊等)较为刚性, 客流一旦恢复, 随营收水平上行刚性成本将被摊薄,

毛利率可实现快速回升，2021 年公司景区业务毛利率为 61.5%/+4.3pct，温泉业务毛利率 43.5%/+3.7pct。水世界因疫情冲击闭园，2021 年毛利率为-171.1%/-180.9pct。酒店业务 2021 年毛利率为 35.7%/-15.4pct，因新开酒店初期引流所需付出较高前期成本，但随酒店逐渐爬坡，未来物料等成本占比有望下行。旅行社业务成本以职工薪酬为主，2021 年毛利率为 4.6%/-0.2pct。

图表 3：分业务营收与毛利率情况

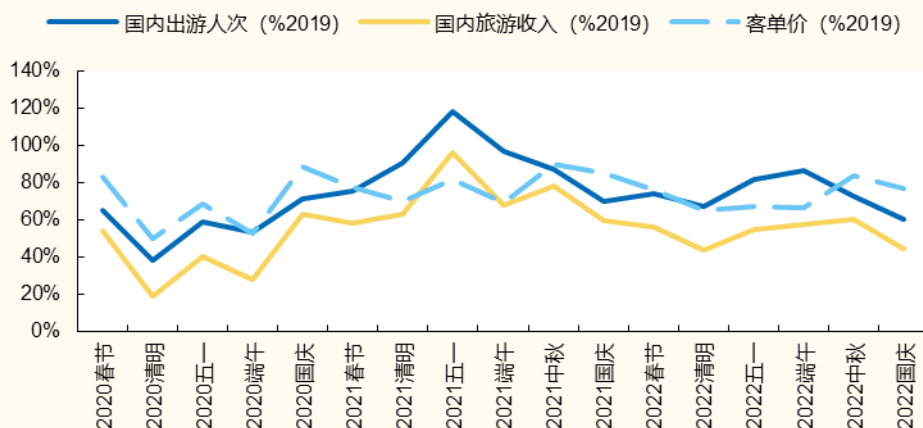


来源：公司财报，国金证券研究所

2、疫情扰动下周边游火热，“旅游+”重塑休闲度假模式

- 疫情扰动下跨省出行受限，居民旅游需求多通过本地游、周边游等出行方式释放，近期周边游消费力有所提升。国内疫情防控动态清零总方针不变，疫情反复下消费者更倾向于本地及周边游产品，据携程数据，2022 年国庆假期本地周边旅游订单占比达 65%，2 小时高铁出行圈人次占比近 6 成，而本地周边游人均花费较去年同期增长近 30%，疫情前出国旅游人数每年超过 1 亿人次，海外消费超过 1300 亿美元，如今出国旅游仍受部分限制，但高消费群体旅游娱乐等精神需求没有降低，推测周边游消费力提升主因供给端优秀产品增多，消费回流程度增大所致。

图表 4：疫情后节假日旅游人次、收入、客单价相比 2019 年同期恢复情况



来源：文旅部，国金证券研究所

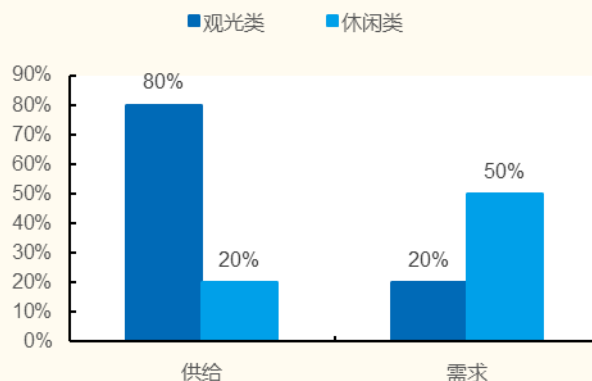
- 观光游逐渐向休闲度假转变，国内优质休闲度假产品较为稀缺。休闲度假以理性化的休闲、养息、放松为主，有着停留时间长、消费额较大、活动方式比较固定的消费特点。根据《中国文旅市场投资与开发趋势》数据，目前国内有超过 80%景区为观光型景区，休闲度假景区占比仅 20%左右。但是需求端超过 50%为休闲度假需求，反映目前国内存在休闲度假类产品供需错配问题，高品质休闲度假产品更具稀缺性。目前国内高端休闲度假产品面临投入大、回收慢，差异化难，重房产、轻文旅等痛点，我们认为具备资本运作能力、运营能力和品牌力的玩家更有机会突围。

图表 5：旅游行业发展阶段



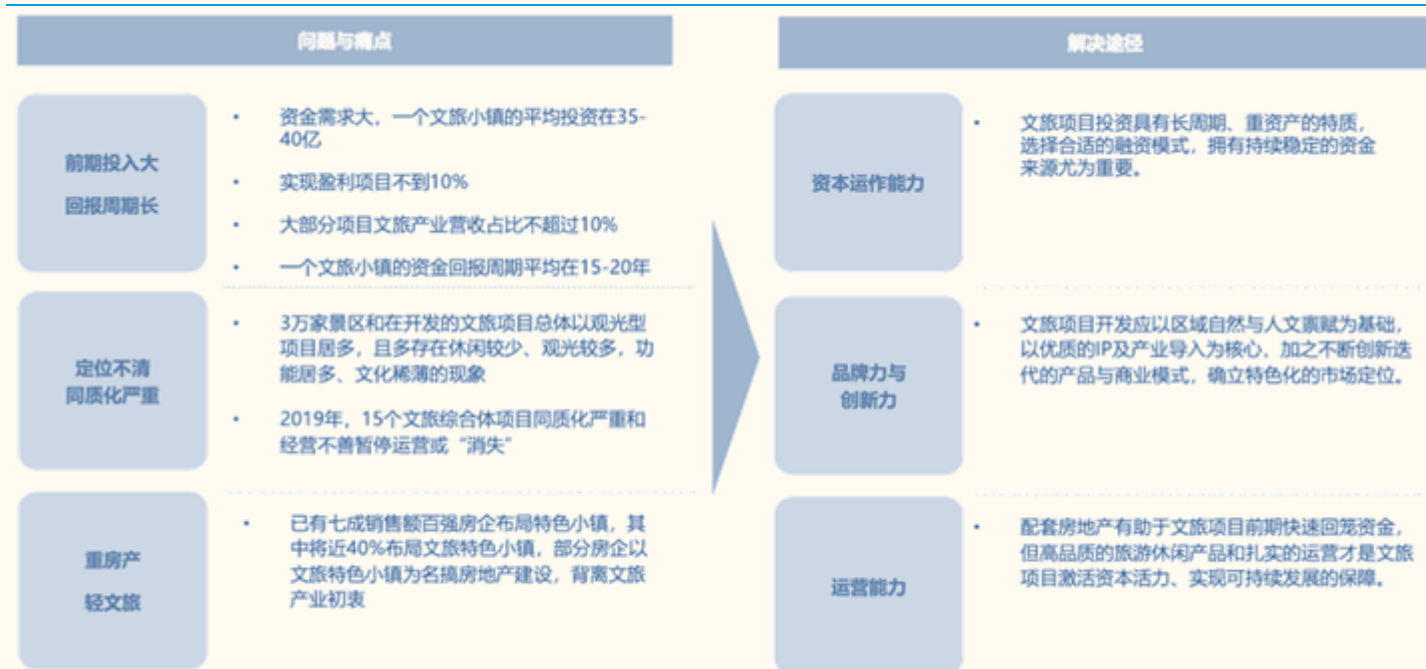
来源：《中国文旅市场投资与开发新趋势》演讲，国金证券研究所

图表 6：国内观光类与休闲类景区供给市场情况



来源：中国旅游研究院，文旅部，国金证券研究所

图表 7：观光游向休闲游切换，看好资本运作、运营能力兼备玩家突围



来源：复星旅文 2021 投资者开放日公开资料，国金证券研究所

- 国有景区门票受政策管控，二次消费成为景区盈利增长点。为了完善景区门票管理机制，对不合理定价进行约束，提高客流，拉动内需，刺激经济增长，国家发改委发布了一系列推动景区门票降价的政策。2018 年 6 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》，推动国有景区门票价格回归合理区间，增强居民消费意愿，促进旅游综合消费能级提升，而民营景区在政策督导与竞争压力下也较难提升门票价格。据国家发改委消息，全国共有 981 个景区宣布免费开放或降低门票价格，其中 5A 和 4A 级景区占比 70.6%，降幅超 20% 的景区逾五成。为了摆脱门票经济，很多景区大力发展索道、攀岩、演艺、文创产品等多种二次消费产品。旅游产业链条长，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，因位于景区内部具有一定的稀缺性，往往毛利率较高，开发游客二次消费项目既能给景区创造利润，又能提高游客的便利性和满意度。

