

首次覆盖

目标价: HK\$0.79

上升/下降空间: +88.1%

中国医药行业

爱帝宫 (286.HK)

中国领先的月子服务专家

UP

MP

OP

财务资料

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	377	611	1,159	2,458	2,379
增长 (%)	-20.6%	62.0%	89.8%	112.1%	-3.2%
经调整净利润	2	11	123	261	308
增长 (%)	51.9%	420.2%	991.7%	112.4%	18.0%
股本回报 (%)	62.3%	1.3%	11.8%	22.7%	17.2%
资产回报 (%)	43.8%	0.5%	5.0%	11.5%	9.4%
市盈率 (x)	n.m	n.m	13.1	6.2	5.2
市净率 (x)	1.3	1.0	1.1	0.8	0.7

资料来源: 公司、安捷证券预测, 数据截至 2020 年 05 月 22 日

公司专注月子服务, 通过“内生+外延”的方式发展。公司于 2019 年 9 月收购深圳爱帝宫母婴健康管理有限公司(以下简称“深圳爱帝宫”) 88.52% 股权, 合共持有 94.95% 股权, 成为月子服务行业的头部企业, 未来将专注发展月子服务业务, 核心月子服务内容分为九大体系, 服务内容丰富, 目前“爱帝宫”品牌主打高端市场。未来将通过新建子品牌进入中端月子中心市场, 公司有望进一步扩宽市场及增强先发优势。

投资亮点。 1) 深圳爱帝宫正处于高速扩张的初期阶段, 未来将在一线/新一线城市加速布局“爱帝宫”品牌, 预计建设月子房目标总数超 5,000 间; 2) 公司将通过外延的发展战略发展舒适型月子中心子品牌, 将通过“爱帝宫月子产业基金”, 以体外孵化的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, 适时收购成熟店, 从而实现全方位地占领月子服务市场; 3) 月子服务业具有独特的刚需属性, 全球新冠肺炎疫情大流行的背景下, 深圳爱帝宫所有的月子中心严格执行国家有关部门颁布的防御措施, 保持正常运营; 以及 4) 公司 2019 年平均单房年盈利 24 万港币, ROE 高达 38.6%, 客户需提前 3-6 个月预订, 并预付 30% 的合同订金, 入住当天付全款, 预付费模式造就公司强劲的现金流。

财务假设。 我们预测深圳爱帝宫的收入 FY20E-22E 将按照+20.0%/+47.0%/+51.0%的增长率增长至约 7.90/11.62/17.54 亿港元, 月子服务业务将占公司整体收入约 68.2%/47.3%/73.7%。FY20E/21E/22E 公司整体毛利率为 42.0%/38.3%/41.5%, 其中, 深圳爱帝宫的毛利率为 43.8%/43.0%/42.5%。基于月子服务板块带来的利润贡献, FY20E/21E/22E 公司整体净利润预计同比增长+991.7%/+112.4%/18.0%, 整体净利率达 10.6%/10.6%/12.9%; 深圳爱帝宫的净利率为 16.4%/15.8%/15.5%, 预计净利润达 1.30/1.83/2.73 亿港元。

估值与风险。 我们采用现金流贴现(DCF)方法对公司进行估值。我们基于现金流贴现的估值方法显示, 公司的隐含价值为 30.2 亿港元, 目标价为港币 0.79 港币, 对应 24.7 倍 FY20E 年市盈率水平, 首次覆盖给予买入评级, 原因为: 1) 中国新增人口红利; 2) 爱帝宫品牌优势; 3) 新兴行业具备较大成长空间; 及 4) 强劲的盈利能力及现金流。风险: 1) 行业监管真空, 政策未来存在不确定性; 2) 经营成本的不确定性; 及 3) 服务事故及纠纷。

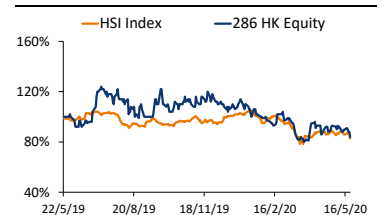


股票数据

收市价(HK\$)	0.42
52 周最高(HK\$)	0.65
52 周最低(HK\$)	0.40
平均每日成交量(mn)	13.66
总股本(mn)	3,830.92
总市值(HK\$m)	1,608.98
年初至今涨跌(%)	-23.64
50 日均线(HK\$)	0.44
财政年度	12/2020

数据来源: 彭博

股价近期表现



数据来源: 彭博

Team Coverage

research@ajsecurities.com.hk

目录

投资概览.....	3
投资风险.....	4
重点图表.....	5
行业概览.....	6
公司简介.....	11
估值.....	15
财务分析与预测.....	16
财务模型.....	19
附录.....	22
免责声明.....	24

投资概览

中国新增人口红利

随着中国 2015 年“二孩政策”的落地，加之近年国民生活水平的大幅提高，导致计划生育时期所积攒的生育需求逐步释放，同时 80 后、90 后也到达了婚育高峰期，许多家庭都把“生育二孩”提上日程。因此，在未来十年内，产后恢复以及母婴市场的需求将得到大幅提升，为月子中心产业提供新的机遇。

爱帝宫品牌优势

爱帝宫(286.HK)在中国属于高端月子中心知名品牌，具有 13 年运营历史，通过其标准化的运营体系，稳固的专家组合团队，领先的技术以及专有的产品，在中国具有优秀的品牌口碑。

新兴行业具备较大成长空间

中国的月子中心预测到 2025 年市场规模的年复合增长率达 17.3%，中高端可望高达 23.9%。同时，月子中心市场成长空间巨大，国内月子中心的 2018 年市场渗透率不到 5%，相较同期成熟地区(台湾超过 60%)有很大市场空间。

强劲的盈利能力及现金流

公司 2019 年平均单房年盈利 24 万港币，ROE 高达 38.6%，客户需提前 3-6 个月预订，并预付 30% 的合同订金，入住当天付全款，预付费模式造就公司强劲的现金流。

投资风险

行业监管真空，政策存在不确定性

由于从国家到地方暂时缺乏完善的相关法规和准入制度以及对月子中心行业的监督管理，因此国内不同月子中心在区位环境、床位数量、人员素质等方面可能存在较大差异。伴随着行业的发展，许多不具备资质的月子中心进入市场，却缺少明确的管理机构。如出现较为严重恶性事件的发生，可使行业发展陷入低谷期。

经营成本的不确定性

近年来中国一二线城市房租价格持续高涨，同时物价、人力成本均出现不同程度的上升，使企业的经营成本不断提高；而经营成本的上涨在一定程度上会增加企业的盈利压力。

服务事故及纠纷

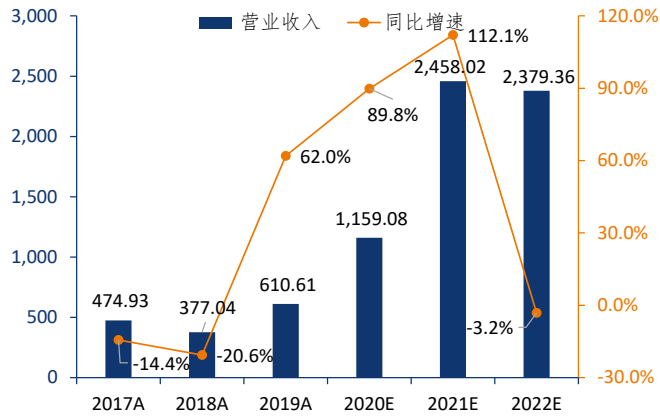
中国月子中心属于新兴行业，没有法律约束且无主管机关，容易发生事故或纠纷。

市场饱和后的行业竞争风险

随着公司业务向全国各地不断拓展，以及新的母婴生活护理服务机构不断进入市场，公司将面临更加激烈的竞争环境。

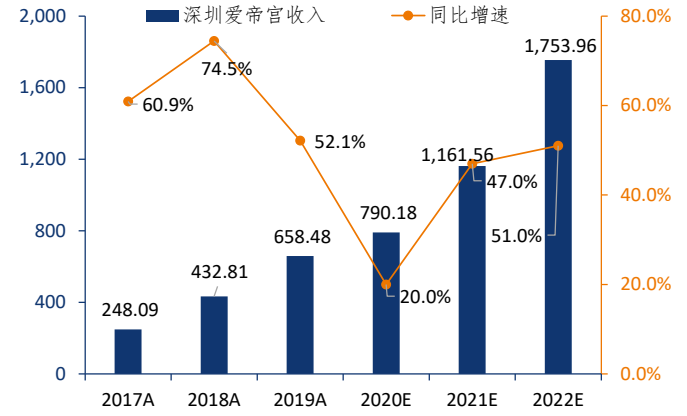
重点图表

图 1: 集团总收入及增长率(单位: 百万港元)



