

证券研究报告—动态报告

社会服务

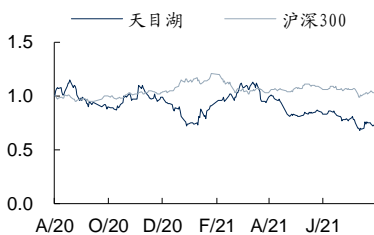
景点

天目湖(603136)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 16 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	186/186
总市值/流通(百万元)	2,660/2,660
上证综指/深圳成指	3,516/14,799
12 个月最高/最低(元)	34.69/12.88

相关研究报告:

《天目湖-603136-2020 年年报及 2021 年一季度点评: 周边游高景气复苏下的受益标的, 关注新项目及异地复制》——2021-04-29
 《天目湖-603136-深度报告: 具备复制基因的民营休闲度假目的地龙头》——2020-11-09

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
中报优秀符合预期, 短期扰动不改中线内生及外延逻辑
● 疫情下中报盈利 4277 万元, 表现优秀符合预期

2020H1, 公司营收 2.27 亿元/+126% (较 19H1 微增 3%, 剔除竹溪谷等后估算恢复至 19H1 九成); 归母业绩 4277 万元/+505% (扣非后 +347%), 恢复至 19H1 的 80%; EPS0.24 元/股, 与我们的业绩前瞻基本一致。Q2 公司收入+88%, 业绩 4733 万同比改善明显。

● 竹溪谷等带来增量酒店贡献, 景区分部收入恢复至 19 同期

2021H1, 国内疫情整体防控较好, 旅游市场稳步复苏, 品质化周边游恢复最快。具体看公司的分部表现: 1) 景区业务收入 1.34 亿元/+125%, 基本恢复至 19 年同期; 2) 酒店业务收入 6270 万元/+172%, 相比 19H1 增加 26%; 3) 温泉业务收入 1968 万元/+84%, 恢复至 19H1 的 75%; 4) 水世界业务收入 24 万元/+24%, 恢复至 19H1 的 23%; 5) 旅行社业务收入 7200 万元/+177%, 恢复至 19H1 的 99%。2021H1 年公司毛利率+22pct (相比 19H1 减 10pct), 期间费用率-27 pct (相比 19H1 减 1pct), 其中财务/管理/销售费用率分别+0.4pct/-13.7pct/-13.8pct。

● 短期天气及疫情扰动, 挖掘内部潜力, 期待异地扩张

7-8 月, 受恶劣天气及江苏疫情影响, 公司旗下部分景区阶段性停运, 预计会对暑期运营产生影响。但公司积极调整应对, 内生角度, 一方面, 公司针对疫情下的消费需求, 调整产品和营销策略; 另一方面, 持续挖掘景区潜力, 20H2 推出的竹溪谷及遇·十四涧表现优秀, 今年 7 月 23 日公司又推出遇·天目湖酒店, 定位亲子度假酒店, 客房 81 间, 并积极推进竹海景点的升级改造, 再加上中线的南山小寨二期, 有望持续贡献新的增量。外延角度, 公司异地复制扩张具备合作基因。疫情下挑战与机遇并存, 公司一直积极接触异地项目, 行业因疫情而加速出清, 外延扩张逐渐迎来机会窗口, 公司有望打开新的成长空间。

● 风险提示:

宏观、疫情风险; 门票降价风险; 市场竞争加剧; 新项目不及预期等。

● 短期承压, 关注内部潜力挖掘及异地复制, 维持“买入”评级

考虑疫情影响, 下调公司 21-23 年 EPS 至 0.52/0.68/0.81 元/股 (原为 1.17/1.36/1.54), 对应 PE27/21/18x。短期因疫情承压, 但公司积极营销应对, 中线新项目及异地扩张值得期待, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	503.17	374.24	464.45	549.42	605.78
(+/-%)	2.81%	-25.62%	24.10%	18.30%	10.26%
净利润(百万元)	123.71	54.88	97.53	126.32	150.30
(+/-%)	19.86%	-55.63%	77.71%	29.52%	18.99%
摊薄每股收益(元)	1.07	0.29	0.52	0.68	0.81
EBIT Margin	35.58%	17.45%	33.65%	37.94%	42.03%
净资产收益率(ROE)	13.70%	5.77%	9.74%	11.87%	13.19%
市盈率(PE)	13.39	48.47	27.28	21.06	17.70
EV/EBITDA	7.56	23.53	12.61	10.32	8.86
市净率(PB)	1.83	2.79	2.66	2.50	2.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

