

天目湖 (603136.SH)

上半年华东客源承压 积极探索复合型业态

买入

核心观点

2022年上半年业绩承压，处于业绩预告区间内。上半年，公司实现营收0.89亿元/-60.99%，仅恢复至2019H1的40%；实现归母业绩和扣非业绩各亏损0.54/0.57亿元，处于业绩预告区间内（预亏0.48~0.58亿元），同比转亏（去年同期业绩/扣非业绩各0.43/0.41亿元），EPS-0.29元。Q2，公司营收0.33亿元/-78.19%；归母业绩和扣非业绩各亏损0.32/0.34亿元（21Q2均为0.47亿元），疫情反复导致景区客流大幅下降。

华东疫情影响上半年周边客源为主。2022H1公司景区业务营收4088万元/-69.36%，恢复约31%，其中山水园收入147.51万元/-58.74%；南山竹海收入2272万元/-62.16%，亏损近千万，主要系疫情影响客流下滑，且开展惠民活动等影响。酒店业务营收3221万元/-48.64%，温泉收入894万元/-54.56%，旅行社业务收入1639万元/-77.24%；水世界业务收入38万元/+54.47%。由于人工、折摊等成本相对刚性，公司上半年毛利率下降65.50pct至-9.80%，整体费用率上升31.86pct至57.96%。其中，销售费用率18.51%/+8.73pct、管理费用率39.41%/+23.99pct、财务费率0.04%/-0.86pct。

短期疫情仍有影响，关注公司内部升级和对外新项目进展。虽然短期疫情仍然反复，但公司积极内部持续优化，布局暑期复苏，蓄势中线成长。公司上半年在山水园景区打造了夜游、海洋世界升级、水世界扩建等项目，发力暑期，且推出露营烧烤、水上娱乐等，提高对游客吸引力；并积极打通线上线下双渠道产品销售。中线来看，公司南山小寨二期积极推进，同时与国资主体签约合作，在溧阳打造动物王国项目，有望助力中线成长。此外，围绕深耕长三角和关注城市群，公司未来异地复制扩张仍有期待。

风险提示：疫情风险，外延扩张可能节奏较慢、新项目不及预期等。

投资建议：考虑上半年经营情况以及暑期局部疫情反复，我们下调公司22-24EPS至-0.10/0.62/0.85元（此前预计22-24年EPS为0.29/0.69/0.85元，主要下调今年山水园、南山珠海、御水温泉等相关收入假设），对应23-24PE40/30x。短期疫情仍有扰动，但公司积极应对，作为品质周边游的代表，小而美特点鲜明，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”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	374	419	328	540	672
(+/-%)	-25.6%	11.9%	-21.6%	64.5%	24.5%
净利润(百万元)	55	52	-19	116	158
(+/-%)	-55.6%	-6.2%	—	-721.4%	35.6%
每股收益(元)	0.47	0.28	-0.10	0.62	0.85
EBIT Margin	17.5%	17.6%	-6.0%	33.9%	36.5%
净资产收益率(ROE)	5.8%	4.4%	-1.6%	9.4%	11.7%
市盈率(PE)	53.0	90.4	-248.8	40.0	29.5
EV/EBITDA	25.4	29.6	61.6	17.1	13.8
市净率(PB)	3.06	3.98	4.04	3.78	3.47

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

公司研究·财报点评

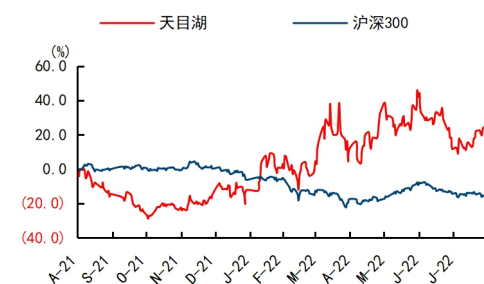
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 24.98元
 总市值/流通市值 4646/4646百万元
 52周最高价/最低价 30.55/13.97元
 近3个月日均成交额 138.37百万元

市场走势



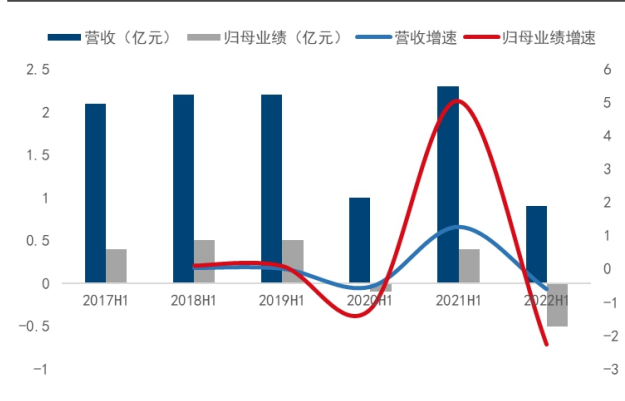
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天目湖(603136.SH)-疫情扰动经营表现，内生外延助力成长》——2022-04-29
 《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

