



公司资源具有一定稀缺性，新项目陆续投运有望带来新增长点 一天目湖（603136.SH）投资价值分析报告

“补偿性”需求支撑旅游业全面复苏

自 2022 年下半年，出行限制取消以来，“补偿性”需求支撑旅游业全面复苏。根据国家旅游局数据，2024 年春节假期国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%；国内游客出游总花费 6326.87 亿元，同比增长 47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 7.7%。综合需求侧的先行数据、供给侧的动能积聚和政策面的积极信号，中国旅游研究院预计 2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别超过 60 亿人次和 6 万亿元，入出境旅游人次和国际旅游收入将分别超过 2.64 亿人次、1070 亿美元。

公司资源具有一定稀缺性，多样化产品形成协同效应

公司现有两大主力产品山水园和南山竹海景区是长三角地区较为稀缺的兼具山川秀美的自然旅游资源，御水温泉产品凭借长三角地区稀缺的温泉地热资源，多样化的生态条件将满足不同游客的观光旅游与休闲度假需求。公司多样化产品在各自淡旺季形成的协同效应，在功能上各有区别形成了有效互补，有助于公司进一步吸引更多类型的旅游人群，扩大消费群体。受益于旅游业全面复苏，公司多板块业绩回升，据公司披露的 2023 年业绩预告，预计 2023 年实现归母净利润 14,000 万元到 15,500 万元，于上年同期相比，将增加 11,969.31 万元到 13,469.31 万元，同比增加 589.42% 到 663.29%。

公司运营能力强，新项目有望为公司带来新增长点

不同于一般的旅游类企业多依托于独特的自然资源、深厚的历史文化和优越的地理环境等开展旅游业务的特点，公司擅长围绕有限的自然资源，根据其不同的特点，因地制宜的开发建设，从无到有量身打造旅游产品。公司所开发的旅游项目均成功投运并保持盈利，说明公司旅游资源开发和运营能力较强。2023 年上半年，公司全力推进漂流项目的筹备工作，保障下半年开工计划。未来几年，公司陆续有新项目投入运营，预计南山小寨二期项目、御水温泉（一期）装修改造项目将于 2025 年 12 月达到预定可使用状态，公司与溧阳市国资主体合力打造动物王国项目预计将于 2026 年投运。相关项目的陆续投运有望为公司带来新增长点。

公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 6.56、7.41、8.38 亿元，YOY 分别为 77.94%、12.99%、13.04%；EPS 分别为 0.80、0.97、1.11 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 25.60 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

投资风险提示

旅游行业市场竞争风险、旅游项目开发的风险

核心业绩数据预测

(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3.69	6.56	7.41	8.38
YOY	-11.96%	77.94%	12.99%	13.04%
归母净利润	0.20	1.49	1.82	2.06
EPS	0.11	0.80	0.97	1.11
P/E	182.91	25.15	20.74	18.13

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

社会服务行业组

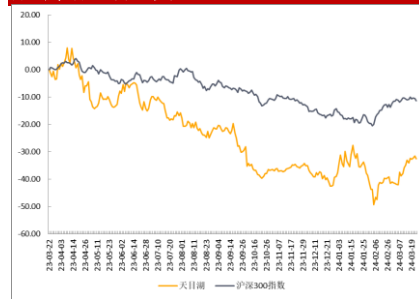
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2024.3.29

收盘价（元）	20.12
一年中最低/最高（元）	14.00/33.49
总市值（亿元）	37.48
ROE（加权）	9.62%
PE（TTM）	27.19

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	4
二、公司主要业务板块经营情况分析	6
2.1 公司主营业务及产品介绍	6
2.2 公司经营业绩情况	9
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	10
2.3.1 品牌优势	10
2.3.2 产品及资源优势	10
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	11
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	13
四、公司估值分析	14
4.1 P/E 模型估值	14
4.2 DCF 模型	15
五、公司未来六个月内投资建议	16
5.1 公司股价催化剂分析	16
5.2 公司六个月内的目标价	16
六、公司投资评级	17
七、风险提示	17



图表目录

图 1: 黄金周接待游客总数及同比.....	4
图 2: 黄金周旅游总收入及同比.....	4
图 3: 中秋、国庆出游人次及旅游收入.....	5
图 4: 中秋、国庆出游半径和游憩半径.....	5
图 5: 国内旅游出游人数及旅游收入预测.....	6
图 6: 公司营收及增速.....	9
图 7: 公司归母净利润及增速.....	9
图 8: 公司毛利率及净利率.....	9
图 9: 公司费用率走势.....	9
图 10: 可比公司存货周转率对比.....	11
图 11: 可比公司应收账款周转率对比.....	11
图 12: 可比公司总资产周转率对比.....	12
图 13: 可比公司销售费用率对比.....	12
图 14: 可比公司管理费用率对比.....	12
图 15: 可比公司财务费用率对比.....	12
图 16: 可比公司毛利率对比.....	13
图 17: 可比公司净利率对比.....	13
图 18: 可比公司 ROE 对比.....	13
图 19: 可比公司 PE(TTM)对比.....	15
表 1: 公司主营业务.....	6
表 2: 2023-2025 年公司收入预测.....	14
表 3: 可比公司估值表 (截止 2024 年 3 月 28 日).....	15
表 4: DCF 模型估值.....	15



一、公司所属主要行业情况分析

旅游业主要包括“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，具体经营单位包括景区、宾馆饭店、旅游客运公司、旅行社、旅游商品及电子商务、网络营销、休闲娱乐场所等。旅游行业与经济周期的关联性高，国民经济发展形势向好时，旅游业发展速度往往高于经济增速。而行业长期驱动因素，主要与居民消费能力和意愿有关。

自 2022 年下半年，出行限制取消以来，“补偿性”需求支撑旅游业全面复苏。根据国家旅游局数据，2024 年春节假期国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%；国内游客出游总花费 6326.87 亿元，同比增长 47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 7.7%。

