

天目湖 (603136) \ 休闲服务

——民营稀缺休闲旅游目的地，受益旅游消费新趋势

投资建议:

推荐
 首次覆盖

当前价格:

22.69元

投资要点:

➤ 民营旅游潜力股，基本面持续向好。

公司为深耕复合化旅游产业的民营上市公司，旗下景区、酒店、餐饮、景区二次消费、娱乐项目形成一体化休闲旅游目的地，目标度假休闲游客群。公司2019年成本端优化显著，净利率提升，对比同行业，公司各项财务指标位居前列。公司管理层稳定，股权绑定下利益高度一致。

➤ 旅游消费结构有望发生中长期调整，利好休闲度假游和周边游。

疫情对旅游消费结构有望产生中长期影响，海外游客流转化为周边游内需增量以及长线游向周边游结构调整，观光游向休闲度假游加速转型。公司近年主打的休闲度假游和周边游，受益于地区经济优势，迎来发展良机，近期望承接出境游和长线游的客流转化。

➤ 自身产品升级+新媒体营销渠道发力+外延复制能力，推动公司中长期发展。

公司短期有望受益于疫情缓解后的客流复苏，中长期受益于政策利好、自身产品升级以及新媒体销售渠道发力，且2020年下半年有三大新项目开业，预计带来营收增量。长远看，天目湖有美国大烟山国家公园此类优秀发展模式可供参考，未来有望将当前作为旅游资源储备的大溪水库建成大溪休闲度假区，完成“三区一点”产品布局。且天目湖可复制性强，外延扩展能力强，未来有望在休闲度假景区细分市场中获得较大扩展空间，打造连锁休闲度假景区，成为细分行业龙头。

➤ 盈利预期与估值。

预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.56亿/1.29亿/1.60亿元，对应P/E分别为47.6X/20.5X/16.5X，考虑到公司年内新项目开业以及受益于旅游消费趋势转变，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

1) 客流回暖不及预期的风险；2) 新项目盈利不及预期的风险；3) 气候异常、自然灾害的风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	116/29
流通A股市值 (百万元)	658
每股净资产 (元)	7.56
资产负债率 (%)	30.74
一年内最高/最低 (元)	27.99/18.72

一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号: S0590515090003

电话: 0510-85607875

邮箱: xuyi@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	489.43	503.17	419.41	600.17	640.15
增长率 (%)	6.24%	2.81%	-16.65%	43.10%	6.66%
EBITDA (百万元)	229.99	252.91	67.03	146.68	178.77
净利润 (百万元)	99.48	122.51	55.57	128.78	160.17
增长率 (%)	19.55%	23.15%	-54.64%	131.74%	24.37%
EPS (元/股)	0.86	1.06	0.48	1.11	1.38
市盈率 (P/E)	26.57	21.58	47.57	20.53	16.51
市净率 (P/B)	3.20	2.93	2.77	2.48	2.18
EV/EBITDA	7.82	10.25	38.42	16.30	12.87

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1. 天目湖：民营旅游潜力股，基本面持续向好	4
1.1. 公司产品复合化，市场多元化	4
1.2. 自身业绩稳中有升，成本端优化显著	8
1.3. 同行业对比中公司各项指标优异	10
1.4. 股权集中，运营稳健，民营体制应对疫情灵活有效	12
2. 旅游消费结构有望发生中长期调整，利好休闲度假游和周边游	12
2.1. 后疫情时代，旅游行业面临结构调整与优化	13
2.2. 公司周边地区性经济优势带来客单价提升	14
2.3. 承接客流转化，2020年后三季度业绩有望快速复苏	16
3. 新媒体营销渠道发力+自身产品升级+外延复制能力，推动公司中长期发展	17
3.1. 短期多重政策助客流回升	17
3.2. 新媒体渠道发力，线上直播带货效果显著	18
3.3. 2020年下半年新项目有望集中开业	19
3.4. 发展模版清晰，行业细分市场龙头潜力	20
3.5. 长远发展契合政策，外延扩展潜力巨大	22
4. 盈利预测和估值	23
5. 风险提示	24

图表目录

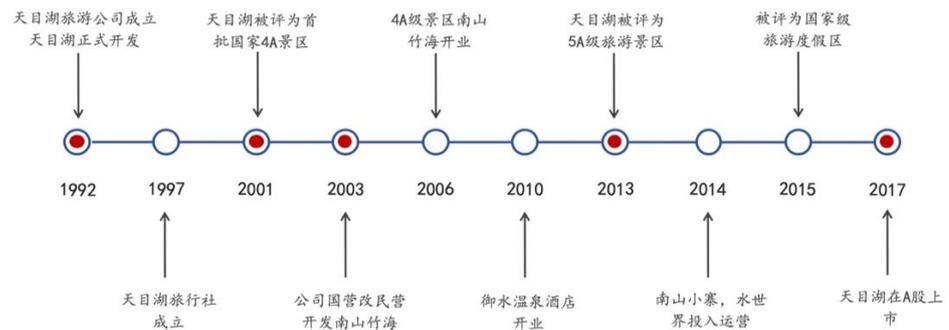
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 天目湖主要业务	4
图表 3: 天目湖线上提供的多为“酒店+景区+X”产品组合	5
图表 4: 天目湖多项业务毛利率均在 60%以上	6
图表 5: 公司旅游产业覆盖广泛	7
图表 6: 天目湖举办多种节日吸引客流	7
图表 7: 南山竹海景区融合传统文化与休闲娱乐	7
图表 8: 天目湖大 IP 下包含多种特色产品	8
图表 9: 公司景区独立相互协同	8
图表 10: 天目湖营业收入	9
图表 11: 天目湖归母净利润	9
图表 12: 天目湖各项业务营收稳定增长	9
图表 13: 主要存量业务营收增速	9
图表 14: 2019 年营业成本显著降低	9
图表 15: 2019 年各项业务毛利率回升	9
图表 16: 管理费用下降伴随净利润提升	10
图表 17: 公司现金流健康，债务保障率高	10
图表 18: 天目湖营收始终保持增长	11
图表 19: 近年公司净利润稳定增长	11
图表 20: 毛利率稳定在 60%以上	11
图表 21: 同业对比净利率据前	11
图表 22: 期间费用占比稳步降低	11
图表 23: ROE 为业内高位	11
图表 24: 天目湖股权结构	12
图表 25: 中国游客热门出境旅游目的地基本无法入境	13
图表 26: 境外游客流增长稳定	13

图表 27: 国内游客增速放缓	13
图表 28: 华东消费者更青睐周边游和出境游	14
图表 29: 江苏第三产业在 2016 年占比达到 50%	15
图表 30: 江苏第三产业结构分布	15
图表 31: 区域发展优势带动旅游消费升级	15
图表 32: 五一期间百度旅游指数恢复到平均水平以上	16
图表 33: 清明游客旅游消费热情排名	16
图表 34: 第四季度营收占比较高但净利润较低	16
图表 35: 多项政策促进旅游复苏	18
图表 36: 马蜂窝和携程评论中天目湖、千岛湖、鼋头渚评论热词云	18
图表 37: 天目湖南山竹海抖音话题度直追网红景区	19
图表 38: 公司开辟线上直播带货新渠道	19
图表 39: 2020 年下半年有三个新项目开业	20
图表 40: 大烟山公园主打周边休闲游, 获全美客流第一	21
图表 41: 大烟山与天目湖相似度高, 为优秀发展模版	21
图表 42: 过去 10 年旅游行业相关政策	22
图表 43: 天目湖“三区一点”布局	23
图表 44: 公司外延拓展有望打造连锁旅游品牌	23
图表 45: 按最新年报, 当前股价处于估值低位	23
图表 46: 天目湖主要业务营收预测	24
图表 47: 财务预测摘要	26

1. 天目湖：民营旅游潜力股，基本面持续向好

公司是深耕复合化旅游产业的上市公司，成立于1992年，2017年登陆A股市场。公司主营业务涉及景区、酒店、餐饮、景区内二次消费（游船、索道、展馆等）、主题公园、旅行社、疗养院等旅游关联产业，是一家致力于打造一站式休闲度假游目的地的民营旅游标的。

图表 1：公司发展历程



来源：天目湖招股说明书，国联证券研究所

1.1. 公司产品复合化，市场多元化

➤ 1.1.1 产品开发复合化

天目湖对旅游产品的开发注重游客需求，不断打造具有竞争力和吸引力的产品。作为处长三角经济发达地带的知名旅游度假景区，公司在产品的开发中高度契合周边消费者核心需求。

近年，国家GDP稳步提升，旅游行业受益于经济发展，出现需求端消费升级推动供给侧改革的情况。消费者的旅游方式，从早期消费支出单一的观光游逐渐转向更加复合化的休闲度假游，景区主要收入来源也从门票收入转向景区二次消费、酒店、娱乐、周边产品等收入，这种消费需求的升级将旅游行业带入高速发展的成长期。

