

天目湖 (603136.SH)

一季度靓丽复苏，多储备项目推进助力成长

买入

核心观点

2022 年归母净利润仅恢复 16%，Q4 贡献主要盈利。2022 年，公司实现 3.69 亿元/-11.96%，恢复至 2019 年的 73.25%；归母净利润 0.20 亿元/-60.57%，恢复 16.41%；扣非净利润 0.12 亿元/-70.97%，恢复仅 10.22%，EPS0.11 元，处于业绩预告区间。非经常损益主要系政府补助确认 1124 万元。Q1-Q4，公司营收分别恢复 63%/25%/92%/108%，归母净利润分别恢复 -143%/-83%/92%/203%，单 Q4 收入 1.26 亿元/+25%，归母业绩 0.18 亿/+135%。

景区业务收入恢复约 7 成，酒店升级扩容下收入逆势增长 15%。2022 年公司景区业务营收 1.56 亿元/-30.73%，恢复 52.02%，毛利率减少 15.26pct。其中山水园营收 0.86 亿元/-30.33%，南山竹海营收为 0.70 亿元/-31.22%。酒店升级扩容下营收 1.43 亿元/+15.26%，增长突出；但爬坡拖累毛利率下降 10.88pct。水世界营收 0.14 亿元/+258.47%，主要系同期基数低+暑期业务增加。此外，温泉和旅行社营收同比下降-10.24%/-9.10%。

毛利率下降&管理费率提升，销售费用管控效果显著。2022 年公司毛利率为 36.24%/-13.79pct，主要系收入端承压下刚性成本拖累及酒店业务占比提升等影响；2022 年公司期间费用率 31.88%/+0.72pct，其中管理费率增加 2.74pct，财务费率和销售费率分别下降 0.37/1.65pct。疫情反复中，公司营销投放更加精准，运营管理更加精细化，销售费用优化成效显著。

2023Q1 公司营收与业绩均创历史同期新高，开启全年复苏成长。2023Q1，公司营收 1.20 亿元/+114.26%，较 2019 年增长 35%；归母/扣非业绩分别为 0.19/0.17 亿元，扭亏为盈，较 2019 年增长 28%/14%。2023Q1 毛利率 42%/+41pct，较 2019 年下降 16pct，主要系阶段景区免门票影响而门票毛利率较高；但归母净利率 16%，与 2019 年基本持平，可见其管理效率改善成效。此外，伴随客流复苏和客源结构调整，过夜需求有所提升。总体来看，即使在阶段部分免门票下，公司一季报收入和业绩均创历史新高，后续复苏可期。

存量恢复+扩容产能助力复苏弹性，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。公司积极推进一站式目的地建设：一是酒店扩容显著，总体房量从疫前的 440 多间增加到 700 间左右，增长 50%+，且新增酒店基本为高端或奢华酒店，平均房价显著超过原有酒店，疫情企稳期表现突出，收益贡献可观。二是景区持续改造，包括继续推进山水园景区提档升级和产品业态转型，并扩充夜游时间与内容；推进南山小寨二期，预计下半年有望动工建设；平桥漂流项目明年有望投运；积极筹备御水温泉三期工作等。同时，公司在天目湖根据地持续丰富，包括推进动物王国等，且地方国资主导后未来江苏区域内资源支持也有望加大；后续也不排除进一步外延扩张。

风险提示：疫情风险，外延扩张、新项目不及预期，股东减持风险等。

投资建议：上调公司 23-25 EPS 至 1.01/1.25/1.47 元（此前 23-24 年 EPS 为 0.82/1.02 元，主要系 Q1 以来复苏良好、新项目推进积极），对应 PE28/23/19x。公司系品质周边游的代表，立足一站式度假模式深度耕耘，存量恢复+增量供给贡献下未来复苏弹性可期，地方国资主导后未来区域内资源支持有望加速，可进一步跟踪国资入主后的企业治理效能变化，继续维持“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 S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.30 元
总市值/流通市值	5272/5272 百万元
52 周最高价/最低价	33.49/19.76 元
近 3 个月日均成交额	88.59 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) - 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