图 1：黄金周接待游客总数及同比

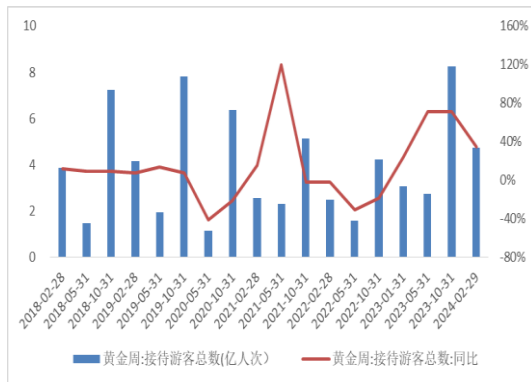
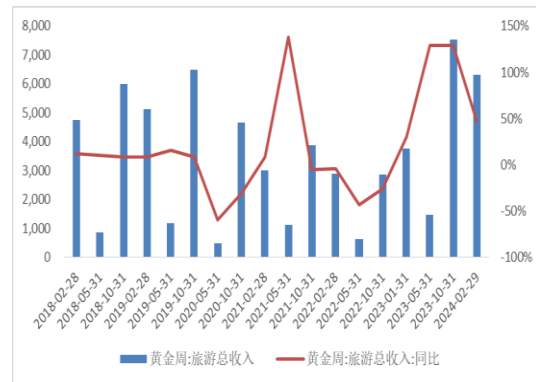


图 2：黄金周旅游总收入及同比



数据来源：同花顺 iFind，华通证券国际有限公司研究部

据中国旅游研究院数据，2023 年各季度居民出游意愿维持在 90% 以上，全年平均达 91.86%，创有监测记录以来新高，较 2019 年高 4.52 个百分点。据中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）测算，2023 年全国旅游经济运行综合指数（CTA-TEP）始终处于景气区间，均值为 109.95，已经接近 2019 年的同期水平。国内旅游人数和收入相对于 2019 年的恢复率不断提速，分别由一季度的 68.51% 和 75.18%，提升为上半年的 77.55% 和 82.39%，前三季度进一步提升为 79.92% 和 84.91%，预计全年将分别达到 80.25% 和 85.59%。

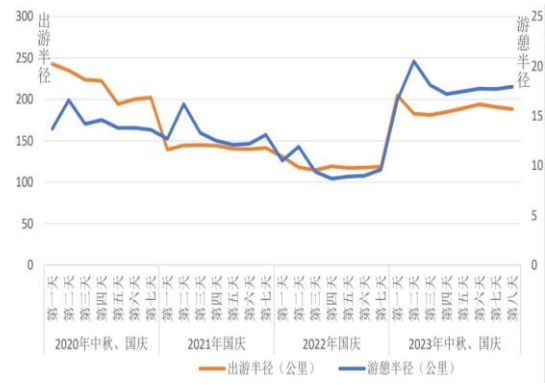
透过劳动节假期 5 天、暑期 3 个月和中秋、国庆节假日 8 天旅游市场相关指标及其同比变化，以及相对于 2019 年恢复程度的数据，结合季度和年度数据综合研判，中国旅游研究院指出，旅游经济已经度过了本轮非常规周期的极速衰退、深度萧条和快速复苏阶段，即将步入繁荣发展的新阶段。



图 3：中秋、国庆出游人次及旅游收入



图 4：中秋、国庆出游半径和游憩半径



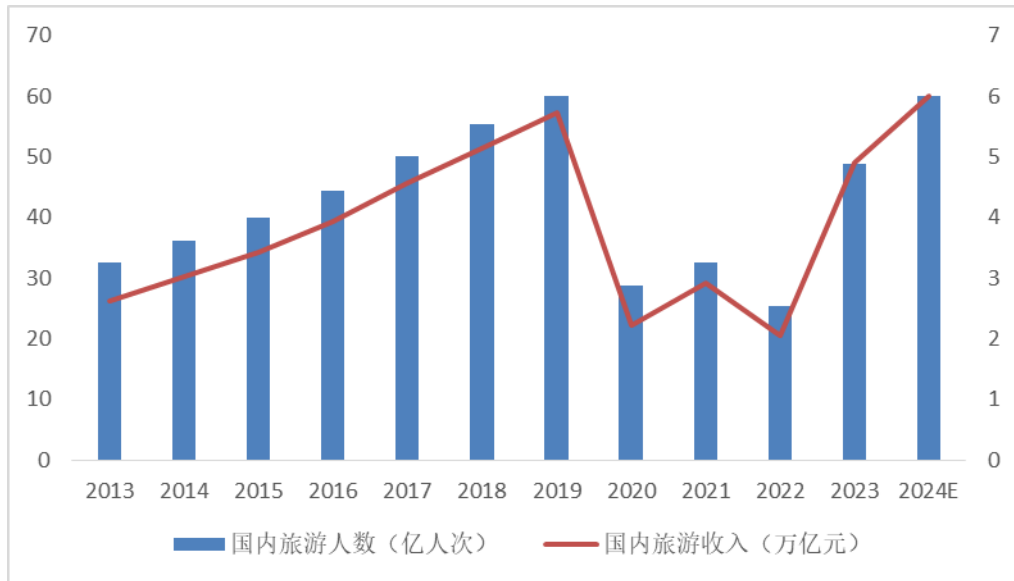
数据来源：中国旅游研究院，华通证券国际有限公司研究部

交通环境改善对景区客流具有直接拉动效应，特别是高铁的拉动作用优势突出。2020~2022 年各大景区陆续在交通方面有不同程度改善，新增高铁、高速、机场等交通供给，将为景区客流增长提供新驱动。据世界旅游联盟《2023 年中国国内旅游市场景气度报告》，机场、高铁两种长途客运途径的建设和优化被认为是影响国内旅游市场景气度的首要因素。高铁通车、航线开通优化游客出行效率和旅途体验，大幅延伸旅游市场客源半径，并可弥合目的地淡季客流缺口，同时可释放中高端商务、休闲旅游需求，推动一日游向多日游转化，提升游客二次消费。

