

天目湖 (603136.SH)

上半年经营稳步复苏，国资入主有望强化区域资源整合成长

买入

核心观点

上半年归母净利润较2019年同期增16%，处于业绩预告区间内。2023年上半年，公司实现营收2.83亿元/+219.11%，较2019H1增约29%；归母净利润0.62/0.59亿元，同比扭亏，较2019H1增约16%/15%；处于业绩预告区间内。2023Q2，公司收入和归母净利润各较2019Q2增长24%/12%，恢复趋势环比Q1有所放缓（Q1收入/归母净利润各恢复35%/28%），且净利润略低于2021Q2净利润水平，预计与消费渐进复苏、阶段中长途分流和新项目爬坡期影响。

上半年景区收入恢复良好，酒店扩容下收入较疫前较快增长。上半年，公司景区收入1.73亿元/+323%，较2019H1增31%，主要系客流复苏、夜游等项目增加贡献；酒店收入0.93亿元/+189%，较2019H1大增88%，主要系过去三年酒店显著扩容，客房量从2019年底的440间+增至今年6月底的740间左右，增长近7成，且新增酒店多数定位中高端推动；旅行社收入1.01亿元，较2019H1增加38%；而温泉和水世界收入尚未恢复到2019年水平。

收入结构变化和新项目爬坡期影响，上半年归母净利率不及2019年同期。

上半年公司毛利率和归母净利率各53.68%/22.08%，较2019H1各降11.98/2.37pct，主要系：1）收入结构变化，酒店收入占比提升近10pct，而其盈利能力不及景区业务；2）部分酒店新项目仍处于爬坡期；3）人工成本增加影响。同时，上半年期间费用率较2019H1下降8pct，其中销售/管理/财务费率各降7/1/+0pct，主要与收入结构变化和费用控制等相关。

储备项目推进助力中线成长，国资入主有望强化区域资源整合成长。暑期旺季，公司积极结合两山一水特色文化，推出各类特色活动和热门产品，且过去三年公司景区和酒店项目提质扩容，在客流持续复苏下，仍有望支撑公司全年经营成长。同时，公司持续巩固根据地，下半年平桥漂流项目有望开工，南山小寨二期项目推进，积极筹备御水温泉三期工作等，中长线动物王国项目还有望带来新看点。同时，地方国资入主后，未来资源支持力度有望加大，景区乃至周边资源整合有望进一步全面强化，进而助力公司中长线成长。

风险提示：宏观系统性风险，外延扩张、新项目不及预期，股东减持风险等。

投资建议：综合消费渐进复苏、新项目爬坡及中长途分流周边游等影响，下调公司2023-2025 EPS至0.87/1.13/1.39元（此前EPS为1.01/1.25/1.47元），对应PE为27/21/17x。公司立足一站式度假模式深度耕耘，景区内容持续优化，管理运营能力稀缺，地方国资入主后未来区域内资源支持有望全面加速，可进一步跟踪国资入主后的企业治理效能变化，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

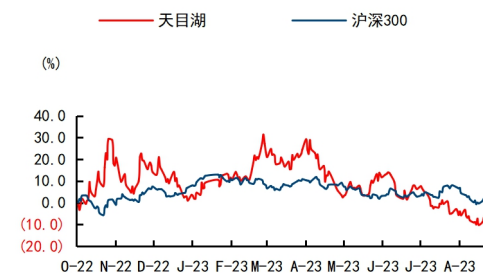
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
 S0980511040003 S0980513100003 S0980521120002

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 23.59元
 总市值/流通市值 4395/4395百万元
 52周最高价/最低价 33.49/22.43元
 近3个月日均成交额 51.48百万元

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)——一季度靓丽复苏，多储备项目推进助力成长》——2023-04-28
 《天目湖(603136.SH)——国资成为新实控人，开启发展新阶段》——2023-03-13
 《天目湖(603136.SH)——单三季度净利润恢复超9成，费用管控成效突出》——2022-10-28
 《天目湖(603136.SH)——上半年华东客源承压 积极探索复合型业态》——2022-08-30
 《天目湖(603136.SH)——疫情扰动经营表现，内生外延助力成长》——2022-04-29

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	419	369	651	751	911
(+/-%)	11.9%	-12.0%	76.6%	15.4%	21.4%
净利润(百万元)	52	20	162	211	258
(+/-%)	-6.2%	-60.6%	696.7%	30.7%	22.3%
每股收益(元)	0.28	0.11	0.87	1.13	1.39
EBIT Margin	17.6%	3.7%	33.4%	37.8%	37.9%
净资产收益率(ROE)	4.4%	1.7%	12.4%	14.6%	15.9%
市盈率(PE)	85.3	216.4	27.2	20.8	17.0
EV/EBITDA	28.1	39.4	15.3	12.3	10.6
市净率(PB)	3.76	3.70	3.38	3.03	2.70

