

现代牙科 (3600 HK)

买入 (首次覆盖)

目标价格: 4.50 港元

赵璐君

证监会中央编号 AVH029

nataliechiu@gfgroup.com.hk

+852 3760 2030

广发证券(香港)经纪有限公司

香港德辅道中 189 号

李宝椿大厦 29-30 楼

低估值牙科消费品标的；首次覆盖给予“买入”评级

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 4.50 港元。现代牙科是一家专注中端市场的义齿器材生产商，按收入计算在西欧和香港/中国市占率领先。公司业务分布 20 多个国家，主要集中在发达国家市场；其海外业务占 2015 年总收入的 73%。随着公司继续在主要市场巩固其领先地位，进一步扩大其销售及分销渠道，并整合收购所得的业务部门以提高盈利能力，我们认为其增长战略具有持续性。我们最近在深圳进行的厂房调研发现：1) 公司注重保留和培养优质牙科技师；2) 实行分层生产流程，其中客户服务和售后服务为重要组成部分；3) 人手劳动和数字化生产之间在生产效率而言取得平衡。

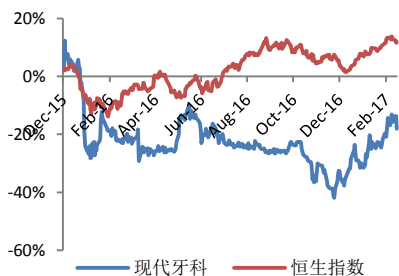
内生外延驱动增长高于同业。截至 2016 年中，现代牙科在中国有三个集中生产中心，在非洲有一个，另有分布于六个国家的 15 个实验室。公司在中国有 21 个销售点，在海外有 29 个服务中心。我们预计分销网络的扩张将是未来盈利增长的主要动力。公司通过就近销售产品以提供高效客户服务（例如在北美，20%以上的牙科诊所均位于公司的本地服务网络范围内），因此我们认为公司通过扩大其地理覆盖范围获得业务机会，其收入增长可望高于市场增速。

公司股价相对全球牙科器材个股有 50%折让。公司目前股价对应 11.4 倍 2017 年预测市盈率，而全球牙科器材股票估值为 22.5 倍。我们认为该股价折让之所以存在，是由于市场较为分散，现阶段没有单一公司占有显著较大的市场份额。作为港股和 A 股市场上唯一的大型牙科器材个股，我们认为公司为投资者提供了切入全球牙科器材市场的难得机会。

估值。我们预计 2016-2018 年公司收入复合增长 26.9%，而 EPS 年复合增长率为 52.5%。我们认为因为公司增长较快（2017-2019 年预测 EPS 年复合增长率为 38%，而行业平均为 14%），起码应达到与可比同业一致的估值水平。不过，由于公司上市时间不长，我们以同业平均估值折让 30%作为公司的目标市盈率。我们目前的目标价 4.50 港元隐含 36%的上涨空间。

风险因素：1) 能有效抢占公司市场份额的本地竞争对手早于预期出现；2) 管理层不遵循其长期发展战略；3) 公司作为小盘股，交易量较低。

股价表现



资料来源: 彭博

主要数据

3月13日收市价(港元)	3.31
发行股份(百万股)	1000
主要股东	陈氏家族(47.22%)
市值(十亿港元)	3.31
3个月平均交易量(百万股)	1.032
52周最高/最低价(港元)	3.63/2.34

