

复苏超预期，短期疫情不改长期价值

——天目湖 2021 半年报点评

事件：公司发布 2021 半年报，21H1 营收 2.27 亿元/yoy+126%，归母净利润 4277.1 万元同比扭亏，扣非归母净利润 4119.7 万元。21Q2 单季度营收 1.49 亿元/yoy+88%，归母净利润 4733.1 万元/yoy+199%，扣非归母净利润 4716.3 万元/yoy+297%。

核心观点

- 省内周边游复苏更为明显，收入端恢复至疫情前水平。公司上半年实现营收 2.27 亿元/+125.9%，已超过 2019 年同期；其中单 Q2 收入和净利润分别较 2019 年增长 14%/22%，主要受益于疫情防控良好和省内周边游更具韧性。分业务看，上半年景区业务实现营收 1.34 亿元/yoy+125%，恢复至疫情前同期；新开业项目推动酒店业务成为亮点，营收 0.62 亿元/yoy+173%，较 2019 年同期增长 26%；温泉营收 0.2 亿元/yoy+84%，旅行社子公司收入 0.72 亿元/yoy+176.7%（含内部抵消），其他业务 0.1 亿元/yoy+359%。
- 盈利能力随收入复苏改善，竹溪谷、遇十四澜等新项目表现良好。21H1 毛利率随恢复至 55.7%/yoy+22.43pct，其中销售费用率 9.8%/yoy-13.8pct，管理费用率 15.42%/yoy-13.7pct，归母净利率 18.8%/yoy+29.7pct；其中单 21Q2 毛利率/净利率分别为 65.8%/35.9%，净利率超过 19Q2 水平。公司御水温泉·竹溪谷、遇·十四澜等新投运项目运营表现均超预期，遇·天目湖酒店也已于 7 月开业，助推公司经营进一步改善。
- 短期局部疫情扰动，看长期公司内生外延成长性可期。7 月江苏发生局部疫情，对暑期旺季出游影响较大，预计公司下半年经营业绩受到一定冲击。但长期看，公司所处的细分领域将持续受益于观光游向休闲度假游升级的趋势，新投运项目表现超预期印证中高端需求强劲，未来御水温泉一期装修改造、南山小寨二期等项目陆续完成将持续提供成长动能。

财务预测与投资建议

- 考虑到疫情反复，我们调整公司 2021-23 年预测 EPS 分别为 0.53/0.77/0.91 元（按最新股本回溯调整，调整前 21/22 年为 0.75/0.88 元），考虑到公司 ROE 显著高于可比公司且周边游在疫情之下韧性较强，在可比公司 2021 年 31 倍 PE 基础上给予公司 10%溢价对应 34 倍 PE，目标价 17.95 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 疫情反复风险，大型自然灾害风险，需求不及预期风险等

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	503	374	479	576	623
同比增长(%)	2.8%	-25.6%	28.0%	20.3%	8.2%
营业利润(百万元)	189	87	156	228	269
同比增长(%)	19.6%	-53.8%	78.1%	46.5%	18.0%
归属母公司净利润(百万元)	124	55	98	144	170
同比增长(%)	19.9%	-55.6%	78.7%	46.7%	18.1%
每股收益(元)	0.66	0.29	0.53	0.77	0.91
毛利率(%)	65.3%	52.6%	60.9%	65.4%	68.1%
净利率(%)	24.6%	14.7%	20.5%	25.0%	27.3%
净资产收益率(%)	14.3%	5.9%	10.4%	14.7%	16.0%
市盈率	26.1	58.7	32.9	22.4	19.0
市净率	3.6	3.4	3.4	3.2	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

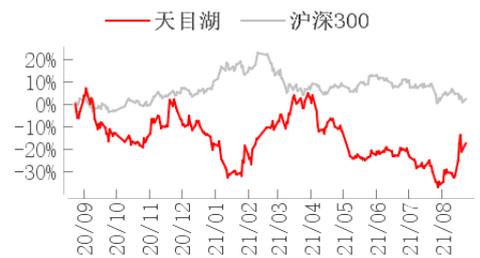


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月23日)	17.3元
目标价格	17.95元
52周最高价/最低价	23.07/12.88元
总股本/流通A股(万股)	18,629/18,629
A股市值(百万元)	3,223
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021年08月24日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.11	18.18	9.95	-17.4
相对表现	14.2	26.28	21.72	-17.38
沪深300	-4.09	-8.1	-11.77	-0.02



