

天目湖 (603136.SH)

三季度经营表现平稳，国资入主未来资源整合成长可期

买入

核心观点

第三季度收入超 2019 年同期，净利润相对平稳。2023Q3，公司实现收入 1.92 亿元/+24.40%，较 2019Q3 增 14.79%；实现归母/扣非净利润 0.58/0.55 亿元，同增+2.57%/+1.20%，较 2019Q3 各减少 5.91%/9.77%；略低于我们三季报前瞻的预测。2023 年前三季度，公司实现收入 4.75 亿元/+95.52%，较 2019 年同期+22.72%；实现归母/扣非净利润 1.20/1.14 亿元，同比扭亏为盈，较 2019 年同期+4.44%/+1.45%。前三季度收入增长较快，净利润恢复相对平稳。

新项目增加助推收入增长，折摊人工等增加致净利率不及 2019 年同期。具体看，伴随景区项目丰富尤其酒店升级扩容等，公司今年前三季度整体收入超 2019 年同期，其中持续升级的竹海片区景区、酒店等收入增长较快，而传统观光为主的山水园景区及水世界等表现预计相对平稳。同时，新项目增加带来的折摊和人工成本增加，影响盈利能力。2023Q3，公司毛利率 59.80%/+4.61pct，较 2019Q3 减少 13.92pct；公司净利率 34.69%/-4.58pct，较 2019Q3 减少 6.40pct。本质而言，由于今年暑期部分优质客群中长途分流和阶段天气扰动等，导致公司旗下景区提质增效后的客流和收益潜能未能充分发挥。

储备项目推进助力中线成长，国资入主有望强化区域资源整合成长。结合我们的持续跟踪，四季度公司有望进一步强化营销引流，不断与时俱进调整自身经营策略，利用温泉等资源组合拳推广，以实现淡季不淡。同时，公司持续巩固根据地，公司将重点推进平桥漂流项目开业工作，预计 2024 年有望投入运营，进而带来未来新的增长点。此外，公司南山小寨二期项目推进，积极筹备御水温泉三期工作等，中长线动物王国项目还有望带来新看点。同时，地方国资入主后，今年 11 月 6 日临时股东大会有望确定公司国资入主后新一届董事会名单，未来预计将立足“国资入主资源优势+原有经营管理优势”有望持续谋发展，预计景区乃至周边资源整合有望进一步全面强化，进而助力公司中长线持续成长。

风险提示：宏观系统性风险，外延扩张、新项目不及预期，股东减持风险等。

投资建议：综合公司三季度经营表现及中长途阶段分流周边游等影响，下调公司 2023-2025 EPS 至 0.79/1.12/1.38 元(此前 EPS 为 0.87/1.13/1.39 元)，对应 PE 为 24/17/14x。公司立足一站式度假模式深度耕耘，景区内容持续优化，管理运营能力稀缺，地方国资入主后未来区域内资源支持有望全面加速，可进一步跟踪国资入主后的企业治理效能变化，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	419	369	633	744	904
(+/-%)	11.9%	-12.0%	71.7%	17.6%	21.5%
净利润(百万元)	52	20	148	209	256
(+/-%)	-6.2%	-60.6%	628.1%	41.3%	22.6%
每股收益(元)	0.28	0.11	0.79	1.12	1.38
EBIT Margin	17.6%	3.7%	31.3%	37.7%	37.9%
净资产收益率 (ROE)	4.4%	1.7%	11.5%	14.5%	15.8%
市盈率 (PE)	69.1	175.2	24.1	17.0	13.9
EV/EBITDA	23.1	32.3	13.5	10.3	8.9
市净率 (PB)	3.04	3.00	2.76	2.48	2.20

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 S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	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	19.10 元
总市值/流通市值	3558/3558 百万元
52 周最高价/最低价	33.49/18.10 元
近 3 个月日均成交额	48.01 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

