

2024年04月03日

买入（首次覆盖）

# 天目湖（603136）：长三角一站式旅游龙头，新项目有望落地提供新增量

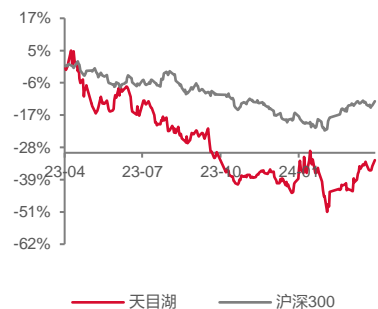
——公司深度报告

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

数据日期	2024/04/02
收盘价	20.60
总股本(万股)	18,629
流通A股/B股(万股)	18,629/0
资产负债率(%)	16.92%
市净率(倍)	2.70
净资产收益率(加权)	9.62
12个月内最高/最低价	33.49/14.00



## 投资要点:

- **深耕长三角地区，已发展为一站式旅游龙头。**天目湖于1992年成立，2017年于主板上市，公司不断完善自身产品矩阵，因地制宜先后推出天目湖、南山竹海、御水温泉、水世界等景区，竹溪谷、遇系列酒店开业等加速公司业绩增长，同时积极拓展业务类型，旅行社业务等提高自身服务质量，推动公司一站式旅游模式发展。
- **公司矩阵丰富，不同业态协同发展。**1) **公司景区业务季节互补，二次消费拉动营收增量。**公司山水园、南山竹海景区游客集中于3-11月，御水温泉、水世界分别拉动冬季、夏日客流，使得公司在春夏秋冬四季均有亮点业务吸引旅客。此外，景区二次消费占比逐步提高。公司景区游船、索道、小火车等二次消费成为目前主要贡献点，后续随着特色项目不断推出，有望进一步提升。2) **围绕景区衍生酒店业务，拓展自身业务矩阵。**公司旗下御水温泉系列毗邻御水温泉；遇系列靠近山水园景区。公司充分利用景区辐射效应带动酒店、景区共发展。3) **针对不同群体推出定制化业务，市场多元。**公司依托自身地理优势、配套设施等优势，针对老年、亲子等群体推出疗养、旅居、亲子游等专业化、定制化服务项目，使得公司相较于周边城市以及同质的旅游景点更具吸引力，同时有望提升公司口碑，提升自身知名度，促进公司业绩进一步增长。
- **国资控股强强联合，动物王国助力公司新业态。**公司通过三次股权转让引入国资，目前溧阳城发已成为公司第一大股东，持股比例达26.86%，公司实控人为溧阳市人民政府，政府入股后有望企业和政府能够实现互惠互利。一方面，公司借助国资优质资源，积极对外沟通，更好发挥产业协同效应，“政府背书+资源、品牌优势+媒体宣传+资金优势”有望助力企业实现内生外延双发展。另一方面，双方合作设立动物王国项目公司，共同推进项目打造，进一步丰富公司目的地旅游产品类型，有利于开拓客源市场，形成旅游目的地集聚区效应。
- **投资建议：**公司作为长三角一站式旅游龙头，产品复合、市场多元，具备优质的一站式服务系统，同时拥有全文旅产业链产品的开发及运营能力，中长期我们认为现有项目的增量、新增项目的落实以及后续储备项目的投入有望为公司带来新的业绩增长，同时国资控股联合有望推动企业资源更优。预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.50/1.91/2.29亿元，对应2023-2025年PE分别为25.66/20.10/16.73倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**旅游项目开发不及预期、市场竞争激烈、宏观经济影响消费。

## 盈利预测与估值简表

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	368.57	620.14	720.62	819.70
同比增速(%)	-11.96%	68.25%	16.20%	13.75%
归母净利润(百万元)	20.31	149.56	190.90	229.40
同比增速(%)	-60.57%	636.48%	27.64%	20.17%
毛利率(%)	36.24%	57.09%	59.75%	61.29%
每股盈利(元)	0.11	0.80	1.02	1.23
ROE(%)	1.7%	11.2%	12.5%	13.1%
PE(倍)	246.82	25.66	20.10	16.73

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至时间 2024 年 4 月 2 日）

## 正文目录

<b>1. 公司发展历程及基本情况</b> .....	<b>4</b>
1.1. 一站式旅游龙头，国企控股促发展.....	4
1.2. 疫后业绩实现大幅提升，酒店业务放量.....	5
<b>2. 旅游复苏与创新并行</b> .....	<b>8</b>
2.1. 国内旅游业修复，旅游人次及收入好于疫前 .....	8
2.2. 休闲度假游成为游客新模式 .....	9
<b>3. 公司各业态协同发展，新项目有望推动新增速</b> .....	<b>11</b>
3.1. 地理位置优越，聚焦长三角客群 .....	11
3.2. 一站式旅游模式联动，推动业务发展 .....	12
3.2.1. 各景区实现淡旺季互补，二次消费有望提升 .....	12
3.2.2. 酒店业务：结合自身景区优势打造酒店系列，景区酒店协同发展 .....	15
3.2.3. 服务系统优质，以旅行社为纽带提供一站式服务 .....	16
3.2.4. 市场多元，针对不同群体提供个性化、专属化、小众化复合服务 .....	17
3.3. 国企控股促发展，打造动物王国项目 .....	17
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>18</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

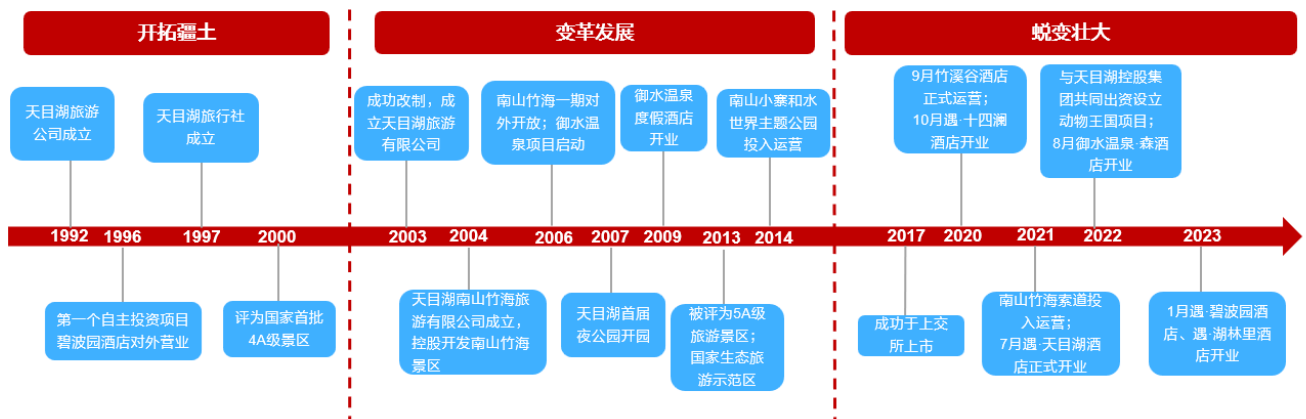
图 1 公司不断完善自身产品矩阵.....	4
图 2 公司股权结构（截至 2023Q3）.....	5
图 3 公司营收及增速.....	6
图 4 公司归母净利润及增速.....	6
图 5 公司主要品类营收（亿元）.....	6
图 6 公司主要品类营收占比（%）.....	6
图 7 公司毛利率及净利率.....	7
图 8 公司主要品类毛利率.....	7
图 9 公司费用率逐步下行.....	7
图 10 同业 ROE 数据对比.....	8
图 11 国家旅游人数变化.....	8
图 12 国内旅游收入变化.....	8
图 13 不同节假日国内旅游人次.....	9
图 14 不同节假日国内旅游收入.....	9
图 15 旅游消费经历消费升级的过程.....	10
图 16 人均 GDP 稳步上升.....	10
图 17 国内旅游人均花费回暖.....	10
图 18 人均可支配收入.....	11
图 19 度假产业体系构成.....	11
图 20 溧阳位处苏浙皖交界处.....	11
图 21 长三角游客在全国游客占比中不断提高.....	12
图 22 长三角人均 GDP 高于全国平均水平（元）.....	12
图 23 2022 年人均 GDP TOP10（万元）.....	12
图 24 天目湖游玩三大类型.....	13
图 25 御水温泉.....	14
图 26 天目湖水世界.....	14
图 27 山水园景区收入构成.....	15
图 28 南山竹海景区收入构成.....	15
图 29 山水园和南山竹海导游图.....	15
图 30 公司推出“南山一只笋”冰激凌.....	15
图 31 竹溪谷夜景图.....	16
图 32 遇·十四澜依天目湖而建.....	16
图 33 美国奥兰多动物王国.....	18
图 34 动物王国选址位于山水园与南山竹海之间.....	18
表 1 天目湖 ROE 拆分.....	7
表 2 各产品淡旺季时间.....	13
表 3 主要景区介绍.....	13
表 4 景区二次消费项目价格.....	14
表 5 公司主要包含御水温泉及遇系列两大酒店品牌矩阵.....	16
表 6 公司拥有各类小众化服务项目.....	17
表 7 公司主要营收拆分（百万元，%）.....	18
表 8 公司可比公司对比.....	19
附录：三大报表预测值.....	20