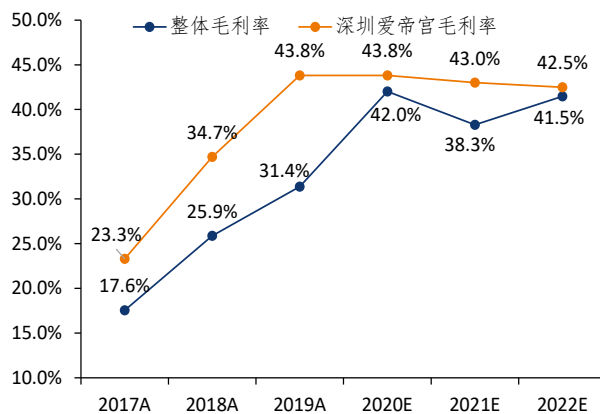
资料来源: 公司、安捷证券预测

图 2: 深圳爱帝官收入及增长率(单位: 百万港元)



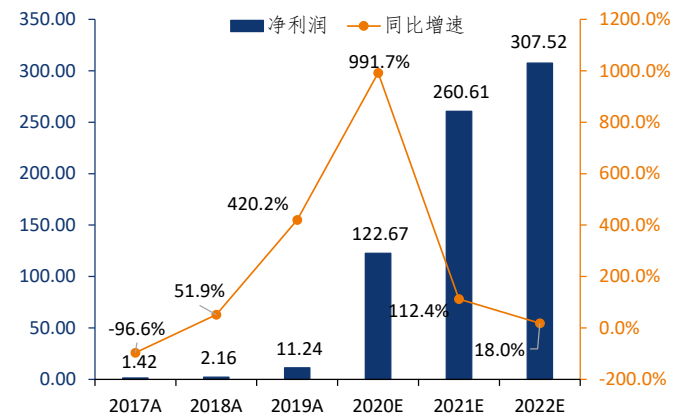
资料来源: 公司、安捷证券预测

图 3: 毛利率变化趋势及预测



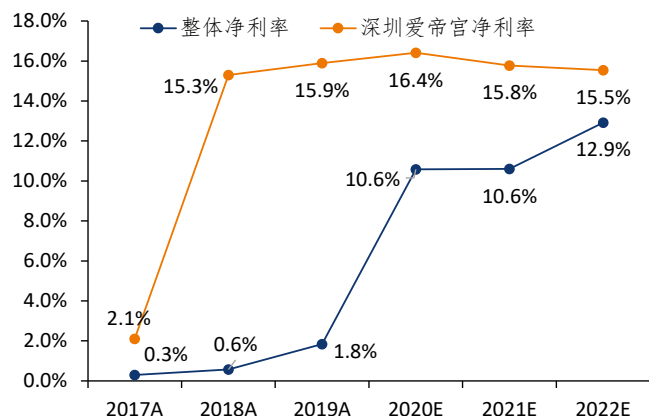
资料来源: 公司、安捷证券预测

图 4: 集团净利润及同比增速 (单位: 百万港元)



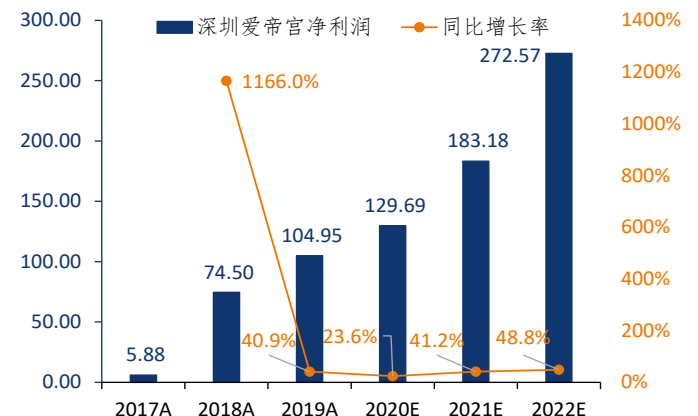
资料来源: 公司、安捷证券预测

图 5: 净利率变化趋势及预测



资料来源: 公司、安捷证券预测

图 6: 深圳爱帝官净利润及增长率 (单位: 百万港元)



资料来源: 公司、安捷证券预测

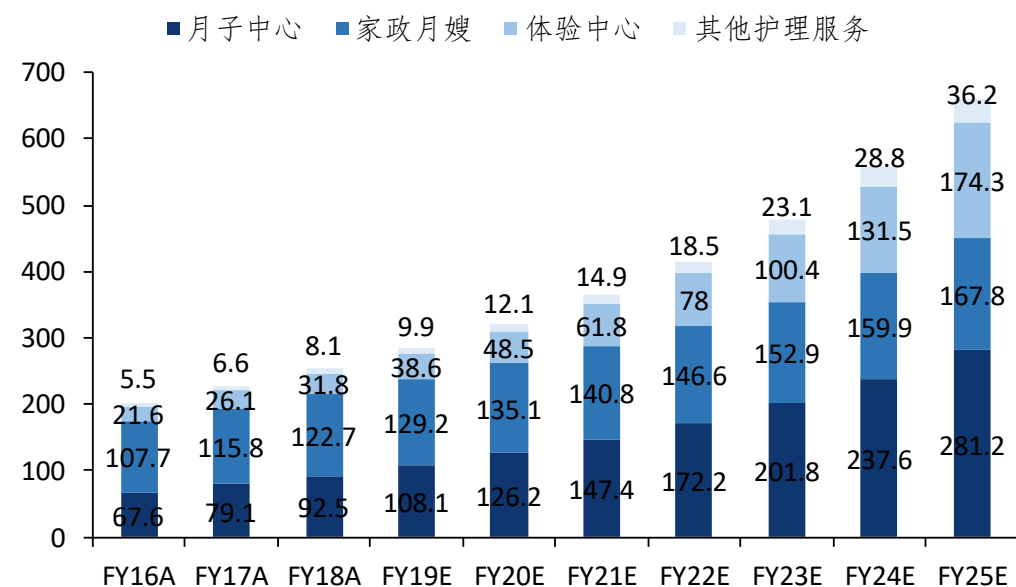
行业概览

月子中心行业

坐月子是指孕妇产后用一个月(顺产)或 42 天(剖腹产)的时间进行休养,而月子中心则是为产后孕妇提高专业的产后恢复(坐月子)服务的场所。月子中心,于上世纪 90 年代起源于台湾,以“科学坐月子”为理念,专为产妇提供产后身体恢复、为新生儿提供专业喂养照料的母婴健康护理机构。月子中心的服务价格不菲,价位区间从每月 2 万到 8 万甚至更高,属于消费升级的领军者。目前在中国尚处于小众的市场,但在台湾等成熟地区已经有高达 60% 的渗透率。根据弗若斯特沙利文预测, FY25E 月子中心行业市场规模达 281.2 亿元人民币,其中中高端服务模式有望达到 178.2 亿元人民币。FY19A 至 FY25E 年月子中心行业市场规模的年复合增长率达 17.3%,其中中高端年复合增长率高达 23.9%。

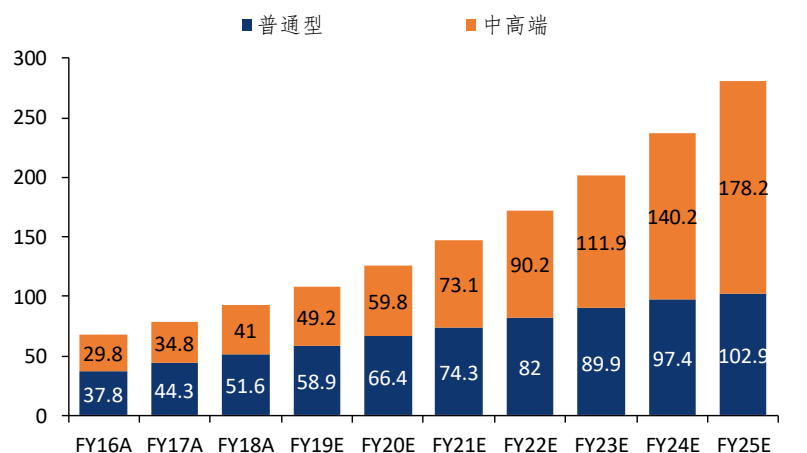
新增的人口红利将带来行业较大的成长空间。随着 2015 年开始的“二孩政策”放开,加之国民生活水平的大幅提高,导致计划生育时期所积攒的生育需求逐步释放,同时 80 后、90 后也到达了婚育高峰期,许多家庭都把“生育二孩”提上日程。因此,在未来十年内,产后恢复以及母婴市场的需求将得到大幅提升,为月子中心产业提供新的机遇。月子中心作为新兴高端服务业,渗透率不断提升带来的增量尚处于行业发展的初级阶段,远未达到饱和点。

