

信义山证汇通天下

证券研究报告

社服/自然景区

天目湖 (603136.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

暑期经营业绩受疫情影响承压，看好周边游市场复苏反弹 增持

2021 年 10 月 30 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 10 月 29 日

收盘价(元):	14.94
年内最高/最低(元):	21.99/13.22
流通 A 股/总股本(亿):	1.86/1.86
流通 A 股市值(亿):	27.83
总市值(亿):	27.83

基础数据：2021 年 9 月 30 日

基本每股收益:	0.24
每股净资产(元):	7.75
净资产收益率:	4.15%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】天目湖 (603136.SH) 2021 年中报点评：经营环比大幅改善，暑期疫情扩散或影响业绩复苏进程 (2021-8-16)

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布 2021 年三季报，期内实现营收 3.18 亿元 (+41.9%)，恢复至 2019 年同期 82.11%；归母净利润 4391.05 万元 (+58.2%)，恢复至 2019 年同期 38.2%；扣非归母净利润 4000.54 万元 (+135.21%)，EPS0.24 元。其中 Q3 实现营收 9034.87 万元 (-26.69%)，环比 Q2 下滑 39.49%，环比 Q1 增长 15.81%，恢复至 2019 年同期 54%；归母净利润 113.93 万元 (-97.03%)，环比 Q2 下滑 97.59%，环比 Q1 增加 342.08 万元，恢复至 2019 年同期 2.97%；扣非归母业绩亏损 119.16 万元 (-103.54%)。
- Q3 公司营收、业绩大幅下滑主要系暑期南京等周边地区疫情爆发、台风过境影响公司旅游旺季经营环境。公司山水园景区于 8 月起缩短营业时间，关闭夜间旅游项目。9 月疫情得到初步控制后，公司对南京游客提供山水园、南山竹海景区免票游活动提振经营环境，挖掘本地城市圈客户。国庆节期间推出多元化促销活动，双十一登陆淘宝等头部直播平台促销。期内新投运御水温泉·竹溪谷等产品接待游客量超预期，继续深耕长三角区域，利用新投运五大游客服务中心和溧阳一号旅游公路等基础设施，链接景区、市区和交通枢纽最后一公里。
- Q3 受疫情冲击毛利率有所下滑。21Q1-3 毛利率微增 0.98pct 至 50.12%，主要系 21H1 目的地景区恢复情况良好、公司新项目落地所致；整体费用率下降 8.67pct 至 28.17%。疫情扰动 Q3 经营情况，毛利率同比下滑 26.04pct 至 36.06%，整体费用率同比增加 9.91pct 至 33.36%。
- 投资建议：暑期南京疫情对公司业绩冲击基本在 Q3 消化，国庆期间公司景区接待游客、旅游收入较 2019 年正增长。短期国内疫情区域性反复给业绩复苏带来不确定性，跨省游停摆下，公司布局短途游、周边游或实现业绩增长；中长期受益于中心城市周边休闲景区资产，作为国内民营经营休闲景区龙头、费用管理能力较强，公司可转债全部用于南山小寨二期建设以及温泉一期改造工程，项目稳步推进。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.37\0.65\0.83，对应公司 10 月 29 日收盘价 14.94 元，2021-2023 年 PE 分别为 40\23\18.1，维持“增持”评级。

存在风险

- 景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；极端天气风险。

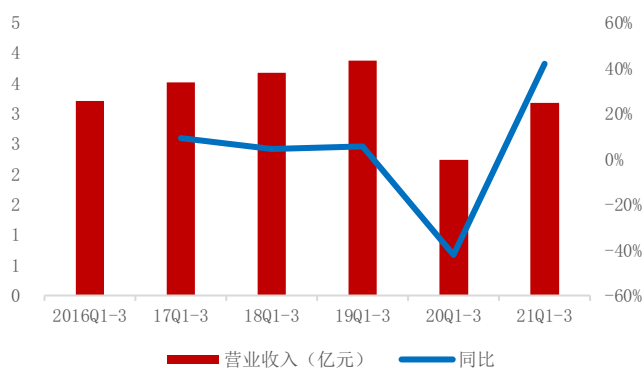
盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	374	457	548	647
收入同比	-26%	22%	20%	18%
归母净利润 (百万元)	55	44	76	96
净利润同比	-56%	21%	74%	28%
毛利率	52.6%	52.0%	55.0%	56.0%
ROE	6.2%	3.6%	5.3%	5.3%
EPS (元)	0.29	0.37	0.65	0.83
P/E	50.71	40.01	23.04	18.05
P/B	2.92	2.19	5.58	2.74
EV/EBITDA	19	6	4	1

