

## 地产开发稳健发展，资金充沛推进医美壮大

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司进行多元化产业布局, 将医美产业作为核心战略转型方向; 2) 公司擅长利用资本市场平台、医美产业基金等整合优质医美产业资源, 前期设立 50 亿产业基金, 加速医美项目落地, 扩大苏亚医美体系及战略布局; 3) 公司聚焦核心城市, 地产业务持续稳健为公司发展提供充沛资金支持。
- **业绩总结:** 2020 年公司实现营业收入 43 亿元 (+9%), 归母净利润 10 亿元 (-16%)。营收结构方面, 房地产业、建筑业、酒店业、文化创意及其他产业营收分别占比 94.2%/1.5%/2.3%/2.0%。公司盈利能力位居行业上游, 2021Q1 公司毛利率和净利率大幅上升, 毛利率较 2020 年末上升 4.6pp 至 66.6%, 净利率较 2020 年末上升 10.4pp 至 34.1%。财务状况稳健, 持续保持低负债状况, 2020 年剔除预收的资产负债率为 42%, 净负债率为 23%。融资成本保持在行业较低水平, 2020 年公司平均融资成本仅为 4.35-6.5% 之间。2021Q1 营收利润实现双增长, 营收及归母净利润分别较 2020 年同期增长 2%、4%, 在营业收入稳健增长的同时保持了较高的盈利能力。
- **医美业务: 资金充沛助力扩张, 打造高端医美龙头。** 2016 年, 公司强势切入医美行业, 与公司大股东共同出资设立镇江苏宁环球医美产业基金, 注册资本 50 亿元, 公司持股比例为 45%, 同年, 医美基金收购 4 家医美医院, 分布在北京、唐山、石家庄、无锡市场。2017 年, 公司完成上海天大医疗美容医院有限公司 90% 股权的收购。得益于主营地产业务较高的盈利能力及持续稳健的发展, 公司业务转型发展有足够丰厚的资金支持, 前期设立的医美产业基金注册资本达 50 亿元, 公司在医美行业内竞争力凸显。
- **地产业务: 持续稳健发展, 聚焦核心城市。** 2020 年公司土储总建面 238 万方, 其中位于南京的土储总建面占比 69%。近 5 年公司拿地策略较为保守, 受益于公司早年积极的拿地策略, 公司拿地成本较低, 土储较为充足, 仅在 2020 年新增位于西安的土地建面 43.9 万方。公司始终聚焦南京市场, 近 5 年南京所占房地产销售结算金额均在 70% 以上。2020 年房地产销售结算金额为 37.9 亿元, 同比增长 7.7%, 其中南京占比 91%, 达 34.5 亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年公司净利润分别为 14.3/18.5/22.2 亿元, 增速分别为 37.8%/29.2%/20.3%, EPS 分别为 0.47/0.61/0.73 元。考虑到公司资金充沛、地产业务盈利稳定、医美业务快速发展, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 医美业务发展不及预期、行业政策调控风险等。

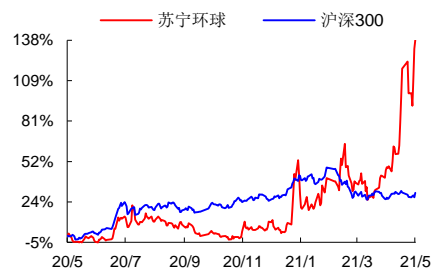
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4287.44	4968.82	5752.36	6388.47
增长率	9.25%	15.89%	15.77%	11.06%
归属母公司净利润(百万元)	1038.16	1430.74	1848.55	2223.83
增长率	-15.66%	37.82%	29.20%	20.30%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.47	0.61	0.73
净资产收益率 ROE	11.64%	13.98%	16.71%	18.46%
PE	22	15.8	12.3	10.2
PB	2.61	2.26	2.10	1.93

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn  
联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	30.35
流通 A 股(亿股)	22.89
52 周内股价区间(元)	3.0-7.47
总市值(亿元)	226.69
总资产(亿元)	160.28
每股净资产(元)	2.87

### 相关研究

## 目 录

1 稳中求进，多元发展 .....	1
2 资金充沛助力扩张，打造高端医美龙头 .....	3
3 地产开发稳健发展，聚焦核心城市 .....	8
4 盈利预测与投资建议 .....	10
5 风险提示 .....	11

## 图 目 录

图 1: 苏宁环球发展历程.....	1
图 2: 2021Q1 苏宁环球营收同比增长 2%.....	2
图 3: 2021Q1 苏宁环球归母净利润同比增长 4%.....	2
图 4: 2020 年公司营收结构 (按业务).....	2
图 5: 2020 年公司营收结构 (按地区).....	2
图 6: 公司负债状况良好且融资成本较低.....	3
图 7: 公司毛利率和净利率整体呈现上升趋势.....	3
图 8: 2021Q1 公司盈利能力行业领先.....	3
图 9: 中国医疗美容市场规模及增速.....	4
图 10: 中国医美市场用户规模及增速.....	4
图 11: 2014、2019 年各国医美项目渗透率对比.....	4
图 12: 中国医美行业分类诊疗人次数及增速.....	5
图 13: 2019 年中国医美行业分类收入构成.....	5
图 14: 中国医美行业分类医院数量.....	5
图 15: 2019 年中国医美机构经营规范状况.....	5
图 16: 医美行业历年相关政策与行动.....	6
图 17: 苏宁环球医疗美容布局架构.....	7
图 18: 苏宁环球旗下医美医院.....	7
图 19: 2020 年公司各地区在开发项目累计规划计容建筑面积.....	8
图 20: 2020 年在开发项目南京占 4 成.....	8
图 21: 2020 年主要项目业态分布.....	9
图 22: 2020 年公司房地产项目销售结算金额达 37.9 亿元.....	9
图 23: 2020 年南京房地产项目销售结算金额占比 91%.....	9
图 24: 2020 年公司各地区主要项目结算面积.....	9
图 25: 公司历年土地储备总建筑面积及增速.....	10
图 26: 2020 年公司各项目土储占比.....	10

## 表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率.....	10
附表: 财务预测与估值.....	12

## 1 稳中求进，多元发展

背靠集团持续稳健发展，积极并购打造多元业务。苏宁环球股份有限公司（以下简称“苏宁环球”）是一家以房地产开发为主的公司，地产业务以南京市场为主，开发了“瑰宇”系列住宅项目、威尼斯水城、天润城等多个著名地产项目，同时公司重视多元化经营，将业务拓展到文化、医美、金融等多个产业领域。

