

信义山证汇通天下

证券研究报告

景区

天目湖 (603136.SH)

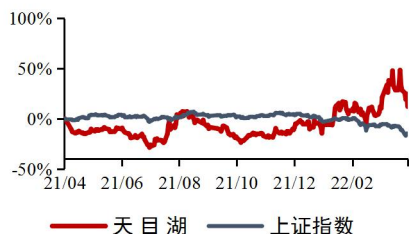
增持-B(维持)

疫情拖累景区业务恢复, 公司费用管理能力持续提升

2022 年 4 月 29 日

公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据: 2022 年 4 月 28 日

收盘价 (元):	20.77
总股本 (亿股):	1.86
流通股本 (亿股):	1.86
流通市值 (亿元):	38.69

基础数据: 2022 年 3 月 31 日

每股净资产 (元):	6.16
每股资本公积 (元):	2.92
每股未分配利润 (元):	1.88

分析师:

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

电话: 010-83496309

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点:

- 公司 2021 年实现营收 4.18 亿元 (+11.86%), 恢复至 2019 年同期 83%; 归母净利润 5150 万元 (-6.17%), 恢复至 2019 年同期 41.12%; 扣非归母净利润 4278 万元 (+51.66%), 恢复至 2019 年同期 35.22%。公司年内业绩随疫情控制情况波动, Q2 国内疫情形势好转、旅游市场回暖、单季度贡献营收、业绩亮眼。22Q1 实现营收 5613 万元 (-28.05%), 恢复至 2019 年同期 62.92%、环比 21Q4 下滑 44.55%; 归母业绩亏损 2149 万元, 较上年同期增亏 0.21 亿元; 扣非归母业绩亏损 2248 万元, 较上年同期增亏 0.16 亿元; EPS-0.12 元。
- 景区、酒店业务继续贡献主要营收业绩。山水园景区营收 1.24 亿元 (+14.44%)、占整体收入 31.16% (+2.28pct)、毛利率 62.88% (+6.03pct); 南山竹海营收 1.03 亿元 (+7.75%)、占比 25.88% (+0.75pct)、毛利率 59.73% (+2.12pct); 酒店营收 1.24 亿元 (+33.74%)、占整体收入 31.16% (+6.56pct)。
- 毛利率微降 2.57pct 至 50.03%, 整体费用率下降 7.95pct 至 31.16%。期内公司费用管理能力显著提升, 其中销售费用率 12.85% (-2.89pct)、管理费用率 18.32% (-0.86pct) 系上年同期受疫情影响闭园费用增加所致, 财务费用率 -0.01% (-4.21pct) 显著下降系可转债提前赎回、可转债利息减少所致。

盈利预测、估值分析和投资建议: 短期来看疫情对公司业绩有较强影响。中期来看公司南山竹海、南山小寨二期、温泉项目升级改造有望提升公司盈利能力。长期来看, 作为国内民营经营休闲景区龙头、资产为稀缺休闲度假景区, 随着可转债提前赎回费用管理能力持续增强, 看好公司长期发展。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.29\0.59\0.81 元, 对应公司 4 月 28 日收盘价 20.77 元, 2022-2024 年 PE 分别为 70.8\35\25.8 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 景区客流下降风险; 疫情对旅游行业影响超预期风险。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	374	419	444	599	767
YoY(%)	-25.6	11.9	6.0	35.0	28.0
净利润(百万元)	55	52	55	111	150
YoY(%)	-55.6	-6.2	6.1	102.3	35.7
毛利率(%)	52.6	50.0	46.0	55.0	57.0
EPS(摊薄/元)	0.29	0.28	0.29	0.59	0.81
ROE(%)	6.2	4.8	4.8	8.9	11.0
P/E(倍)	70.5	75.1	70.8	35.0	25.8
P/B(倍)	4.4	3.3	3.2	2.9	2.7
净利率(%)	14.7	12.3	12.3	18.5	19.6

数据来源: 聚源数据, 山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 公司 2021 年及 2022 年一季度经营情况.....	3
1.1 收入端.....	4
1.2 费用端.....	4
2. 投资建议及盈利预测.....	5
3. 风险提示.....	5

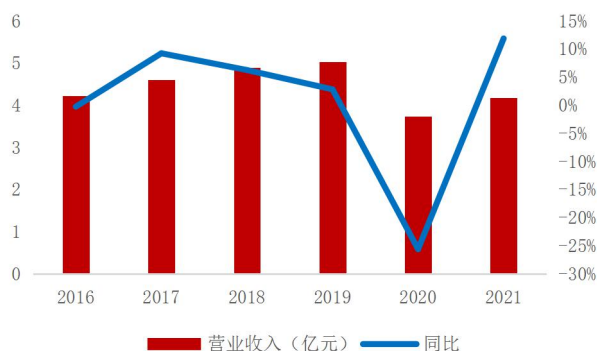
图表目录

图 1： 天目湖营收情况及增速.....	3
图 2： 天目湖单季度营收情况及增速.....	3
图 3： 天目湖营收归母净利润及增速.....	3
图 4： 天目湖单季度归母净利润情况及增速.....	3
图 5： 天目湖毛利率、净利率变化情况.....	5
图 6： 天目湖各项费用率变化情况.....	5
表 1： 天目湖主营收入情况.....	4

