



一体化布局的江南明珠，疫后扩张外延能力彰显

——天目湖（603136.SH）首次覆盖报告

核心观点

公司为优质民营景区龙头企业，一站式旅游目的地布局日趋成熟。公司位于江苏省溧阳市，围绕天目湖山水园、南山竹海两大 5A 级景区，目前景区、酒店、温泉、水世界、旅行社等业务充分布局、连点成链。公司近年来营业收入稳健增长，费用控制能力优秀。2021 年实现营业收入 4.19 亿元，YoY+11.86%，恢复至 2019 年的 83.20%，2021 年公司多数业务毛利率均同比回升，酒店业务受新项目前期运营影响毛利率承压，未来毛利率提升确定性较强。

疫后旅游行业有望复苏，周边游、一站式旅游目的地成行业新风向。疫情发生以来旅游行业一定程度受损，目前防疫政策不断优化调整，疫后旅游行业复苏值得期待。疫情之下周边游成游客首选，且由于其便捷性、灵活性特点，在时空上、习惯上更符合游客需求，因此周边游疫后有望成为长期趋势。随居民消费升级趋势，旅游产品向度假游模式升级。景区配套酒店模式优势凸显，因此景区行业整体向一站式旅游目的地转型成趋势。

公司业务延展能力不断显现，升级、扩张、外延项目进度值得期待。

1) 大景区业务：包括山水园、南山竹海两大 5A 级景区，以及南山竹海旁的御水温泉，山水园旁的天目湖水世界。公司景区位于江苏省溧阳市，有效辐射长三角城市客群的周边游需求，区位优势明显。公司降低门票收入依赖，提高二次消费收入占比，有助于景区业务客单价、毛利率的提升。**2) 酒店业务：**景区酒店包括御水温泉系列、遇系列、特色系列。公司近年从景区向酒店业务不断延伸，彰显业务延展能力。酒店业务布局可实现公司旅游服务向衍生度假产品、向中高端产品、向多日游产品的延展，宏观意义、战略意义重大。公司新开酒店在进度、业绩两方面表现均较理想，南山小寨二期 2024 年建成以后新增 500 间客房，公司酒店客房有望实现大幅扩容。**3) 公司各业务协同发展打造一站式旅游目的地，合作国资开发动物王国项目。**公司致力打造一站式旅游目的地，依托优质景区资源不断资源整合。目前公司各业务之间有机结合、优势互补，具有良好的协同效应。公司两次以股权转让形式引入国资，2022 年 3 月，公司计划与当地政府合资开发动物王国项目，其将进一步丰富公司旅游产品类型。

投资建议

在疫情影响逐渐减弱下，公司作为江浙沪周边游首选目的地，有望在疫后率先迎来客流复苏。未来南山小寨二期建成后公司酒店客房有望实现大幅扩容，与溧阳政府合资开发动物王国项目可进一步拓宽业务条线。公司充分受益于旅游行业恢复、溧阳区位优势、政企合作优势，业绩弹性未来有望充分释放。我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 3.80/5.86/7.23 亿元，YoY-9.28%/+54.40%/+23.37%，分别实现归母净利润 0.33/1.55/2.04 亿元，YoY-35.67%/+366.95%/+32.02%。基于 12 月 30 日收盘价 27.15 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 152.67X/32.70X/24.77X，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

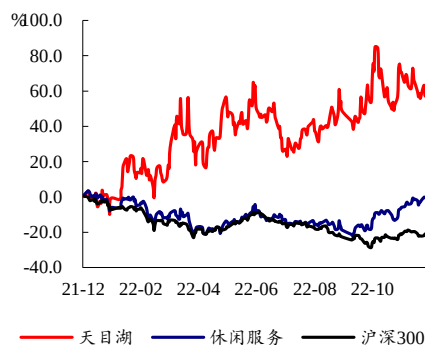
疫情恢复不及预期；门票价格管控风险；项目建设进度不及预期。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 贺晓涵
电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	186.29
流通 A 股/B 股(百万股)	186.29/0.00
资产负债率(%)	18.19
每股净资产(元)	6.29
市净率(倍)	4.32
净资产收益率(加权)	0.21
12 个月内最高/最低价	32.53/15.84

相关研究

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	418.64	379.78	586.39	723.41
增长率 (%)	11.86	-9.28	54.40	23.37
归母净利润	51.50	33.13	154.70	204.23
增长率 (%)	-6.17	-35.67	366.95	32.02
EPS (元/股)	0.28	0.18	0.83	1.10
市盈率 (P/E)	62.93	152.67	32.70	24.77
市净率 (P/B)	2.81	4.21	3.73	3.24

资料来源: 同花顺 iFind, 东亚前海证券研究所, 基于 12 月 30 日收盘价 27.15 元

正文目录

1. 优质民营景区代表企业，一站式旅游目的地构筑成熟.....	5
1.1. 区域性景区龙头，形成一站式旅游目的地整体布局.....	5
1.2. 营业收入稳健增长，毛利率回升有望催化盈利复苏.....	6
2. 防疫优化带动旅游业复苏，周边游、一站式旅游成行业风向.....	9
2.1. 防疫政策不断优化调整，疫后旅游行业复苏可期.....	9
2.2. 疫后出游半径缩短，周边游或成长期趋势.....	10
2.3. 供需两侧推动旅游产品升级，景区+住宿一站式旅游优势明显.....	12
3. 公司业务延展能力不断显现，升级、扩张、外延项目进度值得期待.....	13
3.1. 大景区业务：5A 级景区区位优势显著，二次消费项目转型明显.....	13
3.2. 酒店业务：酒店业务战略意义重大，门店扩张进展值得关注.....	17
3.3. 业务协同发展打造一站式旅游目的地，合作国资开发动物王国项目.....	19
4. 盈利预测与投资建议.....	21
5. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司股权结构（截至 2022Q3）.....	6
图表 3. 公司 2014-2021 年营业收入（亿元）.....	7
图表 4. 2013-2021 年公司整体毛利率.....	8
图表 5. 2013-2021 年公司分业务毛利率.....	8
图表 6. 2013 年-2022Q1-Q3 公司费用总额.....	8
图表 7. 2013 年-2022Q1-Q3 公司费用率情况.....	8
图表 8. 2013 年-2022Q1-Q3 公司归母净利润.....	9
图表 9. 2013 年-2022Q1-Q3 公司净利率情况.....	9
图表 10. 2022H1 国内、上海市疫情情况（人）.....	错误!未定义书签。
图表 11. 国内旅游行业受疫情影响较明显.....	9
图表 12. 2020-2022 年各节假日旅游行业较 2019 年恢复率.....	9
图表 13. 2021 年各节假日平均出游半径与目的地游憩半径.....	11
图表 14. 2021 年游客单次出行时长分布.....	11
图表 15. 近三年自驾游在国民出行中占比情况.....	11
图表 16. 2022 年清明假期不同年龄段出行方式占比.....	11
图表 17. 1994-2021 年我国居民人均旅游花费（元）.....	12
图表 18. 2021 年自由行游客人均消费水平分布.....	12
图表 19. 旅游消费升级的三个阶段.....	12
图表 20. 2021 年 2 月-2022 年 3 月露营搜索热度同比涨幅.....	13
图表 21. 两大核心景区情况简介.....	14
图表 22. 溧阳市地理位置示意图.....	15
图表 23. “溧阳一号公路”风景图.....	15
图表 24. 2014-2017H1 景区业务二次消费收入占比.....	16
图表 25. 2014-2018 年各景区二次消费收入占比.....	16
图表 26. 公司两大景区人均消费变化（元）.....	16
图表 27. 御水温泉和天目湖水世界.....	17
图表 28. 御水温泉景区.....	17
图表 29. 天目湖水世界.....	17
图表 30. 公司酒店布局简介.....	18
图表 31. 2014-2021 年公司酒店业务营业收入.....	19

图表 32.	2014-2021 年公司酒店业务毛利率情况	19
图表 33.	公司主要业务地理位置分布	20
图表 34.	2022-2024 年公司各品牌酒店营业收入预测（百万元）	22
图表 35.	2022-2024 年公司营业收入预测（百万元）	23

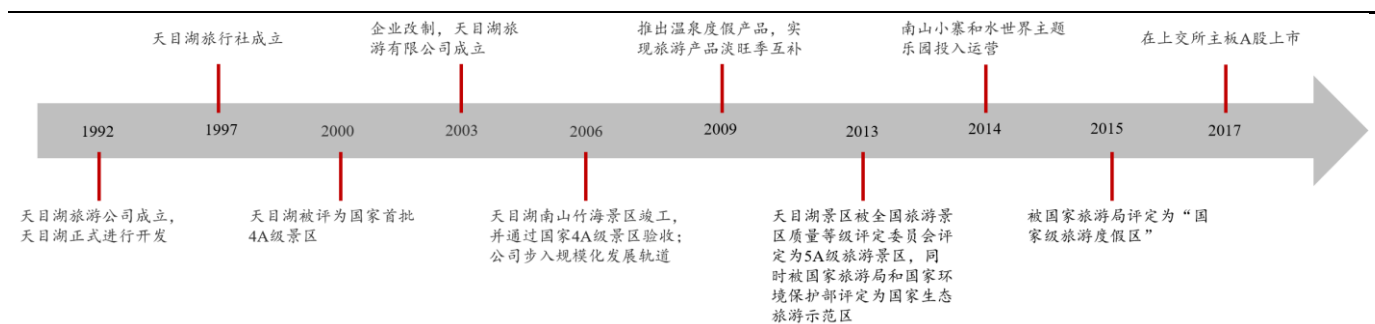
1. 优质民营景区代表企业，一站式旅游目的地构筑成熟

1.1. 区域性景区龙头，形成一站式旅游目的地整体布局

公司为区域性一站式休闲游龙头品牌。公司位于江苏省溧阳市，主营旅游景区的开发管理和经营。围绕山水园和南山竹海两大风景区，公司开拓了天目湖山水园、南山竹海、御水温泉三个 5A 级景区，在周边打造了天目湖水世界、度假酒店等配套项目，业务涵盖景区、温泉、主题乐园、酒店餐饮、商业、旅行社等全方位旅游产业链。天目山旅游度假区目前是“国家 5A 级旅游景区”、“国家生态旅游示范区”以及“国家级旅游度假区”，是长三角地区具有较强的竞争优势和品牌影响力的旅游企业之一，在长三角乃至华东地区旅游市场占据重要地位。

