

### 中信证券研究部



**唐思思**  
首席传媒分析师  
S1010517080007



**徐晓芳**  
首席商业零售  
分析师  
S1010515010003

### 核心观点

**公司 2019Q3 营收及 MAU 增长均超预期，但受变现策略影响，信息服务订阅收入增长暂时放缓。我们上调 2019 年盈利预测为 1.71 亿元（前值为 1.67 亿元），考虑到公司变现系统升级对信息服务收入的影响仍将持续到 2020 年，以及未来市场费用的高投放仍将持续，我们下调公司 2020-2021 年盈利预测为 3.8 亿/6.1 亿元（前值为 4.2 亿/7.5 亿元），维持公司目标价 16.5 美元/ADS，维持“买入”评级。**

**2019Q3 营收超指引上限，但营销费用快速增长，利润符合预期。**2019Q2 公司实现营收 3.02 亿元（同比+79.6%），超过公司 Q2 业绩指引上限；公司实现毛利润 2.49 亿元，毛利率为 82.2%（同比-3.5pcts）。费用方面，公司销售/管理/研发费用分别为 1.6 亿/0.3 亿/0.4 亿元，费率分别为 51.8%/8.8%/10.1%（同比-12.8/-5.6/-3.1 pcts），同比下滑主要系规模效应导致，其中销售费用率环比提升 15.9pcts，主要系公司 Q3 加大获客投放所致。利润方面，公司实现净利润 3,160 万元，利润率为 10.4%，Non-GAAP 净利润为 4,049 万元，同比扭亏，Non-GAAP 利润率为 13.4%。根据公司业绩指引，公司预计 2019Q4 实现营收 3.2 亿~3.4 亿元（同比+74.9%~85.8%）。

**MAU 持续高速增长，但信息服务订阅商家数及付费用户有所下滑。**2019Q3，公司 MAU 为 342 万人（同比+144.3%）。收入结构上，公司信息服务收入达 2.1 亿元（同比+86.8%），信息服务订阅机构数量为 2,140 家，同比+96.8%，但环比略有下滑，主要系公司变现系统升级导致中小医美机构的广告投放减少所致，ARPPU 值为 10.0 万元（同比+21.3%）。公司预约服务收入达 0.9 亿元（同比+64.3%），GMV 为 9.8 亿元（同比+74.8%），付费用户达 17.3 万人（同比+60.1%），付费率为 5.0%（同比-2.7 pcts，环比-3.8pcts），主要系前期促销活动的新客在 Q3 付费减少所致，ARPPU 值为 5,659.1 元（同比+9.1%）。

**变现模式升级短期影响信息服务收入，但长期利好公司生态建设。**公司变现策略调整升级，将减少平台的广告加载率，未来将基于消费者的消费动机和消费线索数据，提升广告的转化效率，在保证获客效率的同时，提高信息服务付费的渗透率。我们认为，短期而言，公司变现系统的升级一定程度上将影响公司信息订阅服务的收入，但长期而言，更有利于公司的内容生态建设，提升用户体验及粘性，提升平台长期价值。

**风险因素：**用户拓展进程不及预期风险；行业竞争加剧风险；严控医师资格、办医资格、营销平台资质等监管风险；医疗事故等突发事件造成的平台形象受损风险。

**投资建议：**考虑到公司 2019Q3 业绩超预期，我们上调 2019 年盈利预测为 1.71 亿元（前值为 1.67 亿元），考虑到公司变现系统升级对信息服务收入的影响仍将持续到 2020 年，以及未来市场费用的高投放仍将持续，我们下调公司 2020-2021 年盈利预测为 3.8 亿/6.1 亿元（前值为 4.2 亿/7.5 亿元），当前股价对应 PE 分别为 52.2/23.2/14.6 倍，我们依然看好公司长期发展优势，维持公司目标价 16.5 美元/ADS，维持“买入”评级。

