

# 天目湖 (603136.SH)

国资成为新实控人，开启发展新阶段

买入

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 社会服务 · 旅游及景区

## ◆ 投资评级：买入(维持评级)

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

## 事项：

公司公告：公司实控人孟广才先生与溧阳城发签署了《股份转让协议》，拟将其持有的 12,169,500 股（占公司目前总股本的 6.53%）公司股份转让给溧阳城发，转让价款为 3.61 亿元人民币，转让价格为 29.67 元/股。本次权益变动完成后，溧阳城发成为上市公司控股股东，溧阳市人民政府成为公司实际控制人。

**国信社服观点：**1) 实控人变更，溧阳国资将成为公司新实控人（未来 9 名董事席位中国资预计占 5 席，但承诺维持现有经营管理团队不变且重大事项需 2/3 董事通过）。作为资源性景区，国资主导未来预计有望加大区域内资源支持，与公司优秀的市场运营能力互补，公司后续发展有望进入新阶段；2) 过去三年，主营业务扩容升级，酒店房量增 50%+且升级显著，景区休闲度假改造提升，疫后长三角出行需求释放下复苏成长可期，且未来仍有南山小寨二期，动物王国项目等增量看点。3) 投资建议：参考近期复苏跟踪，我们上调公司 22-24 年 EPS 至 0.11/0.82/1.02 元（此前预计 0.06/0.68/0.92 元），对应 23-24 PE37/30x，未来不排除恢复超预期可能性。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。

## 评论：

### ◆ 实控人变更，溧阳国资将成为公司新实控人

国资逐步入股，成为公司新实际控制人。根据公司公告，公司实际控制人孟广才先生与溧阳城发签署了《股份转让协议》，拟将其持有的 12,169,500 股（占公司目前总股本的 6.53%）公司股份转让给溧阳城发，转让价款为 3.61 亿元人民币，转让价格为 29.67 元/股。本次协议转让完成后，孟广才先生的持股比例从 26.13%减少至 19.60%，溧阳城发持有的公司股份将由 20.32%增加至 26.86%。

图1：股权变化图

|                 | 2021年9月<br>转让价格：19.98 元/股 |         |             | 2022年3月<br>转让价格：19.98 元/股 |        |             | 2023年3月<br>转让价格：29.67 元/股 |        |             |
|-----------------|---------------------------|---------|-------------|---------------------------|--------|-------------|---------------------------|--------|-------------|
|                 | 持股（万股）<br>/占比             | 增减      | 是否第一<br>实控人 | 持股（万股）<br>/占比             | 增减     | 是否第一<br>实控人 | 持股（万股）<br>/占比             | 增减     | 是否第一<br>实控人 |
| 孟广才             | 6490.4<br>/34.84%         | -11.61% | 是           | 4867.82<br>/26.13%        | -8.71% | 是           | 3650.87<br>/19.60%        | -6.53% | 否           |
| 溧阳市城市建设发展集团有限公司 | 2163.47<br>/11.61%        | +11.61% | 否           | 3786.07<br>/20.32%        | +8.71% | 否           | 5003.02<br>/26.86%        | +6.53% | 是           |

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

本次权益变动完成后，孟广才先生持股 36,508,700 股，占比 19.60%；溧阳城发持股 50,030,200 股，占比 26.86%，溧阳城发成为上市公司控股股东，溧阳市人民政府成为公司实际控制人。

本次交易后，公司目前 9 名董事会席位（包括 6 名非独立董事和 3 名独立董事）中，国资可提名 5 名候选人（3 名非独董，2 名独立董事），上市公司经营管理团队保持不变。同时明确，对投资、利润分配及聘任解聘总裁等重大事项，董事会需 2/3 通过方可执行。

