

奥园美谷 (000615)

坚定转型医美生态集成商，稳步推进产业链布局

——奥园美谷深度报告

✍️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
☎️ 联系人：詹陆雨、王长龙、汤秀洁、周明蕊  
✉️ 邮件：mali@stocke.com.cn

<b>评级</b>	<b>增持</b>
上次评级	首次评级
当前价格	¥22.00

报告导读

1) 地产商坚定转型医美生态集成商；2) 全产业链布局，上下游联动；3) 锁定终端赛道优质标的，打造医美消费应用场景。

投资要点

- ❑ **坚定转型医美生态集成商，稳步推进医美产业链布局。**公司战略定位医美产业科技商+材料商+服务商，通过并购医美终端机构快速切入医美赛道，积极寻求通过产品代理、合作生产、联合研发、股权投资等方式向上游拓展；公司有计划的剥离地产主业，收入结构有望大幅优化。一方面，大股东背景实力强大，助力公司顺利转型；另一方面，公司核心团队搭建完毕，产业经验丰富，各项工作进度高速增长。同时，公司实施股权激励政策，彰显转型信心。
- ❑ **“掐尖”战略锁定终端赛道优质标的，打造医美消费应用场景。**公司采用“掐尖”战略切入终端赛道，最大程度削减不确定性，首家机构连天美的质量可见一斑。奥园以6.97亿元现金收购连天美集团55%的股权（15.65X PE, 2.61X PS），集团旗下拥有杭州连天美、维多利亚两家医疗美容医院，是浙江省、杭州市市占率排名第一的龙头机构，19年市占率分别可达5.7%、13.4%，会员数/活跃用户数超过30万/8万人，老客占比高达65%。同时，连天美盈利能力突出，20年实现营收/净利润4.86亿元/8055万元，净利率为17%；原股东盛妆医美承诺连天美在21、22年累计净利润不低于1.57亿元。后续，公司将持续关注收入体量与盈利能力和连天美相近的潜在标的，推进终端领域布局，为公司全产业链发展战略打造终端消费应用场景。
- ❑ **上游布局多点开花，医美业务蓄势待发。**自转型以来，奥园分别与暨源生物、肌源医药、广纳院、KDMedical、赛诺秀、美丽妈妈签订战略合作，布局了人源蛋白、医美面膜、注射类产品、医美器械、产后修复等上游赛道。其中，医美面膜已经初步完成了从生产、到研发、到渠道、再到品牌的全产业链覆盖。公司较强的学术界、产业界资源赋能公司业务布局不断拓展延伸，与暨南大学、中科院、大连海洋大学、韩国高丽大学和延世大学（通过KDM）均有合作。
- ❑ **产业基金+产业基地，打造公司持续孵化业务能力。**公司与西部优势资本签署战略合作协议，成立规模8亿的产业并购基金/3亿的股权投资基金，用于收购医美服务机构/上游产业标的。同时，奥园于19年启动上海奥园美谷项目，预计于22年投入运营，有望成为奥园美谷医美布局转化、服务、展示、发布、交易平台。公司持续孵化能力较强，有望为公司产业链布局持续赋能。

**盈利预测及估值：**预计2021-2023年收入分别为23.8、30.1、41.6亿元；归母净利润分别为1.7、3.2、4.6亿元，对应PE为99、53、37倍。考虑到公司医美全产业链布局已初步成型，未来将通过优质标的内生增长和外延并购不断扩大收入及利润体量，且纯粹医美标的在A股具备稀缺性，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**1) 市场竞争加剧的风险；2) 收购进度不及预期风险；3) 转型进度不及预期风险。

<b>单季度业绩</b>	<b>元/股</b>
1Q/2021	0.04
4Q/2020	-0.05
3Q/2020	0.12
2Q/2020	-0.14



公司简介

奥园美谷坚持“美丽健康产业的材料商、科技商”的战略定位，围绕“从绿纤新材料出发，进军美丽健康产业”的战略方向，打通医美上下游产业链，形成了横向贯通、纵向联动的发展格局。

报告撰写人：马莉  
联系人：詹陆雨、王长龙、汤秀洁、周明蕊

**财务摘要**

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	<b>1987.3</b>	<b>2380.9</b>	<b>3007.2</b>	<b>4163.9</b>
(+/-)	-36.9%	19.8%	26.3%	38.5%
净利润	<b>(134.7)</b>	<b>171.0</b>	<b>318.7</b>	<b>456.5</b>
(+/-)	-1214.6%	-	86.4%	43.3%
每股收益(元)	-0.17	0.22	0.41	0.59
P/E	-127.54	98.89	53.02	37.19

## 正文目录

<b>1. 奥园美谷：地产商华丽转型医美生态集成商</b>	<b>5</b>
1.1. 稳步推进医美产业链布局，打造医美生态集成商	5
1.2. 财务状况企稳回升，股权激励彰显转型决心	7
<b>2. 深度布局医美生态链，打造美丽健康产业头部品牌</b>	<b>9</b>
2.1. 终端机构：把握确定性，“掐尖”战略切入终端市场	9
2.1.1. 连天美：江浙市场龙头机构	9
2.1.2. 同业对比情况	11
2.2. 医美上游：多点开花，延伸医美上游领域布局	12
2.2.1. 暨源生物：强强联手，掘金胶原蛋白市场	12
2.2.2. 肌源医药、广纳院：锁定面膜赛道，引领产业科技力	13
2.2.3. KDMedical：产品线丰富，跻身轻医美赛道	15
2.2.4. 赛诺秀、美丽妈妈：布局产后修复细分赛道	16
2.3. 产业孵化：产业基金持续赋能，打造医美产业基地	16
<b>3. 盈利预测及投资建议</b>	<b>17</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 奥园美谷股权结构	6
图 2: 奥园美谷收入及增速(亿元, %)	7
图 3: 奥园美谷归母净利润及增速(亿元, %)	7
图 4: 奥园美谷收入占比拆分情况	8
图 5: 奥园美谷地产业务和化纤业务毛利率情况	8
图 6: 奥园美谷流动负债比率	8
图 7: 奥园美谷短期负债情况	8
图 8: 华山连天美门店	9
图 9: 维多利亚医疗美容医院前台	9
图 10: 连天美资质情况	10
图 11: 连天美与供应商、协会等活动展示	10
图 12: 连天美医生团队	10
图 13: 各家医美机构营收情况对比	12
图 14: 暨源生物产品展示	13
图 15: 胶原蛋白市场规模情况	13
图 16: 富勒烯清除自由基机理	14
图 17: 富勒烯&奥园美谷联名产品	14
图 18: 广纳院参与合作结构情况	14
图 19: 纳米科技成果创新链等级情况	14
图 20: 奥园美谷董事、总裁胡冉于投产仪式讲话	15
图 21: 自动化绿纤生产车间情况	15

图 22: 蒙娜丽莎之吻极智私密激光治疗仪 .....	16
图 23: 深圳宝能环球购物中心孕产健康管理中心(旗舰店) .....	16
图 24: 上海奥园美谷项目情况 .....	17
表 1: 奥园美谷近期发展进展梳理 .....	5
表 2: 奥园美谷核心管理团队情况 .....	6
表 3: 奥园美谷股权激励高管持股情况 .....	8
表 4: 连天美机构信息情况 .....	9
表 5: 连天美公司财务指标 .....	11
表 6: 各家医美机构上市公司基本情况对比 .....	11
表 7: 各家医美机构上市公司净利率对比 .....	12
表 8: KDM 产品情况展示 .....	15
表 9: 奥园美谷驱动因素拆分 .....	18
表附录: 三大报表预测值 .....	20

## 1. 奥园美谷：地产商华丽转型医美生态集成商

### 1.1. 稳步推进医美产业链布局，打造医美生态集成商

**全力构建奥园美谷生态圈，打造医美生态集成商。**奥园美谷战略定位为“美丽健康产业的科技商、材料商、服务商”，通过并购医美服务机构快速切入医美赛道，积极寻求通过产品代理、合作生产、联合研发、股权投资等方式在产业上游进行横向拓展，加速当前健康住宅开发为主的房地产业务和新材料研发与制造为主的化纤新材料业务的业务转型。

**华丽转型医美生态集成商，稳步推进产业链布局。**奥园美谷的前身湖北金环于96年上市，主营业务为化纤生产；16年京汉置业借壳湖北金环上市，公司转型“化纤+地产”双主业，并更名京汉股份。2020年4月，中国奥园以11.6亿元现收购京汉股份约29.99%的股本，成为第一大股东，并于6月正式完成控制权变更。公司于11月完成公司名称变更，并对供公司战略进行调整，依托中国奥园在品牌、资源、管理等多方面的优势，全面聚焦美丽健康产业。公司于2021年3月收购连天美下属2家医院，正式进军医美产业链；随后，分别与暨源生物、肌源医药、KDMedical、赛诺秀、美丽妈妈签订战略合作，布局上游医美产品端。

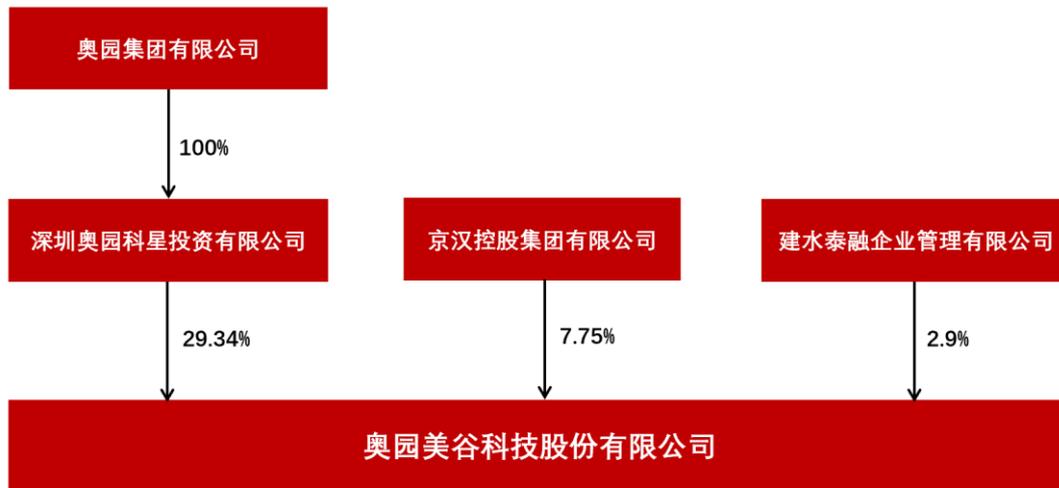
表 1：奥园美谷近期发展进展梳理

时间	事件
2020年6月	正式完成控股权变更，中国奥园成为控股股东
2020年11月	品牌焕新&战略发布，奥园美谷启航
2021年3月	推出1820万股股票期权激励计划
2021年3月	收购连天美下属2家医院，正式进军医美产业链
2021年4月	与暨源生物、肌源医药、KDMedical 签订战略合作，布局医美产品端
2021年4月	与西部优势资本投资签订战略合作协议
2021年4月	莱赛尔纤维一期4万吨项目举行投产仪式，项目进入正式运营生产期
2021年5月	与美国赛诺秀、美丽妈妈达成战略合作，独家代理美国赛诺秀蒙娜丽莎激光治疗仪，
2021年6月	携手大连肌源医药联名推出富勒烯炫白瓶系列和富勒烯医用冷敷贴两款联名产品
2021年6月	发布与大连肌源医药战略合作进展公告，拟受让大连肌源51%-70%股权

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**公司股权结构稳定，大股东实力雄厚。**奥园集团为公司控股股东，持股比例为29.34%。中国奥园集团1996年在广州成立，2007年在香港上市，业务覆盖地产、商业、科技、健康、文旅、金融、跨境电商、城市更新、教育、美丽产业等，连续四年跻身《财富》中国500强，2020年跃居第204名。2020年，奥园集团实现整体销售额约1540亿元，其中地产板块合约销售额约1330亿元，非房板块业绩约210亿元。目前，奥园集团拥有中国奥园、奥园健康和奥园美谷三家上市公司。中国奥园控股奥园美谷后，分别对公司注入不低于5亿元的流动性支持，并联合信达资产对公司进行债务重组，重组期限三年总收购价不高于19.79亿元，进一步优化公司负债情况。除去中国奥园和奥园美谷以外，奥园健康为中国知名物业管理服务及商业运营服务供应商，为住宅及非住宅提供多样化物业管理服务以及为购物商场的中高端物业及综合用途开发项目提供全方位商业运营服务。

图 1：奥园美谷股权结构



数据来源：公司财报，浙商证券研究所

**核心管理团队搭建完毕，产业管理经验丰富。**2020年6月控制权变更完成后，奥园集团管理层团队先后任职奥园美谷董事会及管理层。当前公司管理层中，由胡冉博士担任总裁，具备深厚的学术背景以及头部企业管理经验；执行总裁徐巍总，曾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，具备16年大健康产业医疗医院管理、投资行业工作经验。同时，公司对组织架构进一步优化调整，设立了美丽产业研究院、医美事业部，科技事业部等。

表 2：奥园美谷核心管理团队情况

姓名	职务	日期	任职经历
马军	董事长	2020.7	曾任中海地产天津公司副总经理，奥宸地产常务副总裁。现任中国奥园集团执行董事，营运总裁，奥园集团(广东)董事长，总裁，深圳奥园科星投资董事
陈勇	董事	2020.7	曾任职于万科，金地(集团)，佳兆业集团等。现任中国奥园集团副总裁，奥园集团(广东)副总裁，深圳奥园科星投资董事长，总经理
胡冉	总裁、董事	2020.11	曾任中信银行广州分行办公室负责人，北秀支行负责人，中国南航集团财务公司总经理，碧桂园控股副总裁，中国奥园集团副总裁，广东奥园科技集团总裁
申司昀	董事	2020.7	曾任广州承总设计院主创设计师，香江控股集团研发设计高级经理，工程管理中心总经理，香江控股集团株洲公司总经理，碧桂园控股集团湘渝川赣区域湖南城市公司总经理。2014年3月至2020年5月，任奥园集团(韶关)总经理
范时杰	董事、执行总裁	2020.11	曾任北京师范大学教授，博导，珠海校区社会发展研究中心主任，系主任；中共珠海市委副书记；广东奥园科技集团副总裁
徐巍	执行总裁	2020.10	曾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，奥园健康生活集团高级副总裁
蒋南	董事会秘书	2020.7	曾任中共中央办公厅通信局秘书，金融街控股证券事务经理，金融街(上海)投资董事会办公室主任，泰禾集团证券事务总监。2019年11月至2020年6月任中国奥园集团品牌总经理助理
林斌	财务总监	2020.7	曾任羊城税务师事务所税务顾问，美国友邦保险广州分公司财务部主任，安永会计师事务所审计经理，广州广日财务部部长，广州松兴电气监事会主席，香江集团财务总监。2019年7月至2020年6月任奥园集团(广东)财务中心副总经理

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

## 1.2. 财务状况企稳回升，股权激励彰显转型决心

**财务状况企稳回升。**受疫情影响，公司房地产业务可结转收入较去年下降；化纤业务全年开工时间大幅减少，订单完成量缩水；资金回笼减慢，公司贷款较去年增加导致利息支出增加。因此，财务状况受到一定影响。公司整体2020年实现营业收入19.87亿元，同比下滑37%；实现归母净利润-1.35亿元，同比下滑1215%。

图 2：奥园美谷收入及增速（亿元，%）



图 3：奥园美谷归母净利润及增速（亿元，%）



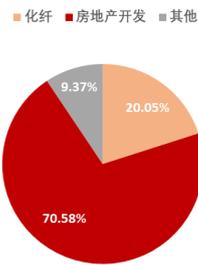
数据来源：公司财报，浙商证券研究所

数据来源：公司财报，浙商证券研究所

**地产业务或将剥离，收入结构、负债结构有望大幅优化。**从收入结构来看，2020年公司房地产/化纤/其他业务收入占比分别为70.58%/20.05%/9.37%，三大业务的毛利率分别为33.65%/12.60%/1.65%。分区域来看，国内/国外收入占比分别为94.03%/5.97%，分区域市场的毛利率分别为27.96%/12.03%。当前，公司已制定了“从医美基材绿纤出发，进军美丽健康产业”的发展战略，在美丽健康产业上游横向拓展，打通上下游产业链，坚持美丽健康产业的科技商、材料商、服务商定位，同时有计划剥离地产主业，收入结构有望大幅优化。同时，随着大股东的接入支持，公司负债结构也进一步优化，融资成本显著下降。截至20年底，公司短期借款及一年内到期非流动负债分别压缩至3.92亿元和1.65亿元；截至21Q1，公司流动负债比率持续下滑至56%。

**化纤新材料业务：传统化纤业务稳步发展，21年绿纤新材料项目投产带来新的业绩增长点。**公司拥有目前国内生产粘胶纤维系列产品品种最全的生产基地，20年公司化纤业务贡献收入4.0亿元，收入占比20.1%，毛利率12.0%。粘胶业务年产能包括1.6万吨粘胶长丝、7000吨玻璃纸和3.5万吨化纤浆粕。此外，公司自17年启动年产10万吨绿色生物基纤维素纤维项目，其中1期4万吨绿纤生产线已于21年4月正式投产。绿纤主要应用于纺织纱线、无纺布等领域。同时，绿纤作为医美产品基材，可用于生产面膜和卸妆巾等，是公司重要的医美材料端业务产品。

图 4：奥园美谷收入占比拆分情况



数据来源：公司财报，浙商证券研究所

图 6：奥园美谷流动负债比率



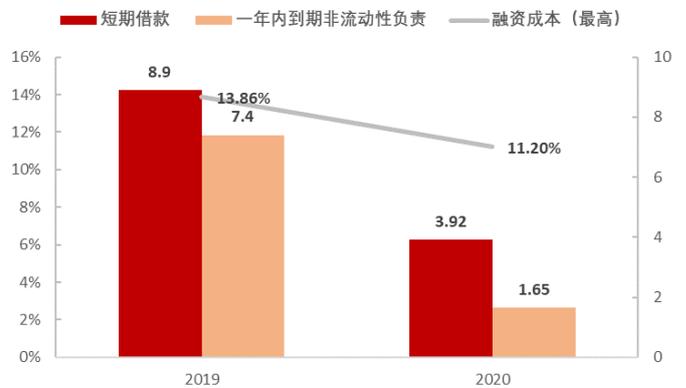
数据来源：公司财报，浙商证券研究所

图 5：奥园美谷房地产业务和化纤业务毛利率情况



数据来源：公司财报，浙商证券研究所

图 7：奥园美谷短期负债情况



数据来源：公司财报，浙商证券研究所

**实施股权激励计划，彰显公司长期转型决心。**公司推出股权激励计划，总计 1820 万份，约占股本总额的 2.33%，激励对象为公司董事、高级管理人员、核心管理人员共 14 人。股权激励行权比例 100% 对应 2021 年、2022 年考核净利润分别为 1.87 亿元、5.69 亿元。

表 3：奥园美谷股权激励高管持股情况

姓名	职务	获授股票期权数量 (万份)	占公司总股份比例
马军	董事长	340	0.44%
胡冉	董事、总裁	340	0.44%
徐巍	执行总裁	300	0.38%
范时杰	执行总裁	300	0.38%
陈勇	董事	140	0.18%
申司昀	董事、执行总裁	50	0.06%
班均	董事	50	0.06%
陈辉	董事	40	0.05%
杨成	副总裁	40	0.05%
蒋南	董事会秘书	50	0.06%
林斌	财务总监	50	0.06%
核心管理人员 3 人		120	0.15%
合计 (14 人)		1820	2.33%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 深度布局医美生态链，打造美丽健康产业头部品牌

**打造医美生态集成商。**奥园美谷坚持美丽健康产业的科技商、材料商、服务商的战略地位，通过并购医美服务机构快速切入医美赛道，应用医美服务场景，对接医美新零售平台，聚焦医美器械耗材及医美家用化产品，通过产品代理、合作生产、联合研发、股权投资等方式，在美丽健康产业上游横向拓展，同时打通上下游产业链，形成横向贯通、纵向联动的发展格局，全力构建奥园美谷医美生态圈。