### （1）1993-2004 年：起步吉林，主业为造纸

苏宁环球原名吉林纸业股份有限公司，设立于 1993 年 5 月。主营业务为机制纸、纸板、胶带及其他纸制品制造。1997 年于深交所挂牌上市，股票代码 000718。吉林市国有资产经营有限责任公司持股 50%。

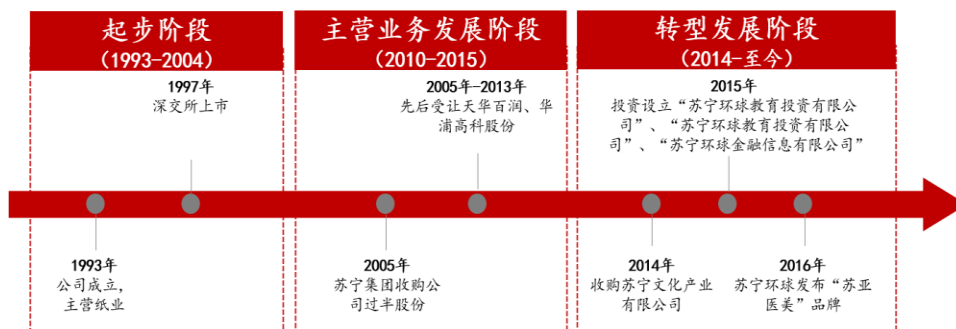
### （2）2005-2013 年：苏宁集团入住，聚焦地产开发

2005 年吉林市国有资产经营有限公司将其持有的 50% 股份转让给江苏苏宁集团有限公司（以下简称“苏宁集团”）；同年 11 月，公司受让苏宁集团持有的南京天华百润投资发展有限公司（以下简称天华百润）95% 的股权及南京华浦高科建材有限公司（以下简称“华浦高科”）95% 股权；12 月，公司实现资产重组，公司更名为苏宁环球股份有限公司（以下简称“苏宁环球”）。公司不断推进“深耕南京，立足江苏，布局全国”的发展战略，成功开发天润城、威尼斯水城、天御国际广场及“城市之光”等项目。

### （3）2014-2020 年：地产为基，开拓医美多元化

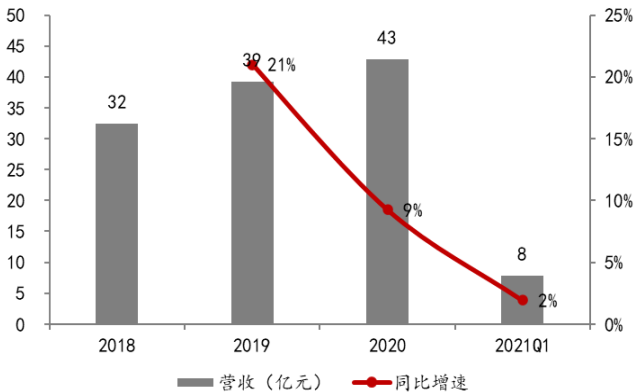
公司于 2014 年起开始进行多元化产业布局，将医美产业作为公司重要战略转型方向，并在文化、金融等领域开展战略部署。2014 年收购苏宁文化产业有限公司，进军文化传媒产业，之后投资打造《破风》、《北京人在北京》等多部影视；2015 年，公司与长城国融投资、民生银行等先后签署战略合作协议，进军金融产业；2014 年公司与首尔峨山医院、江苏省人民医院签约合作意向书，2016 年公司发布“苏亚医美”品牌，与集团合计成立 50 亿元的产业基金，相继收购 5 家医美医院，公司将医美视为战略转型重点，已步入发展快车道。

图 1：苏宁环球发展历程

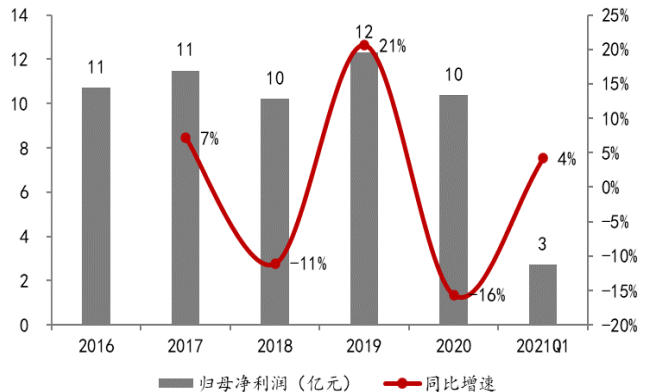


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司营收持续扩大，2021Q1 营收利润实现双增长。近三年公司营收持续增长，2018-2020 年从 32 亿元增至 43 亿元，CAGR 达 15%。公司的归母净利润基本稳定在 10 亿元左右，2020 年同比下降 16% 至 10 亿元。2021Q1 营收及归母净利润分别较 2020 年同期增长 2%、4%，在营业收入稳健增长的同时保持了较高的盈利能力。

**图 2: 2021Q1 苏宁环球营收同比增长 2%**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 3: 2021Q1 苏宁环球归母净利润同比增长 4%**


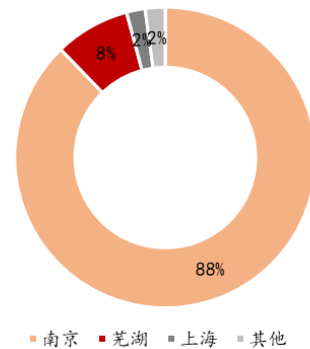
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**营收结构稳定, 主营业地产业务状况稳健。**苏宁环球自 2004 年起主营房地产业务, 发展持续稳定。2016-2020 年主营业地产业务营收占比稳定在 90% 以上, 自 2014 年公司开始进行多元化产业布局, 进军文化、医美、金融等产业。2020 年公司营收结构上, 房地产开发占比达 94.2%, 建筑业、酒店业、文化创意及其他占比分别为 1.5%、2.3% 和 2.0%。

**区域布局集中, 聚焦长三角。**苏宁环球的房地产业务遵循“深耕南京, 立足江苏, 布局全国”的战略方针, 绝大部分营收来自长三角特别是南京地区。2020 年公司南京地区营收占比 88%, 芜湖营收占比 8%, 上海营收占比 2%, 其他地区营收占比不到 2%。公司转型业务如文化、金融产业布局也多集中于长三角地区, 预计营收地区结构将保持稳定。