图 7: 中国母婴健康管理行业市场规模 (亿元人民币)



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

图 8: 中国月子中心按服务模式细分市场规 模 (亿元人民币)

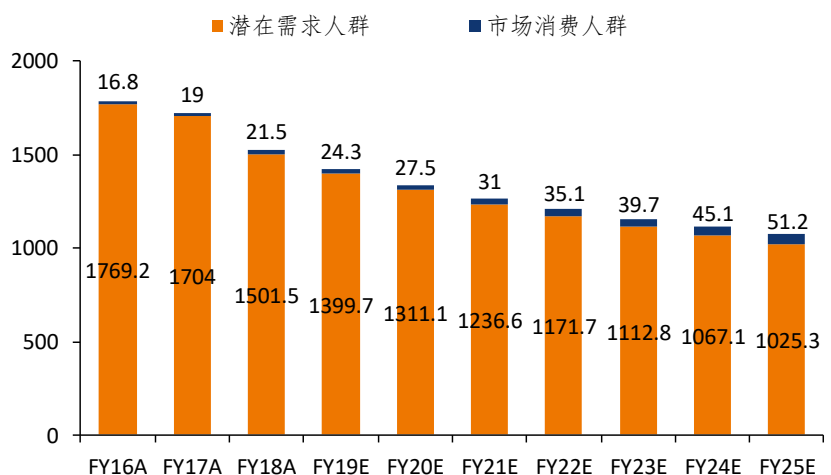


资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

中国月子中心市场渗透率不高, 对比海外市场拥有巨大的成长空间。根据弗若斯特沙利文报告, FY19A 中国月子中心的市场渗透率仅为 1.7%, 对比习惯相似的台湾月子中心成熟市场, 其渗透率达 60% 以上。

全民健康理念的转变将会是未来月子中心渗透率提高的关键驱动力。妊娠和分娩是女性特有的生理过程, 期间大量的营养补充、运动量减少等均可导致孕产妇体重增加、身形肥胖, 不利于母亲及宝宝的健康。中国传统的“坐月子”习俗通常要求产妇卧床静养, 并进食大量补品, 不仅可能会让产妇体态发生较大的改变, 还会引起高血压、糖尿病、冠心病等健康问题, 另外, 长时间的卧床也不利于产后恢复。但随着现代女性对于追求健康养生、高效修复理念的转变, 月子中心等专业机构的消费需求得到快速增长。

图 9: 月子中心行业需求 (万人)



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

月子中心产业在中国仍未完全发展成熟，市场主要集中在一二线城市及部分经济发达的城市。根据艾媒咨询(iiMedia Research)数据显示，截止2019年6月，上海的月子中心数量最多，占比15.6%，其次是北京，占比13.3%；天津、成都、重庆、杭州、深圳、广州拥有月子中心数占比均超过4%；而在西宁、银川、长沙、南昌、呼和浩特等地区，月子中心的发展仍较为缓慢。

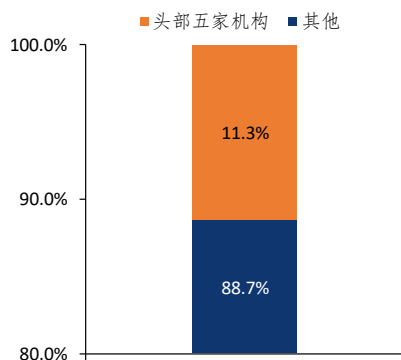
图 10: FY19E 中国主要城市月子中心商户分布情况



资料来源：公司，艾媒咨询，安捷证券

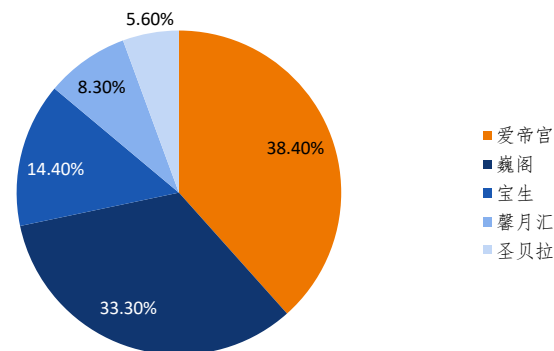
中国月子中心行业市场集中度同样不高，头部 5 家机构市场集中度仅为 11.3%。根据弗若斯特沙利文报告，按 FY18A 营业收入计算，爱帝宫在中国内地的月子中心行业市场占率为 4.3%，为行业第一。

图 11: FY18A 中国市场集中度排名



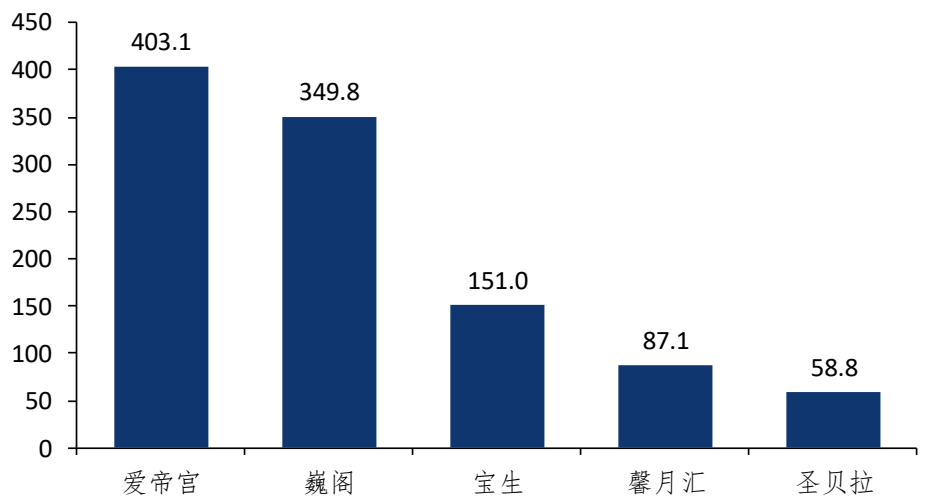
资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

图 12: FY18A 中国前五名市场份额占比



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

图 13: FY18A 前五名营业收入排名 (百万元人民币)



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

独门独院式的月子中心以及其提供的科学坐月子方式，较传统坐月子占有明显优势，在消费升级的一线、新一线城市，有望成为坐月子方式的主流。

图 14: 月子中心模式对比

	独门独院式月子中心		酒店公寓式月子中心			医院附属月子中心	
	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	全天候独立安保系统，进出实行登记	全天候独立安保系统，进出实行登记	独立安保系统，进出实行登记	进出人员类型复杂，共用酒店安保系统	独立安保系统，进出实行登记	进出人员类型复杂，共用医院安保系统，进出登记
卫生	从外到内实行医疗级别消毒隔离措施	达不到医疗级别的消毒隔离措施	从外到内实行医疗级别消毒隔离措施	达不到医疗级别的消毒隔离措施	外部环境、公共区域无法实行彻底的消毒隔离措施	虽然在医院大楼里，但仍在医院区域，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为客户自身情况量身定制月子膳食	无法为客户自身情况量身定制月子膳食	由营养师及专业厨房团队为客户自身情况量身定制月子膳食	无法为客户自身情况量身定制月子膳食	共用酒店厨房，不能完全做到量身定制合理膳食	无专属厨房、无专业营养师团队	无专属厨房、无专业营养师团队
护理人员	专业院校毕业，培训三个月合格后上岗，专人专岗	缺乏专业培训，非专人专岗	专业院校毕业，培训三个月合格后上岗，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	产后修复项目效果不明显、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	产后修复项目效果不明显、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、产品有限制性	产后修复品类缺乏，环境差，服务差	产后修复项目大多在房间内完成，可使用的器材、产品有限制性，服务差
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，弗若斯特沙利文，安捷证券