### 2.1. 终端机构：把握确定性，“掐尖”战略切入终端市场

#### 2.1.1. 连天美：江浙市场龙头机构

**收购优质标的连天美切入终端机构赛道。**2021年3月，奥园美谷以6.97亿元现金收购连天美55%的股权（对价13.51亿元，对应15.65X PE, 2.61X PS），切入终端赛道。连天美集团总部位于杭州，拥有杭州连天美、维多利亚两家医疗美容医院，总运营面积约2万平方米，下设整形美容科、微整形科、美容皮肤科、牙齿美容科、毛发种植科、纹绣科、形体管理科、美容中医科，是浙江首家民营医疗美容医院的创办者，华东地区综合类医疗美容医院代表，从收入结构来看，微整/皮肤/整形/其他占比分别为40%/27%/24%/9%。

**区域市场龙头机构，老客占比较高打造口碑医美。**连天美深耕杭州当地市场多年，两家医疗美容机构当前共拥有员工500余人。其中，连天美医疗美容医院由原杭州华山医疗美容医院升级而来，成立于1983年；维多利亚医疗美容医院于2010年8月进驻杭州，并于同年10月成立明星微整形基地，至今已接诊400余位明星艺人，为演员、歌手、主持人等公众人物提供相关服务。根据瑞丽医美招股说明书，2019年连天美在浙江省、杭州市市占率分别可达5.7%、13.4%，为浙江省、杭州市市占率排名第一的龙头机构。同时，连天美具有较好的客户口碑，会员数超过30万人，8万年活跃用户，老客占比高达65%。

表 4：连天美机构信息情况

	成立时间	位置	面积	资质认证	医生数	正高专家	副高专家
杭州连天美	1983年	杭州市上城区秋涛路	10000平方米	5A级、四级手术资质	32	2	3
维多利亚	2010年8月	杭州市下城区建国北路	8000平方米	5A级	26	3	5

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 8：华山连天美门店



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

图 9：维多利亚医疗美容医院前台



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

**医院认证资质权威，产业界+学术界认可度高。**杭州连天美医疗美容医院和维多利亚医疗美容医院均为中国整形美容协会认证的5A级中国医疗美容机构（全国仅51家）。其中，杭州连天美医疗美容医院也是浙江省卫生厅认证的四级（高难度）手术资质医院，

共计实施四级手术 2000 多例，数量为浙江省第一。凭借着过硬的权威级认证实力，两家医院不仅获得了多个全国性、地区性的资质荣誉，同时也获得了供应商的认可，是多家供应商指定的交流培训中心、授权注射中心。行业学术推广方面，连天美先后主办、承办了 40 余场业界大型学术交流会，包括中国医师协会眼整形专委会高峰论坛、内窥镜隆胸整形新技术高峰论坛、脂肪移植新技术应用(演示)研讨会、亚太地区整形高峰论坛、维多利亚鼻整形技术峰会等。

图 10：连天美资质情况



图 11：连天美与供应商、协会等活动展示



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

数据来源：公司官网，浙商证券研究所

**医师团队资源深厚，专业医疗实力突出。**连天美拥有高水平、大规模的医师团队，医生总数高达 58 人。其中，正高级职称专家 5 人，副高级职称专家 8 人，特聘专家 16 人。分机构来看，杭州连天美医生团队医生数量 32 人，其中正高级医生 2 人，副高级 3 人；维多利亚医生团队医生总数 26 人，其中正高级医生 3 人，副高级 5 人。二者规模相当，维多利亚高职称医生占比更高。院外专家方面，连天美与广州南方医科大学南方医院整形美容外科教授鲁峰、“亚洲除皱第一人”王志军等均有长期合作。公司还拥有 24 项专利技术（鼻部整形专利 7 项，面颌部 8 项，胸部 4 项），其中一项下颌角专利技术参加了整形专利国际巡展韩国站，并荣获韩国知识产权局的发明专利。

图 12：连天美医生团队



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

**连天美财务状况稳定，盈利能力突出。**根据公司公告披露，2020年连天美实现营业收入4.86亿元，同比增长5.2%，净利润实现8055万元，同比大幅增加356%；公司20年毛利率为53%，净利率为17%。同时，在收购连天美的交易中，盛妆医美承诺连天美在21年、22年累计净利润不低于1.57亿元；如未实现业绩承诺，则需按比例向奥园美谷进行现金补偿。

**表 5：连天美公司财务指标**

财务指标	2019	2020
营业收入(亿元)	4.62	4.86
净利润(亿元)	0.18	0.81
非经常性损益税后影响(亿元)	-0.17	0.1
扣非净利(亿元)	0.35	0.71
毛利率	49%	53%
净利率	3.9%	16.6%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 2.1.2. 同业对比情况

**作为医美终端行业新进入者，奥园美谷仍能体现独特的优势。**

**对比各家机构的基本情况：**鹏爱医美国际1997年即成立，进入行业最早，拥有最多家门店，同时收入规模体量最大。华韩整形专业医疗实力凸显，手术类项目收入占比最大，高达71%。瑞丽主打区域市场，当前收入规模相对较小。奥园美谷相对较新，刚刚完成对连天美的收购，当前终端门店数量最少，但收入水平处于中位，且单店收入体量位于前列。

**表 6：各家医美机构上市公司基本情况对比**

公司	成立时间	上市版块	20年营收(亿元)	门店数	医美机构形式	医生数量
朗姿医疗	2016	A股	8.13	20	其中5家为医院，15家诊所/门诊部	-
华韩整形	2010	新三板	8.88	10	6家医院，4家门诊部	163
瑞丽医美	2008	港股	1.65	4	2家医院(计划于23年在上海开设第三家)，2家门诊部	70
医美国际	1997	美股	9.02	23	其中13家为医院，2家海外机构，其余为诊所/门诊	168
<b>奥园美谷</b>	<b>2021</b>	<b>A股</b>	<b>4.86</b>	<b>2</b>	<b>2家医院</b>	<b>58</b>

资料来源：各公司财报、各公司官网、浙商证券研究所

### 高新兴兰、四川米兰、美立方、晶肤、高一生

**收入端：**20年连天美维持了较为稳定的收入增速，同比增长5%。朗姿股份近年来呈现出了优于行业的高速增长，疫情影响下，2020年医美业务收入仍维持了29%的收入增速，优于其他同业机构。华韩整形收入增速相对稳定，同比增速10%。医美国际受疫情影响较大，同比下滑15%；瑞丽医美同样受疫情影响较大，去年2月1日至4月10日处于停业状态，20年收入仅实现1.65亿元，同比下滑13.9%。

图 13: 各家医美机构营收情况对比



数据来源: 各家公司财报, 浙商证券研究所

**利润端:** 连天美盈利能力较强, 20 年实现净利润 8055 万, 净利率高达 16.7%。

由于各家机构整合周期不同, 对应盈利能力也都处于不同阶段。其中, 朗姿股份和华韩整形同样呈现出了较强的盈利能力。尤其是华韩整形, 旗下并购医院整合效果显现, 进入全面利润释放期, 净利率高达 13.4%, 归母净利同比增长 47%。医美国际则是 2019 年实现扭亏后再次转亏, 净利润为-2.35 亿元。瑞丽医美实现净利润 425 万元, 同比下滑 57% (经调整 2191 万元, 同比下滑 14%), 净利率 3%。

