

天目湖 (603136.SH)

疫情扰动经营表现，内生外延助力成长

买入

核心观点

2021 年公司营收恢复 83%，扣非业绩恢复 35%。2021 年，公司实现 4.19 亿元/+11.86%，恢复至 2019 年的 83%；归母业绩 0.52 亿元/-6.17%，恢复约 42%；扣非业绩 0.43 亿元/+51.66%，恢复约 35.23%，EPS0.28 元。从恢复趋势来看，2021Q1-Q4，公司营收各恢复 88%/114%/54%/87%，归母业绩各恢复 -30%/122%/2%/87%，Q2 收入业绩已超疫情前，下半年疫情反复有所承压。

景区收入恢复 75%，新项目驱动酒店业务较快增长。2021 年公司景区业务实现营收 2.25 亿元/+11.34%，恢复约 75%，毛利率为 61.45%/+4.26pct。其中山水园收入 1.24 亿元/+14.44%，南山竹海收入 1.01 亿元/+7.75%。竹溪谷、遇·十四澜项目等近两年新项目推动下，公司酒店业务营收 1.24 亿元/+33.74%，增长领先，但新项目运营成本增加+疫情影响，其毛利率为 35.72%/-15.36pct。其他方面，公司温泉、水世界和旅行社项目营收同比分别下降 5.16%/68.63%/14.09%，主要系下半年疫情等影响。

2022Q1 疫情影响业绩增亏。2022Q1 疫情反复下，公司实现营收 0.56 亿元/-28.05%；归母业绩/扣非业绩亏损 0.21/0.22 亿元，同比均增亏（21Q1 归母业绩/扣非业绩各亏损 0.05/0.06 亿元）；淡季+疫情下，毛利率仅为 1.14%（20Q1 为-50.56%，21Q1 为 36.31%），盈利显著承压，EPS-0.12 元。

周边游龙头积极内生外延扩张，兼顾疫情变化。短期疫情仍有压制，但 21Q2 表现彰显其恢复弹性。目前，公司积极内生外延优化，且 2021H2 国资背景的溧阳城发入股后，公司未来与政府合作也有望强化。一是现有项目持续挖潜，拟打造天目湖夜游项目的等，中线南山小寨二期仍积极推进中，未来有望持续贡献新的增量。二是 3 月公告拟与溧阳市国资背景的天目湖控股合作打造动物王国旅游项目，溧阳市内持续延伸。三是异地复制扩张方面，公司年报明确表示，以全国五大经济圈都市群为战略布局区域，轻重资产并举，落实资本扩张步伐，进行天目湖一站式旅游模式的复制，以并购等方式，快速推动外延战略区至少落地一个项目。

风险提示：疫情风险，外延扩张、新项目不及预期，股东减持风险等。

投资建议：下调公司 22-24EPS 至 0.29/0.69/0.85 元（此前 22-23 年 EPS 为 0.64/0.77 元，主要系 2022 年以来疫情明显反复拖累），对应 PE72/30/25x。短期疫情仍有扰动，但公司积极应对，立足一站式度假模式深度耕耘，公司对内持续挖潜，对外扩张值得期待，维持“买入”。

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

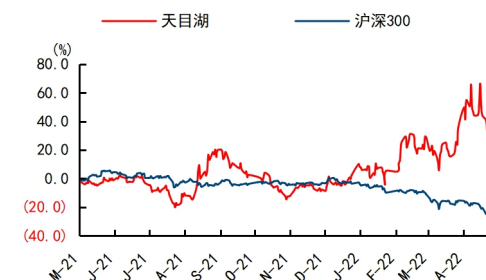
zhongxia@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.77 元
总市值/流通市值	3863/3863 百万元
52 周最高价/最低价	28.41/12.88 元
近 3 个月日均成交额	153.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天目湖-603136-2021 年三季报点评：三季度承压江苏疫情，疫后恢复弹性明显》——2021-10-30

《天目湖-603136-2021 年中报点评：中报优秀符合预期，短期扰动不改中线内生及外延逻辑》——2021-08-16

《天目湖-603136-2020 年年报及 2021 年一季报点评：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

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	374	419	439	589	676
(+/-%)	-25.6%	11.9%	5.0%	34.1%	14.7%
净利润(百万元)	55	52	54	129	158
(+/-%)	-55.6%	-6.2%	4.4%	140.7%	22.3%
每股收益(元)	0.47	0.28	0.29	0.69	0.85
EBIT Margin	17.5%	17.6%	19.4%	34.3%	36.3%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	4.4%	4.5%	10.0%	11.2%
市盈率 (PE)	44.1	75.1	72.0	29.9	24.5
EV/EBITDA	21.8	25.0	22.8	13.6	11.7
市净率 (PB)	2.54	3.31	3.20	2.98	2.75

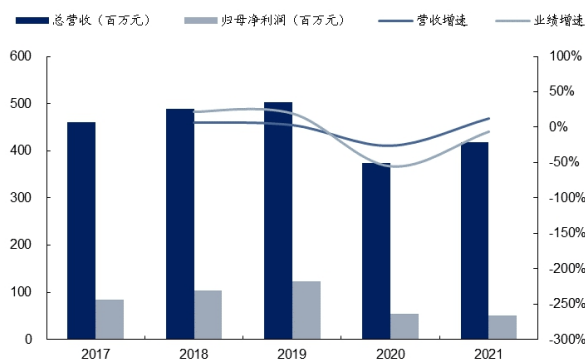
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2021 年公司营收恢复 83%，扣非业绩恢复 35%。2021 年，公司实现 4.19 亿元/+11.86%，恢复至 2019 年的 83%；归母业绩 0.52 亿元/-6.17%，恢复约 42%；扣非归母业绩 0.43 亿元/+51.66%，恢复约 35.23%，EPS0.28 元。2021 年公司营收情况恢复相对良好，但业绩情况与 2019 年仍有差距，主要由于疫情反复，以及部分新项目投入运营及老项目升级改造下经营成本费用提升影响。

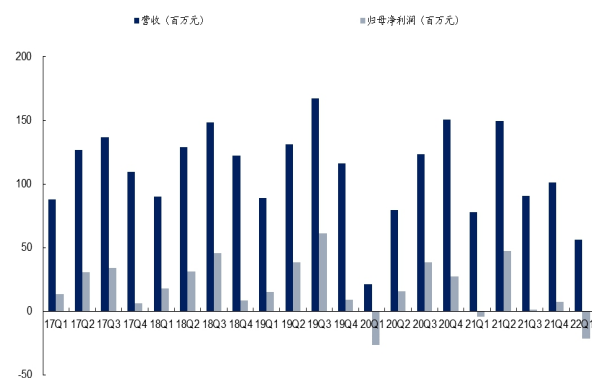
从恢复趋势来看，2021Q1-Q4，公司营收分别恢复 88%/114%/54%/87%，归母业绩分别恢复-30%/122%/2%/87%。总体来看上半年逐步复苏，Q2 收入和业绩均超疫情前，虽部分有新项目的增量贡献，但也显示出公司主业良好的复苏弹性，但 Q3 因华东区域疫情反复影响承压明显，Q3 业绩基本持平；Q4 在疫情间断影响中，恢复 87%，相对良好。

图1：公司营业收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

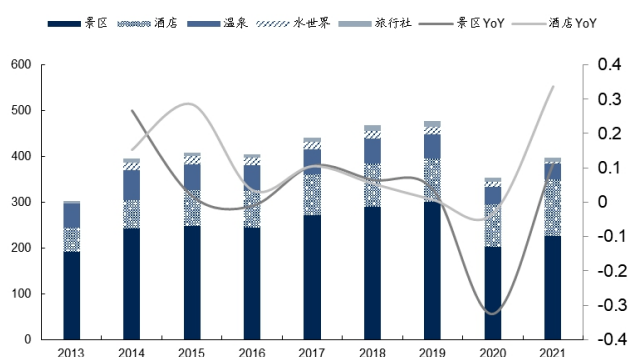
图2：公司分季度营业收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

