

天目湖 (603136)

2021 年报&2022 一季报业绩点评：业绩符合我们预期，引入国资优势互补

增持（维持）

2022 年 05 月 01 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

执业证书：S0600120110012

liyph@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	419	435	558	620
同比	12%	4%	28%	11%
归属母公司净利润（百万元）	52	39	118	136
同比	-6%	-25%	203%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.28	0.21	0.63	0.73
P/E（现价&最新股本摊薄）	80.23	106.37	35.08	30.32

投资要点

■ 2021 全年业绩符合我们预期，年末疫情反复持续致 2022Q1 业绩承压。

2021 年：营收 4.19 亿元（yoy+11.86%），归母净利润 5150 万元（yoy-6.17%），扣非归母净利润 4278 万元（yoy+51.66%），业绩表现符合我们预期。**2021Q4 单季：**经营表现同比下行，营收 1 亿元（yoy-32.87%），归母净利润 759 万元（yoy-72%）。**2022Q1：**由于疫情持续反复，业绩承压显著，单季营收 5613 万元（yoy-28.05%），归母净利润-2149 万元。

■ 2021 全年新项目投运带来业绩增量，景区持续复苏，酒店快速增长。

2021 年公司景区业务营收 2.25 亿元（yoy+11.34%），毛利率 61.45%（yoy+4.26pct），通过完善与优化度假产品链，各景区营收均实现正增，盈利能力增强，其中山水园景区收入同比+14.44%，毛利率同比+6.03pct，南山竹海景区收入同比+7.75%，净利润 2609 万元。索道子公司营收 1816 万元，净利润 756 万元。温泉业务营收 3559 万元（yoy-5.16%），毛利率 43.5%（yoy+3.72pct）；酒店业务营收 1.24 亿元（yoy+33.7%），主要系遇天目湖酒店投运带来业绩增量，毛利率 35.72%（yoy-15.4pct）。

■ 2021 年成本费用结构稳定，2022Q1 管理费用率同比增加系会计准则影响。

2021 年全年毛利率为 50%（yoy-2.6pct），销售费用率 12.9%（yoy-2.9pct），管理费用率 18.3%（yoy-0.9pct）。2021Q4 毛利率 49.7%（yoy-8pct），销售费用率 17.7%（yoy+0.8pct），管理费用率 23.9%（+8pct）。2022Q1 毛利率 1.1%（主要系收入下滑影响），销售费用率 10.9%（yoy-2.5pct），管理费用率 33.2%（yoy+12.1pct）。费用结构改变主要与准则调整有关。

■ 引入国资战投，深耕长三角，聚焦城市群。1）控股股东孟广才先后合计转让 20.3%股权至溧阳城发，引入国资后公司股权结构优化，有望在区域优势互补。2）推进南山小寨二期项目建设，挖掘定制旅游等长尾市场扩大市占率；3）公司与江苏天目湖控股集团（溧阳国资控股）共出资 1 亿元新建天目湖动物王国，丰富目的地旅游产品，持续巩固根据地建设。4）公司后续有望通过并购重组/投资新建等方式全国扩张，中长期有望增厚公司业绩，提升抗风险能力。

■ 盈利预测与投资评级：2022 年以来多地疫情反复及后续易紧难松的防控政策或致利润端有所承压。基于保守假设我们调整公司 2022-23 年归母净利润至 0.4/1.2 亿元（前值为 1.37/1.7 亿元），预计 2024 年公司归母净利润 1.4 亿元，2022-24 年归母净利润 CAGR 为 87.3%，当前股价对应动态 PE 106/35/30 倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示：疫情反复、复苏&项目进展不及市场预期、极端天气风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.18
一年最低/最高价	13.22/27.50
市净率(倍)	3.60
流通 A 股市值(百万元)	4,132.01
总市值(百万元)	4,132.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.16
资产负债率(%，LF)	18.65
总股本(百万股)	186.29
流通 A 股(百万股)	186.29

相关研究

《天目湖(603136)：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》

2021-08-22

《天目湖(603136)：Q3 环比改善，期待新项目打开长期空间》

2020-10-27

《天目湖(603136)：19 扣非快速增长，疫情无碍稀缺景区长期逻辑》

2020-05-04

天目湖三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	430	346	211	214	营业总收入	419	435	558	620
货币资金及交易性金融资产	403	314	176	175	营业成本(含金融类)	209	229	220	238
经营性应收款项	12	14	16	17	税金及附加	5	6	4	3
存货	6	8	7	8	销售费用	54	65	72	81
合同资产	0	0	0	0	管理费用	77	81	89	99
其他流动资产	9	10	12	14	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	1,172	1,488	1,712	1,935	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	4	6	6
固定资产及使用权资产	988	1,224	1,386	1,562	投资净收益	2	2	3	3
在建工程	2	71	120	154	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	110	111	112	113	减值损失	1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	4	4	6	6
长期待摊费用	3	5	8	12	营业利润	87	66	186	215
其他非流动资产	69	77	86	95	营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	1,602	1,834	1,923	2,149	利润总额	86	65	185	214
流动负债	248	184	184	200	减:所得税	26	20	46	53
短期借款及一年内到期的非流动负债	87	7	7	7	净利润	61	46	139	160
经营性应付款项	78	75	72	78	减:少数股东损益	9	7	21	24
合同负债	39	46	44	48	归属母公司净利润	52	39	118	136
其他流动负债	43	56	61	67	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.28	0.21	0.63	0.73
非流动负债	86	336	286	336	EBIT	80	55	172	199
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	181	234	366	413
应付债券	0	200	100	100	毛利率(%)	50.03	47.52	60.62	61.61
租赁负债	72	122	172	222	归母净利率(%)	12.30	8.92	21.13	21.96
其他非流动负债	14	14	14	14	收入增长率(%)	11.86	4.02	28.04	11.28
负债合计	333	520	470	536	归母净利润增长率(%)	-6.17	-24.57	203.26	15.67
归属母公司股东权益	1,170	1,209	1,326	1,463					
少数股东权益	99	106	127	151					
所有者权益合计	1,269	1,315	1,453	1,614					
负债和股东权益	1,602	1,834	1,923	2,149					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	137	231	322	378	每股净资产(元)	6.28	6.49	7.12	7.85
投资活动现金流	-154	-489	-410	-429	最新发行在外股份(百万股)	186	186	186	186
筹资活动现金流	-126	170	-50	50	ROIC(%)	3.98	2.53	7.64	8.13
现金净增加额	-143	-88	-138	-1	ROE-摊薄(%)	4.40	3.21	8.88	9.32
折旧和摊销	101	178	194	214	资产负债率(%)	20.80	28.34	24.43	24.92
资本开支	-156	-482	-400	-420	P/E (现价&最新股本摊薄)	80.23	106.37	35.08	30.32
营运资本变动	-28	1	-6	8	P/B (现价)	3.53	3.42	3.12	2.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

