

奥园美谷 (000615)

公司研究/点评报告

拟收购杭州连天美 55%股权，掀开医美新篇章

点评报告/消费者服务

2021年03月19日

一、事件概述

3月18日发布公告，公司拟出资6.97亿元收购盛妆医美持有的浙江连天美55%股权，交易完成后，连天美将成为公司控股子公司。本次交易中，标的公司就2021、2022年度累计净利润做出业绩承诺，2021、2022年度累计承诺净利润不低于1.57亿元，如目标公司在业绩承诺期末未能达到累计承诺净利润，则对公司以现金方式进行补偿。同时，公司公布了2021年股权激励计划。

二、分析与判断

➤ 连天美概况：浙江省区域龙头医美服务品牌，“资质+专利”实力突出

连天美是总部位于杭州中国最早一批医疗美容企业之一，也是浙江省首家民营医疗美容医院的创办者。下属医院设有整形美容科、微整形科、皮肤美容科、口腔美容科等主要业务科室，旗下有38年的老字号品牌杭州华山连天美医院和以轻医美为主打的杭州维多利亚医疗美容医院，总营业面积约2万方，两者均为国家5A等级（最高级别，全国仅51家）医疗美容机构，其中杭州连天美取得了浙江省卫生厅认证的四级（高难度）手术资质，具备实施颧骨降低术，下颌角肥大矫正术等高难度手术的能力，目前，连天美拥有整形相关专利20余项（针对鼻部整形7项，面颌部8项，胸部4项，以及牙科、塑性等其他专利），是华东区域的龙头医美服务机构。2020年，连天美实现收入4.85亿元，实现净利润8054万元。根据沙利文数据，2019年，连天美集团以4.61亿元收益，分别以3.4%、5.7%的市场份额居杭州和浙江省市场份额第一名。

核心竞争优势：专业化人才+标准化管理+合理营销，竞争优势凸显

经过长期的市场竞争，连天美集团在人才、管理、营销等方面均形成了较强的竞争优势。
人才端：目前，连天美已建立起一支由13名高级职称专家领衔的专业医师团队，下属医院拥有主任医师5名，副主任医师8名，专业医护人员173名，另外特聘专家16名，医生资源充沛。
管理端：连天美建立了涵盖顾客管理、医疗服务、业务运营及人才培养的管理体系，具备标准化和快速复制的经营能力，为公司长久发展创造了良好的条件；
营销端：线上+线下相结合，有效控制营销成本同时实现全方位覆盖，目前公司拥有超过30万的会员数量。

➤ 股权激励绑定核心管理层，高行权条件彰显信心

本次公告中指出，公司制定了涵盖公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员等14名管理层的股权激励计划，对激励对象授予股票期权总计1820万份，约占公司股本总额的2.33%，本激励计划股票期权的行权价格为12.62元/份。本次期权行权考核年度为2021年、2022年两个会计年度，每年度进行业绩考核。对应2021年行业业绩考核目标为：以2020年合并报表为基数净利润增长390%、310%-390%、200%-310%和小于200%四个等级，可分别行权100%、80%、50%、0%，对应2022年业绩考核目标：以2020年合并报表净利润为基数增长1390%、1290%-1390%、1190%-1290%和低1190%四个等级，可分别行权100%、80%、50%、0%，行权考核标准较高。我们认为，公司管理团队经验丰富，此次股权激励的推出有望进一步健全公司长效机制，将核心人员与公司深度绑定，成为支撑公司长期发展的核心力量。

➤ 携手连天美抢占稀缺医美资源，顺利切入我国医疗美容“快车道”

近年来我国医疗美容行业发展迅速，经过多年发展，渗透率虽已有所提高，但与医美发展成熟国家相比仍处较低水平，远期空间广阔。公司本次通过现金收购的方式实现对连

推荐

维持评级

当前价格：12.30元

交易数据 2021-03-18

近12个月最高/最低(元)	12.30/3.54
总股本(百万股)	782
流通股本(百万股)	773.81
流通股比例(%)	99
总市值(亿元)	96.09
流通市值(亿元)	95.18

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证：S0100519080001
 电话：021-60876718
 邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