◆ 公司系基于一定自然资源深度运营开发的优秀案例，国资控股有助于加速其后续区域内资源支持

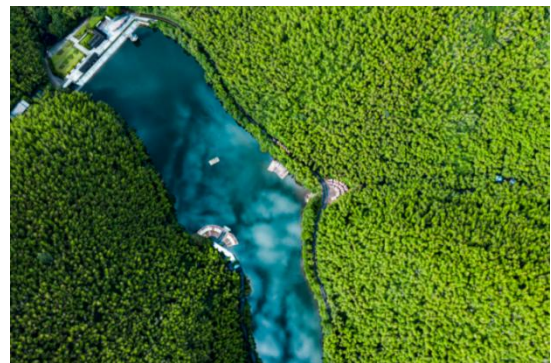
公司系基于天目湖景区深耕运营的良好范例。公司最早成立于 1992 年，立足天目湖景区优质资源（长三角区域，集山、水、竹海、温泉等一体），持续丰富助力客流和收入增长；2003 年改制后持续深耕；2013 年，天目湖景区获评国家 5A 级景区。2019 年公司收入 5.03 亿元，归母业绩 1.24 亿元，净利率约 25%，经营效率在景区公司中较为领先。但过往由于民企背景的特点，在获取进一步优势资源方面也有一定不足，对其进一步扩张等也相对不利。

图3: 天目湖景区



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图4: 南山竹海



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2021 年 9 月和 2022 年 3 月，溧阳城发先后以 4.32 亿元、3.24 亿元，受让实际控制人孟广才先生 2163 万股、1623 万股，合计持股 20.32%，成为公司第二大股东。国资入股后，对其积极支持，一是重磅动物王国项目由国资投建，但未来由上市公司进行运营管理；二是在区域营销、补贴等方面积极支持；三是国资天目湖集团旗下的天目湖华天地块及水悦山庄地块项目等也委托上市公司进行筹备咨询等，未来也不排除进一步由上市公司经营介入。

我们认为，在国资希望继续做大做强企业、打造溧阳当地名片的背景下，未来国资区域内资源优势与公司原有机制优势有望互补，进一步推动协同发展。公司公告也明确表示，溧阳城发将协调其自身优质资源，充分发挥与公司业务发展的协同效应，提升公司核心竞争力，推动公司的长期健康稳定发展，进一步提升公司持续经营成长。

◆ 2022Q4 承压下，公司经营仍相对稳健

公司此前发布 2022 年业绩预告：预计 2022 年归母业绩 1800-2200 万元，同比减少 57.28%-65.05%；预计 2022 年扣非业绩 1000-1350 元，同比减少 68.44%-76.63%。其中非经常性损益对应 800-850 万，主要系政府补助 500 多万元影响。

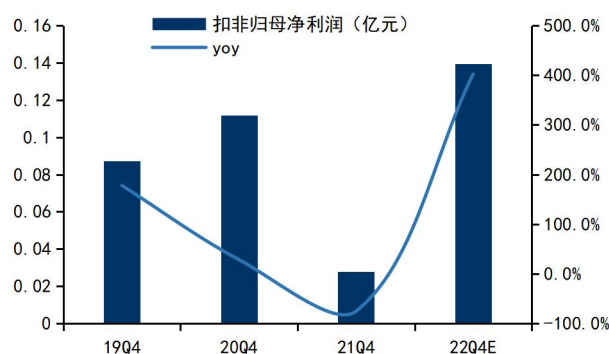
2022Q4 业绩较良好。据此推算，2022Q4 公司归母净利润 1552~1952 万元，同比增长 104%~157%；扣非业绩 1219-1569 万元，同比增长 339%~465%。虽然 2021Q4 业绩基数较低，但对比 2019Q4 和 2020Q4 公司扣非业绩各为 872、1120 万，考虑 2022Q4 疫情影响，上述表现可圈可点，预计主要系公司产品升级及良好的费用优化等带动。

图5: 2017-2022 年公司收入和业绩表现



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司 2022Q4 经营表现仍良好



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 过去三年景区扩容提质升级, 疫后长三角出行需求释放下复苏成长可期

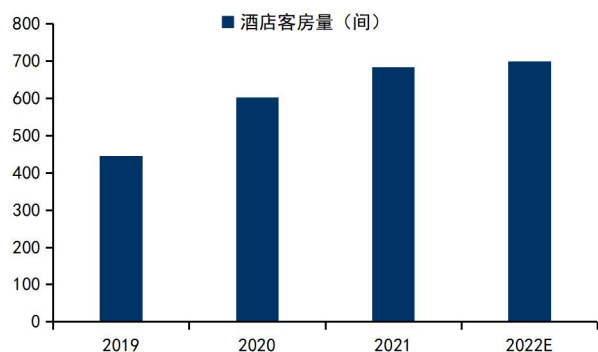
过去三年, 公司持续深耕扩容, 一是酒店扩容升级, 二是景区持续改造, 三是持续效率优化。

**酒店升级显著, 且房量增长 50%+。**2019 年公司旗下合计三个酒店: 御水温泉度假酒店 (240 间客房)、南山竹海客栈 (160 多间客房) 和温泉客栈 (40 间客房)。近三年, 公司新增竹溪谷酒店 (120 间客房)、遇·天目湖酒店 (81 间客房) 和遇·十四涧酒店 (14 间客房), 此外还包括风系列酒店及遇·碧波园等推出, 总体房量有望从疫情前的 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, 且在疫情企稳期表现突出, 收益贡献可观。鉴于此, 在目前全面放开下, 不考虑其他反复影响, 我们预计公司今年酒店收入有望较 2019 年翻倍以上增长。

**景区持续改造, 春节期间在景区免票下收入仍超疫情前。**公司疫情下对御水温泉、水公园、南山景区等持续改造升级, 包括推出夜游项目等。目前南山小寨二期还在积极推进中。今年春节在两大 5A 景区免门票基础上, 公司景区收入仍然实现收入超 2019 年的情况, 其中度假休闲型产品的复苏程度高于观光型产品。南山竹海景区和御水温泉景区, 同比较 2019 年增长, 仅观光型的山水园景区表现不及 2019 年。

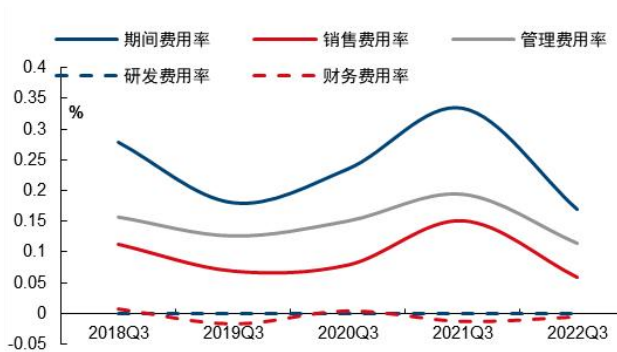
**全面效率提升。**疫情下公司进一步优化运营管理, 全面提质增效。以 2022Q3 为例, 公司期间费用率同比-16.47pct, 较 2019 年同期-1.08pct, 其中 Q3 管理、销售费用率同比分别-9.29/-7.91pct, 较 2019Q3 分别-1.02/-1.19pct。总体来看, 疫情反复中, 公司营销投放更加精准, 运营管理更加精细化, 费用优化成效显著。此外 2022Q4 外围承压下的经营仍稳健可部分验证。

图7: 酒店客房量



资料来源: 公司官网等, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司 2022Q3 费用率变化比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中线来看，公司积极打造“中国一站式旅游模式实践者”，一看南山小寨二期建设与扩容，二是在天目湖根据地持续丰富，包括中长线动物王国等项目打造，同时也会积极全国范围内争取外延机会。

#### ◆ 投资建议：国资将成实控人，公司开启新阶段，维持“买入”评级

实控人变更，溧阳国资将成为公司新实控人（未来9名董事席位中国资预计占5席，但承诺维持现有经营管理团队不变且重大事项需2/3董事通过），国资主导未来有望加大区域内资源支持，与公司优秀的市场运营能力互补，公司后续发展有望进入新阶段。疫情三年，主营业务扩容升级，酒店房量增50%+且升级显著，景区休闲度假改造提升，疫后长三角出行需求释放下复苏成长可期，且未来仍有南山小寨二期，动物王国项目等增量看点。参考近期复苏跟踪，我们上调公司22-24年EPS至0.11/0.82/1.02元（此前预计0.06/0.68/0.92元），对应23-24PE37/30x，未来不排除恢复超预期可能性。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

疫情可能反复，外延扩张可能节奏较慢、新项目不及预期，国企背景下可能导致激励不充分等。

表：可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 股价       | 总市值<br>亿元 | EPS  |       |      |      | PE  |      |     |     | 投资评级 |
|-----------|------|----------|-----------|------|-------|------|------|-----|------|-----|-----|------|
|           |      | 2022/3/9 |           | 21A  | 22E   | 23E  | 24E  | 21A | 22E  | 23E | 24E |      |
| 603136.SH | 天目湖  | 30.43    | 56.69     | 0.28 | 0.11  | 0.83 | 1.02 | 109 | 288  | 37  | 30  | 买入   |
| 600138.SH | 中青旅  | 14.79    | 107.06    | 0.03 | -0.22 | 0.46 | 0.75 | 505 | -67  | 32  | 20  | 买入   |
| 300144.SZ | 宋城演艺 | 15.64    | 408.94    | 0.12 | 0.00  | 0.40 | 0.63 | 130 | 3977 | 39  | 25  | 买入   |
| 600054.SH | 黄山旅游 | 11.88    | 86.65     | 0.06 | -0.16 | 0.27 | 0.43 | 198 | -74  | 44  | 28  | 增持   |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

#### 相关研究报告：

《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  
 《天目湖-603136-2021年中报点评：中报优秀符合预期，短期扰动不改中线内生及外延逻辑》——2021-08-16