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn
张玉洁

联系人 zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

疫情影响已落地，期待内生外延更大弹性 2020-09-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

由于国内局部疫情反复影响旅游业复苏，我们调整 21-22 年盈利预测假设为：

1. 由于局部疫情反复，我们调整 21-22 年景区/温泉/酒店/旅行社等收入增速假设；
2. 由于景区成本相对固定，收入恢复程度下调后也会带来毛利率假设的下调；
3. 广告费用减少，销售费用率下调；

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
销售费用率	14.8%	13.8%		10.98%	11.65%	11.33%
变动幅度				-3.9%	-2.2%	
管理费用率	15.0%	14.4%		15.39%	13.37%	12.81%
变动幅度				0.4%	-1.0%	
分产品盈利预测						
景区业务						
销售收入	329	362		269	331	360
变动幅度				-18.4%	-8.5%	
毛利率	71.2%	72.6%		66.2%	71.4%	74.2%
变动幅度				-5.0%	-1.2%	
酒店业务						
销售收入	130	138		110	130	141
变动幅度				-15.6%	-5.8%	
毛利率	66.0%	66.3%		58.0%	60.0%	60.0%
变动幅度				-8.0%	-6.3%	
温泉业务						
销售收入	54	59		51	58	61
变动幅度				-5.7%	-1.4%	
毛利率	58.8%	61.2%		47.2%	52.5%	60.3%
变动幅度				-11.6%	-8.7%	
水世界业务						
销售收入	17	18		13	16	18
变动幅度				-24.1%	-9.7%	
毛利率	23.9%	26.9%		6.6%	24.5%	33.0%
变动幅度				-17.4%	-2.4%	
旅行社业务						
销售收入	14	15		10	13	14

变动幅度			-27.7%	-14.8%	
毛利率	23.7%	26.6%	12.7%	10.9%	11.8%
变动幅度					
其他业务					
销售收入	28	30	27	28	30
变动幅度			-4.8%	-4.8%	
毛利率	95%	95%	90%	95%	95%
变动幅度			-5.2%	0.2%	
合计	571	620	479	576	623
变动幅度			-16.1%	-7.0%	
综合毛利率	67.4%	68.7%	60.9%	65.4%	68.1%
变动幅度			-6.5%	-3.3%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	571	620		479	576	623
变动幅度				-16.1%	-7.0%	
营业利润	214	251		156	228	269
变动幅度				-27.3%	-9.2%	
归属母公司净利润	140	164		98	144	170
变动幅度				-30.0%	-12.4%	
每股收益（元）	0.75	0.88		0.53	0.77	0.91
变动幅度				-30.0%	-12.4%	
毛利率（%）	67.4%	68.7%		60.9%	65.4%	68.1%
变动幅度				-6.5%	-3.3%	
净利率（%）	24.5%	26.5%		20.5%	25.0%	27.3%
变动幅度				-4.1%	-1.5%	

数据来源：东方证券研究所 注：调整前 21/22 年 EPS 预测为按最新股本回溯调整

投资建议

考虑到疫情反复，我们调整公司 2021-2023 年预测 EPS 分别为 0.53/0.77/0.91 元（按最新股本回溯调整，调整前 21/22 年为 0.75/0.88 元），考虑到公司 ROE 显著高于可比公司（2017-2019 年公司平均 ROE11.24%，明显高于可比公司 7.62% 的平均值，2020 年行业公司受疫情影响普遍亏损故对比 2017-19 均值）且周边游在疫情之下韧性更强，在可比公司 2021 年 31 倍 PE 基础上给予公司 10% 溢价对应 34 倍 PE，目标价 17.95 元，维持“增持”评级。

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2021/8/23	每股收益 (元)				市盈率				2017-19 年 平均 ROE (%)
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
宋城演艺	300144	13.92	-0.67	0.39	0.61	0.77	-20.8	35.6	22.9	18.0	15.50
桂林旅游	000978	5.34	-0.74	0.14	0.28	0.36	-7.2	38.1	19.1	14.8	4.07
云南旅游	002059	5.09	0.16	0.21	0.26	0.33	32.3	24.2	19.6	15.4	12.27
峨眉山 A	000888	6.03	-0.07	0.27	0.42	0.47	-82.5	22.0	14.5	12.8	9.26
丽江股份	002033	6.01	0.13	0.23	0.36	0.45	46.8	26.7	16.7	13.4	8.44
西藏旅游	600749	10.15	0.02	0.11	0.15	0.19	485.6	92.3	67.7	53.4	-3.84
调整后平均								31	20	15	7.62

