

2021 三季度报点评：地产置出聚焦医美业务，经营质量显著提升  
买入（维持）

2021 年 11 月 05 日

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  
tangji@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,987	2,349	2,534	3,418
同比 (%)	-36.9%	18.2%	7.8%	34.9%
归母净利润 (百万元)	-135	251	309	405
同比 (%)	-1214.6%	286.2%	23.3%	31.0%
每股收益 (元/股)	-0.17	0.32	0.40	0.52
P/E (倍)	-	39	31	24

投资要点

- 受地产置出影响，2021 前三季度营收同降 1.3%，归母净利同增 319.27%。2021 前三季度，公司实现营业收入 14.42 亿元，同比下降 1.30%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比增长 319.27%；实现扣非归母净利润-0.99 亿元，同比增长 31.37%，主要受地产置出影响。2021Q3，公司实现营业收入 2.75 亿元，同比下降 76.32%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 66.17%；实现扣非归母净利润-1.46 亿元，同比下降 394.90%。
- Q3 地产置出确认，聚焦医美业务，经营质量提升。根据公司公告，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% 股权已过户至深圳市凯弦投资有限责任公司名下。而且，截至 2021Q3 已收到的股权转让款达到交易总价款的 60%。Q3 公司地产置出正式确认后，业务将进一步聚焦医美，利于经营战略的贯彻实施。地产出表后，公司经营质量得以明显提升。截至 2021Q3，公司存货金额为 1.89 亿元，同比下降 96.56%；公司资产负债率为 45.47%，同比下降 27.09pct。2021 年前三季度，公司经营性现金流量净额为-500.2 万元，同比增加 30576.1 万元。
- 医美产业链多板块布局，中游聚焦长三角和大湾区，上游完善医美产品矩阵布局。(1) 中游：截至 2021Q3 旗下体内共有四家医美机构，包括长三角地区的杭州连天美医院和杭州维多利亚医院、以及大湾区的广州奥若拉门诊部 and 广州奥若拉花门诊部。其中，杭州两家医院的 55% 股权于 2021 年 4 月并表，广州两家门诊部的 100% 股权从 Q4 起并表。未来公司希望以“1+N”的方式实现对大店模式的升级（5A 级龙头医美医院是“1”，“N”是以轻医美为模板打造光电医美体验店）。(2) 上游：今年以来，公司已代理光电类医美器械企业赛诺秀、科医人、韩国 WONTECH 的部分产品，包括赛诺秀的产后恢复产品蒙娜丽莎之吻、科医人的非凡蛋白机、传奇美肌等。另外，通过与广东粤港澳大湾区国家纳米科技创新研究院等机构的合作，公司的纳米载药医用冷敷贴也正在推进面市。
- 盈利预测与投资评级：公司持续聚焦医美业务，产业链布局已初成型，有望不断通过内延外展提升规模。鉴于地产置出后确认投资收益，我们将 2021-2023 年归母净利润由 1.24、1.96、2.44 亿元提升至 2.51、3.09、4.05 亿元，同增 286.2%、23.3%、31.0%，当前市值对应 2021-2023 年 PE 39x、31x、24x，维持“买入”评级。
- 风险提示：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)	12.42
一年最低/最高价	4.03/29.95
市净率(倍)	4.72
流通 A 股市值(百万元)	9595.81

基础数据

每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	45.47
总股本(百万股)	781.18
流通 A 股(百万股)	772.61

相关研究

- 1、《奥园美谷 (000615)：2021H1 中报点评：医美布局推进，盈利能力显著改善》2021-08-31
- 2、《奥园美谷 (000615)：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》2021-06-06

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>2,926</b>	<b>2,662</b>	<b>2,497</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,987</b>	<b>2,349</b>	<b>2,534</b>	<b>3,418</b>
现金	476	1,872	1,533	1,134	减:营业成本	1,451	1,574	1,464	1,948
应收账款	191	88	93	103	营业税金及附加	66	123	125	153
存货	5,468	254	332	376	营业费用	58	188	253	410
其他流动资产	588	712	705	885	管理费用	247	378	351	439
<b>非流动资产</b>	<b>2,729</b>	<b>2,969</b>	<b>2,873</b>	<b>2,741</b>	财务费用	184	90	6	5
长期股权投资	16	17	18	19	资产减值损失	0	4	7	5
固定资产	541	553	529	471	加:投资净收益	5	322	30	30
在建工程	977	896	808	716	其他收益	133	10	10	10
无形资产	250	261	275	295	<b>营业利润</b>	<b>137</b>	<b>341</b>	<b>390</b>	<b>518</b>
其他非流动资产	944	1,241	1,242	1,241	加:营业外净收支	-4	-1	2	-3
<b>资产总计</b>	<b>9,453</b>	<b>5,894</b>	<b>5,535</b>	<b>5,238</b>	<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>340</b>	<b>393</b>	<b>515</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,133</b>	<b>1,065</b>	<b>1,137</b>	<b>1,174</b>	减:所得税费用	95	85	79	103
短期借款	392	30	30	30	少数股东损益	173	4	5	6
应付账款	1,437	137	156	144	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-135</b>	<b>251</b>	<b>309</b>	<b>405</b>
其他流动负债	2,304	898	951	1,001	EBIT	248	361	371	485
<b>非流动负债</b>	<b>2,667</b>	<b>1,922</b>	<b>1,176</b>	<b>430</b>	EBITDA	332	487	522	658
长期借款	2,238	1,492	746	0					
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>2,987</b>	<b>2,313</b>	<b>1,604</b>	每股收益(元)	-0.17	0.32	0.40	0.52
少数股东权益	939	943	948	954	每股净资产(元)	2.19	2.52	2.91	3.43
归属母公司股东权益	1,714	2,095	2,404	2,810	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>5,894</b>	<b>5,535</b>	<b>5,238</b>	ROIC(%)	2.1%	16.4%	19.1%	24.1%
					ROE(%)	1.4%	8.8%	9.8%	11.3%
					毛利率(%)	27.0%	33.0%	42.2%	43.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	-6.8%	10.7%	12.2%	11.9%
经营活动现金流	-383	2,048	428	352	资产负债率(%)	71.9%	50.7%	41.8%	30.6%
投资活动现金流	-608	-36	-15	0	收入增长率(%)	-36.9%	18.2%	7.8%	34.9%
筹资活动现金流	822	-617	-752	-751	净利润增长率(%)	-1214.6%	286.2%	23.3%	31.0%
现金净增加额	-168	1,395	-339	-399	P/E	-	38.66	31.35	23.93
折旧和摊销	84	126	151	173	P/B	5.97	5.21	4.50	3.82
资本开支	573	196	-97	-133	EV/EBITDA	41.10	24.10	21.72	16.70
营运资本变动	-607	1,907	-4	-197					

数据来源: Wind, 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>