

医思健康 (02138.HK) 封关期深耕本土逆势扩张，开关后弹性可期

2023 年 01 月 13 日

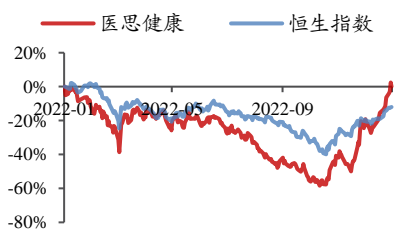
——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

日期	2023/1/12
当前股价(港元)	9.500
一年最高最低(港元)	10.320/3.950
总市值(亿港元)	112.22
流通市值(亿港元)	112.22
总股本(亿股)	11.81
流通港股(亿股)	11.81
近 3 个月换手率(%)	13.18

股价走势图


数据来源：聚源

● 一站式非医院医疗服务龙头机构，封关期间逆势扩张业绩

公司于 2005 年开设首家医美中心 DR REBORN；2016 年成功整合纽约脊医正式踏入医疗领域，开启策略性收并购之路，疫情期间抓紧行业整合机会实现版图扩张，FY2021/2022 公司服务点分别增加 27/55 家，FY2019-FY2023H1 服务点由 54 家增长至 154 家（中国香港医疗/医美/兽医分别为 104/19/11 家），增长近 2 倍。注册医生数量由 FY2019 的 87 人增长至 293 人。封关情况下挖掘本土市场客户，FY2022 客户数达 18.23 万人，相比疫情前客户数量增长超一倍，已是中国香港本地最大的非医院医疗服务提供商。FY2016-2019，公司主营业务收入从 7.05 上涨至 18.37 亿港元，CAGR 达 37.6%。封关期间公司深耕中国香港市场，业绩逆势上涨，FY2022/FY2023H1 实现主营业务收入 29.2/18.9 亿港元/yoy+40.3%/+31.1%，FY2020 内地游客贡献 4.02 亿营收，预计伴随通关恢复，大陆游客将再度贡献显著增量，且公司承载需求能力大幅加强。预计 FY2023-2025 公司可实现净利润 2.3/4.2/6.2 亿港元，yoy+16.7%/+81.6%/+47.5%，对应 EPS 为 0.2/0.35/0.52 港元，PE 为 48.7/26.82/18.18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 卡位高景气赛道，区位+制度优势明显

（1）**医疗**：2020 年中国香港医疗服务开支达 1900 亿港元，其中私营医疗 930 亿港元，预计 2020-2024 年仍将保持 7.5%复合增速。（2）**医美**：中国香港医美市场更加成熟，渗透率领先大陆。2019 年中国香港医美市场规模达 69.5 亿港元，5 年 CAGR15%。（3）**兽医**：目前中国香港地区共有兽医 800 余人，兽医诊所 200+ 家，规模小、辐射半径有限，行业具备整合和集中度提升潜力。同时，医疗旅游持续火爆，中国医疗旅游市场规模 2014-2018 年复合增速达 33%，预计随着内地通关将再度贡献业绩。

● 内生性增长+收并购并举，构建高质量发展生态圈路径清晰

根据公司大湾区战略，预计未来 3-5 年通过自有扩张和外延并购在粤港澳大湾区开设 30-50 间门店，FY2025 有望实现 60 亿港元收入，其中中国香港/内地分别 50/10 亿港元，兽医和医疗计划在未来占据更多市场份额并向大湾区延伸扩张。

● **风险提示**：地缘冲突，宏观经济下行、内地开店速度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	2,080	2,944	3,873	5,079	6,139
YOY(%)	6.4	40.4	31.5	31.1	20.9
净利润(百万港元)	193	197	230	418	617
YOY(%)	(32.7)	2.4	16.7	81.6	47.5
毛利率(%)	9.5	11.9	11.0	13.6	15.8
净利率(%)	9.2	6.7	4.1	6.0	8.2
ROE(%)	11.8	8.4	8.4	12.6	14.8
EPS(摊薄/港元)	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
P/E(倍)	58.2	56.8	48.7	26.8	18.2
P/B(倍)	6.9	4.8	4.1	3.4	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

内容目录

1、 医思健康：一站式医美医疗服务中心	5
1.1、 集团简介：公司是中国香港最大的非医院医疗服务提供者	5
1.2、“医疗+医美+兽医”多元发展，品牌协同助力市场开拓	7
1.3、 股权结构稳定集中，管理层团队经验丰富	7
2、 疫前财务健康，疫情期间横纵拓宽迎疫后发展	10
3、 大陆市场方兴未艾，中国香港市场蓬勃发展	15
3.1、 中国医美市场持续发展，渗透率逐步提升	15
3.2、 中国香港医疗制度优越，国际化水平突出	15
3.2.1、 中国香港医美市场发展更为成熟，赴港就医为现今一大趋势	15
3.2.2、 医疗：二元医疗体系，私营医疗服务发达	18
3.2.3、 医疗管理制度完善，问责体系健全	21
3.3、 宠物医疗：市场尚处蓝海，中国香港宠物医疗行业整合潜力较大	23
4、 业务扩张打开成长空间，生态体系赋能内生增长	24
4.1、 医疗+医美服务生态不断成熟，一站式诊疗平台深化业务协同	24
4.2、 内生性增长+收并购并举，成长路径清晰	25
4.3、 大健康生态圈截留客源，数字化运营精细化管理	29
4.3.1、 获医：平台化运营弥补传统诊所短板，持股管理人计划激发团队活力	29
4.3.2、 获客：打造生态系统内循环，低成本高效获客	29
5、 拓展疆域深入大湾区，助力业绩启航	32
6、 盈利预测与投资建议	34
6.1、 核心假设：	34
6.2、 盈利预测与投资建议	35
7、 风险提示	36
附：财务预测摘要	37

图表目录

图 1： 业务地域覆盖中国香港、中国澳门以及内地	6
图 2： 公司品牌矩阵丰富	7
图 3： 公司股权结构较为集中（截至 2022 年 9 月 30 日）	8
图 4： 公司主营业务收入持续稳定增长	10
图 5： 疫情期间公司销售额整体呈上升趋势	10
图 6： 中国香港地区贡献主要营收（百万港元）	10
图 7： 内地营收稳步增长（百万港元）	10
图 8： 医疗服务营收增长较快（百万港元）	11
图 9： 医疗服务营收占比逐年提升	11
图 10： 公司医疗分部专科业务占比较高（百万港元）	11
图 11： 医思健康医疗服务点个数增长较快	12
图 12： 医思健康医疗服务点个数增长较快	12
图 13： 截至 2022 年 9 月 30 日，公司注册医生人数达 293 人	12
图 14： 医思健康医疗旅客收入约占三成	13
图 15： FY2022 公司独立客户数达到 18.23 万人	13

图 16:	公司医疗客户增速较快	13
图 17:	疫情期间公司归母净利润有所下滑	14
图 18:	FY2023H1 归母净利润环比改善	14
图 19:	疫情期间主要成本项支出增长较快	14
图 20:	当前公司净利率较低	14
图 21:	中国医美市场规模逐年增长 (亿元)	15
图 22:	内地医美渗透率低于中国香港	15
图 23:	中国香港医美市场规模增长较快 (亿港元)	16
图 24:	中国香港非手术型医美市场微创疗程增长快于能量仪器 (十亿港元)	16
图 25:	非手术型医美规模占中国香港医美市场比例逐渐提高	16
图 26:	内地赴中国香港旅游人数逐年增长 (万人)	17
图 27:	中国香港每名医美客户年均开支逐年增长 (港元)	17
图 28:	中国医疗旅游市场规模持续增长	18
图 29:	中国香港医美产品价格优于内地	18
图 30:	2014 年中国香港医美市场 CR5 为 18.6% (按销售额计算)	18
图 31:	2019 年中国香港医美市场 CR5 为 41.7% (按销售额计算)	18
图 32:	中国香港二元医疗体系各司其职	19
图 33:	中国香港公立和私立医疗开支基本持平 (十亿港元)	19
图 34:	中国香港医疗保健服务商分类	20
图 35:	中国香港私立全科和专科医疗中心门诊次数较多 (百万次)	20
图 36:	中国香港私家专科医疗中心收益高于全科医疗中心 (十亿港元)	20
图 37:	中国香港就诊病人于私家专科医疗中心花费高于全科医疗中心 (港元)	20
图 38:	中国香港一般意外及健康保费保额逐年上涨	21
图 39:	自愿医保计划 10 项要求吸引市民投保	21
图 40:	中国香港医疗仪器管理制度健全	21
图 41:	中国香港多举措监督医生	22
图 42:	中国宠物医疗市场规模逐年增长	23
图 43:	中国香港宠物规模近年来呈扩大趋势	23
图 44:	公司打造一站式医疗服务中心	24
图 45:	公司客户留存率逐年上升	25
图 46:	老客户业务贡献量处于较高水平	25
图 47:	客单价受疫情影响有所下滑 (港元)	25
图 48:	医疗服务客单价 2021 财年上涨 9.5% (港元)	25
图 49:	公司租赁折摊成本占比小于注册开支、员工薪酬	26
图 50:	公司收并购流程完善	27
图 51:	公司医疗资产企业化	27
图 52:	纽约医疗收购后经营数据大幅改善	28
图 53:	纽约医疗资产资本化	28
图 54:	FY2023H1 通过收并购和内生增长分别实现营收规模 17.73 和 1.2 亿港元	28
图 55:	公司楼面面积持续增长	28
图 56:	传统诊所短板明显	29
图 57:	持股管理人计划共享成长收益	29
图 58:	医思健康闭环大健康生态系统内循环高效	30
图 59:	医思健康 APP 降低获客成本	30
图 60:	拓展电子商务市场增加客流	30

图 61: 公司客户体验关系管理体系精准触达消费者	31
图 62: 公司销售费用率维持在较低水平	31
图 63: 内地单店营收逐年增长	32
图 64: 医思健康大湾区 2025 战略规划	32
表 1: 公司发展历程: 内生发展与收并购并举	5
表 2: 公司管理层经营与资本运作经验兼备	8
表 3: 在中国香港获批但大陆未获批产品	17
表 4: 中国香港卫生署出台“只应由注册医生/注册牙医施行的美容程序”	22
表 5: 疫情后公司加快收并购步伐	26
表 6: 部分内地与中国香港医疗合作政策出台紧密	32
表 7: 公司营收按业务拆分	34
表 8: 可比公司估值: 医思健康估值低于可比公司平均水平 (可比公司 EPS 单位为元, 医思健康 EPS 单位为港元)	36

1、医思健康：一站式医美医疗服务中心

1.1、集团简介：公司是中国香港最大的非医院医疗服务提供者

医思健康是中国香港最大的民营非医院医疗服务提供商，主要提供医疗及美容医疗服务。2005 年 11 月，公司成立于中国香港，2016 年公司在香港联交所主板上市，2022 年 3 月 7 日，公司获纳入为深港通 I 合资格股份。公司业务主要包括医疗服务、医美服务及兽医服务等。公司致力于搭建以客为本的一站式综合医疗大健康平台，以满足客户多元化需求。同时通过收购并购方式吸纳大量优质专科诊所，并尝试逐步将辐射范围从中国香港扩散至整个大湾区。

公司的发展历程大致可以分为三个阶段：

(1) 扎根中国香港，打造优质医美机构 (2005-2015): DR.REBORN 是公司于 2005 年开设的首家医美中心。借力于中国香港经济发展持续向好，人们开始了解医美且医美需求逐渐增加，公司凭借优质服务积累了高质量的客户群体。2010 年-2013 年，公司通过收购并购变靚 D 纤体、蓝海、多角度等品牌的方式进入医美行业的细分领域。

(2) 加速并购，从医美拓展至其他细分医疗领域 (2016-2019): 2016 年，公司收购牙科诊所 Vision Dental 以及嘉勋牙科，口腔医疗成为第一个尝试的细分领域。之后开始逐步从医美领域扩展至消费、预防保健领域及专科医疗领域。2016 年港交所上市后凭借充足的资金进行持续的并购扩张，陆续横向收购纽约医疗、医疗耗材、药品、及设备分销商 Good Union、骨科诊所、护肤品牌 Swiss Line、柏立医学化验室等消费医疗品牌。通过不断并购及整合，集团在脊医专科、美容、牙科、骨科、儿科、痛症管理、妇产科、化验所、健发、疫苗等多个专科领域具备强劲实力，2016-2019 年公司主营业务收入及归母净利润 CAGR 分别达 37.6%和 34.4%。