**图 4: 2020 年公司营收结构 (按业务)**

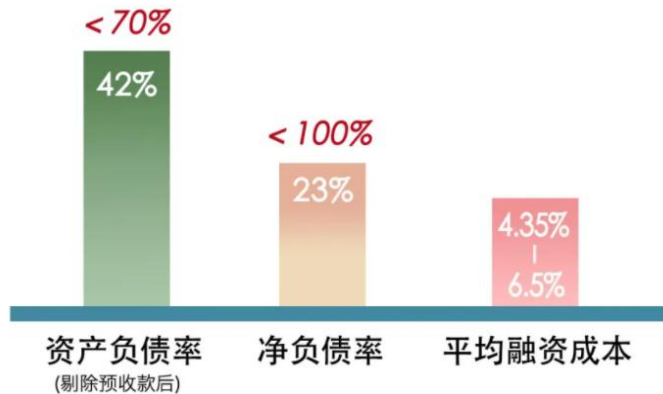

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 5: 2020 年公司营收结构 (按地区)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**负债状况健康, 融资成本较低。**2020 年公司财务状况稳健, 持续保持低负债状况, 剔除预收的资产负债率为 42%, 净负债率为 23%, 仅现金短债比 0.51 超过红线, 公司负债状况持续向好, 为后续发展保驾护航。2020 年公司平均融资成本仅为 4.35-6.5% 之间, 保持在行业较低水平。

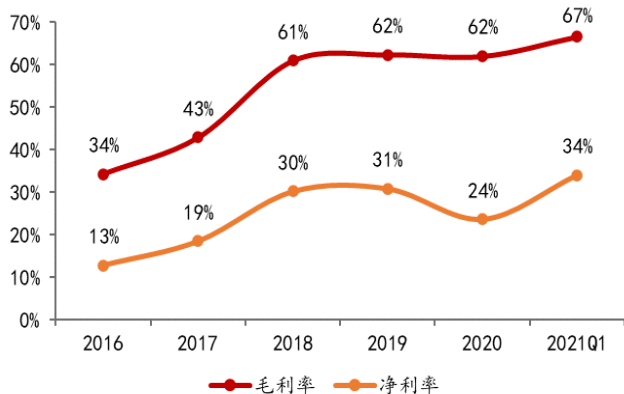
图 6: 公司负债状况良好且融资成本较低



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

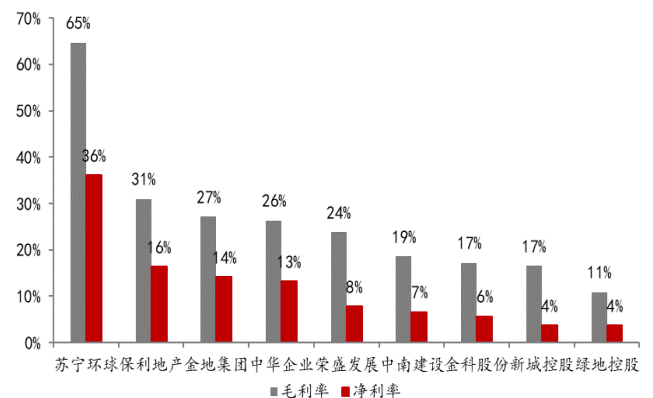
盈利能力保持稳健, 稳居行业上游。2016-2021Q1 公司毛利率由 34% 升至 67%, 基本保持稳健上升的趋势。同期净利率波动相对较大, 且在 2020 年出现下降, 但整体仍呈上升趋势, 2016-2021Q1 公司净利率由 13% 升至 34%。整体来看, 公司盈利能力较为稳健, 稳步提升, 且保持在行业前列。2021Q1 公司毛利率达到 65%, 对比可比公司表现良好。

图 7: 公司毛利率和净利率整体呈现上升趋势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 2021Q1 公司盈利能力行业领先



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 资金充沛助力扩张, 打造高端医美龙头

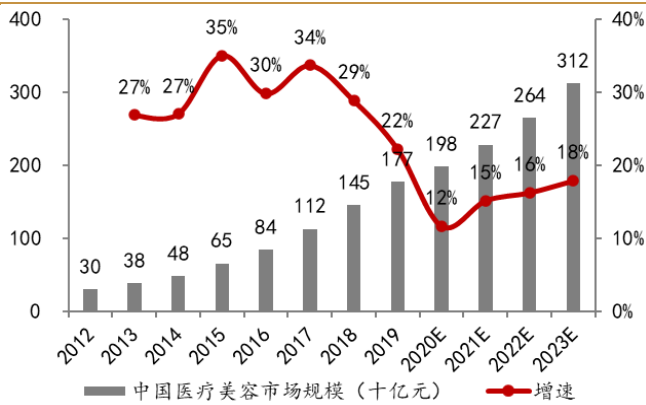
颜值经济盛行, 医美行业飞速发展。医美是医疗美容的简称, 是指运用药物、手术、医疗器械以及其他具有创伤性或者不可逆性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行修复与再塑的美容方式。中国的医美市场相较于国外起步较晚, 但随着近年来“她经济”、颜值经济的盛行, 中国医美市场获得了飞速的发展。

中国医美市场潜力大, 市场规模用户规模维持双增长。数据显示, 中国医美市场规模自 2012 年起经历了高速增长, 2012-2019 年市场规模增速维持在 20% 以上。2012 年中国医美市场规模为 298 亿元, 2017 年市场规模突破千亿元, 2019 年达到 1769 亿元, 对比 2012 年年复合增长率达 29%。而据艾瑞咨询预测, 自 2021 年起中国医美市场规模增速将放缓。中国医美市场用户规模也在持续增长, 2016 年医美市场用户约 280 万人, 在 2019 年增至



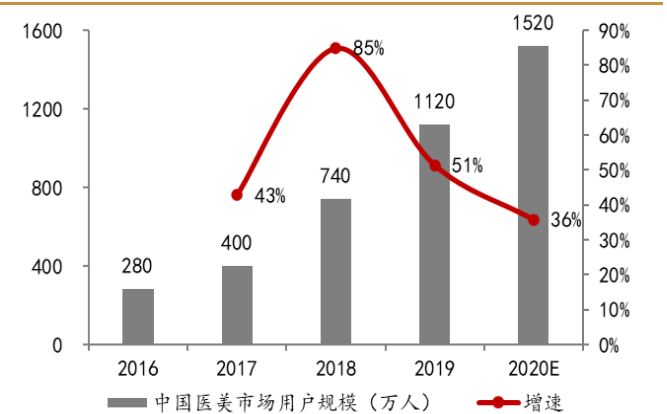
1120 万人，年复合增长率达到 59%。中国医美市场用户规模增速远超市场规模增速，新增用户群体的消费潜力可能还未完全表现出来。结合各国医美项目情况来看，中国的医美项目渗透率明显偏低。尽管相较于 2014 年，2019 年中国医美项目渗透率翻倍，达到了 4%；但相对于日本、美国及韩国 11%/17%/21% 的渗透率，中国医美项目渗透率差距较大。随着用户潜在的消费需求被挖掘，以及医美行业渗透率提高，中国医美市场能得到进一步的发展。

图 9：中国医疗美容市场规模及增速



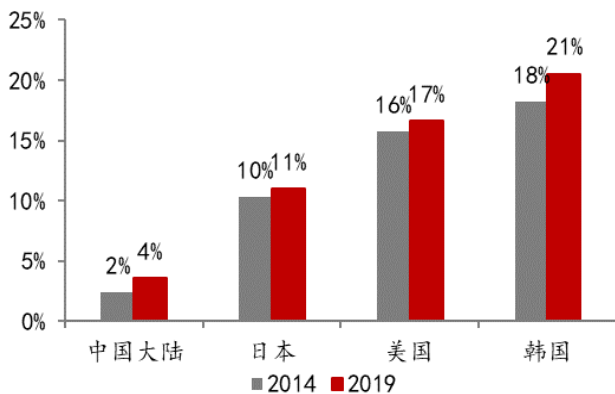
数据来源：艾瑞咨询研究院，西南证券整理

图 10：中国医美市场用户规模及增速



数据来源：艾瑞咨询研究院，西南证券整理

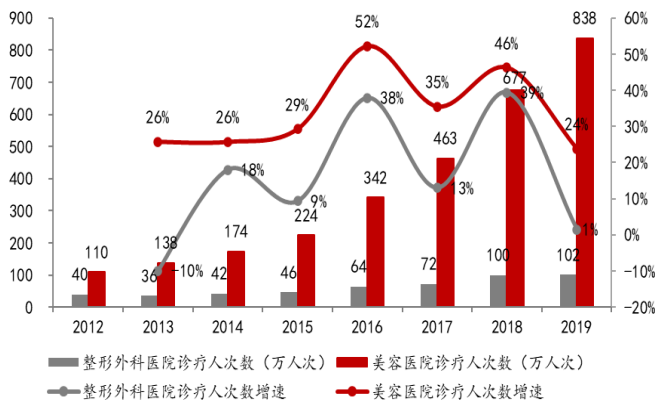
图 11：2014、2019 年各国医美项目渗透率对比



数据来源：前瞻产业研究院，德勤，西南证券整理

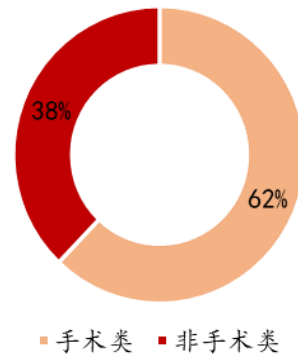
**非手术类项目用户群更广，手术类项目收入更高。**医美从介入手段划分，可以分为手术类和非手术类。手术类主要是指整形项目，从根本上改变或改善面部及身体其他部位的外观。而非手术类又称轻医美，主要包括注射项目、皮肤项目等，具有创伤小、恢复快、风险低的特点，并受到广泛关注和推崇。中国卫生健康统计年鉴的统计数据显示，手术类医美即整形外科医院诊疗人次数 2012 至 2019 年整体呈现增长趋势，从 40 万人次增长到 102 万人次，年复合增长率为达 14%。但整形外科诊疗人次数增长较为不稳定，在 2013 年出现负增长 10%，2019 年增速也降低为 1%。非手术类即美容医院相对来说发展较好，诊疗人次数从 2012 年的 110 万人次增长到 2019 年为 838 万人次，年复合增长率达 34%。且自 2012 年美容医院诊疗人次数增速稳定在 20% 以上。尽管非手术类医美在机构数量和诊疗次数上都远超手术类医美，且保持较高的增速，但在 2019 年中国医美行业收入中，手术类收入规模达到了 62%，而非手术类仅占 38%。手术类项目效果更为显著，能满足消费者通过医美获得快速显著效果的要求，价格相对也更高，这也就导致了手术类项目取得收入的能力相对更强。

图 12: 中国医美行业分类诊疗人次及增速



数据来源: 中国卫生健康统计年鉴, 西南证券整理

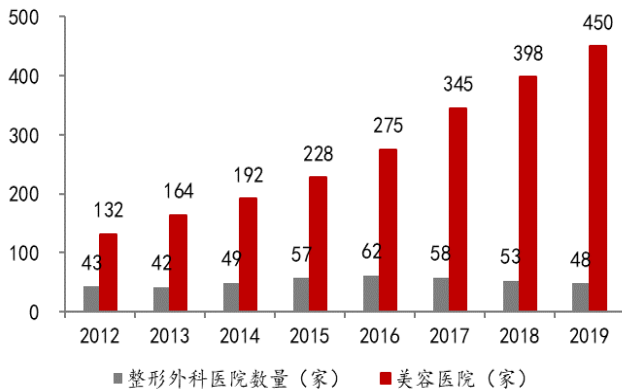
图 13: 2019 年中国医美行业分类收入构成



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

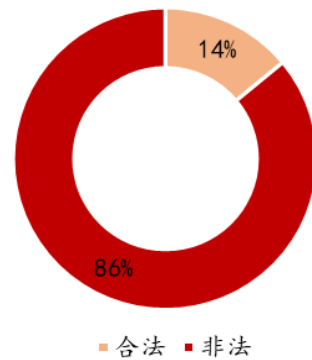
**轻医美机构持续增加, 非法机构数远超合法机构。**从医院数量来看, 整形外科医院数量在 8 年间变化不大, 维持在 50 家左右, 在 2016 年达到峰值 62 家后又逐渐减少。而美容医院的数量保持稳步增加, 已经从 2012 年的 132 家增加至 2019 年 450 家。总体来看, 卫生健康统计年鉴提供的数据体现出轻医美项目的发展态势更好。但需要指出的是, 年鉴统计的医院数目仅是一小部分, 非法经营的医美店铺数量占市场很大比重。据前瞻产业研究院数据, 目前我国非法经营的医美店铺超 8 万家。2019 年中国医美机构合法经营仅占市场 14%, 而非法经营的医美机构占 86%。

图 14: 中国医美行业分类医院数量



数据来源: 中国卫生健康统计年鉴, 西南证券整理

图 15: 2019 年中国医美机构经营规范状况



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

**医美行业集中度低, 上市公司少。**国内大型连锁医美机构拥有的门店数相较海外市场头部企业偏低, 头部品牌总体份额不到 10%, 小型私立医美机构市场份额占比大, 龙头格局暂未形成。医美服务类公司上市审批严格, 行业内上市公司覆盖率低, 规模扩张面临资金难题。

**医美行业集中化发展是必然趋势:** 1) **海内外医美机构发展历史经验。**纵观中国大陆外医美机构竞争格局, 除韩国因政府不允许医美机构连锁化经营外, 日本、英国、台湾省均呈大型连锁机构与私人医生诊所并存格局, 且最大连锁机构均拥有超过 50 家门店。2) **小型医美机构面临盈利能力、客户粘性双低困局。**中国医美机构的获客方式主要有传统广告、互联网平台和机构引流三大类, 下游销售费用和获客成本高, 进而导致盈利能力差; 而规模小导致对上游厂商的议价能力不足, 上下游的夹击导致小型医美服务机构盈利能力较差; 客户粘



性低，医美行业同质化竞争严重，小型医美机构难以形成品牌效应且客户消费体验感普遍低于大型医美机构。**3) 对医美行业的监管政策日趋严格。**2016年，中国整形美容协会成立。2020年4月八部委联合下发《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》。行业的规范化将有助于提升优质医美机构的集中度。

**图 16：医美行业历年相关政策与行动**

年份	相关政策法规与行动
2002、2008、2009	卫计委出台《医疗美容服务管理办法》、《医疗美容机构基本标准（修订意见稿）》 《医疗美容项目分级管理目录》
2014	《医疗美容机构评价标准》
2016	成立中国整形美容协会，医美行业步入合规化时代
2017	全国范围内发起严厉打击非法医疗美容专项行动
2020	八部委联合下发《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》

数据来源：公开资料，西南证券整理

**苏宁环球拥有雄厚的资产、资源、管理等优势，医美行业内竞争力凸显：**

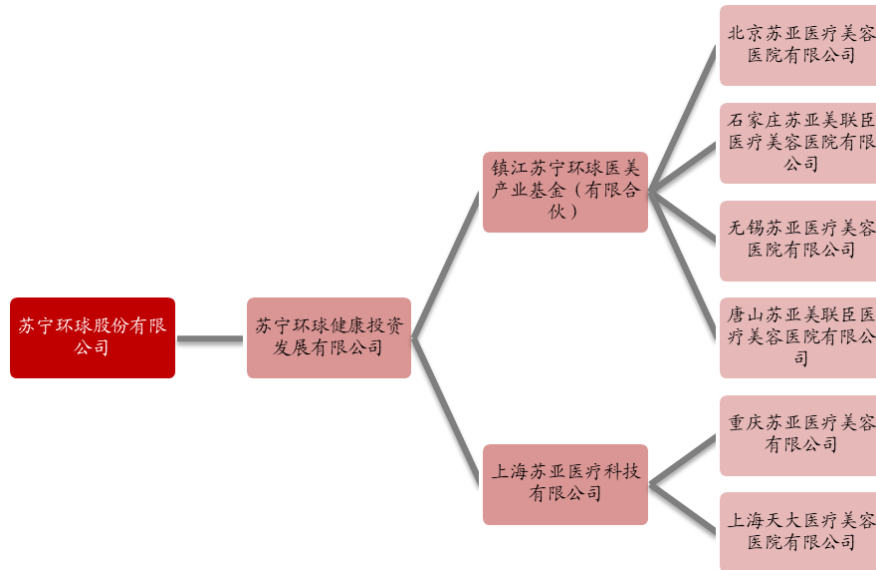
**1) 公司资金实力雄厚，便于医美产业资源整合。**苏宁环球在主营地产业务上保持了较高的盈利能力，地产业务实现持续稳健的发展，为公司业务转型发展提供丰厚的资金支持。具体来说，苏宁环球能运用已有资本市场平台、医美产业基金等整合优质医美产业资源，扩大苏亚医美体系及战略布局。相较于独立医美机构，苏亚医美能进一步突出集采优势，优化成本控制，提升盈利能力。公司能够开展对医美产业链上游如医疗器械、生物制药等及中游的医美医院等国内外优质医美资源的并购工作，打造全产业链医美龙头。

**2) 产业布局重点所在，资源技术多重保障。**医美产业作为苏宁环球重点发展的产业之一，也是公司重要的战略转型方向。苏亚医美以苏宁环球为依托，拥有雄厚的资金、管理、技术支持，在同行业中具有明显的竞争优势。

**3) 公司管理经验丰富，能有效提升管理绩效。**公司在多年的经营中积累的财务管理、信息管理、集团采购等方面的管理经验及积累的客户资源等能够赋能给医美产业，帮助苏亚医美迅速搭建高效的医美管理体系。公司医美产业的整体管理能力和管理绩效能够得到提升。

**打造 50 亿产业基金，医美项目加速落地。**苏宁环球于 2015 年开始走上转型发展的道路，设立了“苏宁环球健康投资发展有限公司”（以下简称苏宁环球健康）。2016 年起进军医美行业。2016 年 1 月，全资子公司苏宁环球健康与韩国 ID 集团、朴相薰、韩国 ID 美容整形医院共同签署《框架协议》，在中国开展医疗美容业务。之后苏宁环球健康与韩国 ID 健康产业集团共同出资设立上海苏亚医疗科技有限公司，经营医疗器械及配套业务，助力医美行业布局。2016 年，公司与公司大股东共同出资设立镇江苏宁环球医美产业基金，注册资本 50 亿元，公司持股比例为 45%，同年医美基金收购 4 家医美医院。2017 年，公司完成上海天大医疗美容医院有限公司 90% 股权的收购，天大医院拥有开展“面部骨骼轮廓整形技术”资质的优势资源。与此同时，公司陆续通过并购的方式，实现了在北京、上海、石家庄、唐山、无锡等地医美产业的战略布局，使“苏亚医美”品牌的强势落地。除医美产业基金注册资本 50 亿元外，公司累计未分配利润 45 亿元，结合未来几年可实现的利润，公司具有百亿元以上规模的投资能力。

图 17: 苏宁环球医疗美容布局架构



数据来源: 公司官网, 天眼查, 西南证券整理

**内生外延发展, 全产业链整合资源。**苏宁环球计划从深度方面, 通过开设门诊等分支机构的方式, 进一步下沉市场, 提升市场占有率和竞争力。而在广度方面, 通过内生式和外延式发展途径, 加上成熟的管理模式以及运营产业的资金支持, 在其他地市开设新的医美医院及门诊, 以此扩大产业规模。在产业链方面, 苏宁环球计划整合上下游产业链, 向医美产业上游延伸, 如生物医药、医美的医疗器械。通过产业链的延伸, 实现公司医美产业全产业链的覆盖优势, 让公司的医美产业有一个更好的发展。

**品牌知名度不断提高, 获客能力提升。**中国医美机构的获客方式主要有传统广告、互联网平台和机构引流三大类。其中, 通过品牌美誉度的影响, 有持续性科普宣发的平台, 以及老顾客引导的方式客户信任度和粘性都会很高。苏宁环球旗下几家医美医院都拥有较长的经营历史, 在地区市场都拥有较高的知名度和美誉度。2021年3月, 中国中西医结合学会医学美容专业委员会科普宣传教育中心将苏亚医美上海天大医疗美容医院作为科普宣传教育的核心, 进一步提升了苏亚医美的美誉度。随着公司经营质量和服务质量的不断提高, 医美医院的获客能力也不断提升。

图 18: 苏宁环球旗下医美医院



数据来源: 公司官方公众号, 西南证券整理

**公司重视风险防控，强化医美产业“医疗本质”经营理念。**在医疗安全方面，苏亚医美重视深化与行业监管部门的合作，积极响应监管要求，已成为江苏省卫健委批准的“二级”专科医院。2021年，唐山苏亚联合河北省医学会医学美容专业委员会，正式发布了唐山市首部《整形美容行业安全塑美白皮书》，倡导整形美容行业的安全及专业性。同时，苏亚医美注重加强客户满意度的管理，始终把消费者的需求和满意放到经营管理的第一位。

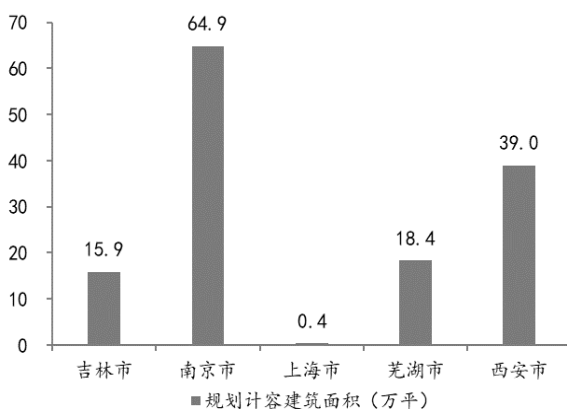
**公司重视知识技术，不断提升医院专业度。**苏亚医美重视通过技术提升和业务创新来提升医院的盈利能力和市场竞争力。不断加强内部专业人员的培养，强化核心学科带头人建设体系，积极与医疗美容行业的学术带头人做深度交流，获取行业最新资讯，以保证技术的先进性及技术领先优势。无锡苏亚医美多次组织举办“首届中韩眼整形学术交流会”“太湖微整形学术论坛”等学术活动，聚焦行业前沿技术。

**公司重视人才培养，不断完善人才保障机制。**苏亚医美根据医美行业特点，制定了极具吸引力的薪酬体系，医美医院管理骨干和核心医疗技术人才团体保持了相对稳定性。此外，还引入了拥有十多年丰富经验的资深医美运营团队，并设立人才培训学院及技术研发中心，并先后制定了《医生资源管理制度》、《青年医生培养方案》等文件，不断提升人才质量。公司计划推出合伙人制的经营模式，通过公司与核心骨干人员的利益共享机制，助推公司医美产业更快更好的发展。

### 3 地产开发稳健发展，聚焦核心城市

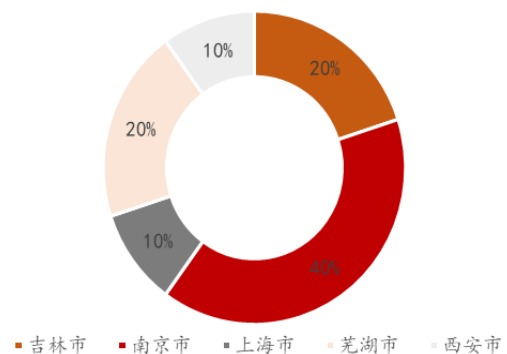
**首入西安，聚焦核心城市。**公司多年来深耕南京，天润城、威尼斯水城均为南京江北核心区的超级大盘。从主要项目开发情况来看，公司在吉林、南京、上海、芜湖、西安均有布局。其中，南京项目数量占4成，开发进度均在80%以上，累计规划计容建筑面积达64.9万平，远超其他地区。2020年公司以并购方式获得位于西安的西咸新区空港新城项目，并于10月开工，规划计容建筑面积为39万平。公司另分别在吉林和芜湖有两个项目，规划计容建筑面积依次为15.9万平和18.4万平。

图 19：2020 年公司各地区在开发项目累计规划计容建筑面积



数据来源：公司公告，西南证券整理

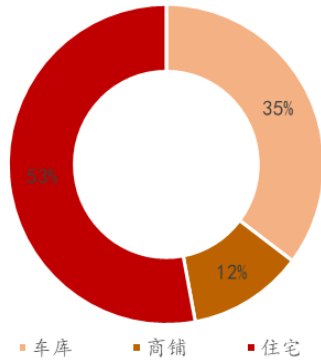
图 20：2020 年在开发项目南京占 4 成



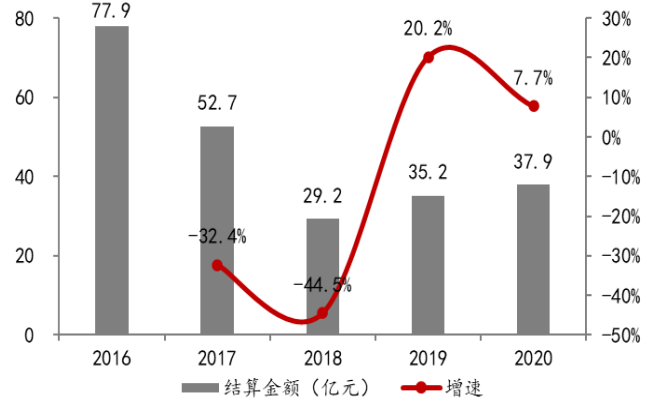
数据来源：公司公告，西南证券整理

**多业态并行发展，地产结算金额稳步回升。**从2020年公司主要项目销售情况来看，业态涵盖住宅、车库、商铺，数量占比分别为53%、35%、12%。房地产销售结算金额历经大幅下降后，自2018年起保持稳步增长，2020年达37.9亿元，同比增长7.7%。南京始终占据主要地位，2020年主要项目累计结算金额达34.5亿元，累计结算面积为17.8万平；排名

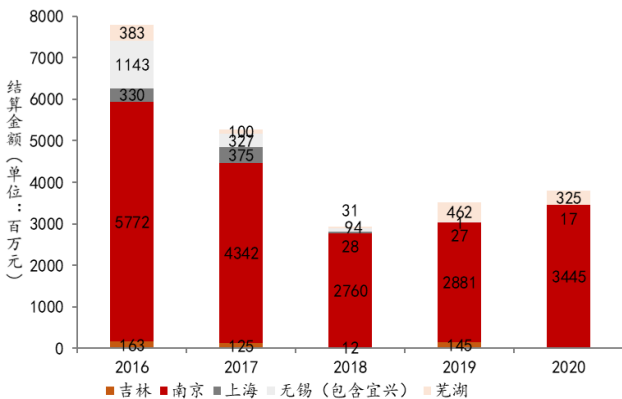
第二的芜湖，结算金额及结算面积分别为 3.3 亿元和 3.2 万平；上海和无锡在无新增销售项目的情况下，分别随天御国际广场和城市之光项目的售罄结算金额迅速下滑。

**图 21：2020 年主要项目业态分布**


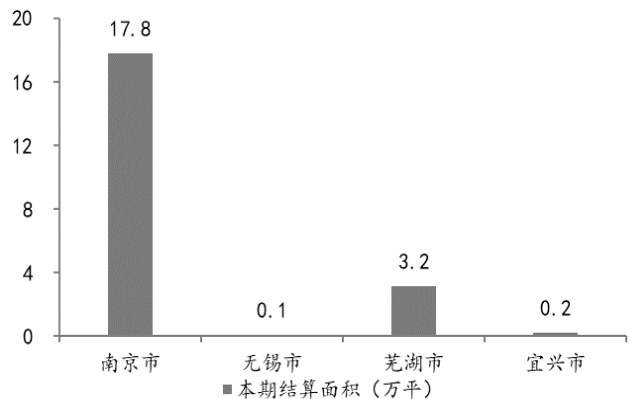
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 22：2020 年公司房地产项目销售结算金额达 37.9 亿元**


数据来源：公司公告，西南证券整理

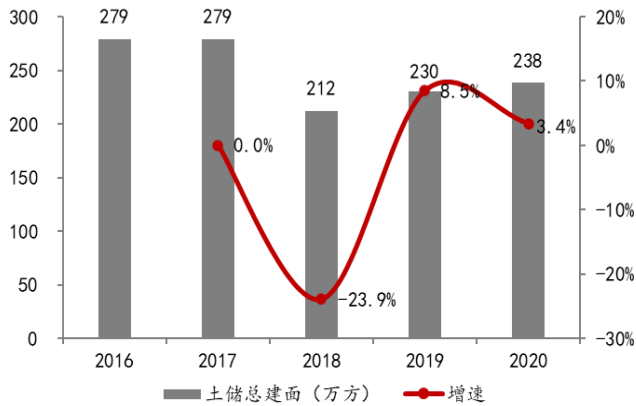
**图 23：2020 年南京房地产项目销售结算金额占比 91%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

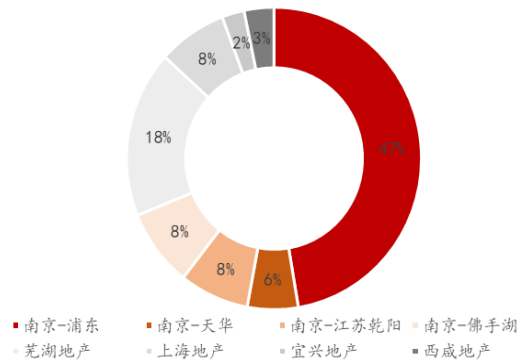
**图 24：2020 年公司各地区主要项目结算面积**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**土储质优价廉，助力业务发展。** 受益于公司早年积极的拿地策略，公司拿地成本较低，土储较为充足。同时，公司深耕南京及周边地区，土储均为优质土地储备。2020 年公司土储总建面 238 万方，其中位于南京的土储总建面占比 69%，主要位于南京江北市场，未来将持续受益于南京都市圈发展。近 5 年公司拿地策略较为保守，在 2015-2017 年土地市场持续火热的时期，土地溢价率处于高位，公司未参与土地竞拍。而自 2018 年，在中央“房住不炒”的调控下，土地溢价率保持低位。据公司年报，2016-2019 年公司并无新增土储，直到 2020 年，公司恢复拿地策略，新增位于西安的土地建面 43.9 万方，对已有土地储备进行补充。同时，新增土储的权益占比达到了 100%，公司土地投资持续稳健。2021 年 2 月，公司公告根据发展预期变化，退还 2010 年所获的芜湖市“1006”地块尚未开发的商业办公性质用地，位于芜湖的土地储备减少。

**图 25: 公司历年土地储备总建筑面积及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 26: 2020 年公司各项目土储占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与投资建议

### 关键假设:

假设 1: 公司商品房业务 21-23 年增速均为 15%, 毛利率分别为 63%、63%、65%;

假设 2: 公司酒店住宿、餐饮收入 21-23 年增速分别为 35%、30%和 20%, 毛利率均为 50%;

假设 3: 公司混凝土收入 21-23 年增速均为-15%, 毛利率均为 8.5%;

假设 4: 公司文化创意收入 21-23 年增速分别为 20%、25%和 25%, 毛利率均为 80%;

假设 5: 公司其他业务收入 (含医美) 21-23 年增速分别为 100%、50%和 50%, 毛利率均为 60%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E	
商品房	收入	4040.6	4646.6	5343.6	6145.2	
	增速		14.9%	15.0%	15.0%	
	毛利率		62.9%	63.0%	63.0%	65.0%
酒店住宿、餐饮	收入	97.1	131.1	170.4	204.5	
	增速		-40.4%	35.0%	30.0%	20.0%
	毛利率		48.9%	50.0%	50.0%	50.0%
混凝土	收入	63.2	53.7	45.7	38.8	
	增速		-19.6%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
	毛利率		8.2%	8.5%	8.5%	8.5%
文化创意	收入	44.8	53.7	67.1	83.9	
	增速		147.3%	20.0%	25.0%	25.0%



单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	83.4%	80.0%	80.0%	80.0%
其他（含医美）	收入	41.8	83.7	125.5	188.3
	增速	-71.5%	100.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	65.7%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	4287.4	4968.8	5752.4	6388.5
	增速	9.3%	15.9%	15.8%	11.1%
	毛利率	62.0%	62.2%	62.3%	62.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 14.3/18.5/22.2 亿元，增速分别为 37.8%/29.2%/20.3%，EPS 分别为 0.47/0.61/0.73 元。公司作为以地产业务为主业，大力发展医美企业，市场可比公司较少，考虑到公司资金充沛、地产业务盈利能力稳定、医美业务步入快车道，首次覆盖，给予“持有”评级。

## 5 风险提示

医美业务发展不及预期、行业政策调控风险等。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4287.44	4968.82	5752.36	6388.47	净利润	1012.99	1398.97	1806.24	2173.44
营业成本	1630.41	1878.16	2167.76	2380.66	折旧与摊销	115.58	116.54	123.67	131.27
营业税金及附加	334.93	347.82	373.90	383.31	财务费用	112.79	248.92	68.75	-91.63
销售费用	103.43	146.98	158.69	173.10	资产减值损失	-379.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	231.16	283.29	322.02	359.83	经营营运资本变动	-3755.61	612.63	-2529.08	-1111.48
财务费用	112.79	248.92	68.75	-91.63	其他	2992.54	-2940.34	-0.26	-4.31
资产减值损失	-379.92	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	98.38	-563.29	-530.68	1097.29
投资收益	0.29	0.25	0.25	0.26	资本支出	-143.98	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	12.13	0.01	0.01	4.05	其他	-173.17	176.31	-132.87	34.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-317.15	76.31	-262.87	-95.63
<b>营业利润</b>	1521.67	2063.91	2661.49	3187.50	短期借款	150.46	603.86	1944.40	180.03
其他非经营损益	-33.24	-53.96	-47.05	-49.35	长期借款	-821.45	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1488.44	2009.95	2614.44	3138.15	股权融资	0.22	0.00	0.00	0.00
所得税	475.44	610.99	808.20	964.71	支付股利	-824.06	-614.81	-1003.74	-1209.71
净利润	1012.99	1398.97	1806.24	2173.44	其他	728.51	31.38	-68.75	91.63
少数股东损益	-25.16	-31.78	-42.31	-50.39	<b>筹资活动现金流净额</b>	-766.31	20.43	871.91	-938.06
归母净利润	1038.16	1430.74	1848.55	2223.83	<b>现金流量净额</b>	-985.08	-466.54	78.35	63.61
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	963.43	496.88	575.24	638.85	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	569.85	657.58	759.63	836.95	销售收入增长率	9.25%	15.89%	15.77%	11.06%
存货	9815.26	14029.14	16679.23	18161.33	营业利润增长率	-13.45%	35.63%	28.95%	19.76%
其他流动资产	1027.31	1057.71	1276.85	1332.45	净利润增长率	-16.18%	38.10%	29.11%	20.33%
长期股权投资	1366.70	1366.70	1366.70	1366.70	EBITDA 增长率	-10.78%	38.82%	17.47%	13.08%
投资性房地产	717.00	614.71	648.48	660.07	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	880.95	898.03	930.84	958.89	毛利率	61.97%	62.20%	62.32%	62.74%
无形资产和开发支出	476.53	449.34	429.31	406.42	三费率	10.43%	13.67%	9.55%	6.91%
其他非流动资产	154.53	148.09	141.65	135.21	净利率	23.63%	28.15%	31.40%	34.02%
<b>资产总计</b>	15971.55	19718.18	22807.92	24496.86	ROE	11.64%	13.98%	16.71%	18.46%
短期借款	760.46	1364.32	3308.72	3488.75	ROA	6.34%	7.09%	7.92%	8.87%
应付和预收款项	2941.36	5984.04	6228.06	6710.41	ROIC	13.67%	16.54%	15.42%	15.17%
长期借款	1016.03	1016.03	1016.03	1016.03	EBITDA/销售收入	40.82%	48.89%	49.61%	50.52%
其他负债	2554.29	1345.37	1444.19	1507.03	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	7272.15	9709.76	11997.01	12722.22	总资产周转率	0.25	0.28	0.27	0.27
股本	3034.64	3034.64	3034.64	3034.64	固定资产周转率	4.80	5.61	6.32	6.79
资本公积	1063.72	1063.72	1063.72	1063.72	应收账款周转率	39.88	50.20	50.17	49.21
留存收益	5311.19	6127.11	6971.92	7986.04	存货周转率	0.14	0.14	0.14	0.14
归属母公司股东权益	8423.83	9764.63	10609.43	11623.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.56%	—	—	—
少数股东权益	275.56	243.79	201.48	151.08					
<b>股东权益合计</b>	8699.40	10008.41	10810.91	11774.64	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	15971.55	19718.18	22807.92	24496.86	资产负债率	45.53%	49.24%	52.60%	51.93%
					带息债务/总负债	24.43%	24.52%	36.05%	35.41%
					速动比率	0.41	0.26	0.24	0.24
					股利支付率	79.38%	42.97%	54.30%	54.40%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.34	0.47	0.61	0.73
					每股净资产	2.87	3.30	3.56	3.88
					每股经营现金	0.03	-0.19	-0.17	0.36
					每股股利	0.27	0.20	0.33	0.40
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1750.05	2429.37	2853.91	3227.14					
PE	21.84	15.84	12.26	10.19					
PB	2.61	2.26	2.10	1.93					
PS	5.29	4.56	3.94	3.55					
EV/EBITDA	12.58	9.56	8.72	7.75					
股息率	3.64%	2.71%	4.43%	5.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn