

# 天目湖 (603136)

## 一站式休闲旅游先行者，强运营&新项目赋能成长

增持 (首次)

2024年03月12日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	418.64	368.57	641.60	741.97	838.34
同比	11.86%	-11.96%	74.08%	15.64%	12.99%
归母净利润 (百万元)	51.50	20.31	146.03	180.94	216.66
同比	-6.17%	-60.57%	619.09%	23.91%	19.74%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.11	0.78	0.97	1.16
P/E (现价&最新摊薄)	67.54	171.28	23.82	19.22	16.05

### 投资要点

- 一站式旅游休闲模式的实践者:** 天目湖成立于1992年,是长三角地区优质的一站式休闲旅游目的地,公司依托江苏溧阳天目湖,经营山水园、南山竹海、御水温泉等核心景区产品,同时扩张多元业态,打造了以“主题景区+度假酒店+综合商业+旅行社”为主的一站式休闲旅游目的地。2023年国资入主天目湖,政企合作赋能公司运营&成长。
- 旅游市场全面复苏,高品质旅游需求提升:** 1) 居民出游意愿恢复,带动旅游市场快速复苏。报复性出游特征凸显,铁路和民航(国内航线)客流量自2023年4月起超越2019年同期。居民消费水平提升带动旅游市场扩大,预计2024年国内旅游收入为6万亿元。2) 资源端上市公司在A股供给有限,相对稀缺。旅游景区行业按商业模式细分为顶级自然景区、旅游目的地服务商、旅行产品分销三类,根据2016年出台的《风景名胜区条例》,天目湖作为资源端的旅游目的地服务商供给相对稀缺。3) 旅游需求逐步升级,品质化趋势凸显。休闲度假旅游取代观光游成为我国旅游行业新趋势;高品质旅游需求旺盛,休闲度假产业发展可期。
- 区位+产品+运营打造稀缺竞争力,增量项目打开成长空间。** 1) 区位: 客群消费力强劲,沪苏湖铁路或提升景区获客能力。长三角区域经济总量约占全国的24%,客源消费能力强劲,5个景区上市公司中,天目湖从扩张和盈利能力增长看均较为稳健。沪苏湖高铁2024年底开通后,客流将进一步增长。2) 产品: 一站式旅游模式践行者,多元布局强化竞争力。公司拥有观光型、休闲型和主题乐园景区,淡旺季互补实现四季皆旺矩阵,配合酒店等配套项目打造一站式产品,挖掘二次消费拓展盈利空间。3) 运营: 民企精细化运营领先行业,国资入主赋能发展。民企精细化运营,运转效率和盈利能力行业领先;国资入主后保留原有经营管理机制,从资源、资金、准入等多维度强化竞争优势,赋能长期发展。4) 成长: 部分存量项目仍在爬坡,增量项目未来可期。疫情期间新开业酒店客房数约300间,目前仍在爬坡期,经营业绩有望进一步释放;储备项目看点丰富,动物王国等或将成为新增长极。
- 盈利预测与投资评级:** 天目湖作为国内一站式旅游模式先行者,资源禀赋稀缺,项目开发运营能力优异,国资入主赋能发展。随着旅游行业全面复苏,公司盈利能力加速恢复,未来新项目将陆续投运,公司成长性可观。我们预测天目湖2023-2025年归母净利润分别为1.46/1.81/2.17亿元,对应PE估值为24/19/16倍,2024年对应估值相比疫情前估值区间为历史低位,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 需求不及预期,储备项目建设进度不及预期,自然灾害、极端天气等影响经营的风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.67
一年最低/最高价	14.00/33.49
市净率(倍)	2.66
流通A股市值(百万元)	3,478.11
总市值(百万元)	3,478.11

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.02
资产负债率(% ,LF)	16.92
总股本(百万股)	186.29
流通A股(百万股)	186.29

### 相关研究

- 《天目湖(603136): 2021年报&2022一季报业绩点评: 业绩符合我们预期,引入国资优势互补》  
2022-05-02
- 《天目湖(603136): 2021年中报业绩点评: Q2业绩超市场预期,疫情反复无碍长期成长》  
2021-08-22

## 内容目录

<b>1. 一站式旅游休闲模式的实践者</b> .....	<b>5</b>
1.1. 发展历程：打造长三角地区优质休闲旅游目的地.....	5
1.2. 业务模式：景区业务为核心，多元业态打造产品力.....	6
1.3. 股权结构.....	10
<b>2. 旅游市场全面复苏，高品质旅游需求提升</b> .....	<b>12</b>
2.1. 居民出游意愿恢复，带动旅游市场快速复苏.....	12
2.2. 资源端上市公司在 A 股供给有限，相对稀缺.....	13
2.3. 旅游需求逐步升级，品质化趋势凸显.....	14
<b>3. 区位+产品+运营打造稀缺竞争力，增量项目打开成长空间</b> .....	<b>15</b>
3.1. 区位：客群消费力强劲，沪苏湖铁路或提升景区获客能力.....	15
3.2. 产品：一站式旅游模式践行者，多元布局强化竞争力.....	16
3.3. 运营：民企精细化运营领先行业，国资入主赋能发展.....	18
3.4. 成长：部分存量项目仍在爬坡，增量项目未来可期.....	20
<b>4. 财务分析</b> .....	<b>21</b>
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>23</b>
5.1. 盈利预测.....	23
5.2. 投资建议.....	25
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1:	天目湖地理位置.....	5
图 2:	2023 年 H1 部分景区类上市公司规模.....	5
图 3:	天目湖发展历程.....	6
图 4:	2018-2022 及 2023H1 公司分业务营收结构.....	6
图 5:	天目湖业务模式图.....	7
图 6:	2018-2022 年公司景区业务分产品收入 (亿元).....	7
图 7:	公司景区项目介绍.....	8
图 8:	2018-2022 年及 2023Q1-Q3 营收和归母净利率.....	10
图 9:	2018-2023 年溧阳市接待游客人数 (亿).....	10
图 10:	公司股权结构图 (截至 2024 年 2 月).....	11
图 11:	铁路/民航月度客运量.....	12
图 12:	2016-2023 年居民人均可支配收入.....	13
图 13:	2016-2024 年国内旅游收入及同比增长.....	13
图 14:	2016-2024 年国内旅游人次.....	13
图 15:	2016-2023 年中国居民旅游人均花费情况.....	13
图 16:	旅游景区行业按商业模式特征分类.....	14
图 17:	2023 年在线旅游平台用户旅游主题分布.....	15
图 18:	2023 年在线旅游平台用户目的地选择考虑因素.....	15
图 19:	沪苏湖铁路规划图.....	16
图 20:	2024 年春节期间天目湖免票活动.....	16
图 21:	2017-2019 与 2023Q1-3 公司各季度营收与占比.....	17
图 22:	2014-2018 年山水园/南山竹海人均消费.....	18
图 23:	2014-2018 年山水园/南山竹海景区总营收拆分.....	18
图 24:	2018-2022 年山水园/南山竹海营收.....	19
图 25:	2014-2022 及 2023H1 公司广告费及其占营收比重.....	19
图 26:	景区公司资产收益率 (ROA).....	19
图 27:	部分景区公司总资产周转率 (次).....	20
图 28:	部分景区公司销售净利率.....	20
图 29:	公司营业收入及同比增速.....	22
图 30:	公司分业务毛利率情况.....	22
图 31:	公司期间费用率.....	22
图 32:	公司 2017-2023 年三季度归母净利润及归母净利率.....	23
图 33:	2018 年-至今天目湖 PE-Forward (截至 2024 年 3 月 8 日).....	25
表 1:	公司主要酒店房价及图示.....	8
表 3:	定制化复合产品介绍图.....	9
表 2:	公司主要管理层介绍.....	11
表 3:	旅游行业发展阶段.....	15
表 4:	公司主要旅游产品情况.....	16
表 5:	公司旗下景区部分二消项目及其套餐价格 (元).....	17
表 6:	VIP 定制服务.....	18

表 7: 酒店业务格局.....	21
表 8: 公司储备项目情况.....	21
表 9: 收入预测拆分 (单位: 亿元) .....	24
表 10: 天目湖毛利率及三费率预测.....	24
表 11: 天目湖营业收入及归母净利润 (单位: 亿元) .....	24
表 12: 天目湖可比公司估值 (截至 2024 年 3 月 11 日) .....	25

## 1. 一站式旅游休闲模式的实践者

### 1.1. 发展历程：打造长三角地区优质休闲旅游目的地

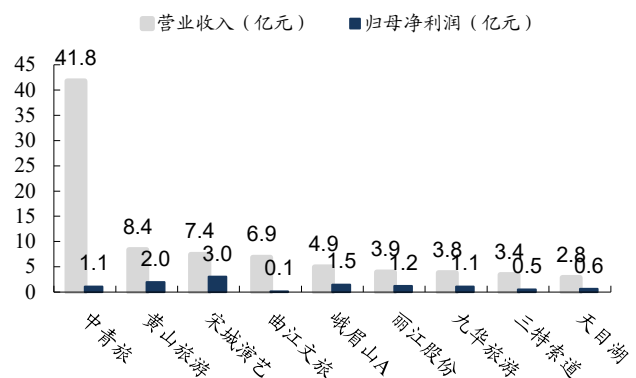
天目湖是华东地区休闲旅游龙头。公司位于江苏溧阳，背靠长三角地区，主要经营天目湖山水园、南山竹海、御水温泉等景区产品，打造了以“主题景区+度假酒店+综合商业+旅行社”为主的一站式短期休闲游度假目的地。天目湖作为国家级旅游度假区、国家5A级旅游景区和国家生态旅游示范区，依靠出色的项目开发能力和综合运营能力，成为华东地区休闲旅游龙头。2023年Q1-Q3天目湖实现营收为4.75亿元，归母净利润为1.2亿元。