天目湖近年开发的多项业务主要针对消费端变化做出提前布局，如御水温泉、水世界主题公园以及将要开业的御水温泉酒店二期和帐篷酒店，都是针对游客逐步提升的消费能力进行开发。

图表 2：天目湖主要业务

业务	景区内项目	收入组成和占比	图示
山水园景区	游船、慈孝文化园、状元文化区、奇石馆、精灵国、彩蝶谷、中国茶岛	门票：57.2% 二次消费：38.46% 商品销售：4.34%	
南山竹海景区	观光小火车、索道、地轨、熊猫馆、竹文化博物馆	门票：24.17% 二次消费：66.63% 商品销售：9.2%	
酒店业务	御水温泉酒店、南山小寨、御水温泉客栈、珍味堂、乡菜馆	客房：67.23% 餐饮：29.68% 会务：2.08% 其他：1.01%	
温泉业务	鱼疗、矿砂、足疗、SPA	门票：72.6% 二次消费：19.62% 商品销售：7.78%	
水世界主题公园	超级台风、玛雅漂流、巨蟒、家庭大滑板、巨碗滑道、竞速滑道、自由落体	门票：60.14% 商品销售：19.34% 二次消费：20.52%	

来源：公司招股书，携程，天目湖官网，国联证券研究所

公司通过销售旅游产品组合，提升客单价。在产品销售上，从携程平台上公司推出的复合化旅游产品组合中看出，其提供的产品组合将景区门票、酒店住宿、休闲娱乐、景区二次消费等产品进行组合，力求游客体验更多项目，从而提高客单价，同时也符合公司提出的“让游客得享食、住、行、游、购、娱为一体的一站式旅游体验”的宗旨。

图表 3：天目湖线上提供的多为“酒店+景区+X”产品组合

产品特点	产品组合	包含服务项目	游玩时长	价格
温泉观景	住宿+景区+景区+娱乐	御水温泉酒店+天目湖山水园门票+南山竹海门票+御水温泉	4天3晚	2090起
亲子度假	住宿+景区+餐饮+二次消费	御水温泉+竹海/温泉/山水园三选一+早餐+亲子活动	3天2晚	1334起
避霾踏青	住宿+景区+餐饮	南山竹海客栈+竹海/温泉/山水园三选一+早餐	3天2晚	1140起
主题公园	住宿+娱乐	御水温泉酒店+水世界主题公园	2天1晚	535起
温泉养生	娱乐+二次消费	御水温泉+鱼疗+砂疗	1天	238起
竹海温泉	景区+娱乐	南山竹海门票+御水温泉	1天	288起

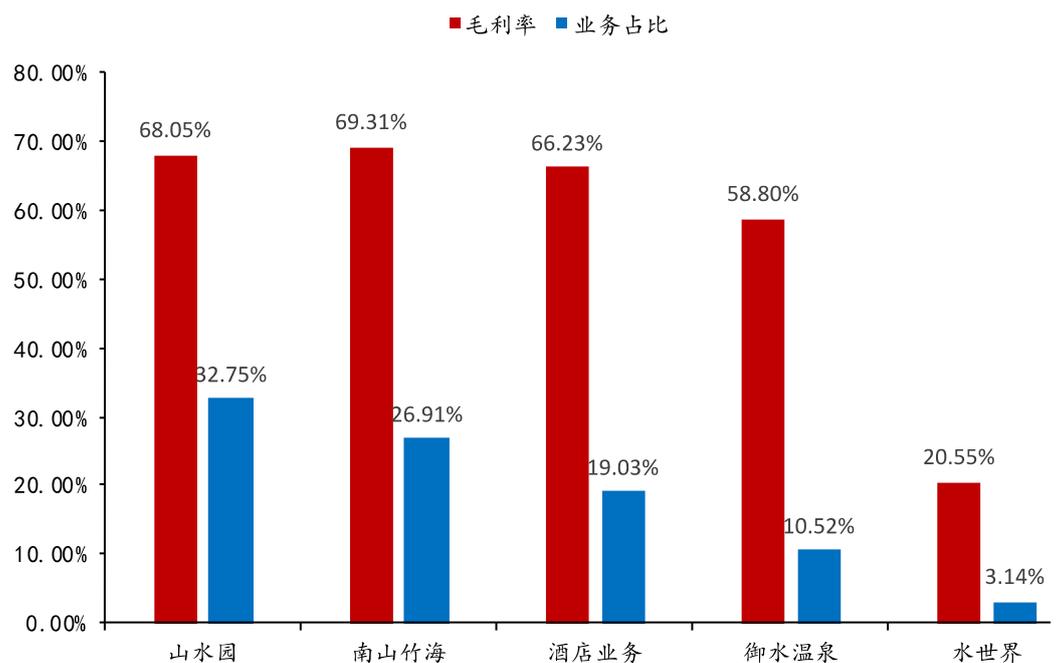
来源：携程，国联证券研究所

当前旅游细分市场中，观光游市场增速下滑，已进入成熟期，供应端市场形态固化，酒店、景点、旅行社的利润分配较为固定，获利空间提升困难。而能为公司带来更多利润增长空间的休闲度假游则正处高速成长期。

休闲度假游模式下，相较于传统观光游，游客的时间、行程、游玩项目的选择更加自由，公司通过提供更有竞争力、吸引力的产品，刺激游客在旅游过程中产生更多二次消费，提升客单价。

公司作为民营景区虽然门票定价上基本不受限制，但仍需考虑市场定价因素，因此利润没有太多提升空间。而酒店，娱乐休闲服务和景区内二次消费项目相比门票则受限更小，溢价能力更强，能根据不同游客的消费能力提供多层次的产品和服务来获得更多收入。比如酒店和温泉服务，其毛利率分别达到 66.23% 和 58.80%，其中酒店业务基本覆盖 300-3000 元/晚的游客住宿需求，而温泉服务也提供多种不同价格的套餐供消费者选择。

图表 4：天目湖多项业务毛利率均在 60% 以上

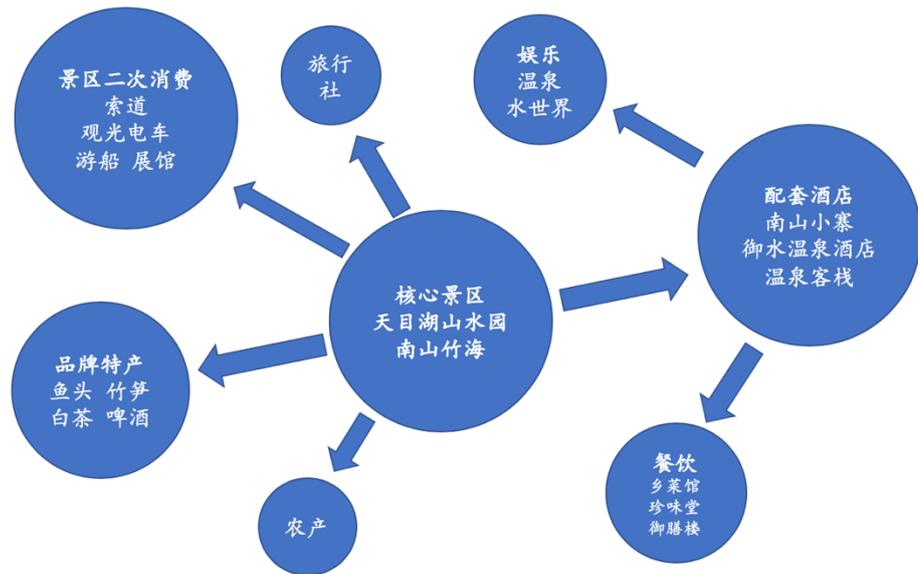


来源：Wind，国联证券研究所

➤ 1.1.2 市场发展多元化

公司在发展上运用多元化思路，充分挖掘地区旅游资源，覆盖更多旅游项目。作为依托水库观光旅游资源起家的公司，天目湖经过多年开发与整合周边资源，逐步形成围绕水域、地质、温泉、林地、景观、主题公园、特色商品以及当地传统文化为基础核心，构建成一条相对完整的产业链，不断向着“一站式旅游目的地”的发展目标靠拢。

图表 5：公司旅游产业覆盖广泛



来源：天目湖年报，天目湖官网，招股说明书，国联证券研究所

发展思路，公司主要契合四点：

公司每年举办多种节日，提高景区知名度。作为溧阳市主要支柱产业之一，天目湖在旅游开发上得到政府大力支持，在当地政府的推动下，公司与各方合作举办天目湖旅游节、溧阳茶叶节、春节游园会、南山竹海长寿节等各类活动来吸引客流，提升品牌在全国的知名度。溧阳作为常州下属县级市，在全国范围知名度较低，主要客流为江苏、安徽、上海等周边游客。因此，通过举办文化旅游节来大范围宣传，吸引更多潜在游客是快速提升客流的有效措施。

