

► **天目湖发布 2022 年三季报。**公司 2022Q3 营收 1.54 亿元, 同比+70.61%, 较 19 年同期-7.73%; 归母净利润 0.56 亿元, 同比+4829.87%, 较 19 年同期-8.26%; 扣非归母净利润 0.54 亿元, 较去年同期扭亏为盈, 较 19 年同期-10.83%。三季度营收及归母净利润增长, 主要是 2021 年暑期南京等周边地区疫情扰动使业务锐减所致。从 2022 年前三季度来看, 公司营收 2.42 亿元, 同比-23.56%, 较 19 年同期-37.23%; 归母净利润 0.02 亿元, 同比-94.34%, 较 19 年同期-97.84%; 扣非归母净利润-0.02 亿元, 去年同期为 0.40 亿元。前三季度营收及利润同比下滑, 主要是上半年疫情扰动使景区客流减少所致。

► **三季度毛利率及净利率同比增长, 2021 年营收低基数及固定成本为主要原因。**公司 2022Q3 毛利率 55.19%, 同比+19.13pcts, 较 19 年同期-18.53pcts; 净利率 36.44%, 同比+35.18pcts, 较 19 年同期-0.21pcts。公司前三季度毛利率 31.46%, 同比-18.66pcts, 较 19 年同期-37.68pcts; 净利率 1.02%, 同比-12.80pcts, 较 19 年同期-28.69pcts。我们认为, 公司 Q3 毛利率及净利率同比增长, 主要是 2021 年营收基数较低且各项业务固定成本占比较高所致。毛利率较 19 年同期有所下滑, 主要是 2020 年以来新开的各酒店毛利率水平较景区业务低所致。

► **把握暑期旺季机遇, 多因素推动经营表现向好。**公司在上半年疫情扰动后快速调整, 借外因驱动、内部改进及酒店布局优势, 紧抓暑期旺季实现快速复苏。

1) 外因驱动: 长三角地区三季度受疫情扰动影响较小, 天目湖位处长三角中心地带, 三季度经营状况稳定; **2) 项目改进与更新:** 公司每年暑期推出夜公园项目, 今年对景区项目进行改造更新, 通过“有个大坝”网红集市、湖秀天幕魔术演出等系列活动推动景区夜游景气度上行; **3) 酒店布局优势:** 公司酒店矩阵完善, 满足消费者细分需求, 持续促进景区多日游市场发展, 旗下竹溪谷酒店/遇天目湖酒店借高端客群定位及地理位置优势强化获客能力, 三季度经营表现极佳。

► **投资建议: 短期关注两大方向:** 1) 天目湖位处长三角中心地带, 区位优势显著, 符合长三角三省一市周边游需求, 防疫政策稳步运转下四季度表现有望向好; 2) 冬季将至, 御水温泉将迎客流旺季, 公司围绕御水温泉已布局御水温泉客栈/御水温泉南山竹海客栈/御水温泉度假酒店/御水温泉竹溪谷酒店四大差异化定位酒店, 温泉与酒店项目协同下, 天目湖休闲疗养属性将逐步突出。**长期聚焦四大增长点:** 1) 沪苏湖铁路预计 2024 年完工, 天目湖上海客流有望增长; 2) 溧阳市全域旅游规划不断推进, 天目湖有望获溧阳市客流分流红利; 3) 动物王国项目已全面启动, 建成后有望成为公司利润新增长点。4) 公司二次消费韧性充足, 商品销售及体验类项目创新可为营收带来新增量。预计 22-24 年归母净利润分别为 0.33/1.35/1.74 亿元, 对应 22-24 年 PE 为 155/38/30X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 疫情反复, 项目建设不及预期, 门票价格波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	419	381	687	778
增长率 (%)	11.9	-9.0	80.3	13.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	52	33	135	174
增长率 (%)	-6.2	-35.8	309.1	28.5
每股收益 (元)	0.28	0.18	0.73	0.93
PE	100	155	38	30
PB	4.4	4.3	3.8	3.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价)

推荐

当前价格:

维持评级

27.60 元



分析师 **刘文正**

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

研究助理 **饶临风**

执业证书: S01001211100024

电话: 15951933859

邮箱: raolinfeng@mszq.com

研究助理 **邓奕辰**

执业证书: S0100121120048

电话: 13585520099

邮箱: dengyichen@mszq.com

相关研究

1. 天目湖 (603136.SH) 深度报告: 破晓将至, 乘风渐起-2022/09/19
2. 天目湖 (603136.SH) 2022 年半年度业绩预告点评: 上半年业绩承压, 多因素驱动三季度业绩复苏-2022/07/17
3. 天目湖 (603136.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 受疫情影响经营承压, 内生、外延发力静待复苏-2022/04/29
4. 天目湖 (603136.SH) 事件点评: 国资增持优化股权结构, 管理体制完善赋能长期发展-2022/03/29
5. 天目湖(603136):Q3 业绩承压明显, 四季度经营有望回暖-2021/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	419	381	687	778
营业成本	209	211	284	303
营业税金及附加	5	5	9	10
销售费用	54	48	76	82
管理费用	77	68	104	109
研发费用	0	0	0	0
EBIT	80	54	220	278
财务费用	-0	1	1	-2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	2	4	4
营业利润	87	55	223	285
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	86	55	222	284
所得税	26	16	66	84
净利润	61	38	156	200
归属于母公司净利润	52	33	135	174
EBITDA	181	162	335	400

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	403	375	531	702
应收账款及票据	7	2	11	0
预付款项	5	4	5	5
存货	6	6	11	6
其他流动资产	9	9	11	9
流动资产合计	430	396	569	723
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	926	961	981	985
无形资产	110	111	113	115
非流动资产合计	1,172	1,208	1,230	1,235
资产合计	1,602	1,604	1,798	1,957
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	78	67	105	76
其他流动负债	90	66	66	55
流动负债合计	248	213	251	211
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	86	83	83	83
非流动负债合计	86	83	83	83
负债合计	333	297	335	294
股本	186	186	186	186
少数股东权益	99	105	125	151
股东权益合计	1,269	1,307	1,463	1,663
负债和股东权益合计	1,602	1,604	1,798	1,957

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.86	-9.01	80.27	13.28
EBIT 增长率	-10.01	-32.78	307.97	26.54
净利润增长率	-6.17	-35.76	309.13	28.46
盈利能力 (%)				
毛利率	50.03	44.74	58.69	61.00
净利率	12.30	8.68	19.71	22.35
总资产收益率 ROA	3.21	2.06	7.53	8.88
净资产收益率 ROE	4.40	2.75	10.11	11.50
偿债能力				
流动比率	1.74	1.86	2.26	3.43
速动比率	1.66	1.77	2.17	3.34
现金比率	1.63	1.76	2.11	3.33
资产负债率 (%)	20.80	18.50	18.61	15.03
经营效率				
应收账款周转天数	8.95	4.36	3.36	2.58
存货周转天数	11.12	11.08	10.95	10.13
总资产周转率	0.26	0.24	0.40	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.18	0.73	0.93
每股净资产	6.28	6.46	7.18	8.12
每股经营现金流	0.74	0.66	1.60	1.63
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	100	155	38	30
PB	4.4	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	27.09	30.42	14.23	11.49
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	61	38	156	200
折旧和摊销	101	108	115	122
营运资金变动	-28	-31	22	-23
经营活动现金流	137	123	299	304
资本开支	-156	-145	-138	-128
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-154	-143	-134	-124
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-66	1	0	0
筹资活动现金流	-126	-8	-9	-9
现金净流量	-143	-28	156	171

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026