## 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 利润表（百万元）         | 2020       | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 546         | 403         | 400         | 450         | 594         | 营业收入             | 374        | 419          | 316          | 609          | 712          |
| 应收款项             | 15          | 9           | 7           | 13          | 16          | 营业成本             | 177        | 209          | 194          | 213          | 240          |
| 存货净额             | 6           | 6           | 5           | 6           | 7           | 营业税金及附加          | 1          | 5            | 4            | 7            | 9            |
| 其他流动资产           | 16          | 12          | 13          | 24          | 28          | 销售费用             | 59         | 54           | 31           | 67           | 74           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>583</b>  | <b>430</b>  | <b>425</b>  | <b>493</b>  | <b>645</b>  | 管理费用             | 72         | 77           | 66           | 81           | 93           |
| 固定资产             | 850         | 928         | 1010        | 1081        | 1113        | 研发费用             | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产及其他          | 114         | 110         | 106         | 103         | 99          | 财务费用             | 16         | (0)          | 2            | 3            | 2            |
| 投资性房地产           | 62          | 135         | 135         | 135         | 135         | 投资收益             | 14         | 2            | 2            | 2            | 2            |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 资产减值及公允价值变动      | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1609</b> | <b>1602</b> | <b>1675</b> | <b>1812</b> | <b>1991</b> | 其他收入             | 24         | 11           | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款及交易性金融负债     | 135         | 87          | 170         | 150         | 150         | 营业利润             | 87         | 87           | 21           | 240          | 296          |
| 应付款项             | 70          | 78          | 63          | 71          | 82          | 营业外净收支           | (1)        | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债           | 118         | 82          | 64          | 84          | 97          | <b>利润总额</b>      | <b>87</b>  | <b>86</b>    | <b>21</b>    | <b>240</b>   | <b>296</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>324</b>  | <b>248</b>  | <b>296</b>  | <b>305</b>  | <b>328</b>  | 所得税费用            | 22         | 26           | (1)          | 60           | 74           |
| 长期借款及应付债券        | 224         | 0           | 0           | 0           | 0           | 少数股东损益           | 10         | 9            | 2            | 25           | 31           |
| 其他长期负债           | 15          | 86          | 96          | 106         | 116         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>55</b>  | <b>52</b>    | <b>20</b>    | <b>154</b>   | <b>191</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>239</b>  | <b>86</b>   | <b>96</b>   | <b>106</b>  | <b>116</b>  | 现金流量表（百万元）       | 2020       | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>负债合计</b>      | <b>563</b>  | <b>333</b>  | <b>392</b>  | <b>411</b>  | <b>444</b>  | 净利润              | 55         | 52           | 20           | 154          | 191          |
| 少数股东权益           | 94          | 99          | 100         | 110         | 123         | 资产减值准备           | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 952         | 1170        | 1183        | 1291        | 1425        | 折旧摊销             | 72         | 95           | 102          | 113          | 123          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1609</b> | <b>1602</b> | <b>1675</b> | <b>1812</b> | <b>1991</b> | 公允价值变动损失         | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 关键财务与估值指标        | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 财务费用             | 16         | (0)          | 2            | 3            | 2            |
| 每股收益             | 0.47        | 0.28        | 0.11        | 0.83        | 1.02        | 营运资本变动           | 21         | (21)         | (21)         | 20           | 26           |
| 每股红利             | 0.76        | 0.25        | 0.03        | 0.25        | 0.31        | 其它               | (6)        | 1            | 1            | 10           | 12           |
| 每股净资产            | 8.17        | 6.28        | 6.35        | 6.93        | 7.65        | <b>经营活动现金流</b>   | <b>141</b> | <b>127</b>   | <b>102</b>   | <b>296</b>   | <b>353</b>   |
| ROIC             | 3.24%       | 3.97%       | 2%          | 12%         | 15%         | 资本开支             | 0          | (169)        | (181)        | (181)        | (151)        |
| ROE              | 5.77%       | 4.40%       | 2%          | 12%         | 13%         | 其它投资现金流          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 53%         | 50%         | 39%         | 65%         | 66%         | <b>投资活动现金流</b>   | <b>0</b>   | <b>(169)</b> | <b>(181)</b> | <b>(181)</b> | <b>(151)</b> |
| EBIT Margin      | 17%         | 18%         | 7%          | 39%         | 42%         | 权益性融资            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 37%         | 40%         | 39%         | 58%         | 59%         | 负债净变化            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | -26%        | 12%         | -25%        | 93%         | 17%         | 支付股利、利息          | (89)       | (46)         | (6)          | (46)         | (57)         |
| 净利润增长率           | -56%        | -6%         | -62%        | 683%        | 24%         | 其它融资现金流          | 288        | (9)          | 82           | (20)         | 0            |
| 资产负债率            | 41%         | 27%         | 29%         | 29%         | 28%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>111</b> | <b>(101)</b> | <b>76</b>    | <b>(66)</b>  | <b>(57)</b>  |
| 股息率              | 1.6%        | 0.8%        | 0.1%        | 0.8%        | 1.0%        | <b>现金净变动</b>     | <b>252</b> | <b>(143)</b> | <b>(3)</b>   | <b>50</b>    | <b>144</b>   |
| P/E              | 64.6        | 110.1       | 288.4       | 36.8        | 29.7        | 货币资金的期初余额        | 294        | 546          | 403          | 400          | 450          |
| P/B              | 3.7         | 4.8         | 4.8         | 4.4         | 4.0         | 货币资金的期末余额        | 546        | 403          | 400          | 450          | 594          |
| EV/EBITDA        | 30.0        | 35.7        | 49.3        | 17.2        | 14.6        | 企业自由现金流          | 0          | (43)         | (78)         | 131          | 220          |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流          | 0          | (52)         | 3            | 110          | 219          |

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<br>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<br>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