

2020年9月22日

奥园健康 (3662.HK)

公司动态

证券研究报告

房地产行业

## 收购医美项目以强化增长服务业态

奥园健康公告以 6.91 亿元为上限收购浙江医美公司连天美的 55% 股权。我们预计连天美明年将贡献约 5000 万元权益净利，相当于以 14 倍 2021 年市盈率收购，属合理价格。并购后有效强化公司在增值服务领域上的基础。以住宅小区及商场经营作入口，引导消费者流量的策略亦是突围而出的方法。我们看好奥园健康在培育并强化增值服务的发展策略。我们维持“买入”评级，目标价维持每股 11.5 港元。公司现价较同业存在折让，反映市场对公司并购投后整合及大健康板块的培育存在疑虑，我们认为随着公司下半年业绩增长的带动，估值差将有望收窄。

### 报告摘要

**收购医美集团。**奥园健康公告收购浙江医美公司连天美的 55% 股权，连同奥园健康早前入股连天美的 5%，完成交易后奥园健康将持有连天美 60% 的股权。这交易将以现金方式分三期支付：第一及第二期总额约 3.74 亿元，分别于监管机构受理权益登记后的 10 天及 60 天内支付；第三期预计于明年 3 月底支付，金额为连天美 2020 年净利润（归属奥园健康是次收购之部分，或 55%）乘以 16.66 倍，再扣除一、二期已付的 3.74 亿元。上限为 6.91 亿元。

**预计将贡献半亿净利。**连天美是中国其中一家领先的医美综合服务集团，服务包括：美容手术服务、微创美容服务及美容皮肤服务等，拥有合共 24 项注册专利。连天美拥有两家杭州医美医院，逾 35 年丰富行业经验，总营运面积约 30,000 平米，并拥有逾 300,000 名客户。连天美 2019 年/2020 上半年收入分别约 4.62 亿/2.11 亿元，税后溢润分别为 -934 万/4616 万元。连天美 2019 年的净亏损主要是拨离其他非标的资产为致，2020 上半年的盈利状态，充分反映到奥园健康所收购的两家医美医院的情况。预计连天美明年将贡献约 5000 万元的权益净利。

**强化大健康板块。**医美业务一直是奥园健康在其大健康板块中重要的一个环节。公司透过培育并在其在管项目的小区、商场提供大健康服务（如医美），从而获取可持续性的服务收入。随着奥园健康在管规模的增长，加上公司上半年成功收购的乐生活及宁波宏建所获取约 2500 万平米，公司服务群众有所上升，社区流量的增长在增值服务之业态中产生协同效应。公司上半年收入同比上升 39.5%，净利润同比上升 23.5% 至 1.1 亿元，随着乐生活的并入及母公司奥园项目的新交付项目，我们预计奥园健康净利增长在明两年将维持较高水平。

**维持买入评级。**以 16.7/14.0 倍 2020/21 年市盈率收购医美业务属合理价格，并购后有效强化公司在增值服务领域上的基础。以住宅小区及商场经营作入口，引导消费者流量的策略亦是突围而出的方法。同业单靠外拓并购而来的在管规模增长，在基础物业管理市场的剧烈竞争中，利润愈被收窄。我们看好奥园健康在培育并强化增值服务的发展策略。我们维持“买入”评级，目标价维持每股 11.5 港元。

**风险提示：**并购外拓市场竞争愈趋激烈；增值服务发展的不确定性

(31/12 年结；百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	619	901	1,311	2,339	3,188
增长率(%)	41.9%	45.6%	45.5%	78.4%	36.3%
净利润	78	162	240	352	478
增长率(%)	12.0%	107.9%	47.5%	47.0%	35.6%
毛利率(%)	33.7%	37.4%	36.9%	34.9%	34.5%
净利润率(%)	12.6%	18.0%	18.3%	15.1%	15.0%
<b>每股收益(人民币)</b>	<b>0.165</b>	<b>0.238</b>	<b>0.330</b>	<b>0.485</b>	<b>0.658</b>
每股账面价值(人民币)	不适用	1.16	1.40	1.75	2.20
市盈率	33.8	23.5	16.9	11.5	8.5
市净率	不适用	4.8	4.0	3.2	2.5
净资产收益率(%)	66%	33.5%	25.7%	30.7%	33.1%
股息收益率(%)	不适用	1.6%	2.3%	3.4%	4.6%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 11.50 元

现价 (2020-9-21)： 6.15 港元

总市值(百万港元)	4,466
流通市值(百万港元)	2,022
总股本(百万股)	726
流通股本(百万股)	329
12 个月低/高(港元)	4.59/9.65
平均成交(百万港元)	56.4

