天目湖（603136）

Q3 环比改善，期待新项目打开长期空间

增持（维持）

2020 年 10 月 27 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	503	370	554	633
同比（%）	2.8%	-26.5%	49.6%	14.4%
归母净利润（百万元）	124	39	134	156
同比（%）	19.9%	-68.1%	239.6%	16.4%
每股收益（元/股）	1.07	0.34	1.15	1.34
P/E（倍）	23.91	75.07	22.10	18.98

事件：公司发布 20 年 3 季报，20 前三季度营收 2.2 亿元（-42.1%），归母净利 2776 万元（-75.9%），扣非净利 1701 万元（-84.9%），单季度表现环比持续改善。

■ **整体业绩承压持续，单季环比改善。**

1）20 前三季度实现营收 2.2 亿元（-42.1%），归母净利达 2776 万元（-75.9%），扣非净利 1701 万元（-84.9%），业绩承压持续。单三季度营收 1.2 亿（-26.2%，降幅环比收窄 13.1pct），归母净利 3832 万（-37.4%，降幅环比收窄 21.7pct），归母扣非净利 3370 万元（-44.8%，降幅环比收窄 23.0pct），经营环比改善持续；

2）20 前三季度毛利率 49.1%（较上年同期-20.0pct），销售/管理/财务费用率分别为 15.0%/21.4%/0.5%，由于收入下滑，销售及管理费用率同比+4.4pct/+7.4pct，单三季度毛利率 62.1%（环比 Q2+6.5pct），销售费用率 7.9%（环比 Q2-11.6pct）、管理费用率 15.1%（环比 Q2-4.6pct）。

■ **政策刺激文旅复苏，存量稳健，新项目紧锣密鼓。**

1）公司于 3 月底全面复业，在江浙等地纷纷出台扶持及周边游刺激政策、团游放开及景区最大承载量限制放宽至 75%等举措的背景下，预计国庆期间公司景区恢复至去年同期 90%左右，领先行业。公司前三季度获政府补助 1534.3 万（+1066.2%），货币资金达到 5.1 亿（环比年初+74.4%），主要系收到可转债募集资金，稳健现金流保证公司日常经营及后续项目投入；

2）御水温泉二期竹溪谷野奢酒店约在 9 月下旬开业，房间约 120 个，平均房价 2500 元，房间自带温泉及泳池，四季度天气转凉进入温泉经营旺季，有望实现快速爬坡；南山竹海二期索道项目预计将在年内完成，预计索道客单价 80 元/人，每小时可运载 1500 人（一期仅可运载 300 人/时），新项目持续提升旺季承载量；山水园帐篷酒店项目主打亲子假期游，定位差异化，持续贡献业绩增量。

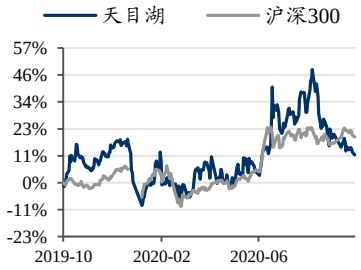
■ **持续看好内循环背景下消费回流，优质景区有望实现异地扩张。**

1）伴随疫情下海外文旅消费回流，国内高品质文旅项目有望持续承接出境游消费需求。天目湖地处长三角经济发达地区，景区及酒店业务定位中高端，产品打造能力壁垒深厚，不排除后续推出更多高客单文旅项目，实现需求有效供给；

2）公司在旅游产品策划、品牌打造及现场运营方面经验丰富，并持续与地方政府接洽，未来或有望在长三角、珠三角、成渝、长江中部等城市群打造明星景区，实现异地扩张。

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.50
一年最低/最高价	19.84/34.69
市净率(倍)	2.96
流通 A 股市值(百万元)	2958.41

基础数据

每股净资产(元)	8.62
资产负债率(%)	30.13
总股本(百万股)	116.02
流通 A 股(百万股)	116.02

相关研究

1、《天目湖（603136）：19 扣非快速增长，疫情无碍稀缺景区长期逻辑》2020-05-04
2、《天目湖（603136）：收入端增长稳健、控费有效，Q3 旺季增长环比提速》2019-10-30
3、《天目湖（603136）：19H1 收入平稳、有效控费，利润端稳健增长》2019-08-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **盈利预测与投资评级：**考虑疫情冲击下景区闭园、疫情逐步结束后客流爬坡等因素，预计 20-22 年营收 3.7、5.54、6.33 亿元，同比增速为-26.5%、49.6%、14.4%，预计 20-22 年归母净利 0.39、1.34、1.56 亿元，同比增速为-68.1%、239.6%、16.4%，当前股价对应动态 PE 为 75、22、19 倍。基于疫情不确定性与谨慎性假设，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动；疫情反复使客流恢复不及预期；项目落地进展不及预期，极端天气风险。