# 1.公司发展历程及基本情况

## 1.1.一站式旅游龙头，国企控股促发展

公司从无到有，从一到多不断拓展，借助自身优质的运营能力发展成为长三角“一站式旅游”龙头企业之一。天目湖位于江苏省溧阳市，与黄山、峨眉山等自然形成的特殊性景观不同，山水园前身为 1957 年建成的沙河、大溪水库，公司通过有限的资源，依靠自身优秀的运营和开发能力，建设改造成为了如今的山水园，并于 2000 年被评为国家首个 4A 级景区，推动公司从无到有。随后，公司拓展自身疆土，在 2006 年至 2009 年期间先后推出南山竹海、御水温泉两大景区，形成了丰富的景区产业集群，自身知名度提高。2009 年后，公司开始推出酒店等不同业务项目，打造复合产品矩阵，并已打造“御水”、“遇”两大酒店系列，旗下拥有近 800 间客房。从一到多，由景区拓展成“景区+酒店+餐饮等”的一站式旅游服务模式，不断壮大，各类业务协同发展，形成了丰富多元的业务矩阵。

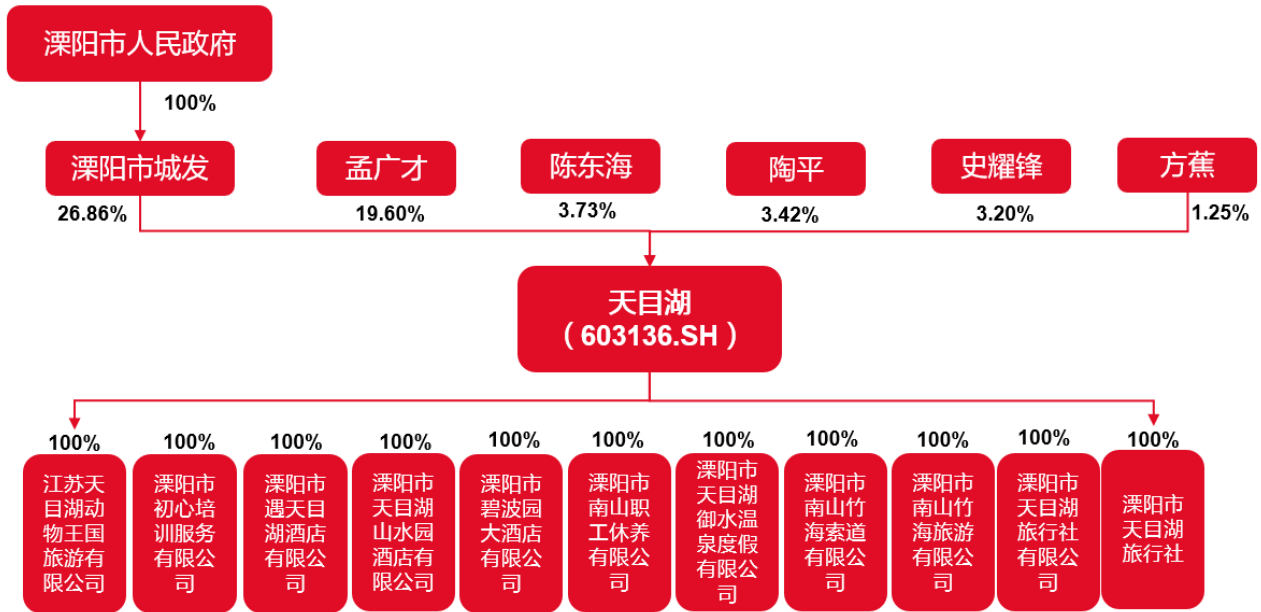
图1 公司不断完善自身产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，东海证券研究所

**溧阳市政府三次收购成为最大股东，强强联合助力公司发展。**溧阳城发通过 2021 年 9 月、2022 年 3 月以及 2023 年 3 月三次股权转让成为了公司第一大股东，实控人为溧阳市人民政府，截至 2023 年三季度，溧阳城发控股比例达 26.86%，创始人孟广才作为第二大股东持股比例达 19.60%。溧阳市政府入股有望从资金以及资源方面给与公司更多机遇，且政府入股后不会干涉公司运营，企业和政府能够实现互惠互利，推动公司后续持续发展。

图2 公司股权结构（截至 2023Q3）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

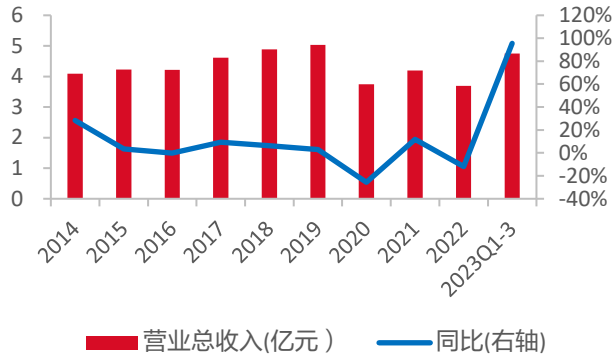
**国资入股仍保留全部原有人员。**公司于 2023 年 11 月进行了董事会改选，提名李淑香为董事长以及总裁，孟广才先生为副董事长，史耀锋、史瑶琴、潘际泳为公司副总裁，虞雯为董事会秘书，彭志亮为公司财务总监。整体来看，此次改选并未对公司核心团队造成较大的变动，仅新增政府提名的潘际泳为副总裁、刘科为董事。政府入股依旧给予公司较强的灵活性以及自我管理模式，保障公司未来市场化发展。

**公司管理层业务经验丰富。**孟广才、史耀锋等作为公司创始团队，陪伴公司成长 20 余年，具有丰富的市场经验。公司高管多为内部培养，李淑香董事长 2003 年进入天目湖，副总裁史瑶琴、董事会秘书虞雯、财务总监彭志亮均深耕公司多年，拥有丰富的旅游行业经验，对行业及公司业务发展历程、未来趋势具有深刻理解。

## 1.2.疫后业绩实现大幅提升，酒店业务放量

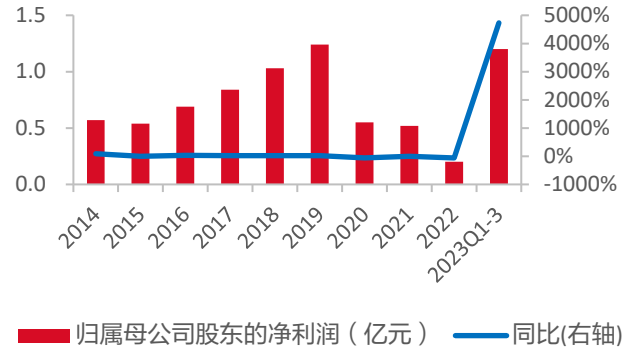
**公司 2023 年经营业绩实现大幅提升。**公司疫情前 2014-2019 年营收稳步增长，2014-2019 年 CAGR4.22%，归母利润增速高于营收，2014-2019 年 CAGR 达到 16.82%。2022 年受长三角地区疫情影响，公司景区客流减少拖累业绩恢复进程。2023 年疫情影响减弱，公司 Q1-3 实现营收 4.75 亿元，较 2019/2022 年同期同比+22.74%/95.52%；归母净利润 1.20 亿元，较 2019/2022 年同期同比+4.35%/4730.98%。公司前三季度业绩稳步恢复，营收和归母净利润均超越 2019 年同期水平。