《天目湖-603136-2021 年三季报点评：三季度承压江苏疫情，疫后恢复弹性明显》——2021-10-30

盈利预测和财务指标

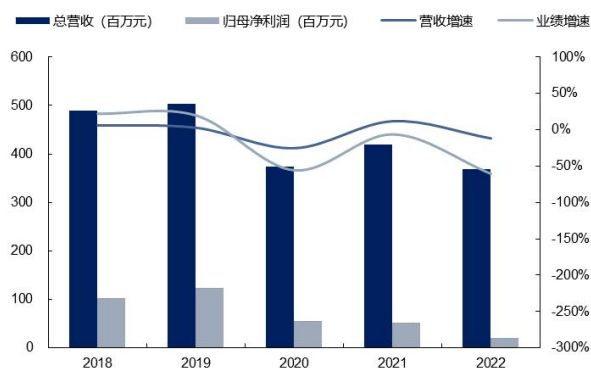
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	419	369	665	803	932
(+/-%)	11.9%	-12.0%	80.4%	20.7%	16.0%
净利润(百万元)	52	20	189	233	273
(+/-%)	-6.2%	-60.6%	829.9%	23.4%	17.4%
每股收益(元)	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47
EBIT Margin	17.6%	3.7%	38.4%	39.1%	39.2%
净资产收益率(ROE)	4.4%	1.7%	14.3%	15.7%	16.3%
市盈率(PE)	102.4	259.6	27.9	22.6	19.3
EV/EBITDA	33.3	46.7	16.0	13.6	11.9
市净率(PB)	4.51	4.44	3.99	3.56	3.15

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

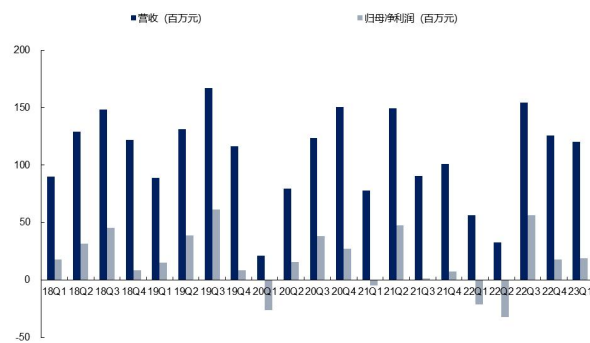
2022 年归母净利润仅恢复 16%，Q4 贡献主要盈利。2022 年，公司实现 3.69 亿元/-11.96%，恢复至 2019 年的 73.25%；归母净利润 0.20 亿元/-60.57%，恢复 16.41%；扣非净利润 0.12 亿元/-70.97%，恢复仅 10.22%，EPS0.11 元，处于业绩预告区间。非经常损益主要系政府补助确认 1124 万元。Q1-Q4，公司营收分别恢复 63%/25%/92%/108%，归母净利润分别恢复-143%/-83%/92%/203%，单 Q4 收入 1.26 亿元/+25%，归母业绩 0.18 亿/+135%。

图1：公司营业收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

景区业务收入恢复约 7 成，酒店升级扩容下收入逆势增长 15%。2022 年公司景区业务营收 1.56 亿元/-30.73%，恢复 52.02%，毛利率减少 15.26pct。其中山水园营收 0.86 亿元/-30.33%，南山竹海营收为 0.70 亿元/-31.22%。酒店升级扩容下营收 1.43 亿元/+15.26%，增长突出；但爬坡拖累毛利率下降 10.88pct。水世界营收 0.14 亿元/+258.47%，主要系同期基数低+暑期业务增加。此外，温泉和旅行社营收同比下降-10.24%/-9.10%。

图3：公司各业务板块营业收入（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

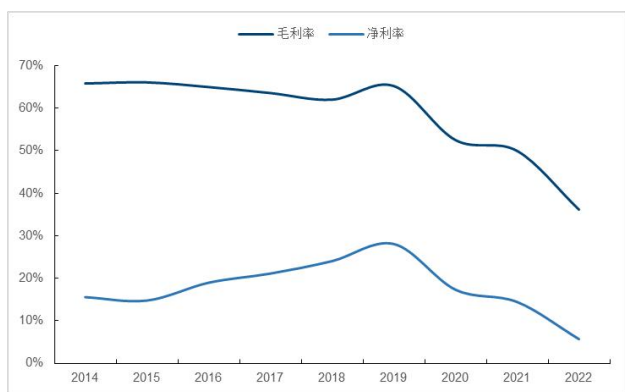
图4：公司主要旅游产品营业收入（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

