

# 天目湖 (603136.SH)

## 2023 年利润创新高并加强分红，不断推进新项目建设

增持

### 核心观点

**2023 年公司业绩处于预告区间中值，股东回报较景区同业更为积极。**2023 年，公司营收 6.3 亿元/+70.9%，较 2019 年增长 25.2%；归母净利润 1.5 亿元/+623.9%，较 2019 年增长 18.8%；扣非净利润 1.4 亿元/+1024.2%，较 2019 年增长 14.9%，处于此前业绩预告区间中值，符合预期。2023 年公司拟每 10 股派发现金股利 5.36 元(含税)，分红率达 68%，按现价计算股息率 2.9%；同时拟以资本公积金转增股本方式向全体股东每 10 股转增 4.5 股，整体上股东回报较景区同业更为积极。

**新项目扩容助推收入较 2019 年良好增长，业务结构调整与新项目爬坡致净利率不及 2019 年。**伴随景区项目丰富尤其酒店升级扩容等，公司 2023 年收入超 2019 年同期，其中酒店收入较 2019 年增长 117%，其他业务则相对平稳。同时，业务结构的调整（酒店收入占比从 2019 年的 19%增加至 33%，以及新项目爬坡带来盈利能力变动。2023 年公司毛利率 54.3/+18.1pct，较 2019 年减少 11.0pct，新租赁准则及新店爬坡对毛利率有所影响；公司归母净利润率 23.3%/+17.8pct，较 2019 年减少 1.2pct。整体看，公司控费提效良好，但因业务结构调整、以及客流与收益未能充分发挥而扰动盈利能力表现。

**2024Q1 淡季天气因素及消费环境扰动，业绩表现相对承压。**2024Q1 公司营收 1.1 亿元/-11.3%，归母净利润 1094.7 万元/-42.8%，扣非净利润 934.7 万元/-44.71%，相对承压。整体来看，公司一季度受天气和整体消费环境影响，且部分新建中高端酒店尚处爬坡期，淡季有拖累。

**国资控股与经营优势结合发力，跟踪存量潜力释放及储备项目推进节奏。**当前消费环境变化仍需跟踪，公司疫后新项目收益潜力仍待释放，短期一看平桥漂流项目今年投运推进，二看年底前沪苏湖高铁通车缩短主要客群抵达时间。公司持续巩固根据地项目建设，后续南山小寨二期、御水温泉三期等储备项目值得期待，中长线动物王国项目还有望带来新看点。此外国企背景下更积极推进公司职业经理人化，李淑香女士辞去总裁职务、继续担任董事长，原副总裁史瑶琴女士担任公司总裁；未来立足“国资资源优势+原有经营管理优势”，预计景区乃至周边资源整合有望进一步全面强化，助力中线成长。

**风险提示：**恶劣天气扰动，消费力恢复不及预期，新项目不及预期等。

**投资建议：**综合一季报及当前中高端消费环境变化，下调公司 2024-2025 EPS 至 0.85/1.00 元（此前为 1.12/1.38 元），新增 2026 年为 1.17 元，对应动态 PE 为 22/18/16x。公司区位优势良好，并持续深耕一站式度假目的地建设，具有相对较优异的产品打造能力；地方国资入主后一方面持续加强本地资源开发及巩固项目接待能力；另一方面坚持专业化、市场化管理模式，暂未出现重大转向。考虑消费环境波动和新项目投入后对短期业绩的扰动，暂下调至“增持”评级。

### 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  
zhongxia@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	增持(下调)
合理估值	
收盘价	18.38 元
总市值/流通市值	3424/3424 百万元
52 周最高价/最低价	28.93/14.00 元
近 3 个月日均成交额	97.67 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) - 三季度经营表现平稳，国资入主未来资源整合成长可期》——2023-11-02

《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

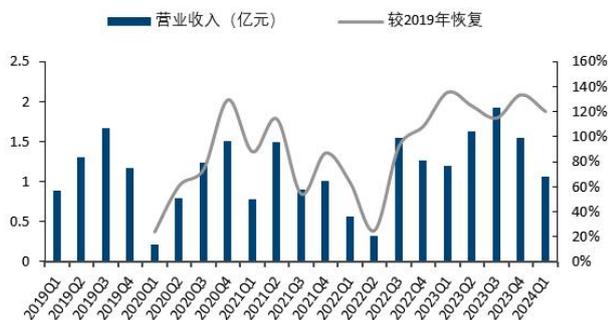
**盈利预测和财务指标**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	369	630	676	765	880
(+/-%)	-12.0%	70.9%	7.3%	13.2%	15.1%
净利润(百万元)	20	147	159	186	217
(+/-%)	-60.6%	623.9%	8.2%	17.0%	16.6%
每股收益(元)	0.11	0.79	0.85	1.00	1.17
EBIT Margin	3.7%	32.8%	33.9%	35.1%	35.4%
净资产收益率(ROE)	1.7%	11.0%	11.0%	11.8%	12.6%
市盈率(PE)	168.6	23.3	21.5	18.4	15.8
EV/EBITDA	31.2	11.7	12.0	10.5	9.3
市净率(PB)	2.88	2.57	2.37	2.18	1.98

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

图1: 公司单季收入表现



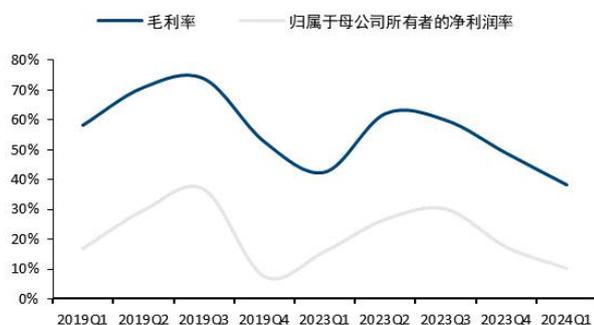
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季归母及扣非净利润表现



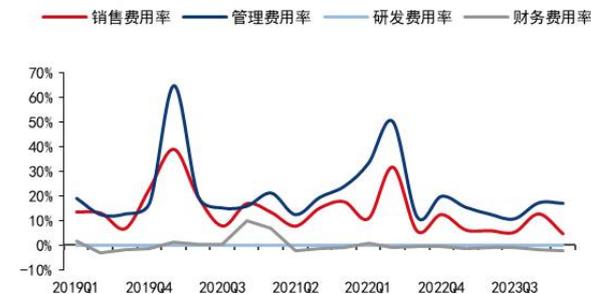
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季毛利率和净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2024/4/30	亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
603136.SH	天目湖	18	34	0.79	0.85	1.00	1.17	23	22	18	16	增持
002159.SZ	三特索道	15	27	0.72	0.85	0.97	1.10	21	18	16	14	增持
000888.SZ	峨眉山A	12	63	0.43	0.54	0.60	0.66	28	22	20	18	买入
002033.SZ	丽江股份	10	55	0.41	0.43	0.49	0.54	29	23	20	19	增持
600054.SH	黄山旅游	12	88.6	0.58	0.65	0.72	0.79	21	19	17	15	增持
603199.SH	九华旅游	34	37	1.58	1.77	1.95	2.13	21	19	17	16	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	367	556	788	889	1068	营业收入	369	630	676	765	880
应收款项	10	29	15	17	19	营业成本	235	288	304	338	388
存货净额	5	5	11	12	14	营业税金及附加	1	2	2	2	3
其他流动资产	9	7	27	31	35	销售费用	41	48	51	57	66
<b>流动资产合计</b>	<b>391</b>	<b>597</b>	<b>841</b>	<b>948</b>	<b>1137</b>	管理费用	78	86	90	99	111
固定资产	930	899	984	1059	1093	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	105	101	98	95	92	财务费用	(1)	(7)	(12)	(14)	(18)
投资性房地产	139	122	122	122	122	投资收益	1	0	2	2	2
长期股权投资	10	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1575</b>	<b>1740</b>	<b>2066</b>	<b>2245</b>	<b>2465</b>	其他收入	11	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	91	59	150	150	150	营业利润	28	224	243	284	332
应付款项	44	41	133	148	173	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	57	103	115	128	148	<b>利润总额</b>	<b>26</b>	<b>223</b>	<b>243</b>	<b>284</b>	<b>332</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>192</b>	<b>203</b>	<b>398</b>	<b>426</b>	<b>471</b>	所得税费用	5	55	61	71	83
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	21	23	27	32
其他长期负债	98	89	99	109	119	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20</b>	<b>147</b>	<b>159</b>	<b>186</b>	<b>217</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>98</b>	<b>89</b>	<b>99</b>	<b>109</b>	<b>119</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>290</b>	<b>292</b>	<b>497</b>	<b>535</b>	<b>590</b>	净利润	20	147	159	186	217
少数股东权益	97	116	125	136	149	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1188	1333	1444	1574	1726	折旧摊销	105	112	99	110	120
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1575</b>	<b>1740</b>	<b>2066</b>	<b>2245</b>	<b>2465</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(1)	(7)	(12)	(14)	(18)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(48)	33	102	31	46
每股收益	0.11	0.79	0.85	1.00	1.17	其它	1	21	9	11	13
每股红利	0.03	0.03	0.26	0.30	0.35	<b>经营活动现金流</b>	<b>79</b>	<b>313</b>	<b>369</b>	<b>338</b>	<b>396</b>
每股净资产	6.38	7.15	7.75	8.45	9.27	资本开支	0	(77)	(181)	(181)	(151)
ROIC	1.13%	11.53%	13%	16%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	1.71%	11.03%	11%	12%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>(87)</b>	<b>(181)</b>	<b>(181)</b>	<b>(151)</b>
毛利率	36%	54%	55%	56%	56%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	33%	34%	35%	35%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	51%	49%	49%	49%	支付股利、利息	(6)	(5)	(48)	(56)	(65)
收入增长	-12%	71%	7%	13%	15%	其它融资现金流	(93)	(27)	91	0	0
净利润增长率	-61%	624%	8%	17%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(104)</b>	<b>(37)</b>	<b>43</b>	<b>(56)</b>	<b>(65)</b>
资产负债率	25%	23%	30%	30%	30%	<b>现金净变动</b>	<b>(36)</b>	<b>189</b>	<b>232</b>	<b>101</b>	<b>180</b>
股息率	0.2%	0.1%	1.4%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	403	367	556	788	889
P/E	168.6	23.3	21.5	18.4	15.8	货币资金的期末余额	367	556	788	889	1068
P/B	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	224	192	161	249
EV/EBITDA	31.2	11.7	12.0	10.5	9.3	权益自由现金流	0	197	292	172	262

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