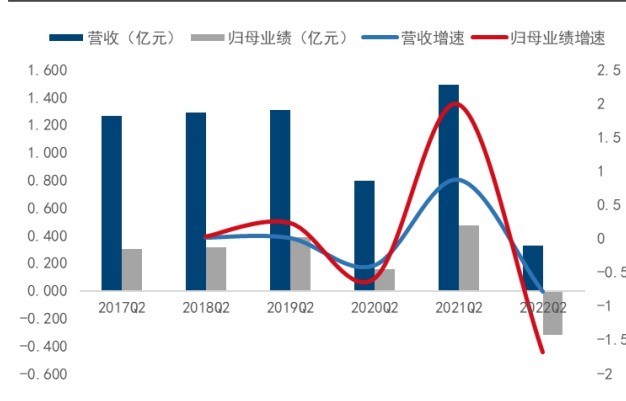
2022 年上半年收入仅恢复约 40%，业绩承压，处于业绩预告区间内。今年上半年，公司实现营收 0.89 亿元/-60.99%，恢复至 2019 年同期约 40%；疫情影响下，公司归母业绩和扣非业绩同比转亏，分别亏损 0.54/0.57 亿元，处于业绩预告区间内（业绩预告 0.48~0.58 亿元），同比转亏（去年同期业绩/扣非业绩各盈利 0.43/0.41 亿元），EPS-0.29 元。聚焦 Q2，公司营收 0.33 亿元，同比下降 78.19%；归母业绩和扣非业绩各亏损 0.32/0.34 亿元（21Q2 均为盈利 0.47 亿元），主要系疫情影响客流承压所致。

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

经营主业全面承压。2022 年上半年，公司景区业务实现营收 4088 万元/-69.36%，恢复至 2019 年的约 31%，其中山水园收入 147.51 万元/-58.74%，净利润-38.83 万元；南山竹海收入 2272 万元/-62.16%，亏损近 1000 万元，主要系疫情影响客流下滑，且公司开展惠民活动，对溧阳当地居民推出山水园/南山竹海景区推出免费年卡等影响。上半年酒店业务营收 3221 万元/-48.64%，温泉收入 894 万元/-54.56%，对应温泉酒店公司业绩亏损 2,010.92 万元，主要与其刚性成本压力影响较大相关。此外，旅行社业务收入 1639 万元/-77.24%；水世界业务收入 38 万元/+54.47%。

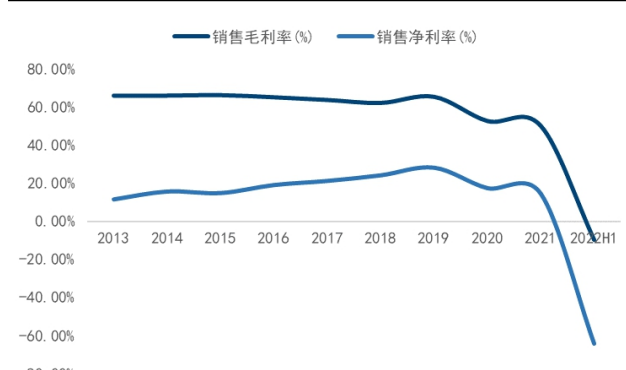
成本费用刚性，盈利能力有所承压。由于人工、折摊等成本费用相对刚性，2022 年上半年公司毛利率下降 65.50pct 至-9.80%，整体费用率上升 31.86pct 至 57.96%。其中，销售费用率 18.51%/+8.73pct、管理费用率 39.41%/+23.99pct、财务费用率 0.04%/-0.86pct。

图3：公司各业务板块营业收入（单位：百万元、%）



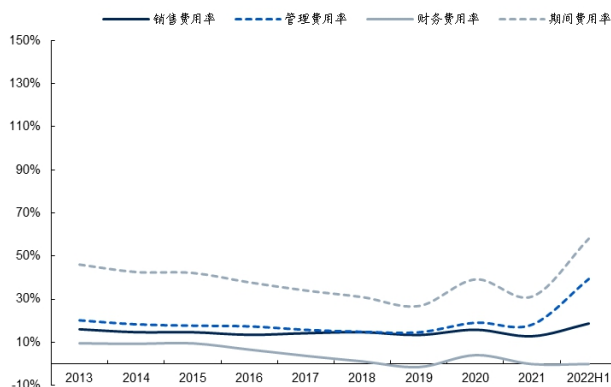
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司整体毛利率和净利率下滑较多（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司期间费用率（%）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