股东结构  
中国奥园集团 (3883) 54.72%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-14.9	-25.3	36.3
绝对收益	-19.5	-28.2	26.9

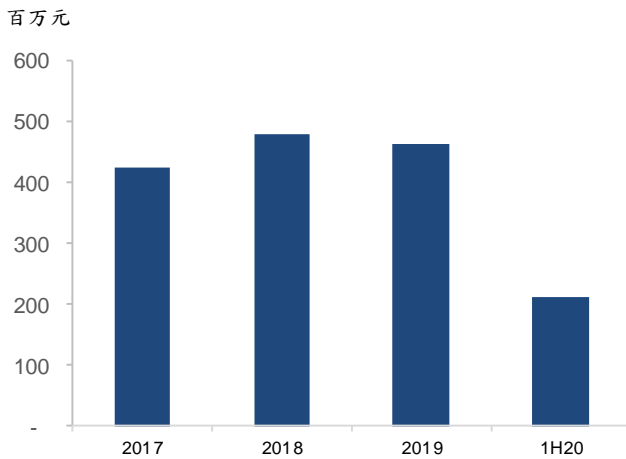
数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师

+852-22131402

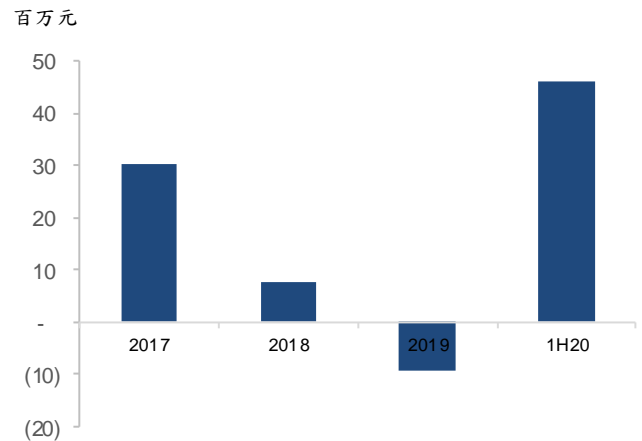
stevewong@eif.com.hk

图 1：连天美营业收入



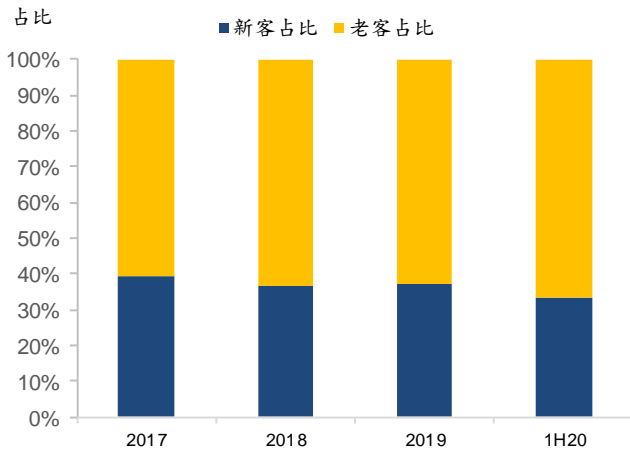
资料来源：公司资料、安信国际

图 2：连天美除税后净利润



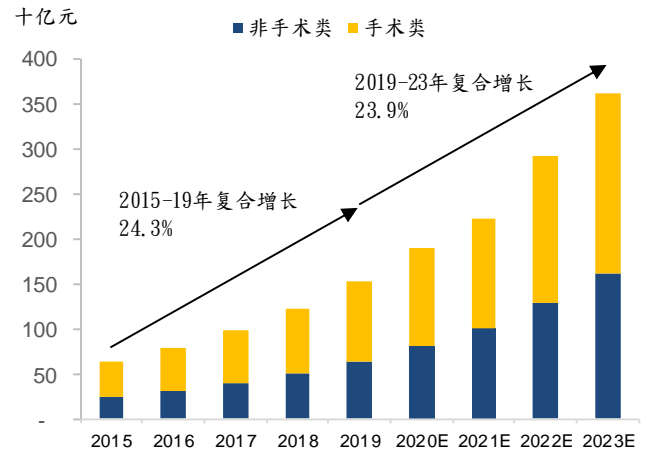
资料来源：公司资料、安信国际

图 3：连天美新老客户业务贡献占比



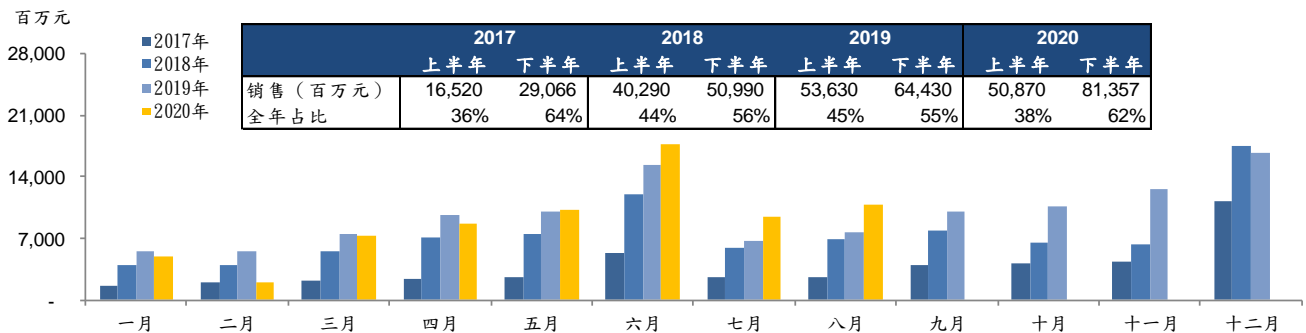
资料来源：公司资料、安信国际

图 4：中国医美行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、安信国际

图 5：奥园集团每月销售情况



资料来源：公司资料、安信国际整理

图 6：业绩摘要

(百万元)	2019 上半年	2019 下半年	2019 年	2020 上半年	环比变动	同比变动
收入	392	509	901	547	7.5%	39.5%
物业管理服务分部	287	359	646	412	14.9%	43.4%
物业管理服务	179	211	390	233	10.4%	30.4%
社区增值服务	29	38	67	58	52.9%	96.9%
大业主增值服务（销售辅助服务）	78	95	173	106	11.7%	36.5%
其他	2	15	16	15	2.0%	856.9%
商业运营服务分部	104	150	254	135	-10.2%	28.9%
商业运营及管理服务	76	85	161	109	28.2%	44.5%
市场定位及商户招揽服务	29	65	94	25	-60.8%	-12.1%
毛利	155	182	337	220	20.6%	41.5%
物业管理服务分部	107	117	224	164	39.9%	52.9%
商业运营服务分部	48	65	113	56	-14.1%	16.2%
毛利率 (%)	39.6%	35.8%	37.4%	40.1%	4.4 百分点	0.6 百分点
物业管理服务	37.2%	32.6%	34.6%	39.7%	7.1 百分点	2.5 百分点
物业开发商相关服务	46.0%	43.4%	44.5%	41.5%	-1.9 百分点	-4.5 百分点
销售费用	(1)	(1)	(2)	(1)		