公司围绕天目湖景区不断拓展旅游资源，目前已经形成一站式旅游目的地的整体布局。公司所处的天目湖景区前身为 1958 年开始修筑的沙河水库。1992 年公司前身天目湖旅游公司成立，天目湖景区正式进行开发。2001 年公司推出国家首批 4A 级的湖泊型精品景区型产品——山水园景区。2003 年公司改制成为民营企业，同时开始开发南山竹海景区，南山竹海景区 2006 年被评为国家 4A 级旅游区后正式推向市场。2009 年公司在南山竹海景区附近推出御水温泉景区。2013 年天目湖景区被评定为 5A 级旅游景区、国家生态旅游示范区，2015 年被评为“国家级旅游度假区”。2017 年公司于上交所上市。

图表1. 公司发展历程

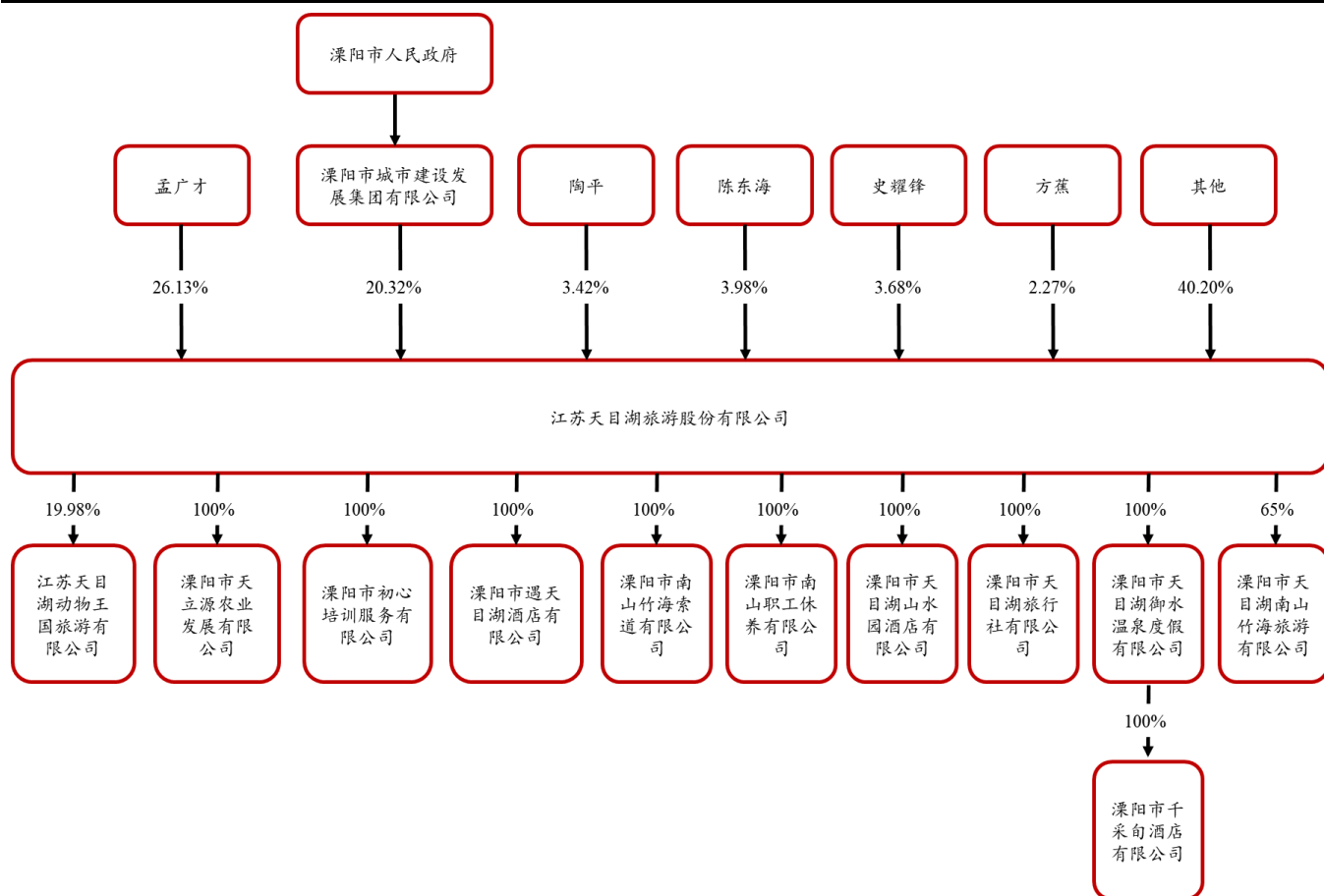


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司坚持人才内生培养路线，管理层团队稳定，对公司经营情况、发展战略较熟悉。公司控股股东为董事长孟广才，持有公司 26.13% 股权，几大自然人股东陶平、陈东海、史耀锋、方蕉均为现任或曾任公司高层。公司董事长孟广才于 2003 年公司改制时担任总经理，完成南山竹海项目开发和御水温泉项目启动，带领公司步入规模化发展轨道，于 2008 年开始担任公司董事长。总裁李淑香历任各景区分公司总经理及旅行社的多个职位，对于各个部门业务情况较熟悉。除孟广才之外，公司管理层成员均有公司基层工作经历，有较强问题解决能力和实际经验。高管均持股且担任公司

董事，能够形成有效激励并有助于战略制定及调整。

图表2. 公司股权结构（截至 2022Q3）

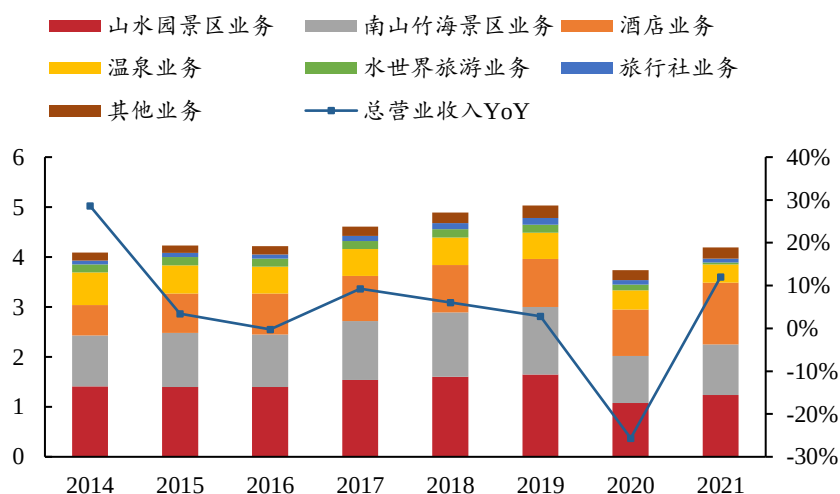


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 营业收入稳健增长，毛利率回升有望催化盈利复苏

公司营业收入近年以来稳健增长，疫后业绩小幅承压。公司营业收入由 2013 年的 3.18 亿元增长至 2019 年的 5.03 亿元，6 年 CAGR 7.94%。2020 年受疫情影响，公司实现营业收入 3.74 亿元，YoY-25.65%。2021 年公司景区、酒店业务恢复较好，全年共实现营业收入 4.19 亿元，同比增长 12.03%，恢复至 2019 年的 83.30%。2022Q1-Q3，公司实现营业收入 2.43 亿元，YoY-23.56%，受长三角地区疫情影响，公司主要景区客流减少拖累业绩恢复进程。2022 年国庆黄金周期间，天目湖旅游度假区纳入旅游统计的景区、酒店宾馆、民宿、乡村旅游区共接待游客 41.26 万人次，达到 2021 年同期的 87.29%，实现旅游营业收入 7518.86 万元，同比增长 0.09%。随着下半年疫情的逐步缓解，天目湖景区客流在国庆假期实现了恢复，未来随着防疫政策的优化以及游客出行信心的逐步恢复，周边游、跨省游都将陆续迎来复苏，公司业绩有望在防疫优化的政策方向下进入加速恢复期。