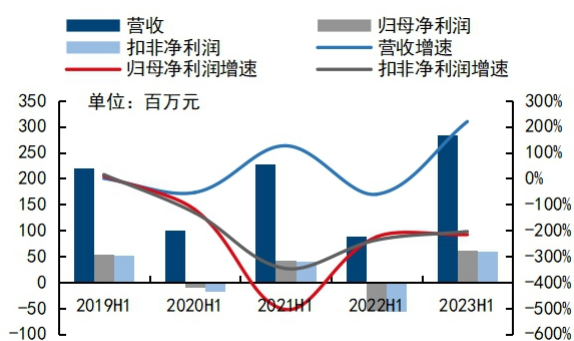
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年归母净利润较 2019 年同期增 16%，处于业绩预告区间内。2023 年上半年，公司实现营收 2.83 亿元/+219.11%，较 2019H1 增约 29%；归母净利润 0.62/0.59 亿元，同比扭亏，较 2019H1 增约 16%/15%；处于业绩预告区间内（公司此前预计 2023 年上半年归母净利润 0.60-0.70 亿元，扣非净利润 0.57-0.67 亿元）。

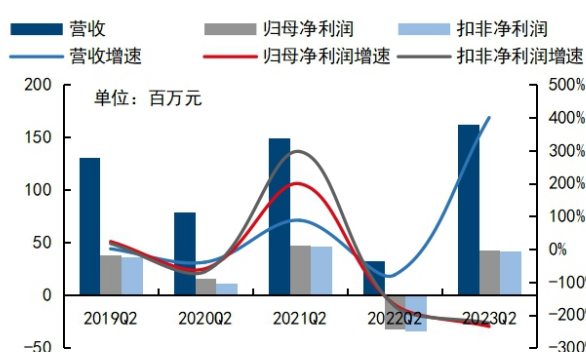
2023Q2，公司实现营业收入 1.63 亿元/+399.82%，较 2019Q2 增 24.27%；实现归母净利润 0.43 亿元/同比扭亏，较 2019Q2 增 11.82%；扣非净利润 0.42 亿元/同比扭亏，较 2019Q2 增 14.95%。2023Q2 较 2019 年同期恢复趋势环比 Q1 恢复有所放缓（Q1 收入/归母净利润各恢复 35%/28%）。同时，虽然 2023Q2 收入较 2021Q2 增加 9%，但归母净利润相应下滑 9%，预计与消费渐进复苏、阶段周边游被中长途出游分流和新项目爬坡期等综合影响。

图1：2019H1-2023H1，公司收入和净利润变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

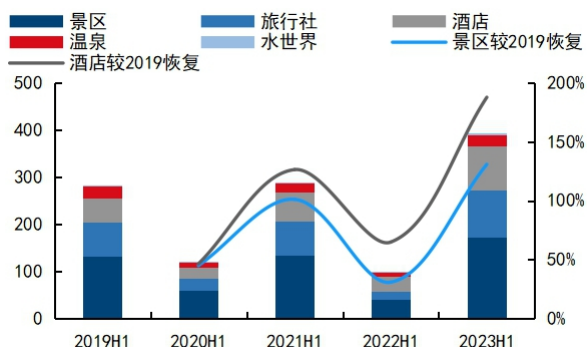
图2：2019Q2-2023Q2，公司收入和净利润变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

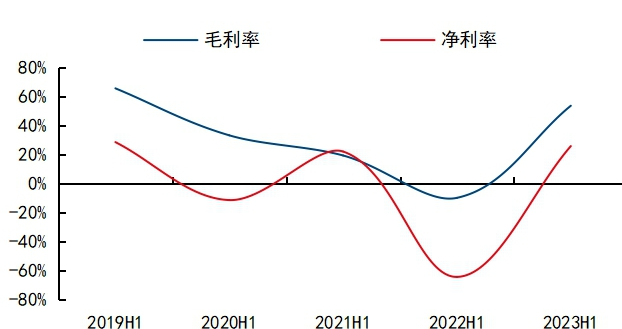
上半年景区收入恢复超疫前，酒店扩容下收入较疫前较快增长。上半年，公司景区收入 1.73 亿元/+323%，较 2019H1 增 31%，主要系客流复苏、夜游等项目增加贡献；酒店收入 0.93 亿元/+189%，较 2019H1 大增 88%，主要系过去三年酒店显著扩容，客房量从 2019 年底的 440 间+增至今年 6 月底的 740 间左右，增长近 7 成，且新增酒店多数定位中高端推动；旅行社收入 1.01 亿元，较 2019H1 增加 38%；而温泉和水世界收入尚未恢复到 2019 年水平。

图3：2019H1-2023H1，公司各业务较 2019H1 恢复情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司毛利率和期间费率变化趋势

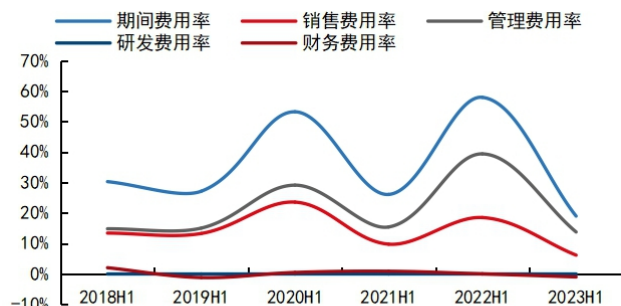


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入结构变化和新项目爬坡期影响，上半年净利率不及 2019 年同期。上半年公司毛利率和归母净利润率各 53.68%/22.08%，较 2019H1 各降 11.98/2.37 pct，主要系：1）收入结构变化，酒店收入占比提升近 10pct，而其盈利能力不及景区业务；2）部分酒店