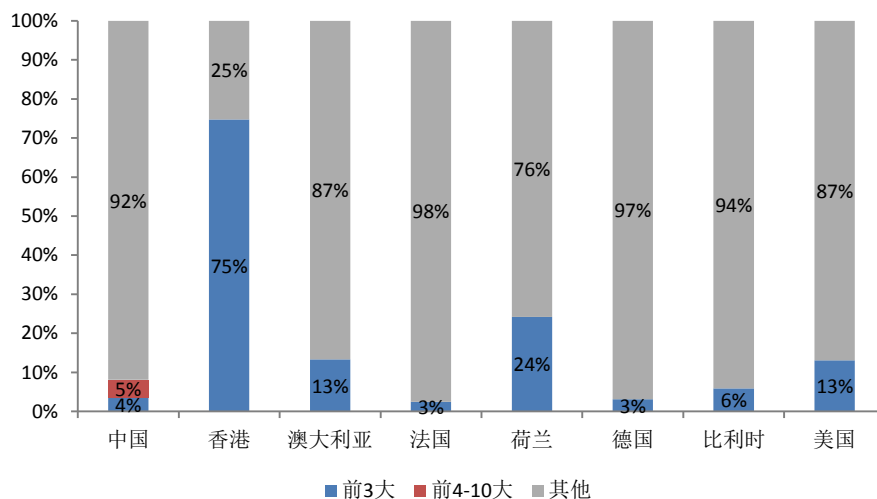
资料来源: 彭博

公司估值

	收入 (百万港元)	净利润 (百万港元)	EPS (港元)	EPS同比 (%)	P/E	BPS (港元)	P/B	ROE (%)
2014	1,192	120	0.15	-32%	21.9	0.7	4.8	18.5%
2015	1,416	82	0.10	-34%	33.3	2.2	1.5	6.9%
2016E	1,613	163	0.16	64%	20.3	1.9	1.7	7.9%
2017E	2,469	290	0.29	78%	11.4	2.2	1.5	13.8%
2018E	2,891	353	0.35	22%	9.4	2.6	1.3	14.6%

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 1: 义齿生产商市场份额分布



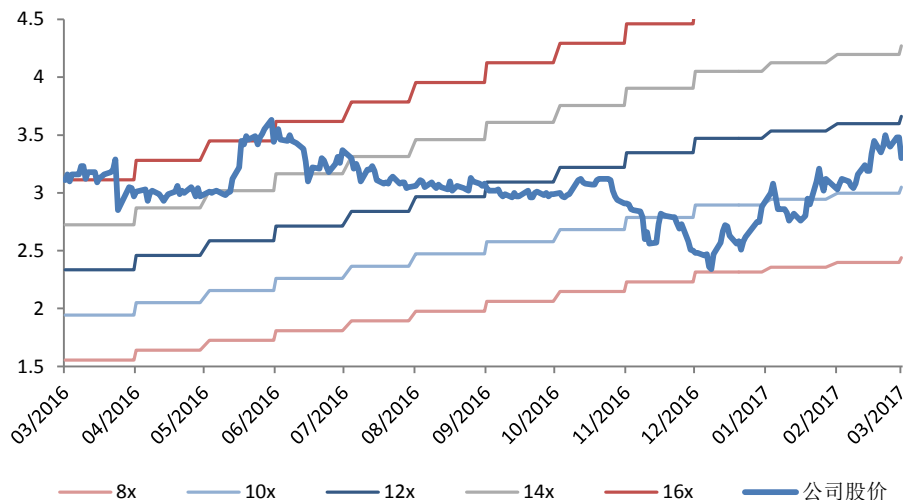
资料来源: 公司资料, 罗兰贝格, 广发证券(香港)

图表 2: 同业估值比较 (股价截至 2017 年 3 月 10 日)

	市值			P/E (x)				净利润增速 (%)				EPS增速 (%)				PEG (x)	收入增速 (%)				P/B (x)				ROE (%)				EPS CAGR	EV	EV/销售	EV/EBITDA	
	代码	(美元)	货币	FY15	FY16E	FY17E	FY18E	FY15	FY16E	FY17E	FY18E	FY15	FY16E	FY17E	FY18E		FY15	FY16E	FY17E	FY18E	FY15	FY16E	FY17E	FY18E	FY15	FY16E	FY17E	FY18E					
现代牙科	3600 HK	451	港币	33.3	20.3	11.4	9.4	(32)	99	78	22	-34	64	78	22	0.1	19	14	53	17	1.6	1.7	1.5	1.3	6.9	7.9	13.8	14.6	38%	3,646	1.62	11.48	8.37
Osstem	048260 KS	747	韩元	40.7	31.2	23.3	18.8	33	28	34	24	32	30	34	24	0.6	19	19	14	13	7.6	5.8	4.8	3.9	18.8	19.6	21.7	22.6	40%	873,409	2.27	18.56	14.49
Dio	039840 KS	394	韩元	37.5	20.7	18.5	15.2	(633)	126	11	22	(589)	82	12	22	0.9	12	29	9	19	4.2	4.0	3.3	2.7	14.9	22.3	20.1	20.1	21%	442,287	4.28	12.84	10.07
Straumann	STMN SW	6,678	瑞士法郎	93.8	34.8	30.0	26.7	(55)	169	15	12	(55)	169	16	12	2.4	12	15	11	8	10.2	9.8	8.4	6.8	10.5	30.8	31.5	28.5	12%	6,764	6.62	22.43	20.38
Danaher	DHR US	59,678	美元	17.9	23.9	21.9	20.1	29	(25)	3	10	30	(25)	9	9	2.4	(25)	17	5	4	2.6	2.5	2.3	2.1	14.3	10.5	11.2	11.1	9%	71,057	4.01	16.69	15.39
Dentsply Sirona	XRAY US	14,497	美元	35.1	22.8	21.9	19.5	(22)	144	9	13	(21)	54	4	12	2.6	41	0	7	4	3.4	1.7	1.7	NA	10.8	9.9	7.4	na	9%	15,636	3.88	15.78	14.24
Zimmer Biomet	ZBH US	23,419	美元	149.9	14.7	13.6	12.4	(80)	993	8	9	(82)	919	8	10	1.6	28	28	3	3	2.4	NA	2.2	2.0	1.8	NA	15.6	16.1	9%	34,030	4.31	10.80	10.14
Henry Schein	HSIC US	13,743	美元	30.0	26.4	23.9	21.6	3	13	7	9	5	14	10	11	2.3	8	0	5	5	4.8	4.6	4.1	NA	16.8	17.4	18.2	na	10%	15,515	1.29	14.70	13.68
Align Tech	ALGN US	8,199	美元	57.2	42.7	34.2	28.9	(1)	36	23	19	(1)	34	25	18	1.6	11	28	21	16	NA	8.6	7.0	6.1	18.0	20.6	21.3	21.6	21%	7,499	5.74	22.40	18.47
Coltene	CLTN SW	353	瑞士法郎	26.7	20.5	20.2	18.7	(15)	30	1	9	(15)	30	1	8	NA	(5)	5	2	3	NA	3.3	3.1	3.0	13.0	16.3	16.1	16.1	NA	362	2.20	12.65	12.31
Shofu Dental	7979 JP	193	日圆	36.9	23.9	NA	NA	15	55	NA	NA	15	54	NA	NA	NA	19	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	18,863	NA	NA	NA
Lifco	LIFCOB SS	2,393	瑞典克朗	26.7	23.8	20.2	19.3	45	22	12	6	44	12	18	4	2.4	16	14	7	4	NA	4.7	4.0	3.6	21.9	21.4	19.4	18.1	8%	24,685	2.55	15.35	14.64
Patterson	PDCO US	4,427	美元	20.0	18.5	19.7	18.8	11	7	(8)	3	14	8	(6)	5	9.3	(4)	38	4	3	NA	3.2	3.0	2.8	15.0	14.4	14.1	15.3	2%	5,520	0.98	13.03	12.48
简单平均				47.7	25.3	22.5	20.0	-56	133	10	12	-51.9	115.2	11.9	12.4	2.6	11.1	16.0	8.1	7.6	5.0	4.8	4.0	3.7	13.2	18.3	17.9	18.8	14%		3.47	15.93	14.21