图表 6：天目湖举办多种节日吸引客流

图表 7：南山竹海景区融合传统文化与休闲娱乐



来源：天目湖官网，百度图片，国联证券研究所



来源：天目湖官网，百度图片，国联证券研究所

将当地传统文化与旅游项目相结合。溧阳当地素有茶文化、慈孝文化、农耕文化、竹文化、寿文化等传统文化。天目湖将旅游产品与当地传统文化相融合，赋予景区更多独特内涵，使旅游产品脱离同质化，形成特色旅游文化。以南山竹海为例，江浙地带竹林资源丰富，有多处著名竹海。而南山竹海景区将南山与“寿比南山”以及寿文化和竹文化相结合，辅以温泉养生项目作为景区的娱乐配套，融合为吸引游客休闲、度假、疗养的养生文化旅游项目。

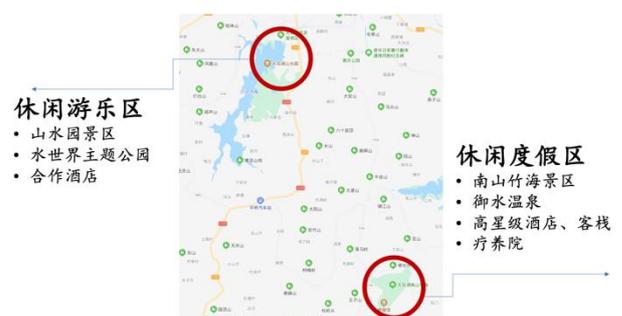
借助当地特色产品资源，全方位打造天目湖品牌形象。旅游产业有很强关联性和依托性，因此公司协同溧阳啤酒，白茶，鱼头等产业打造大品牌效应，通过一个品牌带动多个行业联动发展。自身也通过旗下的乡菜馆等餐饮平台打造美食 IP，如网红红鱼头为代表的天目湖湖鲜。

图表 8：天目湖大 IP 下包含多种特色产品



来源：天目湖官网，百度图片，国联证券研究所

图表 9：公司景区独立相互协同



来源：百度地图，国联证券研究所

对功能性区域进行合理划分。公司旅游设施开发主要集中于天目湖山水园景区和南山竹海景区两个区域。其中，南山竹海景区周边配套五星级豪华度假酒店、度假客栈、温泉和疗养院等设施来满足休闲度假游需求。而山水园景区在近年针对旅游需求的升级，也在向休闲游定位转型，公司在 2014 年建造水世界主题公园，并且在 2020 年下半年有帐篷酒店开业，用以满足休闲游乐客群。公司对不同客户进行功能性区域划分，辅以对应旅游配套设施，避免旅游项目同质化造成的资源浪费和需求重叠，做到产品差异化开发，覆盖更多游客需求。

1.2. 自身业绩稳中有升，成本端优化显著

2015-2019 年天目湖营收复合增速 4.44%。2019 年公司实现营收 5.03 亿元，同比增速 2.81%，归母净利润 1.24 亿元，同比增速 19.86%。

图表 10: 天目湖营业收入



来源: Wind, 国联证券研究所

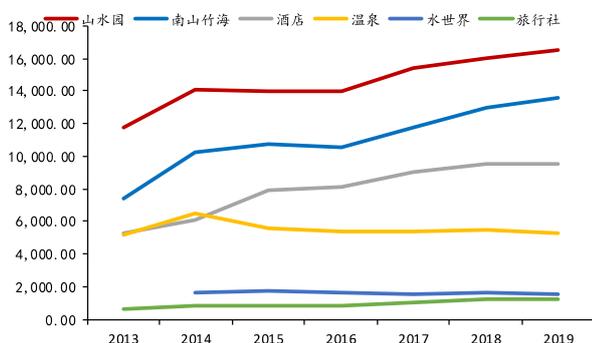
图表 11: 天目湖归母净利润



来源: Wind, 国联证券研究所

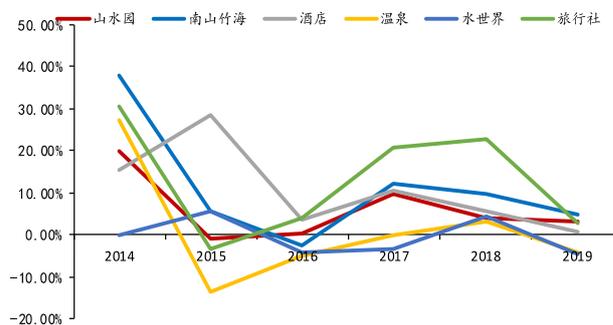
具体到各项业务，公司三大核心业务，山水园、南山竹海和酒店 2019 年营收占比为 32.75%、26.91%、19.03%，近 4 年均保持稳定增长的态势，主营中仅温泉业务营收自 2014 年后小幅下滑。从营收增速来看，天目湖存量业务已进入平稳运营阶段。

图表 12: 天目湖各项业务营收稳定增长



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 主要存量业务营收增速

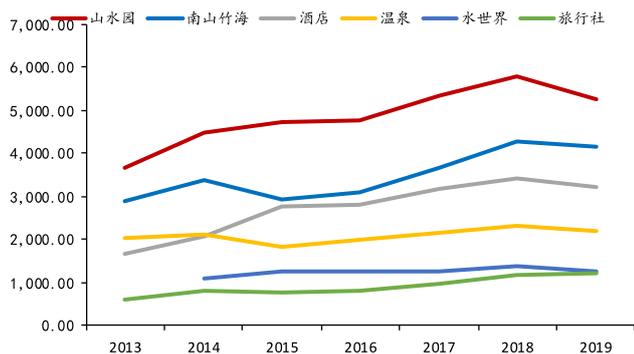


来源: Wind, 国联证券研究所

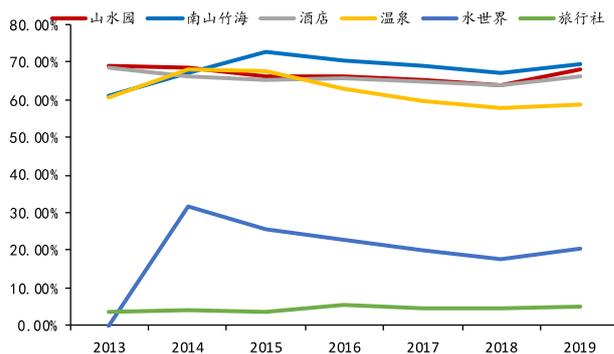
从成本端看，2019 年公司营业成本显著下降。公司营业成本在 2019 年有较大幅度的降低，降幅居前的是山水园、水世界主题公园和温泉业务，同比降幅为 -9.23%、-8.00%、-6.72%，主要为能源、维修、物料成本的优化。反应到毛利率上，2019 年公司各项业务毛利率均有上升，排前三的为南山竹海 69.31%、山水园 68.05%、酒店 66.23%，同比增 6.83%、3.30%、3.79%。

图表 14: 2019 年营业成本显著降低

图表 15: 2019 年各项业务毛利率回升



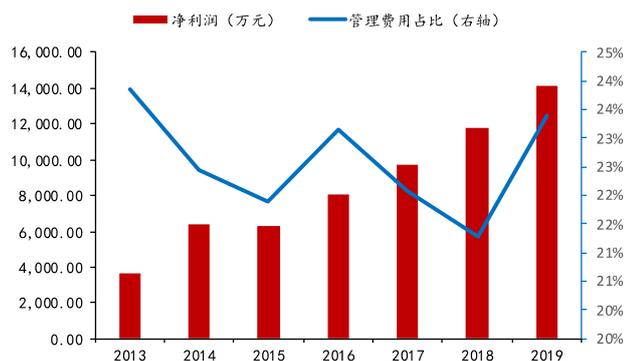
来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

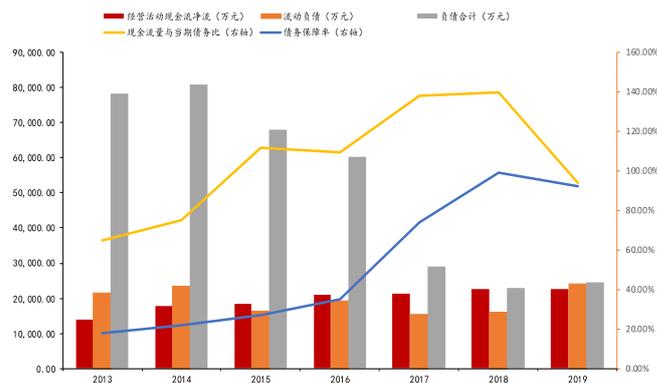
公司在上市后管理成本逐年走低。2016 到 2018 年，管理成本下降 8.6%，占比下降 2.6%，同期公司净利润增 47%。民营企业精简扁平的管理团队，较强的管理运营能力以及成本控制能力在净利润增长上得到有效兑现。

