

买入

2020年5月26日

月子中心第一股，高标准运营体系构筑深厚护城河

- **专注科学母婴照护的月子中心优质龙头，正处行业高速增长期：**爱帝宫于 2007 年在广东深圳成立，为国内月子中心龙头企业，涵盖月子中心及母婴相关增值服务。2019 年深圳爱帝宫实现高速增长，营收同比增长高达 52% 至 6.58 亿港元，净利润同比增长高达 58% 至 1.05 亿港元；2016-2019 年收入及净利润复合增长分别高达 62.3% 及 92.8%。考虑到目前国内月子中心市场渗透率仅达 5% 左右，处于行业高速发展初期，2019-2025 年中高端月子中心市场复合增速有望达 23.9%，预计 2025 年月子中心市场规模有望突破 280 亿元。
- **深圳月子中心市占率第一，品牌优势明显：**作为早期立足于深圳最优月子中心市场的企业之一，爱帝宫凭借优秀口碑及高质量服务稳居国内市场领先地位，占全国市场份额的 4.3%，占深圳月子中心市场份额的 31.0%，领先后者 17.6pp，且剩余排名前四机构合计仅占市场 23.1%，品牌优势明显，随着市场渗透率的稳步上升，有望实现高速增长。
- **高度标准化运营体系加速门店扩张，有望持续快速成长：**公司拥有专业培训团队及完善的培训体系，已建立 9 大月子照护服务体系，涵盖 1300 余项操作要点，高标准运营体系加速月子中心扩张速度，成功实现门店异地快速复制，有望维持行业领先地位。
- **平均单房年盈利持续上升，预付费模式造就强劲现金流：**公司平均单房盈利持续稳步上升，2019 年平均单房年盈利同比上升 14.0% 至 24.10 万港元，净资产收益率高达 38.6%，我们认为公司未来盈利水平有望维持高增长态势。除此，公司月子中心服务需提前 3-6 个月预订并支付 30% 的合同订金，且入住当天付全款，我们认为预付费模式造就公司强劲现金流，将保障扩张计划顺利进行。
- **目标价 0.80 港元，首次评级买入：**考虑到爱帝宫为首家母婴健康行业上市公司，且拥有较强抗周期能力，我们采用 DCF 估值法，假设 WACC 为 10%，永续增长率为 1%，综合月子中心扩张计划，测算得出合理估值为 31 亿港元，目标价 0.80 港元，对应 2020 年 25 倍市盈率，较现价有 92.7% 上升空间，首次评级为买入。

丁燊

852-25321956

ivy.ding@firstshanghai.com.hk

曲佳宜

852-25321597

coco.qu@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

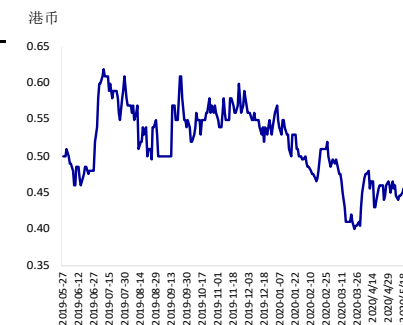
主要资料

行业	医药
股价	0.415 港元
目标价	0.80 港元 (+92.7%)
股票代码	0286
已发行股本	38.31 亿股
总市值	15.90 亿港元
52 周高/低	0.650 港元/0.395 港元
每股净资产	0.30 港元
主要股东	张伟权先生 (24.29%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (港币千元)	377,035	610,612	1,159,159	2,458,135	2,408,841
变动 (%)		62.0%	89.8%	112.1%	-2.0%
净利润 (港币千元)	2,160	11,237	122,596	262,269	284,414
每股基本盈利 (港仙)	0.07	0.35	3.20	6.85	7.42
变动 (%)		385.6%	814.1%	113.9%	8.4%
市盈率@0.415港元(倍)	575.7	118.5	13.0	6.1	5.6
每股派息 (港仙)	0.00	0.07	0.48	1.03	1.11
息率 (%)	0.0%	0.2%	1.2%	2.5%	2.7%

资料来源: 公司资料, 第一上海

股价表现


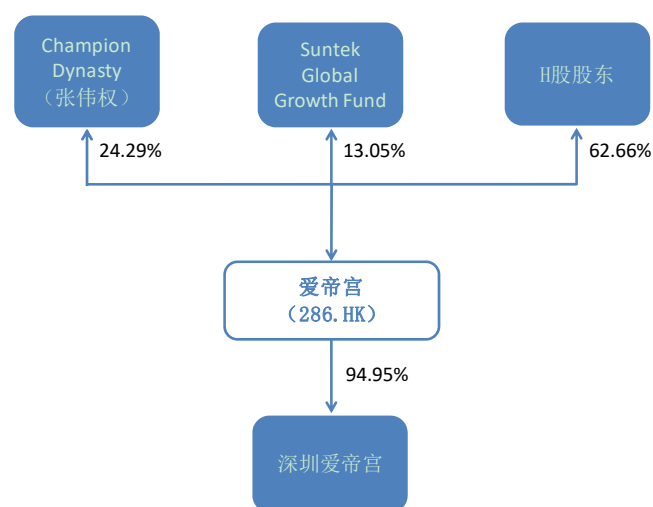
资料来源: 彭博

专注科学母婴照护的月子中心优质龙头

集团涵盖月子中心、医学抗衰老及养生地产业务，为极具增长潜力的母婴及健康行业优质龙头。

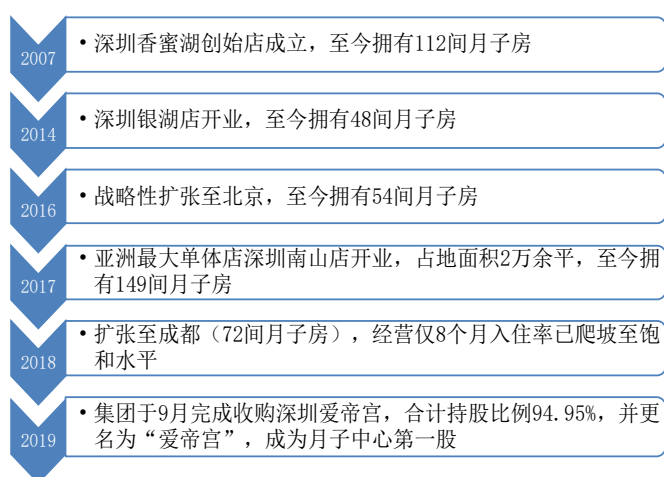
深圳爱帝宫于2007年在广东深圳成立，业务范围包括月子期母婴照护以及产后恢复、宝宝摄影等母婴相关增值业务。集团于2019年9月完成收购深圳爱帝宫剩余的88.52%股权，最终持股比例为94.95%，并更名为“爱帝宫”，成为首家主板上市的月子中心。完成收购后，集团涵盖月子中心、医学抗衰老及养生地产业务，为极具增长潜力的母婴及健康行业优质龙头。2019年集团并表（注：深圳爱帝宫仅并入2019年10月至12月业绩）营收同比增长62.0%至6.11亿港元，归母净利润同比增长420.2%至1123.70万港元。

图表 1：集团股权架构图



资料来源：公司资料，第一上海

图表 2：深圳爱帝宫发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

2019年深圳爱帝宫营收同比增长52.1%至6.58亿港元，净利润同比增长高达58.3%至1.05亿港元。

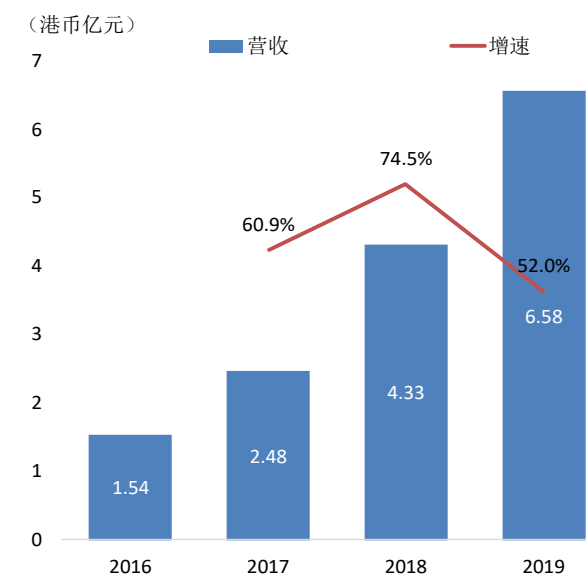
深圳爱帝宫是国内月子中心龙头企业，以4.3%市占率位居国内月子中心市场份额榜首，拥有多年优秀口碑、高标准运营体系、经验丰富专家团队及科学护理技术等竞争优势，未来成长可期。近几年，深圳爱帝宫实现快速增长，2019年营收同比增长高达52.1%至6.58亿港元，净利润同比增长高达58.3%至1.05亿港元；2016-2019年收入及净利润复合增长分别高达62.3%及92.8%，整体业绩超预期。除此，整体入住率提升驱动毛利率大幅上升4.8pp至43.8%。平均单房年盈利亦创历史新高，同比增长14%至24.1万港币，预付费模式造就强劲现金流，截至2019年底，公司拥有1.97亿港币现金，净资产收益率高达38.6%。

月子服务业务

2019年深圳爱帝宫营收同比增长高达52.1%至6.58亿港元，净利润同比增长高达58.3%至1.05亿港元。

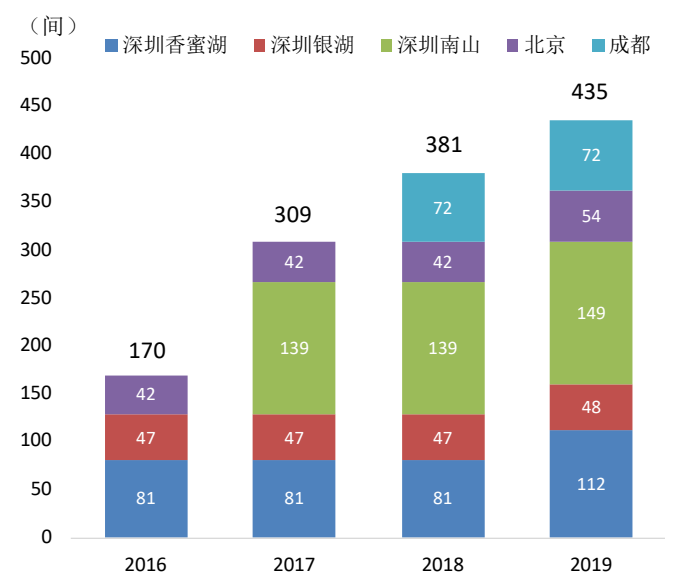
月子中心服务为集团核心业务，致力于为妈妈们提供科学的产后护理、温馨的居住环境、个性化的饮食搭配，倡导“科学坐月子”，包括个性化月子中心及4项增值服务，分别为产后康复、瑜伽塑形、乳房管理、宝宝摄影。目前分别于深圳（3家）、北京及成都开设5家直营分店，拥有435间月子房，累计为超过2万名妈妈提供科学专业的一站式月子服务。2019年深圳爱帝宫营收同比增长高达52.1%至6.58亿港元，净利润同比增长高达58.3%至1.05亿港元；2016-2019年收入及净利润复合增长分别高达62.3%及92.8%。并表后该业务为集团贡献营收2.33亿港元（深圳爱帝宫2019年10月至12月业绩），3个月业绩占总营收的38.1%，未来将成为集团主要增长驱动力。

图表 3：2016–2019 年月子中心业务收入情况



资料来源：公司资料，第一上海

图表 4：2016–2019 年月子房间数变化情况



资料来源：公司资料，第一上海

爱帝宫为独栋式月子中心模式，具备集约化管理、完善的服务体系及高私密性环境，性价比极高。

月子中心分为普通型及中高端服务，其中，普通型月子中心为一对多服务模式（一名工作人员同时服务多名母婴），劳工成本较低，价格合适；中高端月子中心为一对一或多对一服务模式，提供个性化母婴护理。月子中心运营模式包括独门独院式、酒店公寓式及医院附属。其中，独门独院式月子中心能够实现集约化管理，无需依附于酒店、医院等机构，可自行集中人力、物力、财力、管理等要素进行统一配置，运营效率较高。除此，独栋式月子中心通常为一对一、多对一的比例，为每位产妇配置相应的服务人员，产妇及新生儿的饮食起居分别由不同的细分团队安排，提供个性化、专业化的优质服务体验。独栋式月子中心亦拥有更强私密性，拥有独特的标准化体制，最大程度保障母婴的私密性及卫生条件。相比之下，爱帝宫的独门独院式月子中心服务质量有保障，具备集约化管理、完善的服务体系及高私密性环境，性价比极高。