图 15: 科学坐月子的优势

对比项目	传统方法	现代科学
饮食	千年的传统传承必定有其道理，但代代相传，难免有误，或者跟不上科学的发展。传统的月子饮食主要以填鸭式的猛吃猛补为主，普遍没有营养式或者没有营养条件。一个月子坐下来，产妇往往吃成了大胖子。	秉承传统坐月子的饮食精华，以现代营养学理念为基础，根据产妇和宝宝的营养需要，量身定制科学专业的月子营养餐和系统饮食，不增加产妇的身体负担，健康地恢复。
妈妈的护理	传统坐月子的规矩禁忌众多：卧床、怕风、怕水又怕光、忌生冷等；万般小心，却不讲究现代医院专业护理，造成产妇的万般难受，说不定还是会落下“月子病”。	学习权威的母婴健康指导，根据产妇具体情况，适当运动、适当洗浴、适当沐浴和煦的阳光，让月子变得舒适，让产妇享受坐月子。产后媳妇。
产后修复	除了食疗和少量运动，产后康复的知识基本空白。	通过母婴权威专家指导、先进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。
宝宝的护理	好吃好睡小胖子，吃多怕撑着，吃少怕饿着。宝宝啼哭忙，不知是何因，你怨我来我怨你，全家上下闹得欢。	专家指点迷津，每日细心护理，科学补钙补铁，解决小儿黄疸问题。安全游泳长智力，每日给予爱抚触摸，舒畅小儿神经元，宝宝健康又聪明。
宝宝的喂养	只知道让宝宝吃饱，不知道喂养有科学，营养成分不讲究，进食无规律。	坚持母婴喂养，缺啥补啥要到位，养成按时进食好习惯，打好宝宝的成长基础。
宝宝的早教	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，让宝宝变聪明。
居住环境	家庭环境比较熟悉舒适，但人文沟通交流空间受限制，易多思和忧郁。	专业月子机构，享受休闲度假村的舒适设施，多参加相关母婴健康知识讲座，与其他妈妈相互交流做母亲的心得和育儿经验，远离抑郁和压力。
家庭关系	忧郁缺乏产前、产后的科学知识学习，未能行程坐月子的共识。容易出现传统观念与现代意识的碰撞、上代人与现代人观念易产生差异，夫妻间意见不统一的情况，造成家庭矛盾及	全家一同学习专业育婴知识，了解先进的医学科学，结合传统的精华理念，让新老两代人的观念达成共识，化解夫妻意见，营造和谐幸福家庭。

资料来源：公司，弗若斯特沙利文，安捷证券

公司简介

公司概况

爱帝官(286.HK)是一家专注于母婴健康的管理机构,是国内第一批月子服务提供商。公司拥有营养、产后康复、护理等方面的专家团队,通过现代医学、心理学、营养学、护理学等综合学科的知识,让妈妈和宝宝在月子期得到科学、全面的指导和护理。

爱帝官成立至今已为超 2 万名妈妈宝宝提供以母婴专业护理、中医调理、膳食营养、婴儿智力开发、产后修复等八大康复体系相结合的科学健康月子服务。

业务服务

公司目前专注月子服务,旨在通过“内生+外延”的方式发展。月子业务品牌: 1) 爱帝官: 高端月子中心,提供入住式月子服务; 2) 中端月子中心子品牌,提供入住式月子服务; 3) 未来潜在业务包括: 爱帝 Mini: 社区化产后康复门店,覆盖 3 公里的产后妈妈,提供到店及到家产后康复服务; 爱帝 U 品: 母婴健康产品; 爱帝 AI: 人工智能母婴健康管理系统。

公司核心月子服务内容分为九大体系,服务内容丰富,主打高端市场。具体包括 1) 产后妈妈康复体系; 2) 新生儿健康护理体系; 3) 母婴专业营养体系; 4) 中医调理保健体系; 5) 新生儿早早期智力开发体系; 6) 管家式高端服务体系; 7) 产后妈妈塑形美丽体系; 8) 母婴月子立体防御体系; 9) 全天候无缝安保体系。通过 24 小时全面的宝宝护理计划和一对一产后修复、护理、定制月子餐等精品服务内容,公司能够确保行业领先地位及进一步扩宽市场。

图 16: 公司月子服务内容



资料来源: 公司, 安捷证券

月子中心服务定制化, 涵盖中高端市场。月子套餐价格为每月 6 至 36 万元左右人民币, 另外公司可以提供额外的个性化服务, 包括差异化的居住环境、月子餐、妈妈护理、宝宝护理、护理人员等。

图 17: 月子套餐内容



资料来源: 公司, 安捷证券

爱帝官是直营的独栋式月子中心, 具有私密性强、客单价高等特点。目前共有 5 家门店, 其中深圳 3 家, 北京 1 家, 成都 1 家, 月子房共计 435 间。

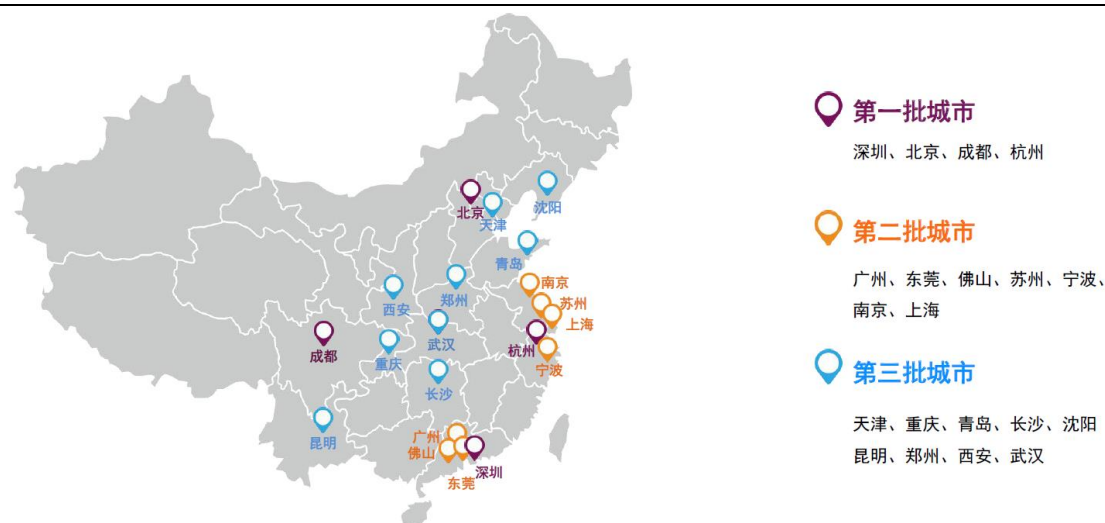
图 18: 爱帝官门店数



资料来源: 公司, 安捷证券

未来爱帝宫将加速全国布局，重点扩宽一线及新一线目标城市市场。爱帝宫计划以每年 300-400 间房的速度扩张，整体目标房间数为 5,000 间，达到目标城市月子中心总量的 20%。

图 19: 爱帝宫目标城市开店布局



资料来源：公司，安捷证券

借助爱帝宫品牌形象，公司未来将下沉二线及三线城市，布局中端市场。公司将推出子品牌发展中端月子中心市场，布局一线，新一线，新二线及三线城市，目标房间总数超 15,000 间，进一步扩大月子市场占有率。