图1：天目湖地理位置



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2023年H1部分景区类上市公司规模



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段。

**景区建设期（1992-2009年）：完成天目湖主要景区建设。**1992年9月15日，天目湖旅游公司成立，以溧阳市沙河、大溪两大水库为基础，正式对天目湖项目进行开发。随后，公司进一步投资建设并整合零散景点，于2001年推出公司首个湖泊型精品景区型产品——山水园景区，是国家首批4A级景区。在天目湖旅行社荣获“全国百强旅行社”称号后，公司在2003年4月完成改制，天目湖旅游有限公司成立。在此基础上，公司进一步丰富产品供给，着手开发南山竹海景区，并在2006年获评国家4A级景区并推向市场。2009年，公司推出休闲度假产品“御水温泉”项目，实现了三个主要旅游产品的淡旺季互补，营收规模大幅提升。

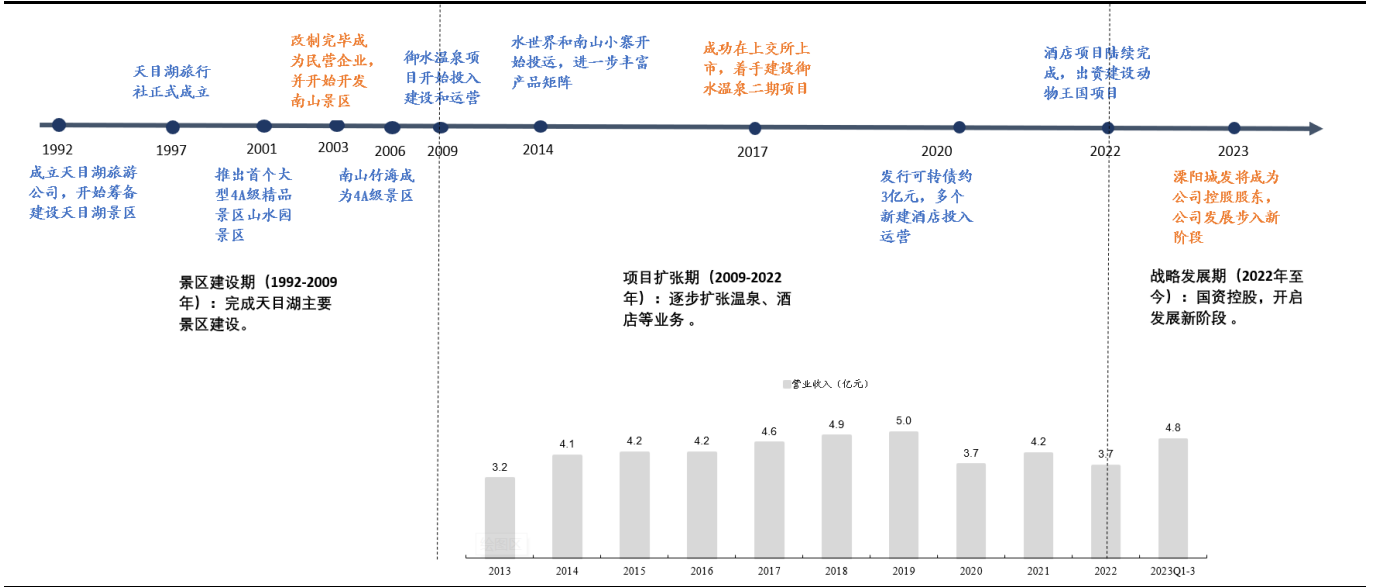
**项目扩张期（2009-2022年）：逐步扩张温泉、酒店等业务。**公司布局酒店业务板块，作为景区业态的补充，2010年，御水温泉度假酒店及客栈开始投入使用。2014年南山小寨和水世界主题公园正式投入运营。2017年，公司在上交所完成上市，公司继续深化景区冬季产品“温泉+酒店”的组合，御水温泉二期项目投入建设。2020-2022年期间，公司遇系列酒店陆续建设完成，酒店业务规模显著提升。

**战略发展期（2022年至今）：国资控股，开启发展新阶段。**2021年起，溧阳城发三次受让原实控人所持公司股份，于2023年正式成为公司控股股东，溧阳市人民政府成



为公司实际控制人。溧阳国资深度支持公司发展战略，2022 年公司与国资天目湖控股集团共同出资打造“动物王国”项目，持股比例 19.98%，政企合作推动公司发展进入新阶段。

图3: 天目湖发展历程

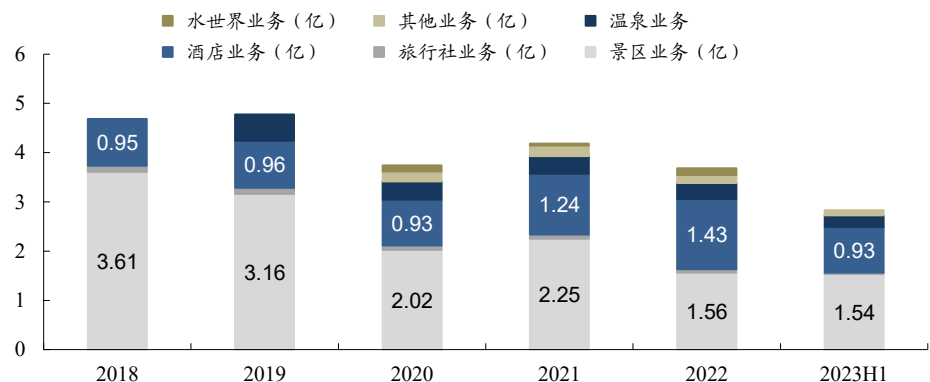


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 业务模式：景区业务为核心，多元业态打造产品力

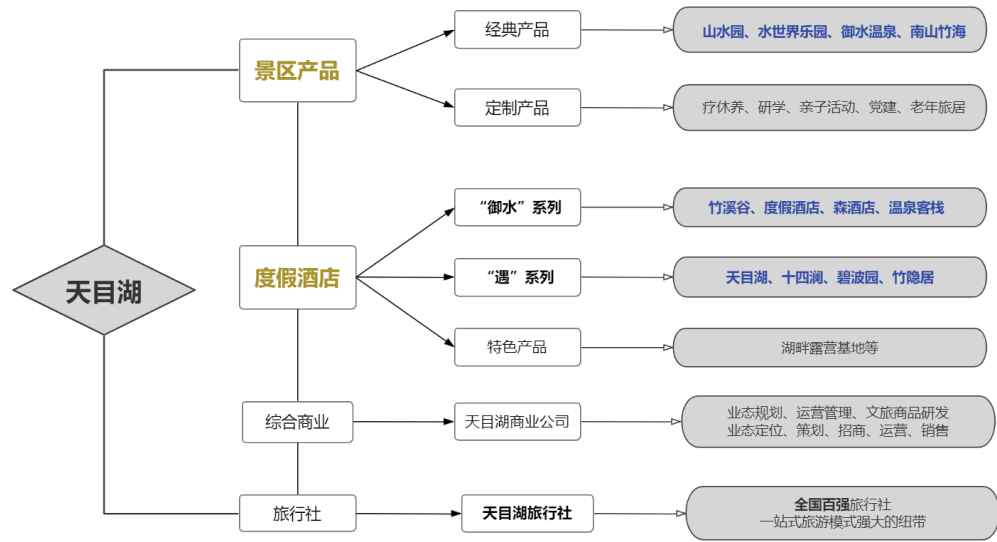
景区和主题乐园业务为主要收入来源。公司业务结构丰富，从“吃、住、行、游、购、娱”六大要素出发，覆盖景区、主题乐园、酒店住宿、餐饮、商业、旅行社等多个版块。从各业务板块来看，疫情前公司景区及主题乐园业务收入占比约为六成；疫情期间公司逆势布局，酒店业务占总营收的比重得到显著提升，由2019年的19%增加到2023年上半年的33%。2023H1 景区/旅行社/酒店/温泉业务收入分别为 1.54/0.02/0.93/0.23 亿元，其中景区和主题乐园业务是核心收入来源，占总体营收的 54%。

图4: 2018-2022 及 2023H1 公司分业务营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

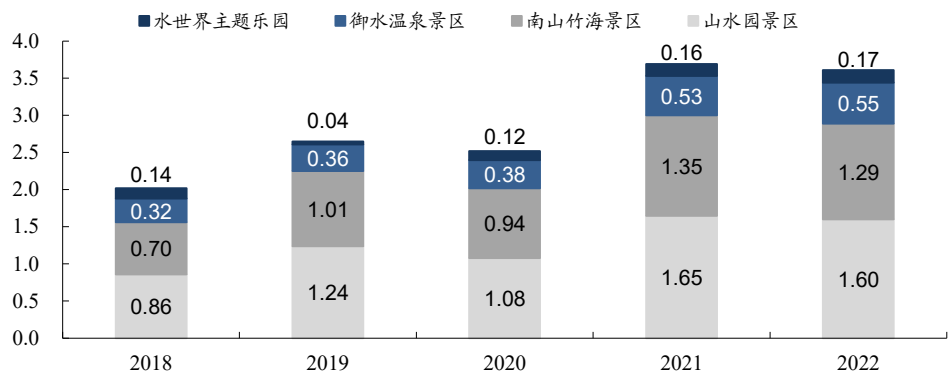
图5: 天目湖业务模式图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**景区业务：产品矩阵丰富，满足淡旺季观光和休闲需求。**在十余年的建设中，天目湖逐步形成两个景区产品板块的山水结合复合型产品：一是山水园景区+水世界主题公园，二是南山竹海景区+御水温泉。疫情期间，两大核心景区仍稳定增收，山水园景区/南山竹海景区 2019-2022 年营收 CAGR 分别达到 6.6%/6.3%。两大板块形成夏季路线和冬季路线的闭环，实现季节性的淡旺季互补，并结合游客的休闲度假需求，为游客提供高质量的产品序列。

图6: 2018-2022 年公司景区业务分产品收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



图7：公司景区项目介绍

景区名称	产品	门票价格	图示
山水园景区	海洋世界、水上娱乐中心、4D动感影院、奇石馆、精灵国等	成人 160 元	
南山竹海景区	静湖竹筏、竹文化博物馆、夜营地、休闲村、南山寿泉等	成人 80 元	
御水温泉景区	温泉博物馆、户外泡池、竹海森林景观温泉等	成人 198 元 1 米以下免票	
水世界主题乐园	巨蟒、超级台风、玛雅漂流、家庭大滑板等	成人 180 元	



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**酒店业务：提供配套服务，贡献稳定收入。**公司以核心景区为基础，在御水温泉项目落成后逐步开展酒店业务，现已形成 9 家能够成熟运营的中高端酒店，为公司贡献仅次于景区业务的稳定收入。随着产品复合化战略的落实，“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”的布局为旅客提供高质量的配套服务。2022 年公司酒店业务营收 1.43 亿元，在 2018-2022 年期间的营收 CAGR 为 8.52%。分产品来看，遇系列定位为中端酒店，房型多为大床房和家庭房，价格在 800-2000 元之间；御水温泉系列的高端度假酒店房型多为豪华套房，分不同等级和价位。丰富的住宿产品和景区一起为旅客提供高质量的配套服务。

表1：公司主要酒店房价及图示

所属景区	酒店名称	主要房型	价格（元）	图示
南山竹海	御水温泉度假酒店	standard room	1680	
		豪华标准间	1880	
		豪华大床房	1880	
		豪华套房	3280	
	御水温泉竹溪谷酒店	花坞·赏竹一房一厅	2386	
陶榭·赏竹两房一厅	4686			
文·月下两房两厅	5987			
		茶·茗香三房两厅	9587	



山水园	天目湖遇·十四澜酒店	湖景大床房	860	
		豪华湖景 LOFT 大床房	1060	
		湖景 LOFT 家庭房	1460	
		豪华湖景 LOFT 家庭房	1560	
	天目湖遇·碧波园酒店	雅致大床房	621	
		园景大床房	712	
		湖景大床房	1261	
		湖景家庭房	1718	

数据来源：携程官网，公司公告，东吴证券研究所

**旅行社业务：持续开发个性化定制产品线路。**公司旗下的天目湖旅行社为全国百强旅行社，为全域旅游及全产业旅游提供市场化、定制化服务。随着高质量个性化需求的不断增加，公司充分运用旅行社多元化业务的整体资源和优势，凭借景区资源和周边资源，对个性化定制产品线路进行研究和开发。针对不同细分人群，旅行社根据游客时间、精力、偏好等要求，推出不同路线：适宜职工康养的疗休养业务，帮助学生边玩边学、学得轻松的研学业务，提高家庭教育质量的亲子体验业务等。随着旅行社业务的恢复，定制化产品也不断地为公司营收贡献增量。

表 3：定制化复合产品介绍图

产品名称	介绍	图示
疗休养业务	公司的天目湖基地在 2023 年挂牌上海职工疗休养基地。基地深厚的人文底蕴、优越的生态环境、丰富的全域疗休养资源和成熟完善的一站式服务配套体系，被业界称为“最具生态特色”的一站式疗休养基地。	
研学游与社会实践业务	公司拥有全国研学旅行基地（营地）、全国科普教育基地与省级爱国主义基地等优质资源，率先发展研学旅行产业，打造“行走中的课堂”主题研学体系和国内领先的一站式研学基地。	
亲子体验业务	公司积极创新亲子游产品，开发更多符合家庭需求的亲子产品，包括夏令营、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。	

红色党建业务

公司以沙河精神展馆和溧阳生态创新展馆等为载体，创新开展“红色党建+绿色生态创新”活动。通过追溯红色记忆，形成“支部搭平台、党员展风采、旅游树形象”的旅游产业发展新常态。



培训拓展业务

公司具备丰富的课程培训和团队拓展资源，可提供个性化的定制服务，由专业培训讲师进行课程设计与指导，并开展丰富多彩的课间活动及团队熔炼游戏，助力团队建设，凝聚团队力量。



老年旅居业务

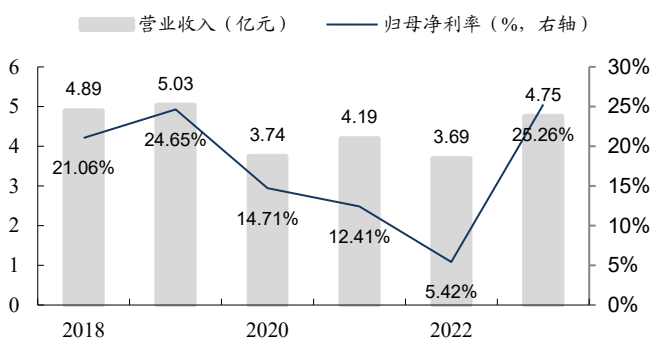
公司精准洞察银发一族的需求，依托溧阳世界长寿文化之乡的文化脉络，拥有完善的旅居软硬件配套，提供高品质旅居服务。同时，积极策划旗袍汉服、健康登山、主题摄影等特色老年活动，打造富有特色的银发旅游品牌。



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

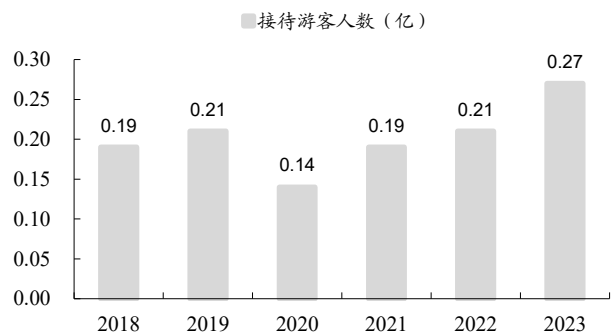
**客流恢复带动营收和利润修复。**疫情前公司经营良好，营收呈逐年上升趋势，2018-2019年营收分别达到4.89/5.03亿元，净利润达到1.18/1.42亿元。2023年随着防疫政策的完善优化，文旅市场迎来强劲复苏，全国出行旅游人次逐渐回升。根据天目湖景区所在地溧阳市数据显示，2023年溧阳市接待游客人数已达到0.27亿人次，较2019年同期增长28.5%。客流恢复带动公司业绩持续向好，公司2023Q1-Q3营收和净利润分别恢复至2019年同期123%/140%，新项目业绩爬坡和客流高景气或将带动业绩继续提升。

图8：2018-2022年及2023Q1-Q3营收和归母净利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2018-2023年溧阳市接待游客人数 (亿)



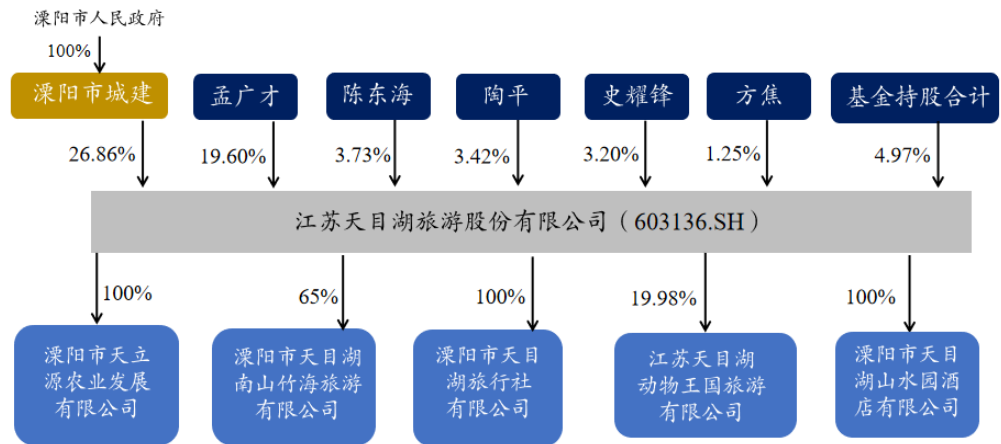
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构

**溧阳城发为控股股东，国资入主赋能发展。**溧阳城发共斥资约7.56亿元，于2021年9月和2022年3月两次受让公司实控人孟广才共计3786.07万股，转让价19.98元/

股，溧阳城发持股比例 20.32%。2023 年 3 月，完成 1216.95 万股股份（占比 6.53%）转让，溧阳城发成为公司控股股东，溧阳市人民政府为实际控制人。截止 2024 年 2 月，溧阳市城发的持股比例为 26.86%。国资入股充分促进了政企合作，保障了公司灵活性的机制与高效率的运营。

图10: 公司股权结构图（截至 2024 年 2 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**管理层经验丰富。**公司管理层持股比例较高，且具有丰富的市场经验和较强的业务能力，熟悉景区规划建设、经营管理、特种设备、旅行社等相关业务。现任董事长、总裁李淑香，副董事长孟广才、副总裁史耀峰、史瑶琴，董事陶平、陈东海等均已加入公司近 20 年，带领团队开发了不同的旅游项目并成功运营，积累了丰富的文旅项目运营经验。

表2: 公司主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
李淑香	董事长、董事	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司山水园景区分公司总经理，溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司总经理，上市公司总裁助理、副总裁。现任公司董事长、总裁。
孟广才	副董事长,董事	曾任溧阳天目湖旅游有限公司执行董事、总经理，上市公司总经理、董事长。现任上市公司副董事长。
潘际泳	董事、副总裁	曾任江苏天目湖动物王国旅游有限公司董事、总经理。现任江苏天目湖控股集团有限公司执行董事、总经理，江苏天目湖白茶科技有限公司董事、总经理溧阳市天目湖市政园林有限公司监事等。
陈东海	董事	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司行政与人力资源部总监、总经理（总裁）助理、投资部总监。现任江苏天目湖旅游股份有限公司监事会主席，溧阳市天目湖旅行社有限公司监事等。
陶平	董事	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司副董事长、副总经理（副总裁）、项目建设部总监。现任江苏天目湖旅游股份有限公司董事，溧阳市南山竹海索道有限公司监事，溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司董事。
史耀峰	副总裁	曾任溧阳市天目湖旅游公司副总经理、市场部经理，溧阳市天目湖旅行社有限公司经理，溧阳市天目湖旅游有限公司副总经理、市场部经理，江苏天目湖旅



