



买入 (维持)

所属行业: 休闲服务  
当前价格(元): 28.75

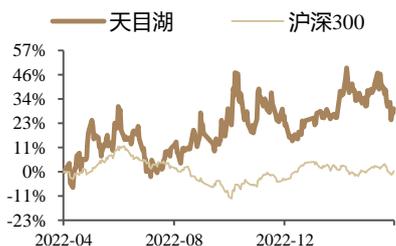
证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001

邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.93	-3.43	4.62
相对涨幅(%)	-1.67	-3.06	8.27

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《天目湖: Q3 控费取得成效, 业绩展现较好弹性》, 2022.10.28
- 《天目湖: 夜公园有望带动客单再提升, 看好疫后业绩弹性空间》, 2022.7.15
- 《天目湖(603136.SH): 根据地频扩容打开成长空间, 静待疫后复苏业绩弹性可期》, 2022.5.19

# 天目湖: 23Q1 净利率已经恢复至疫情前水平, 看好 Q2-3 旺季业绩释放

投资要点

- 天目湖发布 22 年及 23Q1 业绩报告: **1) 23Q1:** 公司实现营业收入 1.20 亿元/+114%, 同比 19Q1 增长 35%, 归母净利润为 0.19 亿元, 符合此前业绩预告指引, 22Q1 亏损 0.21 亿元, 19Q1 为 0.15 亿元。**2) 22 年全年:** 实现营收 3.69 亿元/-11.96%, 实现归母净利润 2030.7 万元/-60.57%, 疫情期间仍然实现盈利, 扣非业绩 1242 万元/-71%。**3) 22Q4:** 营业收入 1.26 亿元/+24.75%, 归母净利润 1782.2 万元/+134.81%, 扣非净利润 1460.4 万元/+426%。
- 22 年景区业务收入恢复至 19 年的 5 成, 酒店受益于增量项目相比于 19 年明显增长。分业务来看, 22 年公司景区业务实现营收 1.56 亿元/-30.7%(其中山水园、南山竹海分别实现营业收入 0.86、0.70 亿元, 同比-30%、-31%), 营业收入恢复至 19 年同期的 49%; 酒店业务实现营收 1.43 亿元/+15.26%, 相当于 19 年的 149%; 温泉业务实现营收 0.32 亿元/-10.24%, 恢复至 19 年同期的 60%; 水世界业务营收 0.14 亿元/+258%, 恢复至 19 年的 112%。
- 22 年严控成本, 23Q1 净利率已经恢复至疫情前水平。**1) 22 年:** 22 年疫情影响, 公司毛利率为 36.24%, 相比于疫情前 19 年 65.32% 仍承压。22 年公司严控成本, 明确除全力保障有利于公司未来发展的项目建设及有利于员工美好生活的人力成本两项支出外, 其余成本费用的支出严格管控。其中销售费用同比下滑 23%, 管理费用同比提升 1%, 22 年整体期间费率为 31.88%/+0.72pct, 其中管理费率为 21.06%/+2.74pct, 销售费用 11.20%/-1.65pct, 财务费率-0.38%/-0.37pct。**2) 23Q1:** 公司 23Q1 毛利率同比显著修复, 23Q1 毛利率为 42.42%, 由于 Q1 为相对淡季、公司或有一定成本开支, 同时酒店业务占比提升(参考 2019 年酒店业务毛利率 66%, 而南山竹海/山水园毛利率可达到 68-69%), 未来公司毛利率有望继续恢复。公司 23 年 Q1 期间费率为 20.42%/-24.30pct, 报告期内显著下滑, 其中管理费率为 15.40%/-17.81pct, 销售费率为 6.34%/-4.58pct, 财务费率为-1.31%/-1.91pct。由于公司费用的管控, 23Q1 净利率 18.06%, 相比 19Q1 提升 0.15pct。
- 产品继续迭代升级, 未来仍具增量与成长看点。公司 23 年将继续实施现有产品升级迭代, 一方面推进山水园产品业态升级、扩充夜游内容, 另外推进南山小寨二期项目开工建设工作与平桥漂流项目的策划与实施, 同时推进御水温泉三期项目前期准备工作。此外“动物王国”项目已经进入设计阶段, 公司将继续跟进相关配套开工前期准备工作。外延方面, 公司将持续调研分析外部投资项目信息, 积极推进商业谈判, 促进项目落地。
- 投资建议: 公司疫情期间不断丰富景区内内容, 20-21 年扩容高端度假酒店贡献增量、不断丰富产品内容与体验, 收入、业绩展现出良好的弹性与较高兑现度。中长线仍有存量扩容升级+南山小寨二期+动物王国项目待落地运营, 继续看好公司发展潜力!
- 风险提示: 疫情影响超预期, 宏观经济恢复不及预期, 行业竞争加剧, 项目建设不及预期



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	186.29		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	186.29	营业收入(百万元)	419	369	651	740	826
52 周内股价区间(元):	20.51-33.03	(+/-)YOY(%)	11.9%	-12.0%	76.5%	13.7%	11.6%
总市值(百万元):	5,355.96	净利润(百万元)	52	20	206	238	276
总资产(百万元):	1,591.70	(+/-)YOY(%)	-6.2%	-60.6%	914.4%	15.5%	16.0%
每股净资产(元):	6.48	全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.11	1.11	1.28	1.48
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	50.0%	36.2%	67.6%	68.1%	69.5%
		净资产收益率(%)	4.4%	1.7%	14.8%	14.6%	14.5%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.11	1.11	1.28	1.48
每股净资产	6.38	7.48	8.76	10.24
每股经营现金流	0.61	2.04	2.11	2.33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	246.82	26.00	22.51	19.40
P/B	4.26	3.84	3.28	2.81
P/S	14.30	8.10	7.13	6.39
EV/EBITDA	35.42	12.42	10.21	8.04
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.2%	67.6%	68.1%	69.5%
净利润率	5.5%	31.7%	32.2%	33.4%
净资产收益率	1.7%	14.8%	14.6%	14.5%
资产回报率	1.3%	11.0%	11.0%	11.1%
投资回报率	1.4%	13.2%	13.2%	13.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-12.0%	76.5%	13.7%	11.6%
EBIT 增长率	-69.2%	1077.4%	17.5%	14.9%
净利润增长率	-60.6%	914.4%	15.5%	16.0%
偿债能力指标				
资产负债率	18.4%	19.3%	17.5%	15.8%
流动比率	2.0	2.9	3.9	5.0
速动比率	2.0	2.9	3.9	5.0
现金比率	1.9	2.8	3.8	4.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.1	10.8	6.0	4.8
存货周转天数	7.8	12.6	12.2	12.5
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	0.4	0.8	1.0	1.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	20	206	238	276
少数股东损益	1	24	26	31
非现金支出	112	94	93	113
非经营收益	3	1	6	5
营运资金变动	-22	55	29	9
经营活动现金流	114	380	393	435
资产	-133	-14	-14	-61
投资	-10	-6	-29	0
其他	1	3	2	3
投资活动现金流	-142	-16	-41	-58
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-8	-4	-8	-7
融资活动现金流	-8	-4	-8	-7
现金净流量	-36	360	344	370

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	369	651	740	826
营业成本	235	211	236	252
毛利率%	36.2%	67.6%	68.1%	69.5%
营业税金及附加	1	8	10	12
营业税金率%	0.3%	1.3%	1.4%	1.4%
营业费用	41	65	70	78
营业费用率%	11.2%	10.0%	9.5%	9.5%
管理费用	78	75	81	91
管理费用率%	21.1%	11.5%	11.0%	11.0%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	25	291	342	393
财务费用	-1	0	1	-3
财务费用率%	-0.4%	0.0%	0.1%	-0.4%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	3	2	2
营业利润	28	303	353	410
营业外收支	-1	-0	-1	-1
利润总额	26	303	353	409
EBITDA	137	385	435	506
所得税	5	73	88	102
有效所得税率%	19.9%	24.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	1	24	26	31
归属母公司所有者净利润	20	206	238	276

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	367	727	1,071	1,440
应收账款及应收票据	8	19	12	11
存货	5	7	8	9
其它流动资产	11	14	8	14
流动资产合计	391	768	1,099	1,474
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	915	835	757	698
在建工程	15	15	15	15
无形资产	105	104	102	108
非流动资产合计	1,184	1,109	1,059	1,005
资产总计	1,575	1,877	2,158	2,479
短期借款	80	80	80	80
应付票据及应付账款	44	63	63	59
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	68	121	137	155
流动负债合计	192	264	280	295
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债总计	290	362	378	393
实收资本	186	186	186	186
普通股股东权益	1,188	1,394	1,632	1,908
少数股东权益	97	122	148	179
负债和所有者权益合计	1,575	1,877	2,158	2,479

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。