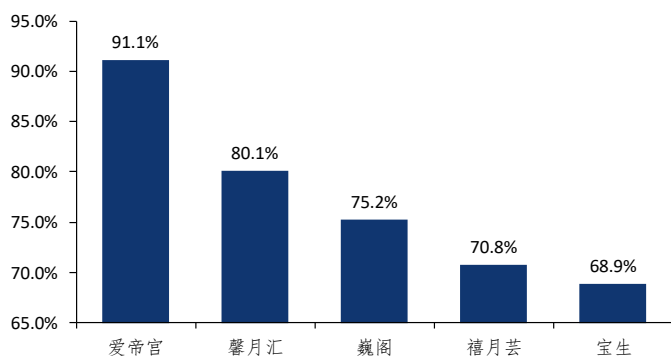
图 20: 中端月子中心品牌目标城市开店布局



资料来源：公司，安捷证券

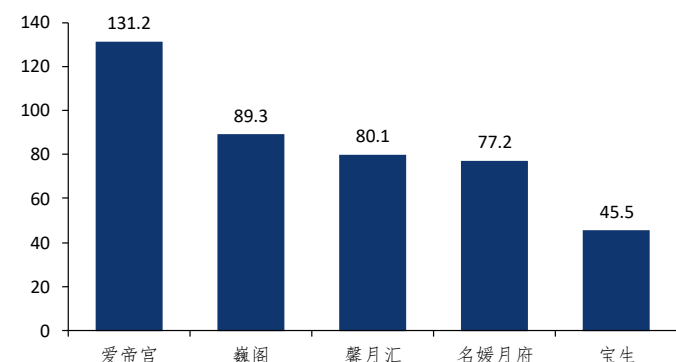
爱帝官总部位于中国月子中心最优市场 – 深圳，每床位年营收高于行业其他竞争者，具有品牌效应。深圳作为全国月子中心最优市场，根据《2017年深圳市社会性别统计报告》FY17A 深圳市出生人口 1,723 万人，出生率为 25.45%，明显高于全国水平 (出生率 12.43%)。同时，根据弗若斯特沙利文报告，按 FY18A 营业收入计算，爱帝官于深圳月子中心市场占有率为 31.0%，较第二名高出 17.6 个百分点，品牌溢价明显，每床位年营收 131.2 万元人民币。

图 21: FY18A 深圳机构入住率排名



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

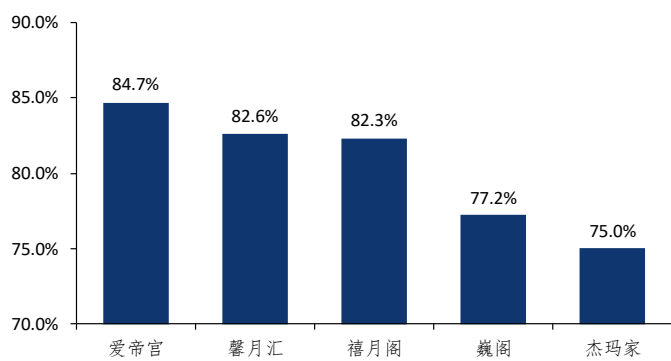
图 22: 深圳每床位年营收排名 (百万元人民币)



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

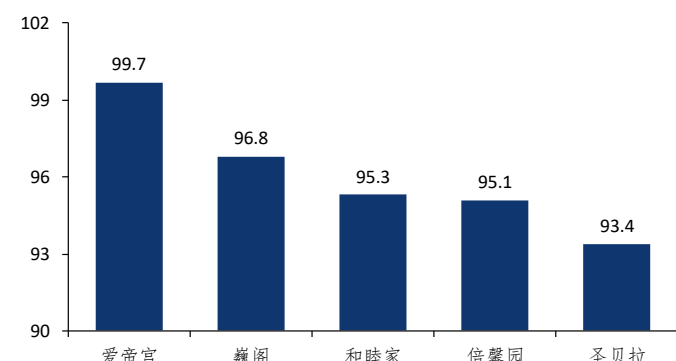
北京市场渗透迅速，标准化运营模式确保扩张成功。爱帝官经过 3 年运营，迅速渗透北京市场，19 年入住率高达 90%，作为北京市场的后来者，运营指标接近甚至超过北京起家的某些月子中心，验证“后来居上”的竞争策略奏效。

图 23: FY18A 北京机构入住率排名



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

图 24: 北京每床位年营收排名 (百万元人民币)



资料来源: 公司, 弗若斯特沙利文, 安捷证券

估值

我们采用现金流贴现(DCF)方法对公司进行估值。我们基于现金流贴现的估值方法显示，公司的隐含价值为 30.2 亿港元，目标价为港币 0.79 港币，对应 24.7 倍 FY20E 年市盈率水平。

图 25: 现金流贴现估值分析

(HKD '000)	FY20E Dec-20	FY21E Dec-21	FY22E Dec-22	FY23E Dec-23	FY24E Dec-24	FY25E Dec-25	FY26E Dec-26	FY27E Dec-27
(+) Operating Income	260,397	570,529	498,364	509,247	684,300	886,501	1,105,570	1,327,533
(-) Change in working capital	-40,281	-15,603	-357,336	-49,094	-309,894	-24,656	-161,509	138,123
(+) Depreciation and amortization	62,945	87,945	112,945	135,945	155,945	175,945	193,945	211,945
(-) Capex	-250,000	-250,000	-230,000	-200,000	-200,000	-180,000	-180,000	-180,000
Tax Rate	21%	20%	17%	15%	15%	15%	15%	15%
Free Cash Flow	-22,597	281,474	-62,896	320,826	228,842	725,569	792,052	1,297,344
NPV of FCF	1,611,892	1,901,384	1,884,425	2,265,298	2,261,984	2,365,134	1,907,289	1,297,344
Discounted terminal value	3,477,606	4,045,463	4,706,046	5,474,495	6,368,424	7,408,322	8,618,024	10,025,259
Enterprise Value	5,089,498	5,946,848	6,590,471	7,739,793	8,630,408	9,773,456	10,525,314	11,322,603
Net Debt	1,816,314	1,728,147	1,236,956	1,130,092	532,554	73,380	-921,676	-1,788,541
Minority Interest	254,808	428,029	517,455	550,676	594,202	649,234	716,291	795,388
Equity Value	3,018,376							
No. of shares (diluted)	3,830,915	3,830,915	3,830,915	3,830,915	3,830,915	3,830,915	3,830,915	3,830,915
Valuation per Share (HKD)	0.79							

资料来源: 安捷证券预测

财务分析与预测

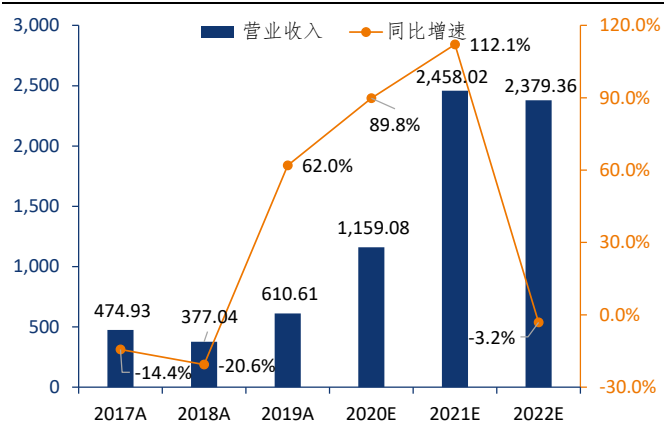
收入

收购深圳爱帝宫之前，公司原有的健康产业业务包括：1) **天然健康食品业务**：主要内容为粮食及油贸易，FY19A 实现销售收入 2.84 亿港元，同比增加+13.8%，但由于该业务利润率低，且销售容易受市场波动影响，公司自 2020 年起已大幅缩减该业务，预计未来不会继续产生收入；2) **医学抗衰老业务**：为针对高端人群的健康服务，FY19A 实现销售收入 8,243.70 亿港元，同比减少-23.8%，主要是全球疫情蔓延拖累业务所致。我们预测该板块业务收入 FY20E-22E 将同比增长-20.0%/+40.0%/+30.0%；3) **健康产业投资业务**：主要为养老地产投资，面向高端人群，提供综合养生服务。公司于粤港澳大湾区的罗浮山养生基地项目占地约 123 亩，目前正在建设中，预计 2020 年中开始销售，预计养生公寓/养生别墅的销售价格分别约人民币 10,000 元/平方米及 15,000 至 20,000 元/平方米。我们预计该板块业务 FY20E-22E 将实现销售收入 3.00/12.00/5.00 亿港元。

收购深圳爱帝宫之后，**月子服务业务成为公司未来的核心发展业务，将为公司提供强劲的增长动力**。FY19A 全年深圳爱帝宫实现销售收入 6.58 亿港元，同比增长+52.1%，其中由完成收购至 2019 年 12 月 31 日期间录得收入 2.33 亿港元。深圳爱帝宫的快速增长得益于月子房数目的快速扩张，截至 2019 年 12 月 31 日，深圳爱帝宫合计开设 435 间月子房，同比增加+14.2%，2016 年至 2019 年复合增长率达 36.8%。