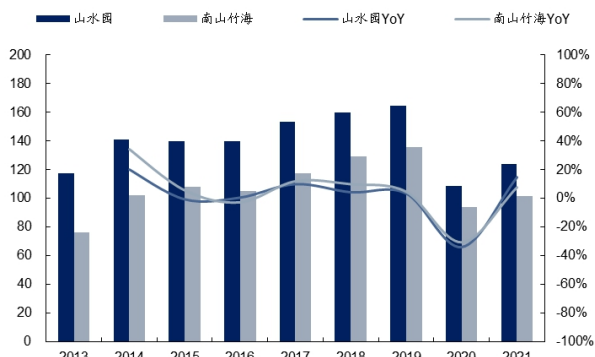
景区收入恢复 75%，新项目驱动酒店业务较快增长。2021 年公司景区业务实现营收 2.25 亿元/+11.34%，恢复约 75%，毛利率为 61.45%，增加 4.26 个百分点。其中山水园营收为 1.24 亿元/+14.44%，南山竹海营收为 1.01 亿元/+7.75%（竹海公司收入恢复约 70%，业绩恢复 51%）。竹溪谷、遇·十四澜项目等近两年新项目推动下，公司酒店业务营收 1.24 亿元/+33.74%，增长领先，但新项目运营成本增加+疫情影响，酒店业务毛利率为 35.72%/-15.36pct。其他项目方面，公司温泉、水世界和旅行社项目营收同比分别下降 5.16%/68.63%/14.09%，主要由于疫情期间运营时间和客流人数减少，其中水世界下滑最明显，主要系该业务暑期为主，但受 Q3 疫情影响较大等因素相关。

图3：公司各业务板块营业收入（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司主要旅游产品营业收入（单位：百万元、%）

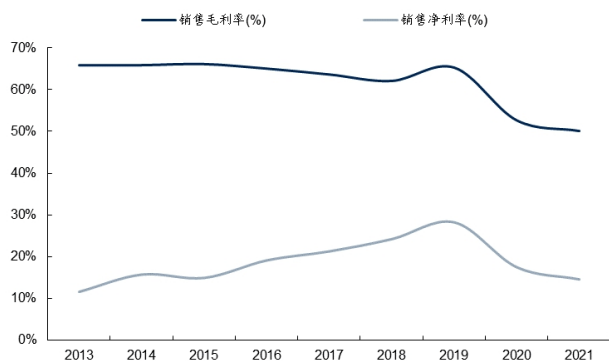


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受疫情、新项目运营及部分项目升级改造影响，2021 年毛利率同比下滑，但期间费率

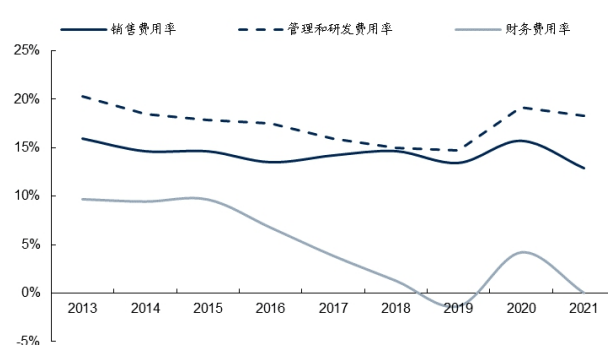
有所优化。2021 年公司毛利率为 50.03%/+2.57pct, 疫情、新项目运营及部分项目升级改造等因素影响; 2021 年公司期间费用率同比下降 7.95pct, 其中财务费率下降 4.20pct, 主要系可转债提前赎回, 利息减少所致; 管理费率及销售费率各下降 0.86/2.89pct, 有所优化。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