图表3. 公司 2014-2021 年营业收入（亿元）

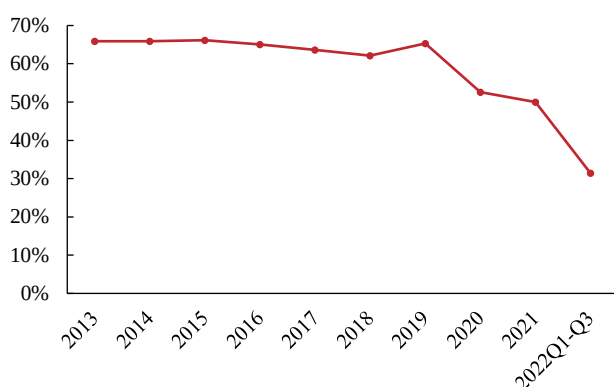


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

景区业务营收占比最高，酒店业务营收占比逐步提升。景区业务在公司总营业收入中占比最大，2021 年，山水园/南山竹海景区分别实现营收 1.2/1.0 亿元，两大景区合计营收占比 53.7%。公司酒店业务规模逐步扩张，其营业收入由 2013 年的 5316.18 万元上升至 2021 年的 1.24 亿元，营收占比由 2013 年的 16.71% 上升至 2021 年的 29.59%，2021 年，公司酒店业务营收同比增加 33.33%，在公司几大业务板块中恢复速度较快，韧性较强。温泉业务、水世界旅游业务近年以来营业收入占比较为稳定，水世界旅游业务 2021 年受疫情影响闭园时间较长，营收有所承压。

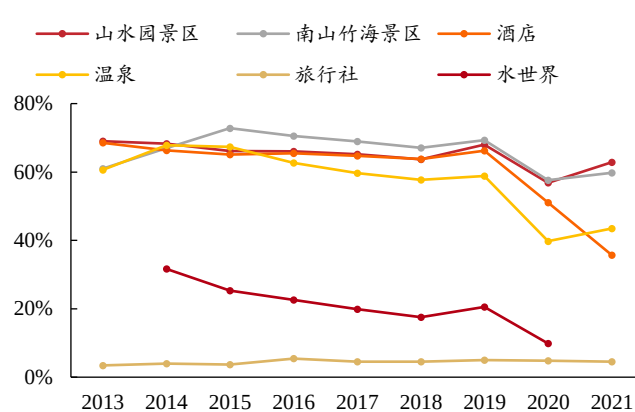
公司毛利率阶段性承压，未来毛利率有望回升。2013-2019 年，公司毛利率稳定于 62%-66% 之间。2020 年疫情发生以来，公司毛利率有所下降。2022Q3，公司单季度毛利率已经回升至 55.19% 的较高水平。**分业务看**，2021 年山水园景区/南山竹海景区/酒店业务/温泉业务/旅行社业务毛利率分别为 62.86%/59.73%/35.72%/43.50%/4.56%，景区业务、温泉业务毛利率相较 2020 年均有所回升，酒店业务受遇天目湖、竹溪谷项目开业前期运营投入较大影响，毛利率稍有下降，随着未来新开门店经营步入成熟期后，毛利率有望企稳转好，酒店业务有望进一步贡献盈利弹性。水世界业务毛利率下滑主要由疫情影响收入端承压所致。

图表4. 2013-2021 年公司整体毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

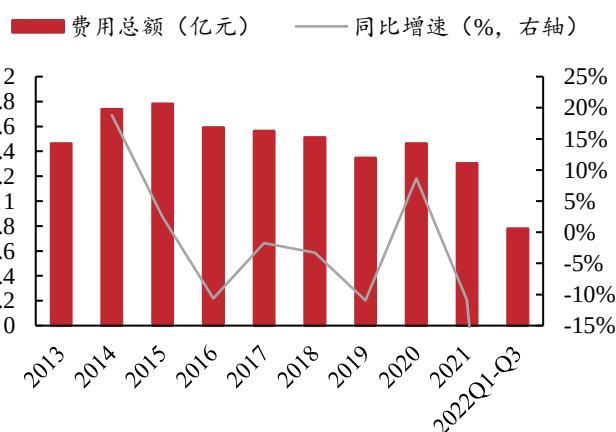
图表5. 2013-2021 年公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

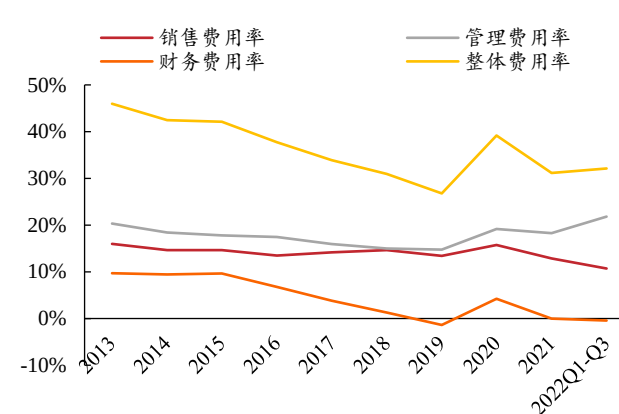
公司费用控制能力逐步提升。公司费用总额 2015-2019 年内持续下降，综合费用率 2013-2019 年持续下降，2019 年公司费用总额下降至 1.34 亿元，综合费用率下降至 26.8%。自疫情发生以来，公司费用总额缓慢下降，但由于营业收入下降，公司主营景区、酒店等业务刚性支出较多，因此公司综合费用率有所上升。2022Q1-Q3，公司费用总额 0.78 亿元，YoY-13.33%，综合费用率/销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 32.10%/10.70%/21.81%/-0.41%，在疫后恢复期呈现企稳态势，公司费用控制取得一定成效。

图表6. 2013 年-2022Q1-Q3 公司费用总额



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

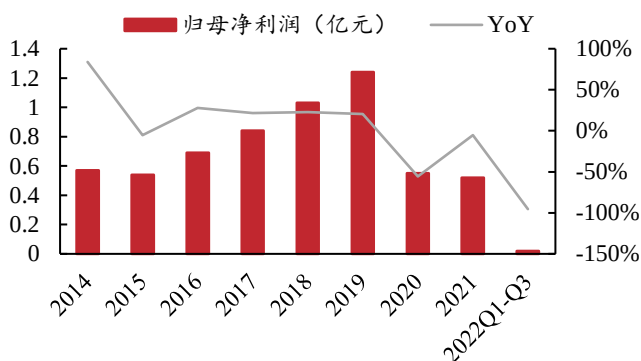
图表7. 2013 年-2022Q1-Q3 公司费用率情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

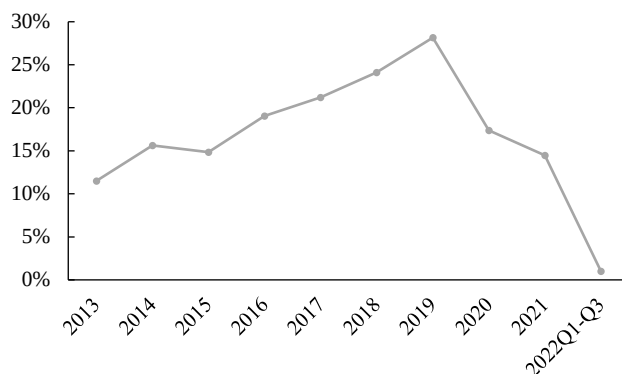
利润端受疫情拖累，随疫情缓解利润率有望回升。2013-2019 年公司盈利实现稳定增长，归母净利润由 0.31 亿元增长至 1.24 亿元，同时净利率从 2013 年的 11.49% 增长至 2019 年的 28.15%。受疫情影响，近年来公司归母净利润有所回落，2020/2021/2022Q1-Q3 分别为 0.55/0.51/0.02 亿元。2022Q3 公司实现归母净利润 0.56 亿元，同增 0.55 亿元。

图表8. 2013年-2022Q1-Q3 公司归母净利润



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表9. 2013年-2022Q1-Q3 公司净利率情况



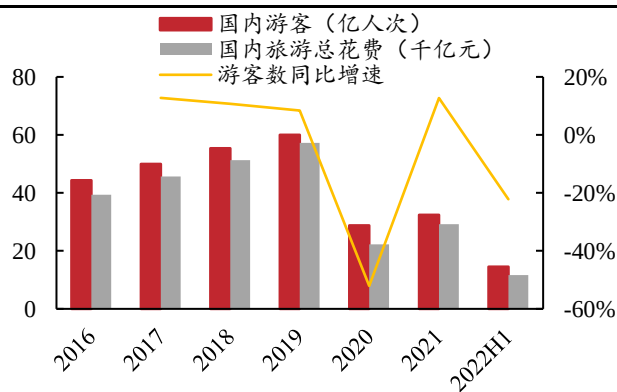
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2. 防疫优化带动旅游业复苏，周边游、一站式旅游成行业风向