管理费用	(46)	(96)	(142)	(58)		
营业利润	108	85	193	161	90.0%	49.4%
营业利率 (%)	27.5%	16.7%	21.4%	29.5%	12.8 百分点	2.0 百分点
净利润	90	73	163	112	52.8%	24.0%
其中，归属公司拥有人	90	73	162	111	53.1%	23.5%
净利润率 (%)	22.9%	14.3%	18.0%	20.3%	6.1 百分点	-2.6 百分点
物业管理服务分部						
收费面积 (百万平方米)	11.98		15.08	16.05	6.4%	34.0%
总关联方收费面积 (百万平方米)	11.05		13.90	14.87	7.0%	34.6%
商业运营服务分部						
在管商场 (个)	9.00		17.00	17.00		

资料来源：公司资料、安信国际整理

## 附表：财务报表预测

### 合并损益表

(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	<b>619</b>	<b>901</b>	<b>1,311</b>	<b>2,339</b>	<b>3,188</b>
物业管理服务	453	646	1,047	2,007	2,768
商业运营服务分部	166	254	264	332	420
销售成本	(410)	(564)	(827)	(1,522)	(2,088)
<b>毛利</b>	<b>209</b>	<b>337</b>	<b>484</b>	<b>817</b>	<b>1,100</b>
管理和营销开支	(106)	(144)	(170)	(304)	(414)
融资收入(成本)	(0)	(2)	(3)	(3)	(3)
合营/联营公司	-	(2)	(3)	(3)	(3)
其他	6	31	18	20	21
<b>税前利润</b>	<b>108</b>	<b>219</b>	<b>326</b>	<b>528</b>	<b>701</b>
所得税费用	(30)	(56)	(82)	(132)	(175)
<b>年度利润</b>	<b>78</b>	<b>163</b>	<b>245</b>	<b>396</b>	<b>525</b>
非控制权益	0	1	5	43	48
<b>归属权益利润</b>	<b>78</b>	<b>162</b>	<b>240</b>	<b>352</b>	<b>478</b>
税息折摊前利润	112	233	342	544	718
息税前利润	109	221	329	530	704
<b>每股盈利(人民币)</b>	<b>0.165</b>	<b>0.238</b>	<b>0.330</b>	<b>0.485</b>	<b>0.658</b>
<b>每股股息(人民币)</b>	<b>0.055</b>	<b>0.090</b>	<b>0.130</b>	<b>0.192</b>	<b>0.260</b>

资料来源：公司资料、安信国际

### 主要比率

(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>增长(%)</b>					
收入	42%	46%	46%	78%	36%
税息折摊前利润	9%	108%	47%	59%	32%
息税前利润	8%	104%	49%	61%	33%
净利润	12%	108%	48%	47%	36%
<b>利润率(%)</b>					
毛利	34%	37%	37%	35%	35%
税息折摊前利润	18%	26%	26%	23%	23%
息税前利润	18%	25%	25%	23%	22%
净利润	13%	18%	18%	15%	15%
<b>其他比率(%)</b>					
股息分派	51%	40%	40%	40%	40%
资产收益率	14.6%	17.3%	14.6%	17.3%	18.2%
净资产收益率	66.2%	33.5%	25.7%	30.7%	33.1%
杠杆比率(倍)	4.5	1.9	1.8	1.8	1.8

资料来源：公司资料、安信国际

(转下页...)

## 附表：财务报表预测（续）

### 合并资产负债表

(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>473</b>	<b>1,034</b>	<b>798</b>	<b>820</b>	<b>1,269</b>
现金及现金等价物	200	823	483	351	567
存货	0	1	1	1	1
贸易及应收款项	263	206	309	463	694
其他	9	5	5	6	7
<b>非流动资产</b>	<b>30</b>	<b>352</b>	<b>1,174</b>	<b>1,781</b>	<b>1,893</b>
物业、厂房设备及无形资产	20	129	759	1,325	1,391
对合营企业的投资	-	8	9	10	11
投资物业	-	-	100	110	121
其他	10	215	306	336	370
<b>流动负债</b>	<b>376</b>	<b>526</b>	<b>628</b>	<b>759</b>	<b>926</b>
合约负债	121	94	103	114	125
贸易及其他应付款项	233	298	388	504	656
即期所得税负债	21	30	33	36	40
贷款	2	100	100	100	100
其他	-	3	4	4	4
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
借贷	-	-	-	-	-
其他	1	14	15	17	19
<b>总权益</b>	<b>126</b>	<b>846</b>	<b>1,328</b>	<b>1,826</b>	<b>2,218</b>
<b>公司拥有人应占权益</b>	<b>126</b>	<b>845</b>	<b>1,019</b>	<b>1,276</b>	<b>1,613</b>
非控制性权益	1	1	308	550	605
净债务（现金）	(199)	(723)	(383)	(251)	(467)
净负债率（%）	-157%	-85%	-29%	-14%	-21%
<b>每股账面价值（人民币）</b>	<b>不适用</b>	<b>1.16</b>	<b>1.40</b>	<b>1.75</b>	<b>2.20</b>

资料来源：公司资料、安信国际

### 合并现金流

(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>税前利润</b>	<b>108</b>	<b>219</b>	<b>326</b>	<b>528</b>	<b>701</b>
营运资金变动	197	1	(13)	(38)	(80)
已付税金	(81)	(41)	(82)	(132)	(175)
折旧及摊销	4	12	13	13	14
其他	(5)	(20)	190	-	-
<b>经营活动的现金流</b>	<b>224</b>	<b>170</b>	<b>434</b>	<b>371</b>	<b>459</b>
物业、厂房及设备项目	(11)	(203)	(743)	(590)	(91)
投资在合营、项目公司	-	(13)	-	-	-
附属公司投资变动	-	(1)	(294)	-	-
金融资产变动	-	-	-	-	-
关联方帐目变动	(238)	(28)	62	-	-
已收利息	0	5	-	-	-
其他	-	-	(41)	(60)	(66)
<b>投资活动的现金流</b>	<b>(249)</b>	<b>(241)</b>	<b>(1,016)</b>	<b>(649)</b>	<b>(157)</b>
已付股息	-	(40)	(65)	(96)	(141)
非控制性权益变动	-	-	307	242	55
已付利息	-	(2)	-	-	-
发行资本证券	81	601	-	-	-
新增借款	(39)	115	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>筹资活动的现金流</b>	<b>42</b>	<b>674</b>	<b>242</b>	<b>146</b>	<b>(86)</b>
现金增加净额	35	604	(340)	(132)	216
<b>年终现金<sup>^</sup></b>	<b>200</b>	<b>823</b>	<b>483</b>	<b>351</b>	<b>567</b>

注<sup>^</sup>：不包括受限制现金及抵押存款

资料来源：公司资料、安信国际

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010