

## 香港医思医疗 (2138 HK)

### 转型综合医疗服务提供商，估值吸引

- ❖ **两间专科诊所将于2018年底开业。**公司于中环及旺角新设两间专科诊所，总面积约为30,000平方尺，诊所业务包括放射科、内窥镜检查及肿瘤科等专科领域，总资本支出约为2亿港元。上述诊所中心将于2018年底开始运作。目前该中心已聘请了相应的专科医生和护理人员，一切准备就绪。我们预期公司专科业务将与其他业务产生协同效应，如体检客户转介至专科就医。
- ❖ **两地交通更为便利，预计医疗旅游继续强劲。**公司公布了国庆黄金周的销售数据，合约销售在2018年10月1日至10日期间同比增长70%（2017年同比增长15%）。根据香港旅发局的数据，2018年10月1日至7日期间访港旅客数目上升19.9%，主要受惠于高铁及港珠澳大桥开通。目前交通设施更为便利，有助提升中国诊所转介客户至香港诊所，我们预计来自医疗旅游的收入将持续增长。
- ❖ **内生与外延流量转介。**在未来三年，公司与企鹅医生将于香港合资建立20家全科诊所，持股比例为45:55。其中两家诊所将于2018年底前建成。尽管公司并非控股股东，但我们认为流量转介仍为重要。企鹅医生是腾讯（700 HK）子公司，目前在北京、成都和深圳拥有三家自建旗舰诊所，企鹅医生目标通过自建或合资，三年内在全国建立约300家诊所。位于香港的合资诊所将提供初级诊疗服务。我们认为，该全科诊所可以补充公司专科医疗业务。同时，公司的健康管理部可以向合资诊所及其他专科业务推介客户。我们预期未来有更多来自公司体检业务及合资门诊的业务转介。此外，8月初企鹅医生小程序已首次尝试转介公司海外疫苗接种服务。医思医疗目前提供多样化的医疗服务，以满足不同的需求。我们相信公司将通过利用自身医疗服务优势及地理优势，借助内生与外延流量转介进行稳健扩张。
- ❖ **估值吸引，上调至「买入」评级，新目标价5.54港元。**我们相信公司已从纯医美公司转型为综合医疗服务提供商。我们维持收入预测不变，并向上微调运营成本，上调注册医生薪酬开支、租金和员工福利开支，以反映新诊所的前期投入成本。我们将19/20财年核心净利润预测分别下调8%/5.6%。我们预计19/20财年，公司收入将同比增长25.3%/20%，核心净利润将同比上升18.3%/19.4%，利润增速慢过收入是因为新诊所的前期投入。公司目前股价为19财年13倍预测市盈率，市盈率增长倍数为0.67倍，落后于同业平均19倍市盈率。我们认为当前股价被低估，是一个很好的买入点。我们将评级上调至「买入」，新目标价为5.54港元，对应19财年17倍市盈率。

#### 财务资料

(截至03月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万港元)	965	1,308	1,638	1,965	2,228
核心净利润(百万港元)	190	269	319	381	442
核心EPS(港元)	0.20	0.27	0.32	0.39	0.45
EPS变动(%)	-16.7	39.3	18.3	19.4	16.0
市盈率(x)	20.9	15.0	12.7	10.6	9.2
市帐率(x)	5.1	4.8	4.2	3.2	2.6
股息率(%)	5.0	6.6	2.4	2.8	3.3
权益收益率(%)	25.8	34.0	33.6	31.1	28.6
净财务杠杆率(%)	净现金	19.8	22.1	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际

#### 买入(上调)

目标价	HK\$5.54
(前目标价)	HK\$5.68
潜在升幅	34.5%
当前股价	HK\$4.12

#### 葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：[amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

#### 医药行业

市值(百万港元)	4,053
3个月平均流通(百万)	2.3
52周内高/低(港元)	6.73/2.88
总股本(百万)	983.4

数据来源：彭博

#### 股东结构

管理层	73.91%
Orbimed	6.49%
流通股	19.6%

数据来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-14.8%	-12.7%
3月	-24.3%	-17.6%
6月	8.9%	25.9%

