

香港醫思醫療(2138HK)

香港醫美龍頭開拓多樣化醫療服務

❖ **2017 財年公司高端醫美業務推動收入增長。**就 2016 年收入計算，公司是香港最大的醫學美容服務供應商，市占率為 15%。公司的服務遍及香港、澳門和中國地區，提供一站式的醫美服務，包括醫學美容、牙科、體檢、脊椎及相關治療、健康管理服務以及美容產品。截至 2017 年 3 月底，公司合約銷售金額同比增長 44.3%，從 2016 財年的 6.7 億港元增長至 2017 財年的 9.7 億港元。公司總收入同比增長 36.9% 至 9.6 億港元，其中醫學美容服務同比增長 82% 至 5 億港幣，主要由於微整形和能量儀業務增長迅猛。除此，公司於 2016 年 5 月新成立的體檢業務貢獻了 5,100 萬港元的收入。公司市場行銷費用同比增長 80.1%，從 2016 財年的 3,801 萬港元（總收入占比 5.4%）增長至 2017 財年的 6,846 萬港元（總收入占比 7.1%），市場行銷費用上升主要是因為公司加大了市場行銷力度以及新業務的廣告投放。管理層表示未來公司市場行銷費用率會控制在 10% 以內。受益於收入的強勁增長，公司淨利潤同比增長 36.3% 至 2.4 億港元。公司較同行業競爭者，擁有更高的盈利能力和股權回報率（見圖 8）。

❖ **公司立志於成為領先的綜合醫療服務供應商。**公司在香港擁有知名的醫學美容品牌“DR REBORN”，公司於該品牌下經營醫美業務。根據佛若斯特沙利文於 2015 年在香港進行的消費者調查顯示，DR REBORN 為消費者選擇一站式醫學美容服務中心時的首選品牌。公司目前有 5 個業務板塊，分別為醫學美容、准醫療美容、傳統美容、美容保健產品以及健康管理服務。公司於 2016 年 5 月，在旺角朗豪坊成立了一間體檢中心“re:HEALTH”，開始涉足體檢業務市場。於 2016 年 9 月，公司收購了香港一家脊椎和物理治療診所“紐約醫療集團”。公司期望未來在香港市場上通過不同的醫療品牌提供多樣化的醫療服務。我們認為公司未來會利用自身交叉銷售的優勢，向不同業務部門轉介更多的客戶。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬港元)	621.1	704.9	964.9
淨利潤 (百萬港元)	174.4	148.7	200.7
EPS (港元)	0.24	0.20	0.21
EPS 變動 (%)	115.0	-16.4	4.8
市盈率 (x)	25.3	14.8	12.5
市帳率 (x)	1.5	3.95	3.31
股息率 (%)	-	2.3	2.6
權益收益率 (%)	-	20.3	25.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

未評級

當前股價 HK\$3.51

葛晶晶

電話: (852) 3761 8778

電郵: amyge@cmbi.com.hk

吳永泰, CFA

電話: (852) 3761 8780

郵件: cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	3,443
3 個月平均流通(百萬)	2.80
52 周內高/低(港元)	4.35/2.26
總股本(百萬)	980.9

資料來源：彭博

股東結構

公司管理層	74%
流通股	26%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	37.8%	33.9%
3 月	41.5%	35.7%
6 月	37.3%	19.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.umhgp.com

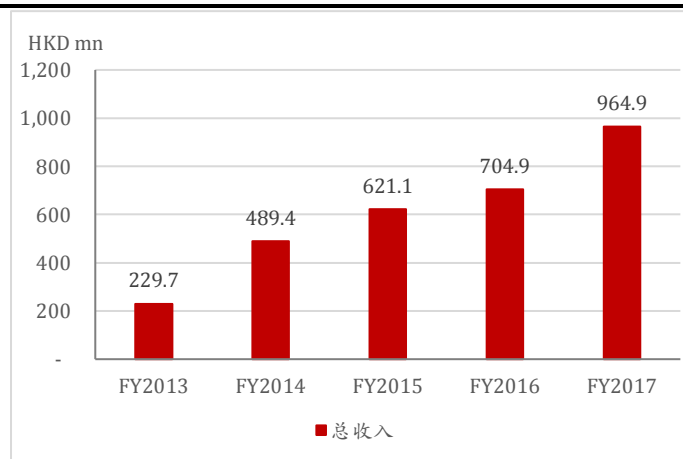
- ❖ **穩健的擴張策略。**公司採取較為穩健的擴張策略。截至目前，公司於香港地區擁有 25 間門店（14 間醫美診所、2 間牙科、8 間脊椎治療和 1 體檢中心），澳門 2 間門店，中國地區 3 間醫美診所（廣州地區 2 間，上海 1 間），同時於深圳地區收購了 8 間美容沙龍。公司總實用面積同比增長 49.4% 至 1.6 萬平方米，全職註冊醫生從 16 財年的 23 位增加到 17 財年的 44 位。公司店面的平均使用率已經提升至 60%-70%，達到最佳使用水準。公司計畫於銅鑼灣和中環地區開設新的醫美診所。中國市場方面，公司第一家廣州醫美診所成立於 2015 年 6 月。第一家廣州診所的年資本支出大概 310 萬港元，收支平衡期 12 個月左右，待首家廣州醫美診所達到收支平衡後，公司於 2016 年 9 月成立第二家廣州醫美診所。上海醫美診所於 2017 年 3 月份成立。深圳和重慶地區的醫美診所目前處於籌備階段，預計於 2018 年上半年試運營。據管理層透露，公司未來計畫於中國一二線城市每年成立 1-2 家醫美診所，且公司傾向於合資模式，與當地擁有客戶基礎和醫美牌照的公司進行合作。不同於中國地區的其他醫美企業，公司於大中華地區採取更為謹慎的拓展戰略，我們認為公司於中國地區樹立自身的醫美品牌形象前，謹慎的拓展戰略更適合公司的長遠發展。
- ❖ **公司收入增長依賴於醫療旅遊。**2017 財年，大陸客戶貢獻收入共計 2.4 億港元，總收入占比 25%（對比 2016 財年的 14%），其中 8% 的收入來自於中國地區診所，92% 來自訪港的大陸遊客。醫療旅遊大陸客戶貢獻收入從 16 財年的 9,000 萬增長至 17 財年的 2.2 億港元，已經成為公司的主要增長來源。公司擁有自己的旅行社，且將業務拓展至醫療旅行板塊，以應對日益增長的醫療旅客。此外，公司國內診所會轉介客戶至香港診所。管理層預計，大陸客戶收入占比於 2018 財年將增長至 30%-40%。
- ❖ **估值吸引。**管理層表示公司 2018/2019 財年淨利潤增速會與收入增速持平，預計在 20% 以上。基於 20% 的淨利潤增速，公司目前估值為 2018 財年的 13.9 倍。鑒於公司是香港醫美行業的龍頭，並擁有較高的收入和淨利潤增速，我們認為目前估值較為便宜。

圖 1: 公司旗下品牌



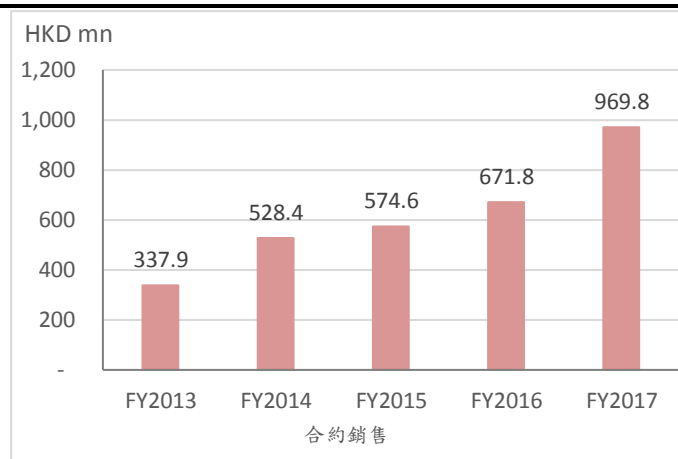
資料來源: 公司，招銀國際

圖 2: 公司總收入



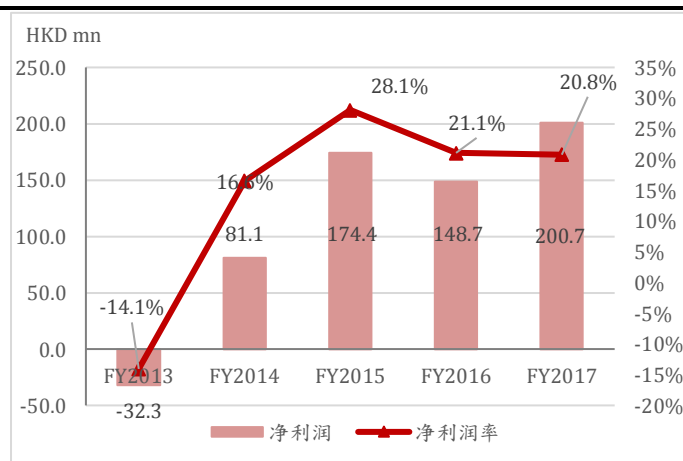
資料來源：公司，招銀國際

圖 3: 訂立銷售合約



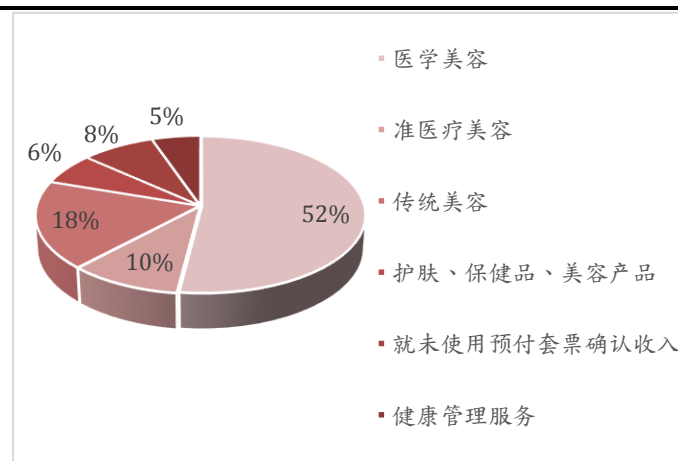
資料來源：公司，招銀國際

圖 4: 公司淨利潤和淨利率



資料來源：公司，招銀國際

圖 5: 收入細分



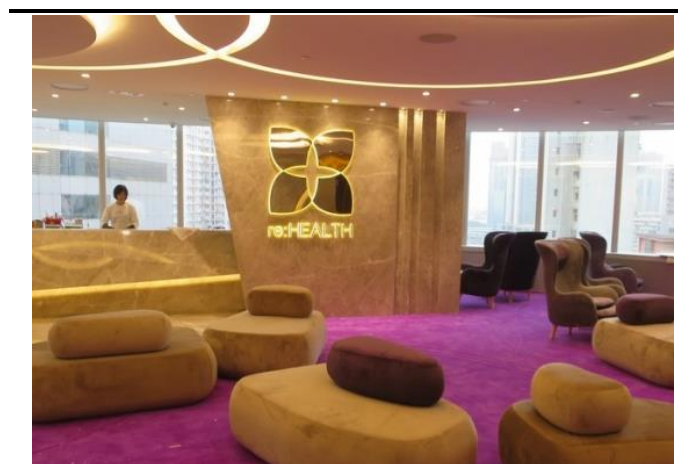
資料來源：公司，招銀國際

圖 6: DR REBORN 診所



資料來源：公司

圖 7: re:HEALTH 體檢中心(朗豪坊)



資料來源：公司

圖 8: 同業淨利潤和權益收益率

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	EBIT Margin(%)			ROE(%)			Profit Margin(%)		
				FY15A	FY16A	FY17A	FY15A	FY16A	FY17A	FY15A	FY16A	FY17A
香港医思医疗*	2138	3.51	3,443	37.4	34.9	29.8	N/A	40.4	26.0	28.1	21.1	20.8
美容服务												
必瘦站*	1830	1.03	1,105.4	23.5	18.4	15.3	36.9	27.1	15.8	18.5	14.8	12.1
奥斯集团*	1161	1.02	780.8	9.6	6.5	N/A	17.6	10.4	N/A	7.3	4.6	4.6
现代美容*	919	0.35	316.6	13.8	1.5	6.5	43.5	8.5	N/A	7.9	1.3	4.8
密迪斯肌*	8307	0.53	254.6	22.5	7.0	6.9	11.6	5.5	N/A	5.0	3.9	5.1
修身堂*	8200	0.06	327.8	3.2	1.2	2.9	14.4	-0.8	N/A	2.4	-0.2	1.2
			平均	14.5	6.9	7.9	24.8	10.2	15.8	8.2	4.9	5.6

(*) 財政年度截止至 3 月 31 日

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

圖 9: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
香港医思医疗*	2138	3.51	3,443	14.8	12.5	N/A	4.0	3.3	N/A	7.1	10.9	N/A	40.4	26.0	N/A
美容服务															
必瘦站*	1830	1.03	1,105	7.3	8.8	N/A	2.0	1.7	N/A	2.9	2.4	N/A	27.1	19.8	N/A
奥斯集团*	1161	1.02	781	15.5	N/A	N/A	1.6	N/A	N/A	3.0	N/A	N/A	10.4	N/A	N/A
现代美容*	919	0.35	317	40.8	10.3	N/A	5.8	2.9	N/A	2.6	1.3	N/A	8.5	34.1	N/A
			平均	21.2	9.5		3.2	2.3		2.8	1.9		15.3	27.0	
医美产品生产															
吴海生物科技	6826	37.90	6,066	17.8	13.7	11.5	1.9	1.8	1.6	10.4	8.1	6.2	11.0	12.9	14.6
华熙生物科技	963	16.24	5,948	16.6	18.4	15.2	2.4	2.9	2.4	11.6	10.2	8.0	16.6	17.5	17.4
			平均	17.2	16.1	13.4	2.2	2.4	2.0	11.0	9.2	7.1	13.8	15.2	16.0
医疗服务															
盈健医疗*	1419	1.91	690	25.3	21.2	19.1	3.5	4.1	N/A	10.7	25.7	N/A	15.3	5.3	N/A
联合医务*	722	2.08	1,566	125.7	N/A	23.1	2.3	2.9	3.0	14.2	21.4	N/A	2.8	-0.5	12.6
和美医疗	1509	3.06	2,321	36.7	21.9	17.4	2.5	1.3	1.2	19.1	8.0	6.0	6.8	5.9	7.3
华润凤凰医疗	1515	10.74	13,926	N/A	25.3	24.4	2.2	2.0	1.9	N/A	17.1	15.1	-43.1	8.4	7.9
康华医疗	3689	10.74	3,591	18.8	18.0	15.5	2.9	2.3	2.1	10.4	7.1	5.6	20.4	14.4	14.8
新世纪医疗	1518	9.66	4,734	N/A	35.0	27.1	N/A	3.6	3.0	N/A	N/A	N/A	N/A	15.3	11.3
康宁医院	2120	36.90	2,695	32.4	28.2	22.6	2.2	2.1	2.0	19.0	14.9	11.5	7.0	7.6	8.9
			平均	47.8	25.0	21.4	2.6	2.6	2.2	14.7	15.7	9.7	1.5	8.1	10.5

(*) 財政年度截止至 3 月 31 日

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。