图表 16: 管理费用下降伴随净利润提升



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 公司现金流健康, 债务保障率高



来源: Wind, 国联证券研究所

公司近年风控得当，经营现金流健康，债务保障率较高。2019 年，公司经营活 动现金净流 2.25 亿，流动负债 2.39 亿，总负债 2.45 亿。整体来看，近年公司经营 活动现金流稳定，2016 年后保持在 2 亿元以上，而负债额在 2018 年以后也控制在 2 亿元左右。2019 年公司经营现金流与当期债务比为 0.94，债务保障率为 0.92，公司 每年的经营现金流能较好的对其债务偿付起到保障作用。

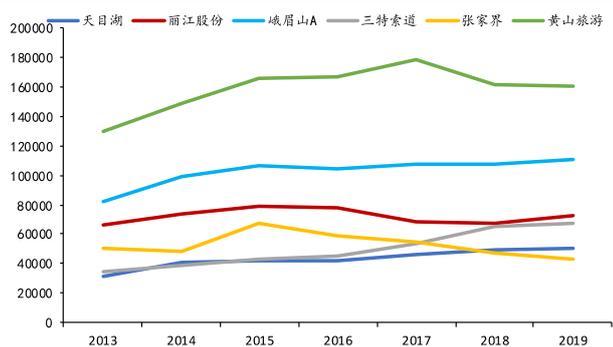
1.3. 同行业对比中公司各项指标优异

公司 2019 年营收规模 5.03 亿，在景区型旅游行业中体量较小，但近 4 年中天 目湖营收始终保持增长趋势。

过去 4 年，公司营收复合增速 4.44%，对比黄山旅游-0.88%，峨眉山 0.98%，丽 江股份-2.08%以及张家界-10.90%来看，天目湖营收状况相对稳健，增速稳定。

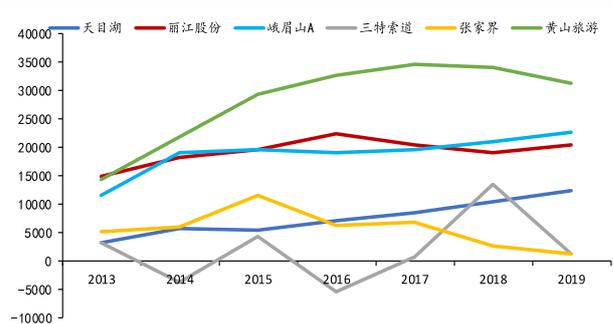
公司 2019 年净利润 1.24 亿元，同比增速为 19.86%。在同行业中，由于近年旅 游景区行业处在转型阶段，多数公司净利润有所波动，但天目湖在 2015 年后净利润 始终保持稳定增长，在景区型旅游板块中盈利能力较强。

图表 18: 天目湖营收始终保持增长



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 近年公司净利润稳定增长

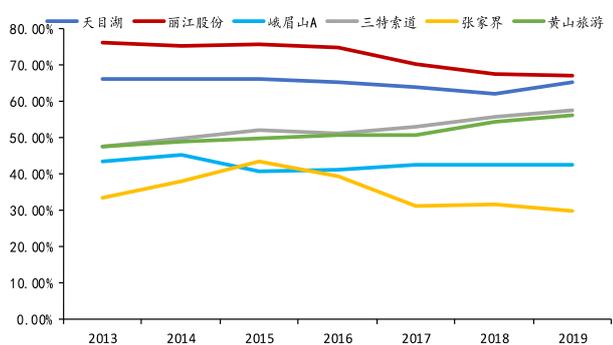


来源: Wind, 国联证券研究所

公司毛利率、净利率处于行业较高水平。公司毛利率从 2013 年的 65.88% 略降至 2018 年的 62.10%，但 2019 年因营业成本优化，毛利率回升至 65.32%，在五家公司对比中列第二，且在行业中也处于较高水平。

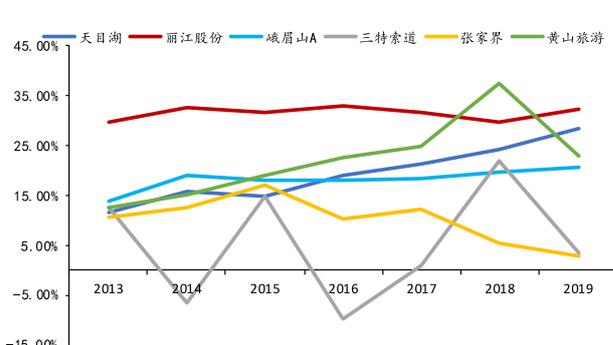
2019 年公司净利率为 28.15%，对比同业五家公司排到第二位。由于公司近年对期间费用进行优化，净利率持续增长，从 2013 年的 11.49% 稳步提升至 2019 年的 28.15%，高于景区型旅游行业平均水平。

图表 20: 毛利率稳定在 60% 以上



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 同业对比净利率居前

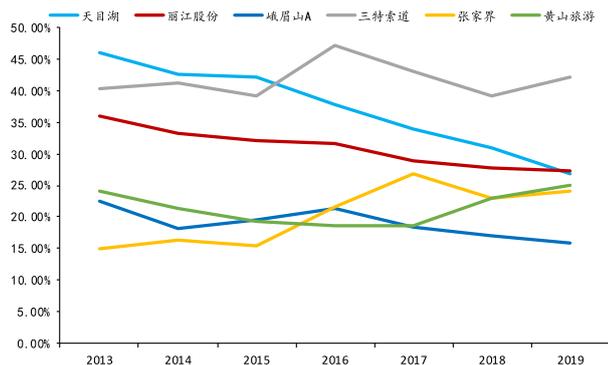


来源: Wind, 国联证券研究所

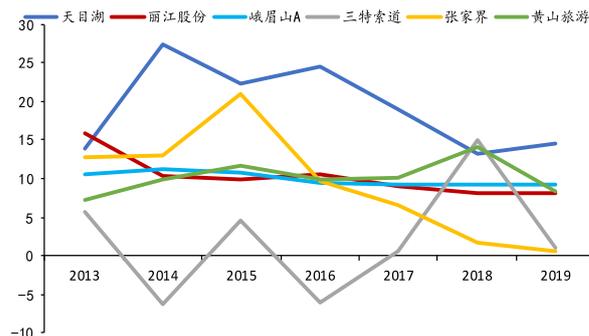
公司期间费用占营收比例逐年下降。2019 年公司期间费用为 1.35 亿元，占营收的 26.77%，对比五家公司处平均水平。自 2013 年后，公司在期间费用优化上较为显著，尤其是财务费用和管理费用降幅较大，而销售费用则伴随营收增长有小幅上升，过去 6 年期间费用降低 7.86%，占比降幅达 58.23%。

图表 22: 期间费用占比稳步降低

图表 23: ROE 为业内高位



来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

伴随公司净利率持续走高，ROE 始终保持较高水准。2019 年公司 ROE 为 14.46%，对比五家公司排前列，且近年在行业中也始终处于较高水平，体现公司具有较强护城河。

综合来看，天目湖复合化的产品战略，配合管理层稳健经营，使其净利润逐年提升，各项财务指标都保持优异水平，在 A 股景区型旅游标的中具有较强的市场竞争力。

1.4. 股权集中，运营稳健，民营体制应对疫情灵活有效

公司为 A 股景区型旅游上市企业中少有的民营体制公司，董事长孟广才持股比例 51.4%，为公司实际控制人和控股股东，公司 6 名原始股东总计持股占比 75%，其中 5 人仍担任公司董监高相关职务。自公司 2003 年改制后，管理层始终保持高度稳定，核心管理人员基本没有变动，均为 2003 年国营改民营时的原始股东。

图表 24: 天目湖股权结构



来源: Wind, 国联证券研究所

公司在 2018 年时聘李淑香担任公司副总裁，并在 2020 年 1 月接替孟广才担任公司总裁。公告显示，李淑香女士 2002 年加入天目湖公司，担任过多项要职，为公司长期培养的重要管理人员，对公司未来发展思路具有较强延续性。

2. 旅游消费结构有望发生中长期调整，利好休闲度假游和周边

游

2.1. 后疫情时代，旅游行业面临结构调整与优化

2019年国内人均GDP突破1万美元，我国开始从生产型社会向消费型社会迈进。在转型的过程中，消费者对旅游需求的提升使原有的围绕景区开展的被动旅游消费方式被品质更高，体验更好的休闲、度假、定制、疗养等旅游模式所取代。