表 1：公司核心数据拆分表

单位：百万元	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	148.13	122.04	88.86	130.98	167.05	116.27	21.14	79.50	123.24
yoy	*8.4%*	*11.2%*	*-1.4%*	*1.4%*	*12.8%*	*-4.7%*	*-76.2%*	*-39.3%*	*-26.2%*
归母净利润	45.59	8.59	15.00	38.71	61.23	8.77	(26.40)	15.84	38.32
yoy	*33.5%*	*38.8%*	*-14.9%*	*23.3%*	*34.3%*	*2.0%*	*-276.0%*	*-59.1%*	*-37.4%*
毛利率	71.73	46.89	58.13	70.76	73.72	52.60	(50.56)	55.58	62.09
期间费用率	27.82	35.73	34.10	22.44	17.98	38.69	104.57	39.56	23.46
其中：销售费用率	11.32	20.91	13.56	13.10	6.92	22.98	38.76	19.54	7.91
管理费用率	15.75	14.40	19.00	12.36	12.70	17.11	64.63	19.71	15.11
财务费用率	0.75	0.42	1.54	(3.03)	(1.64)	(1.40)	1.18	0.32	0.44
归母净利率	**30.8%**	**7.0%**	**16.9%**	**29.6%**	**36.7%**	**7.5%**	**-124.8%**	**19.9%**	**31.1%**
ROE	5.74	1.05	1.87	4.79	7.09	0.98	(2.86)	1.66	3.91
pct	*-0.42*	*0.22*	*-0.44*	*0.72*	*1.35*	*-0.07*	*-4.72*	*-3.13*	*-3.18*
资产负债率	19.87	20.24	23.67	17.79	18.27	19.81	30.74	29.72	30.13
pct	*-18.40*	*-5.90*	*-0.37*	*-4.60*	*-1.59*	*-0.43*	*7.07*	*11.93*	*11.86*
存货	8.68	6.31	5.46	5.92	6.82	5.72	6.73	6.88	7.17
较上年同比增减	*0.84*	*-0.88*	*-1.56*	*-2.02*	*-1.86*	*-0.60*	*1.27*	*0.96*	*0.35*
存货周转天数	17.76	13.11	14.24	14.59	14.85	12.41	17.59	16.89	15.28
较上年同比增减	*-0.47*	*-2.39*	*-1.98*	*-2.70*	*-2.91*	*-0.70*	*3.35*	*2.30*	*0.43*
应收账款	4.39	6.34	6.99	7.11	7.16	5.60	3.02	4.66	12.37
较上年同比增减	*1.26*	*-2.24*	*2.70*	*2.85*	*2.77*	*-0.74*	*-3.97*	*-2.45*	*5.21*
应收账款周转天数	4.77	5.49	6.75	5.51	4.71	4.27	18.34	9.17	10.84
较上年同比增减	*2.26*	*0.81*	*0.32*	*0.23*	*-0.06*	*-1.22*	*11.59*	*3.66*	*6.12*
应付账款及应付票据	34.67	33.23	23.36	18.74	20.19	37.70	23.44	29.44	29.27
较上年同比增减	*-22.44*	*5.66*	*4.04*	*-6.62*	*-14.49*	*4.48*	*0.08*	*10.69*	*9.09*
预收账款	41.65	36.70	43.59	47.03	46.88	42.37	0.00	0.00	0.00
较上年同比增减	*23.28*	*15.46*	*24.71*	*16.48*	*5.23*	*5.68*	*-43.59*	*-47.03*	*-46.88*
经营性现金流净额	194.32	225.38	25.24	80.43	187.90	225.08	(25.19)	(15.87)	54.72
较上年同比增减	*1.5%*	*5.7%*	*-4.7%*	*-20.5%*	*-3.3%*	*-0.1%*	*-199.8%*	*-119.7%*	*-70.9%*
筹资性现金流净额	(123.86)	(130.73)	(12.39)	(73.49)	(74.83)	(76.59)	287.01	284.63	283.69
较上年同比增减	*-152.9%*	*-780.3%*	*4.9%*	*2.3%*	*-39.6%*	*-41.4%*	*-2416.2%*	*-487.3%*	*-479.1%*
资本开支	3.89	9.30	22.85	21.80	27.50	52.95	44.21	17.49	63.70
较上年同比增减	*-63.4%*	*-371.0%*	*2.2%*	*20.8%*	*606.7%*	*469.4%*	*93.5%*	*-19.8%*	*131.6%*