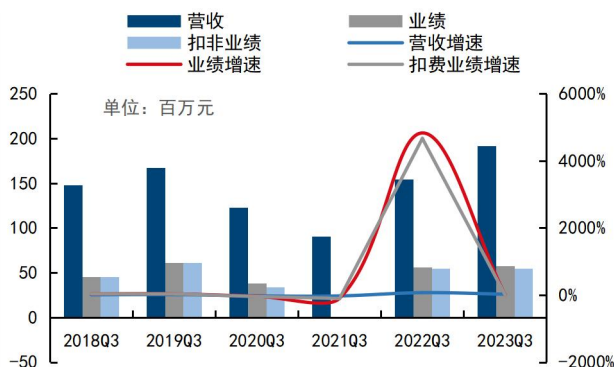
相关研究报告

- 《天目湖 (603136.SH) - 上半年经营稳步复苏，国资入主有望强化区域资源整合成长》——2023-09-01
- 《天目湖 (603136.SH) - 一季度靓丽复苏，多储备项目推进助力成长》——2023-04-28
- 《天目湖 (603136.SH) - 国资成为新实控人，开启发展新阶段》——2023-03-13
- 《天目湖 (603136.SH) - 单三季度净利润恢复超 9 成，费用管控成效突出》——2022-10-28
- 《天目湖 (603136.SH) - 上半年华东客源承压 积极探索复合型业态》——2022-08-30

单三季度收入超 2019 年水平。2023Q3，公司实现收入 1.92 亿元/+24.40%，较 2019Q3 增加 14.79%；实现归母净利润 0.58 亿元/+2.57%，较 2019Q3 减少 5.91%；扣非净利润 0.55 亿元/+1.20%，较 2019Q3 减少 9.77%，同比表现平稳，尚未完全恢复至 2019 年同期，略低于我们此前三季报前瞻的预测。

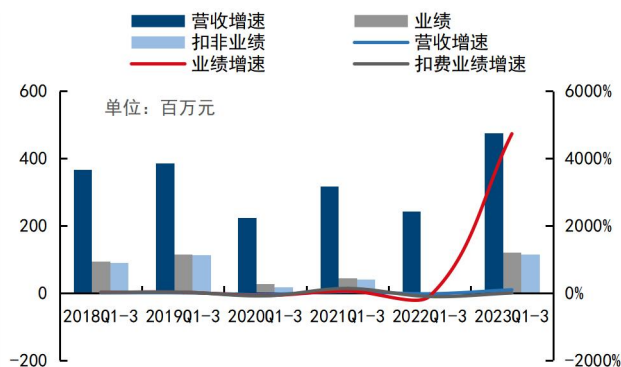
2023 年前三季度，公司实现收入 4.75 亿元/+95.52%，较 2019 年同期+22.72%；实现归母净利润 1.20 亿元/扭亏为盈，较 2019 年同期+4.44%；扣非净利润 1.14 亿元/扭亏为盈，较 2019 年同期+1.45%。总体来看，伴随景区内新项目尤其酒店客房量等持续增加，公司今年前三季度整体收入恢复超 2019 年同期，但因折摊和人工成本增加，其净利润较疫前仍保持基本平稳。

图1：公司 Q3 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 Q1-3 营业收入和业绩表现

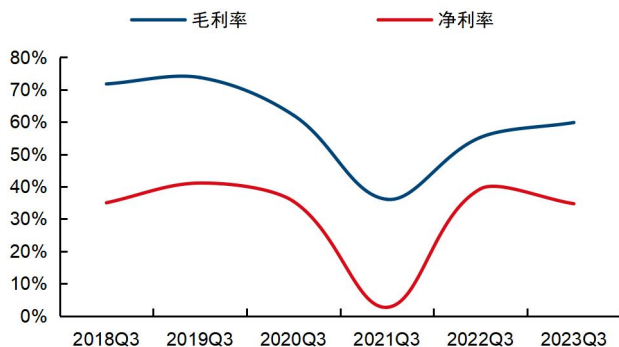


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

具体来看，第三季度，由于中长途出游分流，且暑期阶段雨季等因素影响，公司部分新项目盈利潜力尚未充分释放，同时公司传统观光型产品——山水园表现相对平平，使周边酒店、水世界等景区阶段客流也受制，综合来看公司第三季度业绩于 2019 年同期相比保持平稳。

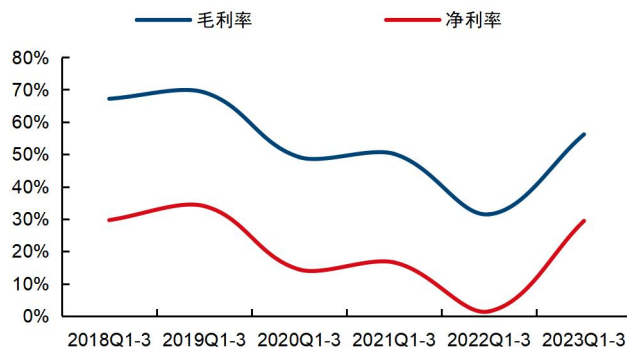
前三季度毛利率、净利率明显回升，但仍未恢复至 2019 年同期水平。2023 年前三季度，公司毛利率 56.15%/+24.69pct，较 2019 年-12.99pct；公司净利率 29.42%/+27.97pct，较 2019 年同期-4.57pct，主要与酒店收入占比提升，景区门票占比下降，而后者净利率相对更高所致。

图3：公司 Q3 毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司 Q1-3 毛利率和净利率情况



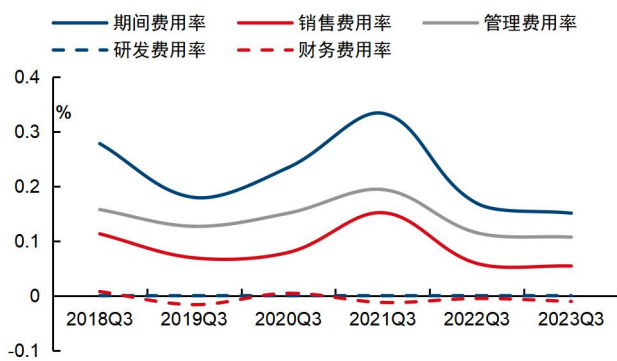
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023Q3，公司毛利率 59.80%/+4.61pct，同比明显改善，但较 2019Q3 仍减少

13.92pct；公司净利率 34.69%/-4.58pct，较 2019Q3 减少 6.40pct。

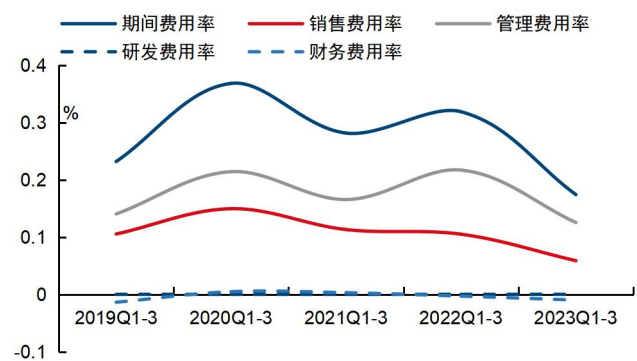
期间费用率有所改善。2023Q3，公司期间费用率 15.09%/-1.80pct，其中销售/管理/财务费率分别-0.47/-0.80/-0.54pct，也低于 2019 年同期水平。2023Q1-3，公司期间费率 17.4%/-14.48pct，也低于 2019 年同期的 23%左右，整体优化，其中销售/管理/财务费率分别-4.63/-9.16/-0.69pct。

图5：公司 Q3 期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司 Q1-3 期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

储备项目推进助力中线成长，国资入主有望强化区域资源整合成长。四季度公司有望进一步强化营销引流，不断与时俱进调整自身经营策略，利用温泉等资源组合冲击，尽量淡季不淡。同时，公司持续巩固根据地，2024 年公司将重点推进平桥漂流项目开业工作，力争 2024 年暑期前投入运营，进而有望带来明年新的增长点。此外，公司南山小寨二期项目推进，积极筹备御水温泉三期工作等，中长线动物王国项目还有望带来新看点。同时，地方国资入主后，未来资源支持力度有望加大，景区乃至周边资源整合有望进一步全面强化，进而助力公司中长线成长。公司 11 月 6 日将举行临时股东大会，选举国资入主后新一届董事会名单，后续董事会等落定后将有望进一步助力公司持续依托“国资资源优势+原有运营优势”不断谋发展。

风险提示：宏观系统性风险，外延扩张、新项目不及预期，股东减持风险等。

投资建议：综合公司三季度经营表现及中长途阶段分流周边游等影响，下调公司 2023-2025 EPS 至 0.79/1.12/1.38 元（此前 EPS 为 0.87/1.13/1.39 元），对应 PE 为 24/17/14x。公司立足一站式度假模式深度耕耘，景区内容持续优化，管理运营能力稀缺，地方国资入主后未来区域内资源支持有望全面加速，可进一步跟踪国资入主后的企业治理效能变化，维持“买入”评级。

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
		2023/11/1		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
603136.SH	天目湖	19	35	0.11	0.79	1.12	1.38	174	24	17	14	买入
600138.SH	中青旅	11	78	-0.46	0.62	0.87	1.06	-23	17	12	10	买入
000888.SZ	峨眉山 A	9	50	-0.28	0.58	0.63	0.74	-34	16	15	13	买入
002159.SZ	三特索道	15	25	-0.43	0.61	0.75	0.83	-35	25	20	18	买入
603099.SH	长白山	14	39	-0.22	0.58	0.68	0.78	-64	25	21	18	增持
600054.SH	黄山旅游	11	84	-0.18	0.54	0.60	0.66	-63	21	19	17	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	403	367	558	648	861	营业收入	419	369	633	744	904
应收款项	9	10	14	16	20	营业成本	209	235	266	275	334
存货净额	6	5	9	9	12	营业税金及附加	5	1	8	9	11
其他流动资产	12	9	25	30	36	销售费用	54	41	70	80	97
流动资产合计	430	391	606	703	929	管理费用	77	78	92	99	120
固定资产	928	930	1013	1085	1116	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	110	105	102	99	96	财务费用	(0)	(1)	(6)	(8)	(12)
投资性房地产	135	139	139	139	139	投资收益	2	1	2	2	2
长期股权投资	0	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1602	1575	1870	2036	2290	其他收入	11	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	87	91	150	150	150	营业利润	87	28	206	291	357
应付款项	78	44	111	111	142	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	82	57	110	116	145	利润总额	86	26	206	291	357
流动负债合计	248	192	371	377	437	所得税费用	26	5	52	73	89
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	1	7	9	12
其他长期负债	86	98	108	118	128	归属于母公司净利润	52	20	148	209	256
长期负债合计	86	98	108	118	128	现金流量表（百万元）					
负债合计	333	290	479	495	565	净利润	52	20	148	209	256
少数股东权益	99	97	100	104	108	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1170	1188	1291	1437	1617	折旧摊销	95	105	101	112	123
负债和股东权益总计	1602	1575	1870	2036	2290	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	(0)	(1)	(6)	(8)	(12)
每股收益	0.28	0.11	0.79	1.12	1.38	营运资本变动	(21)	(48)	106	9	58
每股红利	0.25	0.03	0.24	0.34	0.41	其它	1	1	3	4	5
每股净资产	6.28	6.38	6.93	7.72	8.68	经营活动现金流	127	79	358	334	441
ROIC	3.97%	1.13%	11%	16%	19%	资本开支	0	(103)	(181)	(181)	(151)
ROE	4.40%	1.71%	11%	15%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	50%	36%	58%	63%	63%	投资活动现金流	0	(113)	(181)	(181)	(151)
EBIT Margin	18%	4%	31%	38%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	32%	47%	53%	52%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	-12%	72%	18%	21%	支付股利、利息	(46)	(6)	(44)	(63)	(77)
净利润增长率	-6%	-61%	628%	41%	23%	其它融资现金流	(178)	11	59	0	0
资产负债率	27%	25%	31%	29%	29%	融资活动现金流	(270)	(1)	14	(63)	(77)
股息率	1.3%	0.2%	1.2%	1.8%	2.2%	现金净变动	(143)	(36)	191	90	213
P/E	69.1	175.2	24.1	17.0	13.9	货币资金的期初余额	546	403	367	558	648
P/B	3.0	3.0	2.8	2.5	2.2	货币资金的期末余额	403	367	558	648	861
EV/EBITDA	23.1	32.3	13.5	10.3	8.9	企业自由现金流	0	(35)	175	151	287
						权益自由现金流	0	(24)	238	157	296

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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