数据来源：彭博

#### 股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：[www.umhgp.com](http://www.umhgp.com)

图 1: 医思医疗收入和利润增速预测

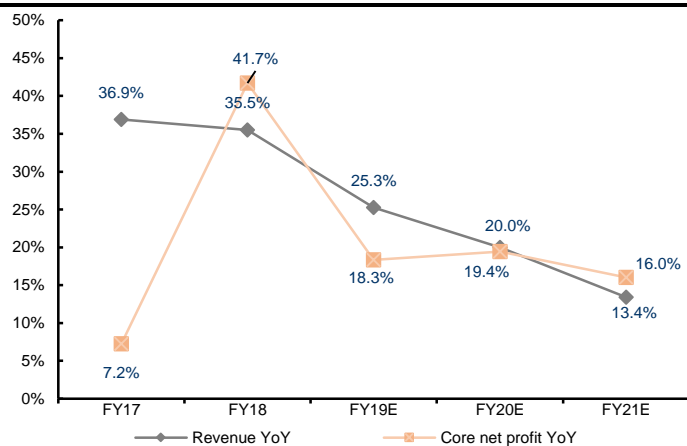
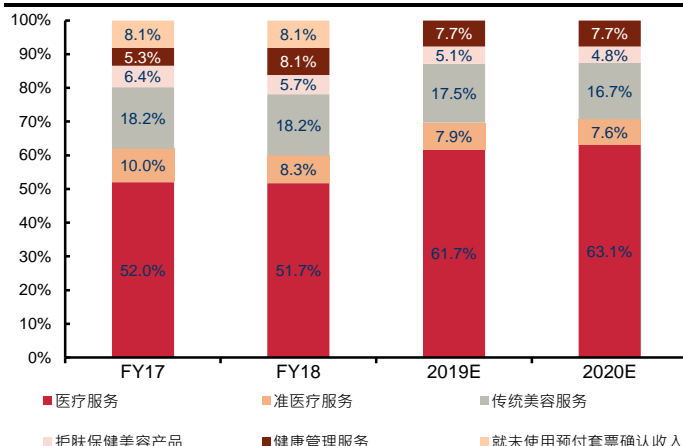


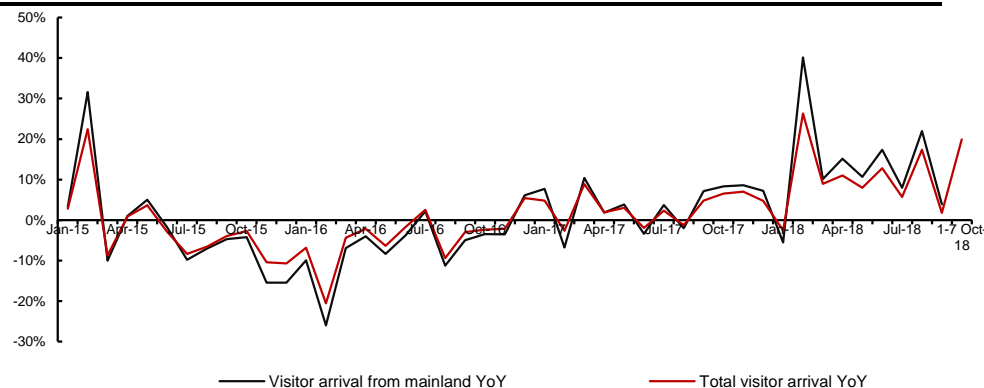
图 2: 收入结构变化预测



资料来源: 公司, 招银国际研究; 核心净利润=净利润-非经营项目

资料来源: 公司, 招银国际研究

图 3: 访港旅客增速



资料来源: 香港旅游发展局, 招银国际研究

图 4: 预测更新

	FY19			FY20		
	Old HK\$ mn	New HK\$ mn	Change	Old HK\$ mn	New HK\$ mn	Change
医疗服务	1,011.2	1,011.2	0.0%	1,240.4	1,240.4	0.0%
准医疗服务	129.6	129.6	0.0%	149.1	149.1	0.0%
传统美容服务	286.1	286.1	0.0%	329.0	329.0	0.0%
护肤保健美容产品	84.2	84.2	0.0%	94.4	94.4	0.0%
健康管理服务	126.8	126.8	0.0%	152.1	152.1	0.0%
就未使用预付套票确	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
收入	1,637.9	1,637.9	0.0%	1,964.9	1,964.9	0.0%
销售成本	(222.6)	(222.6)	0.0%	(267.1)	(267.1)	0.0%
毛利	1,415.2	1,415.2	0.0%	1,697.8	1,697.8	0.0%
其他收入及收益	3.0	3.0	0.0%	3.0	3.0	0.0%
注册医生开支	(96.1)	(102.4)	6.6%	(117.5)	(118.4)	0.7%
雇员福利开支	(427.5)	(434.0)	1.5%	(512.8)	(512.8)	0.0%
市场推广及广告开支	(155.6)	(155.6)	0.0%	(186.7)	(186.7)	0.0%
租金及相关开支	(141.8)	(162.1)	14.3%	(169.6)	(195.0)	15.0%
信用卡开支	(54.0)	(54.0)	0.0%	(64.8)	(64.8)	0.0%
折旧	(57.0)	(57.0)	0.0%	(87.0)	(87.0)	0.0%
其他开支	(63.4)	(63.4)	0.0%	(74.1)	(74.1)	0.0%
经营利润	422.8	389.6	-7.9%	488.2	462.0	-5.4%
净财务收入	3.6	3.6	0.0%	3.6	3.6	0.0%
	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
应占联营公司利润	(0.8)	(1.2)	41.8%	3.2	2.3	N/A
税前利润	425.6	392.0	-7.9%	495.0	467.9	-5.5%
所得税开支	(72.3)	(66.6)	-7.9%	(84.2)	(79.5)	-5.5%
非控制股东权益	6.5	6.5	0.0%	7.5	7.5	0.0%
<b>核心净利润</b>	<b>346.7</b>	<b>318.8</b>	<b>-8.0%</b>	<b>403.4</b>	<b>380.8</b>	<b>-5.6%</b>
<b>核心每股盈利 (港元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.32</b>	<b>-8.0%</b>	<b>0.41</b>	<b>0.39</b>	<b>-5.6%</b>
<b>经营利润率</b>	<b>25.8%</b>	<b>23.8%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>24.8%</b>	<b>23.5%</b>	<b>-1.3%</b>
<b>核心净利率</b>	<b>21.2%</b>	<b>19.5%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>20.5%</b>	<b>19.4%</b>	<b>-1.1%</b>

资料来源：公司，招银国际研究

图 5: 香港上市公司同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
香港智慧医疗*	2138	4.12	4,053	15.0	12.7	10.6	4.8	4.2	3.2	15.3	12.2	9.4	34.9	33.6	31.1
<b>美容服务</b>															
必瘦站*	1830	2.19	2,420	6.2	N/A	N/A	2.6	N/A	N/A	2.5	N/A	N/A	42.0	N/A	N/A
奥斯集团*	1161	0.98	666	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
现代美容*	919	0.21	192	N/A	N/A	N/A	2.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-21.9	N/A	N/A
卓珈控股*	8358	1.51	604.0	19.8	N/A	N/A	4.5	N/A	N/A	9.7	N/A	N/A	25.5	N/A	N/A
<b>医疗服务</b>															
盈健医疗*	1419	1.56	564	78.4	N/A	N/A	4.1	2.4	N/A	26.0	9.8	N/A	5.7	9.1	N/A
聯合醫務*	722	1.71	1,292	49.3	N/A	N/A	4.1	2.3	N/A	21.4	19.0	N/A	9.3	6.8	N/A
和美醫療	1509	2.22	1,684	72.2	21.8	16.3	1.5	N/A	1.0	15.5	N/A	N/A	2.0	N/A	6.3
華潤鳳凰醫療	1515	5.70	7,391	24.9	15.1	13.8	1.9	N/A	1.1	17.0	N/A	9.3	7.9	N/A	7.7
康華醫療	3689	6.78	2,267	23.1	11.7	9.8	2.9	N/A	1.3	11.2	N/A	N/A	12.9	N/A	13.4
新世紀醫療	1518	6.30	3,087	51.7	30.9	27.8	3.4	N/A	1.9	15.8	N/A	N/A	11.5	N/A	5.7
康寧醫院	2120	37.25	2,721	53.0	23.2	18.6	2.5	N/A	2.0	20.0	N/A	10.0	4.8	N/A	9.7
			<b>平均</b>	<b>39.3</b>	<b>19.2</b>	<b>16.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>1.7</b>	<b>15.4</b>	<b>13.7</b>	<b>9.5</b>	<b>12.2</b>	<b>16.5</b>	<b>12.3</b>