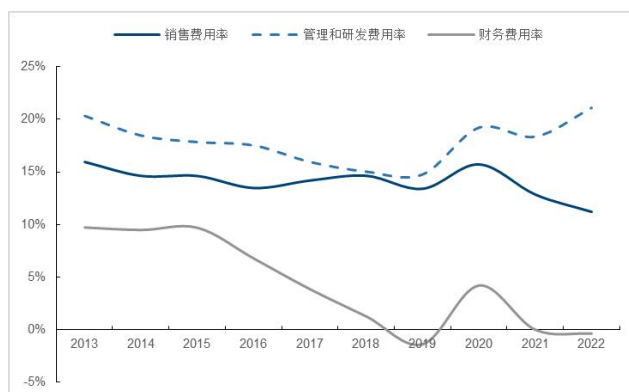
毛利率下降&管理费率提升，销售费用管控效果显著。2022 年公司毛利率为 36.24%/-13.79pct，主要系收入端承压下刚性成本拖累及酒店业务占比提升等影响；2022 年公司期间费用率 31.88%/+0.72pct，其中管理费率增加 2.74pct，财务费率和销售费率分别下降 0.37/1.65pct。疫情反复中，公司营销投放更加精准，运营管理更加精细化，销售费用优化成效显著。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

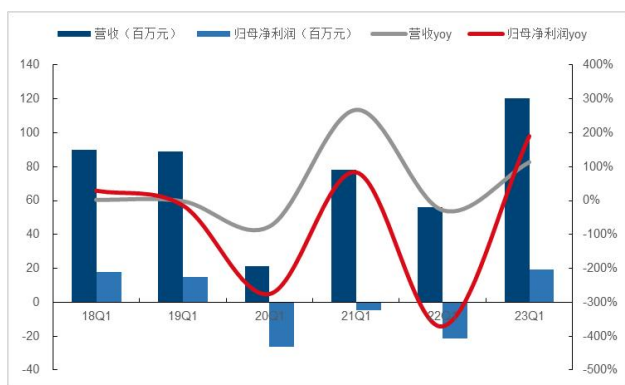
图6：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

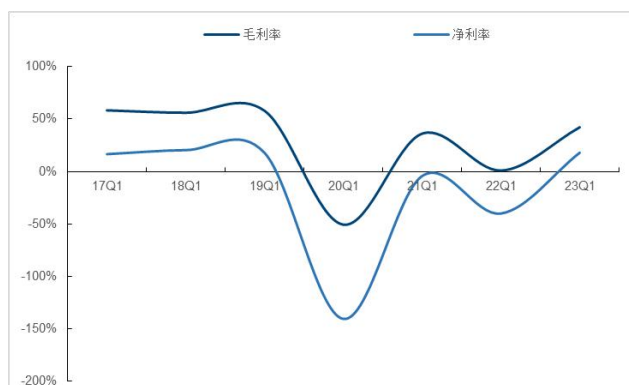
2023Q1 公司营收与业绩均创历史同期新高，开启全年复苏成长。2023Q1，公司营收1.20亿元/+114.26%，较2019年增长35%；归母/扣非业绩分别为0.19/0.17亿元，扭亏为盈，较2019年增长28%/14%。2023Q1毛利率42%/+41pct，较2019年下降16pct，主要系阶段景区免门票影响而门票毛利率较高；但归母净利率16%，与2019年基本持平，可见其管理效率改善成效。此外，伴随客流复苏和客源结构调整，过夜需求有所提升。总体来看，即使在阶段部分免门票下，公司一季报收入和业绩均创历史新高，后续复苏可期。

图7：公司第一季度营业收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司第一季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