图表 8：景区门票降价政策

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

来源：国家发改委，国务院，国金证券

3、基本面稳定，区位+产品+运营优势显著

3.1、地理位置优越，辐射长三角客群

- 天目湖 3 小时驾车圈覆盖上海/江苏/浙江/安徽多地，地理位置优越。公司景区位于溧阳市，高铁北至北京，西至洛阳，南至厦门均有直达，自驾方面，沪宁高速、宁杭高速、杨溧高速等穿越天目湖，自驾出行较为便利，预计 2024 年沪苏湖铁路建成，之后天目湖景区将加入上海一小时交通圈，获客能力再度提升。

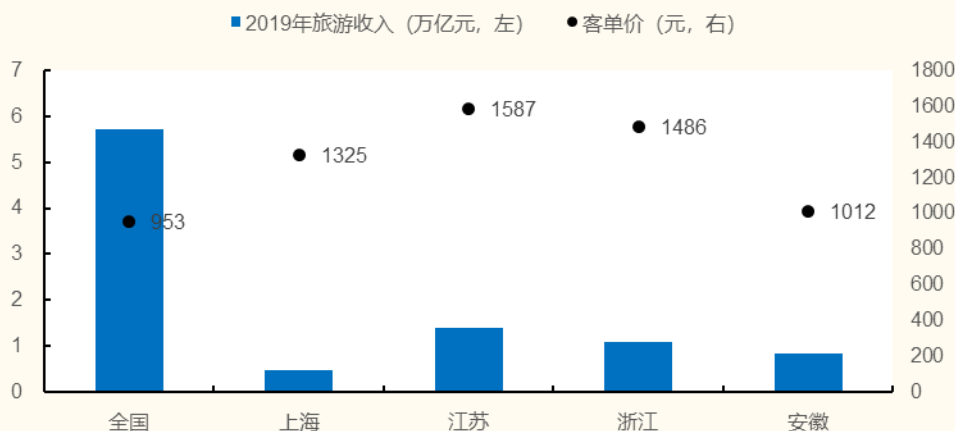
图表 9：天目湖景区地理位置优越，出行便利

交通工具	省份	城市站点	时间
高铁或驾车	江苏	南京南、宜兴、徐州东	3 小时内
	浙江	温州南、杭州东、苍南、宁波、江山、千岛湖、绍兴东、宁海	
	安徽	合肥南、黄山北、阜阳西、淮北、蚌埠南、亳州南	
	上海	上海虹桥	
	湖北	汉口、武汉	
高铁直达	山东	烟台、青岛、济南西	3-5 小时
	福建	厦门北、平潭、龙岩	
	江西	南昌西	
	河北	石家庄	
	河南	郑州东、洛阳龙门	
	北京	北京南	5 小时以上
	广东	深圳北	
	云南	昆明南	
	辽宁	沈阳北	
	广西	南宁东	

来源：国家铁路局，高德地图，国金证券研究所

- 长三角地区消费力较强，出游意愿高。疫情前公司约有 70% 的游客来自长三角，且散客居多，根据携程《2022 年国庆预测报告》，国庆节期间长三角旅游订单占比达 43%，全国航班热门目的地前 10 名中有上海、杭州、南京 3 地上榜，订单占据近 1/3。长三角区域游客数量丰富、消费能力强，对旅游度假品质要求较高，2019 年长三角三省一市的国内旅游总收入为 3.77 万亿元，占全国旅游总收入的 65.6%，从旅游人次来看，长三角全年共招待 27.8 亿人次，占全国旅游总人次的 46.3%，客单价均高于全国水平。

图表 10：2019 年长三角地区旅游客单价高于全国水平



来源：文旅部，国金证券研究所

3.2、产品矩阵完善，二次消费打开客单价天花板

- 打造一站式休闲度假目的地，多样产品矩阵满足消费者旅游全套需求，协同发展多向导流。公司旗下山水园和南山竹海均为 5A 级景区，景区内配套水世界、御水温泉、酒店等优质产品，发挥产品协同作用，利于提升游客逗留天数与客单价。除游客观光度假之外，也提供商旅会晤、定制宴会、研学旅游等专项服务，旗下天目湖旅行社可以提供标准化、定制化的出行安排与服务。
- 酒店产品形成差异化矩阵，主要涵盖中高端客群。2009-2014 年开业酒店包括御水温泉客栈、御水温泉度假酒店和南山竹海客栈。均位于南山竹海和御水温泉片区。2020 年又重磅推出南山竹海片区的御水温泉·竹溪谷酒店定位五星野奢，包含 50 栋单体酒店共 120 间客房，每栋客房均自带无边泳池和独立温泉泡池，配备管家提供专享服务，竹溪谷娱乐中心配套了高端会所和全竹景餐厅，提供文创阅读、泳池娱乐、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约 41%，2022 年受益疫情企稳+暑期旅游旺季，单 3 季度出租率达 80%以上，平均房价超 2500 元，远超南山竹海景区周边酒店水平。公司为了弥补山水园周边配套酒店不足的问题，在 2020-2021 年新成立了遇系列酒店，包括遇·十四澜酒店（全湖景房）、遇·天目湖酒店（轻奢亲子）、湖畔帐篷营地（打造夜游经济）。

图表 11：景区周边酒店布局情况

酒店	是否天目湖旗下	推出时间	酒店定位	档次	所属景区	特色	客房数量（间）	客房价格区间（元）
千采旬/御水温泉客栈	是	2009 年	养生休闲/亲子旅居	中档级三星	南山竹海	近御水温泉，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	41	544-833
御水温泉度假酒店	是	2010 年	高端休闲度假/商务洽谈/公司团建	豪华型五星级	南山竹海	近御水温泉，五星级现代度假酒店，配备中西餐厅、各类大小会议室与多功能厅	261	1280-3880
南山澜/南山竹海客栈	是	2014 年	养生休闲/亲子旅居	高档型四星	南山竹海	与南山竹海相邻，可步行至御水温泉，江南庭院式精品酒店，传统徽派建筑风格与现代建筑风格融合。拥有独立会场，环境清幽	167	599-1480
御水温泉·竹溪谷酒店	是	2020 年	情侣/亲子游旅居场所	野奢型五星级	南山竹海	近御水温泉，建于竹海之中，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	120	4320-14888
遇·十四澜酒店	是	2020 年	情侣/亲子游旅居场所	豪华型五星级	天目湖	山水园景区内唯一临湖亲水，包括湖畔大床和带阁楼家庭房等	14	1036-2565
遇·天目湖酒店	是	2021 年	情侣/亲子游旅居场所	豪华型五星级	天目湖	近山水园景区，原木系和藤编家具，配套现代化品牌设施	81	800-2683
南山竹海安雲·悦南山度假酒店	否	2018 年	养生休闲/亲子旅居	豪华型五星级	南山竹海	近南山竹海风景区，有亲子乐园，配备室外私汤和温泉套房	124	880-10447
南山和园开元名都度假村	否	2020 年	高端休闲度假/商务洽谈/公司团建	高档型四星	南山竹海	北邻天目湖，南接竹海，背靠御水温泉，有儿童专属娱乐区的套房，有树屋主题、星空主题、独角兽主题等的亲子房型	185	599-2778
美芥山野温泉度假村	否	2016 年	养生休闲/亲子旅居	豪华型五星级	南山竹海	建于竹海中，有山野温泉泡池和泳池，每栋树屋含独立温泉泡池，提供马术、果蔬采摘等亲子体验项目	31	3098-14498