短期疫情仍有影响，关注公司新项目进展。虽然短期疫情仍然反复，但公司积极内部持续优化，布局暑期复苏，蓄势中线成长。公司景区客流量疫情期间受限，但公司积极备战暑期，对山水园景区改造升级，提前打造好暑期核夜游产品&旺季特色夜游线路、海洋世界升级、水世界扩建、创新游览（联动外部景詹大桥）等5个项目，发力暑期。此外，公司针对周边游和短途游的兴起，适时推出露营烧烤、水上娱乐、冰雪大战等项目，提高对游客的吸引力；公司加速互联网营销转型建设，通过尝试直播带货、社群运作、扩大三方垂直类平台合作等方式，打通线上线下双渠道产品销售。中线来看，公司南山小寨二期积极推进，同时与溧阳市国资主体签约合作，在溧阳打造动物王国项目，有望助力中线成长。此外，围绕深耕长三角和关注城市群，公司未来异地复制扩张仍有期待。

投资建议：考虑上半年经营情况以及暑期局部疫情反复，我们下调公司 22-24EPS 至-0.10/0.62/0.85 元（此前预计 22-24 年 EPS 为 0.29/0.69/0.85 元，核心下调今年山水园、南山珠海、御水温泉等相关收入假设），对应 23-24PE40/30x。短期疫情仍有扰动，但公司积极应对，作为品质周边游的代表，小而美特点鲜明，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”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 亿元	EPS				PE				投资评级
		2022/8/29		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
603136.SH	天目湖	24.98	46.54	0.28	-0.10	0.62	0.85	90.36	(248.85)	40.04	29.54	买入
600138.sh	中青旅	10.94	79.19	0.03	-0.22	0.46	0.75	372.95	(49.72)	23.74	14.62	买入
300144.SZ	宋城演艺	12.79	334.42	0.12	0.07	0.40	0.58	106.12	172.87	32.04	21.97	买入
000888.sz	峨眉山 A	7.45	39.26	0.03	0.02	0.33	0.44	248.33	372.50	22.58	16.93	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	400	400	509	营业收入	374	419	328	540	672
应收款项	15	9	7	12	15	营业成本	177	209	209	200	237
存货净额	6	6	6	5	7	营业税金及附加	1	5	4	6	8
其他流动资产	16	12	13	22	27	销售费用	59	54	55	70	85
流动资产合计	583	430	426	439	558	管理费用	72	77	80	81	97
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)	2	4	3
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	1677	1757	1904	其他收入	24	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	135	87	178	171	150	营业利润	87	87	(20)	181	245
应付款项	70	78	72	62	79	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	118	82	81	80	100	利润总额	87	86	(20)	181	245
流动负债合计	324	248	332	313	329	所得税费用	22	26	1	46	61
长期借款及应付债券	224	0	0	0	0	少数股东损益	10	9	(2)	19	26
其他长期负债	15	86	96	106	116	归属于母公司净利润	55	52	(19)	116	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	427	419	445	净利润	55	52	(19)	116	158
少数股东权益	94	99	98	106	116	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	952	1170	1151	1232	1343	折旧摊销	72	95	102	113	123
负债和股东权益总计	1609	1602	1677	1757	1904	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)	2	4	3
每股收益	0.47	0.28	(0.10)	0.62	0.85	营运资本变动	21	(21)	5	(13)	38
每股红利	0.76	0.25	0.00	0.19	0.25	其它	(6)	1	(1)	8	10
每股净资产	8.17	6.28	6.18	6.61	7.21	经营活动现金流	141	127	87	223	329
ROIC	3.24%	3.97%	-1%	9%	12%	资本开支	0	(169)	(181)	(181)	(151)
ROE	5.77%	4.40%	-2%	9%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	53%	50%	36%	63%	65%	投资活动现金流	0	(169)	(181)	(181)	(151)
EBIT Margin	17%	18%	-6%	34%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	40%	25%	55%	55%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-26%	12%	-22%	65%	24%	支付股利、利息	(89)	(46)	0	(35)	(47)
净利润增长率	-56%	-6%	—	-721%	36%	其它融资现金流	288	(9)	91	(8)	(21)
资产负债率	41%	27%	31%	30%	29%	融资活动现金流	111	(101)	91	(42)	(68)
股息率	1.9%	1.0%	0.0%	0.7%	1.0%	现金净变动	252	(143)	(3)	0	109
P/E	53.0	90.4	(248.8)	40.0	29.5	货币资金的期初余额	294	546	403	400	400
P/B	3.1	4.0	4.0	3.8	3.5	货币资金的期末余额	546	403	400	400	509
EV/EBITDA	25.4	29.6	61.6	17.1	13.8	企业自由现金流	0	(43)	(95)	55	194
						权益自由现金流	0	(52)	(6)	45	171

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