图表 5：月子中心服务模式对比

	独门独院式		酒店公寓式			医院附属式	
	护士型	月嫂型	独立封闭护士型	独立封闭月嫂型	公共混合月嫂型	独立封闭护士型	公共混合护士型
安全	全天候独立安保系统，进出实行登记制	全天候独立安保系统，进出实行登记制	全天候独立安保系统，进出实行登记制	独立安保系统，进出实行登记制	进出人员类型较复杂，共用酒店安保系统	独立安保系统，进出实行登记制	进出人员类型较复杂，共用酒店安保系统
卫生	从外至内实行医疗级别消毒隔离措施	无法实行医疗级别消毒隔离措施	从外至内实行医疗级别消毒隔离措施	无法实行医疗级别消毒隔离措施	外部环境及公共区域无法实行彻底的消毒隔离措施	虽不在医院大楼，但仍不在医院区域，感染病毒风险较高	医院病毒集中，无法为健康人群隔离病毒
餐饮	由营养师及专业厨房团队按客户自身情况量身定制月子膳食	无法为客户量身定制月子膳食	由营养师及专业厨房团队按客户自身情况量身定制月子膳食	无法为客户量身定制月子膳食	共用酒店厨房，无法完全做到量身定制合理膳食	无专属厨房及专业营养师团队	无专属厨房及专业营养师团队
护理人员	专业院校毕业，培训合格后上岗，专人专岗	缺乏专业培训，非专人专岗	专业院校毕业，培训合格后上岗，专人专岗	缺乏专业培训，非专人专岗	缺乏专业培训，非专人专岗	综合性护理人员，不具备针对性	综合性护理人员，不具备针对性
产后修复	产后修复项目多、服务好、环境优，效果明显，针对性强	产后修复项目不明显，针对性较弱	产后修复项目多、服务好、环境优，效果明显，针对性强	产后修复项目不明显，针对性较弱	产后修复项目大多在房间内完成，可使用的器材及产品有限	产后修复品类缺乏，缺乏独立空间，服务较差	产后修复品类缺乏，产后修复项目大多在房间内完成，可使用的器材及产品有限，服务较差
评价	专业度高，安全度高，私密性强	专业度弱，安全度高，私密性强	专业度高，安全度高，私密性强	专业度弱，安全度高，私密性强	专业度弱，安全度弱，私密性弱	专业度弱，安全度弱，私密性强	专业度弱，安全度弱，私密性弱

资料来源：公司资料，第一上海

图表 6：月子中心分店介绍

门店	深圳香蜜湖总院	深圳南山旗舰院	银湖别墅院	北京别墅院	成都分院
月子房间数	112间	149间	48间	54间	72间
特色	30亩私家都市园林，市中心天然氧吧	单体规模5万余平米的一站式母婴城	位于笔架山脚，城市隐贵独栋别墅	中西合璧园林别墅，原生态的世外桃源	成熟医疗配套，现代化母婴健康综合体
环境	 	 	 	 	 

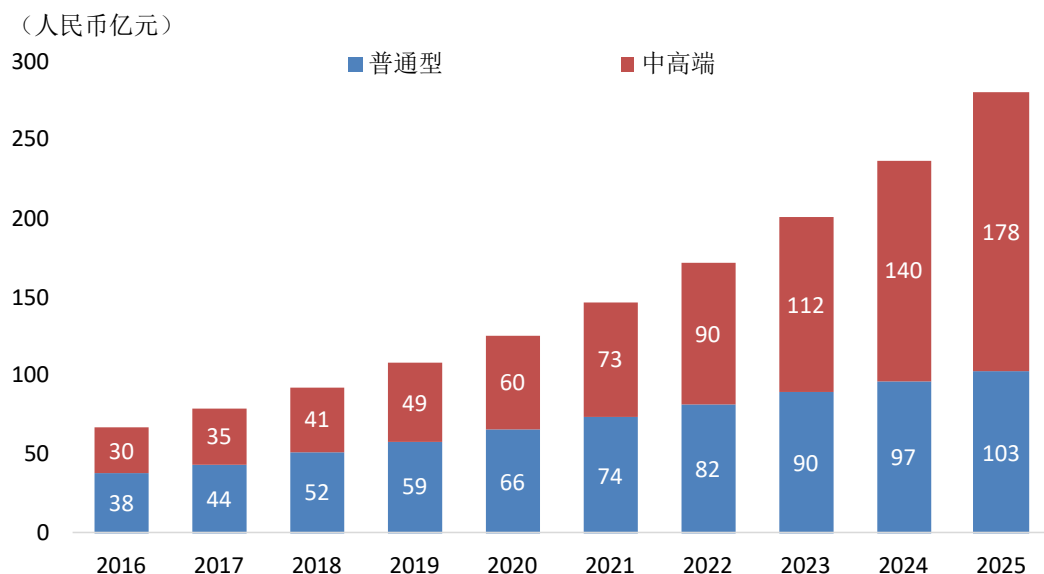
资料来源：公司资料，第一上海

月子服务行业处高速发展期，市场规模加速扩张

随着消费升级、二胎政策、消费观念转变等因素推动，消费者对月子中心的需求不断提升，月子中心市场规模有望持续扩大；预计 2025 年月子中心市场规模有望突破 280 亿元。

月子服务是为产后母婴提供健康照护服务的新兴健康服务业，中国大陆月子中心行业于十几年前起步，2011年起进入高速发展期。根据产业信息网发布的行业研究与投资前景分析报告统计数据，中国大陆月子中心2010–2014年市场规模复合增速达42%，目前主要市场分布于一线及新一线城市，市场潜力尚未得以释放，未来市场发展空间极大。近几年，随着消费升级、二胎政策、消费观念转变（对月子中心接受度提升）等因素推动，消费者对月子中心的需求不断提升，月子中心市场规模有望持续扩大。根据弗若斯特沙利报告数据，2018年月子服务市场规模达人民币92.6亿元，其中，普通型及中高端月子中心市场规模分别为人民币51.6亿元41.0亿元，2016-2018年复合增长分别达16.8%%及17.3%；考虑到目前国内月子中心市场渗透率仅达5%左右，处于行业高速发展初期，预计2025年月子中心市场规模有望突破280亿元，2019-2025年普通型及中高端月子中心市场复合增速分别有望达9.8%及23.9%，中高端月子中心市场尤其具备增长潜力。

