

Q1 利润扭亏为盈，酒店矩阵持续拓展

2023 年 04 月 28 日

► **天目湖发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**公司 2022 年全年营收 3.69 亿元/yoy-11.96%，较 19 年同期-26.75%；归母净利润 0.20 亿元/yoy-60.57%，较 19 年同期-83.59%；扣非归母净利润 0.12 亿元/yoy-70.97%，较 19 年同期-89.78%。2023Q1，公司营业收入为 1.20 亿元/yoy+114.26%，较 19 年同期+35.34%；归母净利润为 0.19 亿元，同比 22 年的-0.21 亿元扭亏为盈，较 19 年同期+27.62%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比 22 年的-0.22 亿元扭亏为盈，较 19 年同期+14.06%。受疫情扰动影响，公司 2022 年营收及归母净利润同比下滑；2023Q1，疫情扰动减小，居民出行半径提升，旅游行业需求回暖，叠加一季度春节旅游高峰期助推旅游行业景气度提升及公司酒店矩阵进一步完善，公司 2023Q1 营收表现超越 19 年同期水平，归母净利润扭亏为盈。

► **休闲度假属性逐步凸显，酒店矩阵拓展响应多日游需求。**2022 年，公司在各项目改进创新上集中发力，海洋世界项目结合科普知识与科技元素提档焕新，水世界项目增加亲子/童玩产品，夜公园项目发力推动暑期旺季客流高增，契合“双减”政策驱动下逐渐增长的亲子/研学需求及《国民旅游休闲发展纲要（2022-2030）》指导下快速崛起的休闲度假游需求，景区经营模型有效改善。此外，2023 年初至今，公司旗下酒店新增御水温泉·森/遇·碧波园及遇·湖林里酒店，旗下酒店客房容量进一步扩大，有效承接景区休闲度假旅游客群。2022 年公司酒店业务营收 1.43 亿元/yoy+15.25%。已超越山水园/南山竹海景区业务收入成为营收第一大贡献点，2023 年“酒店矩阵继续扩张+降本增效推进”将推动利润表现持续向好。

► **长三角中心区位优势显著，“五一”假期客流有望突破。**根据携程数据，截至 4 月 6 日，报名“五一”长途旅游的订单占比超六成，长线旅游订单同比去年增长 811%；上海、南京、杭州报名较为火爆。我们认为，天目湖旅游度假区位处江苏省内、长三角中心地带，与上海、南京及杭州三地间车程均不超过三小时，周边高速公路及高铁线路发达，契合居民旅游长线游和周边游需求，且景区本身休闲度假与研学游属性也将成为客流引流亮点，“五一”旅游高峰带动下景区知名度/复游率有望提升。

► **投资建议：短期关注三大方向：**1) 天目湖位处长三角中心地带，符合长三角三省一市周边游需求，区位优势显著，在短途游复苏阶段有望表现良好；2) 公司酒店矩阵持续壮大，推动公司业绩表现向好。3) “双减”政策驱动下近年亲子游热度上行，二三季度景区客流有望受亲子游需求驱动。**长期聚焦四大增长点：**1) 沪苏湖铁路预计 2024 年完工，天目湖上海客流有望增长；2) 溧阳市全域旅游规划不断推进，天目湖有望获溧阳市客流分流红利；3) 动物王国项目已全面启动，建成后有望成为公司利润新增长点。4) 公司二次消费韧性充足，商品销售及体验类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 1.96/2.48/3.02 亿元，对应 23-25 年 PE 为 27/22/18X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复，项目建设不及预期。

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	696	800	910
增长率 (%)	-12.0	89.0	14.9	13.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	20	196	248	302
增长率 (%)	-60.6	864.3	26.4	22.1
每股收益 (元)	0.11	1.05	1.33	1.62
PE	264	27	22	18
PB	4.5	3.9	3.3	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.75 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
- 2.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
- 3.天目湖 (603136.SH) 公司事件点评：助力景区内高端酒店建设及地块整合，丰富景区内酒店产品矩阵-2023/02/21
- 4.天目湖 (603136.SH) 2022 年三季报点评：三季度业绩表现亮眼，看好冬季酒店与温泉项目协同发力-2022/10/29
- 5.天目湖 (603136.SH) 深度报告：破晓将至，乘风渐起-2022/09/19

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	696	800	910
营业成本	235	233	239	248
营业税金及附加	1	9	10	11
销售费用	41	72	80	87
管理费用	78	98	111	125
研发费用	0	0	0	0
EBIT	25	299	375	455
财务费用	-1	-2	-2	-4
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	2	3	4
营业利润	28	303	380	462
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	26	302	379	461
所得税	5	75	94	114
净利润	21	227	285	347
归属于母公司净利润	20	196	248	302
EBITDA	137	416	502	592

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	367	614	867	1,134
应收账款及票据	8	11	12	15
预付款项	6	5	5	5
存货	5	5	4	4
其他流动资产	4	5	5	52
流动资产合计	391	640	893	1,209
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	1,852	2,136	2,482
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	90	92	95
流动负债合计	192	242	240	239
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	340	338	337
股本	186	186	186	186
少数股东权益	97	129	167	212
股东权益合计	1,285	1,512	1,798	2,145
负债和股东权益合计	1,575	1,852	2,136	2,482

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	88.97	14.90	13.67
EBIT 增长率	-69.17	1108.28	25.51	21.32
净利润增长率	-60.57	864.30	26.42	22.11
盈利能力 (%)				
毛利率	36.24	66.61	70.16	72.75
净利率	5.51	28.12	30.93	33.23
总资产收益率 ROA	1.29	10.57	11.59	12.18
净资产收益率 ROE	1.71	14.15	15.18	15.64
偿债能力				
流动比率	2.03	2.64	3.72	5.06
速动比率	1.96	2.59	3.67	5.01
现金比率	1.91	2.54	3.61	4.75
资产负债率 (%)	18.41	18.35	15.83	13.57
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	0.41	0.40	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	1.05	1.33	1.62
每股净资产	6.38	7.43	8.76	10.38
每股经营现金流	0.61	2.14	2.23	2.36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	264	27	22	18
PB	4.5	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	36.45	11.40	8.95	7.13
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	227	285	347
折旧和摊销	112	117	127	137
营运资金变动	-22	48	-2	-50
经营活动现金流	114	399	416	440
资本开支	-133	-146	-159	-168
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-142	-143	-155	-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	247	252	267

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