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：经营及筹资性现金流为年内累计数。

表 2：公司经营数据拆分

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
主营业务收入（百万元）	**369.68**	**408.59**	**422.93**	**421.79**	**460.68**	**489.43**	**503.17**
yoy		*10.53%*	*3.51%*	*-0.27%*	*9.22%*	*6.24%*	*2.81%*
综合毛利率	*52.94%*	*65.91%*	*66.16%*	*65.07%*	*63.66%*	*62.10%*	*65.32%*
景区收入	**243.40**	**324.90**	**321.21**	**315.18**	**340.90**	**361.07**	**368.97**
yoy		*33.49%*	*-1.14%*	*-1.88%*	*8.16%*	*5.92%*	*2.19%*
毛利率	*73.13%*	*65.95%*	*66.43%*	*64.70%*	*63.52%*	*61.88%*	*65.15%*
山水园景区业务	117.73	141.05	139.70	140.10	153.63	159.81	164.81
yoy		*19.81%*	*-0.96%*	*0.28%*	*9.66%*	*4.02%*	*3.13%*
毛利率	*69.00%*	*68.25%*	*66.12%*	*66.02%*	*65.20%*	*63.70%*	*68.05%*
南山竹海景区业务	74.18	102.26	108.02	105.10	117.74	129.41	135.40
yoy		*37.85%*	*5.64%*	*-2.71%*	*12.03%*	*9.91%*	*4.63%*
毛利率	*61.02%*	*66.99%*	*72.82%*	*70.52%*	*68.94%*	*67.09%*	*69.31%*
温泉业务	51.48	65.43	56.44	53.62	53.69	55.29	52.94
yoy		*27.09%*	*-13.74%*	*-5.00%*	*0.13%*	*2.99%*	*-4.25%*
毛利率	*60.65%*	*67.83%*	*67.34%*	*62.69%*	*59.69%*	*57.71%*	*58.80%*
水世界业务		16.16	17.05	16.36	15.84	16.56	15.81
yoy			*5.48%*	*-4.04%*	*-3.15%*	*4.52%*	*-4.54%*
毛利率		*31.67%*	*25.36%*	*22.57%*	*19.89%*	*17.55%*	*20.55%*
酒店业务	**53.16**	**61.30**	**78.79**	**81.57**	**90.13**	**95.03**	**95.74**
yoy		*15.31%*	*28.54%*	*3.52%*	*10.49%*	*5.44%*	*0.74%*
毛利率	*68.53%*	*66.30%*	*65.10%*	*65.49%*	*64.72%*	*63.81%*	*66.23%*
旅行社业务	**6.39**	**8.34**	**8.06**	**8.37**	**10.09**	**12.38**	**12.71**
yoy		*30.69%*	*-3.37%*	*3.82%*	*20.57%*	*22.61%*	*2.68%*
毛利率	*3.44%*	*3.96%*	*3.68%*	*5.43%*	*4.55%*	*4.57%*	*5.02%*

请务必阅读正文之后的免责声明部分

其他业务	**15.25**	**14.05**	**14.86**	**16.67**	**19.57**	**20.95**	**25.76**
归母净利润	30.75	56.93	54.03	69.29	84.47	103.21	123.71
同比		85.10%	-5.08%	28.23%	21.92%	22.18%	19.86%
归母净利率	**11.49%**	**13.93%**	**12.78%**	**16.43%**	**18.34%**	**21.09%**	**24.59%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

天目湖三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**318**	**378**	**435**	**561**
现金	294	309	372	500
应收账款	6	4	10	6
存货	6	9	5	10
其他流动资产	13	56	48	44
非流动资产	**918**	**880**	**964**	**1,059**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	617	607	675	777
在建工程	133	117	133	123
无形资产	115	114	115	117
其他非流动资产	53	42	42	42
资产总计	**1,236**	**1,258**	**1,399**	**1,620**
流动负债	**239**	**218**	**207**	**251**
短期借款	85	57	66	63
应付账款	38	38	35	49
其他流动负债	116	123	106	139
非流动负债	**6**	**3**	**4**	**4**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	3	4	4
负债合计	**245**	**222**	**211**	**255**
少数股东权益	88	93	112	133
归属母公司股东权益	903	943	1,077	1,232
负债和股东权益	**1,236**	**1,258**	**1,399**	**1,620**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	225	62	202	305
投资活动现金流	-73	-18	-147	-171
筹资活动现金流	-77	-29	8	-5
现金净增加额	75	15	63	129
折旧和摊销	74	61	68	81
资本开支	125	-26	82	94
营运资本变动	6	-37	-15	50

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**503**	**370**	**554**	**633**
减:营业成本	175	197	192	216
营业税金及附加	8	9	9	10
营业费用	67	59	77	88
管理费用	74	74	84	96
财务费用	-7	1	2	2
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	1	5	5	5
其他收益	2	10	10	10
营业利润	**189**	**45**	**204**	**236**
加:营业外净收支	-1	15	-1	-0
利润总额	**189**	**60**	**203**	**236**
减:所得税费用	47	15	51	59
少数股东损益	18	6	18	21
归属母公司净利润	**124**	**39**	**134**	**156**
EBIT	192	62	204	236
EBITDA	265	123	272	317

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.07	0.34	1.15	1.34
每股净资产(元)	7.79	8.13	9.28	10.62
发行在外股份(百万股)	116	116	116	116
ROIC(%)	14.5%	4.7%	13.4%	13.7%
ROE(%)	14.3%	4.4%	12.8%	13.0%
毛利率(%)	65.3%	46.8%	65.4%	65.9%
销售净利率(%)	24.6%	10.6%	24.2%	24.6%
资产负债率(%)	19.8%	17.6%	15.1%	15.7%
收入增长率(%)	2.8%	-26.5%	49.6%	14.4%
净利润增长率(%)	19.9%	-68.1%	239.6%	16.4%
P/E	23.91	75.07	22.10	18.98
P/B	3.28	3.14	2.75	2.40
EV/EBITDA	10.70	22.84	10.18	8.36

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn