

天目湖 (603136.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩复苏亮眼，成长看点充足

事件

2023年4月27日公司披露2022年报和2023年一季报，2022年实现营收3.7亿元/-12.0%，归母净利润2030.7万元/-60.6%，扣非归母净利1241.8万元/-71.0%；1Q23实现营收1.2亿元/+114.3%，归母净利润1914.4万元，扣非归母净利1690.6万元，同比扭亏。

点评

一季度天目湖景区业绩均超疫情前、修复强势。分业务看，22年山水园/南山竹海/酒店/御水温泉/旅行社/水世界收入分别为19年的52.5%/51.5%/149.1%/60.3%/56.7%/88.8%，其中酒店1.4亿收入、占比38.7%，毛利率48.2%/43.7%/24.8%/37.0%/5.1%/8.7%，综合毛利率36.2%/-13.8%，毛利率下滑主因收入端受损情况下固定成本占比抬升。费用端，销售/管理费用率11.2%/21.1%、同比-1.6/+2.7pct，归母净利率5.5%/-6.8%。1Q23在客流复苏情况下公司盈利能力回升显著，收入恢复较1Q19增长35.3%，毛利率42.4%、较1Q21提升6.1pct，销售/管理费用率6.3%/15.4%、回归至正常水平，归母净利较1Q19增长27.6%，归母净利率15.9%、距离1Q19的16.9%差距缩小至1.0pct。

2023年继续推动产品迭代、储备项目前期准备等。公司积极推进产品升级，包括推进1)山水园景区提档升级、扩充夜游时间；2)南山小寨二期开工建设；3)平桥漂流项目；4)御水温泉三期项目前期准备。此外，储备项目动物王国在23年将重点推进设计等开工前准备工作。

期待国资控股后协同效应发挥效力。预计股权转让完成后，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；而公司作为旅游优秀民企代表，运营优势将得到保留，有望借力国资支持形成协同效应。

投资建议

公司一季度业绩已超越19年同期，后续旅游旺季到来及新酒店爬坡下预计修复确定性强，长期动物王国新项目已启动。暂不考虑动物王国等新项目前提下，预计公司23E-25E收入6.7/7.7/8.2亿元，归母净利1.8/2.3/2.6亿元，对应23-24E PE为28.7/22.7/19.9X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情反复影响，项目爬坡速度低于预期，二次消费增长低于预期。

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)：28.30元

相关报告：

- 1.《天目湖公司点评：Q1扭亏，看好持续上修》，2023.4.9
- 2.《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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	419	369	672	770	822
营业收入增长率	11.86%	-11.96%	82.28%	14.61%	6.77%
归母净利润(百万元)	52	20	184	232	264
归母净利润增长率	-6.17%	-60.57%	805.13%	26.34%	13.87%
摊薄每股收益(元)	0.276	0.109	0.987	1.247	1.419
每股经营性现金流净额	0.74	0.61	2.18	2.18	2.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.40%	1.71%	14.16%	16.16%	16.57%
P/E	63.74	249.07	28.68	22.70	19.94
P/B	2.81	4.26	4.06	3.67	3.30