(3) 切入湾区，规划布局内地市场 (2020-至今): 2021 年公司正式发布了大湾区 2025 财年五年业务发展规划，计划在未来三到五年间在大湾区开设 30-50 家门店，专注消费性医疗，目标到 2025 年集团实现营收 60 亿元。公司将在中国内地采取轻资产扩张的形式，谨慎选址开店，预计新开设店铺能在 3-6 个月实现盈亏平衡，12-18 个月回本。2022 年，公司正式成为获纳入为深港通合资格股份，为公司在内地的发展提供重要支撑。

表1：公司发展历程：内生发展与收并购并举

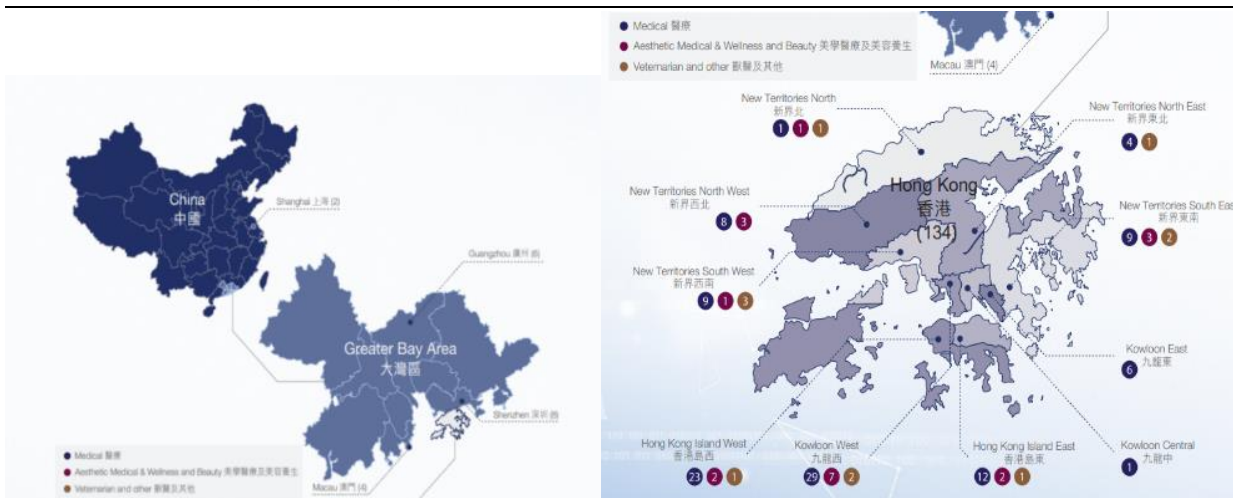
时间	主要事件
2005 业务布局	开设首家医美中心 DR REBORN
2010 收购兼并	收购变靚 D 纤体（专心美）
2011 业务布局	开设首家整形外科手术中心
2012 业务布局	推出首个皮肤护理品牌“宝特曼娜(PRODEMRA LAB)”，开设旗下首间医学美容旗舰店
2013 收购兼并	收购蓝海及多角度（SITE1）
2014 收购兼并	收购嘉勋牙科及 Vision Dental
2015 业务布局	在广州开设首家中国大陆医学美容诊所
资本配置	在中国香港联交所主板上市
2016 收购兼并	收购纽约医疗子公司部分股权、旅行社 WANNA FLY、医疗耗材、药品及仪器分销商 Good Union