2.1. 防疫政策不断优化调整，疫后旅游行业复苏可期

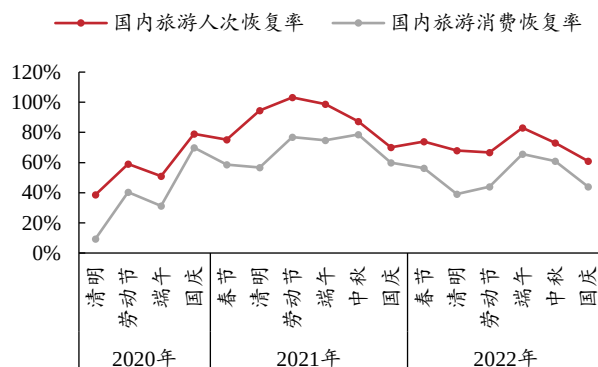
疫情扰动下旅游板块底部已至。疫情发生以来，国内旅游行业受损情况较明显，2020/2021 年国内游客人次分别恢复至疫情以前 2019 年的 47.94%/54.05%。2022 年上半年全国范围疫情呈现多点散发趋势，出行端再度承压。2022 年上半年国内旅游总人次 14.55 亿人，相比去年同期下降 22.2%。尤其是四月份上海市疫情较严重，长三角地区防疫举措较为严格，旅游景区客流普遍受损。从节假日表现看，国内客流量明显承压。2021 年劳动节/国庆节假期国内旅游人次分别达到 2019 年同期的 103.20%/70.10%，国内旅游收入恢复至 2019 年同期的 77.0%/59.9%。2022 年劳动节/国庆节全国国内旅游出游人次分别恢复至 2019 年同期的 66.8%/61%；国内旅游收入恢复至 2019 年同期的 44.0%/44.2%。2022 年两大黄金周的复苏程度均不及 2021 年，奥密克戎的来袭导致 2022 年旅游业的恢复进程再度受阻。

图表10. 国内旅游行业受疫情影响较明显



资料来源：文旅部，东亚前海证券研究所

图表11. 2020-2022 年各节假日旅游行业较 2019 年恢复率



资料来源：文旅部，东亚前海证券研究所

疫情之下景区于危机中练内功，丰富旅游产品提升客单价与转化率。在出行需求明显收缩的背景下，旅游景区纷纷通过开展节庆活动、优惠让利方式吸引游客节假日出游。为吸引更多游客关注，许多景区利用节假日客流较为集中的时间段推出人文活动。以天目湖景区所在的溧阳市为例，2022 年劳动节，天目湖旅游度假区推出了“湖途生活节”“汉服国风盛典”活动；曹山旅游度假区推出了“风筝节”“露营节”；天目湖涵田度假村推出了“彩虹嘉年华”“欢乐七重奏”；天目四季春生态园推出了“篝火露营”“啤酒龙虾派对”等等。作为补充，公司也推出了多种优惠活动，如门票降价、玩具嘉年华的盲盒活动以及消费返抵扣券活动。旅游景区通过开展活动、加大优惠力度吸引游客，从而在客流收缩的背景下提升转化率、复游率和二次消费占比，以推动业绩回升。

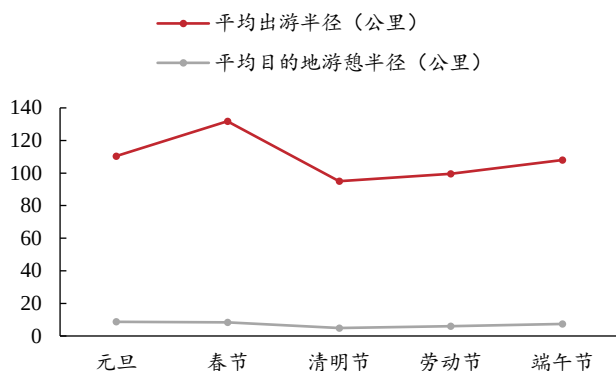
防疫政策优化方向明确，旅游业有望迎触底反弹。伴随优化防疫二十条、新十条陆续出台，全国防疫政策优化方向日益明确，政策层面对于精准防控、适度防控的态度日渐明晰，全国多地落实优化防疫措施，取消跨区流动人员落地检。12 月 9 日，文旅部发布新版旅游景区、旅行社等场所疫情防控工作指南，除对导游上团前核验健康码外，相关指南均不再要求提供核酸检测阴性证明、查验健康码、开展落地检。随着跨区人员出行的限制解除，以及景区防控措施得到适度放松，游客的出行半径有望放大，跨省游有望逐步恢复，旅游市场被抑制的需求有望迎来集中释放。长期来看，随着游客出行信心的逐步恢复，旅游板块有望进入新一轮复苏周期。

2.2. 疫后出游半径缩短，周边游或成长期趋势

疫情因素显著影响了游客出游半径和目的地游憩半径选择偏好。据中国旅游研究院调查数据，疫情以前的 2019 年全年平均出游半径和目的地游憩半径分别为 270 公里和 15 公里。受疫情影响，2022 年清明节出游半径和目的地游憩半径分别为 95.0/4.9 公里，出游半径和游憩半径最长的节假日分别为春节和元旦，2022 年春节出游半径/目的地游憩半径分别达 131.8/8.7 公里。

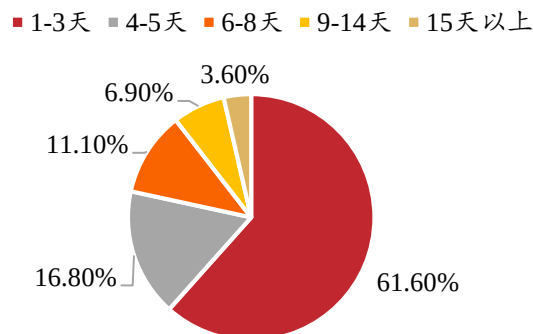
疫情之下，近两年游客出游选择呈现出近距离、短时间、高频次的“微度假”趋势。“微度假”是指以一线、二线城市及其周边为主，车程在 2—3 小时，为期 2—3 天的一种频次较高、满足感较强的新兴旅游模式。据马蜂窝《2021 全球自由行报告》，2021 年周边游热度同比增长 251%，以兴趣玩法为驱动力的“微度假”开始盛行。据马蜂窝数据，2021 年游客单次出行时长 1-3 天占比 61.60%，游客在周末、小长假前往周边游景区的热情较高，游客出游时间、时长较为灵活。

图表12. 2021 年各节假日平均出游半径与目的地游憩半径



资料来源：中国旅游研究院，东亚前海证券研究所

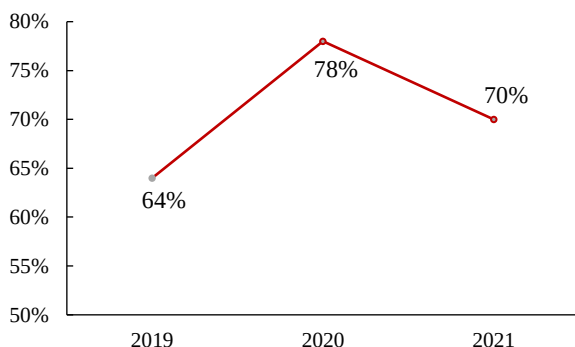
图表13. 2021 年游客单次出行时长分布



资料来源：马蜂窝《2021 全球自由行报告》，东亚前海证券研究所

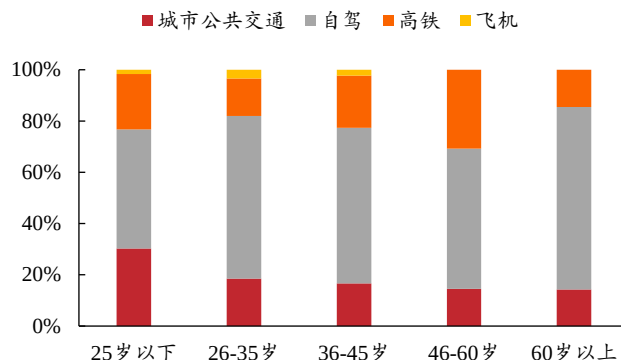
周边游的出游半径缩短，自驾游出行方式匹配度上升。2017-2019 年，全国自驾游占国内出游的比重连续三年超过 60%，疫情发生以来，自驾游比例进一步提高，2020/2021 年自驾游在国民出行中分别占比 78%/70%。从 2022 年清明假期出行情况来看，自驾游仍是所有年龄段出行的首选方式。租车自驾游越来越受到欢迎，根据携程数据，今年暑期租车自驾游订单量较 2019 年增长 152%。

图表14. 近三年自驾游在国民出行中占比情况



资料来源：中国旅游车船协会，东亚前海证券研究所

图表15. 2022 年清明假期不同年龄段出行方式占比



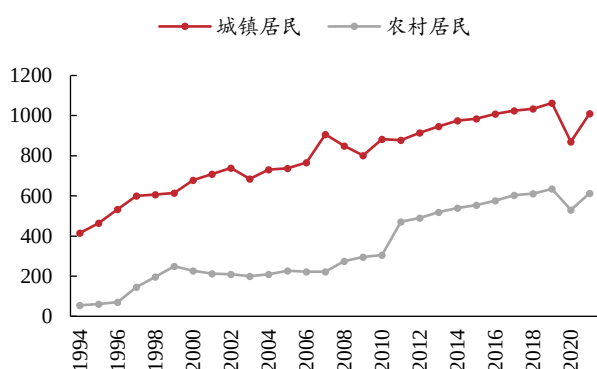
资料来源：中国旅游研究院，东亚前海证券研究所

周边游有望成为疫后长期趋势。市场普遍担心周边游仅作为疫情之下游客退求其次的第二旅游目的地选择，疫情恢复以后游客报复性前往省外、国外旅游，周边游的旅游风潮难再持续。而我们认为周边游形式有望在长期之内延续高景气。其一，近年以来，周边游目的地均针对性的进行消费升级，如乌镇、古北水镇、天目湖等景区迎合高消费群体开展景区+住宿等形式的高端一站式旅游产品。长期看，我国旅游消费群体向中高消费人群转向的趋势较为明确，且周边游产品在时空两方面更加匹配商务、家庭群体的出游度假规划严苛性特征。其二，疫情持续三年以上时间，一定程度上重塑了消费者的消费习惯，部分人群在旅游目的地选择上可能较疫前趋于保守。

