

# 天目湖 (603136) \ 休闲服务

## 业绩符合预期，增量项目驱动成长

### 事件：

公司发布2022年年报，公司2022年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为3.7/0.2/0.12亿元，分别同比-12.0%/-60.6%/-71.0%，受疫情扰动下业绩符合预期。

公司发布2023年一季报，2023Q1公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为1.2/0.19/0.17亿元，收入和归母净利润分别达到2019年同期的135%和128%。业绩位于此前预告区间内，符合预期。

#### ➤ 23Q1营收快速恢复，后续产品储备丰富

2022年虽然外在环境不利，但公司把握阶段性市场复苏机遇，积极开拓渠道并深挖业务潜力，最终实现营收3.7亿元，同比-12.0%。其中，景区/水世界/温泉/酒店/旅行社业务分别同比-30.7%/+258.5%/-10.2%/+15.3%/-9.1%，水世界和酒店业务受益于精细化运营及新增项目驱动，仍然取得较好表现。23Q1受市场复苏，业务量增加带动，公司实现营收1.2亿元，达到19年同期135.3%水平。23年，公司计划持续推进山水园景区提档升级和产品业态转型升级，推进南山小寨二期项目开工建设、平桥漂流项目策划与实施、推进御水温泉三期项目前期准备工作，看点仍较多。伴随旅游需求释放、新投运项目逐步爬坡，公司后续复苏成长值得期待。

#### ➤ 业绩符合预期，期待23年增收收益效果

2022年，新项目投运增加运营成本致使公司营业成本同比增12.3%，毛利率为36.2%，良好的费用控制能力助力公司持续保持盈利。23Q1伴随旅游市场复苏，公司毛利率上升至42.4%水平，销售费用率/管理费用率降至6.3%/15.4%，实现归母净利润0.2亿元，对应净利率为15.9%。展望23年全年，看好公司拉流量与增收收益双轮驱动，促进经营高质量增长。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为6.7/7.9/9.0亿元，对应增速分别为81.9%/17.2%/14.8%，归母净利润分别为1.8/2.3/2.6亿元，对应增速分别为798.1%/24.8%/15.3%，EPS分别1.0/1.2/1.4元。鉴于公司区位优势，运营能力强，溧阳国资成为实控人带来更多资源，与公司优势协同助力中长期发展，参照可比公司估值，我们给予公司24年28倍PE，目标价34.21元。维持“买入”评级。

**风险提示：**消费复苏不及预期；项目进展不及预期等。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	419	369	670	786	902
增长率(%)	11.9%	-12.0%	81.9%	17.2%	14.8%
EBITDA(百万元)	181	132	319	379	425
归母净利润(百万)	52	20	182	228	262
增长率(%)	-6.2%	-60.6%	798.1%	24.8%	15.3%
EPS(元/股)	0.28	0.11	1.0	1.2	1.4
市盈率(P/E)	102	260	29	23	20
市净率(P/B)	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	17	38	15	12	10

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月27日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

景点

买入 (维持评级)

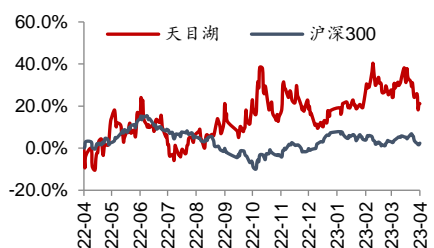
28.30元

34.21元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	186/186
流通A股市值(百万元)	5,272
每股净资产(元)	6.48
资产负债率(%)	18.08
一年内最高/最低(元)	33.49/19.76

### 股价相对走势



分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

联系人：曹晶

邮箱：caojing@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《天目湖(603136)\休闲服务行业区位优势运营强，业绩强势复苏》2022.10.27
- 《天目湖(603136)\休闲服务行业Q3业绩承压，中长线底色优质》2021.10.29
- 《天目湖(603136)\休闲服务行业Q2盈利超19年同期，运营能力优势凸显》2021.08.28

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	403	367	559	824	1129
应收账款+票据	7	8	17	20	23
预付账款	5	6	12	14	16
存货	6	5	7	9	10
其他	9	4	13	15	17
<b>流动资产合计</b>	<b>430</b>	<b>391</b>	<b>607</b>	<b>881</b>	<b>1194</b>
长期股权投资	0	10	10	10	10
固定资产	988	971	975	977	977
在建工程	2	15	13	10	8
无形资产	110	105	88	70	53
其他非流动资产	73	83	77	72	68
<b>非流动资产合计</b>	<b>1172</b>	<b>1184</b>	<b>1163</b>	<b>1139</b>	<b>1115</b>
<b>资产总计</b>	<b>1602</b>	<b>1575</b>	<b>1771</b>	<b>2020</b>	<b>2309</b>
短期借款	80	80	0	0	0
应付账款+票据	78	44	81	92	105
其他	90	68	136	157	180
<b>流动负债合计</b>	<b>248</b>	<b>192</b>	<b>217</b>	<b>249</b>	<b>285</b>
长期带息负债	72	66	51	35	21
长期应付款	1	1	1	1	1
其他	13	31	31	31	31
<b>非流动负债合计</b>	<b>86</b>	<b>98</b>	<b>83</b>	<b>68</b>	<b>53</b>
<b>负债合计</b>	<b>333</b>	<b>290</b>	<b>299</b>	<b>317</b>	<b>338</b>
少数股东权益	99	97	101	106	111
股本	186	186	186	186	186
资本公积	543	543	543	543	543
留存收益	440	458	641	868	1131
<b>股东权益合计</b>	<b>1269</b>	<b>1285</b>	<b>1471</b>	<b>1703</b>	<b>1971</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1602</b>	<b>1575</b>	<b>1771</b>	<b>2020</b>	<b>2309</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	61	21	186	232	268
折旧摊销	95	107	71	74	74
财务费用	0	-1	3	0	-2
存货减少	0	1	-2	-1	-1
营运资金变动	-28	-22	80	24	28
其它	4	3	-2	-3	-3
<b>经营活动现金流</b>	<b>131</b>	<b>108</b>	<b>336</b>	<b>326</b>	<b>363</b>
资本支出	-163	-115	-50	-50	-50
长期投资	0	-10	0	0	0
其他	9	-16	4	4	4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-154</b>	<b>-142</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>
债权融资	-207	-6	-95	-15	-15
股权融资	70	0	0	0	0
其他	11	-2	-3	0	2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-126</b>	<b>-8</b>	<b>-98</b>	<b>-15</b>	<b>-13</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-149</b>	<b>-41</b>	<b>192</b>	<b>265</b>	<b>305</b>

**利润表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>419</b>	<b>369</b>	<b>670</b>	<b>786</b>	<b>902</b>
营业成本	209	235	253	288	329
税金及附加	5	1	2	2	2
营业费用	54	41	80	94	108
管理费用	77	78	101	110	126
财务费用	0	-1	3	0	-2
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	6	6	6
其他	11	11	8	9	9
<b>营业利润</b>	<b>87</b>	<b>28</b>	<b>246</b>	<b>306</b>	<b>353</b>
营业外净收益	-1	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>26</b>	<b>245</b>	<b>306</b>	<b>352</b>
所得税	26	5	59	73	85
<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>21</b>	<b>186</b>	<b>232</b>	<b>268</b>
少数股东损益	9	1	4	5	5
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52</b>	<b>20</b>	<b>182</b>	<b>228</b>	<b>262</b>

**财务比率**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.9%	-12.0%	81.9%	17.2%	14.8%
EBIT	-15.9%	-70.9%	889.8%	23.2%	14.8%
EBITDA	3.9%	-27.4%	142.5%	18.8%	12.0%
归母净利润	-6.2%	-60.6%	798.1%	24.8%	15.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.0%	36.2%	62.2%	63.3%	63.5%
净利率	14.5%	5.7%	27.8%	29.6%	29.7%
ROE	4.4%	1.7%	13.3%	14.2%	14.1%
ROIC	6.6%	2.0%	17.3%	22.8%	27.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	20.8%	18.4%	16.9%	15.7%	14.6%
流动比率	1.7	2.0	2.8	3.5	4.2
速动比率	1.7	2.0	2.7	3.4	4.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	56.7	45.1	39.6	39.6	39.6
存货周转率	32.3	46.9	33.9	33.9	33.9
总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.3	0.1	1.0	1.2	1.4
每股经营现金流	0.7	0.6	1.8	1.7	1.9
每股净资产	6.3	6.4	7.4	8.6	10.0
<b>估值比率</b>					
市盈率	102.4	259.6	28.9	23.2	20.1
市净率	4.5	4.4	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	17.4	37.7	15.4	12.3	10.2
EV/EBIT	36.6	197.9	19.8	15.2	12.4

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 27 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对该证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695