

Q1 业绩强势反弹，储备项目支撑成长

天目湖(603136)

推荐(维持)

核心观点:

- **事件:** 天目湖发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 3.69 亿元/同比-11.96%；归母净利 0.20 亿元/同比-60.57%；扣非净利 0.12 亿元/同比-70.97%。2023Q1 公司实现营业收入 1.20 亿元/较 2019Q1 +35.34%；归母净利 0.19 亿元/较 2019Q1 +27.62%，扣非净利 0.17 亿元/较 2019Q1 +14.06%。
- **文旅复苏势头迅猛，一季度业绩强势反弹。**
2022 年公司实现营收 3.69 亿元/同比-11.96%，上半年受疫情影响，业绩出现亏损，下半年公司积极开拓渠道并深挖业务潜力，单四季度实现营收 1.26 亿元/同比+24.56%，有效拉动全年业绩。2023Q1 公司营收同比+114.26%，已恢复至疫前的 135.34%，业绩实现强势反弹。一方面是因为疫后复苏和节庆催化下，旅游行业回暖；另一方面是因为公司紧抓营销和运营，推动产品迭代升级，新增御水温泉·森/遇·碧波园及遇·湖林里酒店进一步丰富产品矩阵。
- **成本刚性拉低毛利率水平，控费成效显著带动净利率恢复。**
2022 年公司毛利率为 36.24%/-13.79pct，毛利率下滑主要因为景区刚性成本占比较大和酒店业务占比提升。2023Q1 受春节免门票影响，毛利率较 2019Q1 下降 15.71pct 至 42.42%。2022 年公司期间费用率 31.88%/+0.72pct，整体费用率较为稳定。2023Q1 公司期间费用率 20.43%，较 2019Q1 下降 13.67pct，其中销售费用率 6.34%，管理费用率 15.40%。良好的控费能力使得公司 2023Q1 净利率达 18.06%，较 2019Q1 提升 0.15pct，恢复快于毛利率水平。
- **新投运项目提供成长支撑，国资入主赋能资源整合。**
公司坚定打造“一站式旅游”发展模式，推进战略储备项目。短期来看，五一假期和暑期将带来客流高峰，带动公司业绩弹性向上；中长期来看，公司未来山水园景区升级、南山小寨二期、平桥漂流项目、御水温泉三期和动物王国等项目投运将为公司提供成长支撑点。此外，公司与国资联合利于产业协同，提供江苏省内资源支持，加快推进外延进程。
- **投资建议:** 公司具备长三角区位优势，经营管理能力较强，持续推动产品迭代升级，且国资入主也将助力公司长远发展。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.96、2.30 和 2.65 亿元；对应 PE 分别为 27X、23X 和 20X，维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期、新投运项目不及预期。

分析师

顾熹阔

☎: 021-2025 2670

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

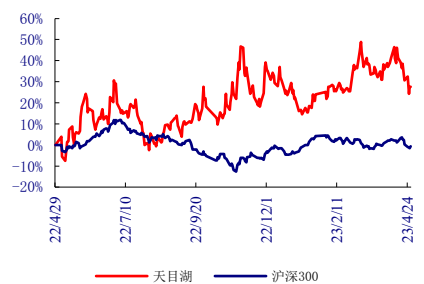
特此鸣谢: 孙雪琪

市场数据

2023-04-27

A 股收盘价(元)	28.3
股票代码	603136
A 股一年内最高价(元)	33.03
A 股一年内最低价(元)	20.51
上证指数	3,323.27
市盈率	87.89
总股本(万股)	18,629
实际流通 A 股(万股)	18,629
流通 A 股市值(亿元)	53

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】天目湖: 实控人变更, 国资赋能推动公司发展进入新阶段

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	368.57	695.13	792.20	873.25
收入增长率 (%)	-11.96	88.60	13.96	10.23
归母净利润 (百万元)	20.31	196.49	230.35	264.99
利润增速 (%)	-60.57	867.60	17.23	15.03
毛利率 (%)	36.24	61.67	64.11	66.71
摊薄 EPS(元)	0.11	1.05	1.24	1.42
PE	263.75	27.26	23.25	20.21
PB	4.51	3.87	3.32	2.85
PS	14.53	7.70	6.76	6.13