来源：携程旅行，国金证券研究所；注：房价数据统计截至 2022/10/21

- 御水温泉、水世界形成季节性互补，平滑淡旺季客流波动。夏冬两季是传统自然景区的淡季，公司 2010 年投运御水温泉度假项目以丰富冬季市场，后推出天目湖水世界拉动夏季消费。御水温泉成人门票为 258 元/人，有亲

子区、竹间泡池区、动感区、私人汤屋等多个汤池区，其中鱼疗（25 元/人）、浴袍（15 元/人）和私人汤屋为二次消费项目，此外还有特色餐饮御膳楼可供游客享用。水世界成人门票为 180 元/人，包括宝贝乐园、超级台风等多个娱乐项目，二次消费主要为储物柜和浮筏。御水温泉和水世界对南山竹海、山水园景区有一定引流作用，平滑淡旺季客流波动，一定程度上增强公司抗风险能力。

- 拓展研学游、疗休养、亲子游、培训拓展等多样化产品，打造夜公园促进本地消费。研学游方面，公司拥有全国研学旅行基地（营地），在课程设计方面涵盖自然观赏、知识科普、体验考察、文化康乐、励志拓展五大类别；疗休养方面，公司拥有江苏省职工（劳模）疗休养基地，拥有优质的休养资源，提供完善的康疗服务体系；亲子游方面，打造夏令营、冬令营、采茶之旅、亲子 DIY 系列活动、熊猫生日会等，满足游客对亲子旅游、品质旅游的需求。另外，天目湖旅游度假区夜公园项目于每年 7-8 月在山水园景区内龙兴岛举行，夜间游船、集市、水世界音乐节等活动均为常驻项目，此外每年会有不同节目设计吸引客流，首年向本地客群免费开放，利于提升产品知名度与本地消费粘性。

图表 12：2022 年公司夜公园门票及主要二次消费项目价格

景区名称	景点	二次消费项目	价格
夜公园	《湖秀·天幕》演出	夜航赏灯 《湖秀·天幕》演出 餐饮	门票： 成人票：原价 120 元/早鸟票 79 元
	水世界浪潮电音节		
	夜航赏灯		夜航赏灯：原价 60 元/早鸟票 49 元
	星光造趣集市		《湖秀·天幕》演出：原价 160 元/早鸟票 79 元
	清味空间		
	摩登巡游		

来源：大众点评，国金证券研究所；注：价格数据统计截至 2022/10/7

- 多元化产品利于增加二次消费。国家发改委自 2018 年开始发布多项政策推动景区门票降价，为了摆脱“门票经济”、提高营业收入，公司各景区推出了包括交通运输、演出、纪念品、餐饮、娱乐等多种二次消费项目，满足游客多样化需求，在提高游玩体验的同时促进游客消费。园区内交通费为二次消费主导，对于体验完整项目具有必要性，两大景区山水园和南山竹海占地面积分别为 4.8 万亩/3.5 万亩，园区面积广阔，往来酒店均提供观光车等交通服务，山水园景区包含了两个独立的小岛（龙兴岛、中国茶岛），前往龙兴岛需乘游船或游艇；南山竹海内有两座海拔约 500 米的，前往鸡鸣村历史文化区需乘地面缆车，前往吴越观景区需乘架空索道，因此需要乘坐交通工具才能体验完整景区项目。

图表 13：景区内景点及主要二次消费项目一览

景区名称	景点	二次消费项目	价格
山水园景区	龙兴岛: 休闲广场(夜公园)、半月潭、白龙瀑、彩蝶谷、活体蝴蝶展馆、天目揽胜、精灵国(吉米的乐园、琳达的舞台、朵尔的村庄)	射箭场、喂兔子、精灵商场、拍照	门票(含游船): 成人票: 原价180元/APP优惠价160元 儿童票: 90元
	中国茶岛: 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)、高空飞降	老人票: 120元 门票(不含游船): 成人票: 120元 儿童票: 60元 老人票: 60元
	湖里山: 状元阁、状元柱、奇石馆、慈母堂		游船: 60元 快艇: 市场调节价
	其他: 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	游船/快艇、天立源购物中心、海洋世界、观光车	茶岛高空飞降: 60元 观光车: 15元/单程
水世界	巨碗滑道、家庭大滑板、竞速滑道、平行大水环、加勒比海水域、宝贝乐园、玛雅漂流、超级台风	储物柜、浮筏	门票单价: 成人票: 原价180元 儿童票/老人票: 120元 景区内消费单价: 标准储物柜: 押金30元, 租金30元 家庭储物柜: 押金30元, 租金50元 单人浮筏: 押金30元, 租金30元 双人浮筏: 押金30元, 租金50元 三人浮筏: 押金30元, 租金80元
	鸡鸣村历史文化区: 竹文化园、金宅、黄金桥、熊猫馆、舞狮表演	熊猫馆(衍生品售卖)、鸡鸣村(特色产品、小吃)、竹文化园(竹制产品)、商店	门票单价: 成人票: 原价90/APP优惠价80元 儿童票/老人票: 45元
南山竹海	吴越观景区: 吴越第一峰、望月亭、听涛亭、观海亭	祈福撞钟(120元3次)	景区内交通单价: 地轨缆车(往历史文化区): 80元/往返 架空索道(往吴越观景区): 80元/往返 观光小火车: 40元/双程
	游客步行道: 山海集购物、小鸟天堂、水榭长廊、中国竹雕刻精品艺术馆、翠林美食苑、南山寿翁、竹海之家	竹雕刻精品艺术馆、小鸟天堂、翠林美食苑、南山竹海古街、索道、地轨缆车、观光小火车	
御水温泉	情侣区、动感区、加料区、自然区、竹尖泡池区、亲子区、亲亲鱼疗、情侣区石板浴、矿砂浴、艾灸馆、独立汤屋、庭院汤屋、御膳楼	浴袍、亲亲鱼疗、御膳楼、独立汤屋	门票单价: 成人票: 原价258元/APP优惠价238元 儿童票/老人票: 128元 御水温泉特色SPA之旅平日票: 598元 (温泉SPA45分钟+室内私汤+室外温泉成人票) 御水温泉特色SPA之旅周末票: 698元 (温泉SPA45分钟+室内私汤+室外温泉成人票) 景区内消费单价: 浴袍: 15元/人 鱼疗: 25元/人 御膳楼: 视菜品而定, 人均100元左右

来源: 大众点评, 国金证券研究所; 注: 价格数据统计截至 2022/11/14

3.3、运营管理能力突出，引入国资利于旅游协同发展

- 旅游资源开发与运营能力较为突出。公司围绕有限自然资源，根据其不同特点，因地制宜打造景区，这些对公司景区规划、产品设计、资源整合、推广宣传、市场需求感知等能力均有较高要求，公司具备一定运营壁垒。例如旅游客群往往更注重服务与体验感，弱化价格因素，公司将不同价位游历线路做成不同套餐，VIP 线路还可配备导游进行游玩引导，旨在加速游客消费决策，提升游玩体验，一经推出终端反馈较好。
- 引入国资，利于旅游协同发展。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，成为公司第二大股东，截至 2022 年 11 月 14 日持股比例为 20.3%。国资入股后，基本不干涉公司运营，保障了上市公司的管理灵活性与高效运营发展。政企深度合作利于增强产业协同效应，公司可利用其资源整合优势将国资旗下自然资源转化为生态资本，此外，政府也发挥宣传推广作用，推动溧阳市全域旅游发展，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，为公司项目引流，充分发挥协同效应。

4、疫情期间酒店为重要增量，疫后公司恢复水平有望创新高

- 发行转债募资近 3 亿用于南山小寨二期、御水温泉一期项目改造。2020 年 2 月，公司公开发行可转债募集资金不超过 3 亿元进行南山小寨二期及御水温泉一期装修改造，期限为 6 年，2020 年 2 月 1 日调整了可转债转股价格，从 23.8 元/股修正到 23.1 元/股，截至 2021 年 3 月 31 日，尚未转股的天目转债为 2.25 亿元，占发行总量 74.8%，后续公司赎回剩余债券，并于 2021 年 5 月 19 日终止可转债上市。转债募资主要用于酒店设施升级。受疫情持续影响，为了保证施工质量，公司延长募集资金投资项目实施期限。御水温泉一期装修改造项目预计 2023 年达到预定可使用状态，南山小寨二期预计 2022 年底开工，2024 年完工，以酒店为重要主体，填补公司中高端定位的酒店产品线，届时增加客房 500 间，预计投资回收期 9.29 年（所得税后，含建设期）。

图表 14：募集资金使用进展情况（截至 2022 年 9 月 30 日）

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	22973.1	0.0	0.0%	2023 年 9 月	2024 年 9 月
御水温泉(一期)装 修改造项目	6000.0	936.2	15.6%	2022 年 9 月	2023 年 9 月
合计	28973.1	936.2	3.2%		

来源：公司公告，国金证券研究所

- 御水温泉二期项目中竹溪谷酒店 2020 年开业投入运营，共有 120 间客房，遇·十四澜酒店、遇·天目湖酒店分别于 2020 年下半年、2021 年开业，遇系列酒店合计房间 95 间。2021 年房间数（684 间）较 2019 年（460 间）相比增长 48.7%，酒店业务收入 2021 年实现 1.2 亿元，较 2019 年增长 29.4%，目前正处发力期，待公司南山小寨二期建成后预计房间总数可达 1234 间，较 2019 年底增长 168.3%。

图表 15：酒店房间数情况

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
客房数量	460	460	603	684	734	734	1234
YOY		0.0%	31.1%	13.4%	7.7%	0.0%	67.8%
御水温泉度假酒店	240	240	261	261	261	261	261
御水温泉客栈	41	41	41	41	41	41	41
南山竹海客栈	179	179	167	167	167	167	167
御水温泉·竹溪谷（2020 开业）			120	120	120	120	120
遇·十四澜（2020 开业）			14	14	14	14	14
遇·天目湖酒店（2020.11 开业）				81	81	81	81
遇·森酒店（2022.9 开业）					18	18	18
遇·碧波园（2022.11 开业）					32	32	32
南山小寨二期酒店（预计 2024.9 开业）							500

来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们以 2019 年营业收入为基准，结合竹溪谷酒店、遇系列酒店带来的平均房价提升（正向）、入住率受疫情影响和新开酒店前期爬坡影响（负向）、房间数量的增加（正向）三方面影响，假设 2022-2024 年平均 ADR 增长 2.5%/2.5%/3.0%；2022 年受华东疫情影响，预计全年平均 OCC 下滑至 38%，假设 2023/2024 年平均 OCC 恢复至 2019 年 90%/95%水平，因此 22-24 年平均 OCC 为 38%/58%/61%。2024 年因 500 间南山小寨预计于 2024 年 9 月开业，因此调整营业天数系数至 254 天（以 365 天为基准按房间数比例下调），预计 2022-2024 年非客房收入保持 38%不变。考虑房量增长、野奢高价产品加入带动平均单房价格提升、入住率回升，预计

2022-2024 年公司酒店业务收入为 1.1/2.1/2.8 亿元，同比 -14.9%/+101.9%/+32.6%。

图表 16：酒店业务收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
平均 ADR	578.9	875.8	847.2	868.3	890.0	916.7
平均 ADR YOY		51.3%	-3.3%	2.5%	2.5%	3.0%
平均 OCC	64%	39%	43%	38%	58%	61%
客房收入（百万）	62.9	57.4	76.8	65.4	132.0	175.0
非客房收入（百万）	32.8	35.2	47.1	40.1	80.9	107.3
占比	34%	38%	38%	38%	38%	38%
客房数量（间）	460	603	684	734	734	1234
营业天数系数（天）	365	280	310	270	350	254
营业收入（百万元）	95.7	92.6	123.9	105.5	212.9	282.3
营业收入 YOY		-3.3%	33.7%	-14.9%	101.9%	32.6%

来源：公司财报，公司招股书，国金证券研究所

5、项目可复制性打开成长空间，引入国资加速内生外延

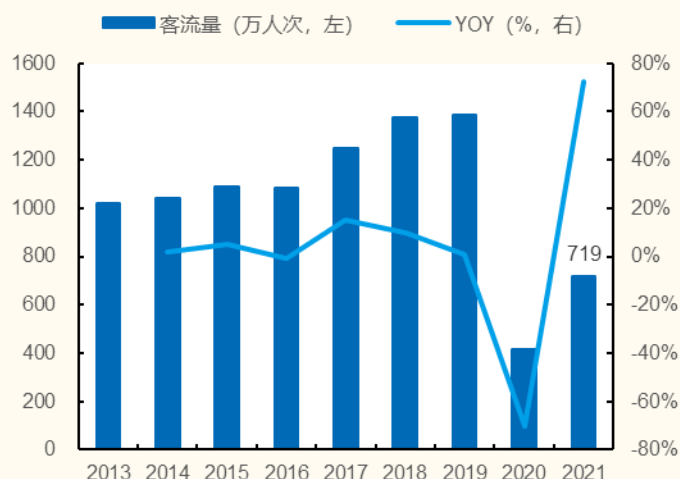
- 项目对资源依赖度低，公司扩张战略明确。公司从零开始因地制宜打造景区，主要通过对景区环境、设施、二次消费项目、度假酒店等产品进行投资建设，不断提升对游客吸引力，对资源依赖度远不及一般观光游景区，未来可复制性较强。公司自 2018 年起确立“巩固根据地，深耕长三角，聚焦城市群”的外延发展战略，持续挖掘溧阳旅游潜力，打造优质旅游平台，满足长三角地区优质客群的旅游需求，并在全国范围内，以京津冀、成渝、长三角、长江中部、珠三角五大城市群为战略布局区域，通过并购重组、投资新建的方式，目标从华东地区提升至全国一站式旅游目的地开发者。
- 与国资合作建设动物王国，利于丰富产品矩阵，与现有景区形成联动。2022 年 3 月公司宣布与天目湖控股集团出资 1 亿元合资成立动物王国旅游有限公司，公司持股比例 20%，动物王国建设周期为 5 年，预计在 2026 年投运，拟定票价 260 元，预测年营收可达 10 亿元左右，投资回报期为 9 年，综合体项目所需资金量大，国资加入为未来动物王国项目提供资金储备及土地规划上的支持。动物王国对标美国奥兰多动物王国，预期将包含较多互动性强的二次消费项目，如游乐设施、动物互动、演出等，扩大亲子游、研学游市场，并且配以度假酒店和演艺活动，打造综合性主题乐园，从地理位置来看与公司南山竹海景区距离较近，可与公司现有旅游产品形成协同效应。奥兰多动物王国是美国迪士尼度假区其中一个主题公园，在普通动物园基础上加入了迪士尼的卡通元素，与迪士尼 IP 联动从而激发游客兴趣、促进园内周边及餐饮等二次消费，2021 年奥兰多动物王国的游客量为 719.4 万人次，位于全球娱乐/主题公园客流量第 9 名。