2023 年 10 月，海关总署发布消息称，2023 年 11 月 1 日零时起，出入境人员免于填报《中华人民共和国出/入境健康申明卡》。入境手续的简化，有助于入境游的恢复。外交部宣布 2023 年 12 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日期间，中方决定对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。新加坡方面表示将于 2024 年推动与中国实施 30 天互免签证的协议，预计未来出入境门槛更加宽松，出入境旅游恢复预计将有一定持续性。

综合需求侧的先行数据、供给侧的动能积聚和政策面的积极信号，中国旅游研究院预计 2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别超过 60 亿人次和 6 万亿元，入出境旅游人次和国际旅游收入将分别超过 2.64 亿人次、1070 亿美元。

图 5：国内旅游出游人数及旅游收入预测



数据来源：同花顺 iFind，中国旅游研究院，华通证券国际有限公司研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

天目湖已形成旅游目的地集聚区效应，逐步成为以两日游、三日游为主的休闲度假型旅游目的地。公司产品对游客的黏性较高，逐步培养了重复消费的忠实客户群体，形成了可持续旅游经营模式。公司已成为文旅项目策划与运营、营销策划、管理咨询等业务于一体的综合型旅游服务商，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。

表 1：公司主营业务

主营业务	项目	内容
景区与主题乐园业务	AAAAA 级景区	<p>天目湖山水园：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、慈孝文化、茶文化等文化脉络，拥有海洋世界、观光游船、演艺剧场、主题街区等核心体验项目。2023 年山水园景区推出宴夜天目湖夜游项目，推出山水实景行进式演艺，投运演艺新空间，积极探索夜游经济。</p> <p>南山竹海：景区以竹文化为主题，集自然资源、生态保护和旅游观光为一体，是长三角地区盛名的天然氧吧和度假胜地。</p> <p>御水温泉：五星温泉主题景区，竹海森林里的温泉。60 个温泉泡池，四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。</p>
	主题乐园	<p>天目湖水世界：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。</p>
酒店业务	“御水温泉”系列酒店	<p>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 栋单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。</p>



		<p>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 258 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。</p> <p>御水温泉·森酒店：3 大主题 5 种房型以“自然”“融合”“亲子”为关键词，点缀星空、绿野、幽竹元素，融入御水品牌概念与高标准，贯彻品牌核心设计审美的同时，呈现丰富充盈的森空野境。</p> <p>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。</p>
	“遇”系列特色酒店	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>遇·碧波园酒店：以“画中的家”为核心理念的湖畔度假酒店，点缀湖波、绿野、山水元素，融入天目湖“遇”品牌概念与高标准，酒店设有 8 种房型 42 间客房，演绎湖居生活的中式美学。</p> <p>遇·竹隐居酒店：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。</p>
	综合特色业务	<p>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，并配套丰富的拓展活动、特色夜读、主题沙龙等活动，满足细分人群的需求。</p> <p>除综合型和住宿类酒店外，公司旗下还有知味渔府、珍味堂、御膳楼等纯餐饮业态，各主体凝练提升本土特色，塑造舌尖文化与旅游高度融合的美食 IP，打磨形成以网红鱼头为代表的天目湖湖鲜、溧阳“三黑三白”为代表的溧阳农家菜系列、以全竹宴为代表的南山竹海山珍系列、高端自助和国宴养生系列美食，选材天然，原汁原味，是溧阳文化、旅游的重要组成部分。</p>
综合商业	天目湖商业公司	天目湖商业公司：以旅游商业业态规划、商业运营管理及文旅商品研发为核心业务，涵盖商业业态定位、策划、招商、运营以及在地文化延伸商品研发及销售。公司整合集团商业资源及周边商业资源，同步线上线下的销售模式，为游客提供“能带走的旅行”、“本土严选”服务，真正做到了一站式无忧购物。
旅行社业务	天目湖旅行社	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旅游提供市场化、定制化服务。
综合业务	疗休养业务	公司拥有江苏省职工（劳模）疗休养天目湖基地，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。公司基于让广大职工“疗有所养，疗有所得”的服务理念，对基地配套与服务精心设计，打造了完善的康疗服务体系，优异的休憩配套体系，优质的休养资源，提供一站式服务、管家式跟踪、班组式管理，充分满足职工劳模在疗休养体验中的实际需求，关注职工身心健康，使广大职工能够做到“身心皆养”。
	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。作为溧阳全域研学旅行资源整合者和江苏研学旅行实践者，天目湖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，主动迎合市场新变化，升级产品和服务标准，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，使



		亲子出行不再只是单一的看风景形式，而是成为家长对孩子的教育由家庭到社会、由校园到户外的场景延伸。
	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，引导广大党员不忘初心，牢记使命，履职尽责，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，打造天目湖独具特色的党建品牌。
	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。此外，公司依托景区自有优质资源和周边资源，借助全域旅游契机，策划 IP 主题活动，推出各类体验性极强的产品活动，如徒步登山、颂钵疗愈、国风茶禅等，让游客在青山绿水间享受休闲度假的自由。

资料来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

2001 年，天目湖旅游度假区被国家旅游局评定为我国首批 4A 级旅游景区。2013 年，天目湖景区被评定为“国家 5A 级旅游景区”，同年被评定为“国家生态旅游示范区”，2015 年被评定为“国家级旅游度假区”。天目湖旅游度假区的主体天目湖镇于 2011 年被国家旅游局、住房和城乡建设部评定为“国家特色景观旅游名镇”，被国家环境保护部评定为“全国环境优美乡镇”。

公司所开发的旅游项目均成功投运并保持盈利，说明公司旅游资源开发和运营能力较强。不同于一般的旅游类企业多依托于独特的自然资源、深厚的历史文化和优越的地理环境等开展旅游业务的特点，公司擅长围绕有限的自然资源，根据其不同的特点，因地制宜的开发建设，从无到有量身打造旅游产品。这些产品项目的设计、开发和建设对公司的整体规划能力、资源整合能力、旅游产品文化定位能力、客户和市场需求的把握能力以及产品细节设计能力都有很高的专业要求。

同时，公司持续丰富目的地项目产品内容。2023 年上半年，公司全力推进漂流项目的筹备工作，保障下半年开工计划；根据市场热点，积极探索新业态。公司结合两山一水特色文化，推出南山竹海溯溪游，天目湖夜游餐秀等热门产品。根据时间轴，秋冬市场、春季市场、暑期市场及节假日，进行各类主题策划及活动变化，如创新花海、夜泡项目等，给予游客新的感受和差异化体验。根据产品线，山水湖泊、竹海、温泉等，赋予不同的美陈设计与活动呈现，从沐汤飘雪到萤火市集，从国风侠情到行进式演艺等，将美景、将场景、将游客五感与各类产品活动结合。未来几年，公司陆续有新项目投入运营，预计南山小寨二期项目、御水温泉（一期）装修改造项目将于 2025 年 12 月达到预定可使用状态，公司与溧阳市国资主体合力打造动物王国项目预计将于 2026 年投运。相关项目的陆续投运有望为公司带来新增长点。



2.2 公司经营业绩情况

出行限制取消以来，“补偿性”需求支撑旅游业全面复苏，公司积极开展营销策划活动，拉动多项板块业绩提升。2023年前三季度，公司实现营业收入4.75亿元，同比增长95.52%，实现归母净利润1.20亿元，同比增长4730.98%。据公司披露的2023年业绩预告，预计2023年实现归母净利润14,000万元到15,500万元，于上年同期相比，将增加11,969.31万元到13,469.31万元，同比增加589.42%到663.29%。

图 6：公司营收及增速

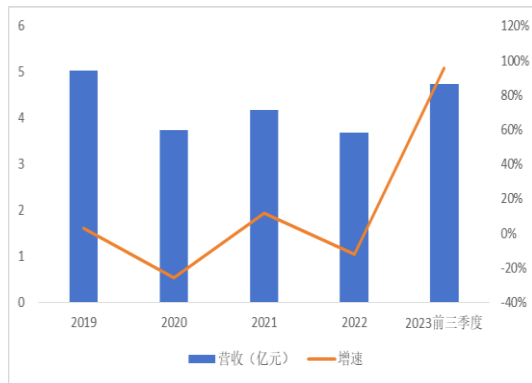
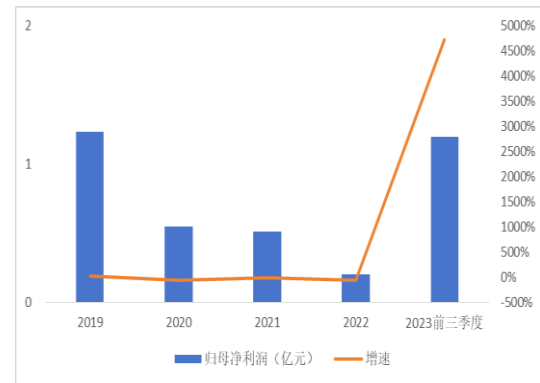


图 7：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

2022年，受出行限制等因素影响，公司毛利率有所下降，随着线下客流快速恢复，公司毛利率、净利率实现回升，2023年前三季度，公司毛利率、净利率分别为56.15%、29.42%。公司销售费用率较往年大幅下降，今年前三季度，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.88%、12.54%、-1.00%。

图 8：公司毛利率及净利率

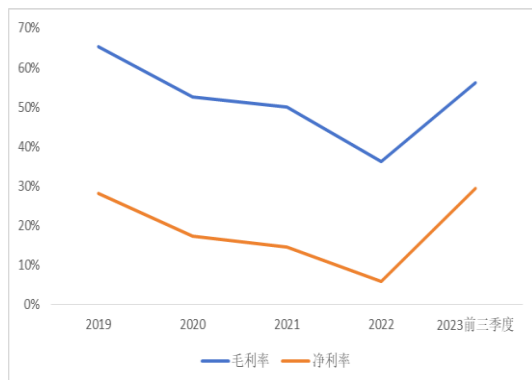
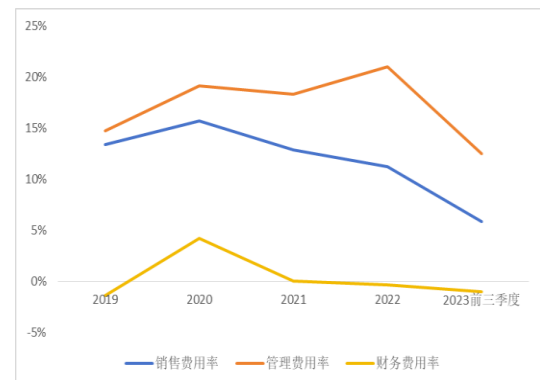


图 9：公司费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部



2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌优势

公司位于溧阳市天目湖镇，自天目湖旅游度假区及天目湖旅游公司 1992 年成立至今，当地政府和企业多年来紧紧围绕“天目湖”核心品牌来开展品牌宣传、产品开发完善等工作。公司充分借助天目湖砂锅鱼头、天目湖啤酒、天目湖系列农产品等外围资源优势，使“天目湖”品牌印象深入人心，保障了公司的市场营销。

1992 年至今，地方政府和企业对“天目湖”品牌投入了大量宣传资源，通过专业的品牌规划，制定了覆盖全媒体的媒体宣传策略。首先通过中央电视台、江苏电视台、上海东方卫视、浙江卫视等一批重量级电视台黄金时间播出天目湖旅游形象广告。在各个区域内，地级市以上的报纸、电台、电视、户外等主流媒体均与天目湖建立了密切的合作关系。在网络方面，天目湖与各大旅游电商保持长期战略合作伙伴关系，并与新浪、网易、优酷等大型门户网站建立长期推广合作。此外，各方还以举办各类活动提升天目湖的形象，例如连续成功举办了十二届天目湖旅游节、十四届中国溧阳茶叶节，形成促进旅游发展的品牌效应。另外，天目湖春节游园会、天目湖夜公园、天目湖南山竹海登山节、重阳节感恩节活动，涵盖了旅游的各个季节。公司借此充分与报纸、网络、电视、电台等媒体以及旅行社、游客展开互动，扩大了自身收入规模，同时提升了品牌美誉度。

天目湖的地标知名度和旅游影响力已经大幅提高，从之前的长三角范围扩展到全国范围，公司的景区知名度和品牌优势日益明显：以公司景区为核心景区的天目湖旅游度假区是国内最早具备“国家 5A 级旅游景区”、“国家级旅游度假区”和“国家生态旅游示范区”的三个国家级认定的旅游景区之一。天目湖还成为全国研学旅行基地和江苏省职工疗休养基地。

2.3.2 产品及资源优势

公司位于苏、浙、皖三省交界处的江南历史名城溧阳市，该市境内拥有沙河、大溪两座国家级大型水库及竹海景区，南连天目山余脉，是一处集观光旅游和休闲度假于一体的游览胜地。2001 年天目湖旅游度假区被国家旅游局评定为我国首批 4A 级旅游区。南山竹海景区拥有万亩毛竹资源，是华东地区最大的竹资源风景区之一，于 2006 年被全国旅游景区质量等级评定委员会评定为国家 4A 级旅游景区，2013 年天目湖景区进一步被全国旅游景区质量等级评定委员会定为 5A 级旅游景区。此外，长三角地区温泉资源相对匮乏，公司经营的御水温泉地处宜溧火山岩盆地，在侏罗纪时代晚期曾是一处较为活跃的火山地区，近代亦有较为活跃的地质活动，地热资源丰富，拥有长三角地区较为稀缺的地热资源。

公司现有两大主力产品山水园和南山竹海景区是长三角地区较为稀缺的兼具山川秀美的自然旅游资源，御水温泉产品凭借长三角地区稀缺的温泉地热资源，多样化的生态条件将满



足不同游客的观光旅游与休闲度假需求，成为区域内其他旅游企业难以复制的核心竞争力。

传统旅游产品中，资源的季节特征和游客消费习惯形成了季节性的淡旺季，长三角地区观光类旅游产品客流多集中在 3 月至 11 月，冬季时出游人数则偏少，造成旅游类企业营业收入存在一定程度的季节性波动。公司观光类旅游产品山水园和南山竹海同样体现出明显的淡旺季差别，而公司御水温泉产品和水世界产品分别侧重于冬季和夏季旅游，与公司原有观光型产品形成良好的季节性互补，形成协同效应，平滑公司季节性收入。

除季节性互补以外，公司各旅游产品在功能性和游客人群定位上也充分体现了很强的互补和协同效应，山水园和南山竹海偏重于观光型旅游，适合各类人群；温泉项目属于特定休闲养生类旅游，适合各类人群；水世界则属于水上乐园性质的主题公园，为游乐园性质，更为适合青少年群体；御水温泉酒店、御水温泉客栈和南山竹海客栈除餐饮住宿服务外，本身还能够提供会务、休闲、宴会等其他功能性旅游服务，能够满足商务人群的需求。因此这些旅游产品在功能上各不相同，定位人群也有不同，能够满足各类游客不同的需求，存在很强的互补和协同效应。

公司多样化产品在各自淡旺季形成的协同效应，在功能上各有区别形成了有效互补，有助于公司进一步吸引更多类型的旅游人群，扩大消费群体，形成新的盈利增长点，同时增强了抵抗旅游品种单一风险的能力，在同一区域内旅游企业中有较强的竞争优势。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取自然景区领域峨眉山 A、九华旅游、黄山旅游、丽江股份为可比公司。存货周转率方面，天目湖、峨眉山 A、九华旅游、黄山旅游、丽江股份 2023 年前三季度存货周转率依次为 36.39、9.87、31.97、1.50、13.07；应收账款周转率方面，上述公司 2023 年前三季度应收账款周转率依次为 28.57、12.16、33.26、45.04、47.79；总资产周转率方面，天目湖在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年前三季度总资产周转率依次为 0.29、0.25、0.35、0.26、0.23。

图 10: 可比公司存货周转率对比

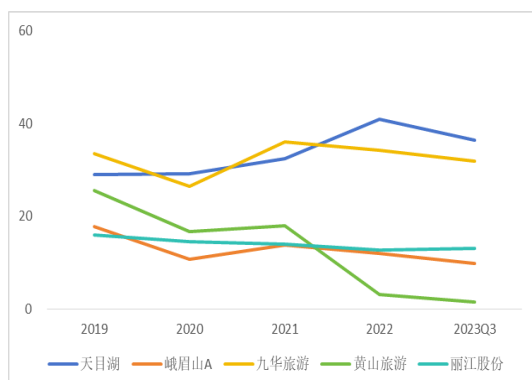


图 11: 可比公司应收账款周转率对比

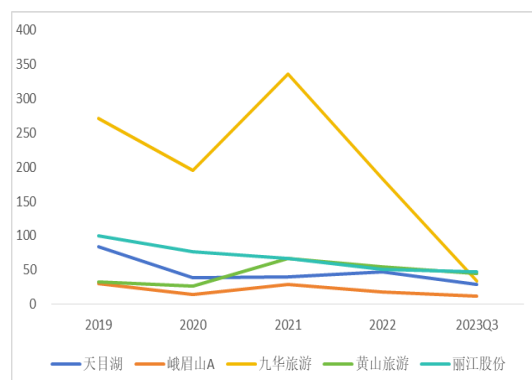
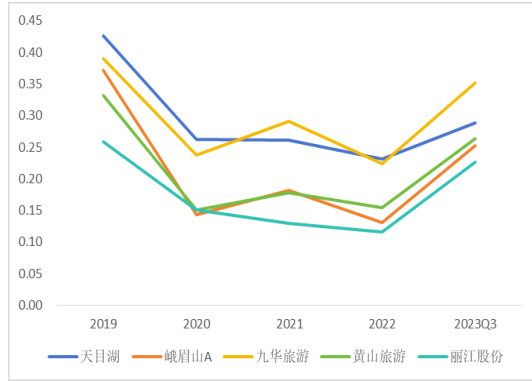


