

2021年06月06日

## 公司与肌源医药等签署股权转让意向协议， 医美生态持续推进

买入（维持）

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,987	2,036	2,516	2,964
同比（%）	-36.9%	2.5%	23.6%	17.8%
归母净利润（百万元）	-135	124	196	244
同比（%）	-1214.6%	192.4%	58%	24.3%
每股收益（元/股）	-0.17	0.16	0.25	0.31
P/E（倍）	—	164.55	104.30	83.90

### 事件分析

■ **公司与肌源医药等签署《股权投资（转让）意向协议书》，医美生态持续推进。**6月3日，广州奥美与源美生物、大连美乐、大连肌源及五位创始人签署了《股权投资（转让）意向协议书》，约定设立并购基金对标的公司（源美生物、大连美乐、大连肌源）51%-70%的股权进行收购，同时创始人承诺的2021-2023年三年平均主营业务收入不低于1亿元，净利润不低于3000万元。

### 事件点评

■ **全产业链打通的医美生态集成商：**公司2021年以来加速了医美行业布局，以中游医美服务机构为抓手，致力于打造医美生态集成商，在上游产品/销售网络，下游医美MCN方面均有布局，实现了上下游全产业链打通。

■ **上游：公司与行业上游众多的优质企业达成战略合作，形成优势互补，共同促进产学研转化：**1)与暨南大学医药生物中心、暨源生物达成战略合作，共同推动重组类人胶原蛋白产品发展。2)与肌源医药（富勒烯）等签署股权转让意向书，推进各联名产品落地。3)与KD Medical达成战略合作，拟共同成立合资公司并在国内合作生产。4)与赛诺秀、美丽妈妈签署合作协议，进军产后医美。

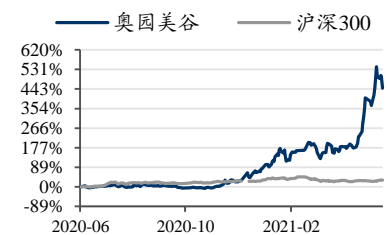
■ **中游：收购优质标的连天美55%股份：**连天美主要从事医美机构运营管理。旗下包括杭州连天美医疗美容医院及杭州维多利亚医疗美容医院，两家医院共有主任医师5名，副主任医师8名，专业医护人员173名等。2019-20年收入分别为4.6/4.9亿元，净利润分别为1766/8055万元。原股东承诺连天美2021-22年累计扣非归母净利润不低于1.57亿元。

■ **下游：深度合作头部MCN机构，实现为中上游引流和品牌市场推广：**公司与都可文化、星梦工厂、乐正文化、浮力欲仁四家头部MCN机构开展合作，将利用MCN的行业影响力和流量优势，推广终端医美产品，向公司的上中游布局引流，加强行业协会合作，提升行业影响力。

■ **盈利预测与投资评级：**2021年公司转型医美业务，未来随着中游医美服务行业高速发展，区域性龙头连天美有望进一步受益，此外公司还有望继续落地医美项目，强化产业链布局，未来非核心业务有望剥离，未来增长可期。鉴于公司还未签署最终协议，我们暂时维持公司2021-23年盈利预测不变，将实现归母净利润1.2/2.0/2.4亿元，以最新收盘价对应PE为165/104/84倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**战略转型不及预期，并购整合风险，医美行业竞争激烈，医疗事故风险，大股东、高管的合规风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	26.22
一年最低/最高价	3.85/29.95
市净率(倍)	11.76
流通 A 股市值(亿元)	205

### 基础数据

每股净资产(元)	2.23
资产负债率(%)	71.15
总股本(百万股)	781
流通 A 股(百万股)	772

### 相关研究

1、《奥园美谷深度：医美业务全面推进，上下游齐头并进》  
2021-05-07

## 1. 事件：公司与肌源医药等签署股权转让意向协议，医美生态持续推进

6月3日与肌源医药等签署《股权投资（转让）意向协议书》，合作取得阶段性成果。2021年6月3日，广州奥美与源美生物技术开发（大连）有限公司、大连美乐生物技术开发有限公司、大连肌源医药科技有限公司，及五位创始人韩广权、韩广文、陈艳秋（系韩广权先生之配偶）、张文博、陈文超签署了《股权投资（转让）意向协议书》，就股权投资（转让）事项进行约定，未来双方将合作拓展标的公司项目业务并签署正式投资协议。

2021年4月与肌源医药签署《战略合作协议》，拓展布局医美上游优质企业。2021年4月6日，奥园美谷的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签署《战略合作协议》，公司与肌源医药将利用各自在技术、品牌、行业资源、产业优势等方面的有利条件展开合作，共同设立股权基金，赋能肌源医药的项目，同时公司将利用自身已有合作或线上渠道资源推动肌源医药产品的发展。

表 1:《股权投资（转让）意向协议书》重点内容

合作事项	重点内容
甲方的投资方式	<p>在各方签署正式投资协议之前，拟完成以下投资：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>设立并购基金对标的公司 <b>51%-70%的股权进行收购</b>，以市场公允价格及产业板块估值为准；</li> <li>标的公司创始人拟认购并购基金的一定份额；</li> <li>估值在基准日 2021 年 6 月 30 日合并审计财务数据基础上，创始人承诺的 2021-2023 年三年平均主营业务收入不低于 1 亿元，净利润不低于 3000 万元。若低于承诺，广州奥美有权单方面终止投资。</li> </ul>
甲乙双方及创始人承诺	<ul style="list-style-type: none"> <li>甲方推动上市公司对标的公司和/或并购基金进行收购；</li> <li>甲方及上市公司将对标的公司收入、利润等业绩指标有相应的增长要求，并拥有对标的公司的日常经营管理权；</li> <li>甲方及上市公司会对标的公司提供资源支持，包括开放下游客户、协调营销宣传渠道等；</li> <li>标的公司董事会将有 5 人构成，甲方有权委派 3 人，创始人有权委派 2 人；</li> </ul>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

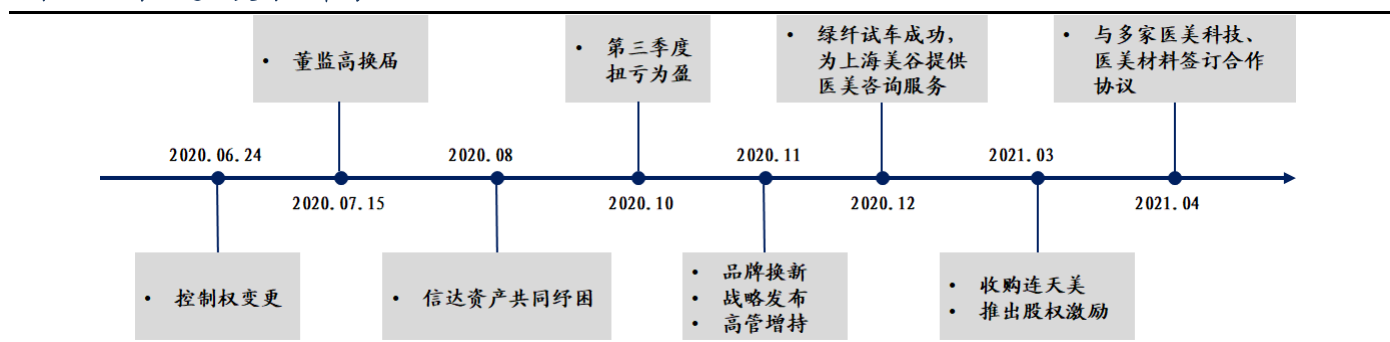
注：甲方为广州奥园，乙方为源美生物、美乐生物、肌源医药及五位创始人；标的公司为源美生物、美乐生物、肌源医药，上市公司指奥园美谷

## 2. 加速布局美丽健康产业，业务转型医美赛道前景可期

## 2.1. 战略层面：逐渐剥离原地产业务，加速布局美丽健康产业

公司全力构建奥园美谷医美生态，致力于成为国内美丽健康产业头部品牌和医美生态集成商。公司成立于1993年，2020年上市公司名称由“京汉股份”更名为“奥园美谷”，多年来其主营业务为以健康住宅开发为主的房地产业务和以新材料研发和制造为主的化纤新材料业务。公司近年不断探索寻找业务新的增长点，2018年开始逐渐从健康住宅跨入医美赛道。将以原有业务产品绿色纤维为纽带，联动奥园现有的房地产产业布局，深度融合原有健康产业生态群和医美新业务，实现协同发展，多点布局美丽健康产业链，主营医美科技、医美材料和医美服务三大业务板块，致力于成为“美丽健康产业的科技商、材料商、服务商”。

图 1：公司加速医美行业布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 管理层面：公司核心管理层深耕美丽健康产业多年，具备丰富的工作经验。

公司管理团队科技及产业背景深厚，管理经验复合。公司核心管理团队部分成员具备多年美丽健康产业从业经验，执行总裁徐巍历任伊美尔医疗北京医院院长、董事总经理，拥有超过16年的大健康产业工作经验；独立董事张树军层任南方医科大学副院长，现任中国医院协会医院建筑系统研究分会副主任委员、广东省医院协会医院建筑分会主任委员等。

表 2：公司部分核心管理团队具备多年美丽健康产业从业经验

高管	职务	履历
徐巍	执行总裁	历任伊美尔医疗北京医院院长、董事总经理，高特佳大健康产业基金执行合伙人，拥有超过16年的大健康产业医疗医院管理、投资行业工作经验
张树军	独立董事	历任南方医科大学副院长、高级工程师，现任中国医院协会医院建筑系统研究分会副主任委员、广东省医院协会医院建筑分会主任委员、中国医院后勤管理专业分会常务理事，广东省医院协会医院后勤管理分会副主任委员
付细军	独立董事	历任丽珠医药、德勤华永会计师事务所广州分所，2011年至今任致同会计师事务所广州分所合伙人

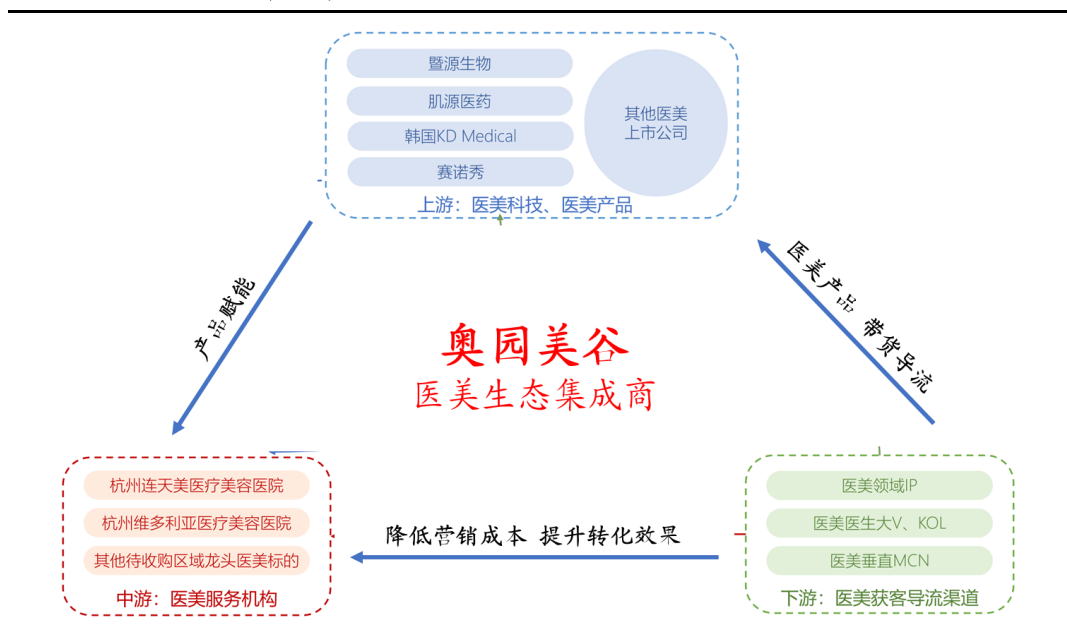
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**股权激励绑定核心管理人员，调动团队积极性。**2021年4月12日，公司公告针对核心管理人员的股权激励计划正式落地，本次股票期权授予总数量为1820万份，占公告时公司总股本的2.33%，行权价格为12.62元/份，激励对象主要为公司董事、高管团队和核心管理人员。本次股票期权考核年度为2021年和2022年，分两期行权，每期预计规划行权50%（达到考核标准中的最高档要求），以2020年合并报表净利润为固定基数，即净利润3817万元，2021年合并报表经审计净利润增幅不低于390%、390%-310%、310%-200%的行权比例分别为当年预计行权数量的100%/80%/50%（即全部的50%/40%/25%），即三档标准对应净利润分别为1.87亿元/1.56亿元/1.15亿元；2022年合并报表经审计净利润增幅不低于1390%、1390%-1290%、1290%-1190%的行权比例分别为当年预计行权数量的100%/80%/50%（即全部的50%/40%/25%），三档标准对应净利润分别为5.69亿元/5.31亿元/4.92亿元。股权激励计划绑定核心管理人员，有利于公司长期发展。

### 2.3. 业务层面：上游促进产学研转化，中游并购区域性头部机构迅速切入，下游依靠MCN机构卡位

**全产业链打通的医美生态集成商：**公司以中游医美服务机构为抓手，致力于打造成医美生态集成商，在上游产品/销售网络，下游医美MCN方面均有布局，实现了上下游全产业链打通。

图2：打造医美生态集成商



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



### 2.3.1. 上游：公司与行业上游众多的优质企业达成战略合作，形成优势互补，共同促进产学研转化

公司在上游与众多优质企业达成了战略合作，具体包括：1) 与暨南大学医药生物中心、暨源生物达成战略合作，共同推动重组类人胶原蛋白产品发展。2) 与肌源医药（富勒烯）合作设立股权基金，促进肌源医药产品发展。3) 与 KD Medical 达成战略合作，拟共同成立合资公司并在国内合作生产。4) 与赛诺秀、美丽妈妈签署合作协议，进军产后医美，未来三方将携手整合各自的优势资源，共同推动产业修复的技术研发和临床研究，积极开拓国内产后修复这一新兴的细分市场，并且将在上海东方美谷合作设立赛诺秀中国科创基地，引进赛诺秀产后修复的相关仪器和设备，进行应用实验和市场推广。

表 3: 公司与上游公司签署的意向性协议主要内容及进展情况

时间	协议	协议双方	内容	进展情况
2021.03	《战略合作协议》	广州奥美与暨南大学医药生物中心、暨源生物	<ul style="list-style-type: none"> <li>三方共同推动重组类人胶原蛋白申请三类医疗器械，将其推向市场，完成产学研转化</li> <li>未来合作中广东奥美负责研发资金落实、联系专业资质申请机构同时负责产品市场推广，暨南大学医药生物中心负责产品制剂开发及产品更新迭代研发，暨源生物负责原料的生产、协助注册申报，产品线拓展运用等</li> </ul>	正常履约中
2021.04	《战略合作协议》	广州奥美与肌源医药	<ul style="list-style-type: none"> <li>双方利用各自在技术、品牌、行业资源、产业优势等方面的有利条件，共同成立股权基金，针对肌源医药项目进行赋能</li> </ul>	正常履约中
2021.04	《战略合作协议》	广州奥美与 KD Medical	<ul style="list-style-type: none"> <li>共同成立合资公司，并由其在中国独家代理 KD Medical 产品，合作获取中国地区的产品资质</li> <li>KD Medical 拟将其所拥有的专利技术在中国内的使用权、制造权和产品的销售权独占许可双方或双方关联公司未来新组建的公司</li> </ul>	正常履约中
2021.05	《战略合作协议》	奥园美谷与赛诺秀、美丽妈妈	<ul style="list-style-type: none"> <li>以科室共建的方式，设立学术研究与临床诊疗为一体的“产后修复专科”和“产后修复光电联合实验基地”；</li> <li>集合奥园美谷的营销优势和合作方的专家、学术、客户资源，针对目标客户群推广产后修复概念；</li> <li>共同打造上海东方美谷赛诺秀中国科创基地，引进赛诺秀产后修复的相关仪器和设备，进行应用实验和市场推广；</li> </ul>	正常履约中

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

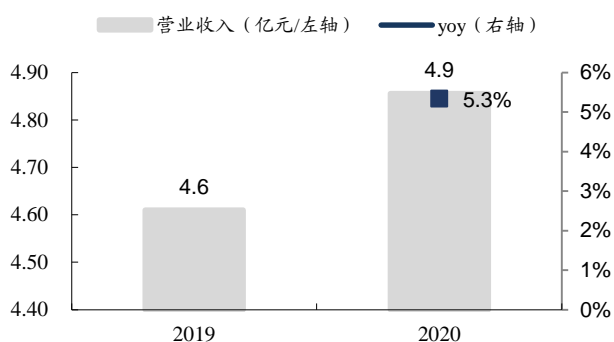
### 2.3.2. 中游：收购区域性龙头医美机构连天美 55% 股份，加速业务转型

为加速布局医美产业实现业务转型，公司拟以 6.97 亿元现金收购盛妆医美持有的连天美 55% 的股份，且盛妆医美承诺连天美 2021 及 2022 年累计扣非归母净利润不低于 1.57 亿元。

连天美是浙江省龙头医美机构，竞争优势突出。连天美目前旗下医院包括杭州连天美医疗美容医院及杭州维多利亚医疗美容医院，主要为消费者提供微整形美容、整形美容、皮肤美容、口腔美容等医疗美容服务。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，两家附属医院共有主任医师 5 名，副主任医师 8 名，专业医护人员 173 名，另有特聘外院专家 16 名。其在业绩、区位、技术、业务和客户等 8 个方面均具有很强的竞争优势。

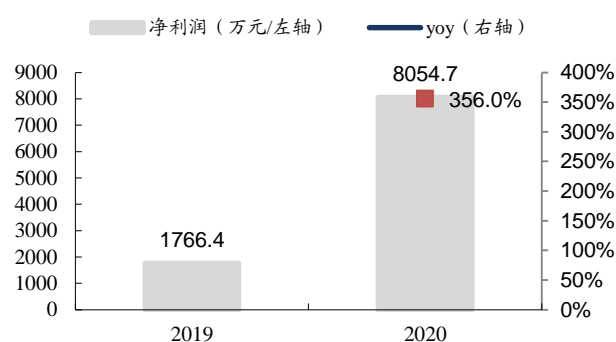
连天美收入保持稳定，盈利水平大幅提升。2019/2020 年连天美营业收入分别为 4.6/4.9 亿元，基本保持稳定，净利润分别为 1766.4/8054.7 万元，剔除 2019 年公司处置两个子公司（海宁维多利亚医疗美容和义乌市连天美医疗美容）及 2020 年社保减免、租金减免和固定资产处置带来的损益，2019/2020 年经调整的净利润分别为 3469/7068 万元，同比增长 103.7%，

图 3：连天美 2019-2020 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：连天美 2019-2020 年净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3.3. 下游：深度合作头部 MCN 机构，实现为中上游引流和品牌市场推广

与四家头部 MCN 机构达成战略合作，为中游医美医院和上游产品引流，提升公司行业影响力。公司与都可文化、星梦工厂、乐正文化、浮力欲仁四家头部 MCN 机构开展合作，计划从以下的三个方面为产业赋能：（1）推广终端医美产品：借助 MCN 的流量优势和用户口碑，将奥园美谷旗下的联名款医美产品进行线上推广；（2）向上中游引流：通过 MCN 机构成熟的医生 IP 孵化模式，打造奥园美谷旗下医院的招牌医师，实现为线下医美医院引流和提升医院知名度，并且可以低成本植入新产品内容完成客户培育，引导更多院方机构采购公司布局的上游产品；（3）提升行业影响力：借助头部 MCN 机构与国家卫健委/中国健康报/医师协会等机构密切的合作关系，加大力度开展学术研讨会、新技术新产品的交流培训会，提升公司整体的行业知名度和品牌影响力。

表 4: 与头部 MCN 机构达成战略合作

MCN 机构名称	机构介绍及历史业绩
都可文化	早于 2015 年开始从事美妆领域直播带货, 旗下头部网红单场直播销售额过亿, 公司目前已合作 100+ 医美医院, 女粉丝数量上千万。
星梦工厂	公司成功孵化了多位百万粉丝医美名医大 IP, 其中一位名医“吸脂与脂肪填充王世虎”全网粉丝已经超过百万。
乐正文化	团队创始人由清华大学传媒博士和医药公司高管组成, 在内容制作和发行平台资源方面有绝对优势。2020 年, 整形医生徐晔创造全网话题传播量近 10 亿的记录。
浮力欲仁	自 2021 年 1 月启动医美项目, 目前已经与多家 MCN 机构签约, 完成孵化数 10 位医美医生, 并计划将粉丝引流到签约的皮肤管理中心 (200+ 连锁) 实现客户转化。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 投资建议

2021 年公司开始重点转型医美业务, 收购的连天美标的资产质量优异, 未来随着中游医美服务行业的高速发展, 区域性龙头连天美有望进一步受益, 此外公司还有望继续落地医美项目, 强化产业链布局, 其传统的房地产业务则有望剥离, 未来增长可期。鉴于公司还未签署最终协议, 我们暂时维持公司 2021-23 年盈利预测不变, 将实现归母净利润 1.2/2.0/2.4 亿元, 以最新收盘价对应 PE 为 165/104/84 倍。维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

战略转型不及预期, 并购整合风险, 医疗美容服务行业竞争激烈, 医疗美容事故风险, 大股东、高管的合规风险等

奥园美谷三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,724</b>	<b>11,767</b>	<b>12,508</b>	<b>13,487</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,987</b>	<b>2,036</b>	<b>2,516</b>	<b>2,964</b>
现金	476	4,326	5,346	6,297	减:营业成本	1,451	1,317	1,457	1,757
应收账款	191	355	334	489	营业税金及附加	66	107	124	133
存货	5,468	6,516	6,146	6,043	营业费用	58	163	352	385
其他流动资产	588	570	682	658	管理费用	247	215	261	292
<b>非流动资产</b>	<b>2,729</b>	<b>2,772</b>	<b>2,974</b>	<b>3,152</b>	财务费用	184	175	172	165
长期股权投资	16	17	18	19	资产减值损失	0	3	7	4
固定资产	541	716	955	1,154	加:投资净收益	5	43	50	55
在建工程	977	833	781	741	其他收益	133	125	88	61
无形资产	250	261	275	295	<b>营业利润</b>	<b>137</b>	<b>238</b>	<b>305</b>	<b>362</b>
其他非流动资产	944	945	945	944	加:营业外净收支	-4	-1	2	-3
<b>资产总计</b>	<b>9,453</b>	<b>14,539</b>	<b>15,482</b>	<b>16,640</b>	<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>237</b>	<b>307</b>	<b>359</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,133</b>	<b>9,454</b>	<b>10,420</b>	<b>11,661</b>	减:所得税费用	95	59	61	72
短期借款	392	5,241	5,734	6,531	少数股东损益	173	53	49	43
应付账款	1,437	1,547	1,897	2,222	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-135</b>	<b>124</b>	<b>196</b>	<b>244</b>
其他流动负债	2,304	2,666	2,790	2,908	EBIT	261	362	451	495
<b>非流动负债</b>	<b>2,667</b>	<b>2,255</b>	<b>1,985</b>	<b>1,616</b>	EBITDA	345	435	552	628
长期借款	2,238	1,825	1,555	1,186					
其他非流动负债	430	430	430	430	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,800</b>	<b>11,709</b>	<b>12,406</b>	<b>13,276</b>	每股收益(元)	-0.17	0.16	0.25	0.31
少数股东权益	939	992	1,041	1,085	每股净资产(元)	2.19	2.35	2.60	2.92
归属母公司股东权益	1,714	1,838	2,035	2,279	发行在外股份(百万股)	781	781	781	781
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,453</b>	<b>14,539</b>	<b>15,482</b>	<b>16,640</b>	ROIC(%)	2.2%	6.2%	9.5%	11.1%
					ROE(%)	1.4%	6.3%	8.0%	8.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	27.0%	35.3%	42.1%	40.7%
经营活动现金流	-383	-637	1,164	903	销售净利率(%)	-6.8%	6.1%	7.8%	8.2%
投资活动现金流	-608	-65	-243	-246	资产负债率(%)	71.9%	80.5%	80.1%	79.8%
筹资活动现金流	822	4,552	98	295	收入增长率(%)	-36.9%	2.5%	23.6%	17.8%
现金净增加额	-168	3,850	1,019	952	净利润增长率(%)	-69.2%	365.8%	38.1%	17.0%
折旧和摊销	84	73	101	133	P/E	—	164.55	104.30	83.90
资本开支	573	42	201	177	P/B	11.95	11.14	10.07	8.99
营运资本变动	-607	-1,012	705	383	EV/EBITDA	69.20	57.10	43.70	37.71

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>