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	390.64	642.00	749.90	1066.00	营业收入	368.57	695.13	792.20	873.25
现金	366.80	591.74	719.24	1012.78	营业成本	235.00	266.45	284.30	290.72
应收账款	8.17	24.91	11.94	27.75	营业税金及附加	1.13	1.39	1.58	1.75
其它应收款	1.68	2.74	2.96	3.46	营业费用	41.29	69.51	79.22	87.33
预付账款	6.19	8.90	7.74	8.43	管理费用	77.62	104.27	118.83	130.99
存货	5.01	10.91	5.24	10.79	财务费用	-1.40	-11.74	-5.92	-14.38
其他	2.79	2.79	2.79	2.79	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1184.39	1264.68	1309.33	1327.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	10.02	13.36	17.81	23.74	投资净收益	1.50	6.95	6.34	5.24
固定资产	914.62	979.53	1007.57	1012.72	营业利润	27.60	286.10	332.40	392.57
无形资产	105.43	102.18	98.18	94.39	营业外收入	0.48	5.00	0.00	0.00
其他	154.32	169.61	185.78	196.95	营业外支出	1.64	0.00	0.00	0.00
资产总计	1575.03	1906.68	2059.23	2393.80	利润总额	26.44	291.10	332.40	392.57
流动负债	192.13	305.46	202.07	242.21	所得税	5.27	72.77	76.45	98.14
短期借款	80.00	52.50	25.00	6.67	净利润	21.16	218.32	255.95	294.43
应付账款	44.25	118.97	55.59	113.72	少数股东损益	0.86	21.83	25.59	29.44
其他	67.88	134.00	121.48	121.82	归属母公司净利润	20.31	196.49	230.35	264.99
非流动负债	97.86	97.86	97.86	97.86	EBITDA	136.86	431.98	502.06	555.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.11	1.05	1.24	1.42
其他	97.86	97.86	97.86	97.86					
负债合计	289.99	403.32	299.92	340.07	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	97.34	119.17	144.77	174.21	营业收入	-11.96%	88.60%	13.96%	10.23%
归属母公司股东权益	1187.70	1384.19	1614.54	1879.53	营业利润	-68.23%	936.50%	16.19%	18.10%
负债和股东权益	1575.03	1906.68	2059.23	2393.80	归属母公司净利润	-60.57%	867.60%	17.23%	15.03%
					毛利率	36.24%	61.67%	64.11%	66.71%
					净利率	5.51%	28.27%	29.08%	30.34%
					ROE	1.71%	14.20%	14.27%	14.10%
					ROIC	1.37%	12.28%	13.24%	13.09%
					资产负债率	18.41%	21.15%	14.56%	14.21%
					净负债比率	22.57%	26.83%	17.05%	16.56%
					流动比率	2.03	2.10	3.71	4.40
					速动比率	1.96	2.03	3.63	4.31
					总资产周转率	0.23	0.36	0.38	0.36
					应收帐款周转率	45.09	27.90	66.37	31.47
					应付帐款周转率	8.33	5.84	14.25	7.68
					每股收益	0.11	1.05	1.24	1.42
					每股经营现金	0.61	2.61	2.01	2.72
					每股净资产	6.38	7.43	8.67	10.09
					P/E	263.75	27.26	23.25	20.21
					P/B	4.51	3.87	3.32	2.85
					EV/EBITDA	35.42	11.33	9.44	7.97
					P/S	14.53	7.70	6.76	6.13
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	113.87	485.36	375.22	507.53					
净利润	21.16	218.32	255.95	294.43					
折旧摊销	112.13	164.58	181.91	182.42					
财务费用	5.10	0.00	0.00	0.00					
投资损失	-1.50	-6.95	-6.34	-5.24					
营运资金变动	-22.40	114.42	-56.31	35.92					
其它	-0.63	-5.00	0.00	0.00					
投资活动现金流	-141.75	-232.92	-220.22	-195.65					
资本支出	-133.23	-207.44	-197.29	-173.09					
长期投资	-9.99	-32.43	-29.27	-27.80					
其他	1.47	6.95	6.34	5.24					
筹资活动现金流	-7.83	-27.50	-27.50	-18.33					
短期借款	0.00	-27.50	-27.50	-18.33					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	-7.83	0.00	0.00	0.00					
现金净增加额	-35.71	224.94	127.50	293.55					

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_vj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_vi@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_vj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn