

天目湖 (603136.SH)

24Q2 业绩同比微降，按计划推进年度项目

核心观点：

- **事件：**公司披露 2024 年中报，24H1 实现营收 2.63 亿元，同比降低 6.93%，实现归母净利润 0.53 亿元，同比降低 15.81%，实现扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长 14.34%。经测算，24Q2 单季度实现营收 1.57 亿元，同比降低 3.68%，实现归母净利润 0.42 亿元，同比下降 3.87%，实现扣非归母净利润 0.41 亿元，同比下降 2.23%。
- **从费用端看，**公司 24H1 实现毛利率 52.18%，同比降低 1.5pp，24Q2 实现毛利率 40.38%，同比下降 3.34pp。公司 24Q2 费用率 19.63%，同比增长 1.7pp，其中，销售/管理/财务费用率分别为 7.42%/13.34%/-1.13%，同比分别增长 1.36pp、增长 0.75pp、降低 0.41pp。综合来看，24H1 归母净利率 26.54%，同比降低 0.05pp，基本持平。
- **分项目看，景区和温泉业务毛利率有所提升。**上半年公司景区收入 1.51 亿元，同比降低 13%，毛利率 61.75%，同比增加 3.19pp；旅行社业务收入 0.87 亿元，同比降低 14%，毛利率 0.09%，同比降低 0.06pp；酒店业务收入 0.75 亿元，同比降低 19%，毛利率 30.57%，同比降低 5.72pp；温泉业务收入 0.23 亿元，同比持平，毛利率 26.23%，同比增长 3.39pp。
- **公司按计划推进年度项目，**南山小寨二期项目上半年进行了建设前方案报批、推动土地挂牌手续办理等工作；公司与天目湖镇共同推进平桥石坝区域的开发合作，平桥石坝公园的委托管理工作已正式开启；御水温泉三期项目的整体规划和土地资源储备的工作已经开展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24-26 年实现归母净利润 1.48、1.76、2.03 亿元，同比增速分别为 0.9%、18.7%、15.3%。参考可比公司估值，给予公司 24 年 22xPE，对应合理价值 12.08 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动的风险，行业竞争加剧的风险，新项目落地及盈利不及预期的风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	369	630	658	734	803
增长率（%）	-12.0%	70.9%	4.4%	11.6%	9.5%
EBITDA（百万元）	126	325	313	353	396
归母净利润（百万元）	20	147	148	176	203
增长率（%）	-60.6%	623.9%	0.9%	18.7%	15.3%
EPS（元/股）	0.11	0.79	0.55	0.65	0.75
市盈率（P/E）	249.07	23.28	17.45	14.70	12.75
ROE（%）	1.7%	11.0%	9.9%	10.5%	10.8%
EV/EBITDA	38.58	9.18	6.34	5.12	4.07

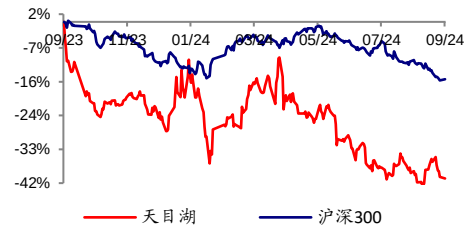
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	9.58 元
合理价值	12.08 元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-18

相对市场表现



分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653

jiwenxin@gf.com.cn

分析师：

包晗



SAC 执证号：S0260522070001



021-38003651



baohan@gf.com.cn

请注意，包晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

天目湖 (603136.SH) :2023 业绩稳健复苏，持续推动产品升级迭代	2024-05-06
天目湖 (603136.SH) :元旦假期客流高增，多元化市场营销带动业绩提升	2024-01-28
天目湖 (603136.SH) :收入稳健增长，在手项目有望贡献未来成长动能	2023-11-01

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	391	597	786	966	1,161
货币资金	367	556	757	936	1,131
应收及预付	14	33	17	16	15
存货	5	5	10	11	11
其他流动资产	4	3	3	3	4
非流动资产	1,184	1,143	1,188	1,193	1,217
长期股权投资	10	20	20	20	20
固定资产	915	895	937	936	954
在建工程	15	5	13	23	33
无形资产	105	101	97	93	89
其他长期资产	139	122	121	122	122
资产总计	1,575	1,740	1,974	2,159	2,378
流动负债	192	203	265	260	261
短期借款	80	50	80	80	80
应付及预收	44	41	41	44	46
其他流动负债	68	112	144	136	135
非流动负债	98	89	91	92	92
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	98	89	91	92	92
负债合计	290	292	356	352	352
股本	186	186	270	270	270
资本公积	543	543	543	543	543
留存收益	450	597	748	927	1,135
归属母公司股东权益	1,188	1,333	1,495	1,675	1,883
少数股东权益	97	116	124	133	144
负债和股东权益	1,575	1,740	1,974	2,159	2,378

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	369	630	658	734	803
营业成本	235	288	302	320	336
营业税金及附加	1	2	2	2	2
销售费用	41	48	52	59	64
管理费用	78	86	110	123	133
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-1	-7	-1	-2	-1
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	2
营业利润	28	224	207	246	283
营业外收支	-1	-1	0	0	0
利润总额	26	223	207	246	283
所得税	5	55	51	60	69
净利润	21	168	156	185	214
少数股东损益	1	21	8	9	11
归属母公司净利润	20	147	148	176	203
EBITDA	126	325	313	353	396
EPS（元）	0.11	0.79	0.55	0.65	0.75

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	114	316	321	307	345
净利润	21	168	156	185	214
折旧摊销	112	119	122	124	128
营运资金变动	-22	19	42	-5	1
其它	3	10	1	2	2
投资活动现金流	-142	-86	-164	-125	-146
资本支出	-133	-76	-166	-126	-147
投资变动	-10	-10	-1	0	0
其他	1	0	3	1	2
筹资活动现金流	-8	-46	45	-3	-4
银行借款	160	70	30	0	0
股权融资	0	0	84	0	0
其他	-168	-116	-69	-3	-4
现金净增加额	-36	184	201	179	195
期初现金余额	403	367	556	757	936
期末现金余额	367	550	757	936	1,131

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-12.0%	70.9%	4.4%	11.6%	9.5%
营业利润	-68.2%	712.9%	-7.7%	18.7%	15.3%
归母净利润	-60.6%	623.9%	0.9%	18.7%	15.3%
获利能力					
毛利率	36.2%	54.3%	54.1%	56.3%	58.2%
净利率	5.7%	26.7%	23.7%	25.3%	26.6%
ROE	1.7%	11.0%	9.9%	10.5%	10.8%
ROIC	0.8%	9.9%	8.1%	8.8%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	18.4%	16.8%	18.0%	16.3%	14.8%
净负债比率	22.6%	20.1%	22.0%	19.5%	17.4%
流动比率	2.03	2.94	2.97	3.71	4.46
速动比率	1.97	2.89	2.91	3.65	4.39
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.36	0.33	0.34	0.34
应收账款周转率	45.09	23.16	60.83	73.00	91.25
存货周转率	73.60	131.34	66.20	69.64	72.78
每股指标（元）					
每股收益	0.11	0.79	0.55	0.65	0.75
每股经营现金流	0.61	1.70	1.19	1.14	1.28
每股净资产	6.38	7.15	5.54	6.20	6.97
估值比率					
P/E	249.07	23.28	17.45	14.70	12.75
P/B	4.26	2.57	1.73	1.55	1.37
EV/EBITDA	38.58	9.18	6.34	5.12	4.07

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。