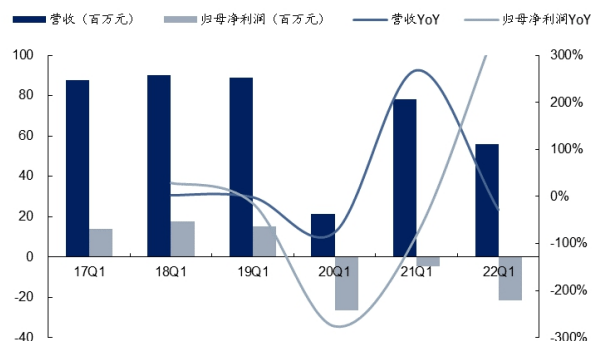
图6: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

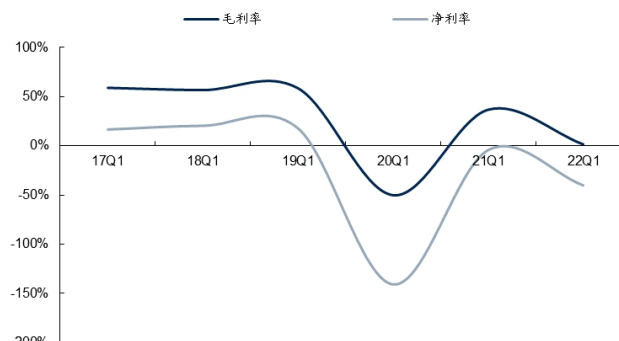
2022Q1, 疫情影响业绩增亏, 整体表现介于 20Q1 与 21Q1 之间。2022Q1 疫情反复下, 公司实现营收 0.56 亿元/-28.05%; 归母业绩/扣非业绩亏损 0.21/0.22 亿元, 同比均增亏 (上年同期归母业绩/扣非业绩各亏损 0.05/0.06 亿元); 淡季+疫情下, 毛利率仅为 1.14% (20Q1 为-50.56%, 21Q1 为 36.31%), 盈利显著承压, EPS-0.12 元。

图7: 公司第一季度营业收入及业绩表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司第一季度毛利率和净利率



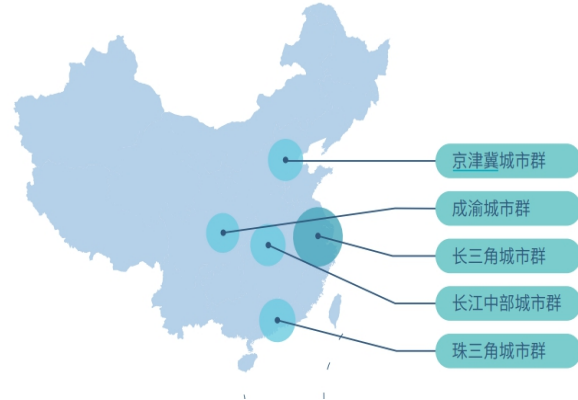
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

周边游龙头积极内生外延扩张, 兼顾疫情变化。公司系民企背景周边游龙头, 积极打造一站式度假目的地。虽然今年以来疫情反复下短期经营仍有承压, 但从21Q2 表现来看, 一旦疫情企稳, 其收入和业绩有望较快恢复。并且, 政府支持下 (去年下半年公司控股股东孟广才 11.61%股份已划转至溧阳市政府 100%持股的溧阳城发旗下, 控股股东不变), 公司积极内生外延优化, 助力中线成长。一是现有项目持续挖潜, 从 2020 年下半年开始公司陆续推出竹溪谷、遇·十四澜、遇·天目湖酒店等新项目, 完成南山竹海的升级改造, 今年拟积极打造天目湖夜游项目的等, 且目前南山小寨二期仍积极推进中, 湖畔休闲区、海洋世界、水世界的提档升级改造等未来有望持续贡献新的增量。二是溧阳区域周边延伸, 3 月公告拟与溧阳市国资背景的天目湖控股合作打造动物王国旅游项目。三是外延扩张方面, 公司年报明确表示, 在全国范围内, 以五大经济圈都市群为战略布局区域, 轻重