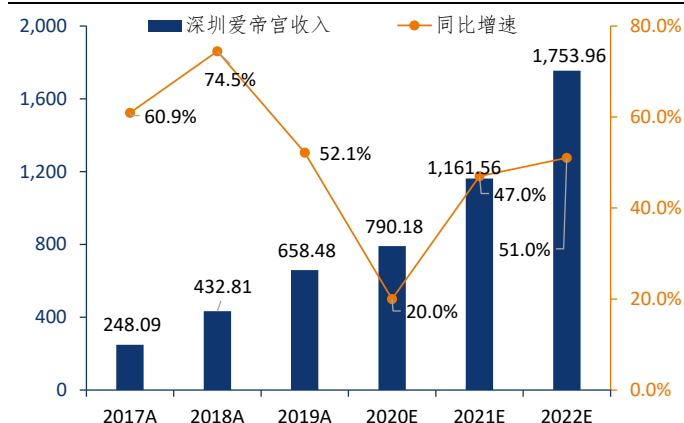
基于：1) 深圳爱帝宫正处于高速扩张的初期阶段，未来将在一线/新一线城市加速布局“爱帝宫”品牌，预计建设月子房目标总数超 5,000 间；2) 公司将通过外延的发展战略发展舒适型月子中心子品牌，将通过“爱帝宫月子产业基金”，以体外孵化的方式进行行业整合发展，爱帝宫将对其输出技术及管理体系，待实现经营提升后，适时收购成熟店，从而实现全方位地占领月子服务市场；3) 月子服务业具有独特的刚需属性，全球新冠肺炎疫情大流行的背景下，深圳爱帝宫所有的月子中心严格执行国家有关部门颁布的防御措施，保持正常营运，**我们预测深圳爱帝宫的收入 FY20E-22E 将按照 +20.0%/+47.0%/+51.0% 的增长率增长至约 7.90/11.62/17.54 亿港元，月子服务业务将占公司整体收入约 68.2%/47.3%/73.7%。**

图 26: 总收入及增长率(单位: 百万港元)



资料来源: 公司, 安捷证券预测

图 27: 深圳爱帝宫收入及增长率(单位: 百万港元)

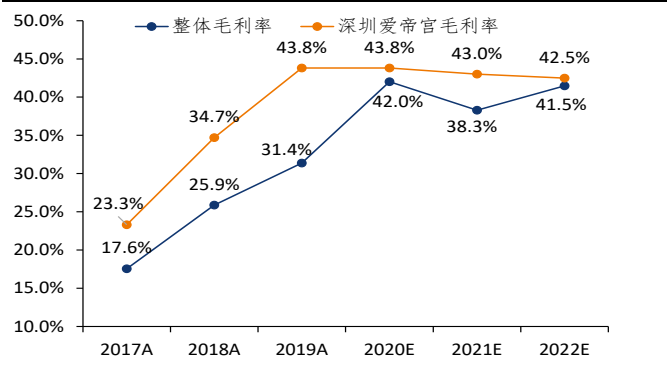


资料来源: 公司, 安捷证券预测

毛利率

根据我们的模型，FY20E/21E/22E 公司整体毛利率为 42.0%/38.3%/41.5%，其中，深圳爱帝官的毛利率为 43.8%/43.0%/42.5%。

图 28: 毛利率变化趋势及预测

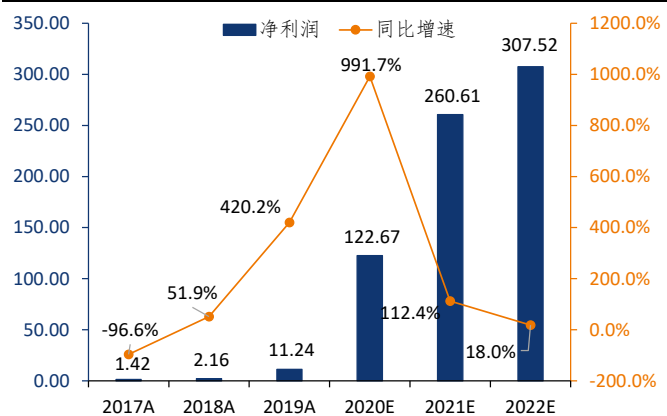


资料来源：公司，安捷证券预测

净利润

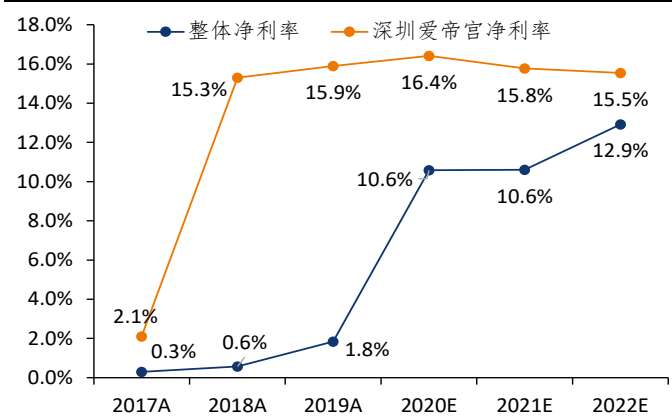
根据我们的模型，基于月子服务板块带来的利润贡献，FY20E/21E/22E 公司整体净利润预计同比增长+991.7%/+112.4%/18.0%，整体净利率达 10.6%/10.6%/12.9%；深圳爱帝官的净利率为 16.4%/15.8%/15.5%，预计净利润达 1.30/1.83/2.73 亿港元。

图 29: 净利润及同比增速 (单位: 百万港元)



资料来源：公司，安捷证券预测

图 30: 净利率变化趋势及预测

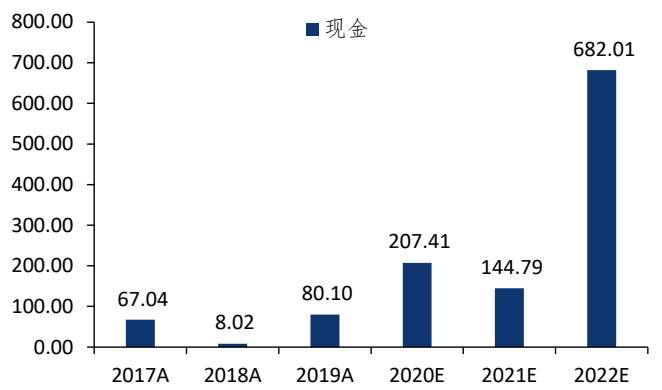


资料来源：公司，安捷证券预测

现金

我们预计公司未来三年将会有充足的账面现金。FY20E/21E/22E 的现金水平预计维持在 2.07/1.45/6.82 亿港元，主要得益于月子服务板块独特的商业模式，采用预收款制，打造强劲现金流。

图 31: 现金头寸和预测 (单位: 百万港元)



资料来源: 公司, 安捷证券预测

财务模型

图 32: 损益表 (单位: 千元港元)

千元港元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	474,933	377,035	610,612	1,159,079	2,458,023	2,379,358
销售成本	(391,552)	(279,492)	(419,031)	(672,194)	(1,515,923)	(1,392,409)
毛利	83,381	97,543	191,581	486,885	942,100	986,949
销售、管理及行政费用	(44,988)	(65,323)	(126,987)	(226,488)	(371,571)	(488,586)
销售管理及分销开支	(4,305)	(1,318)	(37,906)	(158,975)	(257,581)	(344,523)
行政开支	(40,683)	(64,005)	(89,081)	(67,514)	(113,991)	(144,063)
经营溢利	38,393	32,220	64,594	260,397	570,529	498,364
其他收入(亏损)	(271)	8,574	(8,695)	-	-	-
出售附属公司收益	12,617	(571)	16,625	-	-	-
占联营公司业绩	8,822	17,371	8,351	-	-	-
财务收入/成本	(41,322)	(37,718)	(44,749)	(38,988)	(31,444)	(17,627)
利息收入	24	6	59	193	236	554
财务成本	(41,346)	(37,724)	(44,808)	(39,180)	(31,680)	(18,180)
营业外收入	(20,154)	(12,344)	(28,468)	(38,988)	(31,444)	(17,627)
利息折旧及摊销前利润	68,035	71,823	135,453	323,342	658,474	611,309
税前溢利	18,239	19,876	36,126	221,409	539,084	480,737
所得税	(8,798)	(8,768)	(19,039)	(47,325)	(105,257)	(83,797)
税率	48%	44%	53%	21%	20%	17%
少数股东权益	(8,019)	(8,948)	(5,850)	(51,410)	(173,221)	(89,425)
净利润	9,441	11,108	17,087	174,085	433,828	396,940
经调整净利润	1,422	2,160	11,237	122,674	260,607	307,515
归母净利润	1,422	2,160	11,237	122,674	260,607	307,515
基本每股收益(港元)	0.00	0.00	0.00	0.03	0.07	0.08
加权平均股数	2,671,871.00	2,996,255.00	3,209,882.00	3,830,915.01	3,830,915.01	3,830,915.01
摊薄加权平均股数	2,671,871.00	2,996,255.00	3,209,882.00	3,830,915.01	3,830,915.01	3,830,915.01