(\*) 财政年度截止至3月31日

资料来源：彭博，招银国际预测

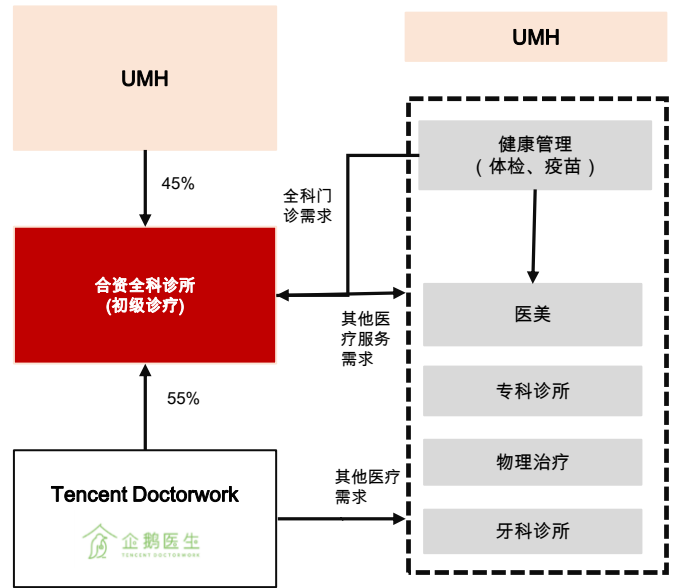
图 6:企鵝醫生內地旗幟診所

企鵝診所



资料来源: 企鵝醫生 APP, 招銀国际研究

图 7:预期内生与外延流量转介



资料来源: 招銀国际研究

图 8:企鵝醫生微信小程序海外疫苗业务推介



资料来源: 企鵝醫生微信小程序, 招銀国际研究

## 财务报表

### 利润表

年结:3月31日(百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>收入</b>	<b>964.9</b>	<b>1,307.6</b>	<b>1,637.9</b>	<b>1,964.9</b>	<b>2,228.0</b>
医疗服务	501.8	675.5	1,011.2	1,240.4	1,419.0
准医疗服务	96.4	108.0	129.6	149.1	169.9
传统美容服务	175.4	238.4	286.1	329.0	361.9
护肤保健美容产品	61.9	74.6	84.2	94.4	103.8
健康管理服务	51.3	105.6	126.8	152.1	173.4
就未使用预付套票确认收入	78.1	105.5	-	-	-
其他收益净额	10.0	23.2	3.0	3.0	3.0
存货成本	(130.5)	(163.4)	(222.6)	(267.1)	(302.9)
注册医生开支	(77.5)	(110.4)	(102.4)	(118.4)	(135.4)
雇员福利开支	(277.9)	(341.3)	(434.0)	(512.8)	(581.5)
市场推广及广告开支	(68.5)	(126.9)	(155.6)	(186.7)	(200.5)
租金及相关开支	(88.8)	(130.9)	(162.1)	(195.0)	(229.8)
信用卡开支					
折旧					
其他开支	(47.1)	(75.3)	(63.4)	(74.1)	(81.8)
<b>息税前收益</b>	<b>227.5</b>	<b>305.4</b>	<b>389.6</b>	<b>462.0</b>	<b>526.5</b>
应占联营公司利润	(0.0)	5.1	3.6	3.6	3.7
净财务收入/(支出)	4.5	8.0	(1.2)	2.3	12.4
非经常性收入	12.7	11.6	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>244.6</b>	<b>330.2</b>	<b>392.0</b>	<b>467.9</b>	<b>542.6</b>
所得税	(41.1)	(52.0)	(66.6)	(79.5)	(92.2)
非控制股东权益	(2.8)	1.1	(6.5)	(7.5)	(8.5)
净利润	200.7	279.2	318.8	380.8	441.8
<b>核心净利润</b>	<b>190.2</b>	<b>269.4</b>	<b>318.8</b>	<b>380.8</b>	<b>441.8</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>269.3</b>	<b>359.7</b>	<b>456.7</b>	<b>559.1</b>	<b>635.8</b>

资料来源:公司,招银国际预测

### 资产负债表

年结:3月31日(百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>200.8</b>	<b>573.5</b>	<b>813.6</b>	<b>823.8</b>	<b>784.3</b>
物业、厂房及设备	70.2	291.0	534.0	547.0	510.3
无形资产	35.9	86.9	80.4	74.0	67.5
商誉	36.7	95.2	95.2	95.2	95.2
其他非流动资产	58.1	100.4	104.0	107.6	111.3
<b>流动资产</b>	<b>998.5</b>	<b>1,409.5</b>	<b>1,319.1</b>	<b>1,617.0</b>	<b>2,014.9</b>
现金及现金等值物	200.6	295.5	223.1	535.3	925.1
应收贸易款项	112.9	154.9	164.0	148.0	154.4
存货	19.1	31.4	33.0	34.7	36.4
可供出售投资	499.7	495.8	495.8	495.8	495.8
其他流动资产	166.1	431.8	403.2	403.2	403.2
<b>流动负债</b>	<b>401.1</b>	<b>1,039.5</b>	<b>1,054.4</b>	<b>1,079.1</b>	<b>1,110.5</b>
银行贷款	-	461.3	461.3	461.3	461.3
应付贸易账款	61.4	106.2	107.9	110.1	111.9
递延收入					
其他流动负债	11.8	19.6	29.6	41.5	55.4
<b>非流动负债</b>	<b>8.3</b>	<b>105.9</b>	<b>105.9</b>	<b>105.9</b>	<b>105.9</b>
银行贷款	-	97.5	97.5	97.5	97.5
递延税款	3.1	4.3	4.3	4.3	4.3
其他非流动负债	5.2	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>净资产总值</b>	<b>789.9</b>	<b>837.5</b>	<b>972.4</b>	<b>1,255.8</b>	<b>1,582.7</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>11.4</b>	<b>16.7</b>	<b>23.2</b>	<b>30.7</b>	<b>39.2</b>
<b>股东权益</b>	<b>778.5</b>	<b>820.8</b>	<b>949.2</b>	<b>1,225.1</b>	<b>1,543.5</b>