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司 2021 年三季度业绩表现

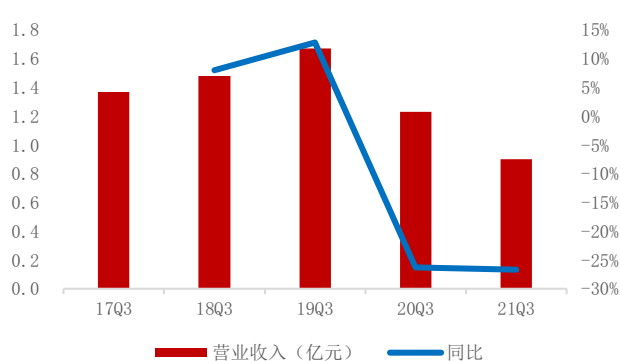
公司发布 2021 年三季度报, 期内实现营收 3.18 亿元(+41.9%), 恢复至 2019 年同期 82.11%; 归母净利润 4391.05 万元 (+58.2%), 恢复至 2019 年同期 38.2%; 扣非归母净利润 4000.54 万元 (+135.21%), EPS0.24 元。其中 Q3 实现营收 9034.87 万元 (-26.69%), 环比 Q2 下滑 39.49%, 环比 Q1 增长 15.81%, 恢复至 2019 年同期 54%; 归母净利润 113.93 万元 (-97.03%), 环比 Q2 下滑 97.59%, 环比 Q1 增加 342.08 万元, 恢复至 2019 年同期 2.97%; 扣非归母业绩亏损 119.16 万元 (-103.54%)。

图 1：天目湖营收情况及增速



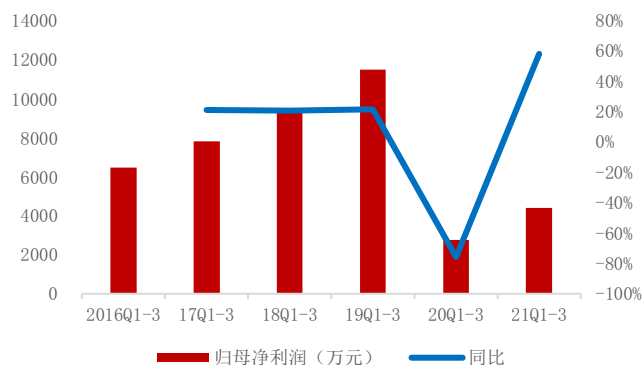
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：天目湖单季度营收情况及增速



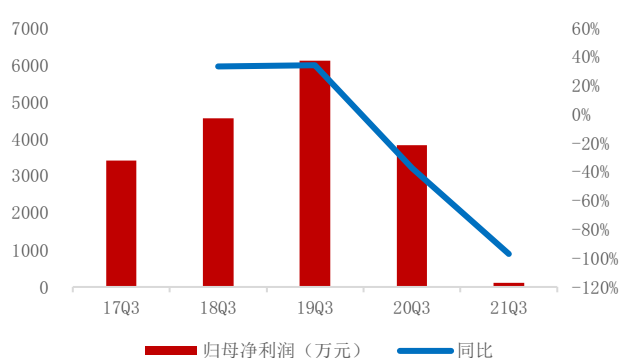
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：天目湖归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：天目湖单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

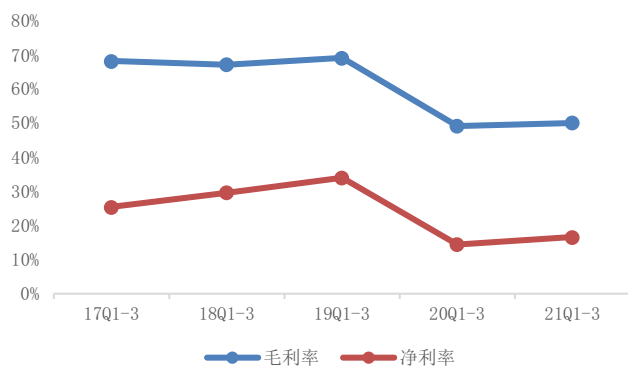
1.1 收入端

Q3 公司营收、业绩大幅下滑主要系暑期南京等周边地区疫情爆发、台风过境影响公司旅游旺季经营环境。公司山水园景区于 8 月起缩短经营时间，关闭夜间旅游项目。9 月疫情得到初步控制后，公司对南京游客提供山水园、南山竹海景区免票游活动提振经营环境，挖掘本地城市圈客户。国庆节期间推出多元化促销活动，双十一登陆淘宝等头部主播直播平台促销。期内新投运御水温泉·竹溪谷等产品接待游客量超预期，继续深耕长三角区域，利用新投运五大游客服务中心和溧阳一号旅游公路等基础设施，链接景区、市区和交通枢纽最后一公里。

1.2 费用端

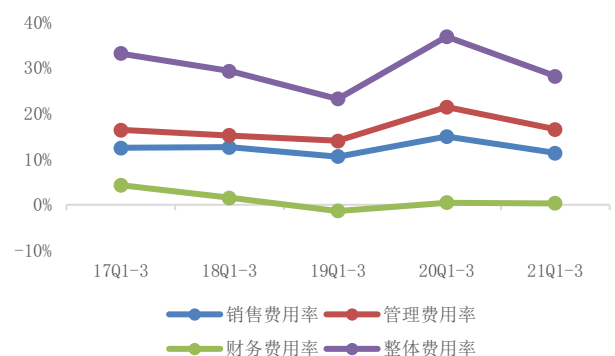
Q3 受疫情冲击毛利率有所下滑。21Q1-3 毛利率微增 0.98pct 至 50.12%，主要系 21H1 目的地景区恢复情况良好、公司新项目落地所致；整体费用率下降 8.67pct 至 28.17%。其中销售费用率 11.31% (-3.64pct)、管理费用率 16.56% (-4.86pct)、财务费用率 0.29% (-0.17pct)。经营活动现金流净额 1.13 亿元 (+106.11%) 系同比业务恢复，收入增长所致。疫情扰动 Q3 经营情况，毛利率同比下滑 26.04pct 至 36.06%，整体费用率同比增加 9.91pct 至 33.36%。其中销售费用率 15.18% (+7.27pct)、管理费用率 19.42% (+4.31pct)、财务费用率-1.24 (-1.68pct)。

图 5：天目湖毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：天目湖单季度各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

暑期南京疫情对公司业绩冲击基本在 Q3 消化，国庆期间公司景区接待游客、实现旅游收入较 2019 年实现正增长。短期国内疫情区域性反复给业绩复苏带来不确定性，跨省游停摆下，公司布局短途游、周边游或实现业绩增长；中长期受益于中心城市周边休闲景区资产，作为国内民营经营休闲景区龙头、费用管理能力较强，公司可转债全部用于南山小寨二期建设以及温泉一期改造工程，项目稳步推进，看好公司疫情后业绩修复能力。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.37\0.65\0.83，对应公司 10 月 29 日收盘价 14.94 元，2021-2023 年 PE 分别为 40\23\18.1，维持“增持”评级。

3. 风险提示

同行竞争风险；景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险；极端天气风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	583	953	1,017	1,100	营业收入	374	457	548	647
现金	546	600	660	739	营业成本	177	219	247	284
应收账款	15	281	284	288	营业税金及附加	1	1	2	2
其他应收款	1	265	265	265	销售费用	59	68	77	91
预付账款	9	9	9	10	管理费用	72	78	88	103
存货	6	7	7	7	财务费用	16	14	16	19
其他流动资产	6	(209)	(209)	(209)	资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
非流动资产	1,026	996	1,015	1,349	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	14	1	1	1
固定资产	679	747	762	785	营业利润	87	79	121	149
无形资产	114	115	116	118	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动	233	134	137	447	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,609	1,949	2,032	2,449	利润总额	87	78	121	149
流动负债	324	325	329	331	所得税	22	20	30	37
短期借款	135	138	140	143	净利润	65	59	91	111
应付账款	70	71	72	72	少数股东损益	10	15	15	15
其他流动负	118	117	117	115	归属母公司净利	55	44	76	96
非流动负债	239	3	4	3	EBITDA	151	143	188	218
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.29	0.37	0.65	0.83
其他非流动	239	3	4	3					
负债合计	563	328	332	334					
少数股东权益	94	350	350	350					
股本	117	117	117	117					
资本公积	332	437	437	437					
留存收益	427	431	434	438					
归属母公司股东	952	1,271	499	1,016					
负债和股东权	1,609	1,949	2,032	2,449					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	159	237	214	207	成长能力				
净利润	55	44	76	96	营业收入	-25.62%	22.00%	20.00%	18.00%
折旧摊销	72	105	105	105	营业利润	-53.82%	-10.17%	54.42%	22.97%
财务费用	17	(6)	(10)	(10)	归属于母公司净	-55.63%	-20.68%	73.64%	27.65%
投资损失	(14)	(1)	(1)	(1)	获利能力				
营运资金变动	87	81	30	2	毛利率(%)	52.60%	52.00%	55.00%	56.00%
其他经营现	(57)	15	15	15	净利率(%)	14.67%	9.54%	13.80%	14.93%
投资活动现金	(158)	(1,433)	(1,149)	(1,149)	ROE(%)	6.22%	3.61%	5.33%	5.27%
资本支出	0	(900)	(900)	(900)	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
长期投资	0	(250)	(250)	(250)	偿债能力				
其他投资现	(158)	(283)	1	1	资产负债率(%)	34.97%	16.83%	16.36%	13.63%
筹资活动现金	251	(404)	(457)	(460)	净负债比率(%)	-36.86%	-24.45%	-40.81%	-36.46%
短期借款	50	(430)	(430)	(430)	流动比率	1.80	2.93	3.09	3.33
长期借款	0	40	40	40	速动比率	1.78	2.91	3.07	3.31
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.29
其他筹资现	200	(14)	(17)	(20)	应收账款周转率	39.33	30.90	30.90	30.38
现金净增加额	252	(1,599)	(1,392)	(1,402)	应付账款周转率	6.94	6.47	7.69	8.98

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.37	0.65	0.83	P/E	50.7	40.0	23.0	18.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.27	1.15	1.11	P/B	2.9	2.2	5.6	2.7
每股净资产(最新摊薄)	5.11	6.82	2.68	5.45	EV/EBITDA	18.57	5.94	3.96	1.22

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