2.3. 供需两侧推动旅游产品升级, 景区+住宿一站式旅游优势明显

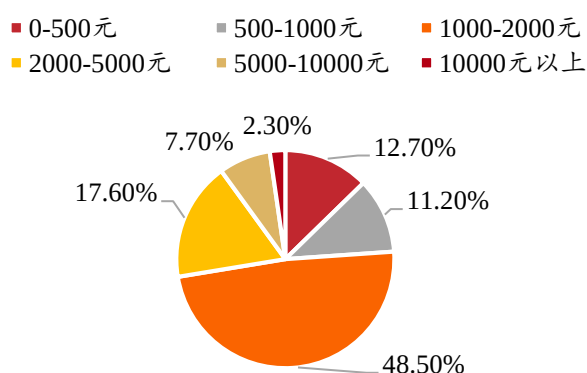
随着居民经济实力提高, 居民的消费升级趋势较为明显, 中高端旅游需求提升。我国居民人均旅游花费持续上升, 我国城镇/农村居民人均旅游花费 2001-2021 年 CAGR 分别为 1.79%/5.44%, 2021 年分别达到 1009.60/613.60 元。据马蜂窝数据, 2021 年自由行游客中人均花费 1000-2000 元群体占比最高, 达 48.50%, 花费 2000 元以上占比 27.60%。据中国旅游研究院调查, 受疫情影响, 18.8% 的受访者表示愿意为安全性更好的旅游产品付费。

图表16. 1994-2021 年我国居民人均旅游花费 (元)



资料来源: 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表17. 2021 年自由行游客人均消费水平分布



资料来源: 马蜂窝《2021 全球自由行报告》, 东亚前海证券研究所

伴随消费升级趋势, 旅游消费模式观光游向度假游转型。按旅游消费特征、旅游产品种类等可以将旅游行业发展分为三个阶段: 观光游—休闲游—度假游, 三个阶段停留时间依次增长、人均消费依次提高。度假景区相较观光游览景区, 减少对于自然风光资源的依赖度, 由传统观光景区的低客单价、高游客人次模式, 转向高客单价、低客流密度模式, 游客体验更好、增值消费升级点更多, 度假景区的商业模式优势显著。且目前我国高端度假目的地较稀缺, 度假游产品存在一定程度上供需失衡, 因此我国高端度假景区未来行业空间较大。

图表18. 旅游消费升级的三个阶段

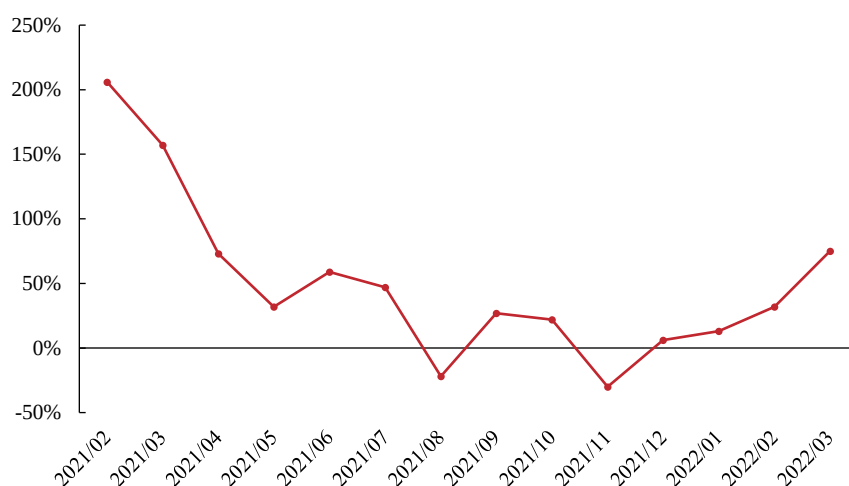
行业发展阶段	旅游消费特征	旅游产品
观光游	停留时间短; 人均消费低	景区观光游
休闲游	停留时间在 1-2 周; 人均消费较高	商务会议游、奖励旅游、温泉旅游
度假游	停留时间在 1 个月左右; 人均消费水平高	分时度假类、旅游地产

资料来源: 公司招股书, 东亚前海证券研究所

景区配套酒店、民宿、客栈的优势在于环境开放、亲近自然, 旅游行

业打通住宿环节与游览环节，实现休闲度假景区、酒店一体化运营。民宿、露营风潮兴起，“归园田居”成为都市理想，利用周末到城郊乡村呼吸新鲜空气成为年轻人后疫情时代出行玩乐的首选。2021 年以来露营旅行方式受欢迎程度迅速上升，2021 年初、2022 年初露营搜索热度同比上升均超 70%。主流旅游消费模式向休闲度假转变，我国旅游行业更新旅游产品逻辑，围绕游客高端旅游核心需求，将旅游过程中住宿、餐饮、游览各要素进一步整合，有利于游客充分享受旅行全过程。

图表19. 2021 年 2 月-2022 年 3 月露营搜索热度同比涨幅



资料来源：《2022 露营品质研究报告》，东亚前海证券研究所

3. 公司业务延展能力不断显现，升级、扩张、外延项目进度值得期待

3.1. 大景区业务：5A 级景区区位优势显著，二次消费项目转型明显

公司旗下 5A 级景区包括天目湖山水园、南山竹海。山水园景区是公司最早建设的以观光、文化体验、休闲娱乐为主的山水主题景区。景区总占地面积约七百余亩（不包含水面面积），于 2001 年建成开业。景区主要分为四大游览区域：湖里山历史文化区、中心动感区、龙兴岛生态自然区和中国茶岛区域。围绕沙河水库，公司建造了多个游览景点和游乐设施，融入了茶文化、状元文化、慈孝文化、奇石文化等。

南山竹海景区是公司建设的以“竹文化”和“寿文化”为主题的景区。景区距离山水园景区约 18 公里，景区内主要景色为万亩自然竹海风光，除此之外还有索道、地轨缆车、竹博馆等观光设施和景点。两大景区收入贡献超过一半公司营收，2021 年景区收入占全年营收的 53.8%。

图表20. 两大核心景区情况简介

景区	占地面积	营业时间	最大日承载量 /最大瞬时承载量	门票类型	价格 (元)
天目湖	47700 平方米	8:00~17:30 (5月-9月);	82000/50000	大门票	120
		8:00~17:00(10月-4月);			
		旺季: 3月-11月; 淡季: 12月-2月		大门票+游船	160
南山竹海	35000 亩 (约 2333 万平方 米)	8:00~17:30 (5月-9月); 8:00~17:00(10月-4月); 旺季: 3月-11月; 淡季: 12月-2月	53000/35000	大门票	90
				大门票+双程架空索道+小鸟天堂	160
				大门票+双程架空索道/双程地面缆车二选一	170
				大门票+双程架空索道+双程地面缆车	210
				大门票+单程小火车+双程架空索道+双程地面缆车	240

注: 价格选取 2022 年 12 月 3 日价格
资料来源: 公司官网, 东亚前海证券研究所

天目湖充分覆盖长三角城市群客源, 公司在景区区位方面优势明显。天目湖景区所处的溧阳市位于江苏省、浙江省、安徽省三省交界之处, 客流有效辐射长三角城市群。考虑短途自驾游角度, 溧阳市距离江、浙省会城市南京市、杭州市以及上海市大约 2h/2.5h/3h 车程, 当地特色“溧阳一号公路”联结了 220 多个乡村旅游景点, 特色驿站、田园景观散落其间, 为自驾出游增添趣味。考虑高铁出游, 溧阳市拥有溧阳站、瓦屋山站两个高铁站, 距离南京、杭州和上海分别为 40min/1h/2.5h 高铁车程, 沪宁高铁穿城而过, 覆盖长三角核心区域。2020 年天目湖御水温泉酒店入选江苏省“高铁+酒店”快捷线路推荐名单, 2021 年溧阳市入选首批长三角高铁旅游小城, 高铁出游受当地政策支持。作为公司目前重点布局区域, 长三角地区游客数量丰富、消费能力较强、旅游需求有一定韧性。目前针对疫情防控的跨省人口流动管控放宽, 公司有望充分受益于跨省游复苏。受益于短途周边游需求充分带动, 区位优势和交通条件将持续助力公司业绩增长。

图表21. 溧阳市地理位置示意图



资料来源：星球研究所，东亚前海证券研究所

图表22. “溧阳一号公路”风景图



资料来源：溧阳市融媒体中心，东亚前海证券研究所

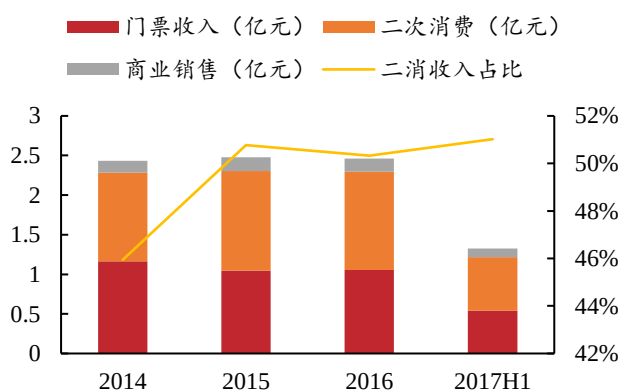
国有景区票价管控逐步加强，二次消费调价空间更大。近年来国家逐步推进完善国有景区门票价格形成机制。2013 年在十二大第二次会议上出台旅游法，对控制景区门票价格上涨作出明确规定，实行政府定价或者政府指导价。2018 年的十三大第一次会议明确了要降低重点国有景区门票价格，拉开了降低景区门票价格的序幕。2021 年，发改委在《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》中要求继续完善景区等领域价格政策。国有景区门票价格形成机制逐步完善，推动价格下降并趋于稳定。公司虽非国有重点景区，但由于门票价格仍受相关部门审批，因此在调价方面受限较多，而公司二次消费产品为市场调节定价，存在较大的价格调控空间，是公司提升客单价的主要环节。

景区门票收入依赖降低，二次消费产品种类不断丰富。公司在景区经营多个游览项目和游乐设施，二次消费项目充足。山水园景区中，公司围绕沙河水库建设了状元阁、奇石馆、海洋世界、天下白茶馆、茶文化苑、蝴蝶馆、松鼠园等游览景点，并配有游船、高空飞降等游乐设施；南山竹海景区，公司建设了索道、地轨缆车、竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等众多观光设施和景点。

公司景区二次消费表现亮眼，支撑景区营业收入，提升客单价、毛利率。2014 年至 2017 年 H1，二次消费在景区营收中占比从 45.94% 升至 51.02%。其中山水园的二次消费占比从 2014 年的 32.13% 上升至 2018 年的 39.23%；南山竹海的二次消费占比从 2014 年的 65% 上升至 2018 年的 67.08%，两大景区的二次消费占比均持续上升，其中南山竹海的二消占比更高。2018 年以来公司的人均消费仍保持总体上升趋势，从政策层面看门票提升幅度不大，以山水园门票为例，2013 年 7 月由 65 元调整为 120 元，2022 年 12 月

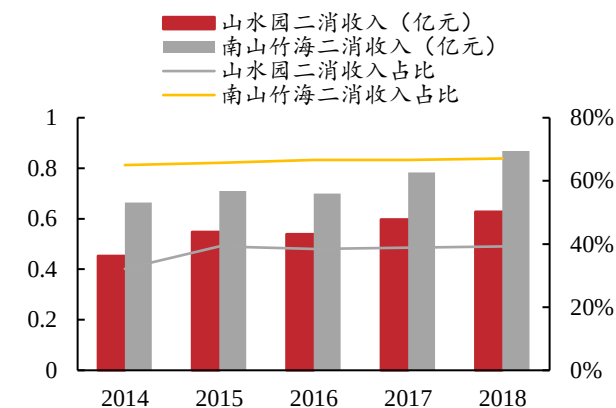
官方订票程序数据显示门票收入仍为 120 元，因此我们推测，景区人均消费的上升主要与二次消费增加有关，随着公司二次消费项目逐渐丰富完善，公司的二次消费占比仍处于上涨趋势。公司景区业务营收结构由单一的门票收入向二次消费收入转型。

图表23. 2014-2017H1 景区业务二次消费收入占比



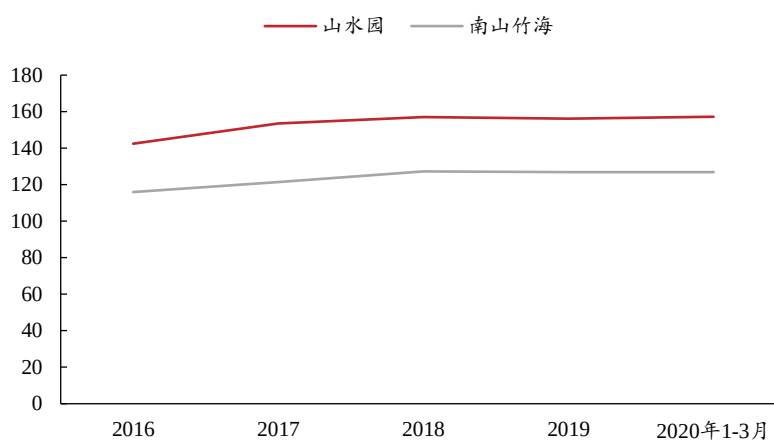
资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表24. 2014-2018 年各景区二次消费收入占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表25. 公司两大景区人均消费变化 (元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

御水温泉和水世界分别于 2009 年和 2014 年先后开业，公司景区业务进一步完善、立体。御水温泉地处南山竹海，为坐落于竹海森林里的五星温泉主题景区。御水温泉共计有 60 个户外泡池，除门票外，温泉园区内还设有鱼疗、矿疗、理疗、餐饮等二次消费项目。天目湖水世界紧邻山水园景区，水上游乐设备来自全球顶级设备供应商——加拿大白水公司。天目湖水世界拥有巨蟒、超级台风、玛雅漂流、家庭大滑板、加勒比海水城等多个项目；盛夏时节，水世界开放夜公园，为游客提供乐队表演等一系列节目。

图表26. 御水温泉和天目湖水世界

产品名称	项目内容	开业时间 (年)	日容纳人次 (人)	运营时间 (时)	门票类型	门票价格 (元)
御水温泉	五星温泉主题景区；拥有 60 个户外泡池、六大泡池区域；山顶至高处的 360°竹尖观景温泉	2009	15000	周一至周五 13:00-21:30 周六至周日 13:00-22:00	门票（成人票）	238
					门票（儿童票）	128
					门票+东方足疗（成人票）	298
					门票+独立汤屋+按摩+鱼疗+防水袋+浴袍（成人票）	工作日 498/ 周末及节假日 598
天目湖水世界		2014	10000	周一至周日 10:00-22:00	门票	99

注：价格选取 2022 年 12 月 3 日价格和 2022 年暑期价格
资料来源：公司官网，携程，东亚前海证券研究所

御水温泉、天目湖水世界与景区观光型旅游产品季节性互补，可一定程度上平滑全年收入。公司山水园、南山竹海景区旺季为每年 3-11 月，淡季为每年冬季 1、2 月和 12 月。温泉的旺季在每年 1-5 月、10-12 月，淡季为 3-9 月；水世界的高峰期在每年 7-8 月，公司的御水温泉、天目湖水世界业务可分别实现对冬季、夏季经营业绩的良好补充作用。同时，相较于山水园、南山竹海景区偏重风光观赏性质，公司的御水温泉、水世界主要实现温泉度假、戏水娱乐等功能，补充了公司旅游产品的丰富程度。公司季节特色鲜明的产品矩阵已然形成。

图表27. 御水温泉景区



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表28. 天目湖水世界



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 酒店业务：酒店业务战略意义重大，门店扩张进展值得关注

从景区到酒店，公司业务延展能力较强。公司的业务延展能力不仅体现在景区业务自身，御水温泉酒店于 2007 年投资建设，南山小寨酒店于 2014 年投入运营，公司由大景区业务切入至酒店领域，即是以景区资源为核心的业务范围拓展体现。

公司围绕核心景区开业多系列酒店产品，为游客提供一站式旅游服务。目前，公司围绕三大核心景区建立了御水温泉系列、遇系列和特色系列酒店。其中，御水温泉系列酒店毗邻御水温泉，与南山竹海景区距离较近；遇系列酒店毗邻山水园景区；同时有其他多个类型酒店散布于多个景区周围。由此，公司形成了“御水温泉+南山竹海+御水温泉系列酒店”与“山水园+水世界+遇系列酒店”两大区域布局，充分利用了景区的辐射效应。酒店价格定位方面，客栈类型酒店价格在五百至两千元区间，满足基础出行需求；度假酒店价格横跨几百至上万元区间，面向高端度假旅游群体。

图表29. 公司酒店布局简介

系列名称	酒店名称	地理位置	开业时间	装修时间	客房数量 (间)	价格区间 (元)	酒店定位
御水温泉系列	御水温泉客栈	御水温泉度假酒店副楼	2009 年	2019 年	41	467~1,023	兼具传统气息和现代生活理念
	御水温泉度假酒店	毗邻御水温泉	2010 年	2018 年	261	855~2,880	五星级现代度假酒店，提供度假休闲、商务洽谈和培训团建场所
	御水温泉·竹溪谷酒店	毗邻御水温泉	2020 年	-	120	4,053~15,888	野奢酒店标杆，独栋式客房，客房自带独立泳池、独立温泉泡池
遇系列	遇·天目湖酒店	毗邻山水园和水世界	2021 年	2021 年	81	648~1,680	轻奢度假型酒店，配套现代化品牌设施，主打情侣度假和亲子出游
	遇·十四澜酒店	毗邻山水园	2020 年	-	14	1,036~2,080	高端全湖景酒店，临湖亲水，适合家庭出游
其他系列	南山阡/南山竹海客栈	毗邻南山竹海	2014 年	2018 年	167	562~1,480	江南庭院式精品酒店，拥有独立会场，环境清幽
	湖畔露营帐篷基地	天目湖山水园湖畔	-	-	-	-	提供帐篷，配套夜市、夜赏、夜筵等产品，满足游客“游、购、食、娱”需求

注：选取 2022 年 11 月 25-26 日价格

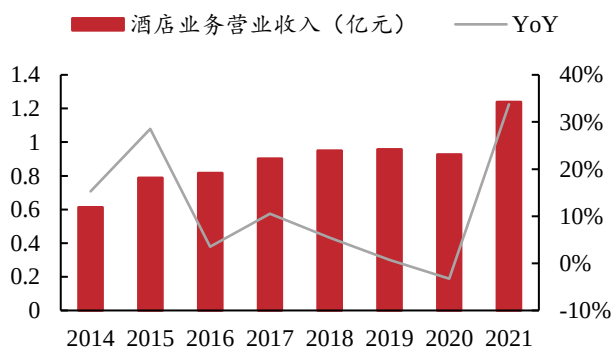
资料来源：公司公告，招股说明书，携程，东亚前海证券研究所

放眼全局，公司酒店业务具有重要战略定位。1) 酒店业务为公司以自然景区为基础向衍生度假产品的延展。由于自然景区资源较稀缺，发展酒店业务的优势在于公司可以不完全依赖景区资源发展，这一思路提高了公司业务的潜在拓展能力。2) 顺应行业消费升级的趋势，由经济型业务不断向中高端项目延展。公司御水温泉、遇系列酒店均为高端酒店，一方面，高端酒店可提升客房间夜价格，拉高业务整体毛利率。另一方面，高端度假酒店更加重视产品体验与服务质量，而非自然景区内的风光，单一景区的业务局限性被减弱。3) 布局酒店具有整体意义，可实现游客由一日游向多日游的转变。在中高端旅游产品提升客均消费水平的前提下，景区、酒

店一体化经营可提升游客单次旅游粘性，游客由一日游向多日游转变，可提高客均消费时间，公司多项业务有望由此受益。

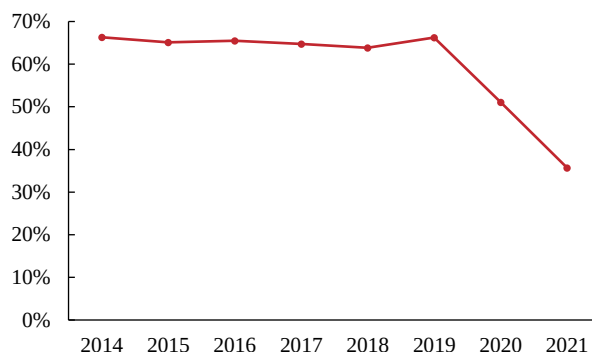
公司酒店业务近年来营业收入稳定增长，且新开酒店在进度、业绩两方面表现均较理想。2020年，公司旗下的御水温泉·竹溪谷酒店开业，以其高端服务与独立温泉弥补了公司在万元级价位酒店的缺失；2020-2021年，遇·十四澜与遇·天目湖酒店先后开业，天目湖周边酒店生态建立，作为公司“小而美”酒店代表，遇系列倚靠湖景打造了适合家庭出游的高端轻奢酒店。公司酒店业务自2013年以来实现稳定增长，2013-2021年公司酒店业务营业收入实现CAGR11.15%。疫情之下新开酒店贡献稳定增量，2021年，公司酒店业务实现营收1.24亿元，YoY+33.74%。2020年2月，公司发行可转债3亿元，其中2.4亿元用于南山小寨二期项目建设，具体包括主题酒店、特色作坊、书院、茶庄等部分，项目建设期两年，项目进度受到疫情影响有所放缓，预计建成后将增加酒店客房500间，公司酒店客房体量较目前可实现大幅扩容。

图表30. 2014-2021年公司酒店业务营业收入



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表31. 2014-2021年公司酒店业务毛利率情况



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3.3. 业务协同发展打造一站式旅游目的地，合作国资开发动物王国项目

公司各业务之间协同效应良好。公司业务包括景区业务、温泉业务、水世界旅游业务、酒店业务、旅行社业务几大板块，在公司致力于打造一站式旅游模式的发展规划下，公司各项业务之间可实现良好的协同发展，从而巩固公司在长三角地区的区域竞争力。

公司较早提出“打造一站式旅游目的地”战略，依托优质景区资源配套整合外部资源。1997年公司旗下的旅行社业务开始运营。2009年，御水温泉旁的御水温泉客栈投入运营，次年御水温泉酒店开业，“南山竹海+温泉+酒店”初始布局完成。2014年山水园旁的水世界主题公园投入运营，2020年天目湖区域的遇系列酒店相继开业，“山水园+水世界+酒店”区域布局完成。30年栉风沐雨，公司从原先单一景区进化为以景点为中心、涵盖酒店

餐饮、温泉、主题乐园等多项业务的一站式休闲度假区。

图表32. 公司主要业务地理位置分布



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

系统打造“一站式旅游模式”，扩大“产品复合，市场多元，服务系统”优势。产品方面，公司打造差异化产品矩阵：1）先后推出的温泉项目和水世界旅游项目，其分别对应的季节属性一定程度上补充了景区的不足，形成了具有四季特色的产品竞争力；2）公司将酒店、餐饮等业务作为景区业务的补充，有效延长了游客平均游玩时间。

市场方面，公司旅行社起关键作用。公司旗下天目湖旅行社为全国百强旅行社，可为公司旅游产品提供市场化、定制化服务，针对细分人群设计不同路线，打造个性化产品，根据游客时间、精力、偏好等要求即时定制服务。并且连点成链，为一站式旅游模式提供充分支持作用。

公司两次以股权转让形式引入国资，国资增持彰显对公司发展信心。2021年9月，公司控股股东孟广才以协议转让的方式向溧阳市城市建设发展集团有限公司（由溧阳市人民政府100%持股）转让其持有的2163.47万股，转让后孟广才持股34.84%仍为第一大股东，溧阳城发成为公司第二大股东，持有公司11.61%的股份。2022年7月，孟广才再次以协议转让的方式向溧阳城发转让8.71%的股份，转让后孟广才持有26.13%股份，溧阳城发持股20.32%，国资占比再次提升。溧阳城发入股后不干涉公司治理，国资入股加深公司与地方政府联系，国资背景或将为公司带来更优的资源接洽。公司与政府合作密切程度加深，未来扩张潜力值得期待。

合资开发动物王国项目，国资合作再下一城。2022年3月，公司发布公告拟与江苏天目湖控股集团有限公司共同投资设立江苏天目湖动物王国旅游有限公司，其中公司出资1998万元，持有合资公司19.98%股权，合作企业天目湖控股集团受溧阳市人民政府控制，持有合资公司80.02%股权。此次合作项目不属于公司过往专注经营的山水旅游范畴，拓展了公司旅游产品种类，叠加公司优秀的开发管理能力、丰富的开发管理经验，预期动物王国项目将持续赋能公司一站式旅游战略。

公司投资开发动物王国，将进一步丰富公司目的地旅游产品类型。动物王国将建成以自然资源为基础，以动物为核心，以参与性强、体验性高的活动项目为主体，以度假酒店和演艺活动为配套的综合型主题乐园。从动物王国公司的经营范围来看，园区动物将涵盖陆生野生动物和水生野生动物，同时配备了手工艺品和花卉等农副产品销售，动物王国预计将继续拉动公司二次消费收入增长。

公司瞄准以儿童为中心的家庭出游群体，打造高交互、寓教于乐的动物主题乐园，填补家庭出游产品的短缺。近年来，亲子游占整体旅游比例进一步提升，且客单价提升潜力较大。根据携程发布报告，2022年暑期亲子旅游占整体订单的三成，人均花费比非亲子家庭高近50%；7-8月出行的亲子团队产品订单中，单人日均价同比提升20%。动物王国项目建设周期5年，预计2026年投运，随着亲子游和研学游热度不断上升，动物王国有望定向吸引家庭流量，成为公司业绩增长的下一极。

4. 盈利预测与投资建议

基本假设：1) 景区业务：我们预计2022-2024年公司两大景区客流量YoY均为-20.00%/+50.00%/+25.00%。

a) 山水园景区：预计2022-2024年客流量分别为61.91/92.86/116.08万人，分别恢复至2019年的58.69%/88.03%/110.04%。2022-2024年人均消费分别为165.16/170.12/175.22元，YoY+3.00%/+3.00%/+3.00%，其中二次消费占比到2024年提升至45.34%。

b) 南山竹海景区：预计2022-2024年客流量分别为63.30/94.95/118.69万人，分别恢复至2019年的60.01%/90.01%/112.51%。2022-2024年人均消费分别为129.38/130.67/131.98元，YoY+1.00%/+1.00%/+1.00%，其中二次消费占比维持约67%不变。

2) 酒店业务：我们预计2022-2024年公司各品牌酒店OCC均为40.00%/65.00%/70.00%。

a) 御水温泉酒店/客栈：2022年御水温泉（一期）装修改造项目施工

完毕，预计御水温泉度假酒店 2022 年 ADR 可提升至 730 元，到 2024 年继续提升至 750 元，客房数保持 261 间不变。预计御水温泉客栈 2022 年 ADR 可提升至 420 元，到 2024 年继续提升至 437 元，客房数保持 41 间不变。

b) 南山竹海客栈：预计 2022-2024 年南山小寨一期 ADR 由 390 元上升至 406 元。南山小寨二期预计 2024 年 9 月建成，预计建成以后南山小寨二期 ADR 可提升至约 600 元。南山竹海客栈整体客房数由 167 间上升至 667 间。

c) 御水温泉·竹溪谷酒店：其在公司酒店产品光谱中位于最右，预计 2022-2024 年竹溪谷酒店 ADR 由 2346 元上升至 2441 元，客房数保持 120 间不变。

d) 遇系列酒店：遇系列酒店为 2020-2021 年之间新开，2022-2024 年预计遇·天目湖酒店 ADR 由 670 元上升至 720 元，遇·十四澜酒店 ADR 不变。客房数均保持不变。

