

奥园美谷 (000615)

公司研究/点评报告

战略抢滩医用敷料市场，夯实“美丽”内涵

点评报告/消费者服务

2021年04月07日

一、事件概述

4月6日公司发布公告，公司旗下全资子公司广州奥美产业研究有限公司与大连肌源医药科技有限公司（简称：肌源科技）签署《战略合作协议》，双方将成立股权基金公司，公司将与肌源科技利用各自在技术、品牌、行业资源、产业优势的有利条件展开合作，为美丽健康产业赋能。

二、分析与判断

➤ 深耕功效成分——富勒烯，孵化冷敷贴大单品

肌源科技是一家专业的医疗美容产品供应服务商，拥有独立资质的生物科技研究院，同时已与多家科研院所合作，自有源头工厂，旗下有以“富勒烯”为主品牌的相关系列产品。自2015年成立以来通过深度挖掘功效成分“富勒烯”着手，并以其名称命名品牌，逐渐衍生出了多款产品。富勒烯本身是一种由60个碳元素组成的球形分子结构，具有较强的抗氧化、抗皱、抗衰老、美白的功效，享有“自由基海绵”美誉，曾一度风靡日韩。富勒烯品牌以面膜为切入点，推出了自带“冰爽感”的械字号敷料产品-富勒烯冷敷贴（红蓝绿三款，获国家CFDA认证），赢得市场良好反馈，针对医疗美容和家居美容主要应用场景，富勒烯推出了肌源、械字号等多个产品系列。除冷敷贴外，富勒烯品牌还有多项量肤定制的组合套装，SKU储备丰富。根据公告，公司将利用自身已有或者合作线上渠道资源，推动肌源医药产品高质量发展，我们认为，在此基础上，富勒烯品牌或与公司联名款新品孵化以及GMV放量节奏有望提速。

➤ 功能性护肤品“赛道”坡长雪厚，联袂医美水到渠成

根据欧瑞数据，2010-2019年中国功能性护肤品行业复合增速为19.3%，远高于我国化妆品行业的整体复合增速9.85%，其中，2019年，功能性护肤品行业更是以32.3%的增速成为中国化妆品行业中增速最快的细分品类，然而从渗透率的角度来说，相对于美国功能性护肤品占护肤品整体15%的市场份额，我国当前功能性护肤品在市场上的占比仅为5.54%，未来空间相当可观。我们认为，我国化妆品消费者已经历了较为充分的市场教育，对化妆品的购买理念日趋成熟，功能性护肤品有望继续保持高于行业的增速。同时，功效护肤和医学美容功能互补、有望带动相互渗透，一方面，进行医美项目后，在皮肤表面形成创伤的背景下，功效成分更容易渗透进皮肤发挥功效作用，以医用敷料为例，其温和的成分和修护功能，可有效缓解皮肤炎症、修复受损肌肤，随着轻医美的崛起，功效护肤品有望与水光仪器/注射填充等项目的融合度再加深，亦有助于扩大功能性护肤品市场规模。另一方面，从渠道拓展看，除了过硬的产品力外，渠道本身定位和服务水平对功效性护肤品品牌定位和孵化效率同样非常重要，我们认为，在医美医院等专业渠道铺垫的基础上拓展院线等其他渠道意义更佳。

三、投资建议

公司通过外延并购终端医美服务机构连天美55%股权快速切入医美市场，分别携手暨南大学和肌源科技积极抢占医美行业高速增长各“赛道”，叠我们认为，公司旗下不同医美业务在规模+技术驱动下有望形成闭环，协同效应有望逐步显现。预计公司2021-22年EPS各为0.17、0.28元，对应PE为70.4、42.1倍，低于2021年医疗服务行业整体估值100X，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格：11.75元

交易数据 2021-04-06

近12个月最高/最低(元)	12.30/3.91
总股本(百万股)	781.18
流通股本(百万股)	773.81
流通股比例(%)	99
总市值(亿元)	91.79
流通市值(亿元)	90.92

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
- 2、奥园美谷(000615)：收购杭州连天美55%股权，掀开医美新篇章
- 3、奥园美谷(000615)：携手暨南大学，掘金类人源胶原蛋白市场

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	1,987	2,001	2,719
增长率 (%)	9.1%	-36.9%	0.7%	35.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	12	(134)	130	218
增长率 (%)	0.2%	-1211.6%	228.7%	67.1%
每股收益 (元)	0.02	(0.17)	0.17	0.28
PE (现价)	587.5	(68.4)	70.4	42.1
PB	5.0	5.4	5.0	4.5

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	1,987	2,001	2,719
营业成本	2,348	1,499	1,101	1,360
营业税金及附加	141	103	99	137
销售费用	169	109	330	476
管理费用	328	221	207	271
研发费用	32	32	88	139
EBIT	132	24	176	337
财务费用	139	69	63	63
资产减值损失	(20)	0	0	0
投资收益	121	70	76	82
营业利润	258	137	319	480
营业外收支	(11)	(4)	5	2
利润总额	247	133	324	482
所得税	123	119	110	145
净利润	124	14	215	337
归属于母公司净利润	12	(134)	130	218
EBITDA	203	91	246	410

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	626	2410	2374	3255
应收账款及票据	241	1391	1301	1631
预付款项	62	105	61	82
存货	6454	1873	1533	718
其他流动资产	340	340	340	340
流动资产合计	7845	6616	5742	6398
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	9434	9076	10257
短期借款	870	870	870	870
应付账款及票据	1538	991	734	902
其他流动负债	127	127	127	127
流动负债合计	6198	5022	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	6373	6074	6917
股本	782	782	782	782
少数股东权益	825	973	1058	1177
股东权益合计	2659	2673	2888	3225
负债和股东权益合计	10208	9434	9076	10257

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	9.1%	-36.9%	0.7%	35.9%
EBIT 增长率	-43.4%	-82.2%	645.1%	91.8%
净利润增长率	0.2%	1211.6%	228.7%	67.1%
盈利能力				
毛利率	25.5%	24.6%	45.0%	50.0%
净利润率	0.4%	-6.8%	6.5%	8.0%
总资产收益率 ROA	0.1%	-1.4%	1.4%	2.1%
净资产收益率 ROE	0.7%	-7.9%	7.1%	10.6%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.1
速动比率	0.2	0.9	0.9	1.0
现金比率	0.1	0.5	0.5	0.6
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	(0.2)	0.2	0.3
每股净资产	2.3	2.2	2.3	2.6
每股经营现金流	0.9	2.7	0.7	1.9
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	587.5	(68.4)	70.4	42.1
PB	5.0	5.4	5.0	4.5
EV/EBITDA	46.1	73.9	27.2	15.0
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	14	215	337
折旧和摊销	91	67	70	72
营运资金变动	441	2,008	265	1,068
经营活动现金流	704	2,095	540	1,464
资本开支	560	240	505	512
投资	(84)	0	0	0
投资活动现金流	(1,437)	(240)	(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)	1,784	(36)	881

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。