

► **天目湖发布 2023 年业绩预告。**公司预计 2023 年归母净利润 1.40-1.55 亿元/同比增长 589.42%~663.29%，较 2019 年同期增长 13.17%~25.29%；预计 2023 年扣非归母净利润 1.3-1.45 亿元/同比增长 946.86%~1067.65%，较 2019 年同期增长 7.04%~19.39%。单从 Q4 来看，公司预计 2023Q4 归母净利润 1995.86-3495.86 万元，同比增长 11.99%~96.15%，较 2019 年同期增长 127.61%~298.67%；公司预计 2023Q4 扣非归母净利润 1563.31~3063.31 万元，同比增长 7.05%~109.76%，较 2019 年同期增长 79.30%~251.34%。

► **酒店矩阵或为利润增量贡献点，国资入股或对供需两端有强提振效果。**公司自 2020 年以来新开酒店 5 家，包括南山竹海景区内少有的中高端定位温泉酒店项目-御水温泉竹溪谷、位处景区水世界主题公园周边的轻奢亲子游定位酒店-遇天目湖、山水园景区内少有的临湖酒店-遇十四澜/遇碧波园、临近温泉的亲子主题酒店-御水温泉·森。我们认为，2020 年以来开设的五家新酒店依托景区内优质地理位置分布及迎合客群需求的亲子游/中高端客群定位获客，与景区周边其他酒店相比竞争优势极为显著；各酒店随经营时间增加逐步渡过爬坡阶段，营运模式与服务体系逐步成熟，促利润率持续优化/获客能力持续提升，或为促 2023Q4 利润较 2019Q4 增长的主要贡献点。此外，2023 年 6 月 29 日起，天目湖正式成为溧阳市政府实控的国资企业，溧阳市政府不主导公司运营，认可公司发展战略，积极引入渠道助力公司外延发展，双方在资源、资金、文旅产业链策划设计与建设能力等方面互补共赢，力求通过天目湖旅游度假区的旅游目的地集聚区效应带动地方经济发展、打造溧阳全域旅游品牌，2023Q4 归母净利润优质表现也可归因于溧阳市政府多方位赋能对天目湖供需双端的提振效果。

► **漂流项目全力推进，沪苏湖铁路将于 24 年年底落地，景区客流增长未来将迎新驱动力。**根据公司 23 年半年报，漂流项目为公司年度重点项目，全力推进并保障 23 年下半年动工；漂流项目系国内春季/夏季热门旅游项目之一，以其避暑游属性为消费者所青睐，当前天目湖周边仅有一个漂流项目且经营时间较长，新项目落地后有望展现强竞争力并提振景区获客能力；此外，沪苏湖铁路预计将于 24 年年底开通，开通后“上海-溧阳”的高铁乘车时间将大幅减少，天目湖有望进入上海“一小时交通圈”，获客能力有望提振。

► **投资建议：短期关注三大方向：**1) 天目湖位处长三角中心地带，区位优势显著，引流能力持续提升；2) 公司酒店矩阵壮大，带动营收增长，酒店业务当前毛利率水平偏低，关注酒店业务后续经营结构优化为公司带来的内生动能；3) 漂流项目落地后或将为公司带来新业绩增量。**长期聚焦四大增长点：**1) 沪苏湖铁路预计 2024 年年底完工，天目湖上海客流有望增长；2) 溧阳城发入股后天目湖成为国资企业，后续有望获溧阳市政府多方位支持；3) 动物王国项目启动，建成后有望成为公司利润新增长点。4) 公司二次消费韧性足，商品销售及体验项目创新可带来业绩新增量。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.46/1.91/2.40 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 25/19/15X，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	369	628	740	853
增长率 (%)	-12.0	70.5	17.8	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	20	146	191	240
增长率 (%)	-60.6	619.3	30.7	25.9
每股收益 (元)	0.11	0.78	1.03	1.29
PE	178	25	19	15
PB	3.0	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.40 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

邮箱：dengyichen@mszq.com

相关研究

- 1.天目湖 (603136.SH) 2023 年三季度报点评：Q3 毛利率同比上升，关注后续酒店业务经营结构优化带来的内生动能-2023/11/01
- 2.天目湖 (603136.SH) 2023 年半年报点评：23H1 业绩超越 19 年同期，溧阳政府实控多方位促公司发展-2023/09/04
- 3.天目湖 (603136.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：23H1 业绩稳中有进，看好暑期旺季避暑游和亲子游双需求驱动-2023/07/17
- 4.天目湖 (603136.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 利润扭亏为盈，酒店矩阵持续拓展-2023/04/28
- 5.天目湖 (603136.SH) 2023 年一季度业绩预告点评：Q1 利润表现亮眼，看好五一假期客流突破-2023/04/10

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	369	628	740	853
营业成本	235	257	278	297
营业税金及附加	1	8	9	10
销售费用	41	65	74	81
管理费用	78	88	103	118
研发费用	0	0	0	0
EBIT	25	222	289	362
财务费用	-1	-2	-1	-2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	2	3	3
营业利润	28	226	293	368
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	26	225	293	367
所得税	5	56	72	91
净利润	21	170	220	276
归属于母公司净利润	20	146	191	240
EBITDA	137	339	416	499

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	367	571	758	965
应收账款及票据	8	9	12	13
预付款项	6	5	6	6
存货	5	6	5	5
其他流动资产	4	5	5	48
流动资产合计	391	596	786	1,037
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	915	943	974	1,004
无形资产	105	106	106	106
非流动资产合计	1,184	1,212	1,243	1,273
资产合计	1,575	1,809	2,029	2,310
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	44	85	79	79
其他流动负债	68	92	97	102
流动负债合计	192	256	256	261
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债合计	290	354	354	359
股本	186	186	186	186
少数股东权益	97	121	150	186
股东权益合计	1,285	1,455	1,675	1,951
负债和股东权益合计	1,575	1,809	2,029	2,310

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.96	70.47	17.78	15.30
EBIT 增长率	-69.17	798.89	30.14	25.25
净利润增长率	-60.57	619.28	30.75	25.91
盈利能力 (%)				
毛利率	36.24	59.08	62.39	65.19
净利润率	5.51	23.25	25.81	28.18
总资产收益率 ROA	1.29	8.08	9.41	10.41
净资产收益率 ROE	1.71	10.95	12.53	13.62
偿债能力				
流动比率	2.03	2.33	3.07	3.97
速动比率	1.96	2.27	3.02	3.92
现金比率	1.91	2.23	2.96	3.70
资产负债率 (%)	18.41	19.57	17.46	15.54
经营效率				
应收账款周转天数	7.60	4.87	5.13	5.28
存货周转天数	8.80	7.72	6.98	5.81
总资产周转率	0.23	0.37	0.39	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.78	1.03	1.29
每股净资产	6.38	7.16	8.18	9.48
每股经营现金流	0.61	1.91	1.89	2.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	178	25	19	15
PB	3.0	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	23.24	9.37	7.64	6.37
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	21	170	220	276
折旧和摊销	112	117	127	137
营运资金变动	-22	63	-2	-39
经营活动现金流	114	357	351	380
资本开支	-133	-146	-159	-168
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-142	-144	-156	-164
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-8	-9	-9	-9
现金净流量	-36	204	187	207

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。	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