当前疫情过后，居民消费处恢复期，旅游行业走势预计将发生两极分化的态势。观光游市场受多重因素影响将进一步下滑，而自驾、自主、定制、休闲度假游等中高端旅游项目则有望得到一波新的增长。

当前海外疫情持续，出境游长期停摆，部分境外游客流将转化为周边游内需。由于众多中国游客喜爱的海外游热门目的地受疫情影响，暂停发放签证，封闭国境，关闭外国游客进入通道。在这些因素的影响下，出境游在短期内已经陷入运营停滞的状况。

而随着国内疫情得到有效控制，全国大部分地区解除限制，民众因长期居家隔离导致的出游欲望将逐渐释放。在刚过去的清明节和五一节中，天目湖主要业务客流稳步回升，显示出消费者出游需求受疫情影响较小。

图表 25：中国游客热门出境游目的地基本无法入境

热门出境游国家	签证状况	入境政策
泰国	到9月30日前取消落地签	入境隔离观察14天，禁飞延长至5月31日
日本	暂停	禁止入境
印度尼西亚	暂停免签、落地签	入境隔离14天，6月1日前停飞商业航班
马尔代夫	暂停	禁止入境
越南	暂停	禁止入境，暂停国际航班
俄罗斯	暂停	禁止入境，停飞所有国际航班
新加坡	持签证者入境需政府批准	短期访客禁止入境
法国	暂停	与非欧盟国家边境关闭
柬埔寨	暂停免签、落地签	入境需开具健康证明

来源：国家移民管理局，国联证券研究所

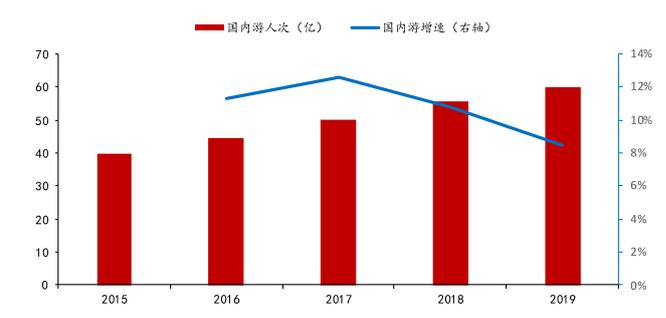
过去十年，全国旅游出行人次伴随着GDP的稳步增长而逐年走高，但增速在近几年逐渐放缓。而出境游人次在近10年有高速增长，从2010年的0.57亿人次增长到2019年的1.69亿人次。当下，有境外游需求的一部分人群因出境游受阻转化为境内游客流，预计这部分消费者将成为境内游客流的新增量。根据2019年数据，境外游消费者消费能力相对境内游消费者要高出14%，因此这部分拥有更高消费能力的游客能为境内游市场带来更多的收益。

图表 26：境外游客流增长稳定

图表 27：国内游客增速放缓



来源: Wind, 国联证券研究所

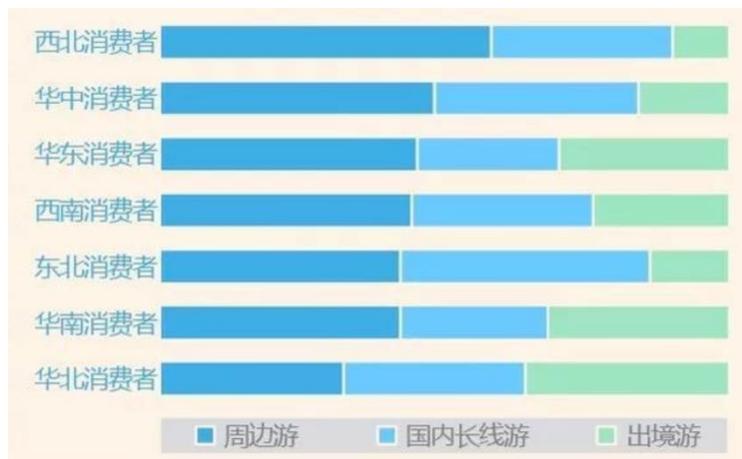


来源: Wind, 国联证券研究所

另外, 中高端游客更倾向于选择周边游, 度假游等自由度更高, 娱乐项目占比更多的旅游方式, 而天目湖的旅游项目和产品组合很好地覆盖了这两种消费需求。因此, 预计公司未来将受益于境外游转化的中高端消费者客流。

华东地区消费者更偏爱周边游和出境游。根据途牛旅游划分出的全国七大区域旅游消费者的喜好分析, 公司主要客流来源地的华东区域消费者更偏爱周边游和出境游, 占比达 45%和 30%, 而国内长线游占比全国最低, 仅为 25%。因此稳定的周边游消费者基础加上出境游和长线游客流的转化, 带来的综合客流能使天目湖在短期内获较强客流提升。

图表 28: 华东消费者更青睐周边游和出境游



来源: 途牛旅游, 国联证券研究所

2.2. 公司周边地区性经济优势带来客单价提升

江浙地区经济发达, 在多维为休闲度假游的快速推广打下良好基础。

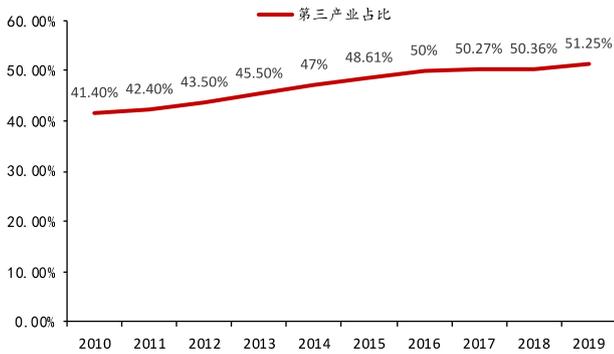
2.2.1 产业结构优化驱动旅游结构改变

第三产业高占比带来更多休闲度假游客流。作为全国经济最发达地区之一的长三角地带, 经济产业已经从劳动密集型产业向技术、资本和知识密集型产业占比更高的第三产业过度, 2016 年时第三产业占比突破 50%, 随之带来的地区人均收入也在逐年提高。

当前疫情影响下, 对外出口有所下滑, 劳动密集型的出口制造业产业受到影响,

相关从业人员收入有所波动,而这部分消费者通常在旅游产品的选择上更偏向于中低端的观光游项目。因此,主要依赖于景区门票收入的旅游产业近期客流和收入将受到影响。而技术、资本、知识密集型产业的从业者相对收入较高,收入水平受疫情影响较少,并且在旅游项目的选择上受消费观念的影响,倾向于更加灵活自由的休闲游、度假游。

图表 29: 江苏第三产业在 2016 年占比达到 50%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 江苏第三产业结构分布

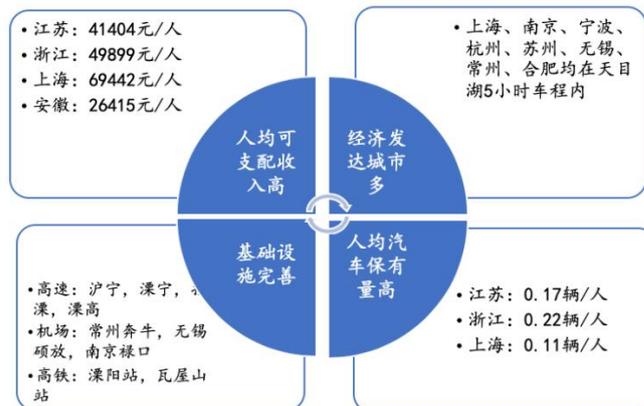


来源: 公开新闻资料, 国联证券研究所

2.2.2 地区发展优势带动旅游消费改变

地区发展优势铺就休闲度假游基础。公司位于苏浙皖交界处,周边基础设施完善,高速公路、高铁、机场等交通基础设施建设完备。周边 5 小时车程范围内,涵盖了众多经济发达城市,如沪、宁、杭、甬、苏锡常等,这些城市在旅游消费能力上全国领先。

图表 31: 区域发展优势带动旅游消费升级



来源: Wind, 国家统计局, 百度地图, 国联证券研究所

2018 年江浙地区人均可支配收入均超过 4 万, 汽车人均保有量也分别达到 0.17 辆、0.22 辆/人, 高于全国人均 0.14 辆/人的水平。较好的经济基础和私家车高保有量, 使江浙人群更愿意在周末选择自驾游、周边游作为假期的娱乐活动。而这种出游