图 12: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面, 天目湖、峨眉山 A、九华旅游、黄山旅游、丽江股份 2023 年 (TTM) 销售费用率依次为 7.27%、5.17%、4.63%、2.82%、3.36%; 管理费用率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) 管理费用率依次为 14.07%、16.29%、12.95%、21.89%、15.42%; 财务费用率方面, 上述公司 2023 年 (TTM) 财务费用率依次为 -0.90%、-0.02%、-0.19%、0.04%、-0.59%。

图 13: 可比公司销售费用率对比

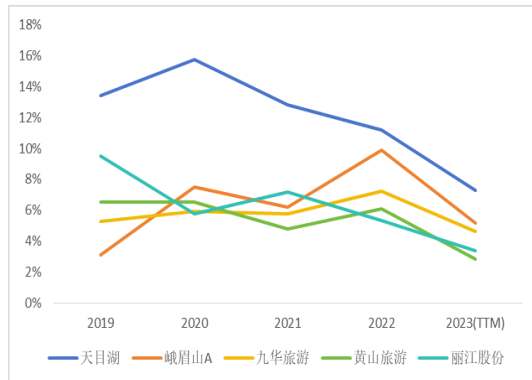


图 14: 可比公司管理费用率对比

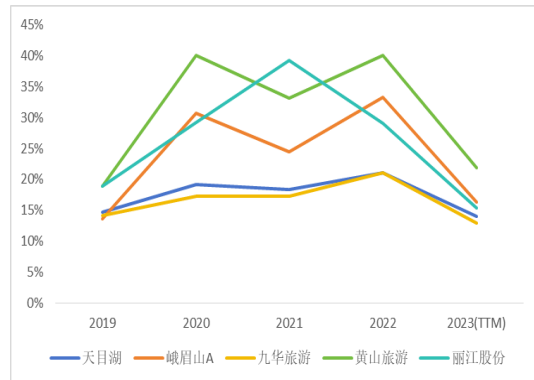
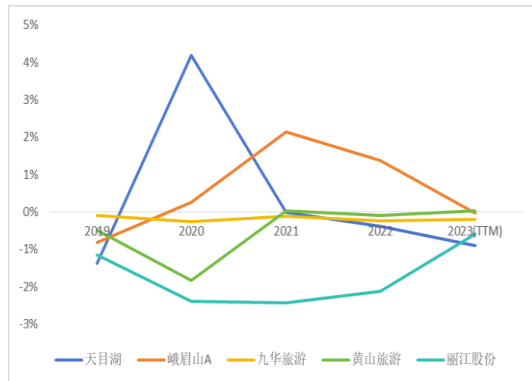


图 15: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 天目湖在可比公司中处于第二位, 天目湖、峨眉山 A、九华旅游、黄山旅游、丽江股份 2023 年 (TTM) 毛利率依次为 53.92%、46.03%、47.26%、



51.59%、58.68%；净利率方面，天目湖在可比公司中处于第二位，上述公司 2023 年（TTM）净利率依次为 26.20%、15.70%、21.54%、22.14%、31.52%；净资产收益率方面，天目湖在可比公司中处于第一位，上述公司 2023 年（TTM）ROE 依次为 10.55%、7.74%、9.83%、7.49%、9.08%。

图 16: 可比公司毛利率对比

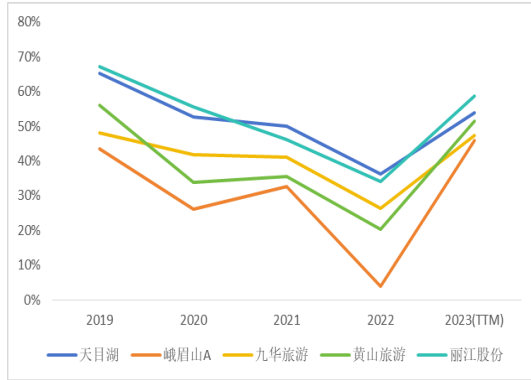


图 17: 可比公司净利率对比

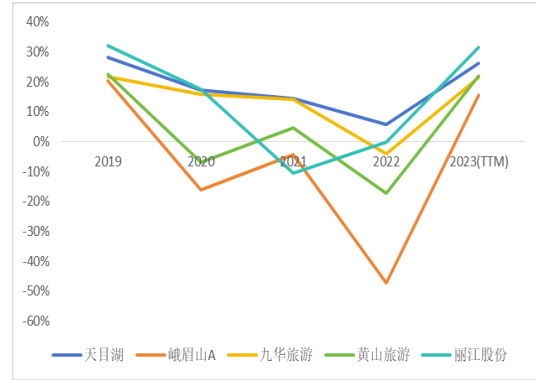
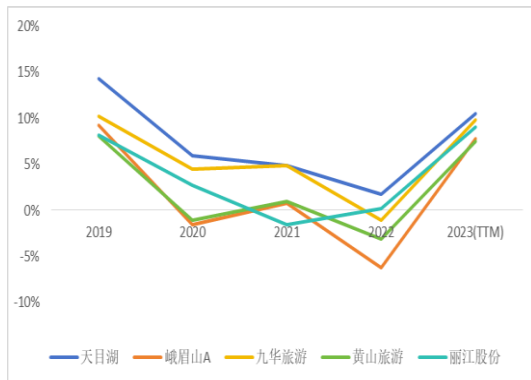


图 18: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 天目湖地区拥有长三角地区较为稀缺的集山、水、竹、温泉于一体的独特自然景观资源，品牌知名度较高，同时公司不断丰富项目内容，拉动景区内二次消费。受益于旅游业全面复苏，景区客流量的增长将带动利润的较大反弹。2023 年上半年，公司全力推进漂流项目的筹备工作，保障下半年开工计划，后续漂流项目的投运，将为公司带来新增增长点。

b. 结合往年数据，将景区业务、旅行社业务、酒店业务、温泉业务、其他业务、水世界业务的 2023 年收入增长预测均设为 100%、300%、60%、40%、50%、20%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 15%、5%、12%、10%、10%、15%。

c. 结合往年数据，将景区业务、旅行社业务、酒店业务、温泉业务、其他业务、水世界



业务的 2023 年毛利率预测设为 62%、1%、37%、30%、85%、50%；参考往年数据进行预测，将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 63%、1.5%、36%、32%、86%、52%。