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润率						
毛利率	17.6%	25.9%	31.4%	42.0%	38.3%	41.5%
销售、管理及行政费用	9.5%	17.3%	20.8%	19.5%	15.1%	20.5%
销售管理及分销开支	0.9%	0.3%	6.2%	13.7%	10.5%	14.5%
行政开支	8.6%	17.0%	14.6%	5.8%	4.6%	6.1%
利息折旧及摊销前利润	14.3%	19.0%	22.2%	27.9%	26.8%	25.7%
经营利润率	8.1%	8.5%	10.6%	22.5%	23.2%	20.9%
其他收益	-0.1%	2.3%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
财务收入/成本	-8.7%	-10.0%	-7.3%	-3.4%	-1.3%	-0.7%
税前溢利	3.8%	5.3%	5.9%	19.1%	21.9%	20.2%
少数股东权益	44.0%	45.0%	16.2%	23.2%	32.1%	18.6%
净利润率	0.3%	0.6%	1.8%	10.6%	10.6%	12.9%

同比(%)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	-14.4%	-20.6%	62.0%	89.8%	112.1%	-3.2%
毛利	24.2%	17.0%	96.4%	154.1%	93.5%	4.8%
销售管理及分销开支	-12.7%	-69.4%	2776.0%	319.4%	62.0%	33.8%
行政开支	-7.1%	57.3%	39.2%	-24.2%	68.8%	26.4%
经营溢利	108.2%	-16.1%	100.5%	303.1%	119.1%	-12.6%
税前溢利	-67.6%	9.0%	81.8%	512.9%	143.5%	-10.8%
净利润	-80.0%	17.7%	53.8%	918.8%	149.2%	-8.5%
归母净利润	-96.6%	51.9%	420.2%	991.7%	112.4%	18.0%
经调整每股收益(人民币)	-96.7%	35.5%	385.6%	814.7%	112.4%	18.0%
摊薄加权平均股数	2.9%	12.1%	7.1%	19.3%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司, 安捷证券

图 33: 资产负债表 (单位: 千元港元)

千元港元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及短期投资	67,038	8,016	80,098	207,409	144,785	682,007
现金、现金等价物	67,038	8,016	80,098	207,409	144,785	682,007
抵押存款	-	-	-	-	-	-
贸易应收账款	12,771	31,351	34,987	90,937	176,107	82,391
存货	5,092	29,062	35,918	68,320	166,757	49,167
预付款、按金及其他应收款项	149,826	135,266	254,057	254,057	254,057	254,057
开发中物业	-	209,174	246,106	246,106	246,106	246,106
按公允价值计算的金融资产	-	-	146,164	146,164	146,164	146,164
应收股东贷款	49,143	28,574	45,443	45,443	45,443	45,443
短期应收贷款	40,200	40,048	34,733	-	-	-
流动资产合计	324,070	481,491	877,506	1,058,437	1,179,419	1,505,335
物业、机器和设备-净额	240,148	30,106	542,905	729,960	892,015	1,009,069
物业、机器和设备-总额	261,470	64,572	629,452	879,452	1,129,452	1,359,452
累计折旧	21,322	34,466	86,547	149,492	237,437	350,383
预付款项	70,247	111,350	43,159	43,159	43,159	43,159
无形资产	221,095	214,288	822,952	822,952	822,952	822,952
商誉	229,010	229,010	627,529	627,529	627,529	627,529
股权投资	211,272	223,789	191,561	191,561	191,561	191,561
合营企业投资	-	-	-	-	-	-
联营企业投资	211,272	223,789	191,561	191,561	191,561	191,561
可供出售金融资产	76,395	77,684	31,017	31,017	31,017	31,017
非流动资产合计	1,048,167	886,227	2,259,123	2,446,178	2,608,233	2,725,287
总资产	1,372,237	1,367,718	3,136,629	3,504,614	3,787,651	4,230,622
贸易应付款项	824	442	21,419	13,650	65,437	7,206
应计款项及其他应付款	68,812	35,574	328,606	328,606	328,606	328,606
担保票据及应付债券	120,893	213,209	32,616	32,616	32,616	32,616
合约负债	-	87,227	225,934	327,604	475,026	679,288
租赁负债	82,802	367	77,012	77,012	77,012	77,012
银行贷款	12,204	16,138	106,727	106,727	106,727	106,727
应付税项	820	2,811	24,596	24,596	24,596	24,596
流动负责合计	286,355	355,768	816,910	910,811	1,110,020	1,256,050
担保票据及应付债券	92,697	33,583	88,921	88,921	88,921	88,921
其他长期负债	25	983	381,681	381,681	381,681	381,681
递延所得税负债	14,949	15,157	167,572	167,572	167,572	167,572
银行借贷	-	-	374,738	474,738	124,738	24,738
非流动负责合计	107,671	49,723	1,012,912	1,112,912	762,912	662,912
总负债	394,026	405,491	1,829,822	2,023,723	1,872,932	1,918,962
普通股本	29,962	29,962	38,309	38,309	38,309	38,309
资本公积	681,198	681,198	1,015,027	1,015,027	1,015,027	1,015,027
储备金	(53,376)	(66,550)	(77,370)	(77,370)	(77,370)	(77,370)
留存收益	107,549	105,887	127,443	250,117	510,724	818,239
少数股东权益	212,878	211,730	203,398	254,808	428,029	517,455
权益总额	978,211	962,227	1,306,807	1,480,892	1,914,719	2,311,660
负债权益总额	1,372,237	1,367,718	3,136,629	3,504,614	3,787,651	4,230,622

资料来源: 公司, 安捷证券

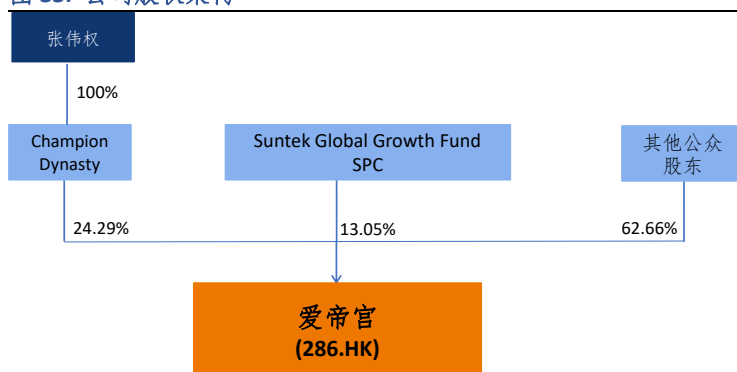
图 34: 现金流量表 (单位: 千元港元)