史瑶琴	副总裁	游股份有限公司董事。现任江苏天目湖旅游股份有限公司副总裁。 曾任江苏天目湖旅游股份有限公司行政总助、总裁助理、营销中心总经理、董事，溧阳市南山职工休养有限公司总经理。现任江苏天目湖旅游股份有限公司副总裁。
虞雯	董事会秘书	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司山水园景区办公室主任、行政部经理、质量管理部经理、证券与审计部副总监。现任江苏天目湖旅游股份有限公司董事会秘书、证券部总监。
彭志亮	财务总监	曾任溧阳市天目湖旅游公司记账员，溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司财务经理，江苏天目湖旅游股份有限公司财务总监助理。现任江苏天目湖旅游股份有限公司财务总监。

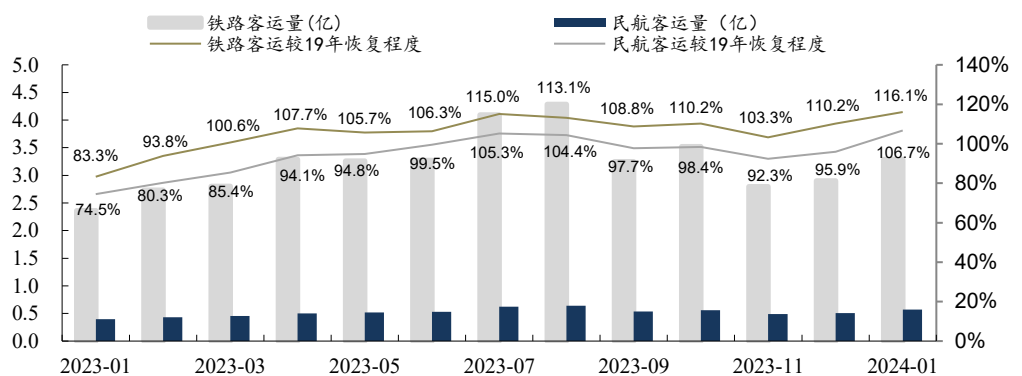
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 旅游市场全面复苏，高品质旅游需求提升

### 2.1. 居民出游意愿恢复，带动旅游市场快速复苏

**2023 年出现报复性出游。**2023 年铁路客运量及国内航线游客运输量分别为 38.5 亿人次和 5.9 亿人次，同比增长 130.5%和 136.3%。自 2023 年 4 月起，铁路及民航月度客运量均超 2019 年同期，积压需求集中释放。2024 年 1 月铁路/民航客运量为 3.29/0.57 亿人次，分别恢复 2019 年的 116.1%/106.7%。2024 年春节假期（2 月 10 日-2 月 17 日）全社会跨区域人员流动量累计达 22.93 亿人次，其中铁路客运量及民航客运量分别为 0.99 亿人和 0.18 亿人，创历史新高。

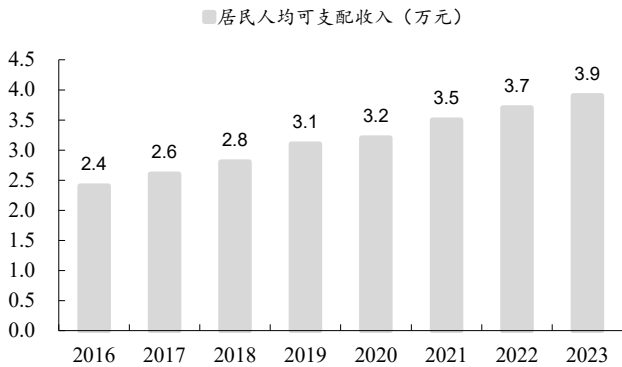
图 11: 铁路/民航月度客运量



数据来源：国家铁路局，中国民航局，东吴证券研究所

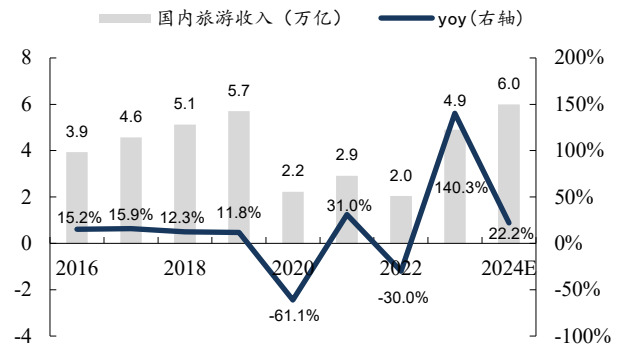
**居民消费水平提升带动旅游市场扩大。**随着经济发展，居民生活水平的不断改善，人均可支配收入得到持续稳定的增长，2023 年突破 3.9 万元。根据文旅部数据显示，2009-2019 年旅游收入十年 CAGR 为 18%，高于同期人均可支配收入 CAGR（13%）；疫情期间整体旅游市场景气度下行。2023 年国内旅游收入回升至 4.9 万亿元，yoy+140.3%，恢复至 2019 年的 86%。据中国旅游研究院预测，2024 年国内旅游收入将突破 6 万亿元，基本恢复至疫情前水平。旅游是国民的长期消费需求。

图12: 2016-2023 年居民人均可支配收入



数据来源: 文旅部, 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

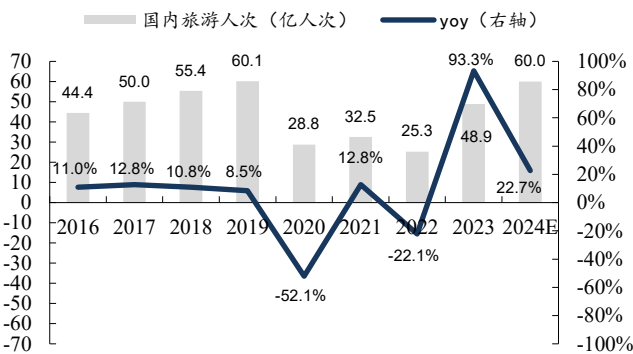
图13: 2016-2024 年国内旅游收入及同比增长



数据来源: 文旅部, 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

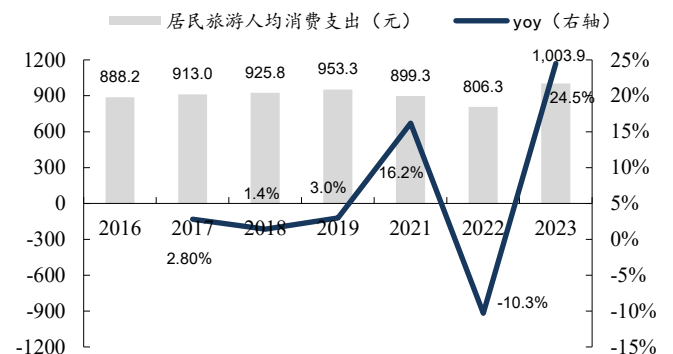
**2023 年国内旅游收入的显著恢复得益于国内旅游人次的增长与居民旅游人均消费水平的提升。**从趋势来看, 国内出行人次的发展趋势与国内旅游收入基本吻合, 居民旅游积极性的提高是旅游收入增长的重要原因。2023 年国内出游人次 48.9 亿, 同比 2022 年增长 93.3%, 恢复至 2019 年同期的 81.4%。中国旅游研究院预测, 2024 年国内旅游出游人数将超过 60 亿人次。疫情期间, 游客为了压缩旅游成本, 短途旅游占据主流市场, 居民旅游人均消费也随之减少。2023 年居民需求的集中释放使得中长途旅游市场恢复加快, 居民人均消费支出首次突破千元增长到 1003.9 元, 同比 2022 年增长 24.5%。居民旅游人均支出的增长也在进一步推动国内旅游收入的复苏进程。

图14: 2016-2024 年国内旅游人次



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图15: 2016-2023 年中国居民旅游人均花费情况



数据来源: 文旅部, 国家统计局, 东吴证券研究所

## 2.2. 资源端上市公司在 A 股供给有限, 相对稀缺

**景区及其周边服务业态是盈利稳定性较好的投资标的。**旅游景区行业按商业模式细分为: 顶级自然景区、旅游目的地服务商、旅行产品分销, 全国扩张性由低到高。

**顶级自然景区**主要指全国知名、具有丰富历史文化口碑积淀、自带流量的景区, 有较强的重资源特征。通常由当地政府背景企业/管委会实现垄断运营, 由于其较高的全国



知名度及客观自然条件，基本无异地复制性，主要围绕自然景观进行多层次的游客流量变现（包括门票、索道、交通、酒店及综合旅行产品等多种方式）。典型公司如黄山旅游、九华旅游、长白山等，几乎都在 A 股上市

**旅游目的地服务商**主要指服务于知名旅游目的地的景区/体验项目，通常融合了本地自然环境及人文特色并进行产品化，虽然并不自带流量，但通过持续的运营和投入成为了当地旅行体验的重要部分。这类景区需要资产投入，在运营和资金实力稳固后具有一定的本地或异地扩张性，代表公司如宋城演艺、中青旅、天目湖等。这一类主体占到旅游景区公司中的主要部分。

**旅行产品分销公司**主要进行旅游产品的撮合销售，则通常具备重人力的特征。资产较轻，依赖人力投入，扩张性最强，同时也会面临激烈竞争。如众信旅游、携程、同程旅行等。

图 16：旅游景区行业按商业模式特征分类

	顶级自然景区	旅游目的地服务商	旅行产品分销
特点	重资源，复制性差	重投资、重运营，具备一定扩张性	重人力，扩张性最强
代表公司	黄山旅游、长白山、峨眉山A、*ST西域、九华旅游、桂林旅游、西藏旅游、张家界、丽江股份	宋城演艺、中青旅、天目湖、曲江文旅、云南旅游、三特索道、祥源文旅、西安旅游、大连圣亚、三湘印象、华强方特、海昌海洋公园、复兴旅游文化、澳博控股、新濠国际发展、美高梅中国、永利澳门、金沙中国、银河娱乐	众信旅游、岭南控股、*ST凯撒、携程、同程旅行、途牛、香港中旅
	低	扩张性	高

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

根据 2016 年出台的《风景名胜区条例》，以景区门票为主要营收的公司上市从制度上存在一定限制，当前资源端上市公司在 A 股供给有限，且在可见的时间范围内将很难增加供给，相对稀缺。

### 2.3. 旅游需求逐步升级，品质化趋势凸显

**休闲度假旅游成为我国旅游行业新趋势。**随着社会经济发展与居民消费升级，旅游行业将经历观光游、休闲游与度假游三个发展阶段。相较于观光游，休闲度假游的停留时间更长，人均消费更高，游客更加追求旅游品质化与体验化。随着我国人均 GDP 步入万元时代，休闲度假旅游需求逐渐释放，成为我国旅游市场新趋势。截至 2023 年，我国已拥有 63 个国家级旅游度假区，与国家级 5A 景区同是景区行业的金字招牌，我国旅游市场逐步向休闲度假阶段转变。

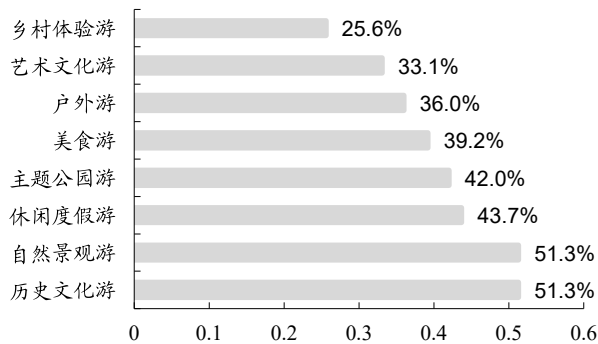
表3: 旅游行业发展阶段

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

数据来源: 天目湖招股书, 东吴证券研究所

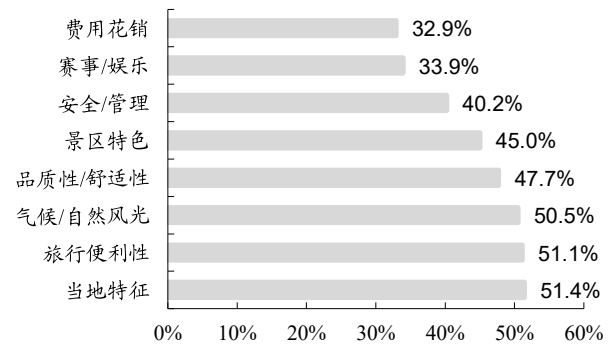
**高品质旅游需求旺盛, 休闲度假产业发展可期。**据携程报告, 2023 年全国国家级旅游度假区内住宿设施订单量同比增长 105.2%, 度假产品预订量同比增长 178.1%, 国内旅游度假区复苏显著。此外, 据艾瑞咨询数据, 2023 年在线旅游平台用户群体中, 以休闲度假为旅游主题的用户占比 43.7%, 位居各旅游主题前列。同时 47.7% 的用户表示在出游时着重考虑目的地的品质性与舒适性, 旅游需求品质化趋势凸显。随着未来我国居民休闲时间延长, 需求进一步释放, 休闲度假旅游未来可期。

图17: 2023 年在线旅游平台用户旅游主题分布



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图18: 2023 年在线旅游平台用户目的地选择考虑因素



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

### 3. 区位+产品+运营打造稀缺竞争力, 增量项目打开成长空间

#### 3.1. 区位: 客群消费力强劲, 沪苏湖铁路或提升景区获客能力

**长三角区域经济活跃, 客群消费能力强劲。**天目湖地处长三角, 是中国经济最具活力的区域之一。2023 年长三角地区沪苏浙皖三省一市经济总量超 30 万亿, 约占全国经济总量的 24%, 客源消费能力强劲。该区域强劲的消费力支持了 15 个旅游行业资源端 A 股上市公司中的 5 个, 其中天目湖定位一站式中高端旅游产品, 显示出较为稳定的成长性。从 2023 年前三季度营收来看, 天目湖/黄山旅游/九华旅游/宋城演艺/中青旅的营收端 5 年 CAGR 分别为 5%/4%/9%/-8%/-5%; 归母净利润 5 年 CAGR 分别为 5%/-1%/14%/-7%/-18%, 天目湖从扩张和盈利能力增长来看均较为稳健。

沪苏湖高铁即将开通，景区或将实现客流进一步增长。沪苏湖高铁起于上海，终于湖州，预计将在 2024 年年底正式交付投运。该铁路将便利溧阳与周边城市交通运输，缩短交通时间，例如溧阳至上海交通时长将缩短至 1 小时。随着公司积极推动活动创新，推出免票活动等，公司有望进一步打开周边游市场，实现客流进一步增长。

图19：沪苏湖铁路规划图



数据来源：上海发布公众号，东吴证券研究所

图20：2024年春节期间天目湖免票活动



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.2. 产品：一站式旅游模式践行者，多元布局强化竞争力

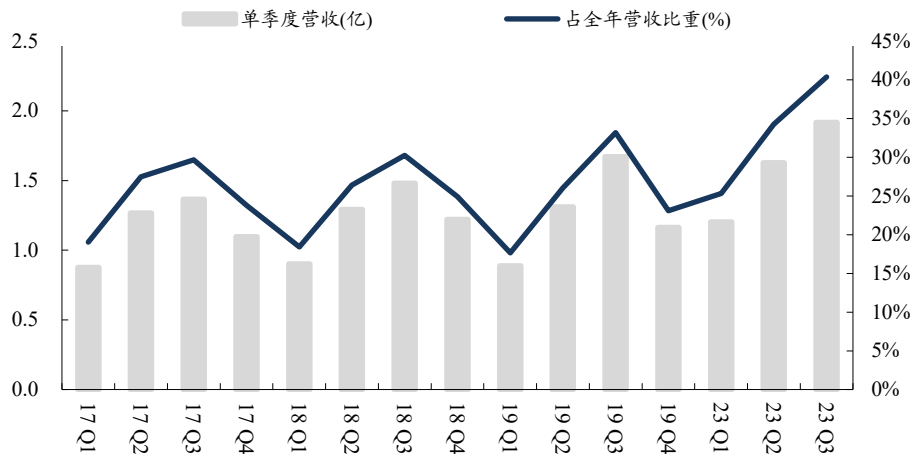
**立体化产品矩阵，一站式旅游目的地优势凸显。**公司旗下山水园和南山竹海景区属于观光类旅游产品，具有明显的季节性，春秋多为旺季，冬季客流较少。公司通过投建运营御水温泉与水世界项目，成功实现各景区产品淡旺季互补，形成四季皆旺的景区产品矩阵，缩小公司营收的季节性波动。此外，各旅游产品在功能性上互补，与山水园与南山竹海不同，御水温泉属于休闲养生项目，水世界为主题乐园，功能差异化能够有效实现景区之间相互引流、相互支撑的协同效果，形成多极增长格局。除景区业务外，公司不断完善景区配套设施，酒店产品矩阵丰富，有效延长游客停留时间，巩固一站式旅游目的地效应，形成难以复制的核心竞争力。

表4：公司主要旅游产品情况

旅游产品	功能类型	旺季	区内酒店
山水园	观光型	春夏秋	遇·天目湖、遇·十四澜、遇·碧波园
水世界	主题乐园	夏季	
南山竹海	观光型	春夏秋	遇·竹隐居
御水温泉	休闲养生	冬季	御水温泉度假酒店、御水温泉客栈、御水温泉·森酒店、御水温泉竹溪谷

数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

图21: 2017-2019 与 2023Q1-3 公司各季度营收与占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**二次消费场景丰富, 拓展景区盈利空间。**除门票收费外, 公司在各个景区拥有众多二次消费项目, 定价上实施市场调节价, 价格调控空间大, 助力游客人均消费提升。2014-2018 年, 山水园/南山竹海景区人均消费 CAGR 分别为 1.6%/0.9%。此外, 受政策影响, 景区门票收费调整具有一定限制, 且呈现降免趋势。公司旗下众多二次消费项目帮助改善景区盈利结构, 提升利润空间, 降低门票收入依赖, 增强公司经营稳定性。2014-2018 年山水园和南山竹海两景区二次消费项目收入总和占景区总营收的比重持续提升, CAGR 为 3%。2018 年, 山水园/南山竹海总营收中二次消费收入占比达到 51.7%, 高出门票收入近 10pct, 成为公司景区盈利的重要支撑。随着二次消费项目不断完善升级, 有望进一步拉升利润。

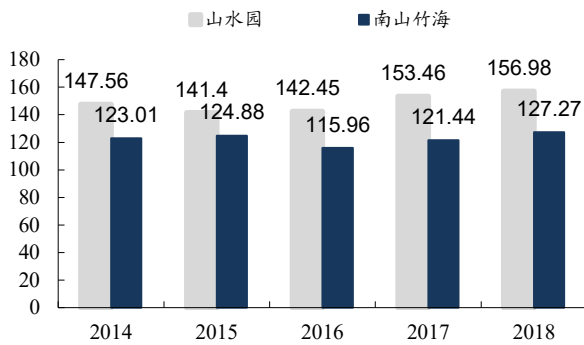
表5: 公司旗下景区部分二消项目及其套餐价格(元)

景区	二次消费项目	门票套餐	价格	二消占比
山水园	游船(含快艇、包船)、高空飞降、状元阁、海洋世界、天下白茶馆等	门票	80	
		门票+游船	160	50%
南山竹海	索道、地轨缆车、观光车、竹筏、竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等	门票	80	
		门票+溧阳三黑三白套餐	178	55%
		门票+单程小火车+双程架空索道+双程地面缆车	250	32%
		门票+双程小火车+双程缆车+双程索道+素墨竹手工+撞钟祈福+南山老火锅+绿色通道	498	84%
御水温泉	鱼疗、矿疗、理疗、餐饮等	门票	238	
		门票+浴袍	248	4%
		门票+鱼疗	258	8%
		门票+围炉煮茶	258	8%
		门票+1小时独立汤屋私汤体验+中式按摩+鱼疗	498	52%