表 2: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
景区业务	收入 (亿元)	1.56	3.12	3.59	4.13
	YOY	-30.73%	100.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	46.19%	62.00%	63.00%	63.00%
旅行社业务	收入 (亿元)	0.07	0.29	0.30	0.32
	YOY	-9.10%	300.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	4.51%	1.00%	1.50%	1.50%
酒店业务	收入 (亿元)	1.43	2.28	2.56	2.87
	YOY	15.26%	60.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	24.84%	37.00%	36.00%	36.00%
温泉业务	收入 (亿元)	0.32	0.45	0.49	0.54
	YOY	-10.24%	40.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	36.99%	30.00%	32.00%	32.00%
其他业务	收入 (亿元)	0.16	0.25	0.27	0.30
	YOY	-24.92%	50.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	70.88%	85.00%	86.00%	86.00%
水世界业务	收入 (亿元)	0.14	0.17	0.19	0.22
	YOY	258.47%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	15.64%	50.00%	52.00%	52.00%
合计	收入 (亿元)	3.69	6.56	7.41	8.38
	YOY	-11.96%	77.94%	12.99%	13.04%
	毛利率	36.24%	48.98%	49.66%	49.95%

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 6.56、7.41、8.38 亿元，同比增长 77.94%、12.99%、13.04%，归属于母公司股东净利润分别为 1.49、1.82、2.06 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.80、0.97、1.11 元。

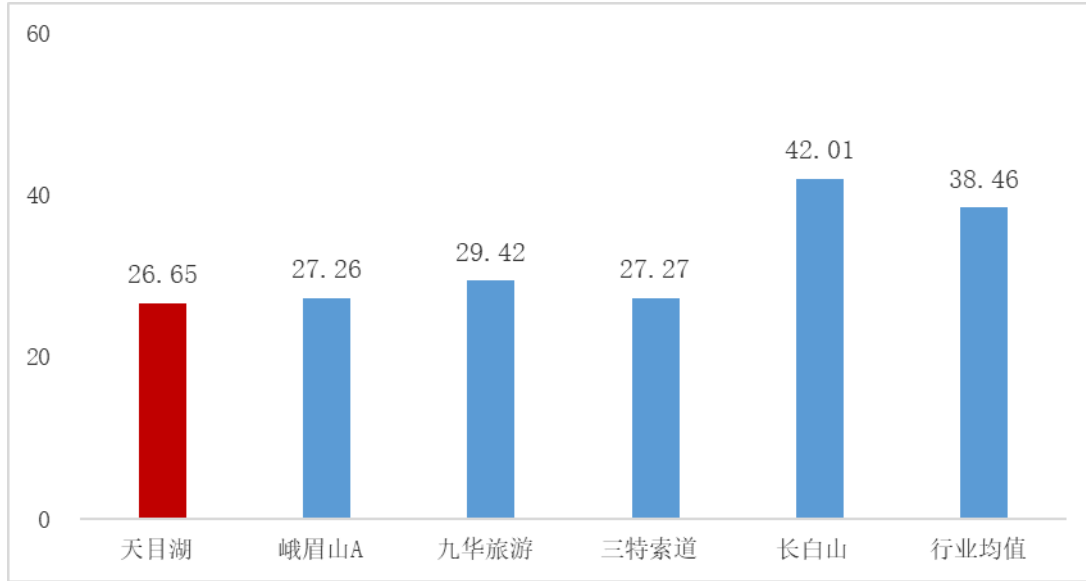
四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

选取自然景区领域峨眉山 A、九华旅游、三特索道、长白山为可比公司，同时选取行业均值作为参考，以 2024 年 3 月 28 日数据为基准，可看出天目湖 PE (TTM) 处于较低水平。



图 19: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

对比峨眉山 A、九华旅游、长白山、三特索道估值水平, 综合考虑公司业绩成长性, 我们给予公司 PE 估值 25X-35X, 对应股价 20.00 元/股-28.00 元/股为合理估值区间。

表 3: 可比公司估值表 (截止 2024 年 3 月 28 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
峨眉山 A	10.10	-0.28	0.56	0.62	0.76	-46.87	27.00	24.28	20.01
九华旅游	36.45	-0.12	1.57	1.84	2.02	2386.48	23.17	19.86	18.07
长白山	21.75	-0.22	0.58	0.72	0.86	-84.97	37.46	30.20	25.31
三特索道	15.28	-0.43	0.70	0.90	1.02	-53.53	21.80	16.94	15.03
平均值						550.28	27.36	22.82	19.61

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 0.80、0.97、1.11 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 27.99 元。

表 4: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	4.00%	2.65	24.74	27.39
组合二	8.00%	4.50%	2.65	28.41	31.06
组合三	8.00%	5.00%	2.65	33.31	35.96
组合四	9.00%	4.00%	2.62	19.43	22.06
组合五	9.00%	4.50%	2.62	21.70	24.32
组合六	9.00%	5.00%	2.62	24.52	27.15
平均值					27.99



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；

（2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

公司现有两大主力产品山水园和南山竹海景区是长三角地区较为稀缺的兼具山川秀美的自然旅游资源，御水温泉产品凭借长三角地区稀缺的温泉地热资源，多样化的生态条件将满足不同游客的观光旅游与休闲度假需求。公司多样化产品在各自淡旺季形成的协同效应，在功能上各有区别形成了有效互补，有助于公司进一步吸引更多类型的旅游人群，扩大消费群体。受益于旅游业全面复苏，公司多板块业绩回升，2023年前三季度，公司实现营业收入4.75亿元，同比增长95.52%，实现归母净利润1.20亿元，同比增长4730.98%。据公司披露的2023年业绩预告，预计2023年实现归母净利润14,000万元到15,500万元，于上年同期相比，将增加11,969.31万元到13,469.31万元，同比增加589.42%到663.29%。