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

疫情反复风险，大型自然灾害风险，需求不及预期风险等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	294	546	238	374	376	营业收入	503	374	479	576	623
应收票据及应收账款	6	13	17	21	22	营业成本	175	177	187	199	199
预付账款	5	9	12	14	15	营业税金及附加	8	1	8	9	10
存货	6	6	7	7	7	营业费用	67	59	53	67	71
其他	7	8	22	82	302	管理费用及研发费用	74	72	74	77	80
流动资产合计	318	583	295	498	723	财务费用	(7)	16	12	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0	0
固定资产	617	811	882	793	682	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	133	39	0	3	3	投资净收益	1	14	5	5	5
无形资产	115	114	110	106	102	其他	2	24	5	5	5
其他	53	62	27	27	27	营业利润	189	87	156	228	269
非流动资产合计	918	1,026	1,019	929	814	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,236	1,609	1,314	1,427	1,537	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	85	135	135	135	135	利润总额	189	87	155	228	269
应付票据及应付账款	38	70	74	79	79	所得税	47	22	39	57	67
其他	116	118	54	54	54	净利润	142	65	116	171	201
流动负债合计	239	324	263	268	267	少数股东损益	18	10	18	27	32
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	124	55	98	144	170
应付债券	0	224	0	0	0	每股收益(元)	0.66	0.29	0.53	0.77	0.91
其他	6	15	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	6	239	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	245	563	263	268	267	成长能力					
少数股东权益	88	94	113	139	171	营业收入	2.8%	-25.6%	28.0%	20.3%	8.2%
股本	116	117	186	186	186	营业利润	19.6%	-53.8%	78.1%	46.5%	18.0%
资本公积	320	332	263	263	263	归属于母公司净利润	19.9%	-55.6%	78.7%	46.7%	18.1%
留存收益	454	427	490	571	649	获利能力					
其他	14	76	0	0	0	毛利率	65.3%	52.6%	60.9%	65.4%	68.1%
股东权益合计	991	1,046	1,052	1,160	1,269	净利率	24.6%	14.7%	20.5%	25.0%	27.3%
负债和股东权益总计	1,236	1,609	1,314	1,427	1,537	ROE	14.3%	5.9%	10.4%	14.7%	16.0%
现金流量表						ROIC	13.2%	6.2%	9.7%	14.1%	15.2%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	142	65	116	171	201	资产负债率	19.8%	35.0%	20.0%	18.7%	17.4%
折旧摊销	71	65	104	115	116	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(7)	16	12	5	5	流动比率	1.33	1.80	1.12	1.86	2.70
投资损失	(1)	(14)	(5)	(5)	(5)	速动比率	1.30	1.78	1.10	1.83	2.68
营运资金变动	68	21	(81)	(62)	(223)	营运能力					
其它	(47)	6	11	0	0	应收账款周转率	84.3	39.3	31.3	30.4	29.0
经营活动现金流	225	159	157	224	94	存货周转率	29.0	29.2	28.3	28.4	27.5
资本支出	(128)	(158)	(132)	(25)	0	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
长期投资	7	(12)	0	0	0	每股指标(元)					
其他	48	12	(61)	5	5	每股收益	0.66	0.29	0.53	0.77	0.91
投资活动现金流	(73)	(158)	(193)	(20)	5	每股经营现金流	1.94	1.36	0.84	1.20	0.50
债权融资	(93)	224	(225)	0	0	每股净资产	4.85	5.11	5.04	5.48	5.90
股权融资	0	13	0	0	0	估值比率					
其他	17	14	(47)	(68)	(97)	市盈率	26.1	58.7	32.9	22.4	19.0
筹资活动现金流	(77)	251	(272)	(68)	(97)	市净率	3.6	3.4	3.4	3.2	2.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	11.4	17.2	10.6	8.3	7.4
现金净增加额	75	252	(308)	136	2	EV/EBIT	15.8	27.9	17.2	12.3	10.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn