

整合优质资产，医美业务版图扩充

华泰研究

2021年7月22日 | 中国内地

公告点评

房地产/房地产开发

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

11.38

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	
研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+86-21-28972038
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+86-21-28972087
研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+86-21-28972088

关联方旗下3家盈利医美医院有望纳入上市公司报表

公司拟以3.37亿元现金收购关联方医美产业投资基金及环球股权投资持有的3家医美医院100%股权。无锡/唐山/石家庄3家医院20年合计收入1.3亿元/净利润2094万元/净利率16%，盈利能力已处行业中上水平。若此次收购完成，连同体内的上海天大，上市公司体内将拥有4家医美医院。医美产业链资产证券化已经拉开序幕，布局坚决/执行高效/资金充沛/激励完善的企业整合优质资源具备一定先发优势。公司已成立跨职能部门的并购团队，有望持续整合产业链，期待医美版图的持续壮大。给予房地产业务估值283.01亿元(NAV)、医美62.33亿元(基于可比公司21年PS69倍/公司45倍)，合计总市值345.34亿元，目标价11.38元，维持增持评级。

公司全资子公司拟以3.37亿元收购产业基金旗下3家医院

公司全资子公司苏宁环球健康与关联方医美产业基金(公司持股45%)、苏宁环球集团共同签署《股权转让协议》，苏宁环球健康拟以现金方式收购医美产业基金和环球股权投资持有的无锡苏亚/唐山苏亚/石家庄苏亚100%股权，转让价格分别为1.3/0.94/1.13亿元，合计3.37亿元。医美产业基金、苏宁环球集团承诺3家医院21-23年合计净利润0.22/0.25/0.27亿元，若未能完成，将按一定规则予以现金补偿。北京医美市场竞争相对激烈、引流成本高昂，产业投资基金控股的北京苏亚盈利能力待进一步提升，暂不参与此次交易，我们预估若北京苏亚后续盈利改善、时机成熟，有望注入上市公司。

拟注入资产20年整体净利率16%，处行业中上水平

无锡/唐山/石家庄医院20年合计收入1.3亿元/净利润2094万元/净利率16%；21H1收入6970万元/净利润807万元/净利率12%。公司2016-17年集中布局医美医院，17年开始围绕统一的医美品牌苏亚医美加强制度规范等标准化建设，20年3家医院盈利能力已处行业中上水平(5%-20%)，公司内功修炼成效显著。公司已成立跨职能部门的并购团队，后续医美产业资源整合有望持续，经验/激励/资金有助奠定医美业务长期发展动能。

医美业务版图有望持续扩张，维持增持评级

此次收购尚待股东大会批准，暂不纳入盈利预测。房地产业务采用NAV估值，合理价值为283.01亿元；采用情景假设预测21年公司医美收入1.4亿元，采取PS估值法，可比公司21年平均PS(Wind一致预期)69倍，给予医美业务45倍2021PS，合理价值62.33亿元。公司合理价值为345.34亿元，维持原目标价11.38元，维持“增持”评级。

风险提示：区域房地产市场波动、实际医美业务落地节奏与情景假设存在较大差距、医美并购不及预期、关键人员流失风险。

经营预测指标与估值

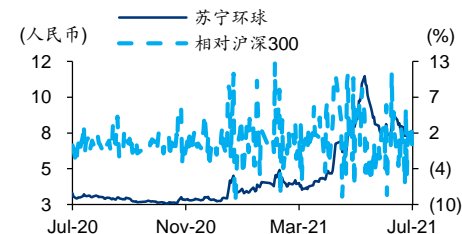
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	3,924	4,287	4,455	4,984	5,082
+/-%	20.98	9.25	3.92	11.87	1.97
归属母公司净利润(人民币百万)	1,231	1,038	1,047	1,374	1,399
+/-%	20.60	(15.66)	0.89	31.18	1.82
EPS(人民币，最新摊薄)	0.41	0.34	0.35	0.45	0.46
ROE(%)	14.20	11.64	10.65	13.05	12.28
PE(倍)	18.61	22.07	21.87	16.68	16.38
PB(倍)	2.79	2.72	2.42	2.24	2.06
EV EBITDA(倍)	12.64	14.66	13.95	10.50	9.89

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	11.38
收盘价(人民币 截至7月21日)	7.55
市值(人民币百万)	22,912
6个月平均日成交额(人民币百万)	869.46
52周价格范围(人民币)	3.06-11.09
BVPS(人民币)	2.87

股价走势图



资料来源：Wind

图表1： 公司拟收购的3家医美医院盈利状况

单位：万元		20年	20H1
无锡苏亚	收入	4640.72	2843.94
	净利润	797.29	336.72
	净利率	17%	12%
唐山苏亚	收入	4037.32	2097.09
	净利润	694.89	272.31
	净利率	17%	13%
石家庄苏亚	收入	4332.8	2029.01
	净利润	601.65	198.72
	净利率	14%	10%
合计	收入	13010.84	6970.05
	净利润	2093.83	807.74
	净利率	16%	12%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表2： 3家医美医院业绩承诺

单位：万元	2021	2022	2023
无锡苏亚	803.6	961.48	992.28
唐山苏亚	715.97	827.02	921.51
石家庄苏亚	631.94	757.6	834.52
合计	2151.51	2546.1	2748.31

资料来源：公司公告，华泰研究

考虑到公司业务差别较大，我们对公司采用分部估值法。医美业务我们采用情景假设法综合估计公司21年外延医美收入约在1.05亿元；加总天大医院，预计21年医美医院收入1.4亿元。采取PS估值法，可比公司21年平均PS（Wind一致预期）69倍，给予公司医美业务45倍2021PS，合理价值62.33亿元。

图表3： 2021年公司医美医院收入预测（考虑外延拓展）

	乐观情形	中性情形	保守情形	悲观情形	外延加权平均	内生（上海天大）	汇总收入
医院数量（个）	5	4	3	0	3.90	1	
单医院收入（百万元）	60	50	30	0	47	34	
并表收入（百万元）	150	100	45	0	104.5	34	138.5
权重	40%	40%	10%	10%			

资料来源：华泰研究预测

图表4： 医美业务可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	ps 2021 E	ps 2022E
300896 CH	爱美客	1,728.72	148.25	99.21
688363 CH	华熙生物	1,461.98	38.63	28.22
688366 CH	昊海生科	390.6404	20.42	15.94
	平均	1193.78	69.10	47.79

注：交易数据截止7月21日，皆为Wind一致盈利预测；

资料来源：Wind，华泰研究

房地产业务采用NAV估值：截至2020年末，我们测算公司房地产项目净权益增加值为116.80亿元，投资性房地产公允价值为89.07亿元（账面价值为7.10亿元），房地产业务归母净资产为84.24亿元，则房地产业务合理价值为283.01亿元。综上，我们认为公司合理价值为345.34亿元，目标价11.38元。

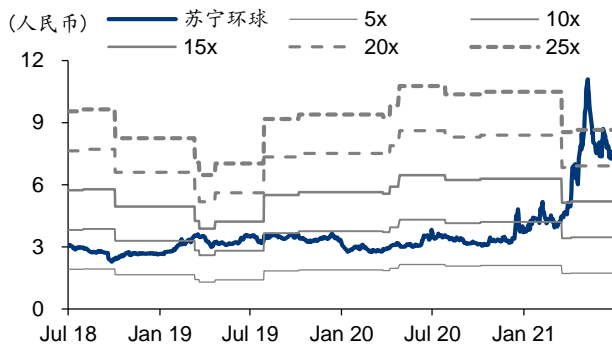
图表5：公司房地产业务 NAV 测算（单位：百万元，特殊注明除外）

WACC	5.43%
房地产项目净权益增加值	11680
2020 年末投资性房地产账面价值	710
投资性房地产重估价值	8907
2020 年末房地产业务归母净资产	8424
NAV	28301

注：项目售价参考公司 2020 年销售项目均价、区域均价等信息进行估算，保守起见不考虑未来房价涨幅；地价参考历史拿地公告，部分南京项目由于拿地时间较早无法查询到地价信息，考虑到 2018-2020 年公司南京项目结转占比较大（因此毛利率较高），通过这 3 年年报的土地成本占比来测算地价；建安成本假设为 4500 元/平；期间费用率采用 2020 年公司报表口径的期间费用率；项目结算节奏参考 2020 年项目表的完工进度进行估算；WACC 采用公司 2020 年融资成本中值。

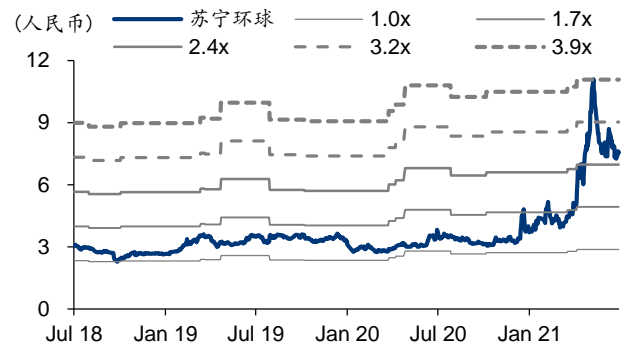
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：苏宁环球 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7：苏宁环球 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	14,846	12,376	12,071	12,458	12,854
现金	1,855	963.43	1,174	2,173	3,309
应收账款	123.34	91.70	106.32	120.23	133.89
其他应收账款	97.16	71.40	99.96	112.13	135.79
预付账款	568.15	406.75	583.34	745.78	948.35
存货	10,939	9,815	9,015	8,142	7,083
其他流动资产	1,264	1,027	1,093	1,165	1,244
非流动资产	3,132	3,596	4,054	4,575	5,044
长期投资	929.74	1,367	1,804	2,241	2,678
固定投资	908.85	877.30	819.57	811.51	734.53
无形资产	439.36	422.79	480.02	549.35	633.73
其他非流动资产	854.39	928.92	950.71	973.32	998.26
资产总计	17,978	15,972	16,125	17,033	17,898
流动负债	7,611	6,233	5,391	5,616	5,709
短期借款	610.00	760.46	722.44	686.32	652.00
应付账款	2,225	1,925	1,972	1,938	1,924
其他流动负债	4,775	3,548	2,697	2,992	3,133
非流动负债	1,857	1,039	997.71	916.99	796.52
长期借款	1,837	1,016	972.83	889.62	766.41
其他非流动负债	19.54	22.62	24.88	27.37	30.11
负债合计	9,468	7,272	6,389	6,533	6,505
少数股东权益	300.72	275.56	265.19	261.76	261.76
股本	3,035	3,035	3,035	3,035	3,035
资本公积	1,063	1,064	1,064	1,064	1,064
留存公积	5,097	5,311	6,245	7,409	8,529
归属母公司股东权益	8,210	8,424	9,471	10,238	11,131
负债和股东权益	17,978	15,972	16,125	17,033	17,898