1、奥园美谷(000615)2020年业绩预告点评：原业务存量去化，大医美战略布局未来可期

天美 55% 股权的收购，实现对下属杭州连天美医疗美容医院及杭州维多利亚医疗美容医院控制，顺利切入医美市场，快速占领了行业有利位置。此外，公司计划依靠连天美所拥有的强大客户资源、技术积累和区域品牌优势，向美丽健康产业多领域发展做准备。本次收购符合公司的长期战略规划，公司计划将继续聚焦医疗美容领域，丰富完善医美产业布局，深入挖掘并整合优质医疗美容资源。

三、投资建议

公司本次对连天美 55% 股权的收购，将带动业绩显著增厚，同时股权激励计划将激发公司整体活力。预计公司 2021-22 年 EPS 各为 0.17、0.28 元，对应 PE 为 74.3、43.8X，低于 2021 年医疗服务行业整体估值 90X 估值，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

行业竞争加剧，医美产业布局进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,150	2,100	2,001	2,719
增长率 (%)	9.1%	-33.3%	-4.7%	35.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	12	(116)	130	219
增长率 (%)	0.2%	-1057.8%	211.9%	69.4%
每股收益 (元)	0.02	(0.15)	0.17	0.28
PE (现价)	615.0	(83.1)	74.3	43.8
PB	5.2	5.6	5.2	4.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,150	2,100	2,001	2,719
营业成本	2,348	1,584	1,101	1,360
营业税金及附加	141	109	99	137
销售费用	169	99	330	476
管理费用	328	242	207	271
研发费用	32	53	88	139
EBIT	132	14	176	337
财务费用	139	69	64	61
资产减值损失	(20)	0	0	0
投资收益	121	70	76	82
营业利润	258	127	318	482
营业外收支	(11)	12	5	2
利润总额	247	140	323	484
所得税	123	100	110	145
净利润	124	40	213	339
归属于母公司净利润	12	(116)	130	219
EBITDA	203	82	246	410
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	626	2038	2896	2784
应收账款及票据	241	1470	1301	1631
预付款项	62	111	61	82
存货	6454	2345	1061	1190
其他流动资产	340	340	340	340
流动资产合计	7845	6552	5767	6425
长期股权投资	15	85	161	243
固定资产	519	529	539	543
无形资产	291	337	386	431
非流动资产合计	2363	2818	3334	3858
资产合计	10208	9370	9101	10283
短期借款	870	870	870	870
应付账款及票据	1538	1047	734	902
其他流动负债	127	127	127	127
流动负债合计	6198	5206	4723	5566
长期借款	682	682	682	682
其他长期负债	669	669	669	669
非流动负债合计	1351	1351	1351	1351
负债合计	7549	6557	6074	6917
股本	782	782	782	782
少数股东权益	825	981	1065	1184
股东权益合计	2659	2699	2912	3251
负债和股东权益合计	10208	9370	9101	10283

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	9.1%	-33.3%	-4.7%	35.9%
EBIT 增长率	-43.4%	-89.2%	1135.6%	91.8%
净利润增长率	0.2%	1057.8%	211.9%	69.4%
盈利能力				
毛利率	25.5%	24.6%	45.0%	50.0%
净利率	0.4%	-5.5%	6.5%	8.1%
总资产收益率 ROA	0.1%	-1.2%	1.4%	2.1%
净资产收益率 ROE	0.7%	-6.7%	7.0%	10.6%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.2	0.8	1.0	0.9
现金比率	0.1	0.4	0.6	0.5
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	23.4	40.0	34.5	29.0
存货周转天数	1,079.3	1,000.0	557.0	298.0
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.0	(0.1)	0.2	0.3
每股净资产	2.3	2.2	2.4	2.6
每股经营现金流	0.9	2.2	1.8	0.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	615.0	(83.1)	74.3	43.8
PB	5.2	5.6	5.2	4.7
EV/EBITDA	47.9	73.5	26.9	16.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	124	40	213	339
折旧和摊销	91	67	70	72
营运资金变动	441	1,610	1,160	74
经营活动现金流	704	1,707	1,434	472
资本开支	560	223	505	512
投资	(84)	0	0	0
投资活动现金流	(1,437)	(223)	(505)	(512)
股权募资	109	0	0	0
债务募资	178	0	0	0
筹资活动现金流	(445)	(71)	(71)	(71)
现金净流量	(1,178)	1,412	857	(111)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。