图表 7：中国月子服务市场增长趋势



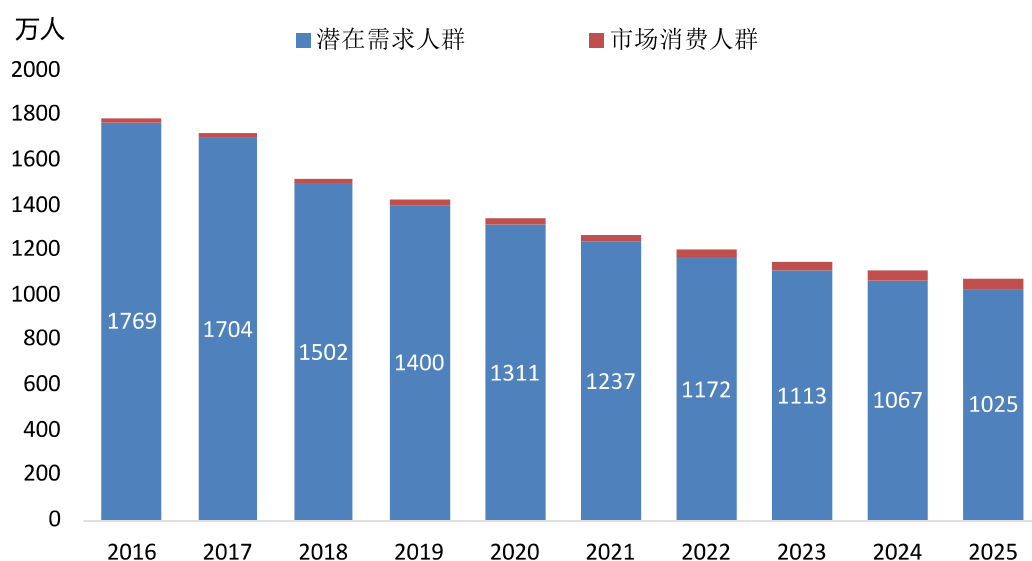
资料来源：弗若斯特沙利，第一上海

行业高度分散，月子中心市场上升空间极大

考虑到 2018 年中国大陆月子中心行业市场渗透率仅 5% 左右，行业高度分散，对比之下，较为成熟的中国台湾月子中心市场渗透率已超过 60%，假设大陆一线及新一线极具消费潜力的城市市场渗透率以每年 2% 的速度上升，仍需数十年发展至成熟市场。考虑到国内市占率排名前五家月子中心占比仅为 11.3%，我们认为中国大陆月子中心市场仍有极大上升空间。

根据弗若斯特沙利行业报告表示，2018 年中国大陆月子中心行业市场渗透率仅 5% 左右，行业高度分散，对比之下，较为成熟的中国台湾月子中心市场渗透率已超过 60%，假设大陆一线及新一线极具消费潜力的城市市场渗透率以每年 2% 的速度上升，仍需数十年发展至成熟市场。考虑到国内市占率排名前五家月子中心占比仅为 11.3%，我们认为中国大陆月子中心市场仍有极大上升空间。

图表 8：中国月子中心行业市场需求



资料来源：弗若斯特沙利，第一上海

政策利好月子中心行

2017 年，国家质检总局、国家标准委联合发布《母婴保健服务场所通用要求》，针

业，一线城市（深圳）新生儿数量处增长趋势，市场需求稳步上升。

对月子中心等母婴服务保健行业在安全、卫生、专业及舒适等四个方面提出要求，不仅奠定了月子中心的发展标准，亦推动着母婴服务行业规范发展，为消费者提供服务质量保障。受益于二胎政策出台，2017 年新生儿数量达 1720 万人，其中 883 万婴儿为二胎，占比 51.2%，月子中心市场需求稳步上升。据公开数据显示，尽管中国整体出生率下降，深圳等一线城市新生儿数量仍处增长趋势，成为月子中心最优市场。

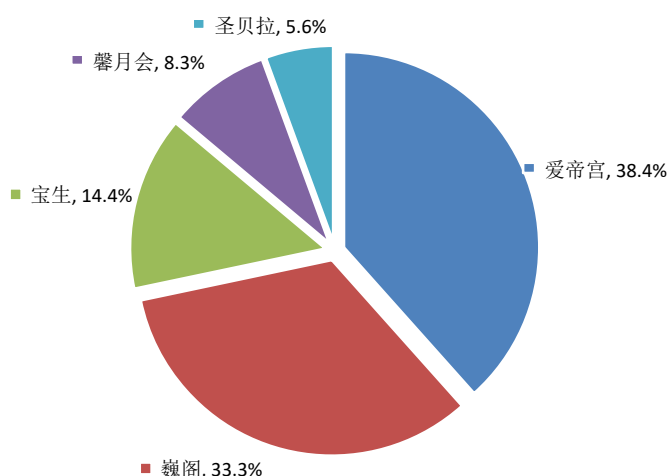
竞争优势

深圳月子中心市占率第一，品牌优势明显

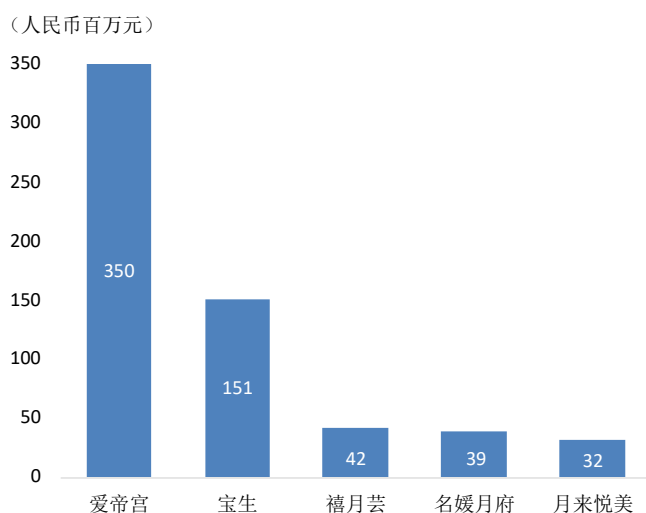
爱帝宫凭借优秀口碑及高质量服务稳居国内市场领先地位，占全国市场份额的 4.3%，占深圳月子中心市场份额的 31.0%，领先后者 17.6pp，品牌优势明显。

根据行业报告数据，月子中心多存在于消费及经济水平较高的一二线城市，其中深圳及北京月子中心市场起步较早。深圳作为消费水平高、出生率高的代表城市之一，属月子中心兴旺市场，2018 年月子中心市场规模达 11.3 亿元，成为中高端月子中心行业最具发展潜力的城市之一。除此，新生儿父母健康意识提升导致更多家庭开始重视孕期及产后护理，月子中心“一条龙”式母婴服务亦将受到新一代产妇的欢迎。作为早期立足于深圳最优月子中心市场的企业之一，爱帝宫凭借优秀口碑及高质量服务稳居国内市场领先地位，占全国市场份额的 4.3%，占深圳月子中心市场份额的 31.0%，领先后者 17.6pp，且剩余排名前四机构合计仅占市场 23.1%，品牌优势明显，随着市场渗透率的稳步上升，有望实现高速增长。除此，深圳市品质消费研究院近期开展的消费者口碑指数调研结果显示，10 家被调查的月子中心平均消费者推荐指数为 26.41，其中爱帝宫以 37.14 的推荐指数位居深圳月子中心第一，尤其在服务能力、服务态度、专业度等方面表现优异，获得较多消费者认可及推荐。考虑到未来十年为月子服务发展黄金年代，公司自 2007 年准入一线城市的高端月子中心市场，至今拥有 13 年专业科学月子服务经验，具备先发优势，短期内难以被超越，有望持续稳固行业领跑地位。