千元港元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	18,239	19,876	36,126	221,409	539,084	480,737
折旧与摊销	8,474	14,229	54,578	62,945	87,945	112,945
应占联营公司之业绩	(8,822)	(17,371)	(8,351)	-	-	-
出售固定资产损益	(12,617)	1,301	(2,141)	-	-	-
银行利息收入	(23,921)	(12,271)	(7,338)	(193)	(236)	(554)
按公允价值计算的金融资产利息收入	-	-	(3,199)	-	-	-
预期信贷亏损拨备/(拨回)	-	3,626	7,405	-	-	-
财务成本	41,346	37,724	44,808	39,180	31,680	18,180
金融资产公允价值变动损益	310	2,438	5,190	-	-	-
其他	-	(7,391)	-	-	-	-
营运资本变化前的经营收益	23,009	42,161	127,078	323,342	658,474	611,309
其他经营活动资金	(61,860)	(3,390)	(115,864)	40,281	15,603	357,336
税项(现金流)	(10,845)	(10,480)	(16,863)	(47,325)	(105,257)	(83,797)
银行利息收入	24	6	5,756	193	236	554
经营活动所得现金流净额	(49,672)	28,297	107	316,491	569,056	885,402
固定资产资本支出	(20,946)	(25,531)	(17,023)	(250,000)	(250,000)	(230,000)
购买按公允价值计算的金融资产	-	-	(145,533)	-	-	-
收购/出售附属公司净值	19,511	2,847	(605,822)	-	-	-
收购/出售联营企业	(90,025)	-	19,520	-	-	-
收购非控股权益	-	-	(11,712)	-	-	-
出售按公允价值计算的金融资产	-	-	210,676	-	-	-
已收贷款利息	23,897	12,265	-	-	-	-
应收股东贷款变动	28,404	-	-	-	-	-
短期应收贷款变动	18,000	-	-	-	-	-
联营公司的已收利息	2,650	1,325	732	-	-	-
投资活动所得现金流净额	(18,509)	(9,094)	(549,162)	(250,000)	(250,000)	(230,000)
新增银行贷款及其他借款	12,204	11,138	481,465	100,000	(350,000)	(100,000)
发行股份所得款项	-	-	342,176	-	-	-
偿还可转换票据	(16,000)	(1,000)	-	-	-	-
发行/(偿还)担保票据及债券	41,402	(56,976)	-	-	(145,976)	-
已付利息	(24,021)	(19,307)	(37,687)	(39,180)	(31,680)	(18,180)
其他	25	1,319	(17,298)	-	-	-
融资活动所得现金流净额	13,610	(64,826)	622,680	60,820	(381,680)	(118,180)
现金及现金等价物变化净额	(54,571)	(45,623)	73,625	127,311	(62,624)	537,222
汇率变动	11,888	(13,399)	(1,543)	-	-	-
年初现金及现金等价物	109,721	67,038	8,016	80,098	207,409	144,785
年末现金及现金等价物	67,038	8,016	80,098	207,409	144,785	682,007
资产负债表现金余额	67,038	8,016	80,098	207,409	144,785	682,007

资料来源: 公司, 安捷证券

附录

图 35: 公司股权架构



资料来源: 港交所, 安捷证券

图 36: 公司管理层

姓名	年龄	职位	履历	加入集团时间	获得委任时间
朱显霏	56	创始人 执行董事	曾任北京大学深圳医院产科护士长; 现任深圳市第六届政协委员及深圳市母婴服务业协会会长	2019.12	2019.12
张伟权	46	董事会主席 执行董事	曾成功创办多家医院及健康管理中心; 为 Champion Dynasty (即公司的一名主要股东) 的董事	2012.08	2012.08
林江	55	执行董事	获中山大学经济学学士及硕士学位、暨南大学经济学博士学位及完成中南财经政法大学应用经济学博士后研究工作; 曾任招商局集团有限公司金融事业部副总经理; 现任中山大学岭南学院经济学教授、博士生导师	2013.02	2020.02
李润平	38	执行董事	获南开大学国际商学院会计学学士学位及工商管理硕士学位; 曾于多间公司担任高级管理层并负责行业研究、投资及并购事宜	2020.04	2020.04

资料来源: 公司, 安捷证券

图 37: 财务摘要 (单位: 百万港元)

利润表 (百万港元)						现金流量表 (百万港元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	377	611	1,159	2,458	2,379	除税前溢利	20	36	221	539	481
销售成本	(279)	(419)	(672)	(1,516)	(1,392)	折旧和摊销	14	55	63	88	113
毛利	98	192	487	942	987	营运资金变动前经营溢利	42	127	323	658	611
销售管理费用	(65)	(127)	(226)	(372)	(489)	营运资金变动	(3)	(116)	40	16	357
经营溢利	32	65	260	571	498	经营活动所得现金净额	28	0	316	569	885
利息收入	0	0	0	0	1	资本开支	(26)	(17)	(250)	(250)	(230)
财务费用	(38)	(45)	(39)	(32)	(18)	已收利息	12	0	0	0	0
EBITDA	72	135	323	658	611	投资活动所得现金流净额	(9)	(549)	(250)	(250)	(230)
除税前溢利	20	36	221	539	481	已付股息	0	0	0	0	0
所得税	(9)	(19)	(47)	(105)	(84)	融资活动所得现金流净额	(65)	623	61	(382)	(118)
少数股东权益	(9)	(6)	(51)	(173)	(89)	现金流增加(减少)净额	(46)	74	127	(63)	
净利润	2	11	123	261	308	现金净值一期初余额	67	8	80	207	145
每股摊薄盈利(港元)	0.00	0.00	0.03	0.07	0.08	定期存款	0	0	0	0	0
						现金净值一期末余额	8	80	207	145	682
资产负债表 (百万港元)						同比增长率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金、现金等价物及抵押存款	8	80	207	145	682	营业额	-20.6%	62.0%	89.8%	112.1%	-3.2%
贸易及其他应收账款	31	35	91	176	82	毛利	17.0%	96.4%	154.1%	93.5%	4.8%
存货	29	36	68	167	49	经营溢利	-16.1%	100.5%	303.1%	119.1%	-12.6%
其他流动资产	413	727	692	692	692	净利润	51.9%	420.2%	991.7%	112.4%	18.0%
流动资产合计	481	878	1,058	1,179	1,505						
预付土地租赁款	111	43	43	43	43	利润率					
物业、厂房及设备	30	543	730	892	1,009	毛利率	25.9%	31.4%	42.0%	38.3%	41.5%
其他	530	850	850	850	850	经营利润率	8.5%	10.6%	22.5%	23.2%	20.9%
无形资产	214	823	823	823	823	净利润率	0.6%	1.8%	10.6%	10.6%	12.9%
非流动资产合计	886	2,259	2,446	2,608	2,725						
总资产	1,368	3,137	3,505	3,788	4,231	效率					
						库存周期(天)	22	28	28	28	28
贸易及其他应付款项	0	21	14	65	7	应收账款周期(天)	21	20	20	20	20
银行贷款	229	139	139	139	139	应付账款周期(天)	1	10	10	10	10
应付税费	3	25	25	25	25						
其他	123	632	733	881	1,085	财务比率					
流动负债合计	356	817	911	1,110	1,256	流动比率	1.4	1.1	1.2	1.1	1.2
总负债	405	1,830	2,024	1,873	1,919	速动比率	1.3	1.0	1.1	0.9	1.2
						资产回报率	43.8%	0.5%	5.0%	11.5%	9.4%
非控股权益	212	203	255	428	517	股本回报率	62.3%	1.3%	11.8%	22.7%	17.2%
普通股	750	1,103	1,226	1,487	1,794	负债股权比率	26.5%	40.0%	33.5%	10.9%	Net Cash
总权益	962	1,307	1,481	1,915	2,312						
						估值比较					
每股净资产(港元)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	P/B (x)	1.3	1.0	1.1	0.8	0.7
						P/E (x)	582.6	120.0	13.1	6.2	5.2

资料来源: 公司、安捷证券预测, 数据截至 2020 年 05 月 22 日

免责声明

分析员认证/利益披露事项

1. 本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对于有关证券或发行人的个人观点。研究分析员的薪酬与在研究报告中表达的具体建议或观点没有任何直接或间接的相关。
2. 分析员或与其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
3. 分析员或与其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
4. 安捷证券或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值 1% 或以上的财务权益。
5. 分析员确认截至在就发行人的投资研究发出前 30 日内及就发行人的投资研究发出后的 3 个营业日内并未及将不会交易或买卖涉及其评论的发行人的任何证券。

免责声明

本研究报告内容既不代表安捷证券有限公司(“安捷证券”)或其集团公司的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。本公司或其集团公司毋须承担因使用本研究报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

安捷证券或其集团公司有可能会与本研究报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

安捷证券尽力确保研究报告中的准确性、完整性、可靠性与及时性，但并不承诺或保证有关资料的准确性、完整性、可靠性与及时性，亦不会承担因阅读或引用本研究报告致损失的任何法律责任(不论民事、合约或其他责任)。

安捷证券可能已刊发与本研究报告不一致及与本研究报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、市场状况、观点及编制报告之分析员之分析方法。

本研究报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

安捷证券或其集团公司之董事或雇员，如有投资于本研究报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本研究报告所述的观点并不一致。

安捷证券的销售员、交易员和其它专业人员可能会向安捷证券的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。安捷证券或其集团公司的其它部门可能会做出与本研究报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告的编制仅供一般刊发，并无考虑收取本研究报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需要。同时，本研究报告并非针对或意图向任何属于任何司法管辖范围的市民或居民或身处于任何司法管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布、公布、可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令安捷证券或其集团公司在此等司法管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

本研究报告之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。

安捷证券保留所有权利。除非特别允许，本研究报告任何部分不得未经安捷证券事先书面许可以任何方式进行复制或转载。安捷证券概不承担第三方此方面行为的任何责任。