

# 天目湖 (603136.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q1 扭亏，看好持续上修

### 事件

2023年4月9日公司披露2023年一季报预告，预计实现归母净利润1800~2100万元，同比扭亏；扣非归母净利润1560~1860万元。

### 点评

**一季度天目湖景区客流、营收均超疫情前、修复强势。**本次春节期间公司天目湖景区实施全国游客免门票政策，把握复苏机遇积极宣传，并通过带动酒店业务及园区游船、索道、温泉等二次消费项目促进一站式目的地整体消费，春节7天假共接待游客18.68万人次，客流恢复至2022年、2019年的173%、183%，总营收恢复至2022年、2019年的148%、138%，旗下酒店平均OCC 90%。除节庆催化外，一季度整体恢复较好，根据中国溧阳公众号数据，截至3月20日，天目湖山水园、南山竹海两大景区累计接待游客约50万人次，恢复至2022年、2019年的226%、194%，接待游客数量远超疫情前。

**实控人已变更为溧阳市政府，有望持续助力公司发展。**原实控人孟广才先生与溧阳市政府分别于2021年9月/2022年3月/2023年3月签署股权转让协，分别转让股份约2163/1623/1217万股，权益变动完成后，溧阳城发持股比例达26.86%，成为公司第一大股东，溧阳市人民政府成为公司实控人，孟广才先生持股比例19.60%、仍为公司第二大股东。我们认为，溧阳市政府近年致力建设旅游城市，天目湖为市内旅游发展重要地标景区，有望在对外宣传、项目拓展、交通网络便利等方面获得进一步支持；公司经营管理团队和战略维持不变，有望借力国资支持形成协同效应。**地理位置优越、新酒店开业，亲子游、周边游热度持续较高，看好二三季度持续上修。**公司具备区位（交通便捷，辐射长三角高消费客群）、产品（冬温泉、夏玩水、季节性波动较小，酒店位于景区周边，从亲子到野奢度假多元布局，各业务协同效应凸显，摆脱门票经济，二次消费占比较大）、运营（民企团队，国资入股加持）等优势。酒店业务方面遇·碧波园酒店已开业，春节期间入住率表现良好，看好酒店产能释放带来业绩增量。近年亲子游、周边游热度持续高涨，看好二三季度持续上修。

### 投资建议

公司短期疫后修复确定性强，长期动物王国新项目启动。预计公司22-24E收入3.5/6.9/7.7亿元，归母净利润0.21/1.9/2.3亿元，对应23-24E PE为30.8/25.4X，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情影响持续时间超预期，项目爬坡速度低于预期。

国金证券研究所

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

联系人：叶思嘉

yesijia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.33 元

相关报告：

1. 《疫后修复优选标的，兼具弹性及成长性-天目湖首次覆盖报告》，2022.11.22



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	374	419	350	687	773
营业收入增长率	-25.62%	11.86%	-16.46%	96.31%	12.61%
归母净利润(百万元)	55	52	21	189	229
归母净利润增长率	-55.63%	-6.17%	-59.48%	807.23%	21.20%
摊薄每股收益(元)	0.471	0.276	0.112	1.016	1.232
每股经营性现金流净额	1.36	0.74	0.60	2.17	2.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.77%	4.40%	1.77%	14.61%	16.01%
P/E	53.83	63.74	279.67	30.83	25.44
P/B	3.10	2.81	4.94	4.50	4.07