资料来源:公司,招银国际预测

## 现金流量表

年结:3月31日 (百万港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息税前收益</b>	<b>227.5</b>	<b>305.4</b>	<b>389.6</b>	<b>462.0</b>	<b>526.5</b>
折摊和摊销	29.2	37.6	63.5	93.5	105.7
营运资金变动	(60.5)	17.3	22.8	27.1	9.5
税务开支	(33.2)	(46.7)	(56.6)	(67.6)	(78.4)
利息开支	(4.5)	(8.1)	1.2	(2.3)	(12.4)
其他	21.5	18.3	(1.2)	2.3	12.4
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>180.0</b>	<b>323.8</b>	<b>419.3</b>	<b>514.9</b>	<b>563.2</b>
资本开支	(75.6)	(194.7)	(300.0)	(100.0)	(62.5)
收购子公司	(28.5)	-	-	-	-
可供出售投资变动	(395.0)	(5.8)	-	-	-
其他	345.8	(265.9)	16.2	19.6	29.8
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(153.2)</b>	<b>(545.2)</b>	<b>(283.8)</b>	<b>(80.4)</b>	<b>(32.7)</b>
债务变化	-	557.4	-	-	-
发行新股	2.3	0.2	-	-	-
派息	(90.1)	(239.9)	(190.5)	(104.9)	(123.4)
利息开支	(92.2)	(3.2)	(17.4)	(17.4)	(17.4)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(180.1)</b>	<b>314.4</b>	<b>(207.8)</b>	<b>(122.3)</b>	<b>(140.8)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(153.3)</b>	<b>93.0</b>	<b>(72.4)</b>	<b>312.2</b>	<b>389.7</b>
年初现金及现金等值物	354.7	200.6	295.5	223.1	535.3
汇兑差额	(0.8)	1.8	-	-	-
<b>年末现金及现金等值物</b>	<b>200.6</b>	<b>295.5</b>	<b>223.1</b>	<b>535.3</b>	<b>925.1</b>

资料来源: 公司, 招银国际预测

## 主要比率

年结:3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合 (%)</b>					
医疗服务	52.0	51.7	61.7	63.1	63.7
准医疗服务	10.0	8.3	7.9	7.6	7.6
传统美容服务	18.2	18.2	17.5	16.7	16.2
护肤保健美容产品	6.4	5.7	5.1	4.8	4.7
健康管理服务	5.3	8.1	7.7	7.7	7.8
就未使用预付套票确认收入	8.1	8.1	-	-	-
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
息税折摊前利润率	27.9	27.5	27.9	28.5	28.5
税前利率	25.3	25.2	23.9	23.8	24.4
净利润率	20.8	21.4	19.5	19.4	19.8
核心净利润率	19.7	20.6	19.5	19.4	19.8
有效税率	16.8	15.8	17.0	17.0	17.0
<b>增长 (%)</b>					
收入	36.9	35.5	25.3	20.0	13.4
息税折摊前利润	29.7	33.6	26.9	22.4	13.7
经营利润	4.2	34.3	27.6	18.6	14.0
净利润	35.0	39.1	14.2	19.4	16.0
核心净利润	7.2	41.7	18.3	19.4	16.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	2.5	1.4	1.3	1.5	1.8
平均应收账款周转天数	16.0	16.9	15.7	13.7	12.7
平均应付帐款周转天数	16.3	17.8	16.9	16.7	17.2
平均存货周转天数	51.8	56.5	52.8	46.2	42.8
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	25.8	34.0	33.6	31.1	28.6
资产回报率	16.7	14.1	14.9	15.6	15.8
<b>每股数据</b>					
每股盈利(港元)	0.21	0.28	0.32	0.39	0.45
核心每股盈利(港元)	0.20	0.27	0.32	0.39	0.45
每股股息(港元)	0.21	0.27	0.10	0.12	0.14
每股账面值(港元)	0.81	0.85	0.98	1.27	1.60

资料来源: 公司, 招银国际预测



## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠军大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。