图3 公司营收及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

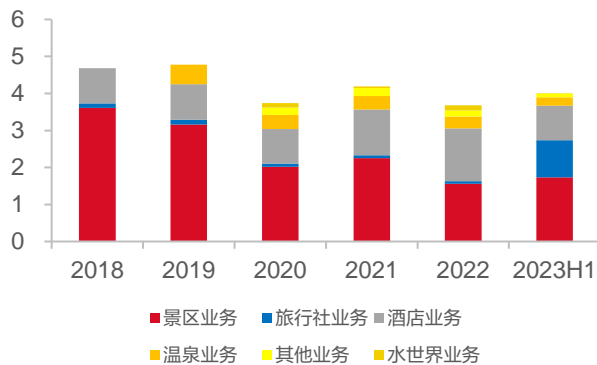
图4 公司归母净利润及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

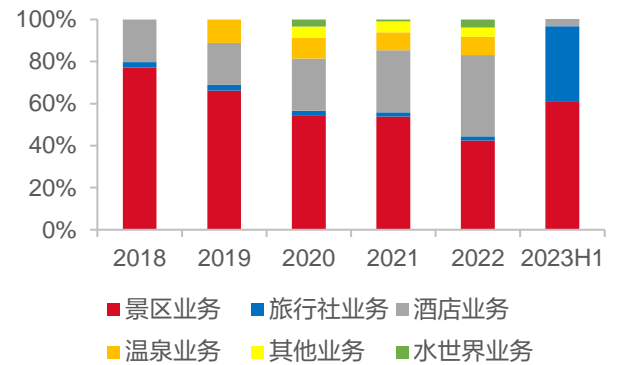
景区和酒店为公司主要收入来源，酒店业务占比快速提升。公司景区业务 2018-2023H1 占比持续高于 40%，始终为公司第一主营业务。酒店业务占比从 2018 年的 20.28% 提升至 2023H1 的 32.90%，主要由于公司在 2020 年后不同系列中高端酒店开业，客房量从 2019 年底的 440+间增长至 2023H1 底的 740+间，推动酒店业务快速增长。2023H1,公司景区收入 1.73 亿元，较 2019/2022 年同期分别+31%/323%；酒店收入 0.93 亿元，较 2019/2022 年同期分别+88%/189%，公司景区、酒店业务均已超 2019 年同期水平，后续随着公司二次消费上行、新项目落地、酒店扩容等，公司主营业务有望继续提升。

图5 公司主要品类营收（亿元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图6 公司主要品类营收占比（%）

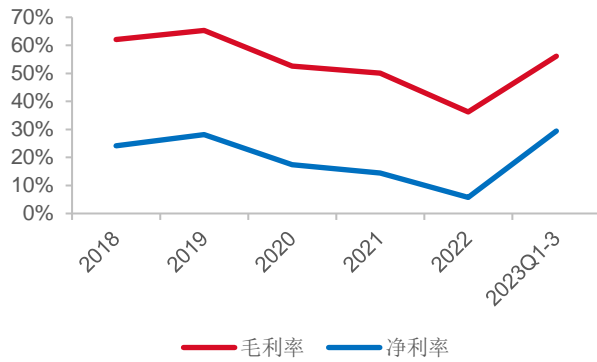


资料来源：ifind，东海证券研究所

毛利率距疫前仍有恢复空间，后续有望逐步回升。公司毛利率在疫情期间阶段性承压，随着疫情影响恢复，公司 2023Q1-3 毛利率大幅回升至 56.15%（同比去年+24.69pcts），但相较 2019 年毛利率仍有提升空间。从不同品类看，公司景区以及其他业务毛利率较高，其中景区、酒店毛利率回升，温泉、旅行社、水世界小幅下滑。

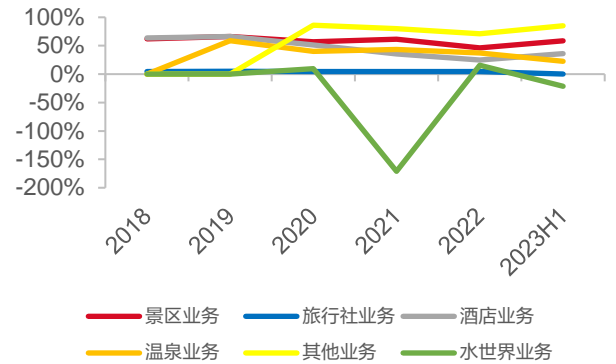
公司费控能力增强。公司销售费用、管理费用下行，其中 2023 年前三季度销售费用同比-4.62pcts 至 5.88%，管理费用同比-9.16pcts 至 12.54%，两者均以降至 2019 年水平之下，公司费用管控能力增强。综合影响下，公司 2023Q1-3 净利率同比+27.97pcts 至 29.42%。

图7 公司毛利率及净利率



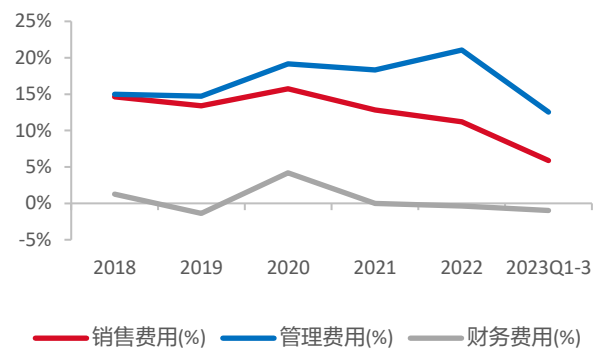
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图8 公司主要品类毛利率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图9 公司费用率逐步下行



资料来源: ifind, 东海证券研究所

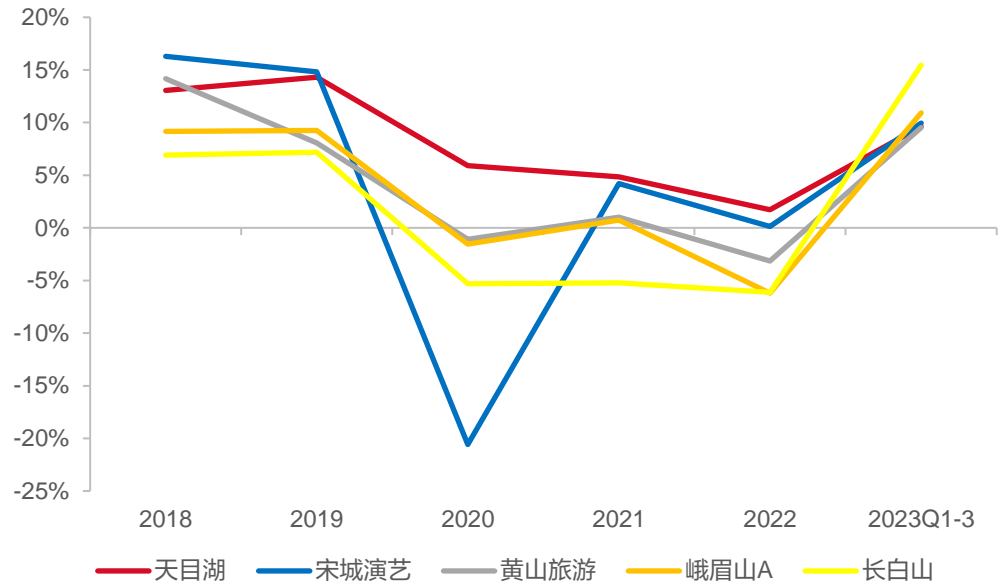
公司 ROE 始终维持正向, ROE 处于行业中游水平。疫情期间, 公司相较于可比公司保持了良好的 ROE, 始终为正值, 随着疫情影响消散, 公司 ROE 由 2022 年末的 1.72% 提升至 2023Q1-3 的 9.62%, 未来随着公司净利率提升、资产周转率提高, ROE 仍有提升空间。

表1 天目湖 ROE 拆分

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
销售净利率	24.12%	28.15%	17.39%	14.48%	5.74%	29.42%
资产周转率	0.44	0.43	0.26	0.26	0.23	0.29
归母净利润占比	87.43%	87.35%	84.35%	84.94%	95.95%	85.94%
权益乘数	1.41	1.37	1.53	1.51	1.35	1.32

资料来源: ifind, 东海证券研究所

图10 同业 ROE 数据对比



资料来源: ifind, 东海证券研究所

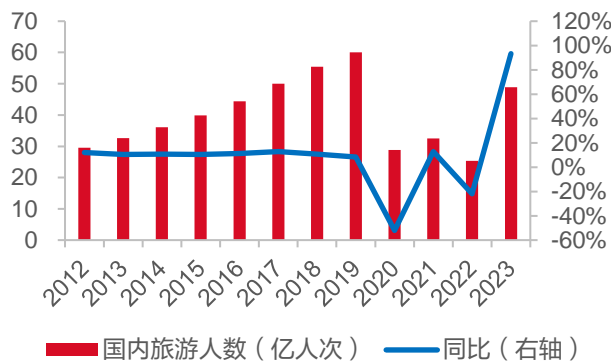
## 2. 旅游复苏与创新并行

### 2.1. 国内旅游业修复, 旅游人次及收入好于疫前

国内旅游业进入复苏与创新并行的新阶段, 数据同比表现亮眼。2023 年前三季度, 国内旅游人次与旅游收入实现同比高增。根据文旅部数据, 2023 年国内旅游人数 48.91 亿, 同比+93.3%; 旅游收入 4.91 万亿元, 同比+140.3%。分季度来看, 2023 年第一/二/三/四季度, 国内旅游总人次分别为 12.16 亿/11.68 亿/12.90 亿/12.17 亿, 同比+46.5%/+86.9%/101.9%/179.1%。此外, 中国旅游研究院对 2024 年旅游经济形势持积极乐观的预期, 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, 出入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。

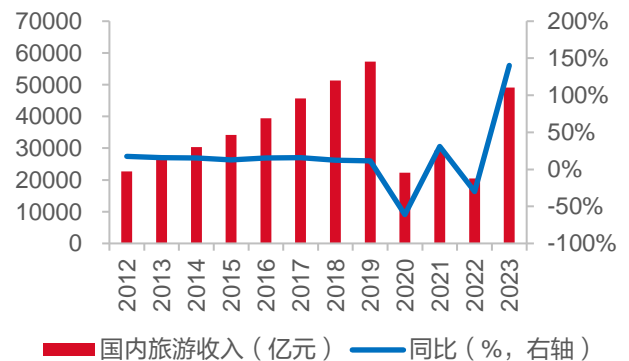
我们认为, 随着疫情影响因素的逐步消失, 消费者积压的旅游消费热情逐步释放, 2023 年旅游人数和收入实现双高增, 随着各类旅游业态的发展, 消费者旅游有望稳健发展。

图11 国家旅游人数变化



资料来源: 国家统计局、东海证券研究所

图12 国内旅游收入变化



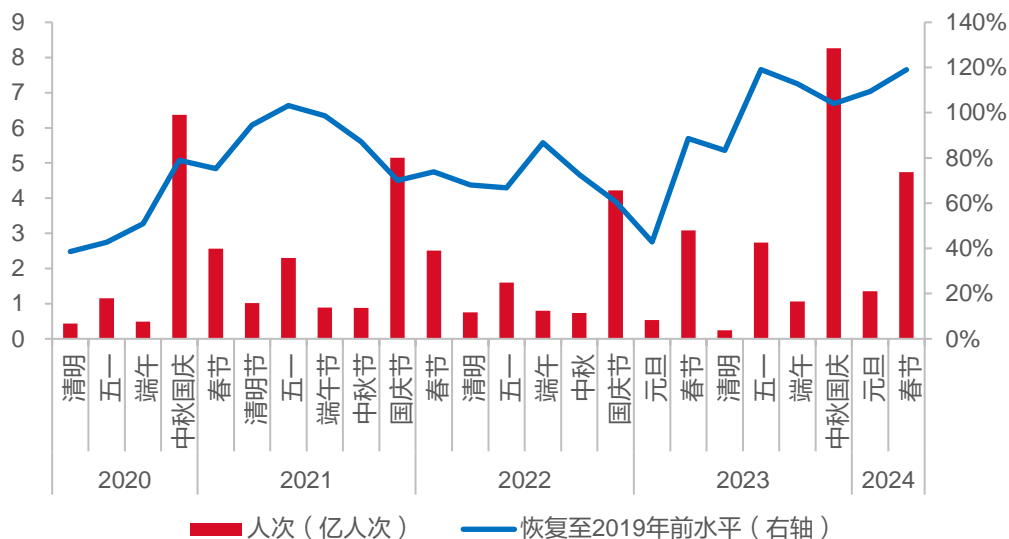
资料来源: 国家统计局、东海证券研究所

假期出游水平恢复超 2019 年同期。从不同节假日看, 国内旅游人次在 2023 年五一后的假期旅游人次均超过了 2019 年同期, 2023 年五一、端午、中秋&国庆分别恢复至 2019



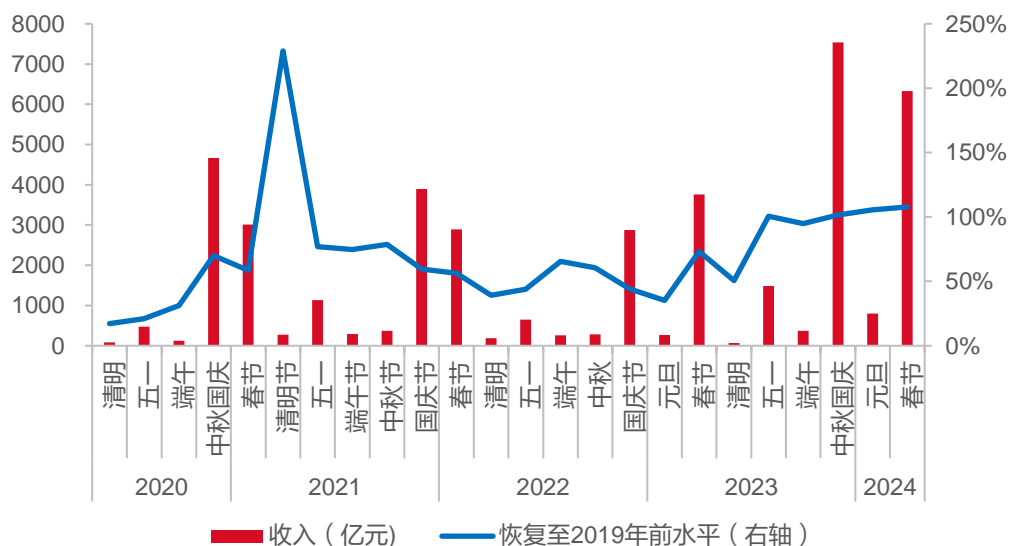
年同期的 119.1%/112.8%/104.1%，2024 年元旦/春节分别恢复至 2019 年同期的 109.4%/119%；国内旅游收入相较旅游人次恢复略慢，2023 年五一、端午、中秋&国庆分别恢复至 2019 年同期的 100.7%/94.9%/101.5%，2024 年元旦/春节恢复至 2019 年同期的 105.6%/107.7%。整体来看，目前不同节假日旅游表现已逐步稳定并且均超过 2019 年同期，国内旅游开始复苏，居民旅游消费潜力和升级有望上行。

图13 不同节假日国内旅游人次



资料来源：文旅部、东海证券研究所

图14 不同节假日国内旅游收入

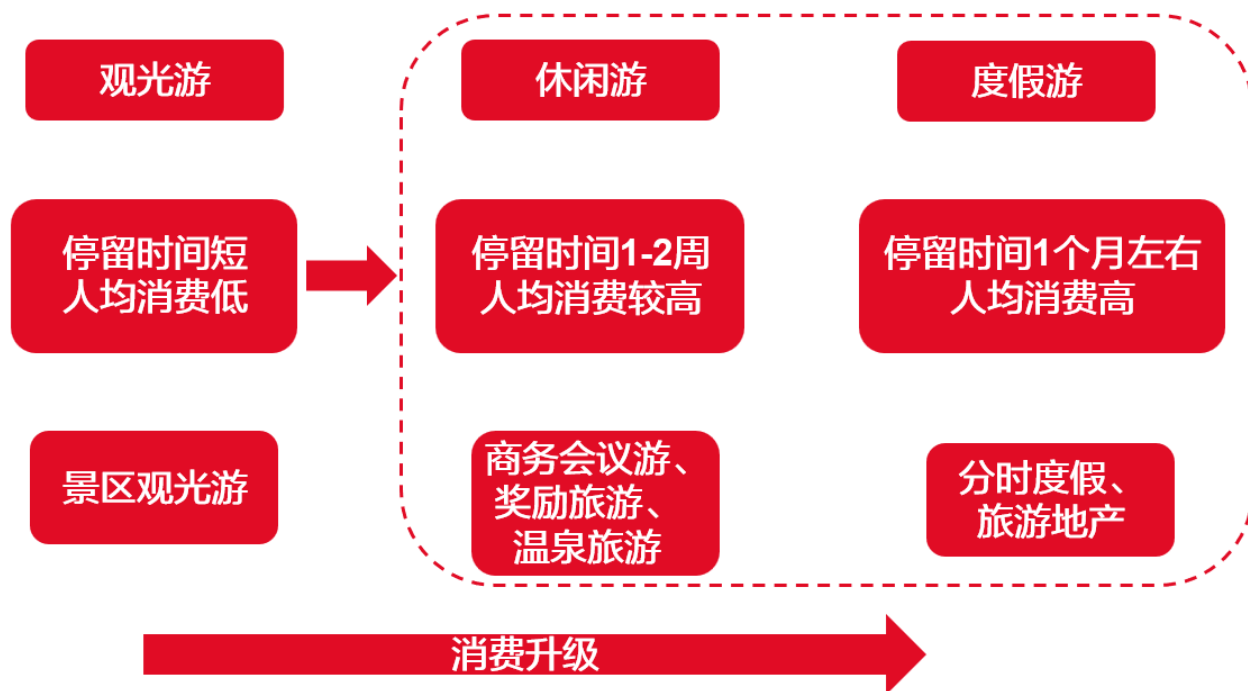


资料来源：文旅部、东海证券研究所

## 2.2.休闲度假游成为游客新模式

长期以来，观光游一直为我国主要的旅游发展模式，相反休闲游以及度假游整体发展较为缓慢。随着国内人民消费水平不断提高，出游次数增多，观光游逐渐不能满足人们的需求，“一地深度游”“休闲游”“慢生活”等概念逐步流行，休闲游和度假游占比逐步提升。当前，我国休闲度假游正处于蓬勃发展的初期。

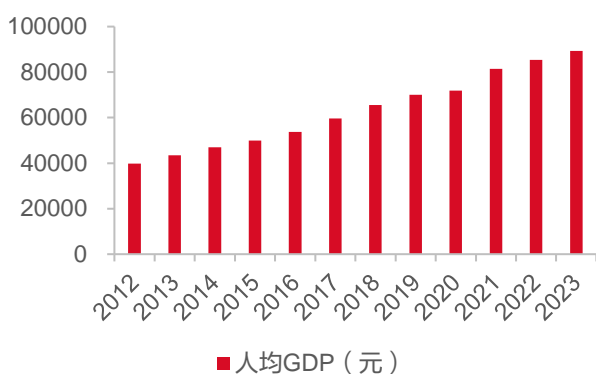
图15 旅游消费经历消费升级的过程



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

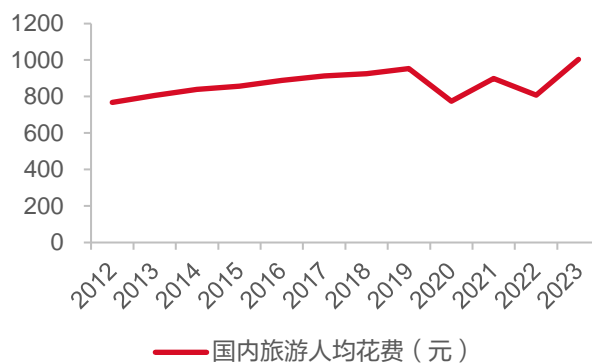
**消费者消费需求不断升级。**一方面，随着出游次数以及机会的增加，消费者对于旅游的定义从简单的观光升级至“求新、求奇、求知、求乐”；另一方面，随着生活节奏的加快以及人们对身心健康的重视程度提高，在人均可支配收入提升、带薪休假增多的背景下，人们愿意花更多的时间以及金钱去旅游，国内旅游人均花费在 2023 年超越 2019 年同期达到 1003 元。整体来看，消费需求推动休闲度假游不断提升。

图16 人均 GDP 稳步上升



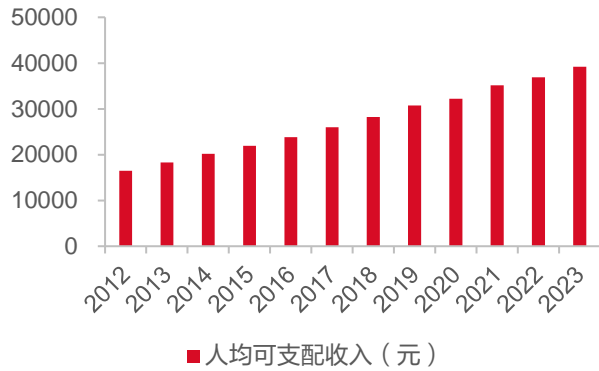
资料来源：国家统计局、东海证券研究所

图17 国内旅游人均花费回暖



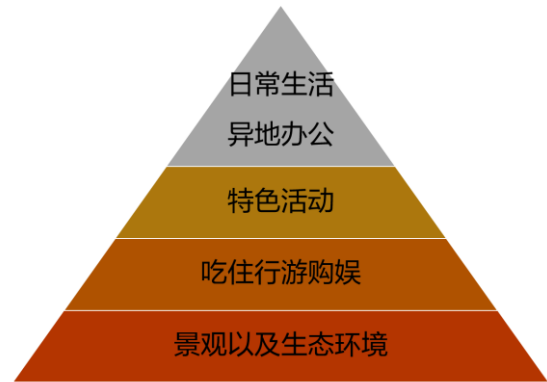
资料来源：国家统计局、东海证券研究所

图18 人均可支配收入



资料来源：国家统计局、东海证券研究所

图19 度假产业体系构成



资料来源：中国旅游研究院、东海证券研究所

### 3.公司各业态协同发展，新项目有望推动新增速

#### 3.1.地理位置优越，聚焦长三角客群

充分覆盖长三角客群，有望进入上海“一小时交通圈”覆盖范围。景区位于江苏省溧阳市，地处长三角西南部的苏浙皖三省交界处，是华东区位中心地带，宁杭必经之地。从高铁出游看，溧阳拥有“溧阳站”“瓦屋山站”两大高铁站，距离南京南站/杭州站/上海虹桥站车程在 30min/1h/2.5h 左右。此外，后续沪苏湖铁路预计 2024 年开通，上海游客可通过湖州中转至溧阳，实现 1 小时抵达，景区游客量有望提升。从飞机出游看，溧阳距离南京禄口机场/常州奔牛机场开车均仅 1 小时车程左右。从自驾来看，溧阳距离南京市/杭州市/上海市自驾车程在 2/2.5/3h 左右。天目湖地缘位置优越，长三角客群出行较为便利，区位优势以及交通便利有望助力公司持续发展。

