

客流全面复苏，关注新项目进展

天目湖(603136)

推荐 (维持)

核心观点:

事件: 公司 1H23 实现营业收入 2.8 亿元/同比+219%，实现归母净利 0.62 亿元/同比扭亏，实现扣非净利 0.59 亿元/同比扭亏。2Q23 公司实现营收 1.6 亿元/同比+400%，实现归母净利 0.43 亿元/同比扭亏，实现扣非净利 0.42 亿元/同比扭亏。

● 客流全面复苏，2023 营收较 19 年同期增长 24%

1H23 国内旅游市场快速复苏，推动公司旗下景区客流量快速增长。其中，五一假期公司景区接待人次 51.8 万，较 2022 年、2019 年同期增长 233%、75%。而受益于疫情三年公司持续推进存量项目提质扩容，竹溪谷、遇系列酒店等增量项目推出助推 1H23 公司营收较 2019 年同期增长 29%，其中 2Q23 营收较 2019 年同期增长 24%。

● 新项目仍处爬坡阶段，盈利能力较 19 年同期略有下滑

1H23 公司整体毛利率 53.7%/同比+64pct，但较 2019 年同期-12pct；归母净利率 25.9%，较 19 年同期-2.8pct，其中 Q2 归母净利率 22.1，较 19 年同期-2.8pct。公司盈利能力较 19 年下滑，我们预计主要与多个新酒店开业，导致折旧摊销、餐饮、人力资源成本增长所致。期间费用保持平稳，1H23 销售/管理/财务费用率较 19 年同期-7.0pct/-1.2pct/+0.2pct。

● 暑期旺季业绩弹性有望释放，提质扩容+国资入主赋能成长

今年亲子游+避暑需求旺盛，公司适时推出浪浪泼水巡游、夜哉天目湖、浪潮电音节、激爽玩水趴等项目，打造集避暑+度假+亲子+昼夜于一体的一站式夏日避暑游乐度假地，并于 6 月底-8 月底开展松果脱口秀天目湖专场，进一步吸引客流。我们认为在暑期旺季催化下，公司受益于产品创新+多元营销+收益管理，业绩弹性有望进一步释放。中长期看，公司南山小寨二期、平桥漂流项目、御水温泉三期和动物王国等项目投运有望带来新的盈利增长点，叠加国资入主带来资源整合预期，共同助力公司长远发展。

● 盈利预测与投资建议

公司作为华东领先的一站式度假目的地，坐拥优势区位、优质管理团队、地方政府赋能，未来伴随疫情期间新增项目逐步爬坡，以及南山小寨二期、动物王国等项目投运，成长空间依然可观。考虑成本影响超预期，我们调整公司 2023-25 年归母净利至 1.8、2.2、2.6 亿元（前值各为 1.9、2.3、2.8 亿元），对应 PE 各为 24X、20X、17X，维持“推荐”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期；新项目爬坡不及预期；自然灾害等不可控因素。

顾熹闽

☎: 021-2025 2670

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

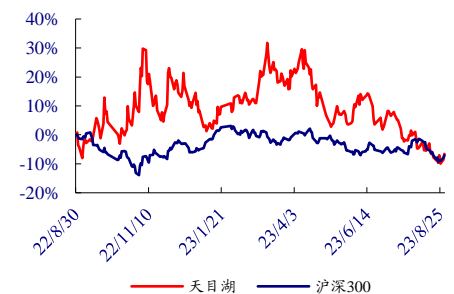
分析师登记编号: S0130522070001

市场数据

2023-08-30

A 股收盘价(元)	23.68
股票代码	603136
A 股一年内最高价/最低价(元)	33.03/22.58
上证指数	3,137.14
总股本/实际流通 A 股(万股)	18,629/18,629
流通 A 股市值(亿元)	44

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

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	368.57	648.03	742.83	839.47
收入增长率%	-11.96	75.82	14.63	13.01
归母净利润(百万元)	20.31	183.99	218.68	258.08
利润增速%	-60.57	806.05	18.85	18.02
毛利率%	36.24	61.68	64.62	67.32
摊薄 EPS(元)	0.11	0.99	1.17	1.39
PE	217.24	23.98	20.17	17.09
PB	3.71	3.22	2.77	2.39
PS	11.97	6.81	5.94	5.26

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)										
2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E						
流动资产	390.64	608.67	713.01	1018.33	营业收入	368.57	648.03	742.83	839.47	营业成本	235.00	248.33	262.79	274.36			
现金	366.80	562.64	683.17	968.02	营业税金及附加	1.13	1.30	1.49	1.68	营业费用	41.29	64.80	74.28	83.95			
应收账款	8.17	22.67	11.88	26.27	管理费用	77.62	97.20	111.43	125.92	财务费用	-1.40	-11.74	-5.63	-13.66			
其它应收款	1.68	2.44	2.91	3.27	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00			
预付账款	6.19	8.29	7.15	7.95	投资净收益	1.50	6.48	5.94	5.04	营业利润	27.60	267.58	315.56	382.34			
存货	5.01	9.83	5.10	10.03	营业外收入	0.48	5.00	0.00	0.00	营业外支出	1.64	0.00	0.00	0.00			
其他	2.79	2.79	2.79	2.79	利润总额	26.44	272.58	315.56	382.34	所得税	5.27	68.15	72.58	95.59			
非流动资产	1184.39	1264.68	1309.33	1327.80	净利润	21.16	204.44	242.98	286.76	少数股东损益	0.86	20.44	24.30	28.68			
长期投资	10.02	13.36	17.81	23.74	归属母公司净利润	20.31	183.99	218.68	258.08	EBITDA	136.86	413.94	485.90	546.06			
固定资产	914.62	979.53	1007.57	1012.72	EPS (元)	0.11	0.99	1.17	1.39	主要财务比率							
无形资产	105.43	102.18	98.18	94.39	营业收入	-11.96%	75.82%	14.63%	13.01%	营业收入	-11.96%	75.82%	14.63%	13.01%			
其他	154.32	169.61	185.78	196.95	营业利润	-68.23%	869.43%	17.93%	21.16%	营业利润	-68.23%	869.43%	17.93%	21.16%			
资产总计	1575.03	1873.36	2022.33	2346.13	归属母公司净利润	-60.57%	806.05%	18.85%	18.02%	归属母公司净利润	-60.57%	806.05%	18.85%	18.02%			
流动负债	192.13	286.02	192.02	229.06	毛利率	36.24%	61.68%	64.62%	67.32%	毛利率	36.24%	61.68%	64.62%	67.32%			
短期借款	80.00	52.50	25.00	6.67	净利率	5.51%	28.39%	29.44%	30.74%	净利率	5.51%	28.39%	29.44%	30.74%			
应付账款	44.25	107.86	53.48	106.29	ROE	1.71%	13.41%	13.75%	13.96%	ROE	1.71%	13.41%	13.75%	13.96%			
其他	67.88	125.66	113.54	116.11	ROIC	1.37%	11.55%	12.76%	12.97%	ROIC	1.37%	11.55%	12.76%	12.97%			
非流动负债	97.86	97.86	97.86	97.86	资产负债率	18.41%	20.49%	14.33%	13.93%	资产负债率	18.41%	20.49%	14.33%	13.93%			
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	22.57%	25.77%	16.73%	16.19%	净负债比率	22.57%	25.77%	16.73%	16.19%			
其他	97.86	97.86	97.86	97.86	流动比率	2.03	2.13	3.71	4.45	流动比率	2.03	2.13	3.71	4.45			
负债合计	289.99	383.88	289.88	326.92	速动比率	1.96	2.05	3.63	4.35	速动比率	1.96	2.05	3.63	4.35			
少数股东权益	97.34	117.79	142.08	170.76	总资产周转率	0.23	0.35	0.37	0.36	总资产周转率	0.23	0.35	0.37	0.36			
归属母公司股东权益	1187.70	1371.69	1590.37	1848.45	应收帐款周转率	45.09	28.58	62.52	31.96	应收帐款周转率	45.09	28.58	62.52	31.96			
负债和股东权益	1575.03	1873.36	2022.33	2346.13	应付帐款周转率	8.33	6.01	13.89	7.90	应付帐款周转率	8.33	6.01	13.89	7.90			
现金流量表 (百万元)				2022	2023E	2024E	2025E	每股收益	0.11	0.99	1.17	1.39	每股收益	0.11	0.99	1.17	1.39
经营活动现金流				113.87	456.74	368.64	499.04	每股经营现金	0.61	2.45	1.98	2.68	每股经营现金	0.61	2.45	1.98	2.68
净利润	21.16	204.44	242.98	286.76	每股净资产	6.38	7.36	8.54	9.92	每股净资产	6.38	7.36	8.54	9.92			
折旧摊销	112.13	164.58	181.91	182.42	P/E	217.24	23.98	20.17	17.09	P/E	217.24	23.98	20.17	17.09			
财务费用	5.10	0.00	0.00	0.00	P/B	3.71	3.22	2.77	2.39	P/B	3.71	3.22	2.77	2.39			
投资损失	-1.50	-6.48	-5.94	-5.04	EV/EBITDA	35.42	9.61	7.88	6.46	EV/EBITDA	35.42	9.61	7.88	6.46			
营运资金变动	-22.40	99.21	-50.31	34.90	P/S	11.97	6.81	5.94	5.26	P/S	11.97	6.81	5.94	5.26			
其它	-0.63	-5.00	0.00	0.00	筹资活动现金流												
投资活动现金流	-141.75	-233.39	-220.62	-195.85	短期借款	0.00	-27.50	-27.50	-18.33	短期借款	0.00	-27.50	-27.50	-18.33			
资本支出	-133.23	-207.44	-197.29	-173.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期投资	-9.99	-32.43	-29.27	-27.80	其他	-7.83	0.00	0.00	0.00	其他	-7.83	0.00	0.00	0.00			
其他	1.47	6.48	5.94	5.04	现金净增加额	-35.71	195.85	120.53	284.85	现金净增加额	-35.71	195.85	120.53	284.85			

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

顾熹闽，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，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

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

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn