

# 香港医思医疗(2138HK)

## 香港医美龙头开拓多样化医疗服务

❖ **2017 财年公司高端医美业务推动收入增长。**就 2016 年收入计算，公司是香港最大的医学美容服务供应商，市占率为 15%。公司的服务遍及香港、澳门和中国地区，提供一站式的医美服务，包括医学美容、牙科、体检、脊椎及相关治疗、健康管理服务以及美容产品。截至 2017 年 3 月底，公司合约销售金额同比增长 44.3%，从 2016 财年的 6.7 亿港元增长至 2017 财年的 9.7 亿港元。公司总收入同比增长 36.9% 至 9.6 亿港元，其中医学美容服务同比增长 82% 至 5 亿港元，主要由于微整形和能量仪业务增长迅猛。除此，公司于 2016 年 5 月新成立的体检业务贡献了 5,100 万港元的收入。公司市场营销费用同比增长 80.1%，从 2016 财年的 3,801 万港元（总收入占比 5.4%）增长至 2017 财年的 6,846 万港元（总收入占比 7.1%），市场营销费用上升主要是因为公司加大了市场营销力度以及新业务的广告投放。管理层表示未来公司市场营销费用率会控制在 10% 以内。受益于收入的强劲增长，公司净利润同比增长 36.3% 至 2.4 亿港元。公司较同行业竞争者，拥有更高的盈利能力和股权回报率（见图 8）。

❖ **公司立志于成为领先的综合医疗服务供应商。**公司在香港拥有知名的医学美容品牌“DR REBORN”，公司于该品牌下经营医美业务。根据佛若斯特沙利文于 2015 年在香港进行的消费者调查显示，DRREBORN 为消费者选择一站式医学美容服务中心时的首选品牌。公司目前有 5 个业务板块，分别为医学美容、准医疗美容、传统美容、美容保健产品以及健康管理服务。公司于 2016 年 5 月，在旺角朗豪坊成立了一间体检中心“re:HEALTH”，开始涉足体检业务市场。于 2016 年 9 月，公司收购了香港一家脊椎和物理治疗诊所“纽约医疗集团”。公司期望未来在香港市场上通过不同的医疗品牌提供多样化的医疗服务。我们认为公司未来会利用自身交叉销售的优势，向不同业务部门转介更多的客户。

### 财务资料

| (截至 3 月 31 日) | FY15A | FY16A | FY17A |
|---------------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万港元)     | 621.1 | 704.9 | 964.9 |
| 净利润(百万港元)     | 174.4 | 148.7 | 200.7 |
| EPS (港元)      | 0.24  | 0.20  | 0.21  |
| EPS 变动 (%)    | 115.0 | -16.4 | 4.8   |
| 市盈率 (x)       | 25.3  | 14.8  | 12.5  |
| 市帐率 (x)       | 1.5   | 3.95  | 3.31  |
| 股息率 (%)       | -     | 2.3   | 2.6   |
| 权益收益率 (%)     | -     | 20.3  | 25.4  |
| 净财务杠杆率 (%)    | 净现金   | 净现金   | 净现金   |

数据来源：公司及招银国际预测

### 未评级

当前股价 HK\$3.51

#### 葛晶晶

电话: (852) 3761 8778

电邮: [amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

#### 吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

电邮: [cyrusng@cmbi.com.hk](mailto:cyrusng@cmbi.com.hk)

### 医药行业

|              |           |
|--------------|-----------|
| 市值(百万港元)     | 3,443     |
| 3 个月平均流通(百万) | 2.80      |
| 52 周内高/低(港元) | 4.35/2.26 |
| 总股本(百万)      | 980.9     |

数据源：彭博

### 股东结构

|       |     |
|-------|-----|
| 公司管理层 | 74% |
| 流通股   | 26% |

数据源：彭博

### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报  |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 37.8% | 33.9% |
| 3 月 | 41.5% | 35.7% |
| 6 月 | 37.3% | 19.2% |

数据源：彭博

### 股价表现



数据源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: [www.umhgp.com](http://www.umhgp.com)

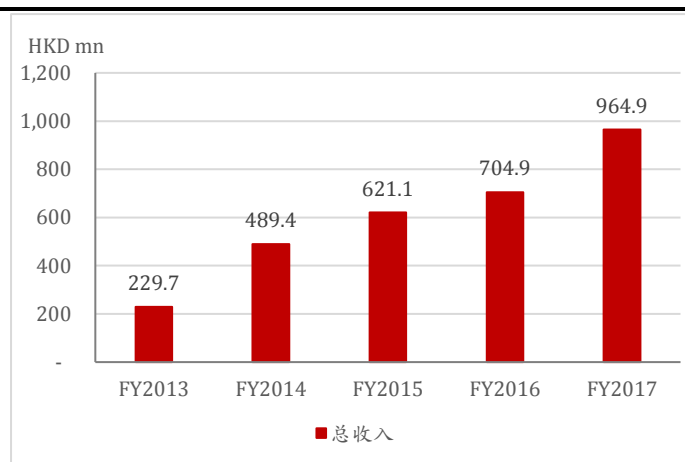
- ❖ **稳健的扩张策略。**公司采取较为稳健的扩张策略。截至目前，公司于香港地区拥有 25 间门店（14 间医美诊所、2 间牙科、8 间脊椎治疗和 1 体检中心），澳门 2 间门店，中国地区 3 间医美诊所（广州地区 2 间，上海 1 间），同时于深圳地区收购了 8 间美容沙龙。公司总实用面积同比增长 49.4% 至 1.6 万平方米，全职注册医生从 16 财年的 23 位增加到 17 财年的 44 位。公司店面的平均使用率已经提升至 60%-70%，达到最佳使用水平。公司计划于铜锣湾和中环地区开设新的医美诊所。中国市场方面，公司第一家广州医美诊所成立于 2015 年 6 月。第一家广州诊所的年资本支出大概 310 万港元，收支平衡期 12 个月左右，待首家广州医美诊所达到收支平衡后，公司于 2016 年 9 月成立第二家广州医美诊所。上海医美诊所于 2017 年 3 月份成立。深圳和重庆地区的医美诊所目前处于筹备阶段，预计于 2018 年上半年试运营。据管理层透露，公司未来计划于中国一二线城市每年成立 1-2 家医美诊所，且公司倾向于合资模式，与当地拥有客户基础和医美牌照的公司进行合作。不同于中国地区的其他医美企业，公司于大中华地区采取更为谨慎的拓展战略，我们认为公司于中国地区树立自身的医美品牌形象前，谨慎的拓展战略更适合公司的长远发展。
- ❖ **公司收入增长依赖于医疗旅游。**2017 财年，大陆客户贡献收入共计 2.4 亿港元，总收入占比 25%（对比 2016 财年的 14%），其中 8% 的收入来自于中国地区诊所，92% 来自访港的大陆游客。医疗旅游大陆客户贡献收入从 16 财年的 9,000 万增长至 17 财年的 2.2 亿港元，已经成为公司的主要增长来源。公司拥有自己的旅行社，且将业务拓展至医疗旅行板块，以应对日益增长的医疗旅客。此外，公司国内诊所会转介客户至香港诊所。管理层预计，大陆客户收入占比于 2018 财年将增长至 30%-40%。
- ❖ **估值吸引。**管理层表示公司 2018/2019 财年净利润增速会与收入增速持平，预计在 20% 以上。基于 20% 的净利润增速，公司目前估值为 2018 财年的 13.9 倍。鉴于公司是香港医美行业的龙头，并拥有较高的收入和净利润增速，我们认为目前估值较为便宜。

图 1: 公司旗下品牌



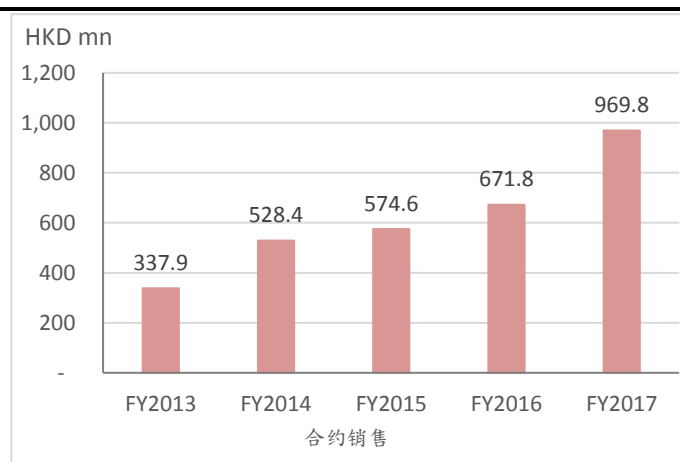
资料来源: 公司，招银国际

图 2: 公司总收入



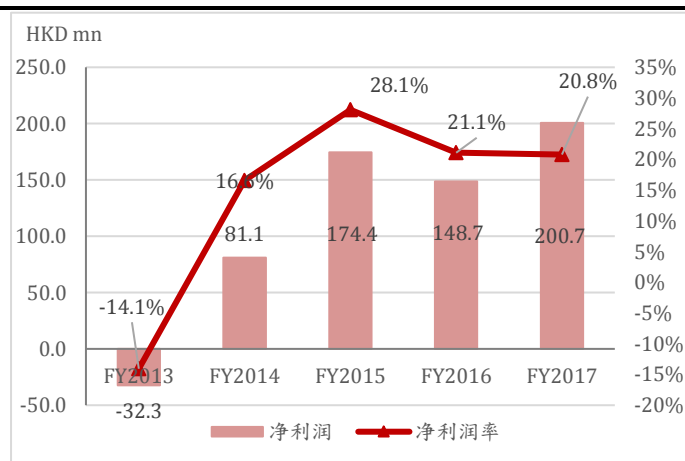
资料来源：公司，招银国际

图 3: 订立销售合约



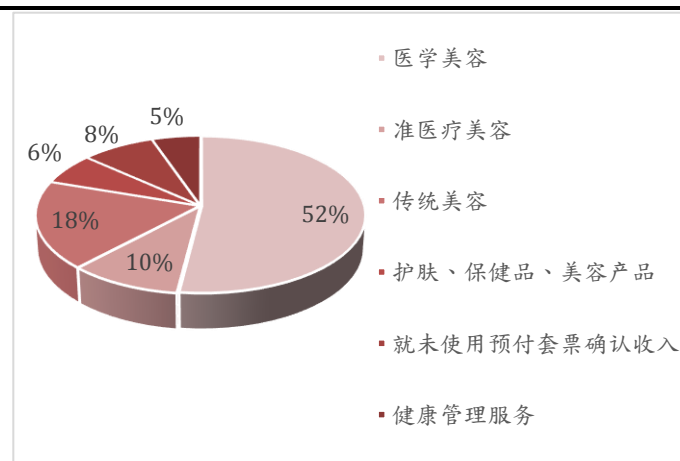
资料来源：公司，招银国际

图 4: 公司净利润和净利率



资料来源：公司，招银国际

图 5: 收入细分



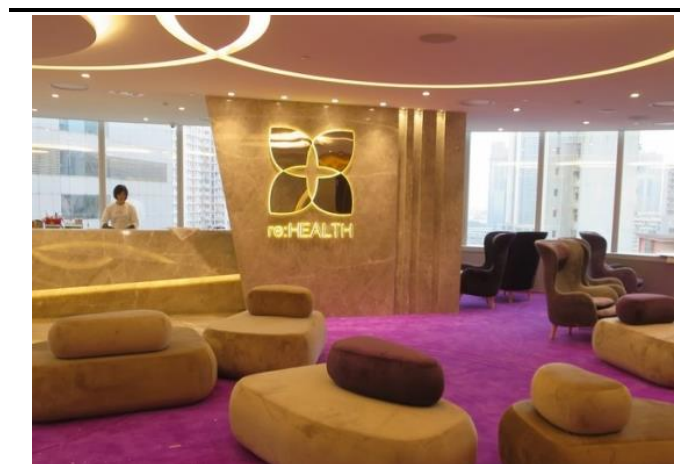
资料来源：公司，招银国际

图 6: DR REBORN 诊所



资料来源：公司

图 7: re:HEALTH 体检中心(朗豪坊)



资料来源：公司

图 8: 同业净利润和权益收益率

| 公司          | 代码   | 股價<br>HK\$ | 市值<br>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  |
| <b>美容服务</b> |      |            |              |                |       |       |        |       |       |                  |       |       |
| 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   |

(\*) 财政年度截止至 3 月 31 日

资料来源: 彭博, 招银国际预测

图 9: 同业估值

| 公司            | 代码   | 股價<br>HK\$ | 市值<br>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   |
| <b>美容服务</b>   |      |            |              |        |       |       |        |       |       |               |       |       |        |       |       |
| 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  |       |
| <b>医美产品生产</b> |      |            |              |        |       |       |        |       |       |               |       |       |        |       |       |
| 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  |
| <b>医疗服务</b>   |      |            |              |        |       |       |        |       |       |               |       |       |        |       |       |
| 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  |

(\*) 财政年度截止至 3 月 31 日

资料来源: 彭博, 招银国际预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级                 |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。