存量恢复+扩容产能助力复苏弹性，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。公司积极推进一站式目的地建设：一是酒店扩容显著，总体房量从疫前的440多间增加到700间左右，增长50%+，且新增酒店基本为高端或奢华酒店，平均房价显著超过原有酒店，疫情企稳期表现突出，收益贡献可观。二是景区持续改造，包括继续推进山水园景区提档升级和产品业态转型，并扩充夜游时间与内容；推进南山小寨二期，预计下半年有望动工建设；平桥漂流项目明年有望投运；积极筹备御水温泉三期工作等。同时，公司在天目湖根据地持续丰富，包括推进动物王国等，且地方国资主导后未来江苏区域内资源支持也有望加大；后续也不排除进一步外延扩张。

投资建议：上调公司23-25 EPS至1.01/1.25/1.47元（此前23-24年EPS为0.82/1.02元，主要系Q1以来复苏良好、新项目推进积极），对应PE28/23/19x。

公司系品质周边游的代表，立足一站式度假模式深度耕耘，存量恢复+增量供给贡献下未来复苏弹性可期，地方国资主导后未来区域内资源支持有望加速，可进一步跟踪国资入主后的企业治理效能变化，继续维持“买入”评级。

风险提示：疫情等系统性风险，外延扩张不及预期，新项目表现不及预期，股东减持风险等。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	25E	
603136.SH	天目湖	28.30	52.72	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47	101	257	28	23	19	买入
600138.SH	中青旅	13.73	100.18	0.03	-0.46	0.62	0.87	1.06	469	-30	22	16	13	买入
300144.SZ	宋城演艺	14.65	380.44	0.12	0.00	0.41	0.63		122	372 6	36	23		买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：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	556	700	914	营业收入	419	369	665	803	932
应收款项	9	10	15	18	20	营业成本	209	235	229	275	321
存货净额	6	5	7	9	11	营业税金及附加	5	1	8	10	11
其他流动资产	12	9	27	32	37	销售费用	54	41	76	92	107
流动资产合计	430	391	605	758	982	管理费用	77	78	96	113	126
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)	(13)
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	1869	2091	2343	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	263	325	381
应付款项	78	44	88	111	135	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	82	57	102	124	146	利润总额	86	26	263	325	381
流动负债合计	248	192	340	385	431	所得税费用	26	5	66	81	95
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	1	9	11	12
其他长期负债	86	98	108	118	128	归属于母公司净利润	52	20	189	233	273
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	448	503	559	净利润	52	20	189	233	273
少数股东权益	99	97	101	105	110	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1170	1188	1320	1483	1674	折旧摊销	95	105	101	112	123
负债和股东权益总计	1602	1575	1869	2091	2343	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(0)	(1)	(6)	(9)	(13)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(21)	(48)	75	45	46
每股收益	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47	其它	1	1	3	4	5
每股红利	0.25	0.03	0.30	0.38	0.44	经营活动现金流	127	79	368	394	447
每股净资产	6.28	6.38	7.08	7.96	8.99	资本开支	0	(103)	(181)	(181)	(151)
ROIC	3.97%	1.13%	14%	17%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4.40%	1.71%	14%	16%	16%	投资活动现金流	0	(113)	(181)	(181)	(151)
毛利率	50%	36%	66%	66%	66%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	4%	38%	39%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	32%	54%	53%	52%	支付股利、利息	(46)	(6)	(57)	(70)	(82)
收入增长	12%	-12%	80%	21%	16%	其它融资现金流	(178)	11	59	0	0
净利润增长率	-6%	-61%	830%	23%	17%	融资活动现金流	(270)	(1)	2	(70)	(82)
资产负债率	27%	25%	29%	29%	29%	现金净变动	(143)	(36)	189	143	214
股息率	0.9%	0.1%	1.1%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	546	403	367	556	700
P/E	102.4	259.6	27.9	22.6	19.3	货币资金的期末余额	403	367	556	700	914
P/B	4.5	4.4	4.0	3.6	3.1	企业自由现金流	0	(35)	187	211	292
EV/EBITDA	33.3	46.7	16.0	13.6	11.9	权益自由现金流	0	(24)	250	218	302

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提及的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