

天目湖 (603136.SH)

暑期销售投放加大，动物王国项目终止实施

优于大市

核心观点

第三季度公司收入平稳略降，归母利润承压下滑。2025Q3，公司实现收入 1.40 亿元，同比微降 1.23%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比下降 13.19%；扣非后归母净利润 0.28 亿元，同比下降 13.29%。前三季度，公司累计实现收入 3.86 亿元，同比下降 4.65%；归母净利润 0.83 亿元，同比下降 2.54%；扣非后归母净利润 0.81 亿元，同比下降 2.58%，整体业绩表现承压。

暑期收入降幅环比收窄，旺季销售费用率同比高增长影响利润表现。公司作为一站式休闲旅游目的地，主要辐射长三角客群。Q3 公司积极利用“苏超”等区域热点进行营销引流，同时预计水世界增长良好，总体收入同比降幅环比 Q2 收窄。但利润端下滑幅度环比增加，其中毛利率同比平稳，而尽管公司积极进行内部人员等固定成本控制、管理费用同比下滑 11%，但暑期旺季市场推广上加大投入带来销售费用同比增长 93%。

公司动物王国项目终止，跟踪其他储备项目推进。此前天目湖与溧阳市政府合资的动物王国公司项目已终止实施，近期公司召开股东大会通过终止原定按持股比例 19.98%向动物王国公司增资 17,982 万元的计划，同时公司前期与动物王国项目公司签署的《筹开咨询及运营管理合同》，已由动物王国公司书面通知决定终止。作为国企背景的旅游上市公司，公司立足休闲度假目的地的深耕细作和资源整合能力，仍是实现中长线成长的基础。后续其他储备看点：南山小寨二期、御水温泉核心产品及配套设施的提档升级工程正在推进，御水温泉三期扩展、平桥休闲深度体验区等概念规划与策划工作已完成，此外通过管理输出谋求增量。

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：结合公司前三季度经营情况，我们下修 2025-2027 年公司景区和酒店等核心业务收入假设和毛利率净利率假设，并剔除动物王国此前利润假设贡献，进而下修公司 2025-2027 年归母净利润至 1.03/1.16/1.32 亿元（此前为 1.27/1.50/1.65 元），对应 PE30/27/24x。公司持续深耕一站式休闲度假目的地建设，地方国资入主后逐步加强本地资源开发协同。短期外围消费环境变化下公司经营承压，但也努力管控固定成本费用并灵活营销应对挑战，跟踪后续旅游促进政策及储备项目扩张情况，暂维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	630	536	522	556	615
(+/-%)	70.9%	-14.9%	-2.6%	6.5%	10.6%
净利润(百万元)	147	105	103.3	116.3	132
(+/-%)	623.9%	-28.8%	-1.3%	12.6%	13.1%
每股收益(元)	0.79	0.39	0.38	0.43	0.49
EBIT Margin	32.8%	27.3%	27.8%	29.6%	30.1%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	7.8%	7.3%	7.8%	8.3%
市盈率 (PE)	14.6	29.7	30.1	26.7	23.6
EV/EBITDA	7.6	14.0	14.4	12.8	11.7
市净率 (PB)	1.61	2.32	2.20	2.08	1.96

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：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.50 元
总市值/流通市值	3106/3106 百万元
52 周最高价/最低价	14.58/10.50 元
近 3 个月日均成交额	115.17 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) ——一季度净利润同比转增，2025 年业绩目标积极》——2025-04-22
《天目湖 (603136.SH) ——暑期旺季经营承压，储备项目稳步推进》——2024-10-27
《天目湖 (603136.SH) ——2023 年利润创新高并加强分红，不断推进项目建设》——2024-05-05
《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

第三季度公司收入平稳，归母利润承压下滑。2025Q3，公司实现收入 1.40 亿元，同比微降 1.23%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比下降 13.19%；扣非后归母净利润 0.28 亿元，同比下降 13.29%。前三季度，公司累计实现收入 3.86 亿元，同比下降 4.65%；归母净利润 0.83 亿元，同比下降 2.54%；扣非后归母净利润 0.81 亿元，同比下降 2.58%，整体业绩表现承压。

暑期收入降幅环比收窄，旺季销售费用率同比高增长影响利润表现。公司作为一站式休闲旅游目的地，主要辐射长三角客群。Q3 公司积极利用“苏超”等区域热点进行营销引流，同时预计水世界增长良好，总体收入同比降幅环比 Q2 收窄。但利润端下滑幅度环比增加，其中毛利率同比平稳，而尽管公司积极进行内部人员等固定成本控制、管理费用同比下滑 11%，但暑期旺季市场推广上加大投入带来销售费用同比增长 93%。