不同于一般的旅游类企业多依托于独特的自然资源、深厚的历史文化和优越的地理环境等开展旅游业务的特点，公司擅长围绕有限的自然资源，根据其不同的特点，因地制宜的开发建设，从无到有量身打造旅游产品。公司所开发的旅游项目均成功投运并保持盈利，说明公司旅游资源开发和运营能力较强。2023年上半年，公司全力推进漂流项目的筹备工作，保障下半年开工计划。未来几年，公司陆续有新项目投入运营，预计南山小寨二期项目、御水温泉（一期）装修改造项目将于2025年12月达到预定可使用状态，公司与溧阳市国资主体合力打造动物王国项目预计将于2026年投运。相关项目的陆续投运有望为公司带来新增长点。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为25.60元/股，对应2023年PE为32倍。以2024年3月29日收盘价20.12元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有27.24%的上涨空间。



六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1、旅游行业市场竞争风险

天目湖旅游度假区所处的长三角地区旅游资源十分丰富，且该地区经济发达，各旅游景点对客源的竞争非常激烈。区内外交通的快速发展极大缩短了各大型景区间的时空距离，游客出游选择增多，区域性景区竞争加剧。

2、旅游项目开发的风险

旅游项目的开发对旅游企业的经营业绩和持续经营能力具有重要的影响，旅游项目过于单一陈旧，不能推陈出新，以及旅游项目开发过度，可能会造成自然环境和旅游资源恶化，均会降低对游客的吸引力。



附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	3.67	7.51	11.53	15.96	
应收票据及账款	0.08	0.17	0.19	0.21	
预付账款	0.06	0.11	0.13	0.15	
其他应收款	0.02	0.03	0.03	0.03	
存货	0.05	0.10	0.11	0.12	
其他流动资产	0.03	0.10	0.11	0.12	
流动资产总计	3.91	8.01	12.10	16.60	
长期股权投资	0.10	0.10	0.10	0.10	
固定资产	9.71	6.87	4.03	1.18	
在建工程	0.15	0.13	0.10	0.08	
无形资产	1.05	0.80	0.54	0.28	
长期待摊费用	0.04	0.02	0.00	0.00	
其他非流动资产	0.79	0.73	0.67	0.61	
非流动资产合计	11.84	8.65	5.44	2.25	
资产总计	15.75	16.66	17.54	18.85	
短期借款	0.80	0.00	0.00	0.00	
应付票据及账款	0.44	1.07	1.19	1.34	
其他流动负债	0.68	1.53	1.71	1.93	
流动负债合计	1.92	2.59	2.90	3.27	
长期借款	0.66	0.29	0.14	0.26	
其他非流动负债	0.32	0.32	0.32	0.32	
非流动负债合计	0.98	0.61	0.46	0.58	
负债合计	2.90	3.21	3.36	3.85	
资本公积	5.43	5.43	5.43	5.43	
留存收益	4.58	4.99	5.48	6.03	
归属母公司权益	11.88	12.28	12.77	13.33	
少数股东权益	0.97	1.17	1.41	1.68	
股东权益合计	12.85	13.45	14.18	15.01	
负债和股东权益合计	15.75	16.66	17.54	18.85	
现金流量表					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	0.21	1.53	1.89	2.17	
折旧与摊销	1.12	3.23	3.23	3.22	
财务费用	-0.01	0.02	-0.02	-0.04	
投资损失	-0.01	-0.06	-0.06	-0.06	
营运资金变动	-0.22	1.21	0.24	0.29	
其他经营现金流	0.06	0.19	0.19	0.19	
经营性现金净流量	1.14	6.11	5.47	5.77	
资本支出	1.15	0.03	0.03	0.03	
长期投资	-0.10	0.00	0.00	0.00	
其他投资现金流	-0.16	0.03	0.03	0.03	
投资性现金净流量	-1.42	0.00	0.00	0.00	
短期借款	0.00	-0.80	0.00	0.00	
长期借款	-0.06	-0.37	-0.15	0.12	
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	
筹资性现金净流量	-0.08	-2.28	-1.45	-1.35	
现金流量净额	-0.36	3.84	4.03	4.43	

利润表		单位:亿元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	3.69	6.56	7.41	8.38	
营业成本	2.35	3.35	3.73	4.19	
税金及附加	0.01	0.04	0.04	0.05	
销售费用	0.41	0.39	0.44	0.50	
管理费用	0.78	0.85	0.85	0.96	
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
财务费用	-0.01	0.02	-0.02	-0.04	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	
信用减值损失	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	
投资收益	0.01	0.06	0.06	0.06	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
资产处置收益	-0.00	0.01	0.01	0.01	
其他收益	0.11	0.14	0.14	0.14	
营业利润	0.28	2.12	2.57	2.92	
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业外支出	0.02	0.01	0.01	0.01	
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
利润总额	0.26	2.11	2.56	2.91	
所得税	0.05	0.42	0.51	0.58	
净利润	0.21	1.69	2.05	2.33	
少数股东损益	0.01	0.20	0.24	0.27	
归属母公司股东净利	0.20	1.49	1.82	2.06	
EBITDA	1.37	5.36	5.78	6.09	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营收增长率	-11.96%	77.94%	12.99%	13.04%	
营业利润增长率	/	667.27%	21.49%	13.40%	
EBIT 增长率	-70.94%	750.87%	19.32%	12.95%	
EBITDA 增长率	-26.54%	290.47%	7.85%	5.51%	
归母净利润增长率	-60.57%	635.21%	21.58%	13.44%	
经营现金流增长率	-16.88%	436.73%	-10.42%	5.44%	
盈利能力					
毛利率	36.24%	48.98%	49.66%	49.95%	
净利率	5.74%	25.75%	27.71%	27.80%	
营业利润率	7.49%	32.29%	34.72%	34.83%	
ROE	1.71%	12.16%	14.21%	15.45%	
ROA	1.29%	8.96%	10.35%	10.92%	
ROIC	1.32%	15.67%	30.14%	67.97%	
估值倍数					
P/E	182.91	25.15	20.74	18.13	
P/S	10.26	5.77	5.10	4.51	
P/B	3.18	3.08	2.96	2.84	
股息率	0.00%	2.88%	3.50%	3.97%	
EV/EBIT	197.94	15.15	11.18	8.53	

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。