1. 公司 2021 年及 2022 年一季度经营情况

公司 2021 年实现营收 4.18 亿元(+11.86%), 恢复至 2019 年同期 83%; 归母净利润 5150 万元(-6.17%), 恢复至 2019 年同期 41.12%; 扣非归母净利润 4278 万元 (+51.66%), 恢复至 2019 年同期 35.22%。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 0.78 亿元/1.49 亿元/0.9 亿元/1.01 亿元, 同比+268.95%/+87.85%/-26.69%/-32.87%, 分别恢复至 2019 年同期 87%/114%/54%/87%; 实现归母净利润-456 万元/4733 万元/113 万元/758 万元, 同比+82.73%/+198.88%/-97.03%/-72.02%, 分别恢复至 2019 年同期-30%/122%/2%/87%。公司年内业绩随疫情控制情况波动, Q2 国内疫情形势好转、旅游市场回暖、单季度贡献营收、业绩亮眼, 分别占全年整体 35.67%/91.9%; Q3 受长三角地区疫情反复业绩明显承压。

图 1: 天目湖营收情况及增速



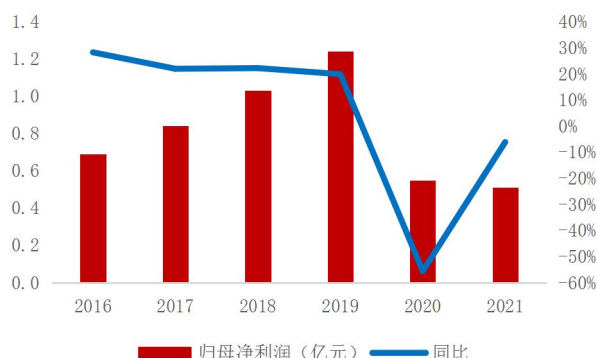
资料来源: wind, 山西证券研究所

图 2: 天目湖单季度营收情况及增速



资料来源: wind, 山西证券研究所

图 3: 天目湖营收归母净利润及增速



资料来源: 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



资料来源: wind, 山西证券研究所

公司 22Q1 实现营收 5613 万元 (-28.05%), 恢复至 2019 年同期 62.92%、环比 21Q4 下滑 44.55%; 归

母业绩亏损 2149 万元，较上年同期增亏 0.21 亿元、环比 Q4 转盈为亏；扣非归母业绩亏损 2248 万元，较上年同期增亏 0.16 亿元；EPS-0.12 元。22Q1 毛利率骤降 35.17pct 至 1.14%，整体费用率上升 3.49pct 至 44.73%。其中销售费用率 10.92% (-2.48pct)、管理费用率 33.22% (+12.05pct)、财务费用率 0.59% (-6.08pct)。

1.1 收入端

景区、酒店业务继续贡献主要营收业绩。山水园景区实现营收 1.24 亿元 (+14.44%)、占整体收入 31.16% (+2.28pct)、毛利率 62.88% (+6.03pct)；南山竹海营收 1.03 亿元 (+7.75%)、占比 25.88% (+0.75pct)、毛利率 59.73% (+2.12pct)；酒店营收 1.24 亿元 (+33.74%)、占整体收入 31.16% (+6.56pct)、毛利率 35.72% (-15.36pct)。水世界、温泉、旅行社项目表现式微。水世界营收 391 万元 (-68.63%)、占比 0.75% (-2.45pct)、成本激增毛利率-171.06% (-180.9pct)；温泉营收 3558 万元 (-5.16%)、占比 9.05% (-0.85pct)、毛利率 43.5% (+3.72pct)；旅行社营收 793 万元 (-14.09%)、占比 2.01% (-0.4pct)、毛利率 4.56% (-0.2pct)。

表 1：天目湖主营收入情况

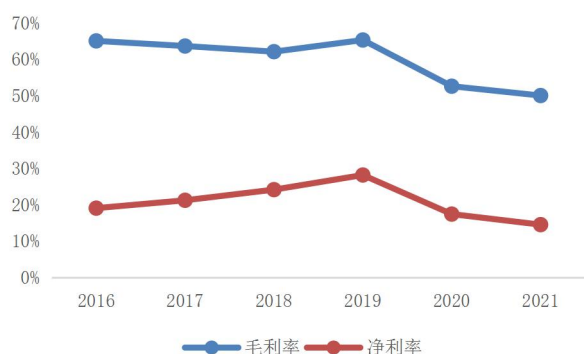
	营业收入	YOY	占比	YOY	毛利率	YOY
山水园	1.24	14.44%	31.16%	2.28pct	62.86%	6.03pct
南山竹海	1.03	7.75%	25.88%	0.75pct	59.73%	2.12pct
水世界	0.03	-68.63%	0.75%	-2.45pct	-171.06%	-180.9pct
温泉	0.36	-5.16%	9.05%	-0.85pct	43.50%	3.72pct
酒店	1.24	33.74%	31.16%	6.56pct	35.72%	-15.36pct
旅行社	0.08	-14.09%	2.01%	-0.40pct	4.56%	-0.2pct

资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 费用端

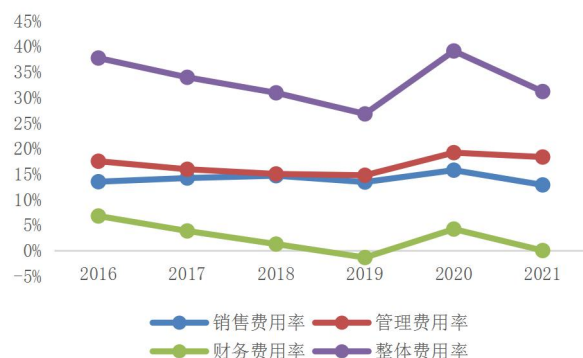
毛利率微降 2.57pct 至 50.03%，整体费用率下降 7.95pct 至 31.16%。期内公司费用管理能力显著提升，其中销售费用率 12.85% (-2.89pct)、管理费用率 18.32% (-0.86pct) 系上年同期受疫情影响闭园费用增加所致，财务费用率-0.01% (-4.21pct) 显著下降系可转债提前赎回、可转债利息减少所致。筹资活动产生现金流净额下降 150.39%系去年发行可转债今年未再融资所致。

图 5：天目湖毛利率、净利率变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：天目湖各项费用率变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

短期来看疫情对公司业绩有较强影响。中期来看公司南山竹海、南山小寨二期、温泉项目升级改造有望提升公司盈利能力。长期来看，作为国内民营经营休闲景区龙头、资产为长三角稀缺休闲度假景区，随着可转债提前赎回费用管理能力持续增强，看好公司长期发展。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.29\0.59\0.81\元，对应公司 4 月 28 日收盘价 20.77 元，2022-2024 年 PE 分别为 70.8\35\25.8 倍，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。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	583	430	486	422	464
现金	546	403	442	379	403
应收票据及应收账款	13	7	15	15	23
预付账款	9	5	10	10	16
存货	6	6	8	8	12
其他流动资产	8	9	11	10	11
非流动资产	1026	1172	1203	1392	1569
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	811	0	31	208	377
无形资产	114	110	109	110	106
其他非流动资产	101	1062	1063	1074	1085
资产总计	1609	1602	1688	1814	2033
流动负债	324	248	268	267	320
短期借款	135	80	80	80	80
应付票据及应付账款	70	78	92	99	134
其他流动负债	118	90	96	87	106
非流动负债	239	86	88	99	107
长期借款	224	0	2	14	21
其他非流动负债	15	86	86	86	86
负债合计	563	333	356	366	427
少数股东权益	94	99	108	127	153
股本	117	186	186	186	186
资本公积	332	543	543	543	543
留存收益	427	430	489	607	776
归属母公司股东权益	952	1170	1224	1321	1453
负债和股东权益	1609	1602	1688	1814	2033

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	159	137	68	131	233
净利润	65	61	64	129	176
折旧摊销	72	95	7	19	39
财务费用	16	-0	-8	-7	-6
投资损失	-14	-2	-6	-6	-7
营运资金变动	21	-28	11	-4	31
其他经营现金流	-1	12	0	0	0
投资活动现金流	-158	-154	-32	-202	-209
筹资活动现金流	251	-126	3	8	-1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.28	0.29	0.59	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.74	0.36	0.70	1.25
每股净资产(最新摊薄)	4.76	6.28	6.57	7.09	7.80

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	374	419	444	599	767
营业成本	177	209	240	270	330
营业税金及附加	1	5	5	6	7
营业费用	59	54	55	72	92
管理费用	72	77	80	108	138
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	16	-0	-8	-7	-6
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	2	6	6	7
营业利润	87	87	77	157	213
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	87	86	77	156	213
所得税	22	26	13	27	37
税后利润	65	61	64	129	176
少数股东损益	10	9	9	19	26
归属母公司净利润	55	52	55	111	150
EBITDA	165	174	76	167	246

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-25.6	11.9	6.0	35.0	28.0
营业利润(%)	-53.8	-0.6	-10.8	102.2	36.2
归属于母公司净利润(%)	-55.6	-6.2	6.1	102.3	35.7
获利能力					
毛利率(%)	52.6	50.0	46.0	55.0	57.0
净利率(%)	14.7	12.3	12.3	18.5	19.6
ROE(%)	6.2	4.8	4.8	8.9	11.0
ROIC(%)	5.3	4.1	4.1	8.2	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.0	20.8	21.1	20.2	21.0
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.6	1.5
速动比率	1.7	1.7	1.7	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	39.3	40.2	40.2	40.2	40.2
应付账款周转率	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8
估值比率					
P/E	70.5	75.1	70.8	35.0	25.8
P/B	4.4	3.3	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	22.9	21.5	48.9	22.7	15.5

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

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：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

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

