

社会服务

报告日期：2024年04月29日

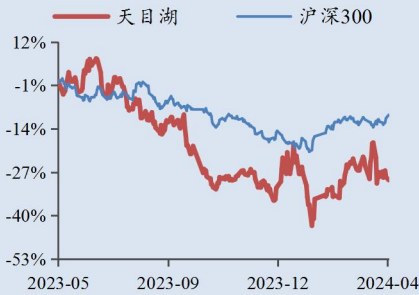
业绩实现高增长，增量项目有望增厚业绩贡献

——天目湖（603136.SH）2023年报及2024年一季度点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2024年04月29日

当前价格（元）	18.90
52周价格区间（元）	14.00-28.93
总市值（百万元）	3,520.96
流通市值（百万元）	3,520.96
总股本（万股）	18,629.43
流通股（万股）	18,629.43
近一月换手（%）	78.38

分析师：姬志麒

执业证书编号：S0230521030008

邮箱：jizq@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

公司2023年实现营收6.30亿元，同比+70.90%；归母净利润为1.47亿元，同比+623.90%；扣非归母净利润1.40亿元，同比+1024.2%。业绩符合预期。2024Q1实现营收1.07亿元，同比-11.3%；归母净利润为0.11亿元。一季度业绩承压主要系天气原因影响，景区客流量下降所致。2023年，公司拟每股派发现金红利0.536元，每股以公积金转增0.45股，合计派发现金红利0.99亿元（含税），占2023年归母净利润比例为67.93%。

观点：

➤ **客流量恢复叠加景区升级助推业绩实现高增长。**公司坚持打造一站式旅游模式，给予游客更多选择，延长停留时间，做到全时空覆盖，四季皆旺，老少皆宜，从而使天目湖摆脱一日游竞争红海，进入两日及以上周边休闲度假目的地市场序列，进而驱动多板块业务毛利率提升。主营业务分产品来看，2023年山水园/南山竹海/水世界/温泉/酒店/旅行社分别实现营收1.79/1.46/0.13/0.47/2.07/0.09亿元，分别同比增长+107.23%/+108.85%/+47.71%/+45.24%/+25.71%，分别恢复至2019年的108%/217%/71%/80%/89%/112%，景区、旅行社业务均已超2019年同期水平。毛利率分别为70.4%/72.3%/6.9%/48.4%/29.9%/7.2%，分别同比2022年增长22.2%/28.6/-8.7%/11.4%/5.1%/2.7pct。费用端，公司费控能力增强，销售费用率/管理费用率分别为7.58%/13.69%，同比下降3.62/7.37pct。后续随着出行市场景气延续，景区内二次消费项目升级、新项目落地、酒店扩容等，公司主营业务有望继续提升。

➤ **区位+产品+运营打造核心竞争优势，增量项目有望打开成长空间。**公司地处长三角区域经济活跃，客群消费能力强劲，使得公司一站式中高端旅游产品的定位具备成长基础。一是产品方面，公司覆盖春夏秋冬全季节卖点，实现淡旺季互补，保证全年业绩平稳增长。同时，依托于复合型产品矩阵，公司持续开发个性化、专属化、小众化的定制服务，不断打造疗休养、红色党建、研学与社会实践、亲子游等特色旅游服务，打破单一客源结构，适应国内观光、休闲、度假、疗养等丰富梯度的市场客群，提升公司经营效益。二是公司不断发展二次消费项目，帮助改善景区盈利结构，提升利润空间，降低门票收入依赖，增强公司经营稳定性。三是公司借助国资优质资源，更好发挥产业协同效应，“政府背书

+资源、品牌优势+媒体宣传+资金优势”有望助力企业实现内生外延双发展。公司与国资合作开发动物王国项目，预计 2026 年建成投运，进一步丰富景区整体产品厚度。四是公司即将投运平桥漂流项目，加快建设南山小寨二期等酒店配套，有望进一步贡献营收增量。