资产并举，落实资本扩张步伐，进行天目湖一站式旅游模式的复制，以并购等方式，快速推动外延战略区至少落地一个项目。综合来看，公司内生外延均有望提速。

图9：公司毛利率、净利率变化情况

图10：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调公司 22-24EPS 至 0.29/0.69/0.85 元（此前 22-23 年 EPS 为 0.64/0.77 元，主要系 2022 年以来疫情明显反复拖累），对应 PE72/30/25x。短期疫情仍有扰动，但公司积极应对，立足一站式度假模式深度耕耘，公司对内持续挖潜，对外扩张值得期待，维持中线“买入”评级。

风险提示：疫情等系统性风险，外延扩张不及预期，新项目表现不及预期，股东减持风险等。

表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2022/4/28	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
603136.SH	天目湖	20.77	38.69	0.28	0.29	0.69	0.85	74.18	71.62	30.10	24.44	买入
300144.SZ	宋城演艺	12.00	313.76	0.12	0.15	0.49	0.66	100.00	80.00	24.49	18.18	买入
600054.SH	黄山旅游	9.87	71.99	0.06	0.06	0.43	0.51	164.50	164.50	22.95	19.35	增持
000978.sz	桂林旅游	5.35	19.27	-0.59	-0.09	0.06	0.15	-9.07	-59.44	89.17	35.67	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测 注：桂林旅游系万德一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	546	403	432	466	583	营业收入	374	419	439	589	676
应收款项	15	9	10	13	15	营业成本	177	209	214	216	239
存货净额	6	6	6	6	7	营业税金及附加	1	5	6	7	8
其他流动资产	16	12	18	24	27	销售费用	59	54	55	76	86
流动资产合计	583	430	465	509	632	管理费用	72	77	79	89	98
固定资产	850	928	1010	1081	1113	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	114	110	106	103	99	财务费用	16	(0)	1	2	2
投资性房地产	62	135	135	135	135	投资收益	14	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1609	1602	1716	1827	1978	其他收入	24	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	135	87	150	150	150	营业利润	87	87	86	202	246
应付款项	70	78	77	72	81	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	118	82	83	91	102	利润总额	87	86	86	202	246
流动负债合计	324	248	310	312	332	所得税费用	22	26	23	51	61
长期借款及应付债券	224	0	0	0	0	少数股东损益	10	9	9	21	26
其他长期负债	15	86	96	106	116	归属于母公司净利润	55	52	54	129	158
长期负债合计	239	86	96	106	116	现金流量表（百万元）					
负债合计	563	333	406	418	448	净利润	55	52	54	129	158
少数股东权益	94	99	103	111	122	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	952	1170	1207	1298	1409	折旧摊销	72	95	102	113	123
负债和股东权益总计	1609	1602	1716	1827	1978	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	16	(0)	1	2	2
每股收益	0.47	0.28	0.29	0.69	0.85	营运资本变动	21	(21)	4	4	24
每股红利	0.76	0.25	0.09	0.21	0.25	其它	(6)	1	4	9	10
每股净资产	8.17	6.28	6.48	6.97	7.56	经营活动现金流	141	127	164	254	315
ROIC	3.24%	3.97%	5%	10%	12%	资本开支	0	(169)	(181)	(181)	(151)
ROE	5.77%	4.40%	4%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	53%	50%	51%	63%	65%	投资活动现金流	0	(169)	(181)	(181)	(151)
EBIT Margin	17%	18%	19%	34%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	40%	43%	53%	54%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-26%	12%	5%	34%	15%	支付股利、利息	(89)	(46)	(16)	(39)	(47)
净利润增长率	-56%	-6%	4%	141%	22%	其它融资现金流	288	(9)	63	0	0
资产负债率	41%	27%	30%	29%	29%	融资活动现金流	111	(101)	47	(39)	(47)
股息率	2.3%	1.2%	0.4%	1.0%	1.2%	现金净变动	252	(143)	29	35	117
P/E	44.1	75.1	72.0	29.9	24.5	货币资金的期初余额	294	546	403	432	466
P/B	2.5	3.3	3.2	3.0	2.7	货币资金的期末余额	546	403	432	466	583
EV/EBITDA	21.8	25.0	22.8	13.6	11.7	企业自由现金流	0	(43)	(12)	87	180
						权益自由现金流	0	(52)	49	85	179

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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