图表 9：2018 年中国月子中心前五家市场份额占比



图表 10：2018 年深圳地区月子中心总营收排名



资料来源：弗若斯特沙利文，第一上海

资料来源：弗若斯特沙利文，第一上海

提倡科学坐月子，明星效应助力爱帝宫品牌宣传。

爱帝宫秉承着“科学坐月子”的理念，引起诸多演艺圈、体育界、商界等各界名人名流的关注。通过十余年的口碑沉淀，公司荣任深圳市母婴协会会长单位，获得“中国高端品牌妇幼保健机构”、“深圳市健康领军企业”等 20 项荣誉。据公开资料显示，公司运营期间陆续迎来 20 余位明星夫妇入住，业内外好评如潮，品牌

形象广受瞩目。

高标准化运营体系构筑护城河，行业市场份额有望持续提升

产品、服务、管理高度
标准化运营体系，塑造
优秀品牌形象。

爱帝宫拥有专家组合团队，涵盖母婴专业营养、新生儿早教智力开发、新生儿健康护理、产后塑形、产后康复、中医调理保健等 9 大月子照护服务体系，涉及超过 1300 项操作指标，且运用大数据等技术手段，提高企业运营效率。除此，公司拥有专业培训团队及完善的培训体系，护理人员及店长皆需按岗前培训考核结果安排上岗，考核内容包括职业专业度、客户满意度等操作流程，均有质量监控专门人员实施监管，标准化筛选流程保障服务质量速度。除此，公司护理人员与产妇配备比例高达 2.3：1，以现代科学的方法照顾产妇的饮食、护理、产后修复、居住环境及家庭关系，以及新生宝宝的护理、喂养及早教，减少因缺乏产后护理知识、代沟、身材走样等因素造成的产后抑郁及家庭矛盾。爱帝宫凭借多年行业经验，已建立独特的标准化运营体系，入住率逐步提高，2019 年深圳、北京、成都门店平均入住率分别高达 93%、90%、70%，其中，成都店于 2018 年 10 月开业，目前已进入收获期，成功实现异地快速复制扩张。综上，高标准化运营体系加速月子中心扩张速度，成功实现门店异地快速复制，助力公司实现每年 300-400 间新增月子房扩张目标，有望快速占领行业市场份额，维持行业领先地位。

图表 11：月子期护理方法对比

	传统方法	现代科学
饮食	主要以填鸭式的猛吃猛补为主，普遍营养意识或条件有限；产妇有身材走样的风险	秉承传统坐月子的饮食精华，以现代营养学理念为基础，根据产妇及宝宝的营养需要，量身定制科学专业的月子营养餐及系统饮食，不增加产妇身体负担，健康地恢复
产妇护理	规矩禁忌多：卧床、怕风、怕水、忌生冷等；不讲现代医院专业护理，造成产妇难受，有“月子病”风险	学习权威的母婴健康指导，根据产妇具体情况，适当运动、洗浴、沐浴及照射阳光，让月子变得舒适，让产妇享受坐月子
产后修复	仅食疗及少量运动，缺乏产后康复知识	通过母婴权威专家指导、科学仪器或手法有针对性的进行产后盆底肌肉功能恢复、阴道紧缩、乳房形状保护、淡化妊娠纹、产褥期保健操等产后修复
宝宝护理	吃多怕撑着，吃少怕饿着	专家指点迷津，每日细心护理，科学补钙补铁，解决小儿黄疸等问题；安全游泳长智力，每日给予爱抚触摸，舒畅小儿神经元
宝宝喂养	仅限于让宝宝吃饱，缺乏营养成分衡量，进食或无规律	坚持母乳喂养，食补到位，养成按时进食的好习惯，为宝宝成长打好基础
宝宝早教	普遍缺乏早教意识	宝宝每日早早教，专业人士指导育婴人才，听力训练陶冶情操，感知训练启智力
居住环境	家庭环境较熟悉舒适，但沟通交流空间受限制，易多思及犹豫	专业月子机构，享受度假村的舒适设施，可多参加相关母婴健康知识讲座，与其他产妇相互交流心得及育儿经验，远离抑郁及压力
家庭关系	缺乏产前、产后科学知识的学习，未能形成坐月子的共识；极易出现传统观念与现代意识的碰撞、夫妻间意见不统一等情况，造成不和谐及家庭矛盾	全家可共同学习专业育婴知识，了解先进医学科学，结合传统思想观念，让新老两代人观念达成共识，化解夫妻分歧，维持和谐幸福家庭