数据来源: 公司招股书, 携程, 东吴证券研究所; 注: 所列示门票套餐皆为成人票, 价格为 2 月 28 日的价格

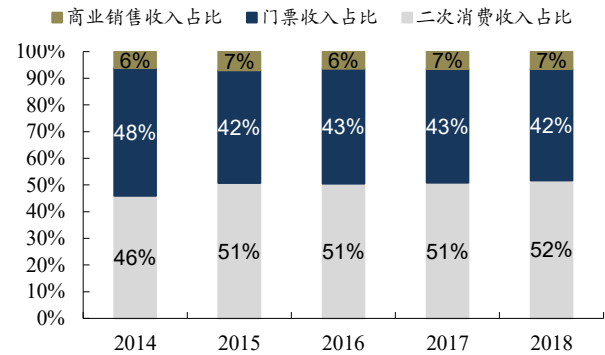


图22：2014-2018年山水园/南山竹海人均消费



数据来源：公司招股书，《2019可转债信用评级报告》，东吴证券研究所

图23：2014-2018年山水园/南山竹海景区总营收拆分



数据来源：公司招股书，《2019可转债信用评级报告》，东吴证券研究所

**持续开展定制化服务，挖掘二次消费潜力。**依托于复合型产品矩阵，公司持续开发个性化、专属化、小众化的定制服务，不断打造疗休养、红色党建、研学与社会实践、亲子游等特色旅游服务，打破单一客源结构，适应国内观光、休闲、度假、疗养等丰富梯度的市场客群。同时精准定位不同消费层级游客需求，提供VIP定制服务，实现公司旗下多产业联动，提供一站式旅游体验，挖掘各类游客群体二次消费潜力，提升公司经营效益。

表6：VIP定制服务

景区	VIP权益
山水园	景区内专用车辆接送；开启景区绿色通道，免去排队烦扰；VIP专属接待室；全程管家服务，全程单独船只；慈母堂书信传情，状元阁许愿祈福，VIP专座看精灵表演，观茶艺表演，炒茶品茶赠茶礼。
南山竹海	景区内专用车辆接送；专属接待室；全程绿色通道免排队；资深管家定制专属行程：体验竹编工艺，赠竹编艺术品。
御水温泉	VIP专职管家全程服务；60处泡池畅意尽享，专享私密独立汤屋，竹尖泡池如沐云端；温泉博物馆趣味讲解，探索自然奥秘；提供养生精油礼品，特制美味养生小点；餐位预留、儿童托管，无忧旅行。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

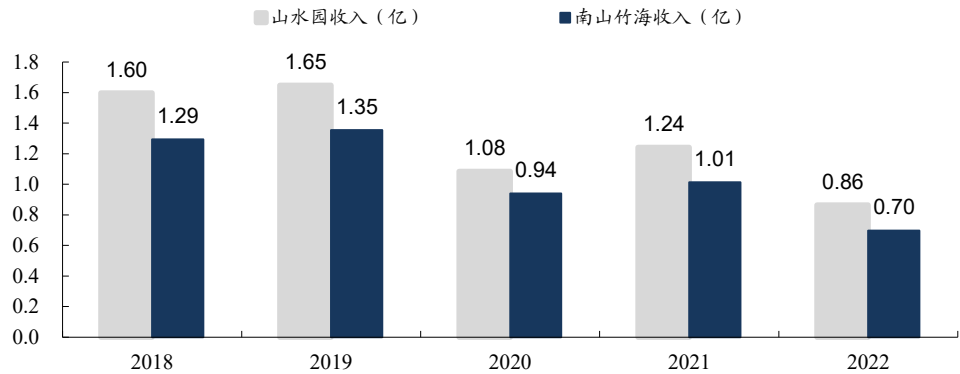
### 3.3. 运营：民企精细化运营领先行业，国资入主赋能发展

**从无到有自主开发，运营能力表现亮眼。**核心管理层深耕景区30年，从0到1将人工水库和天然竹林打造成国家5A级景区，且项目投建到落地运营的时间跨度逐渐缩短。山水园于1992年开发，2001年对外开放，历时近10年；而南山竹海历时3年，时间大大缩短。南山竹海作为后起之秀，营收规模已逼近山水园。2018-2022年，南山竹海收入体量皆在山水园收入体量80%以上水平，彰显了公司强有力的开发运营能力。



2009年，公司推出御水温泉项目，并逐步完善景区酒店等资源配套，强化一站式旅游目的地定位，顺应了度假休闲游浪潮。目前天目湖已成为拥有多元业态，营收规模超3亿的成熟景区，疫情期间同样连年保持正向盈利，佐证了公司高水平、专业化的市场洞察力与运营能力。

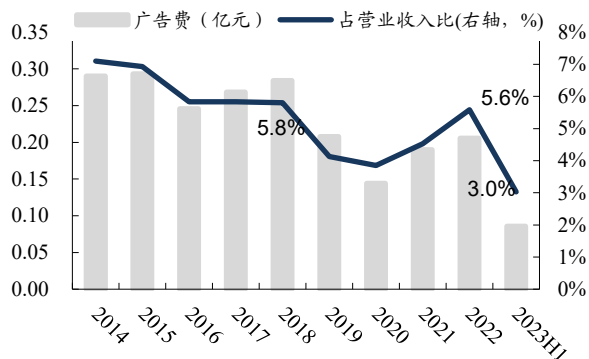
图24：2018-2022年山水园/南山竹海营收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

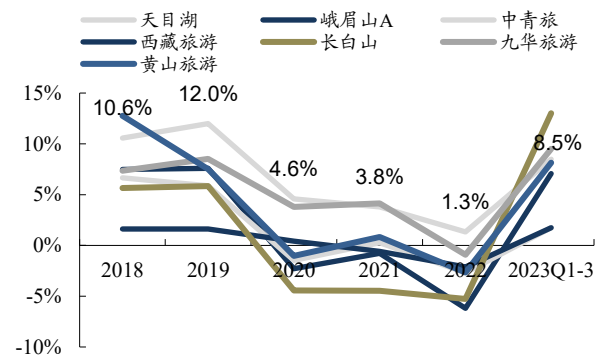
**民企精细化运营，资产收益率行业领先。**公司紧跟市场热点，以游客喜好为导向，积极推动业态转型，推出“宴·夜天目湖”、天目湖水世界音乐节、春季汉服国风盛典、龙游天目湖等活动，并围绕细分市场创新产品，打造包括研学游、南山竹海溯溪游、湖畔露营等产品，精准定位市场需求，运营卓有成效。以“宴·夜天目湖”为例，2023年天目湖滨南片区共接待516万人次，其中夜间游客297万人次，占比57.6%，同比增长28%。此外，公司在营销端上更显精细化。公司不断加速营销创新，优化自媒体传播矩阵，同时拓展新媒体渠道，挖掘直播带货、社群运营等优势，实现精准营销，有效降低营销成本。公司广告费用占营收比重从2018年的5.8%显著下滑为2023H1的3.0%。对比部分主要景区公司，公司精细化运营模式使公司成长性和资产收益率行业领先。

图25：2014-2022及2023H1公司广告费及其占营收比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：景区公司资产收益率 (ROA)

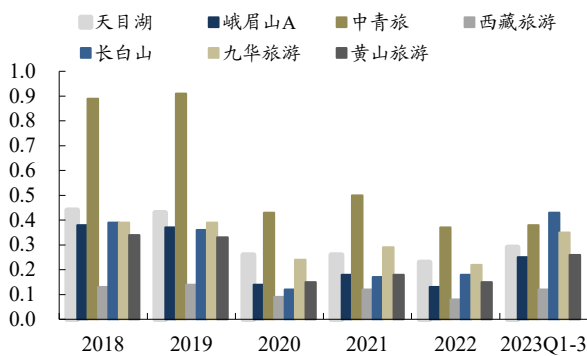


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

**管理机制灵活，企业运转高效。**经过长期实践和理论提升，公司打造了独特的“卓

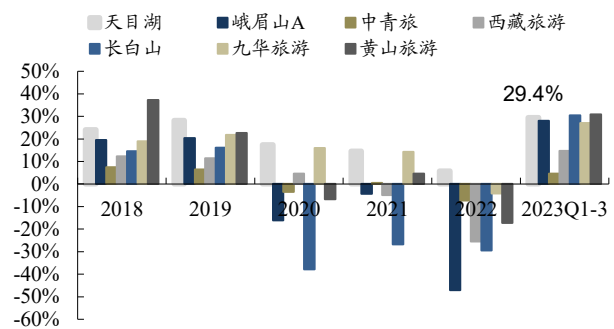
“越六精”管理模式：精励创业的务实领导团队/精准定位的一站式旅游发展战略/精心设计的顾客满意系统/精良的资源配置保障/精益管理的流程改进系统/精细核算的持续创新机制。公司还通过引进稻盛和夫阿米巴经营体系，树立了人人都是经营长的理念，实现了员工从被动执行到主动参与管理的改变，能够更快的响应市场需求，获得竞争优势。随着公司经营管理模式趋于成熟，运营经验丰富，企业运转灵活高效，公司总资产周转率与销售净利率具有领先优势。2023年Q1-Q3，公司总资产周转率为0.29；2023年Q1-Q3公司销售净利率为29.4%，领先行业水平。

图27：部分景区公司总资产周转率（次）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：部分景区公司销售净利率



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

**国资入主赋能发展，政企合力优势明显。**公司作为溧阳市唯一一家旅游类上市公司，拥有丰富的优质自然资源与卓越的开发运营能力。溧阳城发作为当地国资，拥有丰富的国企管理经验与资源获取能力。二者强强联合优势明显，相得益彰。溧阳市政府成为实控人后，保留公司原有灵活体制机制，充分授权上市公司，从资源、资金、专业性、品牌、准入等多维度强化公司竞争优势，赋能公司长期发展。

### 3.4. 成长：部分存量项目仍在爬坡，增量项目未来可期

**酒店业务规模扩充，部分项目处于爬坡期，成长性可观。**近年来，公司酒店业务规模不断扩充，产品矩阵持续完善。截至23年H1，公司旗下拥有酒店客房数近800间，较疫情前增加约300间，基本覆盖野奢度假、小资轻奢、特色客栈等多种业态级别酒店，有效满足差异化需求。目前公司体内竹溪谷、遇系列酒店仍处于爬坡期。随着旅游市场复苏，酒店爬坡加速。竹溪谷在多个假期表现亮眼，23年春节与24年元旦期间多日满房，未来经营业绩有望进一步释放。

表7: 酒店业务格局

酒店系列	酒店品牌	定位	客房数	开业时间
御水温泉系列	御水温泉度假酒店	现代度假	258	2010.4
	御水温泉客栈	特色客栈	41	2010.4
	御水温泉·竹溪谷	野奢度假	120	2020.9
	御水温泉·森酒店	主题亲子		2022.8
遇系列	遇·竹隐居	精品庭院	167	2014.9
	遇·十四澜	高端湖景	14	2020.7
	遇·天目湖	轻奢度假	81	2021.7
	遇·碧波园	湖畔度假	42	2023.1

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**储备项目看点丰富, 或将成为新增长极。**近年来, 公司围绕一站式旅游目的地定位, 着手开发多个项目, 不断强化景区目的地效应。其中, 公司与国资合作开发动物王国项目, 预计 26 年建成投运, 将与山水园、南山竹海形成三区差异化发展格局, 进一步丰富景区整体产品厚度。同时, 动物王国定位文旅综合体, 包含主题公园, 商超娱乐, 酒店配套等设施, 将再次践行一站式旅游模式, 验证公司项目扩张能力。此外, 公司即将投运平桥漂流项目, 加快建设南山小寨二期等酒店配套, 有望进一步贡献营收增量。

表8: 公司储备项目情况

项目	项目定位/建设内容	预计投运时间
平桥漂流	户外漂流	2024 年
南山小寨二期	以酒店为主, 包含特色主题酒店、孟郊书院、溧阳织造府、南山镖局、曼生茶博物馆、溧阳非遗等旅游风情小镇商业街	2025 年
动物王国一期	文旅综合体, 含动物王国主题公园、大马戏主题演艺、商业购物娱乐、主题度假酒店等	2026 年

数据来源: 公司公告, 掌上溧阳公众号, 东吴证券研究所

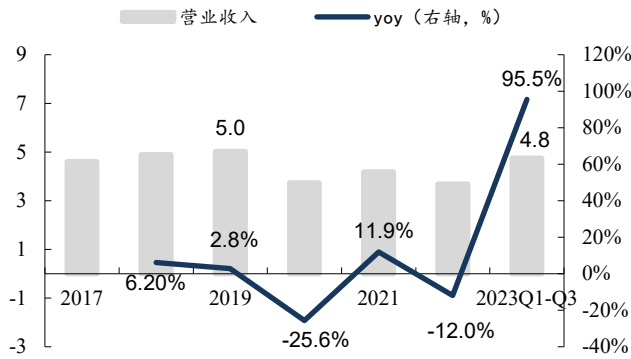
## 4. 财务分析

**行业市场强势复苏, 疫后报复性消费实现公司营收超越疫情前。**疫情前, 公司业绩持续稳健增长, 2019 年营收 5.03 亿元, 同比增长 2.8%。疫情期间, 受出游限制政策的影响, 核酸检测、健康码等加大了游客的出游成本, 削弱游客的旅行意愿, 进而导致公司营业收入首次出现负增长。2023 年上半年, 居民旅游需求集中释放, 营业收入大幅增长为 2.83 亿元, 较 2022 年同期上涨 219.1pct, 恢复 2019 年的近六成。

**疫后业绩回升, 毛利率提升明显。**疫情前, 由于公司不断拓宽外部市场扩大销售, 同时资产折旧、能源费下降和修理费减少, 使得毛利率稳定维持在 60%以上, 其中景区业务和酒店业务盈利能力强劲, 旅行社业务毛利率较低。疫情期间, 公司营收承压, 外

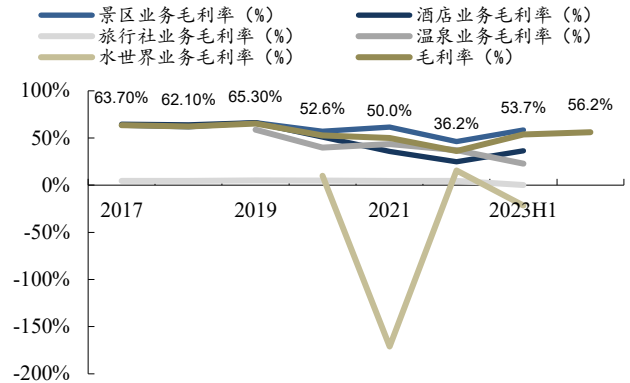
加遇·天目湖酒店项目投运以及温泉和水世界业务的新增提高了运营成本，导致毛利率降低。2023年上半年，游客旅游积极性提高带动公司业绩回温，营业成本相对刚性，毛利率大幅修复，为53.7%，恢复2019年同期的81.8%，但水世界业务季节性明显，上半年处于亏损状态。

图29：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

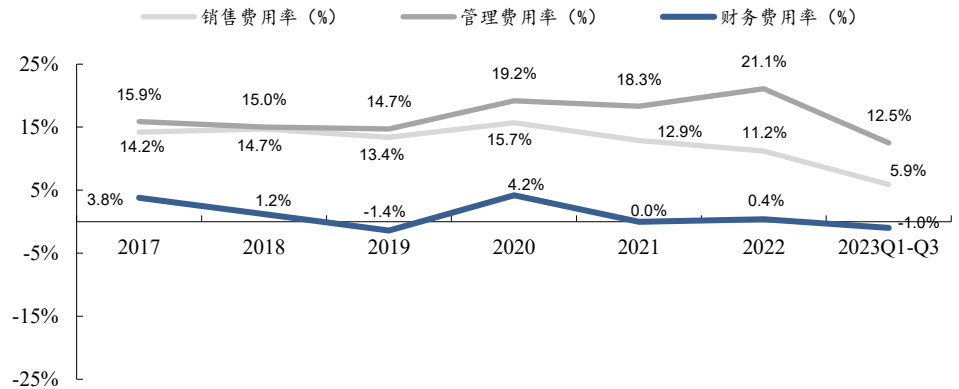
图30：公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**疫后降本增效，期间费用率明显改善。**2022年受疫情阶段性复发及散布范围扩大的影响，公司营收承压，管理费用率处于高位，为21.1%，同比2019年增长6.4个百分点。2023年Q1-3公司营收大幅增长，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为12.5%/5.9%/-1.0%，较2022年同期分别下降4.62/9.16/0.69pct，降本增效成果显著。

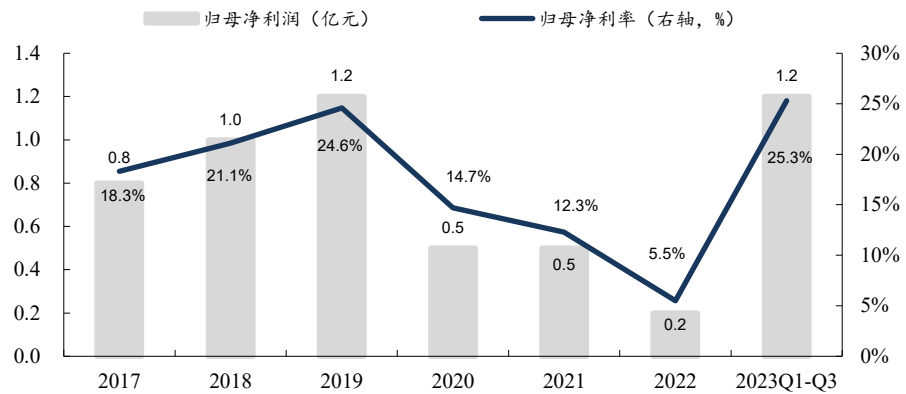
图31：公司期间费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**归母净利润超越疫情前。**随着主营业务表现回暖，加之公司精细化运营，公司归母净利润实现大幅增长。2023年Q1-Q3公司归母净利润为1.2亿元，恢复至2019年同期104.4%，利润高增，赶超疫情前。随着公司Q4业绩释放，预计2023全年公司归母净利润为1.40-1.55亿元，与上年同期相比，将增加1.20-1.35亿元，同比增加589.42%-663.29%，超过疫情前水平。

图32: 公司 2017-2023 年三季度归母净利润及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

#### 关键假设:

**景区业务:** 山水园与南山竹海是公司两大核心景区。景区内二次消费场景丰富，盈利空间大。公司坚持精细化运营，不断推动景区产品升级与活动创新，推出“宴·夜天目湖”、“南山竹海登山节”、景区限时免票等活动，满足游客多元需求，拉动客流增长。随着旅游需求持续释放，预测 2023-2025 年景区业务将分别实现营收 3.51/3.97/4.43 亿元，同比增长 124.5%/13.4%/11.6%。

**水世界业务:** 水世界于每年暑期开放，正值出游旺季。园区内设备先进，场景丰富，市场广阔。随着旅游市场复苏，预测 2023-2025 年水世界业务将分别实现营收 0.20/0.23/0.26 亿元，同比增长 45%/15%/10%。

**温泉业务:** 公司御水温泉景区为 5A 级景区，拥有长三角地区较为稀缺的地热资源，与山水园/南山竹海/水世界具有较强的功能互补性与协同效应。景区内酒店等配套设施完善，适应游客休闲度假需求。随着景区内相关产品不断改造升级，加之旅游需求品质化转型，预测 2023-2025 年温泉业务将分别实现营收 0.48/0.56/0.63 亿元，同比增长 50%/16%/13%。

**酒店业务:** 公司酒店业务产品矩阵完整，涵盖高端湖景、野奢度假、精品庭院等各类风格酒店。其中竹溪谷、十四澜等酒店项目仍处于爬坡期，且公司仍在加速建设南山小寨二期项目，酒店房量将进一步增长。随着景区客流回升，酒店入住率提高，以及存量项目爬坡加速与南山小寨二期落地投运，预测 2023-2025 年酒店业务将分别实现营收 2.07/2.44/2.81 亿元，同比增长 45%/18%/15%。



**旅行社业务:** 公司旅行社业务是公司一站式旅游模式的纽带, 为游客提供包括研学游、亲子游在内的定制化服务。随着旅游细分市场加速发展, 以及公司其他业务持续向好, 预测 2023-2025 年旅行社业务将分别实现营收 0.16/0.21/0.26 亿元, 同比增长 118.3%/35%/20%。

表9: 收入预测拆分 (单位: 亿元)

业务	2021	2022	2023E	2024E	2025E
景区业务	2.25	1.56	3.51	3.97	4.43
yoy	11.3%	-30.7%	124.5%	13.4%	11.6%
水世界业务	0.04	0.14	0.20	0.23	0.26
yoy	-68.6%	258.5%	45.0%	15.0%	10.0%
温泉业务	0.36	0.32	0.48	0.56	0.63
yoy	-5.2%	-10.2%	50.0%	16.0%	13.0%
酒店业务	1.24	1.43	2.07	2.44	2.81
yoy	33.7%	15.3%	45.0%	18.0%	15.0%
旅行社业务	0.08	0.07	0.16	0.21	0.26
yoy	-14.1%	-9.1%	118.3%	35.0%	20.0%
合计	4.19	3.69	6.42	7.42	8.38

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

预计公司毛利率随着营收恢复逐年增加。随着疫后出行意愿恢复, 游客出行需求增加, 毛利率逐步提升。三费率在疫后逐渐趋于稳定, 预期将稳定降低。

表10: 天目湖毛利率及三费率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	50.0%	36.2%	54.7%	58.0%	60.2%
销售费用率	12.9%	11.2%	11.5%	11.0%	10.5%
管理费用率	18.3%	21.1%	14.2%	13.7%	13.3%
财务费用率	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综上, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.46/1.81/2.17 亿元。随着疫后出行需求恢复, 公司各业务表现回暖, 预计公司净利率状况将持续改善, 2023-2025 归母净利率分别为 22.8%/24.4%/25.8%。

表11: 天目湖营业收入及归母净利润 (单位: 亿元)

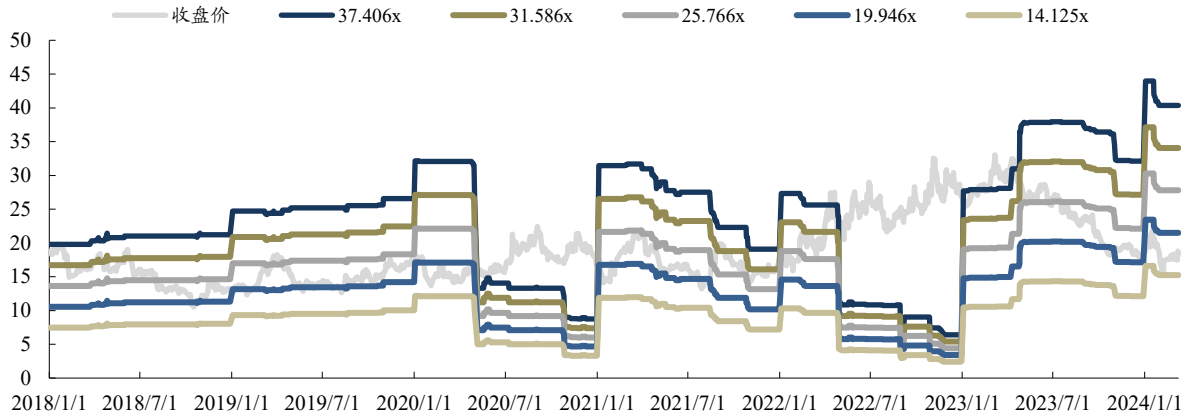
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4.19	3.69	6.42	7.42	8.38
yoy	11.9%	-12.0%	74.1%	15.6%	13.0%
归母净利润	0.52	0.20	1.46	1.81	2.17
净利率	12.3%	5.5%	22.8%	24.4%	25.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 5.2. 投资建议

天目湖作为国内一站式旅游模式先行者，资源禀赋稀缺，项目开发运营能力优异，国资入主赋能发展。随着旅游行业全面复苏，公司盈利能力加速恢复，未来新项目将陆续投运，公司成长性可观。我们预测天目湖 2023-2025 年归母净利润分别为 1.46/1.81/2.17 亿元，对应 PE 估值为 24/19/16 倍，疫情前天目湖的 PE-Forward 在 20-30 倍区间，2024 年对应估值相比疫情前估值区间为历史低位，首次覆盖给予“增持”评级。

图33: 2018年-至今天目湖 PE-Forward (截至 2024 年 3 月 8 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表12: 天目湖可比公司估值 (截至 2024 年 3 月 11 日)

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
603199.SH/ 九华旅游	282	0.1	-1.4	11.9	14.7	2916	-	24	19	未评 级
600054.SH/ 黄山旅游	70	-1.3	4.1	4.9	5.4	-	17	14	13	未评 级
300144.SZ/ 宋城演艺	38	-0.1	1.7	2.0	2.2	-	22	19	17	增持
600138.SH/ 中青旅	76	-3.3	2.6	4.8	6.1	-	29	16	12	未评 级
可比公司按市值加权平均估值						-	23	21	13	
<b>603136.SH/ 天目湖</b>	<b>35</b>	<b>0.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>	<b>171</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>增持</b>

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 天目湖、宋城演艺估值由东吴证券研究所预测，九华旅游、黄山旅游和中青旅的估值根据 wind 一致预期给出，预测数据和收盘价截至 2024 年 3 月 11 日。

## 6. 风险提示

**需求不及预期风险：**若经济景气度不及预期，居民旅游出行需求乏力，将影响公司的客流，进而影响公司的盈利状况。

**储备项目建设进度不及预期：**目前公司正在积极开发动物王国等新增项目，若储备项目建设进度不及预期，将影响公司业绩与未来成长性。

**自然灾害、极端天气等影响经营：**若发生重大自然灾害或极端天气事件，将使公司客流减少，进而对营收业绩造成较大不利影响。

天目湖三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>391</b>	<b>486</b>	<b>752</b>	<b>1,077</b>	<b>营业总收入</b>	<b>369</b>	<b>642</b>	<b>742</b>	<b>838</b>
货币资金及交易性金融资产	367	483	749	1,074	营业成本(含金融类)	235	291	312	334
经营性应收款项	14	0	0	0	税金及附加	1	2	2	3
存货	5	0	0	0	销售费用	41	74	81	88
合同资产	0	0	0	0	管理费用	78	91	101	111
其他流动资产	4	3	3	3	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>1,184</b>	<b>1,140</b>	<b>1,075</b>	<b>1,000</b>	财务费用	(1)	(3)	(3)	(5)
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	11	8	10	13
固定资产及使用权资产	971	930	867	794	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	15	12	10	8	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	105	105	105	105	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	1
长期待摊费用	4	4	4	4	<b>营业利润</b>	<b>28</b>	<b>196</b>	<b>259</b>	<b>321</b>
其他非流动资产	79	79	79	79	营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,575</b>	<b>1,626</b>	<b>1,827</b>	<b>2,076</b>	<b>利润总额</b>	<b>26</b>	<b>196</b>	<b>259</b>	<b>321</b>
<b>流动负债</b>	<b>192</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	减:所得税	5	44	58	71
短期借款及一年内到期的非流动负债	91	91	91	91	<b>净利润</b>	<b>21</b>	<b>152</b>	<b>201</b>	<b>249</b>
经营性应付款项	44	0	0	0	减:少数股东损益	1	6	20	32
合同负债	22	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>20</b>	<b>146</b>	<b>181</b>	<b>217</b>
其他流动负债	34	0	0	0	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.11	0.78	0.97	1.16
非流动负债	98	98	98	98	EBIT	25	193	255	315
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	137	287	350	410
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.24	54.70	57.99	60.16
租赁负债	66	66	66	66	归母净利率(%)	5.51	22.76	24.39	25.84
其他非流动负债	32	32	32	32	收入增长率(%)	(11.96)	74.08	15.64	12.99
<b>负债合计</b>	<b>290</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	<b>189</b>	归母净利润增长率(%)	(60.57)	619.09	23.91	19.74
归属母公司股东权益	1,188	1,334	1,515	1,731					
少数股东权益	97	103	124	156					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,285</b>	<b>1,437</b>	<b>1,638</b>	<b>1,887</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,575</b>	<b>1,626</b>	<b>1,827</b>	<b>2,076</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	114	169	298	346	每股净资产(元)	6.38	7.16	8.13	9.29
投资活动现金流	(142)	(50)	(30)	(19)	最新发行在外股份(百万股)	186	186	186	186
筹资活动现金流	(8)	(2)	(2)	(2)	ROIC(%)	1.38	9.87	11.71	12.74
现金净增加额	(36)	117	266	325	ROE-摊薄(%)	1.71	10.95	11.95	12.51
折旧和摊销	112	94	95	95	资产负债率(%)	18.41	11.63	10.35	9.11
资本开支	(133)	(50)	(30)	(19)	P/E(现价&最新股本摊薄)	171.28	23.82	19.22	16.05
营运资本变动	(22)	(80)	0	0	P/B(现价)	2.93	2.61	2.30	2.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>