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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	374	419	369	672	770	822	货币资金	546	403	367	641	659	812	
增长率		11.9%	-12.0%	82.3%	14.6%	6.8%	应收款项	15	9	10	18	19	19	
主营业务成本	-177	-209	-235	-238	-253	-261	存货	6	6	5	8	9	9	
%销售收入	47.4%	50.0%	63.8%	35.5%	32.8%	31.8%	其他流动资产	16	12	9	11	11	12	
毛利	197	209	134	433	517	561	流动资产	583	430	391	679	698	852	
%销售收入	52.6%	50.0%	36.2%	64.5%	67.2%	68.2%	%总资产	36.2%	26.9%	24.8%	37.0%	37.5%	41.4%	
营业税金及附加	-1	-5	-1	-2	-2	-2	长期投资	46	52	53	53	53	53	
%销售收入	0.2%	1.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	850	928	930	920	932	980	
销售费用	-59	-54	-41	-75	-85	-82	%总资产	52.8%	57.9%	59.0%	50.2%	50.1%	47.6%	
%销售收入	15.7%	12.9%	11.2%	11.2%	11.0%	10.0%	无形资产	115	113	109	108	107	106	
管理费用	-72	-77	-78	-84	-92	-95	非流动资产	1,026	1,172	1,184	1,156	1,163	1,208	
%销售收入	19.2%	18.3%	21.1%	12.5%	12.0%	11.5%	%总资产	63.8%	73.1%	75.2%	63.0%	62.5%	58.6%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	1,609	1,602	1,575	1,835	1,861	2,060	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	135	87	91	166	10	10	
息税前利润 (EBIT)	65	74	14	272	338	382	应付款项	82	87	52	63	67	69	
%销售收入	17.5%	17.6%	3.7%	40.5%	43.9%	46.4%	其他流动负债	107	73	48	135	158	170	
财务费用	-16	0	1	2	7	13	流动负债	324	248	192	364	235	249	
%销售收入	4.2%	0.0%	-0.4%	-0.3%	-1.0%	-1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-1	1	0	0	0	0	其他长期负债	239	86	98	50	37	27	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	563	333	290	414	271	277	
投资收益	14	2	1	2	2	2	普通股股东权益	952	1,170	1,188	1,298	1,437	1,596	
%税前利润	16.2%	2.7%	5.7%	0.7%	0.6%	0.5%	其中：股本	117	186	186	186	186	186	
营业利润	87	87	28	279	350	400	未分配利润	368	371	391	501	640	799	
营业利润率	23.4%	20.8%	7.5%	41.5%	45.5%	48.6%	少数股东权益	94	99	97	122	152	187	
营业外收支	-1	-1	-1	-1	-1	-1	负债股东权益合计	1,609	1,602	1,575	1,835	1,861	2,060	
税前利润	87	86	26	278	350	399	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	23.2%	20.6%	7.2%	41.4%	45.4%	48.6%	每股指标							
所得税	-22	-26	-5	-70	-87	-100	每股收益	0.471	0.276	0.109	0.987	1.247	1.419	
所得税率	25.0%	29.7%	19.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	8.168	6.279	6.375	6.967	7.715	8.567	
净利润	65	61	21	209	262	299	每股经营现金净流	1.364	0.735	0.611	2.184	2.178	2.370	
少数股东损益	10	9	1	25	30	35	每股股利	0.050	0.050	0.000	0.395	0.499	0.568	
归属于母公司的净利润	55	52	20	184	232	264	回报率							
净利率	14.7%	12.3%	5.5%	27.4%	30.2%	32.2%	净资产收益率	5.77%	4.40%	1.71%	14.16%	16.16%	16.57%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.41%	3.21%	1.29%	10.02%	12.48%	12.84%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	3.48%	3.81%	0.78%	12.84%	15.81%	15.94%	
净利润	65	61	21	209	262	299	增长率							
少数股东损益	10	9	1	25	30	35	主营业务收入增长率	-25.62%	11.86%	-11.96%	82.28%	14.61%	6.77%	
非现金支出	73	100	112	106	115	128	EBIT 增长率	-63.52%	12.78%	-81.63%	1911.8%	24.1%	13.06%	
非经营收益	0	4	3	9	4	0	净利润增长率	-55.63%	-6.17%	-60.57%	805.13%	26.3%	13.87%	
营运资金变动	21	-28	-22	83	25	14	总资产增长率	30.19%	-0.43%	-1.69%	16.49%	1.43%	10.69%	
经营活动现金净流	159	137	114	407	406	441	资产管理能力							
资本开支	-172	-156	-133	-93	-123	-173	应收账款周转天数	9.3	9.1	7.7	8.0	7.0	6.5	
投资	0	0	-10	0	0	0	存货周转天数	12.5	11.3	8.9	13.0	13.0	13.0	
其他	14	2	1	2	2	2	应付账款周转天数	111.0	129.4	95.0	75.0	75.0	75.0	
投资活动现金净流	-158	-154	-142	-91	-121	-171	固定资产周转天数	791.1	807.3	905.8	480.8	415.4	401.6	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	342	-66	0	59	-156	0	净负债/股东权益	-17.84%	-24.83%	-21.43%	-33.46%	-40.80%	-44.99%	
其他	-91	-60	-8	-82	-98	-107	EBIT 利息保障倍数	4.2	-1,476.3	-10	-141.7	-45.8	-29.7	
筹资活动现金净流	251	-126	-8	-22	-254	-107	资产负债率	34.97%	20.80%	18.41%	22.59%	14.58%	13.43%	
现金净流量	252	-143	-36	293	31	163								

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
2	2023-04-09	买入	31.33	N/A

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。

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