

2021年中报业绩点评: Q2 业绩超市场预期, 疫情反复无碍长期成长 增持 (维持)

2021年08月22日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

执业证号: S0600120110012
liyzh@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

执业证号: S0600121070062
songxw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	374	526	629	702
同比 (%)	-25.6%	40.7%	19.4%	11.6%
归母净利润 (百万元)	55	102	137	170
同比 (%)	-55.6%	85.8%	34.4%	24.2%
每股收益 (元/股)	0.29	0.55	0.74	0.91
P/E (倍)	56.83	30.58	22.76	18.32

投资要点

■ 2021H1 表现稳健, Q2 单季表现亮眼。

1) **2021H1**: 公司实现营收 2.27 亿元 (yoy+125.9), **归母净利润与扣非归母净利润分别为 4277.18 万元、4119.7 万元, 同比扭亏**。21H1 景区营收 1.33 亿元 (yoy+124.8%, 较 19 年增长 1.2%, 毛利率 58.44%), 酒店营收 6270 万元 (较 19 年增长 26.4%, 毛利率 45.08%), 旅行社营收 7200 万元 (恢复至 19 年同期 98.5%, 毛利率 4.79%)。控股子公司: 竹海公司实现营收 6005.95 万元, 净利润 2139.94 万元, 索道公司实现营收 1041.74 万元, 净利润 524.44 万元, 温泉度假公司实现营收 6856.3 万元, 净利润 390.58 万元; **2021Q2**: 单二季度数据表现亮眼, 营收 1.49 亿元 (yoy+87.8%, 较 19 年同期+14%); **归母净利润 4733.12 万元 (yoy+198.9%, 较 19 年同期+22.3%)**, 扣非归母净利润 4716.34 万元, 预计主要与 1.春季&五一假期周边游和近郊游复苏相对明显; 2.公司竹溪谷、索道等业务经营表现良好。3.二消收入有效拉动客单提升等原因有关。

2) 2021H1 毛利率为 55.7% (同比 2020 年提升 22.4pct, 较 19 年同期-10.0pct), 销售/管理/财务费用率分别为 9.8%/15.4%/0.9%, 由于收入复苏, 费用率均同比下滑。**单二季度毛利率 65.8% (环比 2021Q1+29.5pct, 较 2020 年同期+10.3pct)**, 销售费用率 7.9% (环比 2021Q1-5.5pct, 较 2020 年同期-11.7pct)、管理费用率 12.4% (环比 2021Q1-8.7pct, 较 2020 年同期-7.3pct), 成本费用结构改变主要与会计准则调整及收入增长有关。

■ 持续看好周边高端游市场, 优质景区有望实现异地扩张。

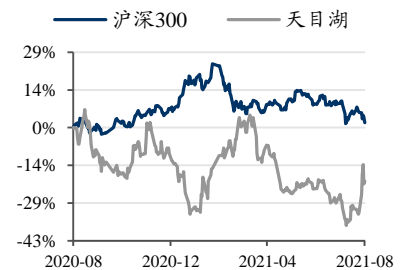
1) 伴随疫情下海外文旅消费回流, 国内高品质文旅项目有望持续承接出境游消费需求, 且疫情仍处反复阶段, 短途周边游热度未减。同时, 天目湖地处长三角经济发达地区, 景区及酒店业务定位中高端, 产品打造能力壁垒深厚: 1.通过天目湖水世界丰富夏季市场, 实现淡季不淡; **2.通过产品整合实现景区联动, 提升二日游、三日游游客比例, 全面拉动客单**; 3.今年针对高客单散客推出 VIP 定制化服务、2020 年新推竹溪谷、遇十四涧等项目表现亮眼, 今年 7 月开业遇天目湖酒店、南山小寨二期建设持续, 逐步实现中高端需求有效供给。

2) 公司在旅游产品策划、品牌打造及现场运营方面经验丰富, 并持续与地方政府接洽, 未来或有望在长三角、珠三角打造明星景区, 实现异地扩张。

■ 盈利预测与投资评级: 考虑南京疫情反复带来冲击, 我们预计公司 2021-23 年归母净利为 1.02 亿元 (较前次预测下调 0.37, yoy+85.8%)、1.37 亿元 (较前次下调 0.16, yoy+34.4%)、1.7 亿元 (yoy+24.2%), 当前股价对应动态 PE 为 31、23、18 倍。基于疫情不确定性与谨慎性假设, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 宏观经济波动; 疫情反复使客流恢复不及预期; 项目落地进展不及预期, 极端天气风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.74
一年最低/最高价	12.88/34.69
市净率(倍)	2.71
流通 A 股市值(百万元)	3118.57