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 3: P/E 区间



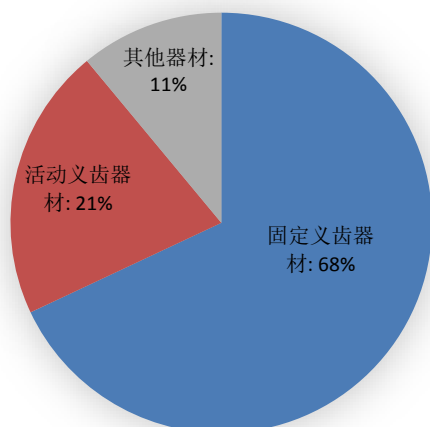
资料来源: 彭博

图表 4: 财务报表

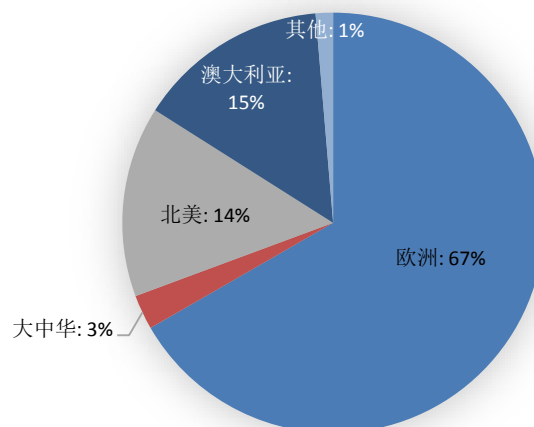
损益表						资产负债表					
截至12月31日止年度 (百万港元)	FY14	FY15	FY16E	FY17E	FY18E	截至12月31日止年度 (百万港元)	FY14	FY15	FY16E	FY17E	FY18E
收入	1,192	1,416	1,613	2,469	2,891	非流动资产					
销售成本	(550)	(654)	(718)	(1,086)	(1,272)	物业、厂房及设备	138	138	446	793	1,203
毛利润	642	761	895	1,382	1,619	商誉	596	858	962	981	1,001
						无形资产	268	339	341	358	376
其他收入	20	3	5	7	9	可供出售投资	0	0	0	0	0
销售及分销费用	(138)	(148)	(169)	(259)	(304)	递延税项资产	1	5	5	0	0
行政费用	(313)	(434)	(460)	(704)	(824)	衍生金融工具	3	4	0	0	0
经营利润	211	182	271	427	500		1,006	1,344	1,754	2,132	2,580
净财务成本	(30)	(42)	(26)	(26)	(26)	流动资产					
其他非经常性项目	(6)	(5)	(16)	(5)	(5)	存货	58	59	67	124	99
税前利润	175	135	228	396	469	贸易及其他应收账款	253	288	330	616	492
所得税开支	(44)	(52)	(64)	(103)	(112)	其他流动资产	138	40	71	142	146
净利润	131	83	165	293	356	受限制银行存款	10	3	4	4	4
非控股权益	(11)	(1)	(1)	(3)	(4)	银行余额及现金	168	946	633	211	240
归属股东净利润	120	82	163	290	353		626	1,337	1,105	1,097	981
EPS (港元)	0.15	0.10	0.16	0.29	0.35	总资产	1,632	2,681	2,859	3,229	3,561
增长率 (%)						流动负债					
收入	53.3%	18.7%	13.9%	53.0%	17.1%	贸易及其他应付账款	41	34	49	76	70
净利润	5.3%	-31.8%	99.0%	77.7%	21.7%	其他财务负债	214	128	126	115	108
EPS	-31.9%	-34.3%	64.0%	77.7%	21.7%	税项负债	33	38	38	100	86
利润率及比率 (%)						银行借款	136	102	160	160	160
毛利率	53.9%	53.8%	55.5%	56.0%	56.0%		424	301	373	451	424
经营利润率	17.7%	12.9%	16.8%	17.3%	17.3%	非流动负债					
净利润率	10.1%	5.8%	10.1%	11.7%	12.2%	银行借款	220.79	543.59	500.00	500.00	500.00
有效税率	25.2%	38.3%	28.0%	26.0%	24.0%	递延税项负债	14	33	35	37	43
分红比例	33.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他负债	422	15	0	0	0
							657	591	535	537	543
现金流量表						权益					
截至12月31日止年度 (百万港元)	FY14	FY15	FY16E	FY17E	FY18E	股东权益	551	1,788	1,951	2,241	2,594
税前利润	175	135	228	396	469	总负债及股东权益	1,632	2,681	2,859	3,229	3,561
折旧及摊销	52	65	69	111	130						
净财务成本	30	42	26	26	26						
其他	(14)	22	22	7	-						
营运资本变动	(26)	(91)	(87)	(326)	134						
已付税项	(37)	(51)	(64)	(103)	(112)						
经营现金流	181.5	121.6	195.1	110.8	647.0						
资本开支	(354)	(275)	(484)	(494)	(578)						
可供出售投资变动	-	-	-	-	-						
其他	4	9	0	0	0						
投资现金流	(351)	(266)	(484)	(494)	(578)						
借款变动	(165)	128	14	0	0						
发行股份	0	797	0	0	0						
股东贷款	384	183	0	0	0						
其他	(40)	(152)	(38)	(39)	(40)						
融资现金流	179	956	(24)	(39)	(40)						
现金流净变动	10	811	(312)	(422)	29						
外汇变动	1	6	0	0	0						
期初现金及等价物	117	129	946	633	211						
期末现金及等价物	129	946	633	211	240						
						财务比率					
						截至12月31日止年度	FY14	FY15	FY16E	FY17E	FY18E
						资产负债表					
						流动比率	1.5	4.4	3.0	2.4	2.3
						净现金/(负债) (百万港元)	(189)	300	(27)	(449)	(420)
						营运资本					
						应收账款 (天)	71	70	70	70	70
						存货 (天)	35	33	32	32	32
						应付账款 (天)	24	21	21	21	21
						收益及盈利能力					
						ROE (%)	23%	7%	9%	14%	15%
						ROA (%)	9%	4%	6%	10%	10%