方式相对于观光游而言，旅客在景区的停留时间长，可自由支配时间更多，娱乐项目选择的自由度也更高，随之而来的一系列住、食、购、游消费给景区带来的复合收益将远超观光游。

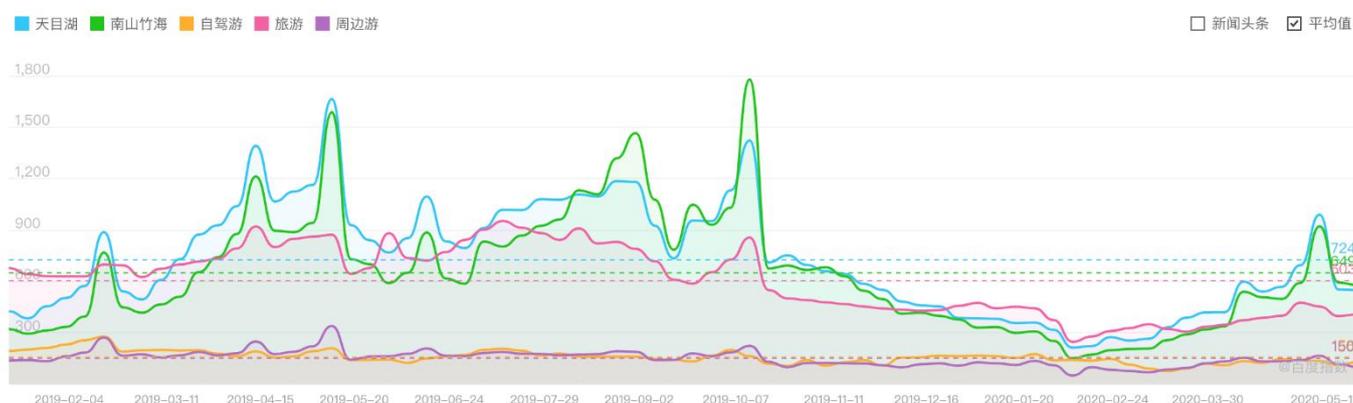
此外，周边游具有较强的用户粘性和重复性，相比于观光游游客普遍的一次性消费，周边游能培养回头客，带来的重复消费能为公司在周末和小长假带来更为稳定的客流收入，平滑季节性差异。

2.3. 承接客流转化，2020年后三季度业绩有望快速复苏

第二、三季度为旅游行业一年中最重要的盈利时段，公司客流初现回暖趋势。二、三季度期间有多个小长假，黄金周和学生暑假，客流将较快回暖。在刚过去的清明节和五一节假期中，全国多个景区的拥挤情况也展现出疫情得到有效控制后，民众的旅游消费需求仍然较高。

五一节期间，公司景区客流恢复6-7成，酒店业务恢复至9成。虽然仍无法与去年同期相比，但来自江苏、安徽的周边游客流有了显著回升。从百度指数来看，有关旅游、自驾游、天目湖、南山竹海的指数在清明节以后有显著回升，虽然同比去年同期仍处较低位置，但在五一节前已经超过平均值。

图表 32: 五一期间百度旅游指数恢复到平均水平以上



来源：百度指数，国联证券研究所

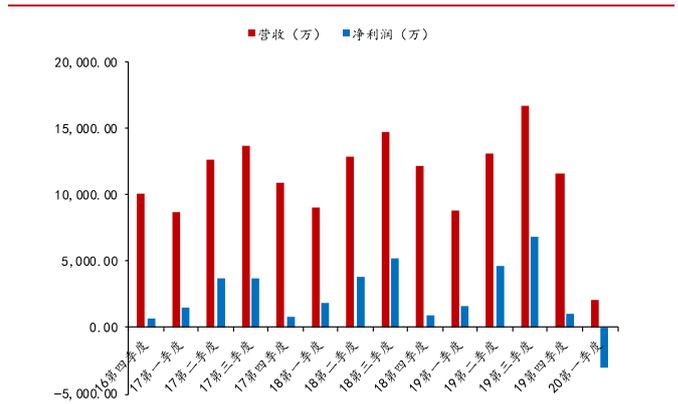
据飞猪网统计数据，2020年清明节期间，全国游客消费热情排名前10的城市中，在天目湖周边的多达7个，凸显天目湖极佳的地理位置带来的旅游消费需求。另外，在五一节前，从携程等旅游网站上的天目湖旗下酒店预订价格来看，五一期间预定房价大部分高于平日价格的两倍以上。由此证实，二季度天目湖景区客流、营收回暖趋势良好。

图表 33: 清明游客旅游消费热情排名

图表 34: 第四季度营收占比较高但净利润较低



来源：飞猪网，国联证券研究所



来源：Wind，国联证券研究所

天目湖在第四季度仍有较高营收水平，各季度营收较平滑。对于大部分旅游公司而言，第一、四季度受限于气候原因，使得户外景点普遍客流骤降，因而导致一、四季度和二、三季度收入差距较大。且由于景区维护，员工薪酬支出等刚性成本并无太大季节性差异，因此旅游淡季普遍利润较低。虽然天目湖的山水园和南山竹海在第一、四也会出现客流下降的问题，但公司在开发了御水温泉这一冬季特色度假项目后，使得第四季度也成为了一个全年重要的营收补充。

3. 新媒体营销渠道发力+自身产品升级+外延复制能力，推动公司中长期发展

3.1. 短期多重政策助客流回升

地方政府出台扶持政策助短期客流迅速回升。受此次新冠疫情影响，各地旅游行业普遍遭受打击。作为一个综合贡献占 GDP11.04%，直接就业人数 2800 万，间接就业人员达 8000 万的服务行业，各地政府出台大量政策，力求尽快推进旅游产业复苏，希望借此拉动相关娱乐、餐饮、交通以及上下游关联产业的回暖。

旅游业作为常州重要经济支柱，当地政府为此推出了八项政策来保障当地旅游业的复苏。其中与天目湖有重要关联的政策就有四条。

➤ 3.1.1 线上发放消费券，鼓励市民出游

近年，线上旅游 OTA 平台高速发展，消费者出行普遍倾向于在线上平台订购旅游服务。为此，常州当地政府与携程旅游网联手推出 3000 万元的“常州旅游消费券”。游客可以通过携程平台订购常州景区门票，餐饮住宿等旅游产品来使用消费券。

为鼓励 OTA 营销平台积极推广、销售二日游以上常州旅游线路产品，常州政府还设立了 1000 万元平台营销专项奖补资金。相较于常州比较著名的恐龙园，嬉戏谷和春秋淹城一日游项目，天目湖作为一个将“景区+酒店”的多日游组合旅游产品开发得更好的旅游目的地，在通过旅游带动当地其它行业复苏的能力上更胜一筹。因此，在这次刺激消费活动中拥有更好的优势，预计得到政策扶持上的倾斜也将更多。

➤ 3.1.2 线下设置奖金，鼓励旅行社揽客

除了线上激励措施外，常州市政府对线下传统旅行社也同样设立了1000万团队游奖补资金，鼓励旅行社开展客户招揽，组织旅行社推出“长三角十万人游常州”、“江苏人游常州”等特色精品线路来吸引更多长三角区域游客前来旅游消费。前文中提到长三角游客相对消费能力更强，因此这项举措带来的周边客流对公司而言能获得更高的客单价，在营收结构上，也能向酒店，娱乐，景区二次消费等净利率更高的业务倾斜。另外，天目湖公司有旅行社子公司，近年业务占比也在稳步提升，当前状况下能为母公司景区引流提供助力。

图表 35：多项政策促进旅游复苏



来源：常州旅游局，搜狐新闻，国联证券研究所

3.2. 新媒体渠道发力，线上直播带货效果显著

近年新媒体行业迅猛发展，游客对旅游目的地选择从传统媒体平台转为信息更为丰富、真实度更高的网络平台。携程，同程，飞猪，马蜂窝等OTA平台的评论和游记相比传统的广告更能吸引游客。而快手抖音等短视频新媒体形态在形式上因为在极短时间内传递景区最核心特色，因此在社交端对旅游景区的传播和客流吸引能力在年轻消费者群体中远超传统电视广告和纸媒的影响力，从而逐渐成为线上旅游产品销售的新渠道。

OTA平台上，公司口碑良好，景区质量得到肯定。在天目湖周边，暂时没有直接竞争对手，但存在类似的山水型景区，如无锡鼋头渚景区和浙江千岛湖景区。通过对马蜂窝和携程旅游上，天目湖、鼋头渚和千岛湖的评论热词权重分析，发现相较于千岛湖评论中出现的景色质量较平庸，鼋头渚的管理问题，公司在景区质量和管理方面有较大优势。

图表 36：马蜂窝和携程评论中天目湖、千岛湖、鼋头渚评论热词云



来源：马蜂窝，携程，国联证券研究所

南山竹海景区在短视频端有较高话题度。五一节后，根据抖音话题的播放量和相关视频数量对比显示，天目湖南山竹海与近年因短视频爆火的网红景点——重庆洪崖洞和西安大唐不夜城几乎相同，近期相关视频 7 千多万，播放量达 1.3 亿次。可以看出，在新媒体渠道中，公司旅游项目已经成为具有吸引力的网红产品。

图表 37：天目湖南山竹海抖音话题度直追网红景区



来源：抖音，国联证券研究所

图表 38：公司开辟线上直播带货新渠道



来源：天目湖公众号，天目湖新浪微博，国联证券研究所

公司在疫情期间直播带货，效果出色。在 2、3 月份全国景区关停期间，多家旅游景区开通线上直播频道吸引全国游客种草，而在疫情结束后，前来拔草的游客成为主要客流增量。天目湖在 3 月末携手溧阳本土网红和同程 KOL 达人，在移动端进行云旅游直播，通过线上渠道吸引客户，景区在清明节期间客流已初现较强回升。另外，在 4 月 15 日携程董事局主席梁建章先生亮相快手直播间为天目湖旅游带货，在直播期间旅游商品总销售高达 2201 万，基本与 2020 年一季度天目湖总营收相当，累计观看人次也达到 289 万，显示出线上直播作为天目湖新销售渠道引流能力强劲。

3.3.2020 年下半年新项目有望集中开业

2020 年下半年公司预计有三个新项目开业，分别为御水温泉酒店二期竹溪谷项目，南山竹海索道二期以及山水园帐篷营地酒店。

御水温泉酒店二期——竹溪谷项目主要面向高端休闲度假游客群。公司在 A 股上市募集到的资金主要用途之一就是用于开发竹溪谷项目。该项目原定于 2019 年至 2020 年冬季开业，主要目标群体为高端消费者，以求为公司带来更多高端客户，后由于疫情延期至暑期开业。区别于御水温泉一期，二期主打高端温泉度假别墅，酒店

客房单价相较于一期当下的 500 元到 2000 元/晚的定价范围将会有较大提升。其价格范围原定在 1480 元到 3280 元/晚，后因项目投入从原定的六千多万扩大至 2.5 亿左右，新的定价范围将对标其他热门豪华别墅型温泉度假酒店的房价，预计为 2000 元到 5000 元/晚。

据测算，二期项目开放后，如果入住率能达到与御水温泉一期项目相同入住率，约 60%，将为天目湖酒店业务每年带来显著营收增量。另外，竹溪谷项目与温泉和南山竹海景区联系紧密，预计也将为这两项业务提供新的客流增量。

图表 39：2020 年下半年有三个新项目开业



来源：天目湖年报，艺龙，携程，国联证券研究所

南山竹海索道二期项目预计将给景区二次消费带来绝对增量。南山竹海景区由于自然地形影响，使得索道成为游玩最佳选择，当前一期索道由于客流承载量仅 300 人/小时，在旅游旺季频繁出现游客排队时长超过 3 小时的情况，进而导致部分游客放弃乘坐索道。

索道二期项目是对一期项目进行承载量扩容，在一期索道旁新建一条承载量高达 1500 人/小时的新索道。据测算，当前南山竹海乘坐索道游客仅占总客流 60%-70%，根据放弃索道选择步行上山的游客评论看，步行游玩体验不佳，推荐选择索道。因此南山竹海索道二期建成后，预计将解决客流高峰时段拥堵的问题，减少索道客流损失，促进景区二次消费占比提升到 75%以上。

山水园帐篷酒店项目预计将成为小体量网红景点。该项目主要目标客群为周末和节假日的亲子游、家庭游客流，相较于传统酒店的住宿用途，存在功能性差异，属于“景点+住宿”的体验类项目，能为山水园带来小幅客流增量。

3.4. 发展模版清晰，行业细分市场龙头潜力

公司在未来发展形态上可参照美国大烟山森林公园作为模版。美国作为经济发达国家，在旅游产业的发展和旅客消费理念上，对中国的旅游行业有较强参考价值。尤其是具有较强旅游消费能力的江浙地区城镇人口，年人均可支配收入在 2018 年分

别达到 4.8 万和 5.5 万，因此在未来消费理念的转变上，可对照美国游客，而在景区发展上也可以参考当前美国热门旅游景点。

图表 40：大烟山公园主打周边休闲游，获全美客流第一



来源：Pigeon Forge 官网，马蜂窝，国联证券研究所整理

大烟山国家森林公园地处美国田纳西州，对比黄石、优胜美地、大峡谷等国家森林公园知名度相对较低，但其年客流量 1200 万人次排名全美第一，远超第二名黄石公园的 600 万人次和第三名优胜美地的 400 万人次。大烟山公园在景区旅游资源上并无独特，园内仅有的景点如克林曼峰、Cades Cove 等知名度低，无显著特点。

景区建有两个特色度假小镇：加特林堡和皮金福奇，是大烟山吸引众多客流的主要原因。两小镇包含丰富的休闲娱乐服务，如酒吧，游乐场，赌场，剧院，各色餐厅等，因此其主要服务周末和节假日的休闲度假游客群。而其客流也主要为周边车程在 5 小时范围内数量众多的大城市中，每周末以家庭为单位，以亲子游、休闲游为目的的稳定周边游人群。据实地调查，有相当数量的老年游客和家庭游客，每年来大烟山度假超过 5 次。数量众多的忠实客户为大烟山公园排名全美第一的客流量奠定基础。

图表 41：大烟山与天目湖相似度高，为优秀发展模版

共同点	天目湖	大烟山国家公园
不依赖于稀缺旅游资源	湖泊，山丘，竹林	山脉，山谷，野生动物
5小时车程内大城市众多，客流量资源丰富	地处江浙沪中心地带，周边大城市众多，如宁、沪、杭、苏锡常	周边大城市多，如路易斯维尔，亚特兰大、夏洛特、辛辛那提等
全国范围知名度低，地区内知名度高	主要客流为周边江苏、安徽、浙江、上海客流	主要客流为周边几州大城市游客
景区发展形态一致	一站式度假目的地	娱乐休闲目的地
相关配套设施丰富	主题公园、温泉、餐饮、度假别墅、酒吧	酒店、度假别墅、餐饮、酒吧、剧院、赌场、游乐场
景区门票不为主要收入	门票收入占比仅25%	景区无门票收费

来源：国联证券研究所整理

当前，伴随消费升级，华东地区周边游需求客流逐年走高，占比已达 45%，但区域内能满足游客需求的度假目的地仍相对较少，而已经初步完成一站式休闲度假目的地布局的天目湖有较强竞争优势。长远来看，天目湖的未来目标定位，应是成为与大烟山公园类似的地区性高知名度的一站式休闲度假旅游目的地。因此公司需要进一步完善其景区周边配套娱乐设施，吸引以亲子游，周边游为旅游目的的周边大城市客群，培养用户黏性，使之能在周末和小长假为景区带来稳定客流，平滑季节性收入差异，保持全年稳定盈利，从而具有较强相对竞争优势和成为细分行业龙头的潜力。

3.5. 长远发展契合政策，外延扩展潜力巨大

公司作为民营旅游企业，提早转型，布局休闲度假游，中长期受益于国家政策支持。从旅游行业长远来看，近年来国家为应对经济发展带来的群众消费升级，不断出台各项政策，推动旅游行业在供给侧进行改革。在各项政策中，不断提到旅游行业要从门票经济向产业经济转变，从旅游封闭自循环向开放的“旅游+”转变，将旅游与其他产业融合发展。另外，政策中还指出要鼓励民间资本入场；在金融端给予旅游融资便利；在需求端保证消费者带薪休假权利等。

图表 42：过去 10 年旅游行业相关政策

发布时间	政策	主要内容
2007.12	《全国年假及纪念日放假办法》、《职工带薪年休假条例》	节假日总天数增加 1 天；调整节假日，增加传统节日；允许周末上移下错。维护职工休息休假权利。
2009	《国务院关于加快发展旅游业的意见》	首次明确了旅游业“国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”的定位，并提出近几年旅游发展的主要任务。
2012.2	《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》	充分认识金融支持旅游业加快发展的重要意义，加快和改进旅游业金融服务，加强旅游景区金融基础设施建设；合理配置金融资源支持旅游企业多元化融资渠道。
2012.7	《关于鼓励和引导民间资本投资旅游业的实施意见》	坚持旅游业向民间资本全方位开放，通过民间资本推进旅游产业投资。鼓励民间资本投资旅游业，切实将民间资本作为旅游发展的重要力量。
2013	《国民旅游休闲纲要（2013-2020）》	到 2020 年，职工带薪年休假制度基本得到落实，城乡居民旅游休闲消费水平大幅增长，提出大力发展旅游业、扩大旅游消费的加大措施。
2014	《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	增强旅游发展动力，扩张旅游发展空间。在政府扶持旅游消费方面，部署四大方面重要举措。
2015	《2015 年全国旅游工作会议报告》	重点提到旅游大投资大项目问题，优化旅游项目、多措并举创新旅游投融资平台、积极推动各地旅游投建。
2015.7	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	针对增强旅游投资和消费，提出 6 个方面、26 条政策措施。
2019	《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	提出顺应文化和旅游消费提质转型升级新趋势，深化文化和旅游领域供给侧结构性改革，从供需两端发力，不断激发文化和旅游消费潜力