表 7: 各家医美机构上市公司净利率对比

	2016	2017	2018	2019	2020
朗姿医美业务				13.4%	10.8%
华韩整形	3.9%	4.9%	0.5%	10.3%	13.4%
医美国际	8.6%	-10.4%	-33.2%	15.9%	-27.3%
瑞丽医美		15.4%	11.6%	5.4%	3.0%
连天美				3.8%	16.7%

资料来源: 各家公司财报, 浙商证券研究所

后续, 奥园美谷将持续物色盈利水平与收入体量和连天美相近的潜在收购标的, 推进公司在美容医疗终端机构领域的布局, 为公司全产业链发展战略打下坚实基础。

## 2.2. 医美上游: 多点开花, 延伸医美上游领域布局

**奥园美谷上游布局稳步推进。** 公司分别与暨源生物、肌源医药、广东粤港澳大湾区国家纳米科技创新研究院、KDMedical、赛诺秀、美丽妈妈签订战略合作, 布局上游医美产品端。

### 2.2.1. 暨源生物: 强强联手, 掘金胶原蛋白市场

**携手掘金人源胶原蛋白市场。** 暨源生物是一家化妆品 OEM/ODM 高科技护肤品企业, 深耕化妆品加工领域 19 年, 业务领域涉及护肤品、日化、电子商务、微商等; 公司将冻干粉制剂、原液制剂、微乳制剂引入化妆品, 引领了生物活性多肽的护肤品的发展, 相继推出了重组人胶原肽系列新原料、脂质体冻干粉等产品; 公司拥有丽普司肽冻干粉品牌, 并为玉泽、佰草集、伊肤泉等知名品牌代工生产冻干粉产品。近两年, 公司收入规模和盈利能力稳定。目前, 奥园美谷与暨南大学医药生物中心、暨源生物签署战略合作协议, 三方将成立合作机构, 重点开发人源化胶原蛋白原料, 冷敷贴产品已经启动 NMPA 资质申请, 胶联产品启动专利申请, 为临床做准备; 同时, 奥园也将充分发挥渠道优势, 助力暨源生物的产品推广。

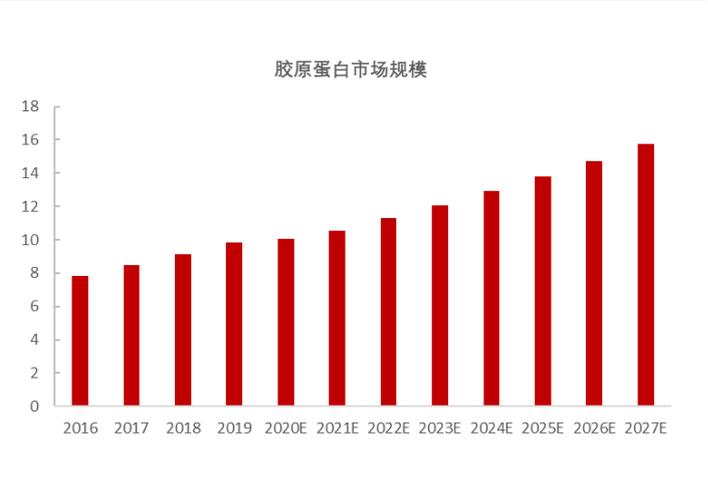
**人源胶原蛋白市场空间潜力巨大。**相较动物胶原蛋白（免疫源性问题、均一性差质控难、分子量大渗透性不佳），人源胶原蛋白在人体排异反应及其他生物机能反应方面具有显著竞争优势，并且胶原蛋白应用场景广泛，医美注射级胶原蛋白可起到填充+促进组织自生的作用；可用作各类创面修复敷料等。根据立木信息咨询，2019/2027年中国胶原蛋白的市场规模约为9.83/15.76亿美元，约占全球市场的6.40%/6.96%，2016-2027年CAGR为6.54%，高于全球5.42%的市场增速。

图 14：暨源生物产品展示



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

图 15：胶原蛋白市场规模情况（亿美元）



数据来源：Grand View Research，浙商证券研究所

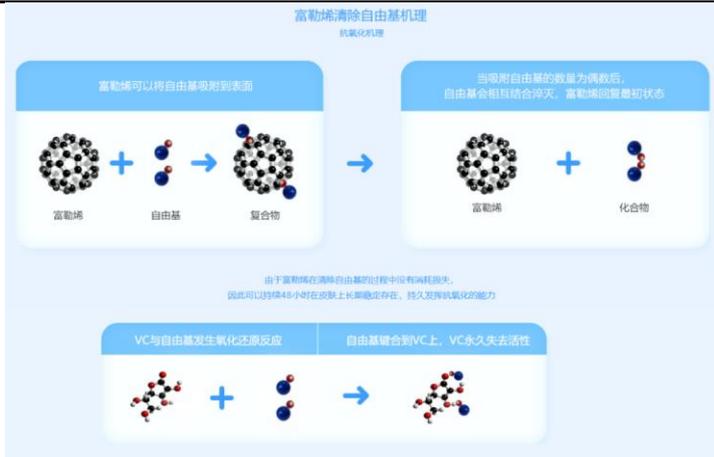
### 2.2.2. 肌源医药、广纳院：锁定面膜赛道，引领产业科技力

#### ➤ 肌源医药

**强强联手，加快优质标的收购进程。**肌源生物是一家专业医疗美容产品供应商与服务商，成立于2015年，旗下医美品牌主要为富勒烯品牌。公司隶属于东星健康（大连）产业集团，是一家以化妆品研发、生产、销售、技术服务、专业品牌加工为主的一体化大型现代化综合企业。旗下拥有大连美乐生物技术（化妆品公司）、大连联瑞通包装制品（包装公司）、大连鑫澜生物技术（食品公司）、大连源美生物技术（消字号药厂）、大连源美生物技术（互联网销售）、大连优美生物（研究院）、大连维列斯咨询（内贸外贸渠道窗口），为客户提供全套服务。根据奥园美谷披露的与大连肌源医药战略合作协议进展公告，公司拟受让标的公司创始人直接或间接持有的51%-70%的标的公司股份。

**推出联名产品，战略合作稳步推进。**富勒烯为医美王牌成分，具备超强抗氧化能力（是Vitamin C的172倍）、美白和快速修复的功效。肌源医药以成分名作为品牌名称，建立了品牌与成分的强链接。富勒烯品牌拥有中国科学院大连化学物理研究所和大连海洋大学以及大连肌源医药科技有限公司日本研发中心等多个研究机构及全球多位顶级专家提供技术支持。产品涵盖医用械字号面膜、械字号美白针等，19年上市至今销售渠道覆盖全国超过1000家终端机构。当前，奥园美谷与肌源医药已联名推出富勒烯炫白瓶系列产品、富勒烯医用冷敷贴，战略合作稳步推进。其中，富勒烯炫白瓶系列借助大连海洋大学提供的技术支持，以牡丹肽富勒烯复合物为核心美白成分，针对皮肤暗沉、衰老、敏感等肌肤问题提供全方位治疗方案。当前，公司正在推进该产品械三的资质获取。