资料来源：公司资料，第一上海

图表 12：部分月子照护服务体系

母婴专业营养体系：



新生儿早教智力开发体系：



新生儿健康护理体系：



产后康复体系：



产后塑形体系：



中医调理保健体系：



资料来源：公司资料，第一上海

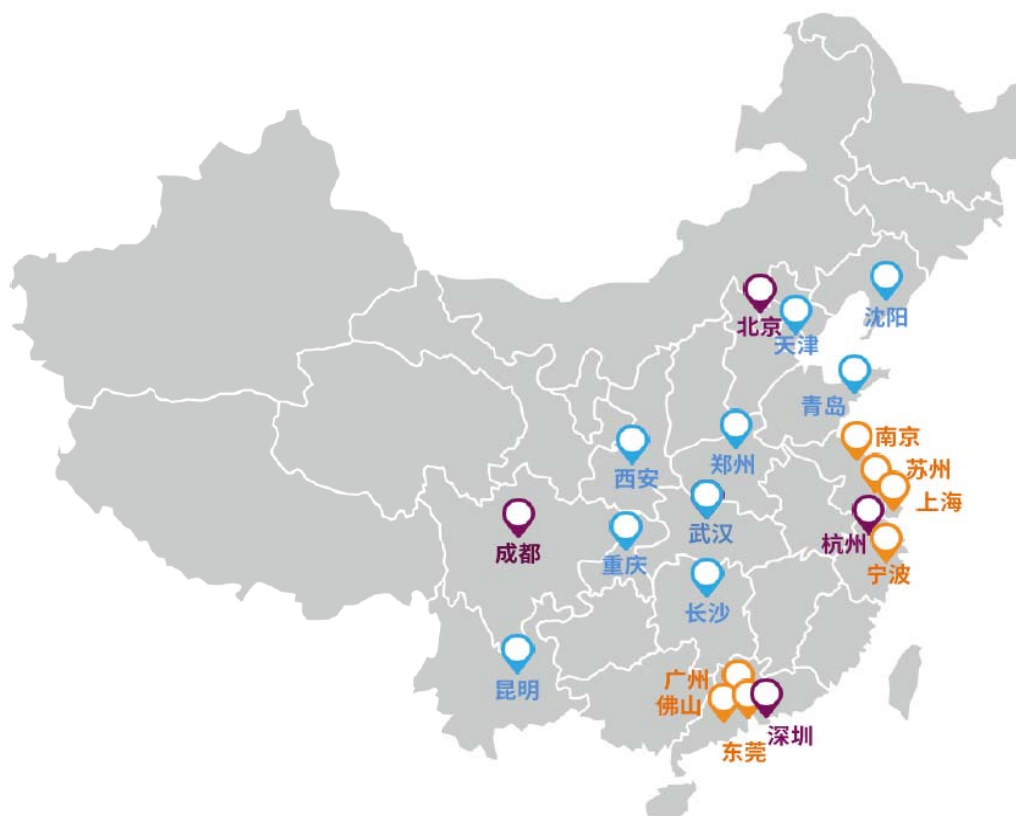
“内生+外延”模式加速占领母婴健康市场，未来成长可期

优先布局高端月子中心 公司优先布局高端月子中心市场，通过“内生+外延”发展策略实现可持续增长。市场，将通过“内生+外延”发展策略实现持续增长。2019年公司高端品牌（爱帝宫）新增月子房 54 间，累计开设月子房 435 间，未来将在全国加速布点，以每年 300-400 间房的速度扩张，下一步计划进入杭州、广州等一线及新一线城市。考虑到高端品牌整体目标房间数为 5000 间，公司将优先开发深圳、北京、成都、杭州等月子服务较优市场，第二及第三批扩张地区包括广州、东莞、佛山、苏州、南京、天津、重庆等城市。除此，公司将结合市场需求及教育程度，逐步渗透至二、三线城市，针对中等收入人群打造舒适型品牌，定价水平有望降至高端品牌（爱帝宫）的 70%，舒适型目标规模为 1.5 万间月子房。值得注意的是，舒适型月子中心品牌将通过“爱帝宫月子产业基金”，以体外孵化方式进行行业整合发展，爱帝宫将对其输出技术及管理体系，待实现经营提升后，对其进行收

购，进一步实现全方位占领月子服务市场，快速成为全国月子中心行业的绝对龙头地位。基于月子服务客户群体，公司未来将拓展非入住式社区化产后康复门店、母婴健康系列产品以及线上健康照护服务，有望打造全链路母婴健康产业生态链，方便未入住爱帝宫月子中心的产妇体验品牌“科学坐月子”的专业服务，深度挖掘高端客户价值。

综上，公司专注于月子服务，以自建品牌为主，并购为辅，“内生+外延”模式加速全方位占领月子服务市场，进一步提升市场份额，未来成长可期。

图表 13：爱帝宫全国扩张布局计划



资料来源：公司资料

疫情期间仍照常运营，值得注意的是，月子中心具备刚需特质，有别于其他服务业，疫情期间爱帝宫所有抗周期能力强；疫情利月子中心依然正常运营。考虑到月子中心的刚需特性及高质量品牌的稀缺性，我们认为爱帝宫拥有较强的抗周期能力，疫情利好其“内生+外延”发展策略的推进，有望加速扩张，以高性价比的水平收购舒适型月子中心，从同行中脱颖而出，成为全国月子中心行业龙头企业。

经验丰富管理层，拥有公司管理层朱主席及张主席拥有近 20 年医疗健康行业背景，经验丰富，助力公司长期发展。其中，朱昱霏女士为深圳爱帝宫创始人，同时担任公司行政总裁，朱主席曾任北京大学深圳医院产科护士长，是国内首批开展月子中心服务的创业家，现任深圳市母婴服务业协会会长以及深圳市第六届政协委员。张伟权先生于 2012 年 9 月起为爱帝宫董事局主席，具有近 20 年的医疗健康行业运营经验及丰富的行业资源，曾成功创办多家眼科医院、健康管理中心等。张主席于 2014 年入股深圳爱帝宫以来，主要负责爱帝宫的战略规划、资源整合。

健康产业

医学抗衰老业务及养生地产业务

医学抗衰老业务为针对高端人群的医美中心及健康服务，发展较稳定；养生基地主要面向高端人群，提供综合养生服务。集团分别拥有医学抗衰老业务及养生地产业务 80% 及 51% 的权益。

医学抗衰老板块包括生命抗衰老及医美抗衰老业务，主要为针对高端人群的医美中心及健康服务，发展较稳定。此外，集团位于粤港澳大湾区的罗浮山养生基地项目已取得土地约 123 亩，折合楼面地价人民币 474.4 元/平方米，项目正在开发建设中，计划于 2020 年中旬开始销售，预计养生公寓及养生别墅销售价格分别约人民币 1 万元及 1.5–2.0 万元每平米。养生基地主要面向高端人群，提供综合养生服务，如中医养生、睡眠养生、及食疗养生等，相关养生物业将予以出租或出售。集团分别拥有医学抗衰老业务及养生地产业务 80% 及 51% 的权益。2019 年，医学抗衰老及健康产业投资收入同比下降 25.1% 至 8612.40 万港元，主要由于 2019 年下半年医学抗衰老业务业绩下滑所致。

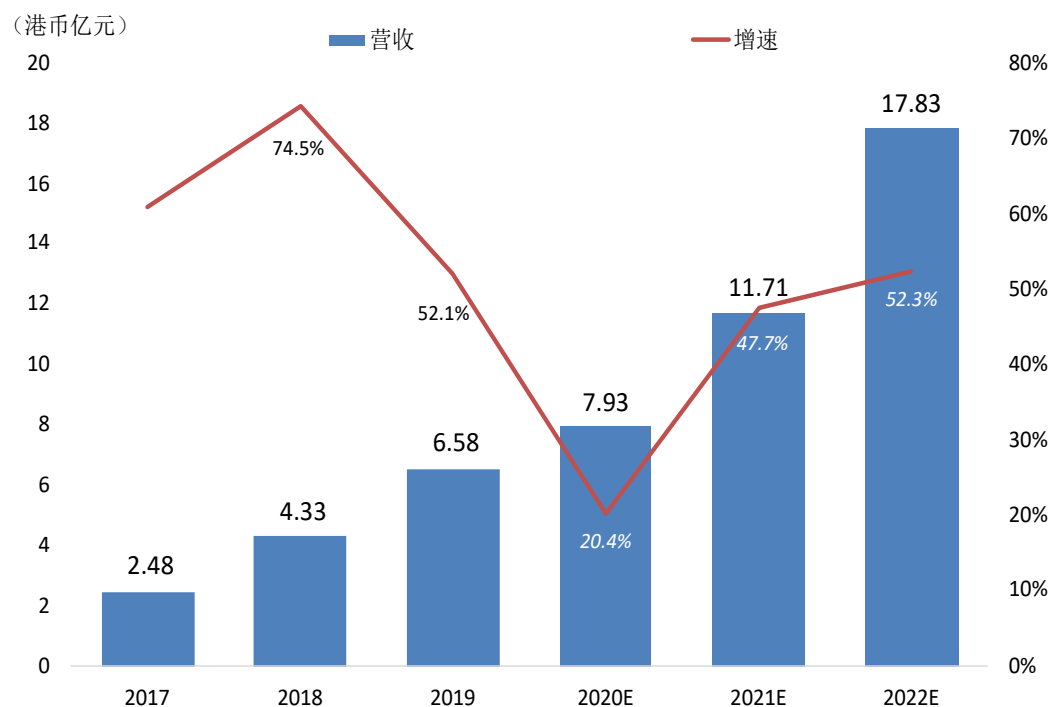
盈利预测与财务分析

重要假设及收入预测

我们结合月子中心综合情况，测算得出月子中心业务收入；考虑到月子中心行业正处高速发展初期，且公司费用率水平较稳定，业绩有望维持高速增长。

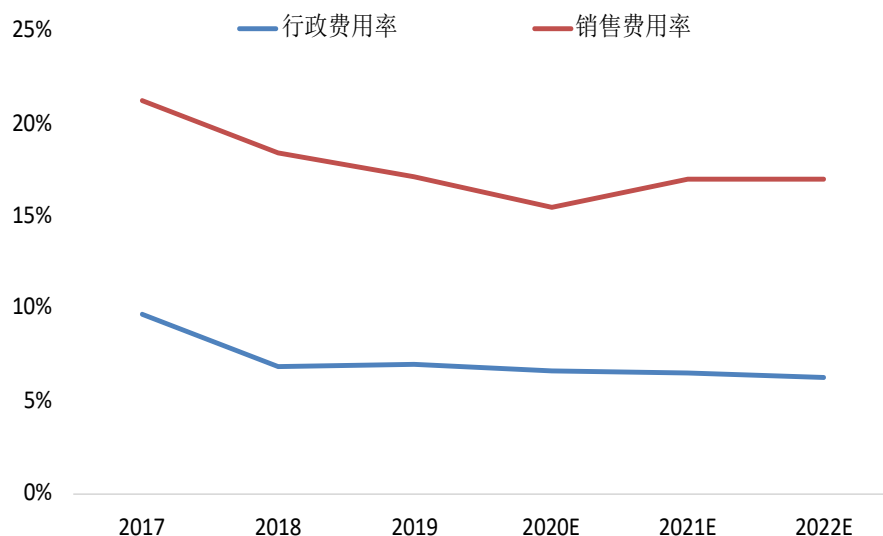
我们以分店为单位，综合月子房间数、入住率、客单价及月子房周转率数据，测算得出月子中心业务收入。考虑到深圳为爱帝宫总部，鉴于品牌口碑效应，我们认为深圳门店入住率将高于其他城市，预计饱和入住率达 90% 以上。除此，考虑到北京月子中心市场较为成熟，以及成都分店开业 8 个月后入住率已爬坡至饱和水平，我们假设其饱和入住率均超过 80%。此外，我们假设新开发城市首年入住率将为 45% 左右。考虑到月子中心行业正处高速发展初期，且公司费用率水平较稳定，公司业绩有望维持高速增长。

图表 14：2020-2022 年月子中心业务收入预测增长趋势



资料来源：公司资料，第一上海

图表 15: 2020-2022 年月子中心业务费用率预测趋势



资料来源: 公司资料, 第一上海

财务分析

平均单房年盈利持续上升, 预付费模式造就强劲现金流

平均单房年盈利持续上升, 预付费模式造就强劲现金流。

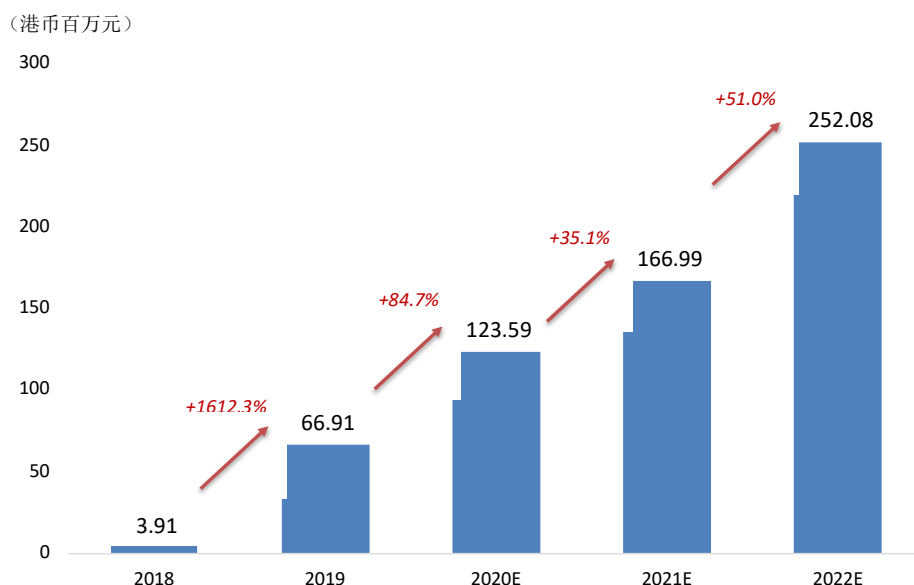
公司平均单房盈利持续稳步上升, 2019 年平均单房年盈利同比上升 14.0%至 24.10 万港元, 净资产收益率高达 38.6%, 我们认为公司未来盈利水平有望维持高增长态势。除此, 月子中心服务需提前 3-6 个月预订并支付 30%的合同订金, 且入住当天付全款, 我们认为预付费模式造就公司强劲现金流, 有望保障扩张计划顺利推进。

图表 16: 2020-2022 年集团盈利情况预测

(港币千元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	377,035	610,612	1,159,159	2,458,135	2,408,841
营业成本	-279,492	-419,031	-672,086	-1,514,953	-1,409,386
毛利	97,543	191,581	487,073	943,182	999,455
行政开支	-64,005	-89,081	-65,254	-108,595	-133,633
销售开支	-1,318	-37,906	-148,996	-258,858	-349,503
其他收入净值	20,998	18,570	-	-	-
营运溢利	53,218	83,164	272,823	575,729	516,319
财务成本	-37,724	-44,808	-46,366	-46,705	-46,009
除税前溢利	19,876	36,126	226,456	529,025	470,310
所得税	-8,768	-19,039	-64,561	-136,661	-117,003
期间综合溢利	11,108	17,087	161,895	392,364	353,307
归母净利润	2,160	11,237	122,596	262,269	284,414
少数股东权益	8,948	5,850	39,299	130,094	68,893
股本	2,996,255	3,209,882	3,830,915	3,830,915	3,830,915
每股盈利-基本及摊薄 (港仙)	0.07	0.35	3.20	6.85	7.42
股息	-	1,686	18,389	39,340	42,662
每股派息 (港仙)	-	0.067	0.48	1.03	1.11