来源：公开资料，国联证券研究所

纵观天目湖发展过程，其发展思路高度契合中长期消费趋势，提早转型，在当前已初步完成布局，产品和服务构建较为完善。

另外，天目湖公司自身仍有储备旅游资源可供开发。当前，天目湖运营的山水园景区前身为沙河水库，而毗邻沙河水库的大溪水库已被天目湖公司租赁至 2035 年。在公司的战略规划中，未来适当阶段会将大溪水库开发成大溪休闲度假区，打造成一个高品质旅游度假区，与天目湖景区，南山竹海景区，游客中心一起组成“三区一点”一站式旅游目的地的最终布局。

图表 43: 天目湖“三区一点”布局



来源：招股说明书，国联证券研究所

图表 44: 公司外延拓展有望打造连锁旅游品牌



来源：国联证券研究所整理

公司明确提出未来将择机外延扩展，复制天目湖成功模式。公司的运营发展基于较为常见的水库资源，不受稀缺旅游资源的限制，具有较强的可复制性。未来公司管理层可根据天目湖开发经验，在全国范围内围绕经济圈都市群，推广一站式度假休闲旅游目的地，复制天目湖的成功模式，有望形成以天目湖为头牌的一系列连锁休闲旅游度假区。因此，公司未来在休闲旅游细分市场上有较大市场空间。

4. 盈利预测和估值

今年一季度受疫情影响，公司业绩有所波动，股价处估值低位。但短期疫情造成的亏损不会对公司今后成长产生影响，也不会对长期投资价值造成影响。

图表 45: 按最新年报，当前股价处于估值低位



来源: Wind, 国联证券研究所

受年初新冠疫情影响, 2020 年营收有所波动, 因此估值中对 2020 年业绩做单独调整。另外, 公司三个新项目, 御水温泉酒店二期、南山竹海索道二期, 帐篷酒店预计在 2020 年下半年开业, 将为公司各项业务带来不同程度的营收增量。

图表 46: 天目湖主要业务营收预测

营收 (亿元)	2020年	2021年	2022年
山水园	1.22	1.66	1.75
南山竹海	1.11	1.55	1.71
酒店	1.04	1.62	1.73
温泉	0.44	0.65	0.68
水世界	0.11	0.15	0.16
旅行社	0.09	0.12	0.13
其他	0.18	0.24	0.26
总计	4.20	6.00	6.40
增速	-16.65%	43.10%	6.66%

来源: 国联证券研究所

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.56 亿/1.29 亿/1.60 亿元, 同比增长 -54.64%/131.74%/24.37%, EPS 为 0.48 元、1.11 元、1.38 元, 对应当前股价的 P/E 为 47.6X/20.5X/16.5X, 考虑到公司年内新项目开业以及受益于旅旅消费趋势转变, 因此给予“推荐”评级。

5. 风险提示

- 1) 客流回暖速度不及预期的风险；
- 2) 新项目盈利能力不及预期的风险；
- 3) 气候异常，自然灾害的风险。

图表 47: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	164.02	228.05	468.29	673.31	786.96	营业收入	489.43	503.17	419.41	600.17	640.15
应收账款+票据	10.55	7.04	8.77	13.85	10.27	营业成本	185.48	174.52	179.20	215.35	219.53
预付账款	3.42	5.47	0.03	6.58	0.16	营业税金及附加	7.79	7.93	6.61	9.46	10.09
存货	6.31	5.72	7.77	8.44	8.09	营业费用	71.72	67.48	88.08	120.03	121.63
其他	51.47	29.31	29.31	29.31	29.31	管理费用	73.42	74.19	83.88	114.03	115.23
流动资产合计	235.78	275.58	514.17	731.48	834.78	财务费用	6.12	-6.96	-2.34	-6.61	-10.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.46	0.00	0.31	0.31	0.31
固定资产	671.74	617.22	743.31	736.34	729.38	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	12.16	133.04	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	118.93	115.18	115.18	115.18	115.18	其他	0.00	-0.48	-0.16	-0.16	-0.16
其他非流动资产	33.49	28.69	28.39	28.10	28.10	营业利润	144.44	185.53	63.52	147.43	183.40
非流动资产合计	836.32	894.14	886.88	879.62	872.66	营业外净收益	5.61	0.86	-0.86	-0.86	-0.86
资产总计	1,072.10	1,169.72	1,401.05	1,611.10	1,707.44	利润总额	150.05	186.39	62.66	146.58	182.54
短期借款	0.00	85.00	0.00	0.00	0.00	所得税	35.74	45.97	-1.03	-1.03	-1.03
应付账款+票据	33.23	37.70	33.54	52.08	35.20	净利润	114.31	140.42	63.70	147.61	183.58
其他	73.28	54.86	17.60	75.32	22.13	少数股东损益	14.83	17.91	8.12	18.82	23.41
流动负债合计	106.50	177.56	51.14	127.40	57.33	归属于母公司净利润	99.48	122.51	55.57	128.78	160.17
长期带息负债	65.52	0.00	300.00	300.00	300.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
其他	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	成长能力					
非流动负债合计	66.62	1.10	301.10	301.10	301.10	营业收入	6.24%	2.81%	-16.65%	43.10%	6.66%
负债合计	173.12	178.66	352.24	428.50	358.43	EBIT	7.65%	9.96%	-73.50%	118.82%	21.87%
少数股东权益	73.36	87.76	95.89	114.71	138.12	EBITDA	3.10%	12.17%	-53.71%	128.51%	22.86%
股本	80.00	116.00	116.00	116.00	116.00	归属于母公司净利润	18.15%	22.67%	-54.21%	129.99%	24.23%
资本公积	355.76	319.76	319.76	319.76	319.76	获利能力					
留存收益	389.86	467.54	517.15	632.13	775.12	毛利率	62.10%	65.32%	57.27%	64.12%	65.71%
股东权益合计	898.98	991.07	1,048.80	1,182.61	1,349.01	净利率	23.36%	27.91%	15.19%	24.59%	28.68%
负债和股东权益总计	1,072.10	1,169.73	1,401.05	1,611.10	1,707.44	ROE	12.05%	13.56%	5.83%	12.06%	13.23%
						ROIC	12.13%	16.73%	7.27%	16.01%	21.34%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债	16.15%	15.59%	25.57%	26.99%	21.29%
净利润	111.81	139.90	63.52	147.43	183.40	流动比率	2.21	1.42	9.59	5.56	14.15
折旧摊销	74.03	73.60	6.95	6.95	6.65	速动比率	1.67	1.35	9.33	5.45	13.91
财务费用	6.76	4.89	-2.58	-6.84	-10.43	营运能力					
存货减少	0.88	0.60	-2.05	-0.67	0.35	应收账款周转率	77.16	89.88	76.27	57.81	97.63
营运资金变动	31.55	5.73	-37.70	64.62	-60.07	存货周转率	29.38	30.52	23.06	25.52	27.15
其它	0.55	0.01	0.31	0.31	0.31	总资产周转率	0.46	0.44	0.30	0.38	0.38
经营活动现金流	225.59	224.73	28.45	211.80	120.22	每股指标 (元)					
资本支出	53.59	125.10	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.86	1.06	0.48	1.11	1.38
长期投资	52.80	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.94	1.94	0.25	1.83	1.04
其他	187.09	51.74	0.18	0.18	0.18	每股净资产	7.12	7.79	8.21	9.21	10.44
投资活动现金流	80.70	-73.36	0.18	0.18	0.18	估值比率					
债权融资	-88.68	-8.20	215.00	0.00	0.00	市盈率	26.57	21.58	47.57	20.53	16.51
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	3.20	2.93	2.77	2.48	2.18
其他	-42.05	-68.39	-3.38	-6.97	-6.75	EV/EBITDA	7.82	10.25	38.42	16.30	12.87
筹资活动现金流	-130.73	-76.59	211.62	-6.97	-6.75	EV/EBIT	11.53	14.46	42.86	17.11	13.37
现金净增加额	175.56	74.78	228.05	468.29	673.31						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996