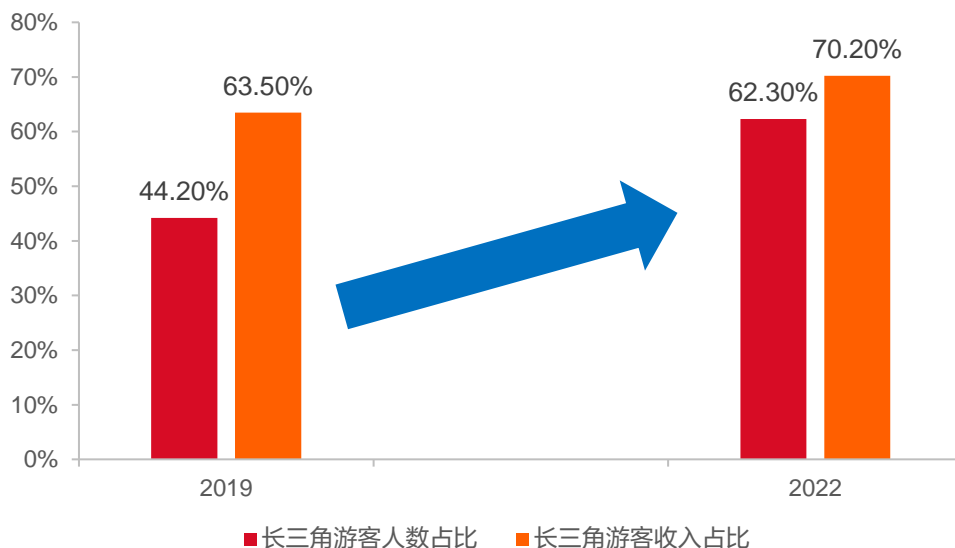
图20 溧阳位处苏浙皖交界处



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》 东海证券研究所

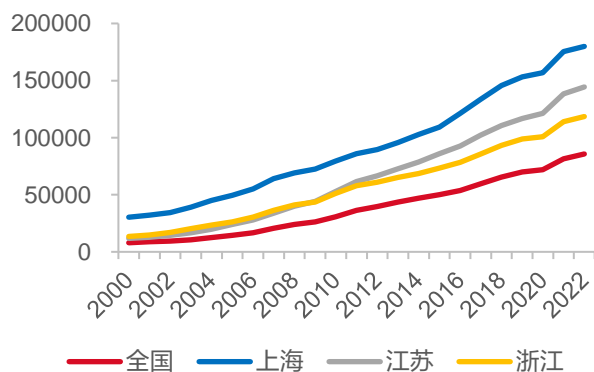
长三角游客数量不断提升，消费经济实力较强。长三角游客人数占全国游客的比重由2019年的44.2%提升至了2022年的62.3%，收入由63.5%提升至70.2%，整体来看长三角客源丰富并逐步上升。此外，2022年我国人均GDP为8.57万元，上海/江苏/浙江人均GDP分别为17.99/14.44/11.85万元，长三角地区整体经济实力较为雄厚，也有望促进公司的客源消费力的上涨。

**图21 长三角游客在全国游客占比中不断提高**



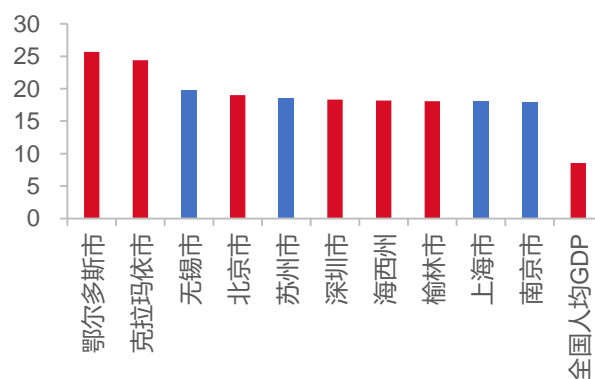
资料来源：长三角三省一市旅游协会联席会议、东海证券研究所

**图22 长三角人均GDP高于全国平均水平（元）**



资料来源：国家统计局、东海证券研究所

**图23 2022年人均GDP TOP10（万元）**



资料来源：中国经济周刊、东海证券研究所

## 3.2.一站式旅游模式联动，推动业务发展

公司具备一体式游玩产业链，产品复合相互支撑。公司业务涵盖景区、温泉、主题乐园、酒店餐饮、商业、旅行社等全方位旅游产业链，业务相互协同，共生共荣，产品复合，同时公司旅行社提供定制化、管家式服务，根据客户需求专门设计一站式旅游产品，打造良好的用户体验。

### 3.2.1.各景区实现淡旺季互补，二次消费有望提升

公司覆盖春夏秋冬全季节卖点，实现淡旺季互补。按游玩类型划分，公司产品可分为景区、温泉和主题乐园三大类，各产品可实现淡旺季互补和相互支撑。山水园、南山竹海

两大核心景区集中于春/秋两季，御水温泉产品主打冬季，水世界主题乐园主打夏季，四大景区实现淡旺季互补，保证全年业绩平稳发展。

图24 天目湖游玩三大类型



资料来源：公司官网、东海证券研究所

表2 各产品淡旺季时间

产品名称	旺季	淡季
山水园	3月-11月	12月-次年2月
南山竹海		
御水温泉	10月-次年5月	6月-9月
水世界	6月-8月	-

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

两大核心景区主打短期休闲度假游，以长三角游客为主。公司景区为AAAAA级景区，拥有山水园、南山竹海两大景区，主打两三日休闲度假旅游。其中山水园于2001年建成开园，主要包括了湖里山历史文化区、中心动感区、龙兴岛生态自然区、中国茶岛区域四大游览区域；南山竹海在2006年、2010年完成了一二期建设，以“竹”“寿”两大文化为主，包含静湖娱乐区、休闲娱乐区、历史文化区、长寿文化区、登山游览区五大游览区域。景区游客以长三角为主，长三角和其他地区占比为7:3，公司精准把握长三角客群，推动景区发展。

表3 主要景区介绍

景区	游玩类型	游览区域	二次消费项目
----	------	------	--------

山水园	以山水风光观光游为主	湖里山历史文化区、中心动感区、龙兴岛生态自然区、中国茶岛区域	游船（含快艇、包船）、高空飞降等
南山竹海	以自然资源和竹文化、寿文化为主	静湖娱乐区、休闲娱乐区、历史文化区、长寿文化区、登山游览区	索道、地轨缆车、观光车、竹筏等

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

**温泉：御水温泉补足冬季淡季，在长三角具有稀缺性。**御水温泉拥有长三角较为稀缺的地热资源，并获得中国十大温泉、中国最佳生态温泉等荣誉。泡池主打竹梢区、养生加料区、浪漫情侣区、自然区、水疗动感区及儿童亲子区六大风格，拥有 60 个户外泡池，成人门票为 258 元/人（门票价为市场调节价）。一般来说，山水园、南山竹海等传统观光类景区主要集中在 3 月至 11 月，冬季出游人数较少。御水温泉侧重冬日旅游，和传统观光形成良好的季节性互补，加强公司冬日收入。

**主题乐园：水世界补足景区项目短板。**公司于 2014 年推出水世界主题公园，紧邻山水园景区，每年暑期开放，是华东地区为数不多的大型水上乐园，补足了原有景区暑期游览项目的短板。成人门票为 150 元/人（门票价为市场调节价），公司引进了加拿大白水公司装备，配有数十种进口设备，娱乐项目包括宝贝乐园、超级台风等。2022 年新增亲子、童玩产品，同步结合暑期夜游项目改造，全面提亮美化夜间氛围效果。水世界季节性较强，结合公司夜游项目进一步提升公司声誉，产品矩阵不断丰富。

图25 御水温泉



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图26 天目湖水世界



资料来源：公司官网，东海证券研究所

**景区二次消费占比逐步提高。**公司借助自身有限的资源不断发展门票以外的二次消费项目，其中山水园龙兴岛必须通过游船才能上岛，南山竹海历史文化区须通过地轨缆车才能参观，吴越第一峰则必须通过索道/步行的方式才能上山，这些均促使了游客的二次消费行为。目前两大景区南山竹海/山水园二次消费占比不断提升，2018 年山水园/南山竹海二次消费比重分别达 39%/67%。随着后续公司特色消费项目的不断推出，二次消费提升仍有一定空间。同时，公司跟随潮流推出网红产品（南山一只笋）、熊猫元素主题纪念馆等也进一步增强游客对于景区的知名度和认知，刺激商品销售提高。