图1：公司今年以来各季度收入 表现



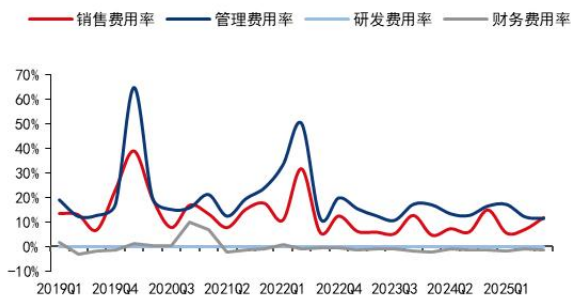
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司今年以来各季度 归母/扣非业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度毛利率和净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司动物王国项目终止，跟踪其他储备项目推进。此前天目湖与溧阳市政府合资的动物王国公司项目已终止实施，近期公司召开股东大会通过终止原定按持股比例 19.98%向动物王国公司增资 17,982 万元的计划，同时公司前期与动物王国项目公司签署的《筹开咨询及运营管理合同》，已由动物王国公司书面通知决定终止。作为国企背景的旅游上市公司，公司立足休闲度假目的地的深耕细作和资源整合能力，仍是实现中长线成长的基础。后续其他储备看点：南山小寨二期、御水温泉核心产品及配套设施的提档升级工程正在推进，御水温泉三期扩展、平桥休闲深度体验区等概念规划与策划工作已完成，此外通过管理输出谋求增量。

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：结合公司前三季度经营情况，我们下修 2025-2027 年公司景区和酒店等核心业务收入假设和毛利率净利率假设，并剔除动物王国此前利润假设贡献，进而下修公司 2025-2027 年归母净利润至 1.03/1.16/1.32 亿元（此前为 1.27/1.50/1.65 元），对应 PE30/27/24x。公司持续深耕一站式休闲度假目的地建设，地方国资入主后逐步加强本地资源开发协同。短期外围消费环境变化下公司经营承压，但也努力管控固定成本费用并灵活营销应对挑战，跟踪后续旅游促进政策及储备项目扩张情况，暂维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	556	644	657	740	866	营业收入	630	536	522	556	615
应收款项	29	27	25	28	30	营业成本	288	255	250	261	298
存货净额	5	6	5	6	7	营业税金及附加	2	11	10	11	12
其他流动资产	7	11	8	10	11	销售费用	48	45	47	50	54
流动资产合计	597	689	696	784	913	管理费用	86	79	70	69	66
固定资产	899	859	968	968	960	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	101	97	94	91	88	财务费用	(7)	(8)	(10)	(10)	(13)
投资性房地产	122	116	116	116	116	投资收益	0	1	4	4	4
长期股权投资	20	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1740	1782	1895	1980	2099	其他收入	11	7	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	59	123	150	150	150	营业利润	224	162	159	179	203
应付款项	41	37	37	37	44	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	103	76	83	80	91	利润总额	223	161	159	179	203
流动负债合计	203	236	270	267	285	所得税费用	55	40	40	45	51
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	21	16	16	18	20
其他长期负债	89	78	78	78	78	归属于母公司净利润	147	105	103	116	132
长期负债合计	89	78	78	78	78	现金流量表（百万元）					
负债合计	292	314	349	345	364	净利润	147	105	103	116	132
少数股东权益	116	128	134	142	150	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1333	1339	1412	1493	1585	折旧摊销	112	97	95	104	111
负债和股东权益总计	1740	1782	1895	1980	2099	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	(7)	(8)	(10)	(10)	(13)
每股收益	0.79	0.39	0.38	0.43	0.49	营运资本变动	33	(40)	14	(8)	15
每股红利	0.03	0.40	0.11	0.13	0.15	其它	21	(0)	6	7	8
每股净资产	7.15	4.96	5.23	5.53	5.87	经营活动现金流	313	162	218	219	266
ROIC	11.53%	7.80%	7%	8%	9%	资本开支	0	(53)	(201)	(101)	(101)
ROE	11.03%	7.81%	7%	8%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	54%	52%	52%	53%	52%	投资活动现金流	(10)	(53)	(201)	(101)	(101)
EBIT Margin	33%	27%	28%	30%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	51%	46%	46%	48%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	71%	-15%	-3%	7%	11%	支付股利、利息	(5)	(108)	(31)	(35)	(39)
净利润增长率	624%	-29%	-1%	13%	13%	其它融资现金流	(104)	194	27	0	0
资产负债率	23%	25%	26%	25%	24%	融资活动现金流	(114)	(21)	(4)	(35)	(39)
股息率	0.2%	3.5%	1.0%	1.1%	1.3%	现金净变动	189	88	13	84	125
P/E	14.6	29.7	30.1	26.7	23.6	货币资金的期初余额	367	556	644	657	740
P/B	1.6	2.3	2.2	2.1	2.0	货币资金的期末余额	556	644	657	740	866
EV/EBITDA	7.6	14.0	14.4	12.8	11.7	企业自由现金流	0	115	16	118	164
						权益自由现金流	0	309	50	126	174

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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