

天目湖 (603136)

公司研究/点评报告

国内游受益标的，新项目投运有望增厚业绩

一天目湖 20 年年报&21 年一季报点评

点评报告/消费者服务

2021 年 04 月 29 日

一、事件概述

公司 4 月 28 日发布 20 年年报及 21 年一季报，2020 年公司实现营业收入 37.4 亿元/同比-26%；实现扣非净利 0.28 亿元/同比+33%。2021 年一季度实现收入 0.78 亿元/同比+269%，实现扣非净利-596 万元。拟 10 转 4.5 派 3 元。

二、分析与判断

➤ 后疫情阶段周边游需求增长，公司推陈出新畅享行业红利

受益于后疫情阶段周边游需求释放，公司借势新品投入，通过产品组合优化+创新营销与内容，紧跟市场需求，4Q20 营收已较 2019 年同期实现大幅增长(+29%)。其中一方面是公司拥有 120 间客房的高端野奢温泉酒店竹溪谷正式于 2020 年 9 月投运，带动整体客单提升，另一方面南山竹海的第二条索道投产，也提升了景区客单与承载力。1Q21 受春节前疫情反复影响，公司复苏进度有所放缓，但春节期间公司针对性的市场投放策略，实现了较好的回报，Q1 收入同比 20 年增长 269%，已恢复至 2019 年同期约 90%。

➤ 成本费用刚性背景下，公司 2020 年仍实现经营性归母净利盈利

受景区刚性成本占比较大影响，公司毛利率较疫情前下滑明显，2020 年毛利率同比降 13pct 至 52%，1Q21 受疫情反复及春节免门票影响，毛利率较 2019 年同期降 22pct 至 36%。期间费用率受收入减少影响有所提升，其中财务费用因发行可转债计提利息影响，2020、1Q20 分别产生财务费用 1700 万、500 万。但整体而言，公司受益于产品属性更加贴近周边游，以及优质的区位因素，仍是行业内少有的能在疫情期间实现经营性归母净利为正的公司。

➤ 外延扩张战略不变，内部深耕持续推进

公司仍按既定战略“巩固根据地，深耕长三角，关注城市群，专业化发展”稳步推进外延扩张战略，区域仍聚焦于长三角经济发达地区。我们认为，考虑到公司在原有天目湖地区成功的运营经验，以及审慎的外延扩张决策思路，未来若确定外延事项落地，则在一定程度上反映公司对整体项目运营成功有较大信心。此外，公司将继续围绕天目湖 320 平方公里旅游度假规划区域深挖潜力，增加特色内容项目与体验型产品，促进复合型产品项目的实现，形成游客集聚中心及夜间娱乐集聚地。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年 EPS 各为 1.17/1.51/1.69，对应 PE 为 24、18、17 倍，目前行业 21 年 PE 中位数为 25X。公司作为民营景区公司，体制机制灵活，且管理团队对景区投资建设和运营有着丰富的经验，在现有景区运营持续优化和未来外延发展战略背景下，理应享有一定估值溢价，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情反复超预期；新投运项目低于预期；外延进展低于预期。

推荐

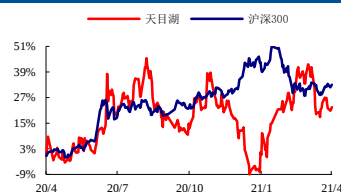
维持评级

当前价格： 27.81 元

交易数据 2021-4-28

近 12 个月最高/最低(元)	33.74/20.73
总股本(百万股)	123
流通股本(百万股)	123
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	34

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾慕阁

执业证 S0100519080001
 电话：021-60876718
 邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

- 1.天目湖(603136):优质民营景区运营商，疫情不改成长属性
- 2.天目湖(603136):Q3 增长强劲，募投及外延项目有望增厚明年业绩

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	374	633	723	791
增长率 (%)	-25.6%	69.1%	14.2%	9.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	55	137	176	196
增长率 (%)	-55.6%	149.1%	28.7%	11.7%
每股收益 (元)	0.47	1.17	1.51	1.69
PE (现价)	59.2	23.7	18.4	16.5
PB	3.4	3.0	2.6	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	374	633	723	791
营业成本	177	216	229	240
营业税金及附加	1	7	7	6
销售费用	59	101	94	103
管理费用	72	95	108	119
研发费用	0	0	0	0
EBIT	65	214	285	323
财务费用	16	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	14	2	2	2
营业利润	87	224	289	325
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	87	223	288	324
所得税	22	56	72	81
净利润	65	167	216	243
归属于母公司净利润	55	137	176	196
EBITDA	137	214	285	323
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	546	723	900	1041
应收账款及票据	13	13	16	21
预付款项	9	7	9	10
存货	6	9	7	10
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	583	764	941	1093
长期股权投资	0	2	4	6
固定资产	811	837	892	984
无形资产	114	123	124	127
非流动资产合计	1026	1081	1140	1236
资产合计	1609	1845	2080	2330
短期借款	135	135	135	135
应付账款及票据	70	57	67	76
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	324	374	393	399
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	238	238	238	238
非流动负债合计	239	239	239	239
负债合计	563	612	632	638
股本	117	123	123	123
少数股东权益	94	125	165	212
股东权益合计	1046	1232	1448	1692
负债和股东权益合计	1609	1845	2080	2330

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-25.6%	69.1%	14.2%	9.4%
EBIT 增长率	-63.5%	227.4%	33.2%	13.4%
净利润增长率	-55.6%	149.1%	28.7%	11.7%
盈利能力				
毛利率	52.6%	65.9%	68.4%	69.6%
净利率	14.7%	21.6%	24.3%	24.8%
总资产收益率 ROA	3.4%	7.5%	8.5%	8.5%
净资产收益率 ROE	5.8%	12.6%	13.9%	13.4%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.0	2.4	2.7
速动比率	1.8	2.0	2.4	2.7
现金比率	1.7	1.9	2.3	2.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	9.2	6.3	6.6	7.3
存货周转天数	12.3	12.6	12.5	12.5
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	1.2	1.5	1.7
每股净资产	8.2	9.3	10.9	12.5
每股经营现金流	1.4	1.8	2.0	2.0
每股股利	1.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	59.2	23.7	18.4	16.5
PB	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	23.5	14.3	10.1	8.5
股息收益率	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	65	167	216	243
折旧和摊销	71	0	0	0
营运资金变动	21	46	19	(5)
经营活动现金流	158	213	234	237
资本开支	172	35	57	95
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(158)	(35)	(57)	(95)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	342	0	0	0
筹资活动现金流	251	0	0	0
现金净流量	251	177	177	141

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。