图 16: 富勒烯清除自由基机理



数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 17: 富勒烯&奥园美谷联名产品

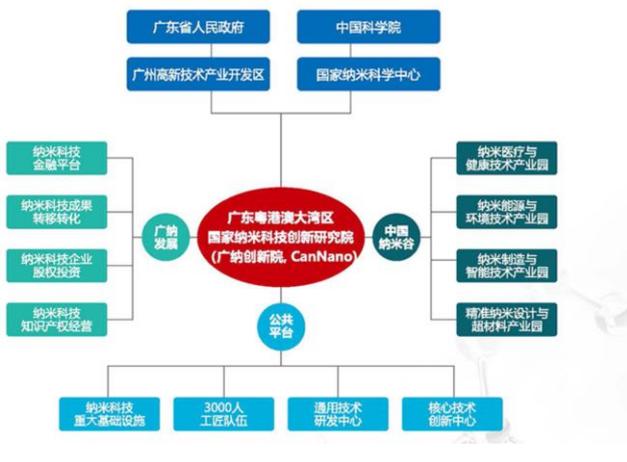


数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

➤ 广纳院

**携手国家级研发平台，打造医美面膜产业科技力。**广纳院成立于2019年12月，是由中科院和广东省共建的新型研发机构，平台实力强大；广纳院也是我国第一家成建制建设、聚焦于纳米科技成果创新链4-6级成果转移转化的研发型基地，首期部分研发项目包括5G通信射频前端微纳声波滤波器、全息混合现实技术纳米光学器件、金属富勒烯抗肿瘤纳米药物、肿瘤治疗DNA纳米机器人、纳米照明技术、纳米结构表面处理、可陶瓷化纳米复合阻燃防火绝缘材料等。奥园美谷与广纳院携手，将借助广纳院国家级研发平台、专家团队、发明专利及资源优势，打造纳米技术爆款面膜。

图 18: 广纳院参与合作结构情况



数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 19: 纳米科技成果创新链等级情况

等级	技术成熟度	产出形式	创新主体 (创新者)	解决的关键问题	阶段	
1	基本概念、原理	学术论文 发明专利	科研机构 (国内外科学家)			概念原理
2	原理应用于试验 得到初步验证	学术论文 发明专利	科研机构 (国内外科学家)	是否符合 科学原理 和逻辑	第一阶段 实验验证阶段	
3	实验室制备, 获得 样品, 初步性能 通过实验检测	学术论文 发明专利	科研机构 (国内外科学家)			
4	普通实验室工艺, 获得试样品, 完全 通过实验室检测验证	实验室工艺 专利, 实验室 试样品	广纳创新院 科学家+工程师+ 企业家+科技金融			工程样机
5	在大条件与 环境下通过验证	试验工程样机 专利, 半工业 试样品	广纳创新院 科学家+工程师+ 企业家+科技金融	能否工业化 制造量产, 能否通过社会 发明需求	第二阶段 工业化阶段	
6	在使用条件和 环境下通过验证	实际工程样机 专利, 标准, 试样品	广纳创新院 科学家+工程师+ 企业家+科技金融			
7	通过用户测试, 生产标准品, 技术规范	生产工艺, 技术规范, 专利, 试样品	中国纳米谷 企业 (工程师)			产品商品
8	稳定生产工艺, 满足一致性要求	稳定生产工艺, 产品	中国纳米谷 企业 (工程师)	工艺成本 合格率 稳定性 安全性	第三阶段 产业化阶段	
9	各生产要素优化, 成为商品	商品 (市场)	中国纳米谷 企业 (销售)			

数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

➤ 医美基材绿纤产业基地

**加快医美材料供应商转型，实现医美面膜全产业链布局。**奥园美谷医美基材绿纤生产主要应用于医美面膜和卸妆巾领域，定位载药面膜新材料，推进公司医美材料供应商的转型。绿纤一期4万吨项目已于今年4月在湖北襄阳正式投产。项目采用奥地利 ONE-A 公司第二代技术，自动化程度较高提升产品质量稳定性。当前，公司仍将进一步加大投资力度，推进绿纤二期6万吨生产线建设。预计2022年底将完成共10万吨生产线建设及产线试运营。

图 20: 奥园美谷董事、总裁胡冉于投产仪式讲话



数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 21: 自动化绿纤生产车间情况



数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

**产业布局充分, 锁定面膜赛道。**根据智研咨询统计, 我国面膜市场全球占比超过 50%, 是全球第一大市场。2019 年面膜产品市场规模接近 300 亿元, 同比增长 18%; 根据线上销售统计, 2020 年双十一期间, 国内面膜销量高达 3704 万件, 成交额 48.36 亿元, 排名护肤品类第一。当前, 奥园美谷在面膜产业链布局完备, 面膜产品也将成为公司在医美上游的重要抓手。

### 2.2.3. KDMedical: 产品线丰富, 跻身轻医美赛道

**韩国研销一体化公司, 产品远销海外市场。**KDM 于 2016 年 4 月成立于韩国首尔, 是一家专注于医疗美容相关领域研究及产品销售为一体的生物科技公司。研发核心来自韩国高丽大学、延世大学, 产品专利多, 技术性能指标优异。当前公司产品销往中国、美国、日本、俄罗斯、阿联酋、澳大利亚等 10 多个国家, 全球拥有 50 多个合作伙伴, 年均销售额约为 1800 万美元。

**产品线较为丰富, 资质齐全。**公司产品线包括细分领域的七个品种, 包括注射用溶脂产品、射频类医疗美容仪器、水光针、注射用单/双相交联透明质酸钠填充剂、PDRN 婴儿针、气泡型皮肤清洁仪和美容用按摩仪, 均为自主研发产品。其中, 玻尿酸填充产品 Shinneus 系列已获得韩国 KFDA 国内准销许可; Airfeeling、AirVup、Aircelling 等已取得 KFDA 出口许可; AZIMIO 获得了 CE 认证。

**合作共赢, 重点开拓中国市场。**未来, KDM 将重点布局中国市场, 或将与奥园美谷在国内组建新公司, 将医美研发技术专利使用权、制造权和产品销售权独占许可给新公司, 双方合作生产, 建立研究所及产品生产线等。同时, 奥园也将充分利用海南乐城的相关政策, 推动 KDM 的溶脂针、动能素等产品在国内的获批。

表 8: KDM 产品情况展示

产品	产品介绍	所持认证
AIR FEELING	注射用溶脂产品	KFDA, CFDA 医疗器械二类
AIR V UP (面部)	注射用溶脂产品	KFDA 出口手续
AIR V UP S (面部以外其他部位)	注射用溶脂产品	KFDA 出口手续
AIR SONIC	射频类医疗美容仪器	医疗器械器具及设备许可
AIR CELLING	中胚层疗法动能素水光针	KFDA 出口手续
AZIMIO	双相交联透明质酸钠填充剂 (含利多卡因)	KFDA 出口手续, 韩国境内销售牌照, CE

SHINNEUS	单相交联透明质酸钠填充剂(含利多卡因)	KFDA 出口手续, 韩国境内销售牌照
RHEA LUCLANE	注射用三文鱼细胞提取液(PDRN 婴儿针)	KFDA 出口手续
AQUA CLEAN	皮肤护理清洁气泡机	小家电
RHEA CIRCLE	美容用皮肤按摩椅	小家电
RHEA 洗护类	日化产品	化妆品
BIBIKUS	儿童用洗护用品	无菌化妆品

资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

### 2.2.4. 赛诺秀、美丽妈妈: 布局产后修复细分赛道

**三方共赢, 布局产后修复细分赛道。**奥园美谷与赛诺秀达成战略合作, 独家代理蒙娜丽莎激光治疗仪, 是一款专业改善女性盆底健康的产品, 由意大利 DEKA 公司设计生产。同时, 奥园美谷、赛诺秀、美丽妈妈共同签约, 合力拓展医疗级产后医美细分市场。当前, 美丽妈妈在全国拥有近 200 家产后健康服务中心, 并在新加坡、马来西亚等海外城市设立了运营中心, 实现全球化布局; 公司打造了 1000 多名专业孕产健康管理团队, 服务客户达数十万, 将有效赋能产品的推广使用。同时, 产后修复市场客源也将为奥园美谷的终端机构布局进行有效导流。

图 22: 蒙娜丽莎之吻极智私密激光治疗仪



数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 23: 深圳宝能环球购物中心孕产健康管理中心(旗舰店)



数据来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 2.3. 产业孵化: 产业基金持续赋能, 打造医美产业基地

**成立医美产业基金, 助力公司业务拓展。**当前, 公司仍然积极寻求全产业链中优质标的。公司与西部证券旗下西部优势资本签署战略合作协议, 将成立规模 8 亿的产业并购基金, 用于医美服务板块收购优质医美服务机构; 同时, 也将成立规模不低于 3 亿的股权投资基金, 用于投资前沿性、成长型上游产业标的。

**打造美丽健康产业综合体的旗舰平台。**奥园于 2019 年正式启动上海奥园美谷项目, 以园中园形式吸引国际健康产业和机构落户; 预计将于 2022 年投入运营, 有望成为奥园美谷医美布局转化、服务、展示、发布、交易平台。一方面, 奥园美谷将充分发挥产业资源优势, 精选优质项目投资, 吸引行业顶尖、具有国际影响力的医美企业入驻; 另一方面, 上海奥园美谷也将筹划迁入控股 MCN, 打通医美科技的信息流和要素流。

图 24：上海奥园美谷项目情况



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3. 盈利预测及投资建议

各版块拆分来看，未来医美业务及化纤新材料业务将成为公司的核心驱动力。

1) **房地产业务**：公司欲有计划地剥离地产业务，聚焦纯粹医美产业链布局。公司 6 月 22 日发布公告，拟在北京产权交易所公开挂牌转让的方式出售公司持有的京汉置业集团有限责任公司 100% 股权、北京养嘉健康管理有限公司 100% 股权和蓬莱华录京汉养老服务有限公司 35% 股权。考虑到地产业务剥离时间不定，我们假设地产业务贡献收入在 21-22 年同比下降 50%/70%，并于 23 年实现完全剥离。

2) **化纤新材料业务**：随着疫情恢复以及产能持续扩张，化纤新材料业务未来几年有望实现高速发展。一方面，该板块 20 年受疫情影响导致开工时间较短，收入利润基数较低，21 年该板块有望迅速恢复至疫情前水平（19 年化纤业务收入为 6.8 亿）。另一方面，公司加速推进绿纤业务扩张与产业转型升级，瞄准载药面膜新材料定位，推进绿纤医美衍生产产品，力图打造医美材料供应商。21 年 4 月绿纤一期 4 万吨项目正式投产，绿纤二期 6 万吨生产线建设稳步推进中，预计 2022 年底将完成共 10 万吨生产线建设及产线试运营。低基数叠加产能扩张，预计绿纤收入将在未来 3 年维持 80%/60%/60% 的高速增长，毛利率也逐渐回归至疫情前水平（19 年化纤业务毛利率为 24%）。

3) **医美业务**：公司布局医美全产业链，向纯粹医美迈进。

**医美终端方面**，20 年公司收购的连天美作为浙江医美龙头，将持续贡献稳定现金流。20 年连天美收入体量约为 4.9 亿，若以医美行业近年平均复合增速 20% 保守估算，预计连天美 21-23 年收入分别为 6.1/7.3/8.4 亿元。此外，公司始终关注其他优质医美终端机构的并购机会，假设公司每年仍能以新增 1-2 家终端机构的速度进行扩张，且收入体量与盈利能力与连天美相近，则新项目的落地也将助推医美业务的发展。

**医美上游方面**，公司于 21 年 6 月 4 日发布公告，拟通过并购基金收购肌源医药 51%-70% 的股权，投资估值基于肌源医药 21-23 年平均收入不低于 1 亿元，净利润不低于 3000 万元而作出。此外，公司也将择机收购其他医美上游标的，深化医美全产业链布局。综上，我们预计公司的医美业务有望于明年突破 14 亿，后年突破 20 亿，对应毛利率为 50-55%。

**表 9：奥园美谷驱动因素拆分**

(单位: 百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>房地产业务</b>	<b>1,402.7</b>	<b>701.3</b>	<b>210.4</b>	<b>0.0</b>
YOY	-39%	-50%	-70%	0%
毛利率	34%	33%	33%	0%
<b>化纤新材料业务</b>	<b>398.4</b>	<b>717.1</b>	<b>1,147.4</b>	<b>1,835.8</b>
YOY	-42%	80%	60%	60%
毛利率	13%	14%	16%	18%
<b>医美业务</b>		<b>757.5</b>	<b>1,424.0</b>	<b>2,080.1</b>
YOY			88%	46%
毛利率		52%	52%	52%
<b>其他业务</b>	<b>186.3</b>	<b>204.9</b>	<b>225.4</b>	<b>248.0</b>
YOY	2%	10%	10%	10%
毛利率	8%	12%	14%	16%
<b>收入</b>	<b>1,987.3</b>	<b>2,380.9</b>	<b>3,007.2</b>	<b>4,163.9</b>
YOY	-37%	20%	26%	38%

数据来源：Wind、浙商证券研究所预测

公司**坚定转型医美生态集成商，并进行医美全产业链布局，锁定终端赛道优质标的，实现上下游联动**，预计 2021-2023 年收入分别为 23.8、30.1、41.6 亿元；归母净利润分别为 1.7、3.2、4.6 亿元，对应 PE 为 99、53、37 倍。当前公司市值约为 172 亿元，拆分来看 1) 化纤新材料业务方面，以国内化纤纺织原料龙头新乡化纤（预计 22 年 PE 为 6.8X）、全国化纤工业 50 强的皖维高新（预计 22 年 PE 为 10.2X）、全国石化化纤行业龙头荣盛石化（预计 22 年 PE 为 11.2X）为参照，给予公司 22 年化纤业务 9.2X 的 PE。预计公司 22 年化纤净利润为 3442 万元，则化纤业务对应市值约 3.2 亿元。2) 考虑到房地产业务将实现剥离，不予估值。3) 剔除房地产和绿纤板块，公司医美业务市值约为 169 亿。

我们认为当前医美终端市场仍处于快速发展阶段，各大机构跑马圈地，因此对医美业务采用 PS 估值法。由于 A 股医美终端可比公司较少，我们将眼科、口腔连锁龙头爱尔眼科及通策医疗也纳入可比范围。公司医美业务 22 年 PS 为 11.8X，在同业中处于中游水准，仍有上升空间（华韩整形 PS 较低因其近年以内生增长为主，收入增幅较慢，且新三板有流动性折价）。考虑到公司医美全产业链布局已初步成型，通过优质标的内生增长和外延并购不断扩大收入及利润体量，且纯粹医美标的在 A 股具备稀缺性，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 10：估值同业比较**

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				营业收入 YOY				PS			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
000615.SZ	奥园美谷医美业务*	169	-	7.6	14.2	20.8	-	-	88%	46%		22.3	11.8	8.1
002612.SZ	朗姿股份医美业务*	224	8.1	11.2	14.9	19.2	29%	37%	34%	29%	27.6	20.1	15.0	11.7
430335.OC	华韩整形*	46	8.9	10.8	13.3	15.7	10%	21%	23%	18%	5.2	4.3	3.5	3.0
000516.SZ	国际医学	420	16.1	35.1	56.8	77.0	62%	119%	62%	36%	26.1	11.9	7.4	5.5
300015.SZ	爱尔眼科	3,744	119.1	151.6	191.1	240.8	764%	27%	26%	26%	31.4	24.7	19.6	15.6
600763.SH	通策医疗	1,315	20.9	29.3	37.9	48.8	351%	40%	29%	29%	63.0	44.9	34.7	26.9

数据来源：Wind、浙商证券研究所预测（标\*）

## 4. 风险提示

- 1) 市场竞争加剧的风险;
- 2) 收购进度不及预期风险;
- 3) 转型进度不及预期风险。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6724</b>	<b>6071</b>	<b>6233</b>	<b>7156</b>	<b>营业收入</b>	<b>1987</b>	<b>2381</b>	<b>3007</b>	<b>4164</b>
现金	476	4135	4133	4253	营业成本	1451	1631	1979	2702
交易性金融资产	20	9	11	13	营业税金及附加	66	115	126	171
应收账款	191	192	212	237	营业费用	58	143	195	291
其它应收款	128	234	200	318	管理费用	228	179	211	250
预付账款	81	130	107	171	研发费用	19	19	24	33
存货	5468	992	1210	1797	财务费用	184	104	26	6
其他	359	379	360	366	资产减值损失	8	13	14	21
<b>非流动资产</b>	<b>2729</b>	<b>2725</b>	<b>3159</b>	<b>3383</b>	公允价值变动损益	25	25	25	25
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	5	5	5	5
长期投资	16	15	15	16	其他经营收益	133	101	132	122
固定资产	541	783	1007	1221	<b>营业利润</b>	<b>137</b>	<b>309</b>	<b>594</b>	<b>841</b>
无形资产	250	277	283	277	营业外收支	(4)	(4)	(4)	(4)
在建工程	975	1030	1102	1085	<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>305</b>	<b>590</b>	<b>838</b>
其他	947	620	751	784	所得税	95	76	148	209
<b>资产总计</b>	<b>9453</b>	<b>8796</b>	<b>9393</b>	<b>10538</b>	<b>净利润</b>	<b>38</b>	<b>229</b>	<b>443</b>	<b>628</b>
<b>流动负债</b>	<b>4133</b>	<b>4058</b>	<b>4624</b>	<b>5460</b>	少数股东损益	173	55	119	166
短期借款	392	50	50	50	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(135)</b>	<b>174</b>	<b>324</b>	<b>462</b>
应付款项	1437	1208	1351	1452	EBITDA	299	449	673	916
合同负债	0	930	1075	1304	EPS (最新摊薄)	(0.17)	0.22	0.41	0.59
其他	2304	1870	2149	2654	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>2667</b>	<b>1747</b>	<b>1335</b>	<b>1016</b>		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	2238	1238	838	538	<b>成长能力</b>				
其他	430	510	497	479	营业收入	-36.92%	19.80%	26.31%	38.46%
<b>负债合计</b>	<b>6800</b>	<b>5805</b>	<b>5959</b>	<b>6476</b>	营业利润	-46.89%	125.98%	92.19%	41.61%
少数股东权益	939	994	1113	1279	归属母公司净利润	-	-	86.52%	42.55%
归属母公司股东权益	1714	1997	2321	2783	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>9453</b>	<b>8796</b>	<b>9393</b>	<b>10538</b>	毛利率	27.01%	31.51%	34.20%	35.10%
					净利率	1.92%	9.62%	14.72%	15.09%
					ROE	-5.07%	6.16%	10.09%	12.33%
					ROIC	1.78%	7.51%	12.00%	16.20%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	71.94%	66.00%	63.44%	61.46%
					净负债比率	41.10%	32.44%	23.29%	15.56%
					流动比率	1.63	1.50	1.35	1.31
					速动比率	0.30	1.25	1.09	0.98
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.20	0.26	0.33	0.42
					应收帐款周转率	9.38	13.12	16.74	21.44
					应付帐款周转率	1.03	1.31	1.65	2.10
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	-0.17	0.22	0.41	0.59
					每股经营现金	-0.49	5.99	1.19	1.08
					每股净资产	2.19	2.56	2.97	3.56
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-127.54	98.89	53.02	37.19
					P/B	10.03	8.61	7.41	6.18
					EV/EBITDA	30.66	35.64	23.17	16.65

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(383)</b>	<b>4681</b>	<b>929</b>	<b>843</b>
净利润	38	229	443	628
折旧摊销	19	53	70	87
财务费用	184	104	26	6
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(1157)	(275)	746	719
其它	538	4576	(350)	(592)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(608)</b>	<b>(98)</b>	<b>(414)</b>	<b>(341)</b>
资本支出	(121)	(345)	(360)	(277)
长期投资	(413)	271	(43)	(62)
其他	(73)	(24)	(11)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>822</b>	<b>(925)</b>	<b>(517)</b>	<b>(382)</b>
短期借款	(478)	(342)	0	0
长期借款	1556	(1000)	(400)	(300)
其他	(256)	417	(117)	(82)
<b>现金净增加额</b>	<b>(168)</b>	<b>3658</b>	<b>(2)</b>	<b>120</b>

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>