



布局医美生态链，开启二次转型

报告摘要

发布医美生态链战略，开启二次转型：公司于近期发布其医疗美容生态链战略，该生态链由“终端+应用+内容+平台”构成：终端即公司提供的产品组合，未来公司将在目前单一产品的基础上引入更多产品；应用则是公司产品组合覆盖的领域，包括微整形、皮肤护理、眼科骨科手术护理等；内容则是公司在产品组合的基础上，联合医美机构为消费者提供的整体解决方案；平台意味着公司志在整合资源，成为连接消费者、医美医生和医美机构的中心。

从原料到产品，从单一产品到产品组合，从产品供应商到解决方案提供商：

从公司所提供的产品与服务来看，公司的发展路径非常清晰，而方向我们认为也是非常正确的。公司第一次转型，实现了从原料到自有品牌终端产品的跨越，而站在目前的时点，公司第二次转型，将实现从单一产品到产品组合的跨越，公司将丰富润百颜美容针剂系列产品，公司亦将引入肉毒素美容针剂、医美设备和医美护肤产品等，在丰富的产品组合的基础上，公司将进一步提供整体解决方案，这不仅意味着新的业务领域与成长空间，也意味着消费者粘性与竞争优势。

平台战略整合资源，构筑渠道战略优势：我们对公司医美生态链的理解，核心最终还是要落到产品和渠道上来，在产品上，我们认为公司产品演进的路径清晰、方向明确，在渠道上，我们认为公司的渠道战略是深度介入医美产业链，通过整合营销构筑竞争壁垒。公司通过引入微针、滚针等小型护理设备，以及激光/磁力射频等大型美容医疗设备来服务医美机构；通过华熙学院来加强与医生的沟通，并推广公司产品；通过全面的产品组合与个性化的解决方案来提高消费者粘性；此外，公司亦将整合医疗美容产品与设备供应商。

战略远大，亦脚踏实地：根据公司规划，2015 年是公司医美大平台的战略布局之年，新的产品与技术尚在引进之中，所以对公司的业务贡献并不会特别显著，但公司现有业务将依然保持快速增长。在 HA 原料方面，公司新的生产基地已经顺利投产，领先的技术和产能规模将构筑公司在上游的竞争优势，亦将是公司下游产品所倚赖的重要战略资源；在 HA 终端产品方面，经过连续两年的高速增长，公司终端业务收入占比已达 33%，证明公司在经营终端业务方面的能力，也为后续的第二次转型积累了必要的资源。

“买入”评级：我们预测公司 2015-2017 年收入分别为 6.0/7.7/10.0 亿元人民币，净利润分别为 2.0/2.6/3.3 亿元人民币，未来三年收入和净利润的复合增速分别为 27.8%/27.4%，考虑到公司所处行业的巨大前景，公司业务的快速增长，收入结构改善带来的估值提升，以及公司二次转型的巨大弹性，我们给予公司买入评级，6 个月目标价 19.42 港元，对应 2015 年约 25 倍 PE。

风险提示：竞争加剧；战略执行风险。

(31/12 年结；百万人民币)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	375	481	600	770	1,005
增长率(%)	36.4%	28.3%	24.6%	28.3%	30.5%
净利润	94	162	205	261	335
增长率(%)	5.7%	71.7%	26.2%	27.8%	28.1%
毛利率(%)	79.9%	78.0%	77.2%	76.3%	75.2%
净利率(%)	25.2%	33.7%	34.1%	34.0%	33.3%
每股收益(分)	0.29	0.49	0.61	0.78	0.99
每股净资产(元)	1.76	2.27	2.87	3.63	4.59
市盈率	40.1	24.2	19.2	15.1	11.9
市净率	6.7	5.2	4.1	3.3	2.6
净资产收益率(%)	20.1%	24.6%	23.9%	24.1%	24.3%
股息收益率(%)	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

数据来源：公司；安信国际预测

评级：

买入

上次评级：增持

目标价格：

19.42 元

期限：6 个月

上次预测：19.42 元

现价 (2015 年 3 月 30 日)：14.90 元

报告日期：

2015-3-31

总市值(百万港元)	4,963.55
H 股市值(百万港元)	4,963.55
总股本(百万股)	333.12
H 股股本(百万股)	333.12
12 个月低/高(港元)	9.73 / 22.4
平均成交(百万港元)	5.18

股东结构

AIM	54.98%
其他	45.02%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	31.50	11.01	-36.93
绝对收益	31.63	16.77	-24.29

数据来源：彭博、港交所、公司

罗黎军

+86-21-6876 3569

行业分析师

luolj@essence.com.cn

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至日本、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