资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 17: 2020-2022 年月子中心业务净利润预测增长趋势



资料来源: 公司资料, 第一上海

目标价 0.80 港元, 首次评级为买入

我们采用 DCF 估值法, 得出合理估值为 31 亿港币, 目标价 0.80 港元, 对应 2020 年 25 倍市盈率, 首次评级为买入。

考虑到爱帝宫为首家母婴健康行业上市公司, 且拥有较强抗周期能力, 我们采用现金流折现 (DCF) 估值法, 假设 WACC 为 10%, 永续增长率为 1%, 综合月子中心业务扩张计划, 测算得出合理估值为 31 亿港币, 目标价 0.80 港元, 对应 2020 年 25 倍市盈率, 较现价有 92.7% 上升空间, 首次评级为买入。

图表 18: 现金流折现 (DCF) 估值法

折现年限 (港币百万元)	高速增长期					稳定增长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2020E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总收入	1,159	2,458	2,409	2,431	3,008	3,639	4,325	5,062	5,855	6,700	7,602
EBIT	273	576	516	521	645	780	927	1,085	1,255	1,436	1,629
EBIT*所得税	78	149	128	132	163	198	235	275	318	364	413
折旧&摊销	80	101	126	127	158	191	227	265	307	351	398
营运资本变动	-44	186	-245	-247	-306	-370	-440	-515	-595	-681	-773
资本性支出	-138	-188	-200	-225	-250	-275	-300	-325	-350	-375	-400
自由现金流	94	526	69	44	83	128	179	236	298	367	442
永续期终值											5,186
折现至2020年自由现金流	94	480	58	34	58	81	103	124	143	161	2,250
基本参数 (港币百万元)											
WACC	10%										
永续增长率	1%										
企业价值	3,584										
净现金	(481)										
少数股东权益	39										
股权价值	3,064										
股本 (百万股)	3,831										
目标价 (港币)	0.80										
现价 (港币)	0.415										
上升空间	92.7%										

资料来源: 公司资料, 第一上海

风险因素

月子房扩张进度或将受疫情影响导致延期。	受疫情影响，国家宣布暂停聚集性活动，2020 年月子房扩张进度或将延迟，导致扩张速度不及预期。
受疫情影响，医学抗衰老业务 2020 年业绩或将受到负面影响。	受疫情影响，医学抗衰老业务 2020 年业绩或将受到负面影响。

主要财务报表

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	377,035	610,612	1,159,159	2,458,135	2,408,841
毛利	97,543	191,581	463,664	983,254	963,536
销售及管理费用	(65,323)	(126,987)	(278,198)	(589,952)	(578,122)
其他净收益	20,998	18,570	18,570	18,570	18,570
EBIT	53,218	83,164	204,035	411,872	403,985
财务开支	(37,724)	(44,808)	(17,387)	(36,872)	(36,133)
税前盈利	15,494	38,356	186,648	375,000	367,852
所得税	(8,768)	(19,039)	(37,330)	(75,000)	(73,570)
年度盈利	6,726	19,317	149,318	300,000	294,282
归母净利润	2,160	11,237	104,523	210,000	205,997
折旧及摊销	(14,229)	(24,747)	(43,760)	(64,885)	(90,072)
EBITDA	67,447	107,911	247,795	476,757	494,057
增长					
总收入 (%)		61.95%	89.84%	112.06%	-2.01%
EBITDA (%)		59.99%	129.63%	92.40%	3.63%
EPS (%)		-72.45%	830.17%	100.91%	-1.91%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	8,016	80,098	122,188	574,440	566,425
应收账款	206,665	323,777	374,894	426,525	424,818
存货	29,062	35,918	40,301	121,330	37,059
其他流动资产	237,748	437,713	437,713	437,713	437,713
总流动资产	481,491	877,506	975,096	1,560,008	1,466,016
固定资产	30,106	211,125	304,865	427,480	537,408
无形资产	214,288	822,952	822,952	822,952	822,952
其他非流动资产	641,833	1,225,046	1,188,887	1,152,729	1,116,570
总资产	1,367,718	3,136,629	3,291,800	3,963,169	3,942,945
应付账款	36,016	141,412	153,078	471,423	140,554
短期借款	316,941	650,902	650,902	650,902	650,902
应付税项	2,811	24,596	24,596	24,596	24,596
总短期负债	355,768	816,910	828,576	1,146,921	816,052
长期借款	0	374,738	374,738	374,738	374,738
其他长期负债	49,723	638,174	638,174	638,174	638,174
总负债	405,491	1,829,822	1,841,488	2,159,833	1,828,964
股东权益	962,227	1,306,807	1,450,313	1,803,336	2,113,981
每股账面值	0.32	0.41	0.45	0.56	0.66
营运资金	125,723	60,596	146,520	413,087	649,963

财务分析

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率 (%)	25.9%	31.4%	40.0%	40.0%	40.0%
EBITDA 利率 (%)	17.9%	17.7%	21.4%	19.4%	20.5%
净利率 (%)	0.6%	1.8%	9.0%	8.5%	8.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	17.3%	20.8%	24.0%	24.0%	24.0%
实际税率 (%)	56.6%	49.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率 (%)	42.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货周转天数	21	28	20	20	20
应收账款天数	0	20	12	7	7
财务状况					
负债/权益	0.4	1.4	1.3	1.2	0.9
收入/总资产	0.3	0.2	0.4	0.6	0.6
总资产/股本	26.0	1.0	1.0	1.2	1.2
盈利对利息倍数	1.8	2.4	14.3	12.9	13.7

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	19,876	36,126	226,456	529,025	470,310
融资成本	37,724	44,808	46,366	46,705	46,009
营运资金变化	(6,558)	(63,964)	36,085	286,728	(118,660)
所得税	(10,480)	(16,863)	(64,561)	(136,661)	(117,003)
营运现金流	40,562	107	244,346	725,796	280,656
资本开支	(25,531)	(17,023)	(137,500)	(187,500)	(200,000)
其他投资活动	4,172	(532,139)	0	0	0
投资活动现金流	(21,359)	(549,162)	(137,500)	(187,500)	(200,000)
负债变化	(64,826)	622,680	(46,366)	(46,705)	(46,009)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	0	0	(18,389)	(39,340)	(42,662)
融资活动现金流	(64,826)	622,680	(64,756)	(86,045)	(88,671)
现金变化	(45,623)	73,625	42,090	452,251	(8,015)
汇率影响	(13,399)	(1,543)	0	0	0
期初持有现金	67,038	8,016	80,098	122,188	574,440
期末持有现金	8,016	80,098	122,188	574,440	566,425

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

披露事项：第一上海或其联营机构在过去 12 个月内曾担任爱帝宫（00286）的配售代理。
（第一上海指第一上海证券有限公司）

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。