

天目湖 (603136.SH)

暑期旺季经营承压，储备项目稳步推进

优于大市

核心观点

第三季度公司收入和归母业绩同比下滑承压。2024Q3，公司实现收入1.41亿元/-26.50%；实现归母/扣非净利润0.33/0.32亿元，同降42.96%/41.38%，逊于我们此前业绩前瞻的预测。前三季度，公司实现收入4.04亿/-14.77%；归母/扣非业绩0.85/0.83亿元，同比各降28.84%/27.36%，整体承压。

天气因素、消费环境、出境游分流等因素直接影响第三季度表现。公司定位一站式休闲旅游目的地，辐射江浙沪等周边客群为主，部分项目定位中高端。今年暑期，因江浙沪区域高温及极端天气扰动，导致公司景区客流及收入承压，消费环境和出境游分流也影响中高端酒店等项目表现。鉴于此，公司Q3收入下滑超20%，较上半年收入-7%承压加剧；其中我们预计酒店等业务收入降幅相对大于景区降幅（去年暑期酒店房价基数较高等影响）。同时，由于景区、酒店等业务部分经营成本费用相对刚性，Q3毛利率同比下降5.75pct，期间费率增2.35pct，导致公司Q3归母净利润承压相对更显著。

跟踪消费趋势变化，储备项目持续推进，关注后续交通改善。暑期旺季天气扰动和消费环境等对公司今年经营产生不利影响，但展望后续，公司储备项目推进、区域交通改善等仍有望带来中线看点：1、今年底，沪苏湖高铁有望通车，溧阳到上海高铁时间有望从2小时缩短至约1小时，有助于后续客流增长；2、公司与天目湖镇共同推进平桥石坝区域开发与合作，逐步开启平桥石坝公园委托管理及漂流项目等相关工作；3、后续南山小寨二期、御水温泉三期等储备项目值得期待，2026年动物王国项目有望带来新看点。同时，国企背景下，公司立足休闲旅游目的地一站式深耕优化，预计景区乃至周边资源整合有望进一步全面强化，助力其中长线成长。

风险提示：恶劣天气扰动，消费力恢复不及预期，新项目不及预期等。

投资建议：结合公司前三季度经营情况尤其旺季天气扰动拖累，并综合考虑整体消费环境对中高端项目经营的影响，兼顾景区和酒店运营成本费用相对刚性，我们下修2024-2026年公司景区和酒店等核心业务收入假设和毛利率净利率假设（假设2024年各主业收入同比下滑，中高端定位项目下滑相对突出，未来2年收入增速更趋稳健等，详见正文附表），进而下修公司2024-2026年EPS至0.55/0.66/0.79元（2024年5月预测为0.85/1.00/1.17元），对应PE21/18/15x。公司持续深耕一站式休闲度假目的地建设，具有相对较优异的产品打造能力；地方国资入主后目前也逐步开始加强本地资源开发协同，持续巩固和拓展项目接待能力，并坚持专业化、市场化管理模式，综合其中长线成长潜力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	369	630	533	570	644
(+/-%)	-12.0%	70.9%	-15.4%	7.1%	12.9%
净利润(百万元)	20	147	103	123	147
(+/-%)	-60.6%	623.9%	-29.9%	19.8%	18.7%
每股收益(元)	0.11	0.79	0.55	0.66	0.79
EBIT Margin	3.7%	32.8%	27.2%	30.8%	32.5%
净资产收益率(ROE)	1.7%	11.0%	7.3%	8.3%	9.2%
市盈率(PE)	106.8	14.8	21.0	17.6	14.8
EV/EBITDA	20.7	7.7	10.8	9.2	8.1
市净率(PB)	1.83	1.63	1.54	1.45	1.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 0980513100006 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.64元
总市值/流通市值	3144/3144百万元
52周最高价/最低价	22.89/9.11元
近3个月日均成交额	52.57百万元

市场走势



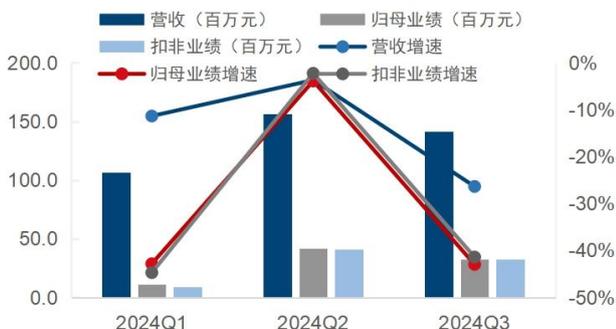
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天目湖(603136.SH)-2023年利润创新高并加强分红，不断推进项目建设》——2024-05-05
- 《天目湖(603136.SH)-三季度经营表现平稳，国资入主未来资源整合成长可期》——2023-11-02
- 《天目湖(603136.SH)-上半年经营稳步复苏，国资入主有望强化区域资源整合成长》——2023-09-01
- 《天目湖(603136.SH)-一季度靓丽复苏，多储备项目推进助力成长》——2023-04-28
- 《天目湖(603136.SH)-国资成为新实控人，开启发展新阶段》——2023-03-13

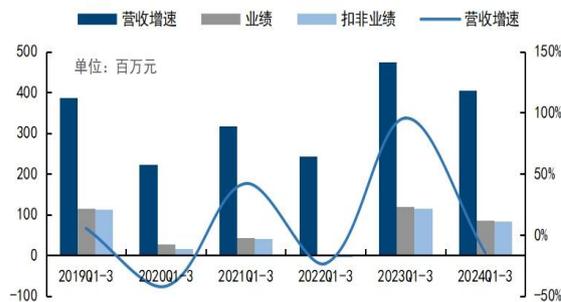
第三季度公司收入和归母业绩同比下滑承压。2024Q3，公司实现收入 1.41 亿元 /-26.50%；实现归母/扣非净利润 0.33/0.32 亿元，同降 42.96%/41.38%，逊于我们此前业绩前瞻的预测。前三季度，公司实现收入 4.04 亿/-14.77%；归母/扣非业绩 0.85/0.83 亿元，同比各降 28.84%/27.36%，整体承压。

图1：公司今年以来各季度收入和归母/扣非业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

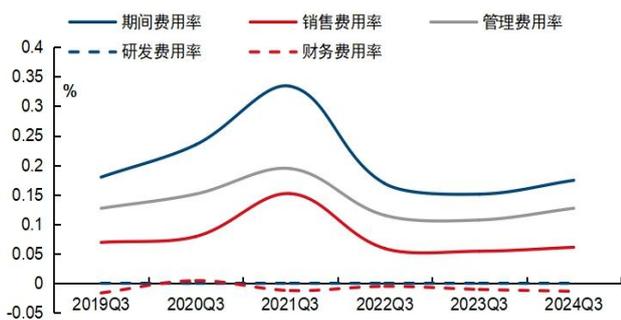
图2：公司前三季度收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

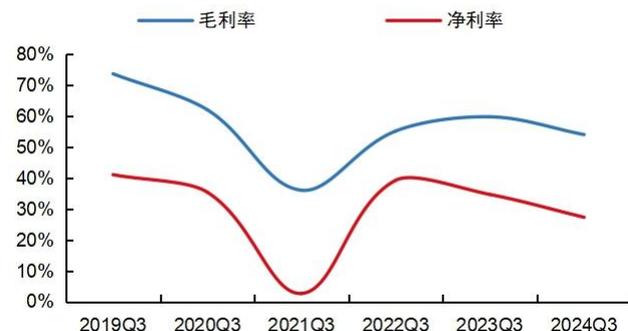
天气因素、消费环境、出境游分流等因素直接影响公司 Q3 表现。公司定位一站式休闲旅游目的地，辐射江浙沪等周边客群为主，部分项目定位中高端。今年暑期，因江浙沪区域高温及极端天气扰动，导致公司景区客流及收入承压，消费环境和出境游分流也影响中高端酒店等项目表现。鉴于此，公司 Q3 收入下滑超 20%，较上半年收入-7%承压加剧；其中我们预计酒店等业务收入降幅相对大于景区降幅（去年暑期酒店房价基数较高等影响）。同时，由于景区酒店等业务部分经营成本费用相对刚性，Q3 毛利率同比下降 5.75pct，期间费率增 2.35pct，导致公司 Q3 归母净利润承压相对更显著。

图3：公司期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度毛利率和净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

跟踪消费趋势变化，储备项目持续推进，关注后续交通改善。暑期旺季天气扰动和消费环境等对公司今年经营产生不利影响，但展望后续，公司储备项目推进、区域交通改善等仍有望带来中线看点：1、今年底，沪苏湖高铁有望通车，溧阳到上海高铁时间有望从 2 小时缩短至约 1 小时，有助于后续客流增长；2、公司与天目湖镇共同推进平桥石坝区域开发与合作，逐步开启平桥石坝公园委托管理及漂流项目等相关工作；3、后续南山小寨二期、御水温泉三期等储备项目值得期待，2026 年动物王国项目有望带来新看点。国企背景下，公司立足休闲旅游目的地一站式深耕优化，预计景区乃至周边资源整合有望进一步全面强化，助力其中长

线成长。

盈利预测调整：结合公司前三季度经营情况尤其旺季天气扰动拖累，并综合考虑整体消费环境对中高端项目经营的影响和成本费用相对刚性，我们下修2024-2026年公司景区（山水园、南山竹海）和酒店等核心业务收入假设和毛利率净利率假设，如下表所示。进而下修公司2024-2026年EPS至0.55/0.66/0.79元（此前为0.85/1.00/1.17元），对应PE21/18/15x。

表1：天目湖主要业务拆分预测（供参考）

单位（万元，%）	历史业务拆分					最新预测			原预测（2024年5月初）		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
山水园	16481	10843	12409	8646	17917	15328	16248	17970	18813	20130	21942
yoy	3%	-34%	14%	-30%	107%	-14%	6%	11%	5%	7%	9%
南山竹海	13540	9406	10136	6971	14560	12710	13727	15375	16161	18424	21187
yoy	5%	-31%	8%	-31%	109%	-13%	8%	12%	11%	14%	15%
御水温泉	5294	3753	3559	3195	4719	3917	4112	4524	5663	6682	7684
yoy	-4%	-29%	-5%	-10%	48%	-17%	5%	10%	20%	18%	15%
酒店	9574	9262	12387	14277	20735	16889	17956	20715	20821	22941	27273
yoy	1%	-3%	34%	15%	45%	-19%	6%	15%	0%	10%	19%
水世界	1581	1249	392	1405	1271	1284	1387	1595	1602	1970	2364
yoy	-5%	-21%	-69%	258%	-9%	1%	8%	15%	26%	23%	20%
旅行社	1271	924	793	721	907	725	798	902	1070	1262	1452
yoy	3%	-27%	-14%	-9%	26%	-20%	10%	13%	18%	18%	15%
其他	2576	1987	2188	1643	2880	2405	2790	3292	3437	5083	6125
yoy	23%	-23%	10%	-25%	75%	-17%	16%	18%	19%	48%	20%
总收入	50317	37424	41864	36857	62989	53259	57018	64371	67567	76493	88027
yoy	3%	-26%	12%	-12%	71%	-15%	7%	13%	7%	13%	15%
毛利率	65%	53%	50%	36%	54%	54%	54%	55%	55%	56%	56%
毛利润	32865	19684	20942	13357	34225	28609	31056	35177	37162	42683	49207
归母净利润	12371	5488	5150	2031	14700	10279	12316	14805	15912	18616	21705
归母净利润率	25%	15%	12%	6%	23%	19%	22%	23%	24%	24%	25%

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：维持“优于大市”投资评级。公司持续深耕一站式休闲度假目的地建设，具有相对较优异的产品打造能力；地方国资入主后目前也逐步开始加强本地资源开发协同，持续巩固和拓展项目接待能力，并坚持专业化、市场化管理模式，综合其中长线成长潜力，维持“优于大市”评级。

风险提示：恶劣天气扰动，消费力恢复不及预期，新项目不及预期等。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
				亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	
603136.SH	天目湖	12	31	0.54	0.55	0.66	0.79	21	21	18	15	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	13	71	0.43	0.49	0.55	0.62	31	27	24	22	优于大市
300144.SZ	宋城演艺	10	258	-0.04	0.42	0.49	0.56	-234	23	20	17	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	49	0.41	0.41	0.46	0.51	21	22	19	17	优于大市
603099.SH	长白山	34	90	0.52	0.68	0.79	0.88	65	50	43	38	优于大市
603199.SH	九华旅游	36	40	1.58	1.77	1.95	2.13	23	21	19	17	优于大市
600054.SH	黄山旅游	12	84	0.58	0.65	0.72	0.79	20	18	16	15	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测（注：EPS按最新股本计算）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	367	556	713	737	844	营业收入	369	630	533	570	644
应收款项	10	29	12	12	14	营业成本	235	288	266	270	300
存货净额	5	5	9	9	10	营业税金及附加	1	2	2	2	2
其他流动资产	9	7	21	23	26	销售费用	41	48	37	39	42
流动资产合计	391	597	755	781	894	管理费用	78	86	83	84	90
固定资产	930	899	984	1059	1093	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	105	101	98	95	92	财务费用	(1)	(7)	(11)	(11)	(13)
投资性房地产	139	122	122	122	122	投资收益	1	0	2	2	2
长期股权投资	10	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1575	1740	1980	2078	2221	其他收入	11	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	91	59	150	150	150	营业利润	28	224	158	189	224
应付款项	44	41	109	105	117	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	57	103	95	94	104	利润总额	26	223	158	189	224
流动负债合计	192	203	354	349	371	所得税费用	5	55	40	47	56
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	21	15	18	21
其他长期负债	98	89	99	109	119	归属于母公司净利润	20	147	103	123	147
长期负债合计	98	89	99	109	119	现金流量表 (百万元)					
负债合计	290	292	453	458	490	净利润	20	147	103	123	147
少数股东权益	97	116	122	129	138	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1188	1333	1405	1491	1594	折旧摊销	105	112	99	110	120
负债和股东权益总计	1575	1740	1980	2078	2221	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(7)	(11)	(11)	(13)
每股收益	0.11	0.79	0.55	0.66	0.79	营运资本变动	(48)	33	70	3	27
每股红利	0.03	0.03	0.17	0.20	0.24	其它	1	21	6	7	9
每股净资产	6.38	7.15	7.54	8.00	8.56	经营活动现金流	79	313	278	243	302
ROIC	1.13%	11.53%	8%	10%	12%	资本开支	0	(77)	(181)	(181)	(151)
ROE	1.71%	11.03%	7%	8%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	36%	54%	50%	53%	53%	投资活动现金流	(10)	(87)	(181)	(181)	(151)
EBIT Margin	4%	33%	27%	31%	33%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	51%	46%	50%	51%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-12%	71%	-15%	7%	13%	支付股利、利息	(6)	(5)	(31)	(37)	(44)
净利润增长率	-61%	624%	-30%	20%	19%	其它融资现金流	(93)	(27)	91	0	0
资产负债率	25%	23%	29%	28%	28%	融资活动现金流	(104)	(37)	60	(37)	(44)
股息率	0.3%	0.2%	1.4%	1.7%	2.0%	现金净变动	(36)	189	157	25	107
P/E	106.8	14.8	21.0	17.6	14.8	货币资金的期初余额	403	367	556	713	737
P/B	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4	货币资金的期末余额	367	556	713	737	844
EV/EBITDA	20.7	7.7	10.8	9.2	8.1	企业自由现金流	0	224	96	63	152
						权益自由现金流	0	197	195	71	162

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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