

► **天目湖发布 2023 年三季报。**23Q3，公司营收 1.92 亿元/同比+24.41%，较 19 年同期+14.79%；归母净利润 0.58 亿元/同比+2.56%，较 19 年同期-5.91%。23 年前三季度，公司营收 4.75 亿元/同比+95.52%，较 19 年同期+22.72%；归母净利润 1.20 亿元/同比+4740.32%，较 19 年同期+4.44%。

► **毛利率有所提升但不及 19 年同期，或是酒店矩阵扩张带动成本提升所致。**23Q3，公司毛利率 59.80%/同比+4.61pcts，较 19 年同期-13.92pcts；净利率 34.69%/同比-4.58pcts，较 19 年同期-6.40pcts。23 年前三季度，公司毛利率 56.15%/同比+24.70pcts，较 19 年同期-12.99pcts；净利率 29.42%/同比+27.98pcts，较 19 年同期-4.57pcts。**毛利率方面**，公司 23Q3 和 23 年前三季度毛利率较 19 年同期下滑，我们认为主要是 20 年以来公司酒店矩阵快速扩张，致使酒店业务成本支出增加，压低整体毛利率水平；23Q3 公司毛利率同比优化，我们认为可能是公司酒店业务逐步渡过爬坡期，揽客能力提升带动入住率增长、成本把控能力有所提升，使酒店业务营收提升、毛利率优化，最终带动公司整体毛利率提升。**净利率方面**，23Q3 和 23 年前三季度净利率较 19 年同期下滑幅度低于毛利率下滑幅度，主要得益于销售费用率和管理费用率的优化。

► **溧阳城发成为公司第一大股东，保证灵活机制下通过多方位赋能促公司发展。**当前溧阳城发已成为公司第一大股东，公司实控人为溧阳市政府。溧阳市政府不主导公司运营，认可公司发展战略，积极引入渠道助力公司外延发展，双方在资源、资金、文旅产业链策划设计与建设能力等方面互补共赢，提升天目湖旅游度假区知名度、推进动物王国项目发展、激活周边优质自然资源，力求通过天目湖旅游度假区的旅游目的地集聚区效应带动地方经济发展、打造溧阳全域旅游品牌，在溧阳市政府多方位赋能下，公司动物王国项目有望快速推进、存量项目引流能力有望持续向好。

► **投资建议：短期关注两大方向：**1) 天目湖位处长三角中心地带，区位优势显著，引流能力持续提升；2) 公司酒店矩阵持续壮大，带动营收增长，酒店业务当前毛利率水平偏低，关注酒店业务后续经营结构优化为公司带来的内生动能。**长期聚焦四大增长点：**1) 根据长三角一体化示范区水乡客厅国土空间详细规划新闻发布会，沪苏湖铁路预计 2024 年完工，天目湖上海客流有望增长；2) 溧阳城发入股后天目湖成为国资企业，后续有望获溧阳市政府多方位支持；3) 动物王国项目启动，建成后有望成为公司利润新增长点。4) 公司二次消费韧性足，商品销售及体验项目创新可为营收带来新增量。预计 23-25 年归母净利润分别为 1.50/2.29/2.84 亿元，对应 23-25 年 PE 为 24/15/13X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新项目建设不及预期，酒店盈利结构优化不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	369	605	765	875
增长率 (%)	-12.0	64.1	26.5	14.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	20	150	229	284
增长率 (%)	-60.6	640.1	52.5	23.8
每股收益 (元)	0.11	0.81	1.23	1.52
PE	175	24	15	13
PB	3.0	2.7	2.3	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.07 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

相关研究

- 1.天目湖 (603136.SH) 2023 年半年报点评：23H1 业绩超越 19 年同期，溧阳政府实控多方位促公司发展-2023/09/04
- 2.天目湖 (603136.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：23H1 业绩稳中有进，看好暑期旺季避暑游和亲子游双需求驱动-2023/07/17
- 3.天目湖 (603136.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 利润扭亏为盈，酒店矩阵持续拓展-2023/04/28
- 4.天目湖 (603136.SH) 2023 年一季度业绩预告点评：Q1 利润表现亮眼，看好五一假期客流突破-2023/04/10
- 5.天目湖 (603136.SH) 事件点评：国资增持成为新实控人，公司后续发展有望获多方位赋能-2023/03/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	369	605	765	875
营业成本	235	233	239	248
营业税金及附加	1	7	9	10
销售费用	41	63	77	83
管理费用	78	85	106	121
研发费用	0	0	0	0
EBIT	25	229	348	428
财务费用	-1	-2	-1	-2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	2	3	3
营业利润	28	233	352	434
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	26	232	351	433
所得税	5	57	87	107
净利润	21	174	264	326
归属于母公司净利润	20	150	229	284
EBITDA	137	346	475	565

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	367	560	789	1,042
应收账款及票据	8	8	14	12
预付款项	6	5	5	5
存货	5	5	4	4
其他流动资产	4	5	5	49
流动资产合计	391	583	817	1,112
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	915	943	974	1,004
无形资产	105	106	106	106
非流动资产合计	1,184	1,212	1,243	1,273
资产合计	1,575	1,795	2,060	2,385
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	44	72	68	64
其他流动负债	68	86	91	94
流动负债合计	192	238	239	238
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债合计	290	336	337	335
股本	186	186	186	186
少数股东权益	97	122	157	199
股东权益合计	1,285	1,459	1,724	2,050
负债和股东权益合计	1,575	1,795	2,060	2,385

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.96	64.10	26.49	14.35
EBIT 增长率	-69.17	825.55	52.06	23.02
净利润增长率	-60.57	640.07	52.54	23.85
盈利能力 (%)				
毛利率	36.24	61.55	68.79	71.66
净利率	5.51	24.85	29.96	32.45
总资产收益率 ROA	1.29	8.37	11.13	11.90
净资产收益率 ROE	1.71	11.23	14.63	15.34
偿债能力				
流动比率	2.03	2.45	3.42	4.68
速动比率	1.96	2.40	3.37	4.64
现金比率	1.91	2.36	3.31	4.39
资产负债率 (%)	18.41	18.70	16.33	14.06
经营效率				
应收账款周转天数	7.60	4.87	5.13	5.28
存货周转天数	8.80	7.72	6.98	5.81
总资产周转率	0.23	0.36	0.40	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.81	1.23	1.52
每股净资产	6.38	7.18	8.41	9.94
每股经营现金流	0.61	1.86	2.11	2.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	175	24	15	13
PB	3.0	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	23.24	9.19	6.70	5.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	21	174	264	326
折旧和摊销	112	117	127	137
营运资金变动	-22	47	-5	-43
经营活动现金流	114	346	393	426
资本开支	-133	-146	-159	-168
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-142	-144	-156	-164
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-8	-9	-9	-9
现金净流量	-36	193	229	253

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026