新氧	SY.O
评级	买入（维持）
当前价	12.47 美元
目标价	16.50 美元
总股本	78.61 百万股
流通股本	78.61 百万股
52 周最高/最低价	22.8/8.38 美元
近 1 月绝对涨幅	-2.1%
近 6 月绝对涨幅	-13.17%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	259	617	1122	1857	2702
增长率 YoY%	428%	138%	82%	66%	46%
归母净利润(百万元)	-11	-49	171	382	610
增长率 YoY%	NA	NA	NA	124%	59%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.1	-0.6	2.2	4.9	7.8
毛利率%	83%	85%	82%	82%	82%
每股净资产(元)	-2.12	-4.55	28.57	33.44	41.20
PE	-788.1	-181.6	52.2	23.2	14.6
PB	-53.4	-24.9	4.0	3.4	2.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 4 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	259	617	1122	1857	2702
营业成本	45	92	199	334	486
毛利率	83%	85%	82%	82%	82%
销售费用	127	306	504	771	1066
营业费用率	49%	50%	45%	42%	39%
管理费用	30	75	153	188	261
管理费用率	11%	12%	14%	10%	10%
研发费用	33	95	149	197	257
研发费用率	13%	15%	13%	11%	10%
营业利润	25	49	117	367	631
营业利润率	10%	8%	10%	20%	23%
净利息收入及其他损益	-12	9	83	88	104
利润总额	13	58	200	455	735
所得税	-4	3	29	73	125
所得税率	-30%	5%	15%	16%	17%
可转换可赎回优先股赎回价值的增值	29	104	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	-11	-49	171	382	610
净利率	-4%	-8%	15%	21%	23%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	441	563	1433	1640	1960
定期存款和短期投资	81	644	1206	1513	1966
应收账款	18	13	21	33	55
其他流动资产	12	58	104	176	263
流动资产	552	1278	2764	3363	4244
固定资产	1	3	6	9	12
长期股权投资	6	15	20	30	35
其他非流动资产	9	44	39	23	18
非流动资产	16	62	65	61	65
资产总计	568	1341	2829	3424	4308
应交税费	11	42	24	36	50
合约支付款	46	117	221	366	514
应付职工薪酬	42	71	157	219	282
应计费用及其他	42	72	181	175	224
流动负债	141	302	582	795	1070
流动负债	141	302	582	795	1070
负债合计	141	302	582	795	1070
股本	0.08	0.07	0.26	0.26	0.26
资本公积	0	0	2433	2433	2433
股东权益合计(含少数股东权益)	-167	-358	2246	2629	3239
负债、夹层股本及股东权益总计	568	1341	2829	3424	4308

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	13	58	200	455	735
所得税支出	4	-3	-29	-73	-125
折旧和摊销	1	2	1	1	2
营运资金的变化	65	131	122	55	71
其他经营现金流	9	11	109	79	100
经营现金流合计	91	199	403	518	782
资本支出	0	-6	-3	-4	-5
短期投资	13	-543	-562	-308	-452
其他投资现金流	-6	-20	-5	2	-5
投资现金流合计	7	-569	-570	-310	-462
发行股票	0	0	1037	0	0
其他融资现金流	325	485	0	0	0
融资现金流合计	325	485	1037	0	0
现金及现金等价物净增加额	422	123	870	207	320
税前利润	13	58	200	455	735
所得税支出	4	-3	-29	-73	-125

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	428%	138%	82%	66%	46%
营业利润	#NA	98%	138%	215%	72%
归母净利润	#NA	#NA	#NA	124%	59%
利润率 (%)					
毛利率	83%	85%	82%	82%	82%
净利率	-4%	-8%	15%	21%	23%
EBIT Margin	5%	8%	14%	21%	25%
EBITDA Margin	5%	8%	14%	21%	25%
回报率 (%)					
净资产收益率	7%	8%	10%	16%	21%
总资产收益率	5%	6%	8%	12%	16%
其他 (%)					
资产负债率	25%	23%	21%	23%	25%
所得税率	-30%	5%	15%	16%	17%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。