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>503</b>	<b>374</b>	<b>419</b>	<b>350</b>	<b>687</b>	<b>773</b>	货币资金	294	546	403	396	453	419
增长率		-25.6%	11.9%	-16.5%	96.3%	12.6%	应收款项	7	15	9	11	17	18
<b>主营业务成本</b>	<b>-175</b>	<b>-177</b>	<b>-209</b>	<b>-208</b>	<b>-248</b>	<b>-266</b>	存货	6	6	6	7	9	9
%销售收入	34.7%	47.4%	50.0%	59.5%	36.1%	34.4%	其他流动资产	11	16	12	28	29	30
<b>毛利</b>	<b>329</b>	<b>197</b>	<b>209</b>	<b>142</b>	<b>439</b>	<b>507</b>	流动资产	318	583	430	442	508	477
%销售收入	65.3%	52.6%	50.0%	40.5%	63.9%	65.6%	%总资产	25.7%	36.2%	26.9%	27.1%	28.5%	25.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	长期投资	38	46	52	52	52	52
%销售收入	1.6%	0.2%	1.3%	0.3%	1.5%	1.5%	固定资产	750	850	928	947	1,037	1,162
<b>销售费用</b>	<b>-67</b>	<b>-59</b>	<b>-54</b>	<b>-37</b>	<b>-76</b>	<b>-77</b>	%总资产	60.7%	52.8%	57.9%	58.0%	58.1%	62.0%
%销售收入	13.4%	15.7%	12.9%	10.7%	11.0%	10.0%	无形资产	116	115	113	112	111	110
<b>管理费用</b>	<b>-74</b>	<b>-72</b>	<b>-77</b>	<b>-76</b>	<b>-89</b>	<b>-93</b>	非流动资产	918	1,026	1,172	1,190	1,276	1,397
%销售收入	14.7%	19.2%	18.3%	21.8%	13.0%	12.0%	%总资产	74.3%	63.8%	73.1%	72.9%	71.5%	74.6%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,236</b>	<b>1,609</b>	<b>1,602</b>	<b>1,633</b>	<b>1,785</b>	<b>1,873</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	85	135	87	153	101	10
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>179</b>	<b>65</b>	<b>74</b>	<b>27</b>	<b>264</b>	<b>326</b>	应付款项	50	82	87	68	65	70
%销售收入	35.6%	17.5%	17.6%	7.8%	38.4%	42.1%	其他流动负债	104	107	73	72	166	189
<b>财务费用</b>	<b>7</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	流动负债	239	324	248	294	332	269
%销售收入	-1.4%	4.2%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	6	239	86	54	40	29
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	<b>245</b>	<b>563</b>	<b>333</b>	<b>349</b>	<b>372</b>	<b>298</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>903</b>	<b>952</b>	<b>1,170</b>	<b>1,182</b>	<b>1,296</b>	<b>1,433</b>
%税前利润	0.7%	16.2%	2.7%	6.4%	1.8%	1.8%	其中：股本	116	117	186	186	186	186
<b>营业利润</b>	<b>189</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>32</b>	<b>273</b>	<b>340</b>	未分配利润	405	368	371	383	497	635
营业利润率	37.6%	23.4%	20.8%	9.1%	39.8%	43.9%	少数股东权益	88	94	99	102	117	142
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,236</b>	<b>1,609</b>	<b>1,602</b>	<b>1,633</b>	<b>1,785</b>	<b>1,873</b>
<b>税前利润</b>	<b>189</b>	<b>87</b>	<b>86</b>	<b>31</b>	<b>272</b>	<b>339</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	37.5%	23.2%	20.6%	8.9%	39.7%	43.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-47</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	<b>-8</b>	<b>-68</b>	<b>-85</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.0%	25.0%	29.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.066	0.471	0.276	0.112	1.016	1.232
<b>净利润</b>	<b>142</b>	<b>65</b>	<b>61</b>	<b>23</b>	<b>204</b>	<b>254</b>	每股净资产	7.787	8.168	6.279	6.346	6.956	7.695
少数股东损益	18	10	9	3	15	25	每股经营现金净流	1.940	1.364	0.735	0.599	2.172	2.198
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>124</b>	<b>55</b>	<b>52</b>	<b>21</b>	<b>189</b>	<b>229</b>	每股股利	0.000	1.000	0.000	0.045	0.407	0.493
净利率	24.6%	14.7%	12.3%	6.0%	27.6%	29.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.70%	5.77%	4.40%	1.77%	14.61%	16.01%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	10.01%	3.41%	3.21%	1.28%	10.61%	12.25%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	12.43%	3.48%	3.81%	1.41%	13.04%	15.38%
<b>净利润</b>	<b>142</b>	<b>65</b>	<b>61</b>	<b>23</b>	<b>204</b>	<b>254</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	18	10	9	3	15	25	主营业务收入增长率	2.81%	-25.62%	11.86%	-16.46%	96.31%	12.61%
<b>非现金支出</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>100</b>	<b>107</b>	<b>116</b>	<b>132</b>	EBIT 增长率	18.56%	-63.52%	12.78%	-63.18%	872.6%	23.50%
非经营收益	3	0	4	7	3	-2	净利润增长率	19.86%	-55.63%	-6.17%	-59.48%	807.2%	21.20%
<b>营运资金变动</b>	<b>6</b>	<b>21</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>82</b>	<b>25</b>	总资产增长率	9.66%	30.19%	-0.43%	1.90%	9.33%	4.96%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>225</b>	<b>159</b>	<b>137</b>	<b>112</b>	<b>405</b>	<b>410</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-125</b>	<b>-172</b>	<b>-156</b>	<b>-127</b>	<b>-203</b>	<b>-253</b>	应收账款周转天数	4.3	9.3	9.1	8.5	7.0	6.5
投资	50	0	0	-12	0	0	存货周转天数	12.6	12.5	11.3	13.0	13.0	13.0
其他	1	14	2	2	5	6	应付账款周转天数	74.2	111.0	129.4	100.0	75.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-73</b>	<b>-158</b>	<b>-154</b>	<b>-137</b>	<b>-198</b>	<b>-247</b>	固定资产周转天数	447.7	791.1	807.3	934.1	470.6	453.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-8	342	-66	56	-52	-91	净负债/股东权益	-21.06%	-17.84%	-24.83%	-19.84%	-25.78%	-26.74%
其他	-68	-91	-60	-16	-83	-95	EBIT 利息保障倍数	-25.7	4.2	-1,476	125.9	-243.0	-66.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-77</b>	<b>251</b>	<b>-126</b>	<b>39</b>	<b>-135</b>	<b>-187</b>	资产负债率	19.81%	34.97%	20.80%	21.35%	20.85%	15.91%
<b>现金净流量</b>	<b>75</b>	<b>252</b>	<b>-143</b>	<b>14</b>	<b>72</b>	<b>-24</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-22	买入	26.57	31.75~31.75

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402