基础数据

每股净资产(元)	6.18
资产负债率(%)	19.38
总股本(百万股)	186.29
流通 A 股(百万股)	186.29

相关研究

1、《天目湖 (603136): Q3 环比改善, 期待新项目打开长期空间》2020-10-27

表 1: 公司核心数据拆分表

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业总收入	88.86	130.98	167.05	116.27	21.14	79.50	123.24	79.50	78.01	149.33
yoy	-1.4%	1.4%	12.8%	-4.7%	-76.2%	-39.3%	-26.2%	-39.3%	269.0%	87.8%
归母净利润	15.00	38.71	61.23	8.77	(26.40)	15.84	38.32	15.84	(4.56)	47.33
yoy	-14.9%	23.3%	34.3%	2.0%	-276.0%	-59.1%	-37.4%	-59.1%	-82.7%	198.9%
毛利率 (%)	58.13	70.76	73.72	52.60	(50.56)	55.58	62.09	55.58	36.31	65.84
期间费用率 (%)	34.10	22.44	17.98	38.69	104.57	39.56	23.46	39.56	41.24	18.19
其中:销售费用率(%)	13.56	13.10	6.92	22.98	38.76	19.54	7.91	19.54	13.40	7.89
管理费用率 (%)	19.00	12.36	12.70	17.11	64.63	19.71	15.11	19.71	21.17	12.42
财务费用率 (%)	1.54	(3.03)	(1.64)	(1.40)	1.18	0.32	0.44	0.32	6.67	(2.11)
归母净利率 (%)	16.9	29.6	36.7	7.5	-124.8	19.9	31.1	19.9	-5.8	31.7
ROE (%)	1.87	4.79	7.09	0.98	(2.86)	1.66	3.91	1.66	(0.47)	4.41
同比增减 pct	-0.44	0.72	1.35	-0.07	-4.72	-3.13	-3.18	-3.13	2.39	2.75
资产负债率 (%)	23.67	17.79	18.27	19.81	30.74	29.72	30.13	29.72	30.03	19.38
同比增减 pct	-0.37	-4.60	-1.59	-0.43	7.07	11.93	11.86	11.93	-0.71	-10.34
存货	5.46	5.92	6.82	5.72	6.73	6.88	7.17	6.88	5.62	6.78
较上年同比增减	-1.56	-2.02	-1.86	-0.60	1.27	0.96	0.35	0.96	-1.11	-0.10
存货周转天数	14.24	14.59	14.85	12.41	17.59	16.89	15.28	16.89	10.92	11.82
较上年同比增减	-1.98	-2.70	-2.91	-0.70	3.35	2.30	0.43	2.30	-6.67	-5.07
应收账款	6.99	7.11	7.16	5.60	3.02	4.66	12.37	4.66	7.60	8.98
较上年同比增减	2.70	2.85	2.77	-0.74	-3.97	-2.45	5.21	-2.45	4.58	4.33
应收账款周转天数	6.75	5.51	4.71	4.27	18.34	9.17	10.84	9.17	12.13	8.87
较上年同比增减	0.32	0.23	-0.06	-1.22	11.59	3.66	6.12	3.66	-6.21	-0.30
应付账款及应付票据	23.36	18.74	20.19	37.70	23.44	29.44	29.27	29.44	19.00	23.83
较上年同比增减	4.04	-6.62	-14.49	4.48	0.08	10.69	9.09	10.69	-4.44	-5.61
预收账款	43.59	47.03	46.88	42.37	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同比增减	24.71	16.48	5.23	5.68	-43.59	-47.03	-46.88	-47.03	-	-
经营性现金流净额	25.24	80.43	187.90	225.08	(25.19)	(15.87)	54.72	(15.87)	(10.96)	69.85
较上年同比增减	-4.7%	-20.5%	-3.3%	-0.1%	-199.8%	-119.7%	-70.9%	-119.7%	-56.5%	-540.2%
筹资性现金流净额	(12.39)	(73.49)	(74.83)	(76.59)	287.01	284.63	283.69	284.63	(57.42)	(105.37)
较上年同比增减	4.9%	2.3%	-39.6%	-41.4%	-2416.2%	-487.3%	-479.1%	-487.3%	-120.0%	-137.0%
资本开支	22.85	21.80	27.50	52.95	44.21	17.49	63.70	17.49	68.18	35.77
较上年同比增减	2.2%	20.8%	606.7%	469.4%	93.5%	-19.8%	131.6%	-19.8%	54.2%	104.5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 经营及筹资性现金流为年内累计数。

表 2: 公司经营数据拆分

单位: 百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
主营业务收入	369.68	408.59	422.93	421.79	460.68	489.43	503.17	374.24
yoy		10.53%	3.51%	-0.27%	9.22%	6.24%	2.81%	-25.62%
综合毛利率	52.94%	65.91%	66.16%	65.07%	63.66%	62.10%	65.32%	52.60%
景区收入	243.40	324.90	321.21	315.18	340.90	361.07	368.97	202.50
yoy		33.49%	-1.14%	-1.88%	8.16%	5.92%	2.19%	-45.12%
毛利率	73.13%	65.95%	66.43%	64.70%	63.52%	61.88%	65.15%	57.20%
山水园景区业务	117.73	141.05	139.70	140.10	153.63	159.81	164.81	108.43
yoy		19.81%	-0.96%	0.28%	9.66%	4.02%	3.13%	-34.21%
毛利率	69.00%	68.25%	66.12%	66.02%	65.20%	63.70%	68.05%	56.83%
南山竹海景区业务	74.18	102.26	108.02	105.10	117.74	129.41	135.40	94.06
yoy		37.85%	5.64%	-2.71%	12.03%	9.91%	4.63%	-30.53%
毛利率	61.02%	66.99%	72.82%	70.52%	68.94%	67.09%	69.31%	57.61%
温泉业务	51.48	65.43	56.44	53.62	53.69	55.29	52.94	37.53
yoy		27.09%	-13.74%	-5.00%	0.13%	2.99%	-4.25%	-29.12%
毛利率	60.65%	67.83%	67.34%	62.69%	59.69%	57.71%	58.80%	39.78%
水世界业务		16.16	17.05	16.36	15.84	16.56	15.81	12.49
yoy			5.48%	-4.04%	-3.15%	4.52%	-4.54%	-20.99%
毛利率		31.67%	25.36%	22.57%	19.89%	17.55%	20.55%	9.84%
酒店业务	53.16	61.30	78.79	81.57	90.13	95.03	95.74	92.62
yoy		15.31%	28.54%	3.52%	10.49%	5.44%	0.74%	-3.26%
毛利率	68.53%	66.30%	65.10%	65.49%	64.72%	63.81%	66.23%	51.08%
旅行社业务	6.39	8.34	8.06	8.37	10.09	12.38	12.71	9.24
yoy		30.69%	-3.37%	3.82%	20.57%	22.61%	2.68%	-27.33%
毛利率	3.44%	3.96%	3.68%	5.43%	4.55%	4.57%	5.02%	4.77%

其他业务	15.25	14.05	14.86	16.67	19.57	20.95	25.76	19.87
归母净利润	30.75	56.93	54.03	69.29	84.47	103.21	123.71	54.88
	同比	85.10%	-5.08%	28.23%	21.92%	22.18%	19.86%	-55.63%
	归母净利率	11.49%	13.93%	12.78%	16.43%	18.34%	24.59%	14.67%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

天目湖三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	583	597	768	846	营业收入	374	526	629	702
现金	546	552	700	799	减: 营业成本	177	227	251	264
应收账款	13	5	18	8	营业税金及附加	1	8	10	11
存货	6	9	8	10	营业费用	59	71	83	90
其他流动资产	17	31	43	28	管理费用	72	78	90	98
非流动资产	1,026	1,078	1,162	1,186	财务费用	16	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	811	872	955	980	加: 投资净收益	0	5	5	5
在建工程	39	39	36	31	其他收益	0	10	10	10
无形资产	114	114	115	118	营业利润	87	156	208	251
其他非流动资产	62	53	56	57	加: 营业外净收支	-1	-1	-0	1
资产总计	1,609	1,675	1,930	2,031	利润总额	87	155	208	252
流动负债	324	283	379	297	减: 所得税费用	22	39	52	63
短期借款	135	118	124	122	少数股东损益	10	14	19	19
应付账款	70	35	88	43	归属母公司净利润	55	102	137	170
其他流动负债	118	129	167	132	EBIT	87	155	208	252
非流动负债	239	230	234	227	EBITDA	159	241	305	359
长期借款	224	220	223	216	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	15	10	11	11	每股收益(元)	0.29	0.55	0.74	0.91
负债合计	563	513	612	524	每股净资产(元)	5.11	5.66	6.39	7.31
少数股东权益	94	108	127	146	发行在外股份(百万股)	117	117	117	117
归属母公司股东权益	952	1,054	1,191	1,361	ROIC(%)	4.9%	8.2%	10.0%	11.0%
负债和股东权益	1,609	1,675	1,930	2,031	ROE(%)	6.2%	10.0%	11.8%	12.5%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	52.6%	56.9%	60.1%	62.4%
经营活动现金流	159	152	316	240	销售净利率(%)	14.7%	19.4%	21.8%	24.3%
投资活动现金流	-158	-134	-176	-126	资产负债率(%)	35.0%	30.6%	31.7%	25.8%
筹资活动现金流	251	-10	6	-14	收入增长率(%)	-25.6%	40.7%	19.4%	11.6%
现金净增加额	252	7	147	100	净利润增长率(%)	-55.6%	85.8%	34.4%	24.2%
折旧和摊销	72	86	97	107	P/E	56.83	30.58	22.76	18.32
资本开支	172	66	81	23	P/B	3.28	2.96	2.62	2.29
营运资本变动	21	-48	67	-54	EV/EBITDA	11.78	7.74	5.74	4.61

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>