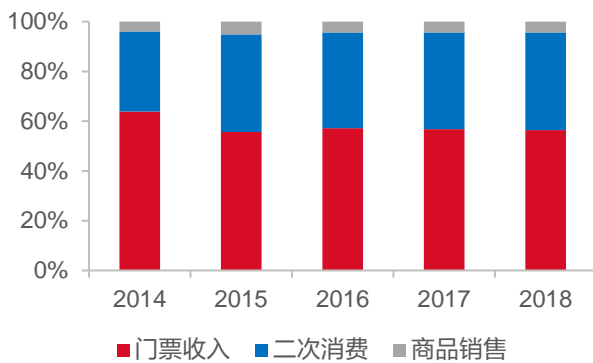
表4 景区二次消费项目价格

景区	项目名称	成人价格（元/人）
山水园	门票	90
	游船	90
	高空飞降	60
	快艇	580-780 元/趟

	包船	1580元-22800元/半小时
	门票	90
	观光索道和地面缆车 (通往吴越第一峰/熊猫馆)	80往返
南山竹海	观光车	30单程
	小火车	20单程
	竹筏	旺季20; 淡季15
御水温泉	门票	258
水世界	门票	150

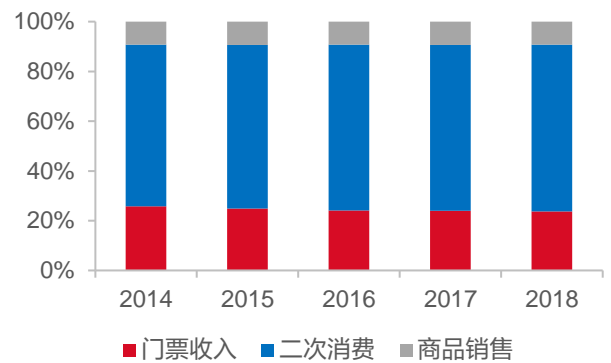
资料来源：招股说明书，东海证券研究所

图27 山水园景区收入构成



资料来源：招股说明书，2019年信用评级，东海证券研究所

图28 南山竹海景区收入构成



资料来源：招股说明书，2019年信用评级，东海证券研究所

图29 山水园和南山竹海导游图



资料来源：途牛，东海证券研究所

图30 公司推出“南山一只笋”冰激凌



资料来源：公司官网，东海证券研究所

### 3.2.2.酒店业务：结合自身景区优势打造酒店系列，景区酒店协同发展

公司围绕自身核心三大景区衍生出各系列酒店，两者联动拓展自身业务范围。公司从2009年开始布局酒店业务，并于2018年后大力发展，目前已形成8大酒店产品。其中，御水温泉系列（竹溪谷、度假酒店、森酒店、御水温泉客栈）毗邻御水温泉；遇系列靠近山水园景区。公司充分利用景区辐射效应带动酒店、景区共发展。

酒店提供低端到中高端全系列矩阵，不同业态满足各类旅游出行需求。公司旗下酒店覆盖低端-中端-高端等多价格带，同时提供各类不同房型供游客选择，匹配各类消费需

求。同时公司覆盖野奢度假、小资轻奢、特色客栈等多种业态，各酒店具备不同主题，譬如竹溪谷作为中国野奢酒店的标杆，整体随溪谷两岸依势而建，具备极佳的个人特色，被评为第七届酒店尚榜酒店排名中的 2022 年中国最佳野奢酒店；遇·十四澜精准定位消费人群，依山水园而建，提供高端湖景欣赏；御水温泉·森酒店定位家庭出行，提供多种可爱主题（星空、绿野仙踪等），主打亲子游人群。

**整体看**，公司形成了“御水温泉+南山竹海+酒店”以及“山水园+酒店”的区域布局，并提供多类风格满足不同的消费者需求，通过“景区+酒店”结合模式，将景区一日游推进为二、三日休闲游，消费者口碑好，后续客源以及知名度都有望逐步提升。

**表5 公司主要包含御水温泉及遇系列两大酒店品牌矩阵**

酒店名称	开业时间	房间数	酒店主题
御水温泉·竹溪谷	2020	120	中国野奢酒店标杆，一站式管家服务
御水温泉·度假酒店	2010	258	五星级现代度假酒店
御水温泉·森酒店	2022	18	以“自然”“融合”“亲子”为关键词
御水温泉客栈	2010	41	邻近御水温泉度假酒店
遇·天目湖酒店	2021	81	轻奢度假型酒店
遇·十四澜酒店	2020	14	高端全湖景酒店
遇·碧波园酒店	2023	42	以“画中的家”为核心理念的湖畔度假酒店
遇·竹隐居酒店	2014	167	江南庭院式精品酒店

资料来源：公司年报，东海证券研究所

**图31 竹溪谷夜景图**



资料来源：公司官网、东海证券研究所

**图32 遇·十四澜依天目湖而建**



资料来源：公司官网、东海证券研究所

**南山小寨二期为酒店提供后续增量。**公司于 2020 年 2 月发行可转债 3 亿元，其中 2.4 亿元用于南山小寨二期项目建设。南山小寨二期定位中高端酒店，位于南山竹海片区，内部具体包括主题酒店、特色作坊、书院、茶庄等部分，项目进度受到疫情影响有所放缓。后续南山小寨二期运行可加大公司中高端酒店建设，预计建成后将增加客房 500 间，使得公司酒店体量实现大幅扩容，推动一站式旅游持续发展。

### 3.2.3. 服务系统优质，以旅行社为纽带提供一站式服务

**公司以天目湖旅行社为纽带，为游客提供一站式管家定制服务。**天目湖旅行社作为全国百强旅行社，是公司一站式旅游模式强大的纽带，为全域旅游及全产业旅游提供市场化、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，结合自身智慧旅游和优质的服务能力，将每个资源和业务单元协作松散相互脱节的“点”，紧固为上中下游有机紧密合作运营的“链”，为客户提供“吃、住、行、游、购、娱”一站式管家服务体验。



### 3.2.4. 市场多元，针对不同群体提供个性化、专属化、小众化复合服务

公司依托自身地理优势、配套设施等优势，提供个性化、专属化、小众化的服务项目，以满足不同客群群体需求。其中，疗休养以及老年旅居等借助自身山水园得天独厚的环境优势，针对中国不断增长的老年群体提供专属化服务。此外，公司瞄准亲子游这一类目，协同自身“长三角一站式旅游目的地”理念提供各类亲子游产品，针对目前快速发展的家庭游、亲子游提供优异的服务。公司针对不同群体的小众化服务项目使得公司相较于周边城市以及同质的旅游景点更具吸引力，同时有望提升公司口碑，提升自身知名度，促进公司业绩进一步增长。

表6 公司拥有各类小众化服务项目

业务类型	具体内容
疗休养	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。基地拥有深厚的人文底蕴、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	拥有全国研学旅行基地、全国科普教育基地与省级爱国主义基地等优质资源，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	公司积极创新亲子游产品，提供包括夏令营、冬令营、采茶之旅、亲子DIY系列活动、熊猫生日会等。
红色党建	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。
培训拓展	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	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。
产品活动	徒步登山、颂钵疗愈、国风茶禅

资料来源：公司年报，东海证券研究所

### 3.3. 国企控股促发展，打造动物王国项目

**国企入股强强联合。**公司通过三次股权转让引入国资，目前溧阳城发已成为公司第一大股东，持股比例达 26.86%，公司实控人为溧阳市人民政府，政府入股后不会干涉公司运营，同时企业和政府能够实现互惠互利。公司可以借助国资优质资源，积极对外沟通，更好发挥产业协同效应，“政府背书+资源、品牌优势+媒体宣传+资金优势”有望助力企业实现内生外延双发展，并对后续多地并购业务等起到了一定的支撑作用。

**动物王国助力公司发展不同新业态，一站式旅游集聚效应显现。**公司于 2022 年 3 月发布公告称将与天目湖控股集团共同建立江苏天目湖动物王国旅游有限公司，其中公司/天目湖控股集团持股比例分别为 19.98%/80.02%。天目湖动物王国项目位于天目湖旅游度假区平桥尧芥村区域，规划用地面积约 4500 亩，建设用地面积约 1000 亩，建成后以萌宠动物为主题，打造集萌宠观赏互动、沉浸式主题娱乐体验、森林户外探险等为一体的文旅综合体项目。项目对标美国奥兰多动物王国，通过“主题乐园+动物园”的模式吸引客流，提高消费者体验。动物王国项目的推出将进一步丰富公司目的地旅游产品类型，有利于开拓客

源市场，形成旅游目的地集聚区效应。有利于公司进行产业布局，符合公司未来发展中“巩固根据地、深耕长三角”的战略规划。

图33 美国奥兰多动物王国



资料来源：公司官网、东海证券研究所

图34 动物王国选址位于山水园与南山竹海之间



资料来源：百度地图，东海证券研究所

## 4.盈利预测

公司作为优质的一站式旅游龙头，具备强大的全文旅产业链产品的开发和运营能力，通过多元化的产品以及优异的服务能力不断发展自身规模；现有项目的增量、新增项目的落实以及后续储备项目的投入有望为公司带来新的业绩增长；国资控股推动公司借助“政府背书+资源、品牌优势+媒体宣传+资金优势”实现内生外延双发展。我们预计后续公司2023-2025年营收分别为6.20/7.21/8.20亿元。

**酒店业务：**公司酒店系列不断拓展，持续拓宽自身酒店业务，目前覆盖了多个酒店类型。疫情影响消退背景下，酒店客流、单价均有望实现恢复，进一步贡献增量，预计2023-2025年酒店收入1.86/2.12/2.39亿元。

**景区业务：**公司旅游目前已恢复常态，2024年漂流项目的推出、动物王国储备项目以及游客二次消费提升等因素影响，我们认为公司景区业务收入有望持续增长，其中山水园景区2023-2025年收入分别为1.82/2.14/2.46亿元；南山竹海景区2023-2025年收入分别为1.49/1.76/2.02亿元。

表7 公司主要营收拆分（百万元，%）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	合计	374.24	418.64	368.57	620.14	720.62	819.70
	yoy		11.86%	-11.96%	68.25%	16.20%	13.75%
	毛利率	52.60%	50.03%	36.24%	57.09%	59.75%	61.29%
酒店业务	营收	92.62	123.87	142.77	185.60	211.58	239.09
	yoy		33.74%	15.26%	30.00%	14.00%	13.00%
山水园景区业务	营收	108.43	124.09	86.46	181.57	214.25	246.39
	yoy		14.44%	-30.33%	110.00%	18.00%	15.00%
南山竹海景区业务	营收	94.06	101.36	69.71	149.19	176.04	202.45
	yoy		7.75%	-31.22%	114.00%	18.00%	15.00%
温泉业务	营收	37.53	35.59	31.95	52.93	60.87	68.79
	yoy		-5.16%	-10.24%	65.70%	15.00%	13.00%
其他业务	营收	19.87	21.88	16.43	21.35	24.56	27.01
	yoy						

	yoy		10.07%	-24.92%	30.00%	15.00%	10.00%
水世界旅游业务	营收	12.49	3.92	14.05	17.42	20.03	21.63
	yoy		-68.63%	258.47%	24.00%	15.00%	8.00%
旅行社业务	营收	9.24	7.93	7.21	12.08	13.29	14.35
	yoy		-14.09%	-9.10%	67.50%	10.00%	8.00%

资料来源：携宁、东海证券研究所

公司作为景区旅游龙头，我们选取五家旅游公司作为可比公司进行估值比较。2023-2025 年可比公司平均值分别为 28.35/19.83/18.08。我们预测公司 2023-2025 归母净利润分别为 1.50/1.91/2.29 亿元，对应股价 PE 分别为 25.66/20.10/16.73，处于行业中游水平。但公司作为长三角一站式旅游龙头，产品复合、后续新增项目多、景区客群消费水平有望提升，且国资控股给公司带来良好的发展前景，有望持续向外拓展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8 公司可比公司对比

公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603136.SH 天目湖	20.60	38.38	1.50	1.91	2.29	25.66	20.10	16.73
000888.SZ 峨眉山 A	10.40	54.80	3.23	3.90	4.26	16.94	14.05	12.88
300144.SZ 宋城演艺	10.81	283.23	5.89	12.88	15.81	48.06	21.98	17.92
603099.SH 长白山	22.60	60.27	1.92	2.30	2.78	31.34	26.25	21.68
002159.SZ 三特索道	16.43	29.13	1.24	1.60	1.80	23.44	18.21	16.16
600054.SH 黄山旅游	12.35	75.57	4.10	4.83	5.44	21.99	18.66	16.57

资料来源：携宁、东海证券研究所

注：收盘日 2024 年 4 月 2 日

## 5.风险提示

- 1、旅游项目开发不及预期。**公司后续动物王国、南山小寨二期等旅游项目开发进度存在不及预期的风险。
- 2、市场竞争激烈。**公司所处长三角地带旅游资源丰富，经济较为发达，整体交通较为便利，周边城市同样具备相似的区域性景区，市场竞争激烈。
- 3、宏观经济影响消费。**居民旅游消费能力与自身可支配收入存在一定正相关，收入又与宏观经济相关联，宏观经济下行可能影响居民消费意愿。

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	369	620	721	820	货币资金	367	540	698	926
%同比增速	-12%	68%	16%	14%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	235	266	290	317	应收账款及应收票据	8	14	16	18
毛利	134	354	431	502	存货	5	6	6	6
%营业收入	36%	57%	60%	61%	预付账款	6	8	8	9
税金及附加	1	4	4	5	其他流动资产	4	3	3	3
%营业收入	0%	1%	1%	1%	流动资产合计	391	571	731	962
销售费用	41	71	81	92	长期股权投资	10	10	10	10
%营业收入	11%	12%	11%	11%	投资性房地产	27	27	27	27
管理费用	78	87	101	115	固定资产合计	915	962	996	1,016
%营业收入	21%	14%	14%	14%	无形资产	105	101	97	93
研发费用	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	22	21	21	21
财务费用	-1	-5	-8	-12	其他非流动资产	105	112	115	115
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%	<b>资产总计</b>	<b>1,575</b>	<b>1,805</b>	<b>1,996</b>	<b>2,245</b>
资产减值损失	0	0	0	0	短期借款	80	70	56	45
信用减值损失	0	0	0	0	应付票据及应付账款	44	76	78	82
其他收益	11	19	20	24	预收账款	0	0	0	0
投资收益	1	3	3	4	应付职工薪酬	19	21	23	25
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	7	22	23	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他流动负债	42	80	83	92
资产处置收益	0	2	2	2	流动负债合计	192	270	262	271
<b>营业利润</b>	<b>28</b>	<b>221</b>	<b>279</b>	<b>333</b>	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	7%	36%	39%	41%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	递延所得税负债	17	15	15	15
<b>利润总额</b>	<b>26</b>	<b>221</b>	<b>279</b>	<b>333</b>	其他非流动负债	81	70	60	50
%营业收入	7%	36%	39%	41%	<b>负债合计</b>	<b>290</b>	<b>355</b>	<b>337</b>	<b>336</b>
所得税费用	5	55	70	83	归属于母公司的所有者权益	1,188	1,337	1,527	1,757
净利润	21	166	209	250	少数股东权益	97	113	131	152
%营业收入	6%	27%	29%	30%	<b>股东权益</b>	<b>1,285</b>	<b>1,450</b>	<b>1,659</b>	<b>1,909</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>20</b>	<b>150</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>1,575</b>	<b>1,805</b>	<b>1,996</b>	<b>2,245</b>
%同比增速	-61%	636%	28%	20%	<b>现金流量表</b>				
少数股东损益	1	16	18	21	单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	0.11	0.80	1.02	1.23	经营活动现金流净额	114	373	352	412
<b>基本指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	投资	-10	0	0	0
EPS	0.11	0.80	1.02	1.23	资本性支出	-133	-178	-171	-166
BVPS	6.38	7.17	8.20	9.43	其他	1	1	3	4
PE	246.82	25.66	20.10	16.73	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-142</b>	<b>-177</b>	<b>-167</b>	<b>-162</b>
PEG	—	0.04	0.73	0.83	债权融资	0	-18	-24	-20
PB	4.26	2.87	2.51	2.18	股权融资	0	0	0	0
EV/EBITDA	35.42	9.89	7.91	6.37	支付股利及利息	-6	-3	-2	-2
ROE	2%	11%	12%	13%	其他	-2	-2	0	0
ROIC	1%	10%	11%	12%	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-8</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-22</b>
					<b>现金净流量</b>	<b>-36</b>	<b>174</b>	<b>158</b>	<b>227</b>

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年4月2日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在 -20%—20% 之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在 -10%—10% 之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15% 之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在 -5%—5% 之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15% 之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089