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	(593.49)	98.38	1,830	2,398	2,423
净利润	1,209	1,013	1,037	1,370	1,399
折旧摊销	103.52	115.58	109.75	119.62	130.07
财务费用	99.94	112.79	93.17	99.02	94.39
投资损失	(5.22)	(0.29)	(0.29)	(0.29)	(0.29)
营运资金变动	(2,048)	(1,582)	612.06	833.08	826.75
其他经营现金	47.48	439.40	(22.01)	(24.18)	(26.57)
投资活动现金	618.84	(317.15)	(545.39)	(615.67)	(572.14)
资本支出	73.62	37.78	121.71	193.26	151.13
长期投资	(90.00)	(450.00)	(436.96)	(436.96)	(436.96)
其他投资现金	602.46	(729.37)	(860.64)	(859.37)	(857.97)
筹资活动现金	(1,191)	(766.31)	(1,074)	(783.13)	(715.32)
短期借款	170.00	150.46	(38.02)	(36.12)	(34.32)
长期借款	403.58	(821.45)	(43.21)	(83.21)	(123.21)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,764)	(95.54)	(992.58)	(663.80)	(557.80)
现金净增加额	(1,165)	(985.08)	210.51	998.96	1,136

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,924	4,287	4,455	4,984	5,082
营业成本	1,478	1,630	2,241	2,033	2,124
营业税金及附加	218.84	334.93	222.77	448.58	432.00
营业费用	114.03	103.43	107.38	120.12	122.49
管理费用	248.06	231.16	240.15	268.65	273.94
财务费用	99.94	112.79	93.17	99.02	94.39
资产减值损失	(24.25)	(379.92)	(30.00)	(40.00)	(50.00)
公允价值变动收益	(12.12)	12.13	13.35	14.68	16.15
投资净收益	5.22	0.29	0.29	0.29	0.29
营业利润	1,758	1,522	1,536	1,991	2,004
营业外收入	5.30	10.56	10.56	10.56	10.56
营业外支出	100.71	43.80	43.80	43.80	43.80
利润总额	1,663	1,488	1,503	1,958	1,970
所得税	454.06	475.44	465.91	587.36	571.38
净利润	1,209	1,013	1,037	1,370	1,399
少数股东损益	(22.31)	(25.16)	(10.37)	(3.43)	0.00
归属母公司净利润	1,231	1,038	1,047	1,374	1,399
EBITDA	1,881	1,691	1,691	2,144	2,150
EPS (人民币, 基本)	0.41	0.34	0.35	0.45	0.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	20.98	9.25	3.92	11.87	1.97
营业利润	29.26	(13.45)	0.95	29.61	0.62
归属母公司净利润	20.60	(15.66)	0.89	31.18	1.82
获利能力 (%)					
毛利率	62.34	61.97	49.71	59.21	58.21
净利率	30.80	23.63	23.28	27.50	27.52
ROE	14.20	11.64	10.65	13.05	12.28
ROIC	17.90	13.50	14.82	21.43	24.64
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.66	45.53	39.62	38.35	36.34
净负债比率 (%)	12.66	22.73	8.07	(2.76)	(13.53)
流动比率	1.95	1.99	2.24	2.22	2.25
速动比率	0.34	0.24	0.32	0.49	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.25	0.28	0.30	0.29
应收账款周转率	21.36	39.88	28.38	31.04	31.63
应付账款周转率	0.65	0.75	0.67	0.69	0.69
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.34	0.35	0.45	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.17	0.60	0.79	0.80
每股净资产(最新摊薄)	2.71	2.78	3.12	3.37	3.67
估值比率					
PE (倍)	18.61	22.07	21.87	16.68	16.38
PB (倍)	2.79	2.72	2.42	2.24	2.06
EV EBITDA (倍)	12.64	14.66	13.95	10.50	9.89

免责声明

分析师声明

本人, 陈慎、孙丹阳、林正衡、沈晓峰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、孙丹阳、林正衡、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司