图表33. 2022-2024 年公司各品牌酒店营业收入预测（百万元）

	2022E	2023E	2024E
御水温泉·竹溪谷酒店	40.54	67.19	73.81
%占比	34.69%	34.60%	30.75%
御水温泉度假酒店	40.69	67.02	73.16
%占比	34.82%	34.52%	30.47%
遇·天目湖酒店	11.59	20.24	21.80
%占比	9.92%	10.42%	9.08%
遇·十四澜酒店	3.66	5.95	6.41
%占比	3.13%	3.06%	2.67%
南山澜/南山小寨/南山竹海客栈	13.79	22.86	25.11
%占比	11.80%	11.77%	10.46%
南山小寨二期	0	0	27.79
%占比	0.00%	0.00%	11.58%
干采甸/御水温泉客栈	6.59	10.92	11.99
%占比	5.64%	5.62%	4.99%

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3) 水世界旅游业务：预计 2022-2024 年客流量分别为 4.89/17.59/21.49 万人，分别恢复至 2019 年的 25.00%/90.00%/110.00%。2022-2024 年人均消费分别为 81.66/81.91/82.16 元，YoY+0.32%/+0.31%/+0.30%。

4) 温泉业务：预计 2022-2024 年客流量分别为 25.39/32.86/34.35 万人，分别恢复至 2019 年的 85.00%/110.00%/115.00%。2022-2024 年人均消费分别为 179.00/180.79/182.60 元，YoY+1.00%/+1.00%/+1.00%。

5) 旅行社业务：预计 2022-2024 年旅行社业务跟随公司景区客流恢复，订房业务分别实现营业收入 240/360/450 万元，景区门票业务分别实现营业

收入 410/615/768 万元，导服业务分别实现营业收入 96/144/181 万元。

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 3.80/5.86/7.23 亿元，YoY-9.28%/+54.40%/+23.37%，分别实现归母净利润 0.33/1.55/2.04 亿元，YoY-35.67%/+366.95%/+32.02%。

图表34. 2022-2024 年公司营业收入预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	477.41	374.24	418.64	379.78	586.39	723.41
yoy	1.91%	-21.61%	11.86%	-9.28%	54.40%	23.37%
景区业务	300.21	202.50	225.45	184.15	282.05	360.04
yoy	3.80%	-32.55%	11.34%	-18.32%	53.17%	27.65%
山水园	164.81	108.43	124.09	102.25	157.98	203.40
yoy	3.13%	-34.21%	14.44%	-17.60%	54.50%	28.75%
南山竹海	135.40	94.06	101.36	81.90	124.07	156.64
yoy	4.63%	-30.53%	7.75%	-19.20%	51.50%	26.25%
酒店业务	95.74	92.62	123.87	116.86	194.18	240.07
yoy	0.74%	-3.26%	33.74%	-5.66%	66.17%	23.63%
旅行社业务	12.71	9.24	7.93	7.46	11.19	13.98
yoy	2.68%	-27.33%	-14.09%	-6.00%	50.00%	25.00%
温泉业务	52.94	37.53	35.59	45.45	59.40	62.72
yoy	-4.25%	-29.12%	-5.16%	27.70%	30.71%	5.59%
水世界业务	15.81	12.49	3.92	3.99	14.40	17.66
yoy	-4.54%	-20.99%	-68.63%	1.80%	261.12%	22.59%
其他业务	--	19.87	21.88	21.88	25.16	28.93
yoy			10.07%	0.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

投资建议：目前防疫政策优化进展较快，预计未来疫情影响逐渐减弱。公司作为江浙沪周边游首选目的地，有望在疫后率先迎来客流复苏。公司运营能力较强，近年来公司业务围绕核心景区不断向外延展，往后看，南山小寨二期建成后公司酒店客房有望实现大幅扩容，与溧阳政府合资开发动物王国项目可进一步拓宽业务条线。公司充分受益于旅游行业恢复、溧阳区位优势、政企合作优势，业绩弹性未来有望充分释放。基于 12 月 30 日收盘价 27.15 元，对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 152.67X/32.70X/24.77X，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

- 疫情恢复不及预期：**奥密克戎毒株在国内具有传播范围广、传播速度快的特点，虽我国目前对于防疫政策进行优化，但居民在疫情大流行情形下，预计将自觉居家隔离、减少外出，若疫情长期影响民众出行信心，则旅游行业复苏进度将低于预期。

2. **门票价格管控风险：**国有景区票价形成机制逐步完善，国有景区门票价格近年来有所下降并趋于稳定。公司作为民营景区，门票价格为市场调节定价，但在行业整体门票定价受管控情况下，未来公司景区门票价格存在下降压力。
3. **项目建设进度不及预期：**2020 年 2 月，公司计划南山小寨二期项目建设，目前项目进度受到疫情影响有所放缓。2022 年 3 月，公司投资设立江苏天目湖动物王国旅游有限公司，着手开发动物王国项目。以上项目的建设进度可能不及预期。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	418.64	379.78	586.39	723.41
%同比增速	11.86%	-9.28%	54.40%	23.37%
营业成本	209.21	202.57	205.41	232.83
毛利	209.42	177.20	380.98	490.57
%营业收入	50.03%	46.66%	64.97%	67.81%
税金及附加	5.28	1.58	2.22	3.11
%营业收入	1.26%	0.42%	0.38%	0.43%
销售费用	53.80	53.91	60.79	71.45
%营业收入	12.85%	14.19%	10.37%	9.88%
管理费用	76.69	82.96	93.93	112.27
%营业收入	18.32%	21.85%	16.02%	15.52%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
%营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-0.05	0.85	-0.36	-4.89
%营业收入	-0.01%	0.22%	-0.06%	-0.68%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.57	0.00	0.00	0.00
其他收益	6.00	10.62	21.06	18.86
投资收益	2.31	5.80	11.39	9.70
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	4.29	1.37	2.70	4.45
营业利润	86.88	55.69	259.56	341.65
%营业收入	20.75%	14.66%	44.26%	47.23%
营业外收支	-0.69	-0.64	-0.67	-0.67
利润总额	86.19	55.05	258.88	340.98
%营业收入	20.59%	14.50%	44.15%	47.14%
所得税费用	25.56	16.32	76.77	101.11
净利润	60.63	38.73	182.12	239.87
%营业收入	14.48%	10.20%	31.06%	33.16%
归属于母公司的净利润	51.50	33.13	154.70	204.23
%同比增速	-6.17%	-35.67%	366.95%	32.02%
少数股东损益	9.13	5.60	27.42	35.64
EPS (元/股)	0.28	0.18	0.83	1.10

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.28	0.18	0.83	1.10
BVPS	6.28	6.46	7.29	8.38
PE	62.93	152.67	32.70	24.77
PEG	—	—	0.09	0.77
PB	2.81	4.21	3.73	3.24
EV/EBITDA	16.81	29.21	12.13	9.12
ROE	4.40%	2.75%	11.40%	13.08%
ROIC	3.95%	2.37%	10.46%	12.02%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	402.51	483.19	785.02	958.70
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	7.39	8.35	19.41	13.99
存货	6.48	6.72	6.32	8.66
预付账款	4.59	7.10	7.46	7.24
其他流动资产	9.22	10.22	12.34	12.06
流动资产合计	430.18	515.58	830.54	1000.65
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	33.11	33.11	33.11	33.11
固定资产合计	925.97	857.31	790.88	882.50
无形资产	109.53	98.55	82.62	59.53
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	6.72	6.72	6.72	6.72
其他非流动资产	96.59	115.66	120.19	107.46
资产总计	1602.12	1626.94	1864.07	2089.99
短期借款	80.00	80.00	80.00	80.00
应付票据及应付账款	78.07	38.31	91.21	57.33
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	14.19	16.21	17.21	17.98
应交税费	20.43	23.91	34.08	40.97
其他流动负债	54.88	75.25	66.18	78.46
流动负债合计	247.58	233.68	288.69	274.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	3.37	3.37	3.37	3.37
其他非流动负债	82.21	82.21	82.21	82.21
负债合计	333.16	319.26	374.27	360.32
归属于母公司的所有者权益	1169.67	1202.80	1357.49	1561.72
少数股东权益	99.28	104.88	132.30	167.94
股东权益	1268.95	1307.68	1489.80	1729.66
负债及股东权益	1602.12	1626.94	1864.07	2089.99

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	136.99	133.18	337.74	367.37
投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-155.89	-51.41	-40.42	-196.50
其他	2.31	5.80	11.39	9.70
投资活动现金流净额	-153.58	-45.61	-29.03	-186.80
债权融资	-186.33	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	120.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-45.98	-6.88	-6.88	-6.88
其他	-14.18	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-126.48	-6.88	-6.88	-6.88
现金净流量	-143.07	80.68	301.83	173.69

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：100086
邮编：200120
邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>