图表 17: 奥兰多动物王国部分游乐项目



来源: 大众点评, 国金证券研究所

图表 18: 奥兰多动物王国客流量情况

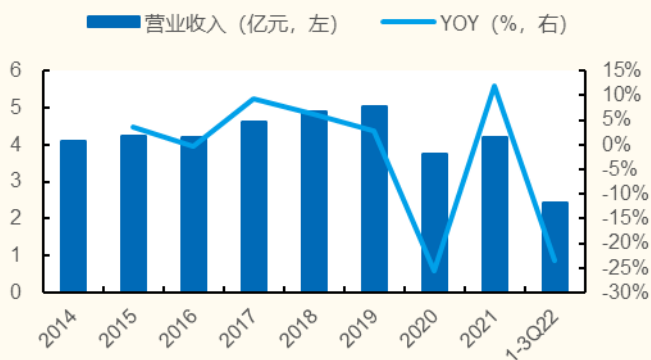


来源: TEA, AECOM, 国金证券研究所

6、财务分析: 业绩表现稳健, 现金流情况较好

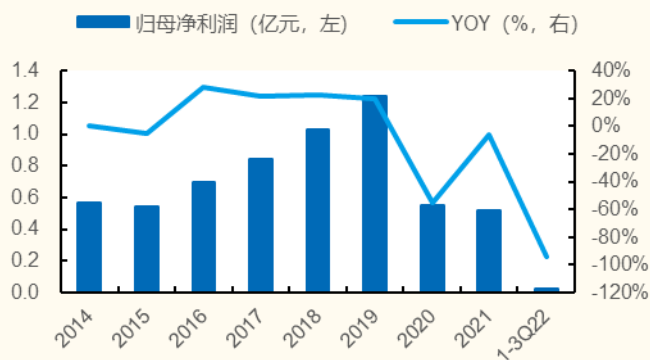
- 营收利润呈季节性波动, 疫情前业绩持续上行, 短期受疫情影响较为承压。2014-2019 年公司营收及归母净利润稳步上行, 营收/归母净利润 CAGR 达 4.2%/16.8%, 净利润增幅更大。公司营收及利润呈现季节性特征, 主因每年 12-次年 2 月正处旅游淡季客流较少, 导致正常年份一、四季度营收及利润相对较低。2020 年受疫情影响, 公司营收/利润分别下滑 26.0%/56.0%。2021 年随疫情企稳叠加遇天目湖酒店投运带来收入增量, 公司实现营收 4.2 亿元/+11.9%, 恢复至 2019 年的 83.2%, 归母净利润 0.52 亿元/-6.0%, 恢复至 2019 年的 41.6%, 利润端下滑主因项目初期爬坡。在 2022 年 3-5 月华东地区疫情波及范围广、影响程度深, 公司复苏弹性强, 第三季度有所回暖, 1-3Q22 实现营收 2.4 亿元/-23.6%, 归母净利润 0.02 亿元/-94.3%, 但随华东疫情企稳, 公司业绩恢复弹性强, 单 3 季度实现营收 1.5 亿元/+70.6%, 归母净利润 0.56 亿元/+4829.9%。

图表 19: 公司营业收入情况



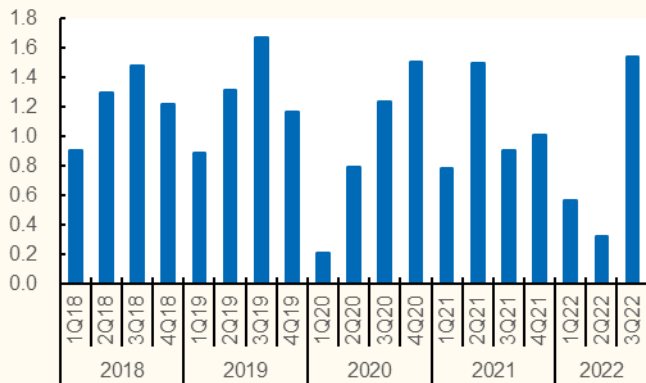
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 公司归母净利润情况



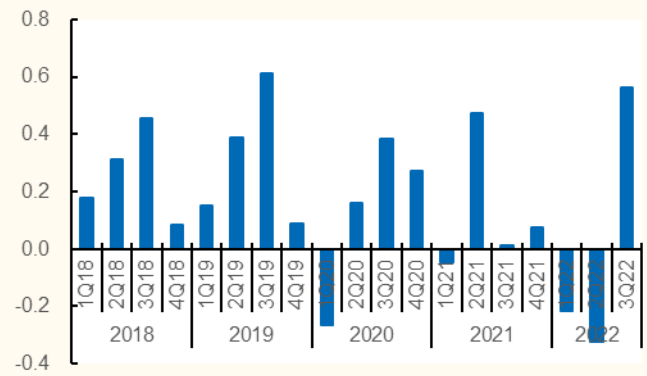
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 公司营业收入按季度 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

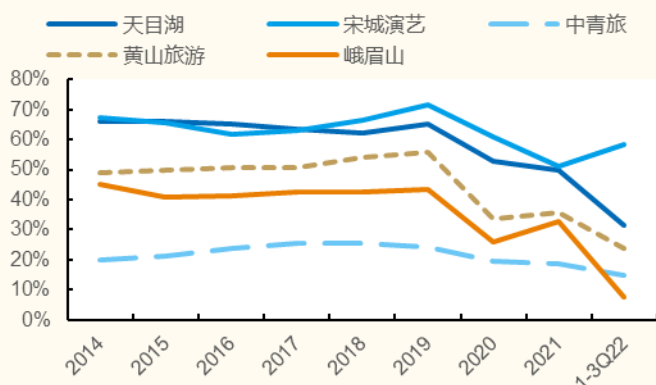
图表 22: 公司归母净利润收入按季度 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

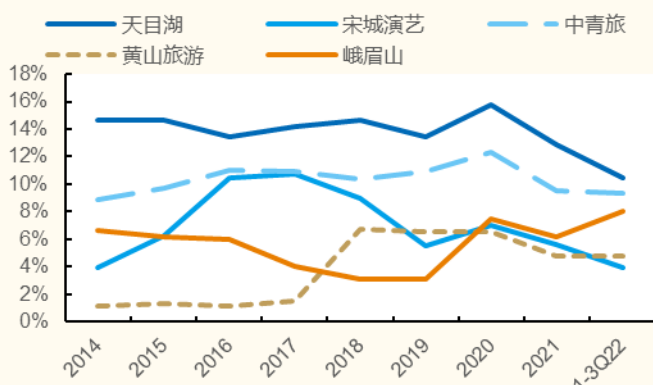
- 疫情前毛利率水平较为平稳且位于行业上游。2014-2019 年公司毛利率稳定维持在 65%左右, 处于行业较高水平。2020 年受疫情影响以及新增项目爬坡影响, 毛利率下降 12.7pct 至 52.6%。2021 年毛利率继续下滑 2.6pct 至 50.0%, 主因遇·天目湖酒店投运带来的运营成本增速高于收入增速。因 2 季度华东地区疫情影响, 景区客流骤减下营收表现不佳, 而公司固定成本支出 (人员、折摊) 较为刚性, 因此 1-3Q22 毛利率同比下滑 18.5pct 至 31.5%。
- 费用率处于较高水平, 在疫情反复下费用压力加大。2014-2019 年, 公司销售费用率约为 14%, 高于行业销售费用率平均水平 8%, 主因公司每年投入广告宣传费用较多, 公司广告费约占营收的 6%, 高于行业平均水平 3%, 2019 年公司广告费 0.2 亿元, 占公司营收的 4.1%。此外, 公司酒店业务中职工薪酬及能源费用作为销售费用核算, 在一定程度上拉高了销售费用率。管理费用率由 2014 年的 18.4%逐年下降至 2019 年的 14.7%, 优化明显, 主因公司营收增长下折旧费、物料消耗逐渐收窄。2020 年受疫情影响, 营收下滑, 销售费用率为 15.7%/+2.3pct, 管理费用率为 19.2%/+4.5pct。2021 年随营收恢复, 费用率得到控制, 销售费用率为 12.9%/-2.8pct, 管理费用率为 18.3%/-0.9pct。1-3Q22 受长三角区域疫情扰动, 营收下降, 营销费用减少, 销售费用率为 10.5%/-2.4pct, 管理费用率为 21.7%/+3.4pct。
- 高毛利表现下盈利水平位于行业中上游, 短期受疫情影响有所承压。2014-2019 年公司归母净利率由 15.6%上升至 28.1%, 2020 年受疫情扰动, 公司归母净利率下降 10.7pct 至 17.4%, 但仍高于行业平均水平, 主因公司产品多元化, 以及疫情后周边游火热, 公司辐射长三角客群, 区位优势明显, 抗风险能力较强。近两年酒店新项目 (竹溪谷、遇系列等) 投运带来收入增量, 但疫情反复下营收尚未完全恢复, 叠加项目投运增加运营成本, 2021 年公司归母净利率继续下滑 2.9pct 至 14.5%。公司 1-3Q22 归母净利率下降 13.0pct 至 1.5%, 主因公司主要消费群体所在的长三角区域疫情严重、防控措施严格, 但随华东疫情企稳, 公司盈利能力环比改善, 3Q22 净利率环比提高 145.4pct 至 39.3%。

图表 23: 可比公司毛利率



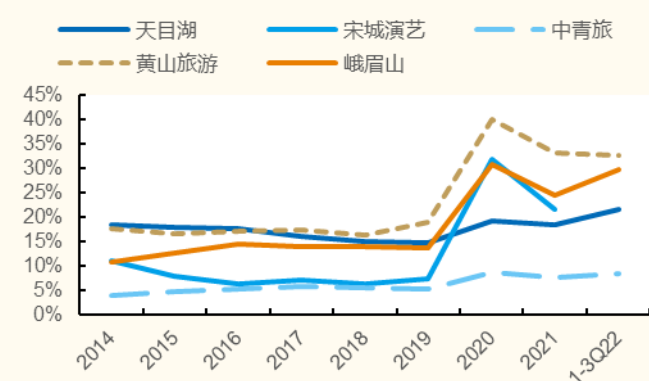
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 可比公司销售费用率



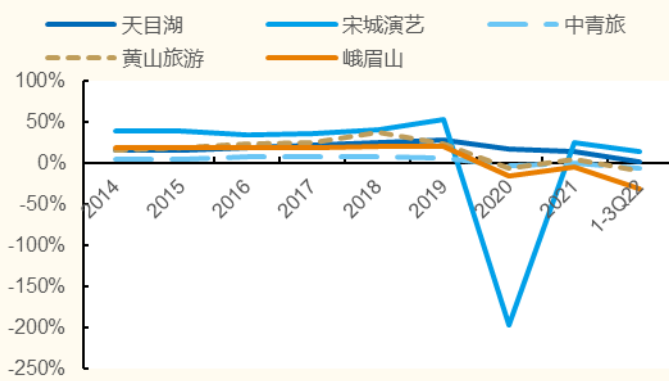
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 可比公司管理费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

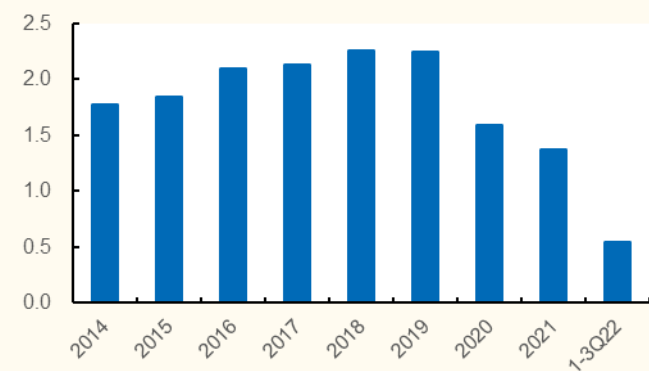
图表 26: 可比公司归母净利润率



来源: Wind, 国金证券研究所

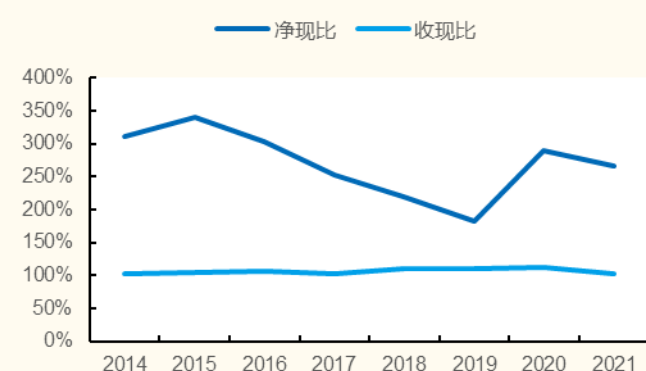
- 公司现金流充沛, 盈利质量较高。2014-2019 年, 公司经营性现金流稳步上升, 从 1.8 亿元增加至 2.3 亿元。2020-2021 年受疫情影响, 经营性现金流有所下滑。1-3Q22 经营性现金流继续下滑至 0.5 亿元, 主因 2022 上半年疫情严重, 公司经营承压, 但三季度有所回暖。公司净现比、收现比均长期大于 1, 主因公司营收主要来源于景区和酒店业务, 现款结算比例高, 盈利质量较好。

图表 27: 公司经营性现金流情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 公司净现比、收现比情况



来源: Wind, 国金证券研究所

7、盈利预测与投资建议

7.1、盈利预测

- 景区行业目前盈利预测的假设主要来自于对疫情恢复速度的博弈，这与公司未来业绩表现相关度极高，2022 年旅游市场仍受疫情扰动影响，但从政策来看，我们认为国家目前仍然坚持“动态清零”总方针不动摇，但也同时要求提高科学精准防控水平，整体防疫政策实施将更加精准化、人性化，疫情缓和、政策放松虽迟必到，我们预计未来疫情影响逐渐减弱。从市场需求来看，旅游出行作为精神消费一部分展现出较强恢复弹性，公司同时具备区位（辐射长三角高消费群，直达交通便利）、产品（优质度假酒店配套，二消占比高）、运营优势（机制灵活、终端感知力强、国资入股助力扩张），或率先受益于疫情复苏，收入及毛利率水平逐渐恢复。结合行业和公司情况我们对公司未来收入、成本、费用作以下假设：
- 景区：公司持续进行山水园和南山竹海景区新建及改造项目，例如 2021 年底南山竹海三期小鸟天堂项目、2022 年夜公园项目、海洋世界升级改造、围绕中心区核心吸引物打造与商业业态转型、完成水世界扩建和亲子童玩产品扩充等，对景区起到一定的引流作用，丰富了二次消费产品矩阵。预计 2023 年疫情负面影响大幅减弱，旅游业回暖，景区客流基本恢复到疫情前水平，带动公司收入和毛利率提升。2024 年南山小寨二期顺利开业，行业重回疫情前的增长轨道，疫情前国内旅游收入增速约为 12%左右，公司由于产品品质、经营效率较高，预计增速将超越行业整体。预计 2022-2024 年山水园、南山小寨营收分别恢复至 2019 年 60%/95%/115%的水平，景区业务总收入为 1.8/2.9/3.5 亿元，增速为-20.1%/+58.3%/+21.1%，山水园、南山竹海毛利率分别为 46.7%/63.7%/66.3%、49.9%/65.4%/67.4%。
- 酒店：公司打造了从亲子到野奢等不同档次酒店产品，终端反馈良好，预计公司酒店业务收入 2022-2024 年为 1.1/2.1/2.8 亿元，同比 -14.9%/+101.9%/+32.6%，（详见前文酒店部分收入预测），毛利率为 27.5%/57.0%/62.0%。
- 温泉：温泉业务与景区及酒店形成协同效应，公司 2020 年发行可转债用于御水温泉一期装修改造项目，主要包括周边酒店改造升级、温泉内部装修以及各类配套设施的升级，有助于优化产品质量、提升竞争力。假设 2022-2024 年温泉业务收入分别恢复至 2019 年的 70%/95%/115%，收入为 0.37/0.50/0.61 亿元，同比 +4.1%/+35.7%/+21.1%，毛利率为 40.1%/56.5%/59.0%。
- 水世界：2021 年暑期受疫情与台风冲击，营收低于预期。2022 年暑期水世界正常营业，客流增加。预计 2022-2024 年水世界业务收入分别恢复至 2019 年的 70%/95%/110%，收入为 0.11/0.15/0.17 亿元，同比 +182.4%/+35.7%/+15.8%，毛利率为 8.4%/14.0%/19.5%。
- 旅行社：旅行社业务为连接各景区业务纽带，预计 2022-2024 年旅行社业务恢复至 2019 年的 70%/95%/110%，收入为 0.09/0.12/0.14 亿元，同比 +12.1%/+35.7%/+15.8%，毛利率为 4.1%/4.8%/4.9%。
- 综上，我们预测公司 2022-2024 年总收入为 3.6/6.0/7.5 亿元，同比 -13.9%/+66.4%/+24.7%，毛利率为 40.8%/59.7%/63.1%。