新项目仍处于爬坡期；3）人工成本增加影响。同时，上半年期间费用率较 2019H1 下降 8pct，其中销售/管理/财务费率较 19H1 下降 7/1/+0pc，主要与收入结构变化和销售费用优化控制等相关。

图5：公司毛利率和期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

储备项目推进助力中线成长，国资入主强化区域内资源支持。暑期旺季，公司积极结合两山一水特色文化，推出各类特色活动和热门产品，且过去三年公司景区和酒店项目提质扩容，在客流持续复苏下，仍有望支撑公司全年经营成长。同时，公司持续巩固根据地，下半年平桥漂流项目有望开工，南山小寨二期项目推进，积极筹备御水温泉三期工作等，中长线动物王国项目还有望带来新看点。同时，地方国资入主后，未来资源支持力度有望加大，景区乃至周边资源整合有望进一步全面强化，进而助力公司中长线成长。

风险提示：宏观系统性风险，外延扩张、新项目不及预期，股东减持风险等。

投资建议：综合消费渐进复苏、新项目爬坡及中长途分流周边游等影响，下调公司 2023-2025 EPS 至 0.87/1.13/1.39 元（此前 EPS 为 1.01/1.25/1.47 元），对应 PE 为 27/21/17x。公司立足一站式度假模式深度耕耘，景区内容持续优化，经营效率良好，地方国资入主后未来区域内资源支持有望全面加速，可进一步跟踪国资入主后的企业治理效能变化，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
603136.SH	天目湖	23.59	43.95	0.11	0.87	1.13	1.39	214.45	27.11	20.88	16.97	买入
600138.sh	中青旅	12.39	89.68	-0.46	0.62	0.87	1.06	—	19.85	14.31	11.66	买入
300144.SZ	宋城演艺	12.40	324.22	0.00	0.29	0.55	0.68	—	42.17	22.74	18.36	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	403	367	562	662	878	营业收入	419	369	651	751	911
应收款项	9	10	14	16	20	营业成本	209	235	257	277	336
存货净额	6	5	9	9	12	营业税金及附加	5	1	8	9	11
其他流动资产	12	9	26	30	36	销售费用	54	41	74	80	98
流动资产合计	430	391	611	717	946	管理费用	77	78	95	100	121
固定资产	928	930	1013	1085	1116	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	110	105	102	99	96	财务费用	(0)	(1)	(6)	(9)	(12)
投资性房地产	135	139	139	139	139	投资收益	2	1	2	2	2
长期股权投资	0	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1602	1575	1875	2050	2307	其他收入	11	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	87	91	150	150	150	营业利润	87	28	225	295	360
应付款项	78	44	106	112	144	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	82	57	110	117	146	利润总额	86	26	225	295	360
流动负债合计	248	192	365	379	440	所得税费用	26	5	56	74	90
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	1	7	10	12
其他长期负债	86	98	108	118	128	归属于母公司净利润	52	20	162	211	258
长期负债合计	86	98	108	118	128	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	333	290	473	497	568	净利润	52	20	162	211	258
少数股东权益	99	97	100	104	109	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1170	1188	1301	1449	1630	折旧摊销	95	105	101	112	123
负债和股东权益总计	1602	1575	1875	2050	2307	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(0)	(1)	(6)	(9)	(12)
每股收益	0.28	0.11	0.87	1.13	1.39	营运资本变动	(21)	(48)	99	17	59
每股红利	0.25	0.03	0.26	0.34	0.42	其它	1	1	3	4	5
每股净资产	6.28	6.38	6.98	7.78	8.75	经营活动现金流	127	79	366	344	445
ROIC	3.97%	1.13%	12%	16%	19%	资本开支	0	(103)	(181)	(181)	(151)
ROE	4.40%	1.71%	12%	15%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	50%	36%	60%	63%	63%	投资活动现金流	0	(113)	(181)	(181)	(151)
EBIT Margin	18%	4%	33%	38%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	32%	49%	53%	51%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	-12%	77%	15%	21%	支付股利、利息	(46)	(6)	(49)	(63)	(78)
净利润增长率	-6%	-61%	697%	31%	22%	其它融资现金流	(178)	11	59	0	0
资产负债率	27%	25%	31%	29%	29%	融资活动现金流	(270)	(1)	10	(63)	(78)
股息率	1.0%	0.1%	1.1%	1.4%	1.8%	现金净变动	(143)	(36)	195	100	216
P/E	85.3	216.4	27.2	20.8	17.0	货币资金的期初余额	546	403	367	562	662
P/B	3.8	3.7	3.4	3.0	2.7	货币资金的期末余额	403	367	562	662	878
EV/EBITDA	28.1	39.4	15.3	12.3	10.6	企业自由现金流	0	(35)	183	161	290
						权益自由现金流	0	(24)	246	168	299

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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