

天目湖(603136)

报告日期: 2026年05月08日

景区主业短期承压, 新项目落地可期

——天目湖 2025 年年报暨 2026 年一季报点评

- 公司 2025 年实现营业收入 5.08 亿元、同比-5.25%，归母净利润 0.95 亿元、同比-8.92%，扣非归母 0.89 亿元、同比-11.32%；其中 25Q4 单季营收 1.22 亿元、同比-7.07%，归母 0.12 亿元、同比-37.27%；公司 26Q1 实现营业收入 1.00 亿元、同比-4.50%，归母净利润 0.10 亿元、同比-24.46%，扣非归母 0.10 亿元、同比-20.76%。
- 景区核心业务量价承压, 山水园+南山竹海双双下行。25 年景区业务收入 2.60 亿元、同比-7.89%，毛利率 67.24%、同比-3.19pct，主因外部环境变化、销售转化难度加大；其中山水园收入 1.37 亿元、同比-7.22%，毛利率 68.78%、同比-0.94pct；南山竹海收入 1.23 亿元、同比-8.63%，毛利率 65.52%、同比-5.70pct，南山竹海毛利率回落幅度更大主因游客分流叠加成本相对刚性。
- 温泉承压、酒店与水世界相对稳。25 年温泉业务收入 0.36 亿元、同比-15.98%，毛利率 39.82%、同比-7.16pct；酒店业务收入 1.54 亿元、同比-3.55%，毛利率 20.06%、同比-1.33pct，运营保持平稳；水世界业务收入 0.08 亿元、同比+7.47%，毛利率扭亏至 2.52%、同比+45.92pct；旅行社业务收入 0.08 亿元、同比-5.98%，毛利率 5.32%、同比-1.30pct。
- 毛利率回落、销售费用刚性影响利润弹性。25 年综合毛利率 50.33%、同比-2.10pct，主因景区/温泉毛利率拖累；销售/管理/财务费用率 9.28%/14.66%/-1.25%、同比+0.87pct/-0.02pct/+0.22pct，销售费用率上行系营销投放力度加大、管理费用率小幅优化；25 年经营性现金流净额 1.89 亿元、同比-1.65%，与营收波动基本同步。
- 新项目稳步推进, 巩固一站式目的地竞争力。25 年末在建工程余额 1.59 亿元、同比+32.09%，主要源于南山小寨二期及平桥文旅综合体项目持续投入；御水温泉三期扩展项目、平桥休闲深度体验区的概念规划与策划工作已完成，公司聚焦“巩固根据地、深耕长三角”战略，积极引入国资合作助力综合体项目落地，远期外延扩张可期。
- 投资建议: 我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 5.25/5.53/5.95 亿元，同比+3.31%/+5.42%/+7.45%，实现归母净利润 1.06/1.13/1.25 亿元，同比+11.52%/+6.50%/+10.63%，对应 PE27X/25X/23X，维持“买入”评级。
- 风险提示
消费复苏不及预期风险；行业竞争加剧风险；新项目培育不及预期风险；自然灾害风险。

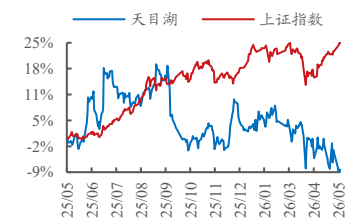
投资评级: 买入(维持)

分析师: 卢子宸
执业证书号: S1230526010002
luzichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥10.56
总市值(百万元)	2,852.54
总股本(百万股)	270.13

股票走势图



相关报告

- 《营销投放影响利润, 远期新项目落地有望贡献增量》 2025.11.02
- 《客流承压, 期待新项目落地》 2025.05.01
- 《核心景区业务增长强劲, 关注项目升级与投建》 2024.05.06

财务摘要

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	508.07	524.87	553.34	594.54
(+/-) (%)	-5.25%	3.31%	5.42%	7.45%
归母净利润	95.32	106.32	113.23	125.26
(+/-) (%)	-8.92%	11.53%	6.50%	10.62%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.42	0.46
P/E	29.93	26.83	25.19	22.77

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	708	966	1199	1435
现金	669	926	1156	1392
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	22	22	23	24
其它应收款	2	2	3	3
预付账款	7	7	8	8
存货	7	6	7	7
其他	3	2	2	2
非流动资产	1000	922	810	697
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	13	11	8
固定资产	781	692	594	495
无形资产	93	84	76	67
在建工程	16	16	16	16
其他	110	117	113	110
资产总计	1708	1888	2008	2132
流动负债	136	190	191	179
短期借款	35	67	72	58
应付款项	33	36	38	40
预收账款	0	0	0	0
其他	68	87	81	81
非流动负债	68	78	75	74
长期借款	0	0	0	0
其他	68	78	75	74
负债合计	204	268	265	252
少数股东权益	133	143	153	164
归属母公司股东权	1371	1477	1591	1716
负债和股东权益	1708	1888	2008	2132

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	508	525	553	595
营业成本	252	260	271	291
营业税金及附加	10	8	10	11
营业费用	47	44	48	52
管理费用	74	79	80	83
研发费用	0	0	0	0
财务费用	(6)	(9)	(12)	(15)
资产减值损失	2	0	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	8	9	8	8
营业利润	138	153	164	181
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	138	154	164	181
所得税	34	38	41	45
净利润	104	116	123	136
少数股东损益	8	9	10	11
归属母公司净利润	95	106	113	125
EBITDA	222	199	207	221
EPS (最新摊薄)	0.35	0.39	0.42	0.46

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-5.25%	3.31%	5.42%	7.45%
营业利润	-14.85%	11.47%	6.67%	10.55%
归属母公司净利润	-8.92%	11.53%	6.50%	10.62%
获利能力				
毛利率	50.33%	50.50%	51.00%	51.00%
净利率	20.43%	22.05%	22.28%	22.94%
ROE	6.42%	6.81%	6.73%	6.91%
ROIC	6.68%	6.78%	6.64%	6.81%

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	189	187	157	177
净利润	104	116	123	136
折旧摊销	93	55	55	55
财务费用	(6)	(9)	(12)	(15)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(15)	22	(8)	1
其它	15	5	0	2
投资活动现金流	(16)	29	56	58
资本支出	62	41	49	50
长期投资	22	(16)	3	3
其他	(101)	4	4	4
筹资活动现金流	(152)	42	17	1
短期借款	(80)	32	6	(14)
长期借款	0	0	0	0
其他	(72)	10	11	15
现金净增加额	21	258	230	236

	2025	2026E	2027E	2028E
偿债能力				
资产负债率	11.92%	14.20%	13.21%	11.83%
净负债比率	20.63%	27.91%	30.18%	26.01%
流动比率	5.21	5.09	6.29	8.03
速动比率	5.16	5.06	6.26	7.99
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.29	0.28	0.29
应收账款周转率	22.35	23.62	23.63	23.91
应付账款周转率	7.19	7.47	7.35	7.53
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.39	0.42	0.46
每股经营现金	0.70	0.69	0.58	0.66
每股净资产	5.08	5.47	5.89	6.35
估值比率				
P/E	29.93	26.83	25.19	22.77
P/B	2.08	1.93	1.79	1.66
EV/EBITDA	12.30	11.03	9.58	7.90

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>