图表 29：公司各业务收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	恢复至 2019 年水平		
									2022E	2023E	2024E
总营收	460.7	489.4	503.2	374.2	418.6	360.6	600.0	748.1	71.7%	119.2%	148.7%
yoy	9.2%	6.2%	2.8%	-25.6%	11.9%	-13.9%	66.4%	24.7%			
景区业务	271.4	289.2	300.2	202.5	225.4	180.1	285.2	345.2	60.0%	95.0%	115.0%
yoy	10.7%	6.6%	3.8%	-32.5%	11.3%	-20.1%	58.3%	21.1%			
山水园	153.6	159.8	164.8	108.4	124.1	98.9	156.6	189.5	60.0%	95.0%	115.0%
yoy	9.7%	4.0%	3.1%	-34.2%	14.4%	-20.3%	58.3%	21.1%			
南山竹海	117.7	129.4	135.4	94.1	101.4	81.2	128.6	155.7	60.0%	95.0%	115.0%
yoy	12.0%	9.9%	4.6%	-30.5%	7.8%	-19.8%	58.3%	21.1%			

酒店	90.1	95.0	95.7	92.6	123.9	105.5	212.9	282.3		110.2%	222.4%	294.8%
yoy	10.5%	5.4%	0.7%	-3.3%	33.7%	-14.9%	101.9%	32.6%				
御水温泉	53.7	55.3	52.9	37.5	35.6	37.1	50.3	60.9		70.0%	95.0%	115.0%
yoy	0.1%	3.0%	-4.2%	-29.1%	-5.2%	4.1%	35.7%	21.1%				
旅行社	10.1	12.4	12.7	9.2	7.9	8.9	12.1	14.0		70.0%	95.0%	110.0%
yoy	20.6%	22.6%	2.7%	-27.3%	-14.1%	12.1%	35.7%	15.8%				
水世界	15.8	16.6	15.8	12.5	3.9	11.1	15.0	17.4		70.0%	95.0%	110.0%
yoy	-3.1%	4.5%	-4.5%	-21.0%	-68.6%	182.4%	35.7%	15.8%				
其他业务收入	19.6	20.9	25.8	19.9	21.9	18.0	24.5	28.3		70.0%	95.0%	110.0%
yoy	17.4%	7.1%	23.0%	-22.8%	10.1%	-17.6%	35.7%	15.8%				

来源：公司财报，国金证券研究所

- 费用端：公司费用管控能力较强，2022 年在疫情反复下，公司营销投放更加精准，后续随客流回升、新酒店开业，营销占比或有所增加，预计 2022-2024 年公司销售费用率为 10.3%/12.0%/13.0%；因折摊、人员工资等固定支出较刚性，因此 2022 年管理费用压力增加，预计未来随疫情企稳叠加公司运营管理更加精细化，管理费用压力或有所减轻，预计 2022-2024 年公司管理费用率为 21.1%/15.0%/14.0%。

图表 30：公司费用率、归母净利润情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	63.7%	62.1%	65.3%	52.6%	50.0%	40.8%	59.7%	63.1%
山水园	65.2%	63.7%	68.1%	56.8%	62.9%	46.7%	63.7%	66.3%
南山竹海	68.9%	67.1%	69.3%	57.6%	59.7%	49.9%	65.4%	67.4%
酒店业务	64.7%	63.8%	66.2%	51.1%	35.7%	27.5%	57.0%	62.0%
温泉	59.7%	57.7%	58.8%	39.8%	43.5%	40.1%	56.5%	59.0%
旅行社业务	82.1%	4.6%	5.0%	4.8%	4.6%	4.1%	4.8%	4.9%
水世界业务	19.9%	17.6%	20.5%	9.8%	-171.1%	8.4%	14.0%	19.5%
其他业务	91.7%	92.1%	94.0%	86.1%	79.9%	85.0%	90.0%	92.0%
销售费用	65.41	71.72	67.48	58.91	53.80	37.30	72.00	97.25
管理费用	73.35	73.42	74.19	71.76	76.69	76.26	90.00	104.73
销售费用率	14.2%	14.7%	13.4%	15.7%	12.9%	10.3%	12.0%	13.0%
管理费用率	15.9%	15.0%	14.7%	19.2%	18.3%	21.1%	15.0%	14.0%
归母净利润	84.5	103.2	123.7	54.9	51.5	24.9	131.5	177.3
YOY	21.9%	22.2%	19.9%	-55.6%	-6.2%	-51.6%	427.6%	34.9%
归母净利率	18.3%	21.1%	24.6%	14.7%	12.3%	6.9%	21.9%	23.7%

来源：公司财报，国金证券研究所

7.2、敏感性分析

- 由于公司业绩受疫情恢复程度影响较大，我们就公司各业务收入较 2019 年恢复程度、酒店业务入住率（与各业务收入恢复程度有联动关系）、总体毛利率进行敏感性分析。根据测算结果，2023E 悲观至乐观假设下（各业务营收恢复至 2019 年 75%~105%、酒店入住率为 45%~64%、毛利率为 52%~64%），公司归母净利润区间为 0.74~1.68 亿元，原假设为 1.31 亿元；2023 年归母净利润增速区间为 195.5%~574.8%，较原假设 -232.1pct~+147.2pct，我们看好公司疫后恢复弹性，原假设处于中性略偏乐观水平。

图表 31：公司 2023E 归母净利润敏感性分析（百万元）

2023 年酒店平均入住率	45%	48%	51%	55%	58%	61%	64%
2023 年各业务收入较 2019 年恢复水平	75%	80%	85%	90%	95%	100%	105%

毛利率	52%	73.6	79.2	84.9	90.5	96.1	101.7	107.4
	54%	80.8	86.9	93.0	99.2	105.3	111.4	117.5
	56%	88.0	94.6	101.2	107.8	114.4	121.0	127.6
	58%	95.2	102.3	109.4	116.5	123.6	130.7	137.8
	60%	101.4	108.9	116.4	123.9	131.5	139.0	146.5
	62%	109.5	117.6	125.7	133.8	141.9	149.9	158.0
	64%	116.7	125.3	133.9	142.4	151.0	159.6	168.1

来源：公司财报，国金证券研究所

7.3、投资建议与估值

- 综合收入、成本、费用预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 0.25/1.31/1.77 亿元，同比 -51.6%/+427.6%/+34.9%，EPS 为 0.13/0.71/0.95 元，对应 2022-2024 年 PE 为 196.9/37.3/27.7 倍。
- 我们选取 5 家可比公司对公司按市盈率法进行估值，可比公司 23E PE 中位值在 31.6x，公司区位、产品、运营等优势突出，存在复制扩张潜力，引入国资利于加速扩张，理应享受一定估值溢价，我们给予公司 2023 年 45 倍 PE，对应目标价 31.75 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 32：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	证券简称	股价		EPS				PE				总市值	
		2022/11/22	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(亿元)
300144.SZ	宋城演艺	12.80	-0.67	0.12	0.06	0.35	0.52	N/A	118.82	211.57	36.39	24.41	334.68
600138.SH	中青旅	11.55	-0.32	0.03	-0.18	0.47	0.73	N/A	353.86	N/A	24.80	15.79	83.60
600054.SH	黄山旅游	10.80	-0.06	0.06	-0.07	0.34	0.49	N/A	163.93	N/A	31.62	21.97	66.77
000888.SZ	峨眉山A	7.27	-0.07	0.03	-0.02	0.35	0.46	N/A	192.30	N/A	20.64	15.80	38.31
2255.HK	海昌海洋乐园	3.29	-0.36	0.21	-0.05	0.01	0.06	N/A	12.31	N/A	274.08	57.80	266.87
	中位数								163.93	211.57	31.62	21.97	
603136.SH	天目湖	26.33	0.47	0.28	0.13	0.71	0.95	53.83	63.74	196.86	37.31	27.66	49.05

来源：Wind，国金证券研究所；注：显示股价为 2022/11/22 收盘价

8、风险提示

- 疫情恢复不及预期。疫情仍是公司经营恢复的最大不确定性因素，疫情影响下旅游出行受限，客流下滑，导致公司营收下滑，而折旧摊销、人工成本支出较刚性，因此利润端将承受更大压力，若疫情恢复速度不及预期，公司业绩将持续承压。
- 外延扩张速度、新项目落地效果不及预期。若公司外延扩张速度及新项目落地效果不及预期，将影响公司业绩增速以及市场对公司成长能力的判断。
- 出境游放开后对周边游客流稀释风险。疫情管制下部分出境游需求向周边游转化，若未来出境游放开或对周边游客流产生一定稀释风险。
- 门票价格波动风险。国家持续推进景区门票降价措施，若门票价格降低可能会导致景区营收收窄。
- 气候变化风险。自然景区客流量与气候相关度较高，若气候不适宜出游，例如存在旺季阴雨天较多等情况，会导致客流量下降，进而影响公司营收水平。
- 股东与高管减持风险。公司股东方蕉拟自本减持计划公告披露之日（2022 年 11 月 18 日）起 6 个月内（窗口期不减持），通过竞价交易、大宗交易的方式减持不超过其直接持有的公司股份 2,616,250 股，即不超过公司股份总数的 1.40%。此前，公司方蕉在 2022 年 5 月 18 日至 2022 年 11 月 18 日期间，通过竞价交易方式累计减持公司股份 2,099,954 股，占公司总股本的 1.13%，减持完毕后占公司总股本 1.4%。此外，公司股东蒋美芳在 2022 年 1 月 14 日至 7 月 14 日期间，通过集中竞价的方式共计减持

2,460,026 股公司股份，占公司股份总数的 1.32%。减持完毕后占公司总股本的 0.43%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	503	374	419	361	600	748
增长率		-25.6%	11.9%	-13.9%	66.4%	24.7%
主营业务成本	-175	-177	-209	-213	-242	-276
%销售收入	34.7%	47.4%	50.0%	59.2%	40.3%	36.9%
毛利	329	197	209	147	358	472
%销售收入	65.3%	52.6%	50.0%	40.8%	59.7%	63.1%
营业税金及附加	-8	-1	-5	-1	-9	-11
%销售收入	1.6%	0.2%	1.3%	0.3%	1.5%	1.5%
销售费用	-67	-59	-54	-37	-72	-97
%销售收入	13.4%	15.7%	12.9%	10.3%	12.0%	13.0%
管理费用	-74	-72	-77	-76	-90	-105
%销售收入	14.7%	19.2%	18.3%	21.1%	15.0%	14.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	179	65	74	33	187	258
%销售收入	35.6%	17.5%	17.6%	9.0%	31.2%	34.6%
财务费用	7	-16	0	0	0	3
%销售收入	-1.4%	4.2%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.4%
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	14	2	2	5	6
%税前利润	0.7%	16.2%	2.7%	5.5%	2.6%	2.2%
营业利润	189	87	87	37	196	270
营业利润率	37.6%	23.4%	20.8%	10.3%	32.6%	36.1%
营业外收支	-1	-1	-1	-1	-1	-1
税前利润	189	87	86	37	195	270
利润率	37.5%	23.2%	20.6%	10.1%	32.5%	36.1%
所得税	-47	-22	-26	-9	-49	-67
所得税率	25.0%	25.0%	29.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	142	65	61	27	146	202
少数股东损益	18	10	9	3	15	25
归属于母公司的净利润	124	55	52	25	131	177
净利率	24.6%	14.7%	12.3%	6.9%	21.9%	23.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	142	65	61	27	146	202
少数股东损益	18	10	9	3	15	25
非现金支出	74	73	100	107	116	132
非经营收益	3	0	4	7	3	0
营运资金变动	6	21	-28	-22	56	42
经营活动现金净流	225	159	137	119	321	376
资本开支	-125	-172	-156	-127	-203	-253
投资	50	0	0	-12	0	0
其他	1	14	2	2	5	6
投资活动现金净流	-73	-158	-154	-137	-198	-247
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-8	342	-66	62	-39	-32
其他	-68	-91	-60	-18	-60	-77
筹资活动现金净流	-77	251	-126	43	-99	-109
现金净流量	75	252	-143	26	24	20

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	294	546	403	408	418	428
应收款项	7	15	9	11	15	17
存货	6	6	6	7	8	10
其他流动资产	11	16	12	28	29	30
流动资产	318	583	430	455	470	485
%总资产	25.7%	36.2%	26.9%	27.7%	26.9%	25.8%
长期投资	38	46	52	52	52	52
固定资产	750	850	928	947	1,037	1,162
%总资产	60.7%	52.8%	57.9%	57.6%	59.4%	61.7%
无形资产	116	115	113	112	111	110
非流动资产	918	1,026	1,172	1,190	1,276	1,397
%总资产	74.3%	63.8%	73.1%	72.3%	73.1%	74.2%
资产总计	1,236	1,609	1,602	1,645	1,747	1,882
短期借款	85	135	87	159	120	88
应付款项	50	82	87	70	64	74
其他流动负债	104	107	73	75	143	179
流动负债	239	324	248	304	327	341
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	239	86	54	40	29
负债	245	563	333	359	367	371
普通股股东权益	903	952	1,170	1,185	1,263	1,370
其中：股本	116	117	186	186	186	186
未分配利润	405	368	371	386	465	571
少数股东权益	88	94	99	102	117	142
负债股东权益合计	1,236	1,609	1,602	1,645	1,747	1,882

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.066	0.471	0.276	0.134	0.706	0.952
每股净资产	7.787	8.168	6.279	6.359	6.782	7.353
每股经营现金净流	1.940	1.364	0.735	0.640	1.725	2.017
每股股利	0.000	1.000	0.000	0.053	0.282	0.381
回报率						
净资产收益率	13.70%	5.77%	4.40%	2.10%	10.40%	12.94%
总资产收益率	10.01%	3.41%	3.21%	1.51%	7.53%	9.42%
投入资本收益率	12.43%	3.48%	3.81%	1.68%	9.34%	12.09%
增长率						
主营业务收入增长率	2.81%	-25.62%	11.86%	-13.85%	66.36%	24.69%
EBIT增长率	18.56%	-63.52%	12.78%	-55.85%	476.06%	37.96%
净利润增长率	19.86%	-55.63%	-6.17%	-51.62%	427.60%	34.88%
总资产增长率	9.66%	30.19%	-0.43%	2.69%	6.18%	7.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.3	9.3	9.1	8.5	7.0	6.5
存货周转天数	12.6	12.5	11.3	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	74.2	111.0	129.4	100.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	447.7	791.1	807.3	905.9	538.5	468.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.06%	-17.84%	-24.83%	-20.27%	-22.43%	-23.27%
EBIT利息保障倍数	-25.7	4.2	-1,476.3	151.0	-539.3	-95.8
资产负债率	19.81%	34.97%	20.80%	21.81%	20.99%	19.69%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	24	29	44	64
增持	2	14	16	25	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.29	1.37	1.36	1.36	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402