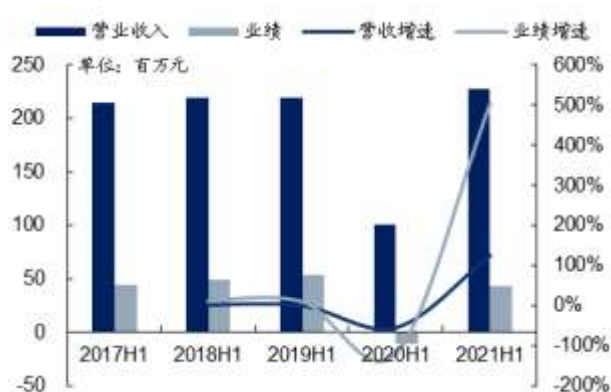
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

疫情下中报盈利 4277 万元，表现优秀符合预期

2020 年，公司实现营业收入 2.27 亿元，同比增加 126%，相比 2019H1 微增 3%，剔除竹溪谷、遇·十四澜项目后约恢复至 2019H1 的九成；归属于上市公司股东的净利润 4277 万元，同比上升 505%，恢复至 19H1 的 80%；扣非归母净利润为 4120 万元，同比增长 347%，恢复至 19H1 的 80%，基本符合我们此前的业绩前瞻，表现优秀；EPS 0.24 元/股。

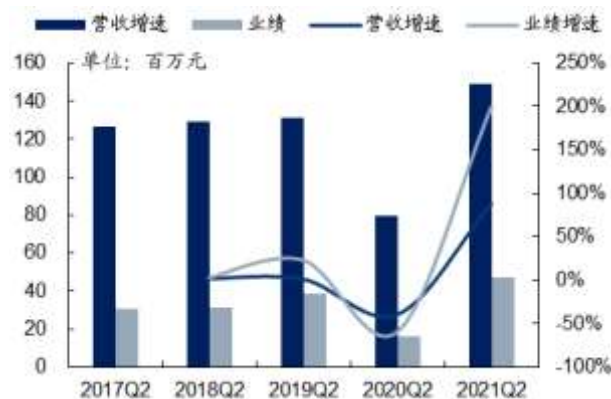
Q2，公司实现营业收入 1.49 亿元，同比增长 88%，相比 19Q2 增长 14%；实现归母净利润 4733 万元，低基数基础上同比增长 199%，相比 19Q2 增长 22%；剔除非经损益后的业绩为 4716 万元，同比增长 297%，相比 19Q2 增长 28%，疫情局部散发环境下表现优秀。

图 1：公司 2021H1 收入业绩、增长情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q2 年业绩收入、增长情况

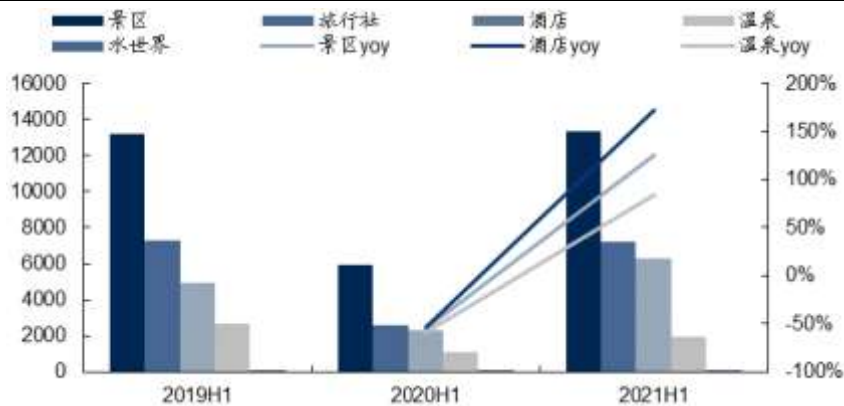


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

竹溪谷等带来增量酒店贡献，景区分部收入恢复至 19 同期

2021H1，国内疫情整体防控较好，旅游市场稳步复苏，品质化周边游恢复最快；但因局部疫情散发，尚未完全恢复至疫前水平。具体看公司的分部表现：1) 公司**景区业务**实现收入 1.34 亿元，同比增长 125%，基本恢复至 19 年同期水平。2) **酒店**实现收入 6270 万元，同比增长 172%，相比 19H1 增加 26%，主要系新投运的御水温泉·竹溪谷、遇·十四澜均达到并在一定程度上超出预期。3) **温泉**实现收入 1968 万元，同比增长 84%，恢复至 19H1 的 75%。4) **水世界**实现收入 24 万元，同比增长 24%，恢复至 19H1 的 23%。5) **旅行社**收入 7200 万元，同比增长 177%，恢复至 19H1 的 99%。疫后恢复态势整体表现良好。

图 3：公司分业务收入及增长表现

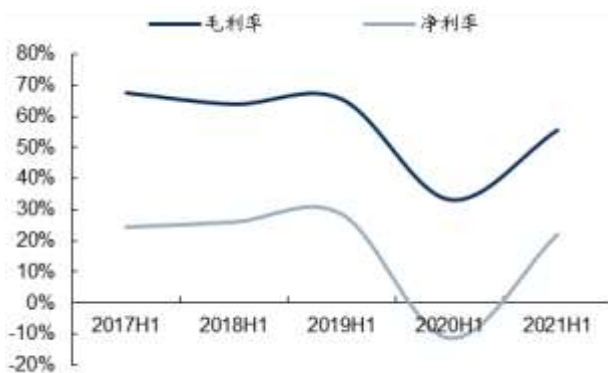


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年公司毛利率提升 22pct，期间费用率减 27pct

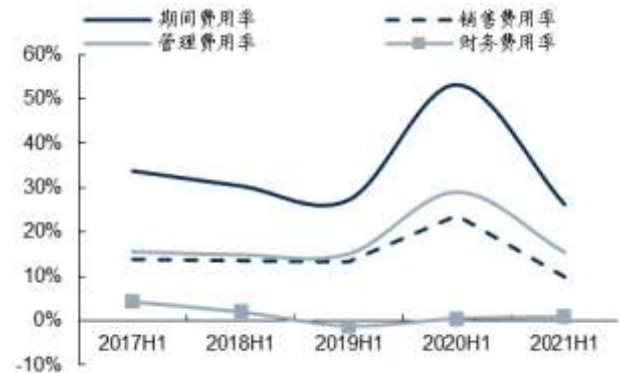
综合来看，公司毛利率同比提升 22pct，相比 19H1 减少 10pct，其中景区、酒店、温泉、水世界、旅行社分部的毛利率同比分别+31pct /+3pct /20pct /2031pct /+1pct，但相比 2019H1 分别-7 pct /-19pct /-17pct /+185pct /+0.16pct。期间费用率同比减少 27pct（相比 19H1 减少 1pct），其中管理费用率减少 14pct，销售费用率减少 14pct，财务费用率增加 0.40pct（存款利息收入减少）。

图 4：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

短期天气及疫情扰动，挖掘内部潜力，期待异地扩张

7-8 月，受恶劣天气及江苏疫情影响，公司旗下部分景区阶段性停运（详情见下表），同时游客出游情绪被压制，预计会对暑期运营产生影响。但公司积极应对，内生角度，一方面，公司针对疫情下的消费需求，调整产品和营销策略，挖掘二次消费、突破细分市场等；另一方面，持续挖掘景区潜力，20H2 推出的竹溪谷及遇·十四澜酒店表现优秀，今年 7 月 23 日公司又推出遇·天目湖酒店，定位亲子度假酒店，客房 81 间，并积极推进竹海景点的升级改造，再加上中线的南山小寨二期，有望持续贡献新的增量。外延角度，公司异地复制扩张具备合作基因。疫情下挑战与机遇并存，公司一直积极接触异地项目，行业因疫情而加速出清，外延扩张逐渐迎来机会窗口，公司有望打开新的成长空间。

表 1：7-8 月公司旗下景区受天气及疫情影响暂停营业情况

景区	暂停营业时间
山水园夜公园	7.16-17, 7.25, 8.2 至今
水世界夜公园	7.17, 7.25
天目湖山水园	7.25
南山竹海	7.25
天目湖水世界	7.25

资料来源：公司官网、公司官微，国信证券经济研究所整理

短期承压，关注内部潜力挖掘及异地复制，维持“买入”评级

考虑疫情影响，下调公司 21-23 年 EPS 至 0.52/0.68/0.81 元/股（原为 1.17/1.36 /1.54），对应 PE27/21/18x。短期因疫情影响，预计暑期经营有所承压，但公司积极应对，加强营销设计及推出新产品，中线新项目及异地扩张值得期待，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观、疫情、自然灾害等风险；门票降价风险；市场竞争加剧；新项目不及预期等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-8-15	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601888	中国中免	买入	257.65	3.14	5.36	6.91	81.93	48.09	37.27	22.55
600754	锦江酒店	买入	44.67	0.10	1.04	1.60	434.54	42.95	27.85	3.76
300662	科锐国际	增持	58.86	0.94	1.24	1.57	62.31	47.30	37.50	11.16
600258	首旅酒店	买入	20.18	-0.50	0.72	1.06	-40.16	27.98	18.97	2.38
300144	宋城演艺	买入	12.81	-0.67	0.35	0.63	-19.12	36.09	20.44	4.52
002607	中公教育	买入	11.82	0.37	0.48	0.65	31.64	24.43	18.23	17.05
603043	广州酒家	买入	22.77	0.82	1.03	1.25	27.76	22.09	18.24	5.08
603136	天目湖	买入	14.28	0.30	0.53	0.68	48.37	27.15	21.11	3.00
600138	中青旅	买入	9.52	-0.32	0.60	0.87	-29.70	15.88	10.89	1.09
002159	三特索道	买入	10.14	0.40	0.16	0.43	25.32	61.99	23.66	1.24
9922.HK	九毛九	增持	21.36	0.09	0.32	0.49	250.33	65.76	44.03	10.29
1179.HK	华住集团-S	增持	27.89	-0.67	0.52	0.86	-41.58	53.49	32.31	0.80
9987.HK	百胜中国-S	增持	392.51	12.06	14.28	15.17	32.55	27.49	25.88	26.51
6862.HK	海底捞	增持	26.19	0.06	0.85	1.13	462.63	30.89	23.21	13.56
0520.HK	呷哺呷哺	增持	6.05	0.01	0.55	0.74	597.33	11.01	8.22	2.83
000888	峨眉山 A	增持	6.01	-0.07	0.26	0.38	-81.20	23.46	15.83	1.31
600054	黄山旅游	增持	8.87	-0.06	0.32	0.48	-140.64	27.65	18.64	1.52
300010	豆神教育	买入	4.83	-2.96	0.04	0.49	-1.63	107.54	9.80	5.51
300192	科德教育	增持	8.12	0.38	0.57	0.69	21.16	14.19	11.82	2.68
000526	学大教育	增持	18.80	0.37	0.48	0.69	50.32	38.84	27.33	15.76
000796	凯撒旅业	买入	6.91	-0.12	0.22	0.27	-58.41	31.17	25.34	5.89
002707	众信旅游	增持	4.48	-1.56	0.04	0.13	-2.88	106.85	35.62	5.49
002621	美吉姆	增持	4.36	-0.03	0.28	0.36	-150.18	15.60	12.09	4.22
000978	桂林旅游	增持	4.85	-0.74	0.14	0.28	-6.57	34.93	17.29	1.33
002033	丽江股份	增持	5.76	0.14	0.37	0.43	41.65	15.59	13.53	1.24

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	546	409	450	473	营业收入	374	464	549	606
应收款项	15	6	8	8	营业成本	177	192	201	198
存货净额	6	5	5	4	营业税金及附加	1	5	9	10
其他流动资产	16	19	22	24	销售费用	59	42	53	59
流动资产合计	583	439	485	509	管理费用	72	70	79	84
固定资产	850	993	1167	1352	财务费用	16	1	8	16
无形资产及其他	114	110	105	100	投资收益	14	0	0	0
投资性房地产	62	62	62	62	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	24	0	0	0
资产总计	1609	1604	1819	2024	营业利润	87	155	201	239
短期借款及交易性金融负债	135	122	237	346	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	70	30	29	23	利润总额	87	154	200	238
其他流动负债	118	97	104	101	所得税费用	22	39	50	59
流动负债合计	324	248	370	470	少数股东损益	10	18	23	28
长期借款及应付债券	224	223	223	223	归属于母公司净利润	55	98	126	150
其他长期负债	15	20	26	27					
长期负债合计	239	243	249	251	现金流量表 (百万元)				
负债合计	563	491	619	721	净利润	55	98	126	150
少数股东权益	94	112	136	163	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	952	1001	1064	1139	折旧摊销	72	94	109	127
负债和股东权益总计	1609	1604	1819	2024	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	16	1	8	16
关键财务与估值指标					营运资本变动	21	(51)	9	(9)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(6)	18	23	28
每股收益	0.29	0.52	0.68	0.81	经营活动现金流	141	158	268	296
每股红利	0.48	0.26	0.34	0.40	资本开支	(167)	(232)	(279)	(307)
每股净资产	5.11	5.37	5.71	6.12	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	4%	8%	10%	11%	投资活动现金流	(167)	(232)	(279)	(307)
ROE	6%	10%	12%	13%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	53%	59%	63%	67%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	34%	38%	42%	支付股利、利息	(89)	(49)	(63)	(75)
EBITDA Margin	37%	54%	58%	63%	其它融资现金流	456	(13)	115	109
收入增长	-26%	24%	18%	10%	融资活动现金流	278	(62)	52	34
净利润增长率	-56%	78%	30%	19%	现金净变动	252	(136)	41	23
资产负债率	41%	38%	41%	44%	货币资金的期初余额	294	546	409	450
息率	3.3%	1.8%	2.4%	2.8%	货币资金的期末余额	546	409	450	473
P/E	48.5	27.3	21.1	17.7	企业自由现金流	(25)	(72)	(5)	2
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	权益自由现金流	430	(87)	105	99
EV/EBITDA	23.5	12.6	10.3	8.9					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032