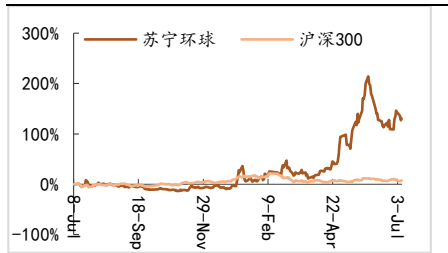


评级： 买入

核心观点

王嵩  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110520110001  
wangsong@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1798

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	8.13
一年内最高/最低价(元)	11.21/3.04
市盈率(当前)	23.53
市净率(当前)	2.84
总股本(亿股)	30.35
总市值(亿元)	246.72

资料来源：聚源数据

相关研究

- **坚定推进医美转型，完善激励体系助推产业布局。**公司自 2014 年起积极寻找和培育新的利润增长点，确定“大文体、大健康、大金融”的转型目标，公司始终致力于成长型产业的探索并在多领域均取得实质性进展。2016 年公司切入医美赛道，参与投资设立 50 亿元规模的产业基金，通过产业基金已并购 4 家医美医院，后于 2017 年收购上海天大医院，构成“苏亚医美”品牌体系。公司在医美产业具备先发布局优势，经过多年的磨砺，公司医美产业的经营管理能力、品牌影响力和市场竞争力显著提升，未来公司将医美产业设为主营业务，在资金投入以及团队激励等方面加大支持力度，意图打造新的产业增长极。
- **加大收并购力度打造医美全产业链。**目前公司合并报表范围内的上海天大医院拥有开展“面部骨骼轮廓整形技术”资质的优势资源，有四级手术的资质，在行业内是最高级别，另外 4 家医美医院在产业基金旗下(公司占股 45%)。五家医院均具有医疗美容医院资质，面积在 3-6 千平方米，业务涉及整形、注射、皮肤等。其中轻医美占比大概为 40%-50%，外科 20%-30%，皮肤科 25%-30%。公司“苏亚医美”品牌体系当前在区域市场已具备较强的竞争力和品牌美誉度，同时公司已成立跨职能部门的并购团队，未来有望通过产业基金进行产业链相关标的并购，待培育成熟后注入上市公司将显著提升公司的盈利能力。
- **地产业务反哺，充裕现金流支撑医美赛道布局。**公司当前土地储备约为 238 万平米，多位于大本营南京，占比近 70%，我们测算公司存量地产项目总体货值约 600 亿元。由于公司项目获取时间较早，地产业务利润率水平显著高于行业均值，同时近年来受益于南京人才引进政策的放宽以及江北新区战略定位的提升，公司南京地产项目销售均价显著提升，2020 年公司地产业务毛利率高达 62.9%。公司通过存量地产项目的去化为转型提供充足现金流，近几年实现净利润均在 10 亿以上，预期未来公司在房地产业务方面仍能够提供稳定的利润和资金支持。
- **投资建议及盈利预测：**公司坚定医美战略转型以来品牌认知度及管理能力的提升，且通过前期回购股份，未来有望用于医美业务骨干的股权激励，公司近年来通过收并购打造医美全产业链，地产主业结转利润丰厚可为转型医美持续输送弹药。考虑到地产项目结转仍有持续性以及医美收入端的稳步提升，我们预测公司 2021-2023 年实现归母净利润 12.1 亿/13.4 亿/15.3 亿，对应 PE 19.6/17.7/15.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司地产项目所布局区域政策持续收紧造成的销售及现金流波动；医美项目收并购不达预期及注入上市公司的不确定性；医美产业政策管制预期的不确定性等。

---

### 盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	42.9	51.4	56.8	64.4
营收增速(%)	9.3	19.8	10.6	13.5
净利润(亿元)	10.4	12.1	13.4	15.3
净利润增速(%)	-15.7	16.5	10.7	14.3
EPS(元/股)	0.34	0.40	0.44	0.50
PE	22.9	19.6	17.7	15.5

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	12376	13361	14430	16881	经营活动现金流	98	1441	1699	2023
现金	963	1002	1082	1244	净利润	1013	1235	1367	1561
应收账款	92	95	103	118	折旧摊销	116	125	135	146
其它应收款	71	74	80	92	财务费用	113	134	158	176
预付账款	407	423	457	525	投资损失	0	12	12	12
存货	9815	11091	11979	14135	营运资金变动	-1582	-1614	-1646	-1679
其他	655	675	729	766	其它	439	1549	1673	1807
非流动资产	3596	3971	4478	5072	投资活动现金流	-317	-327	-336	-347
长期投资	1367	1476	1742	2034	资本支出	38	39	40	41
固定资产	877	1035	1159	1354	长期投资	-450	-464	-477	-492
无形资产	423	457	493	527	其他	-729	-751	-774	-797
其他	929	1003	1083	1157	筹资活动现金流	-766	-1260	-1486	-1754
资产总计	15972	17332	18908	21953	短期借款	150	178	210	247
流动负债	6234	7044	7607	8558	长期借款	821	969	1144	1350
短期借款	760	859	928	1049	其他	96	113	133	157
应付账款	1925	2079	2245	2425	现金净增加额	-985	-145	-124	-77
其他	3548	4106	4434	5085					
非流动负债	1039	1143	1259	1416	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	1016	1118	1229	1383	成长能力				
其他	23	26	29	33	营业收入	9.3	19.8	10.6	13.5
负债合计	7272	8187	8866	9974	营业利润	-13.5	15.8	9.3	12.5
少数股东权益	276	281	295	333	归属母公司净利润	-15.7	16.5	10.7	14.3
归属母公司股东权益	8424	8864	9746	11646	获利能力				
负债和股东权益	15972	17332	18908	21953	毛利率	62.0	60.3	60.5	60.0
					净利率	23.6	23.6	23.6	23.8
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROE	11.6	13.5	13.6	13.0
营业收入	4287	5136	5678	6445	ROIC	13.5	15.2	15.3	14.5
营业成本	1630	2038	2241	2577	偿债能力				
营业税金及附加	335	402	450	513	资产负债率	45.5	47.2	46.9	45.4
营业费用	103	122	144	161	净负债比率	22.7	11.2	11.2	10.4
研发费用	0	0	0	0	流动比率	2.0	1.9	1.9	2.0
管理费用	231	282	333	373	速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
财务费用	113	134	158	176	营运能力				
资产减值损失	380	412	445	498	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
公允价值变动收益	12	14	17	19	应收账款周转率	39.9	28.4	31	31.6
投资净收益	0	0	0	0	应付账款周转率	0.75	0.67	0.69	0.69
营业利润	1522	1762	1925	2165	每股指标(元)				
营业外收入	11	13	15	17	每股收益	0.34	0.40	0.44	0.50
营业外支出	44	52	61	69	每股经营现金	0.17	1.42	0.84	1.17
利润总额	1488	1722	1878	2113	每股净资产	2.8	2.9	3.2	3.8
所得税	475	487	511	552	估值比率				
净利润	1013	1235	1367	1561	P/E	22.9	19.6	17.7	15.5
少数股东损益	25	26	28	29	P/B	2.8	2.7	2.4	2.0
归属母公司净利润	1038	1210	1340	1532					
EBITDA	1742	2030	2248	2570					
EPS (元)	0.34	0.40	0.44	0.50					

## 分析师简介

王嵩，房地产行业首席分析师，华南理工大学工科学士，香港城市大学金融工程硕士，七年房地产研究经验，曾就职于国海证券、中信建投证券，2020年11月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现