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)预测

图表 5：产品收入明细（2015 年）



图表 6：区域收入明细（2015 年）



资料来源：公司资料，广发证券(香港)

评级定义

基准指数: 香港恒生指数

时间范围: 12个月

公司评级	
买入	预期公司股价表现强于基准指数 15%以上
增持	预期公司股价表现强于基准指数 5-15%
持有	预期公司股价表现相对基准指数的变动幅度介于-5%和+5%之间
减持	预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业评级	
正面	预期行业将跑赢基准指数 10%以上
中性	预期行业相对基准指数的变动幅度介于-10%和+10%之间
谨慎	预期行业将跑输基准指数 10%或以上

分析师承诺

主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪酬的任何部分过去不曾与, 现在不与, 未来也将不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

权益披露

- (1) 广发证券(香港)经纪有限公司(“广发证券(香港)”)自营交易部及/或其关联公司并没有持有本研究报告所述公司之股份。
- (2) 广发证券(香港)及/或其关联公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- (3) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员, 亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

免责声明

本研究报告由广发证券(香港)分发。本研究报告仅供参考之用, 并不构成证券出售要约或证券买卖的邀请。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告所评论的证券可能在某些地方不能出售。本研究报告绝无意图让居住在法律或政策不允许本研究报告流通或者分发的司法权区的人士阅读。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性。广发证券(香港)不对因使用本研究报告的内容而导致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。投资涉及风险, 证券的价值及收益可能会波动, 过去的表现不能代表未来的业绩。本研究报告所评论的证券或表达的意见未必适合个别人士之投资目标、财政状况或个人需要, 客户不应以本研究报告取代其独立判断或仅根据本研究报告做出决策。如有需要, 应先咨询专业意见。

广发证券(香港)可发出其他与本研究报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本研究报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券(香港)或者附属机构的。本研究报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本研究报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部可能会做出与本研究报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。广发证券(香港)或其关联方或其各自的董事、高级人员、分析员及雇员可能持有本研究报告所评论之任何证券的权益。读者在阅读本研究报告时应留意有关权益披露(如有披露)。

版权所有: 广发证券(香港)经纪有限公司

未经广发证券(香港)经纪有限公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或 (ii) 再次分发。

香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29-30 楼

电话: +852 3719 1111 Fax: +852 2907 6176 网站: <http://www.gfgroup.com.hk>