

2020年09月27日

强烈推荐（维持）

收购连天美，打开医美新篇章

奥园健康 03662.HK

目标股价：10.12 港元

当前股价：6.07 港元

基础数据

总市值（百万港元）	4,408.3
企业价值（百万港元）	3,605.5
账面价值（百万港元）	991.9
发行股份（百万股）	726.3
公众持股比例（%）	27.71
近3个月平均日交易量（百万港元）	56.08
主要股东持股比例（%）	
明兴有限公司	54.58
Dawn Agile Limited	14.10

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	-4.8	-20.08	38.63
绝对表现	-13.66	-25.43	27.85
近12个月最高价(港元)	20-05-18	9.73	
近12个月最低价(港元)	19-09-27	4.70	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据，克而瑞证券

相关报告

- 1、《奥园健康 03662.HK：并入乐生活规模倍增，下半年业绩可期》2020-08-25
- 2、《奥园健康 03662.HK：从中国奥园扩张策略中直接受益》2020-05-09
- 3、《奥园健康 03662.HK：2019 年业绩超预期，商业运营蓄势待发》2020-04-09

分析师 徐婵娟，CFA

执业证号：BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

事件回顾：

奥园健康生活集团有限公司（简称“奥园健康”或“公司”）于9月18日公布拟以不超过人民币6.91亿元收购浙江连天美企业管理有限公司（简称“连天美”）55%的股权。基于此我们和公司管理层进行了沟通。

点评：

- 维持强烈推荐评级，并维持目标价格 10.12 港元/股。我们认为奥园健康收购连天美，在短期内将给公司带来增量收入与净利润；长期将有机会与公司的社区增值服务进行有机结合，做大医美版图。我们继续看好公司的发展，并给予 10.12 港元/股的目标价，相当于 25.2x 2020 年 PE 和 16.2x 2021 年 PE。
- 收购标的估值 12.56 亿元，对应 16.66x 2020 PE。此次收购将按照 16.66 倍的连天美 2020 年 PE 进行定价，且交易对价最多不超过 6.91 亿元人民币。奥园健康已经间接持有连天美 5% 股权，此次收购完成后将合计持有 60% 的连天美股权。
- 连天美 2020H1 实现收入 2.12 亿元，净利润 0.46 亿元，净利率 21.8%，业绩表现超出预期。连天美在新冠肺炎疫情影响下依然稳健。管理层预计连天美 2020 年将大概率实现超过 0.75 亿元的净利润。基于此，我们预计连天美于 2020 年 11 月起并表，并给公司 2020 年带来 0.78 亿元的增量收入和 0.13 亿元的增量净利润。
- 公司大股东及管理层分别增持公司股份，展现对于公司整体发展及此次并购的信心。9月21日至22日，集团控股股东兼中国奥园集团董事会主席郭梓文、三位公司管理层（包括执行董事陶宇、集团副总裁兼首席财务官郑少辉、及战略投资部高级顾问阮永曦）共于公开市场购入 197.8 万股奥园健康股份，涉及购入金额 1,221.8 万港元，对应公司总股份的 0.272%。
- 风险提示：收购标的整合不顺

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	436.0	618.8	900.8	1,709.4	3,130.3
折旧摊销息税前利润	102.3	112.3	233.1	382.8	628.4
息税前利润	100.0	108.5	220.9	366.1	607.1
净利润	69.8	78.1	162.5	262.6	408.0
每股收益（港元）	NA	NA	0.25	0.40	0.62
每股经营性现金流（港元）	NA	NA	0.27	0.60	0.94
每股股息（港元）	NA	NA	0.10	0.16	0.25
每股资产净值（港元）	NA	NA	1.32	1.61	2.14
市盈率（x）	NA	NA	23.9	15.3	9.9
市现率（x）	NA	NA	22.8	10.2	6.5
股息收益率（%）	NA	NA	1.7	2.6	4.1
市净率（x）	NA	NA	4.6	3.8	2.9
EV/Sales（x）	NA	NA	3.5	1.9	1.1
EV/EBITDA（x）	NA	NA	13.6	8.6	5.2
EV/EBIT（x）	NA	NA	14.4	9.0	5.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

敬请阅读末页的重要说明

公司财务数据

利润表					
会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	436.0	618.8	900.8	1,709.4	3,130.3
营业成本	(287.5)	(410.1)	(563.7)	(1,132.0)	(2,083.1)
毛利	148.5	208.8	337.1	577.4	1,047.2
销售及管理费用	(24.2)	(42.2)	(90.4)	(128.4)	(220.0)
息税折旧摊销前利润	102.3	112.3	233.1	382.8	628.4
折旧与摊销	(2.3)	(3.8)	(12.1)	(16.7)	(21.3)
息税前利润	100.0	108.5	220.9	366.1	607.1
净利息费用	0.4	(0.0)	(2.3)	(3.7)	(6.4)
应占联营公司损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非经常性收入/支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	100.4	108.5	218.6	362.4	600.7
所得税	(30.5)	(30.2)	(55.5)	(91.4)	(150.1)
少数股东损益	0.2	0.1	0.6	8.5	42.6
归母净利润	69.8	78.1	162.5	262.6	408.0
股利	0.0	(39.9)	(65.4)	(105.0)	(163.2)
新增留存收益	69.8	38.2	97.1	157.5	244.8

核心业务数据

会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
总收入中物业管理服务的占比 (%)	72.9	73.2	71.8	78.7	79.8
其中: 乐生活的占比 (%)	0.0	0.0	0.0	14.9	20.4
总收入中商业运营服务占比 (%)	27.1	26.8	28.2	21.3	20.2
在管面积(百万平方米)	8.6	10.4	15.1	46.2	58.3
在管面积年化增长率 (%)	21.0	21.8	44.6	206.4	26.3
商业运营服务收入年化增长率 (%)	191.0	40.3	53.6	43.5	44.8
毛利率 (%)	34.1	33.7	37.4	33.8	33.5
息税折旧摊销前利润率 (%)	23.5	18.2	25.9	22.4	20.1
经营性利润率 (%)	22.9	17.5	24.5	21.4	19.4
净利率 (%)	16.0	12.6	18.0	15.4	13.0
ROE (%)	63.1	62.2	19.2	25.0	29.2
ROCE (%)	(255.4)	(126.3)	500.2	65.0	53.7
ROA (%)	12.2	15.5	11.7	13.0	14.4
流动比率(x)	1.2	1.3	2.0	1.0	1.0
利息备付率(x EBITDA)	NA	NA	99.9	103.4	97.7
负债股权比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/(现金)	(164.4)	(198.6)	(722.6)	(358.1)	(417.5)
净负债/股权 (%)	(148.1)	(157.2)	(85.4)	(34.0)	(29.9)

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

资产负债表					
会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	164.4	200.3	822.9	587.7	647.1
应收账款	328.4	224.6	205.7	390.3	714.7
存货	0.1	0.1	0.7	1.2	2.3
其他流动资产	65.0	57.8	5.0	9.4	17.3
流动资产	557.9	482.8	1,034.2	988.7	1,381.4
固定资产	5.6	13.7	20.2	33.0	46.0
其他长期资产	7.4	6.5	331.9	994.6	1,412.1
资产总计	570.9	503.0	1,386.3	2,016.3	2,839.5
短期借款	0.0	1.8	100.3	229.6	229.6
应付账款	196.5	226.2	297.6	508.3	837.8
其他流动负债	262.4	148.0	128.2	212.5	360.7
流动负债	458.9	376.0	526.1	950.4	1,428.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	1.0	0.8	13.9	13.9	13.9
负债总计	459.9	376.8	540.0	964.3	1,442.0
股本	0.0	0.0	6.2	6.2	6.2
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
储备	110.5	125.7	838.9	1,044.2	1,442.0
少数股东权益	0.5	0.6	1.2	1.6	2.1
股东权益总计	111.0	126.3	846.3	1,052.0	1,397.5
负债和股东权益	570.9	503.0	1,386.3	2,016.3	2,839.5

现金流量表

会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
息税折旧摊销前利润	102.3	112.3	233.1	382.8	628.4
营运资本变动	(63.4)	197.0	0.7	105.3	144.3
其他	(1.2)	(85.8)	(63.8)	(95.1)	(156.5)
经营活动现金流	37.8	223.6	169.9	393.1	616.2
资本支出	(2.6)	(11.1)	(18.6)	(25.0)	(30.0)
投资变动	(2.3)	0.0	(13.5)	(667.1)	(421.8)
其他	48.9	(259.1)	(194.2)	0.0	0.0
投资活动现金流	44.0	(270.2)	(226.3)	(692.1)	(451.8)
股权融资	(0.7)	80.8	601.3	0.0	0.0
债权融资	0.0	1.8	98.5	129.3	0.0
股息及其他筹资支出	0.0	(0.2)	(39.9)	(65.4)	(105.0)
筹资活动现金流	(0.7)	82.3	659.9	63.9	(105.0)
现金净增加额	81.0	35.7	603.6	(235.2)	59.4

- 收购医美龙头企业，业务融合可期。连天美是中国领先的医美综合服务集团，提供医美行业的综合服务，包括美容手术服务、微创美容服务及美容皮肤服务，于浙江省杭州市运营 2 家私立医美医院，拥有 24 项注册专利，为地区龙头。收购连天美后，在精细运营提升医院本身的规模和盈利能力的基础上，公司将着力将其现有的社区增值服务及社区点位与医美业务进行进一步融合，将社区的线下渠道和流量与龙头医美集团的品牌效应和专业能力结合起来，持续扩展医美业务版图。

表 1：公司 2019-2021E 利润表核心数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E
收入	900.8	1,709.4	3,130.3
成本	-563.7	-1,132.0	-2,083.1
毛利润	337.1	577.4	1,047.2
毛利率	37.4%	33.8%	33.5%
经营性费用	-128.4	-220.0	-446.2
其他收入/支出	12.3	8.7	6.0
经营性利润	220.9	366.1	607.1
经营性利润率	24.5%	21.4%	19.4%
财务费用/收入	-2.3	-3.7	-6.4
所得税	-55.5	-91.4	-150.1
少数股东权益	0.6	8.5	42.6
归母净利润	162.5	262.6	408.0
归母净利率	18.0%	15.4%	13.0%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2：本次预测数据与前次预测数据（2020 年 8 月 24 日）对比

单位：百万元	2019	新预测		旧预测		新旧预测对比	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
总收入	900.8	1,709.4	3,130.3	1,631.8	2,617.9	4.8%	19.6%
物业管理	646.4	1,095.7	1,555.1	1,095.7	1,555.1	0.0%	0.0%
物业管理服务	390.1	621.8	837.4	621.8	837.4	0.0%	0.0%
销售辅助服务	172.9	307.7	473.9	307.7	473.9	0.0%	0.0%
社区增值服务	83.4	166.2	243.8	166.2	243.8	0.0%	0.0%
商业运营服务	254.4	365.0	528.4	365.0	528.4	0.0%	0.0%
市场定位及商户招揽服务	93.5	109.2	150.0	109.2	150.0	0.0%	0.0%
商业运营及管理服务	160.9	255.8	378.4	255.8	378.4	0.0%	0.0%
乐生活	-	171.1	534.4	171.1	534.4	0.0%	0.0%
连天美	-	77.6	512.4	-	-	NA	NA
毛利润	337.1	577.4	1,047.2	538.6	791.0	7.2%	32.4%
毛利率	37.4%	33.8%	33.5%	33.0%	30.2%	0.8ppt	3.2ppt
息税前利润 (EBIT)	220.9	366.1	607.1	349.4	497.1	4.8%	22.1%
息税前利润率	24.5%	21.4%	19.4%	21.4%	19.0%	0.0ppt	0.4ppt
归母净利润	162.5	262.6	408.0	255.1	358.5	2.9%	13.8%
归母净利率	18.0%	15.4%	13.0%	15.6%	13.7%	-0.3ppt	-0.7ppt
在管面积 (百万方)	15.08	46.21	58.34	46.21	58.34	0.0%	0.0%

注：假设连天美从 2020 年 11 月起并表

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

- 我们更新后的 DCF 模型显示，奥园健康每股估值为 10.12 港元，与我们之前的估值保持不变。这相当于 25.2 倍 2020 年 EPS 和 16.2 倍 2021 年 EPS。我们的目标价格相较公司当前股价有 66.7% 的涨幅空间。基于我们的模型，奥园健康的企业价值为 53.85 亿元，其中 31.57 亿元为从 2020 年到 2030 年的自由现金流折现值，22.28 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出的公司整体估值为 66.18 亿元，即每股 10.12 港元。

表 3: 目标价格对应估值

	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
目标价每股	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
10.12 港元	25.2	16.2	2.1	1.5	6.3	4.7	16.4	9.9

数据来源: 克而瑞证券研究院

表 4: DCF 估值模型主要数据

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	901	1,709	3,130	4,509	5,840	7,013	7,970	8,709	9,259	9,656	9,938	10,135	10,338
收入同比增速	45.6%	89.8%	83.1%	44.1%	29.5%	20.1%	13.6%	9.3%	6.3%	4.3%	2.9%	2.0%	2.0%
经营性利润	221	366	607	857	1,077	1,241	1,340	1,376	1,376	1,349	1,291	1,224	1,149
经营性利润率	24.5%	21.4%	19.4%	19.0%	18.4%	17.7%	16.8%	15.8%	14.9%	14.0%	13.0%	12.1%	11.1%
税率	25.4%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后净经营利润	165	274	455	643	808	931	1,005	1,033	1,032	1,012	968	918	862
折旧与摊销	12	17	21	31	40	48	54	59	63	66	68	69	70
经营性现金流净额	177	290	477	674	847	979	1,059	1,092	1,095	1,077	1,036	987	932
资本性支出及对外投资	-32	-692	-452	-300	-250	-200	-150	-120	-120	-100	-100	-80	-80
营运资本变动	1	105	144	42	-2	-15	-25	-31	-33	-31	-39	-19	-20
自由现金流	146	-296	169	416	595	764	885	941	941	946	897	888	832

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 5: DCF 估值模型主要结果

单位: 百万元	数值
2020-2030 年现值	3,157
永续经营部分现值	2,228
企业价值	5,385
净负债/(现金)、对外投资等调整项	-1,233
内在价值	6,618
股份数(百万股)	726
每股价值(元)	9.11
人民币兑港币汇率	1.11
每股价值(港元)	10.12

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 CEO 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属推测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。