- **沪苏湖高铁即将开通，景区或将实现客流进一步增长。**沪苏湖高铁起于上海，终于湖州，预计将在 2024 年年底正式交付投运。该铁路将便利溧阳与周边城市交通运输，缩短交通时间。有望进一步打开周边游市场，实现客流进一步增长。
- **盈利预测及投资评级：**公司作为优质的一站式旅游龙头，资源禀赋稀缺，文旅产业链产品开发运营能力优异，国资入主进一步赋能发展。随着旅游行业全面复苏，公司现有项目的增量、新增项目陆续落地以及后续储备项目的投入有望为公司带来新的业绩增长空间，成长性可期。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.85/2.13/2.51 亿元，当前价格对应的 PE 为 19.1x/16.5x/14.0x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、居民消费意愿下滑风险、市场竞争加剧风险、政策风险、新项目业绩爬坡不及预期、引用数据来源发布错误数据风险、其他不可控风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	369	630	746	853	965
增长率（%）	-11.96	70.90	18.46	14.26	13.16
归母净利润（百万元）	20	147	185	213	251
增长率（%）	-60.57	623.90	25.60	15.37	18.01
ROE（%）	1.65	11.62	13.44	13.74	14.16
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.11	0.79	0.99	1.14	1.35
市盈率（P/E）	173.4	24.0	19.1	16.5	14.0
市净率（P/B）	3.0	2.6	2.5	2.2	2.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	391	597	586	665	817
现金	367	556	553	613	773
应收票据及应收账款	8	27	15	33	21
其他应收款	2	2	2	3	3
预付账款	6	6	8	8	10
存货	5	5	6	6	8
其他流动资产	3	1	1	1	1
非流动资产	1,184	1,143	1,277	1,383	1,477
长期股权投资	10	20	20	20	20
固定资产	915	895	1,030	1,141	1,242
无形资产	105	101	94	86	78
其他非流动资产	154	127	134	136	136
资产总计	1,575	1,740	1,863	2,048	2,294
流动负债	192	203	211	210	228
短期借款	80	50	50	50	50
应付票据及应付账款	44	41	56	52	68
其他流动负债	68	112	106	108	110
非流动负债	98	89	94	97	96
长期借款	0	0	5	8	7
其他非流动负债	98	89	89	89	89
负债合计	290	292	305	307	325
少数股东权益	97	116	141	167	194
股本	186	186	270	270	270
资本公积	543	543	459	459	459
留存收益	450	597	738	917	1,108
归属母公司股东权益	1,188	1,333	1,417	1,574	1,775
负债和股东权益	1,575	1,740	1,863	2,048	2,294

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	114	0	318	326	432
净利润	21	168	209	239	279
折旧摊销	107	0	94	113	133
财务费用	-1	-7	-4	-3	-4
投资损失	-1	-0	-5	-2	-2
营运资金变动	-22	0	24	-21	25
其他经营现金流	11	-161	-0	-0	0
投资活动现金流	-142	0	-223	-216	-225
资本支出	133	0	228	219	227
长期投资	-10	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	2	0	5	3	2
筹资活动现金流	-8	0	-99	-48	-47
短期借款	0	-30	0	0	0
长期借款	0	0	5	3	-1
普通股增加	0	0	84	0	0
资本公积增加	0	0	-84	0	0
其他筹资现金流	-8	30	-104	-52	-46
现金净增加额	-36	0	-3	61	160

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	369	630	746	853	965
营业成本	235	288	326	364	408
税金及附加	1	2	4	5	4
销售费用	41	48	57	65	73
管理费用	78	86	102	117	132
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-1	-7	-4	-3	-4
资产和信用减值损失	-0	-1	-0	-0	-0
其他收益	11	13	14	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	5	2	2
资产处置收益	-0	-1	1	1	0
营业利润	28	224	279	319	366
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	26	223	278	318	365
所得税	5	55	69	79	86
净利润	21	168	209	239	279
少数股东损益	1	21	25	26	28
归属母公司净利润	20	147	185	213	251
EBITDA	145	241	359	417	481
EPS (元)	0.11	0.79	0.99	1.14	1.35

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-11.96	70.90	18.46	14.26	13.16
营业利润(%)	-68.23	712.86	24.55	14.03	14.75
归属于母公司净利润(%)	-60.57	623.90	25.60	15.37	18.01
获利能力					
毛利率(%)	36.24	54.34	56.29	57.26	57.74
净利率(%)	5.74	26.72	28.07	28.04	28.91
ROE(%)	1.65	11.62	13.44	13.74	14.16
ROIC(%)	2.36	12.98	13.43	13.88	14.39
偿债能力					
资产负债率(%)	18.41	16.77	16.37	15.00	14.15
净负债比率(%)	-20.32	-33.45	-31.07	-31.04	-35.59
流动比率	2.03	2.94	2.77	3.17	3.58
速动比率	1.96	2.89	2.70	3.10	3.50
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.38	0.41	0.44	0.44
应收账款周转率	47.37	35.62	35.60	35.60	35.60
应付账款周转率	3.84	6.77	3.84	3.84	3.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.79	0.99	1.14	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.00	1.71	1.75	2.32
每股净资产(最新摊薄)	6.38	7.15	7.61	8.45	9.53
估值比率					
P/E	173.4	24.0	19.1	16.5	14.0
P/B	3.0	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	34.16	19.62	13.26	11.34	9.56

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046