2017	收购兼并	收购骨科诊所、护肤品牌 Swiss Line、牙科连锁、脊医中心
	业务布局	设立痛症管理中心
2018	资本配置	医疗投资资金 OrbiMed 成为第二大股东
	收购兼并	收购外展康复服务；与企鵝医生在中国香港开设两家全科诊所
2019	业务布局	开设仁生肿瘤及癌症中心和影像诊断中心
	收购兼并	收购骨科中心、儿科 Primecare
2020	业务布局	在中国香港开设 ATO hair club、Seoul Elegant、智健康、心脏专科诊所以及首家疫苗中心 HKPV
	收购兼并	收购 NEW MEDICAL、柏立医学化验所、纽约医疗集团和卓越医疗中心
2021	资本配置	通过配售引入冠君产业信托为策略伙伴，新发行 4805410 股；先后配售 1000 万股股份给雅居乐集团非执行董事；与高盛、奥博资本及基汇资本达成战略合作，获注资 6.136 亿港元
	业务布局	在中国香港开设健发中心 Hair Forest
2022	业务布局	中国香港医思医疗集团正式改名为医思健康；深圳办公总部投入运营
	收购兼并	收购庇利积臣牙科、亨润、溢丰、中国香港兽医影像中心及锋冠
2022	资本配置	配售新股引入郑志刚博士及 Aspex Management 为策略型股东，募资 2.3 亿港元并进一步向其发行股份集资 2.48 亿港元
	业务布局	公司获纳入为深港通合格股份；订立 7 亿港元可持续发展表现挂钩贷款
2022	业务布局	新设中环综合医疗服务旗舰中心及太古高端影像中心；与 AXA 安盛携手设立 AXA 安盛医疗中心；DR REBORN 于中环开设新旗舰店
	收购兼并	收购恒健牙科、美邦连锁体检中心；与凯龙瑞及亚洲联合基建成立合资公司

资料来源：公司官网、开源证券研究所

截至 2022 年 9 月，集团在中国香港、中国内地及中国澳门共经营 154 家诊所及服务中心，拥有 293 名全职专属注册医生，服务客户总次数 1180 万次，总面积达 55.7 万平方英尺。大陆地区以提供消费性医疗为主，目前已开设 16 家门店，主要集中在广深两地。

图1：业务地域覆盖中国香港、中国澳门以及内地



资料来源：公司公告

1.2、“医疗+医美+兽医”多元发展，品牌协同助力市场开拓

医学服务多元化多维度，截至 2022 年 9 月，公司旗下已涵盖 42 个品牌，

在业务上，公司主要分成以下三大板块：

（1）医疗服务：包括全科、痛症医疗、牙科、眼科、妇女健康、中医、心血管健康、肿瘤及癌症、高端影像、化验等。

（2）医美服务：包括美学医疗、美容养生、护肤美容三大业务子板块，分别对应医美与齿科服务、美发及辅助养生服务和护肤与美容产品。

（3）宠物医疗：作为公司新拓展项目，公司于 2021 年 6 月收购第一家相关公司，并开设了医思兽医医院及影像中心，成功进入兽医领域。2022 财年，集团收购了 7 间宠物医院，2 间宠物用高端影像中心。

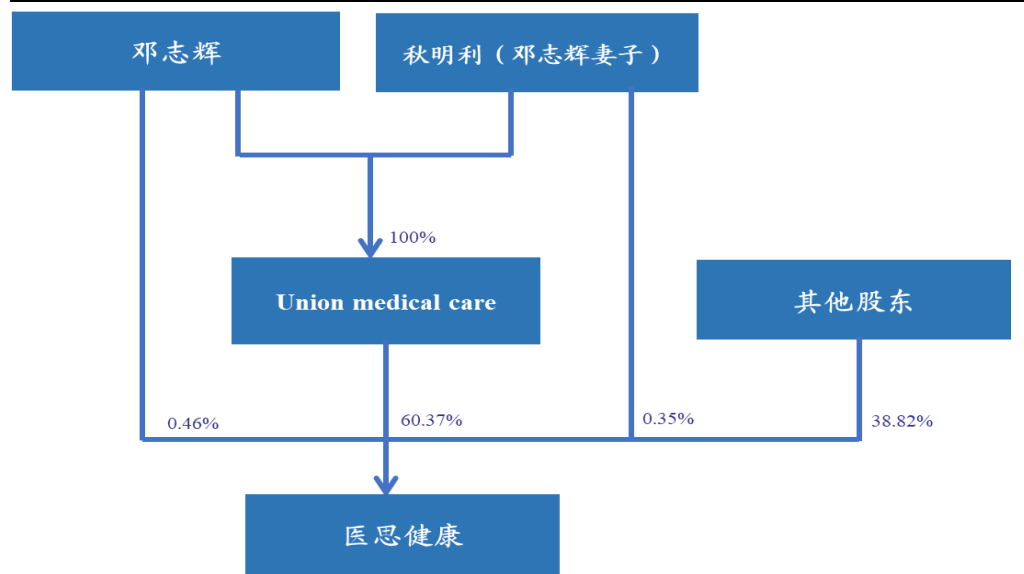
图2：公司品牌矩阵丰富



资料来源：公司公告

1.3、股权结构稳定集中，管理层团队经验丰富

公司股权结构高度集中，股权激励留住优质人才。2020 年 4 月起，公司实施持股管理人计划。集团将以发行及配发新股方式，向合资格参与者配发及发行不超过集团股本总数 4% 的股份。同时更提出与业绩挂钩之送赠红股方案，以每名合格参与者每股入 10 股为送赠红股基准，于未来 3 年视乎业绩按比例授出红股，最多可获赠 5 股。截至 2022 年 9 月，公司创始人及集团控股股东邓志辉及其配偶合计直接和间接控制公司 61.18% 股份股权结构较为稳定。

图3: 公司股权结构较为集中 (截至 2022 年 9 月 30 日)


资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理层深耕医美医疗行业，经营与资本运作经验兼备。邓志辉先生作为集团的创始人、董事会主席、行政总裁及执行董事，在医学美容及医疗护理行业拥有超过 18 年的从业经验，负责整体把控集团运营管理，高瞻远瞩，制定发展战略规划，领导及管理董事会。吕联炜先生为公司联席行政总裁兼执行董事，在企业运营，风险管理，客户关系管理等方面拥有广泛且丰富的经验。主要负责集团业务的具体运营，收并购业务的投后整合及客户关系管理。其他董事会及高管在公司投资、运营等方面均具有数年经验 and 强大执行力。

表2: 公司管理层经营与资本运作经验兼备

姓名	职位	背景简介
邓志辉	董事会主席、行政总裁、 执行董事	医思健康创始人、中国香港大学全科医学学士、赫尔大学工商管理硕士
黄志昌	首席数码总监、执行董事	中国香港科技大学工商管理学士、曾任中国香港迪士尼乐园数码业务总监、朗廷酒店及国泰集团电子商务总监
吕联炜	联席行政总裁、执行董事	中国香港科技大学土木工程学士及环球金融硕士、曾任国泰航空数码及产品总经理
李向荣	首席财务总监、执行董事	中国香港大学工商管理学士、曾任安永会计师事务所高级经理，中国香港会计师公会会员及执业会员
王家琦	首席策略、投资总监、 执行董事	密歇根大学工商管理学士，曾任职于花旗集团及摩根大通投行部
陆韵晟	资讯科技总监、非执行董事	康奈尔大学电脑科学学士，斯坦福大学电脑科学硕士，曾任谷歌软件工程师
陆东	独立非执行董事	多伦多大学商科学士，曾任瑞士银行中国香港研究
马清楠	独立非执行董事	赫尔大学经济学学士，曾任中国香港希仕廷律师行高级合伙人
林知行	独立非执行董事	塔夫茨大学计量经济与国际关系学士，芝加哥大学工商管理

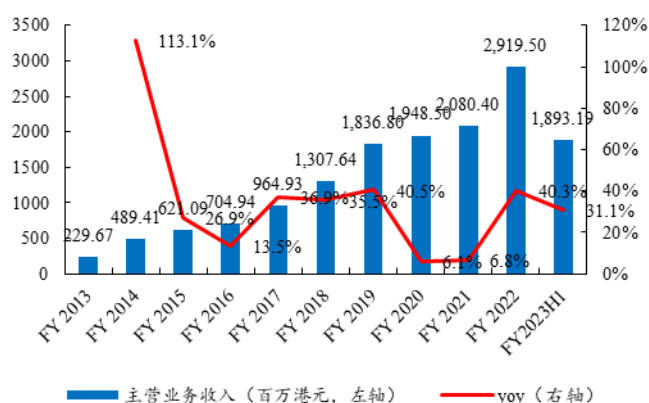
姓名	职位	背景简介
		理硕士，曾任腾讯战略总监
萧镇邦	董事会秘书	中国香港大学法学学士，伦敦大学学院法律硕士，曾任施 问律行合伙人

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、疫前财务健康，疫情期间横纵拓宽迎疫后发展

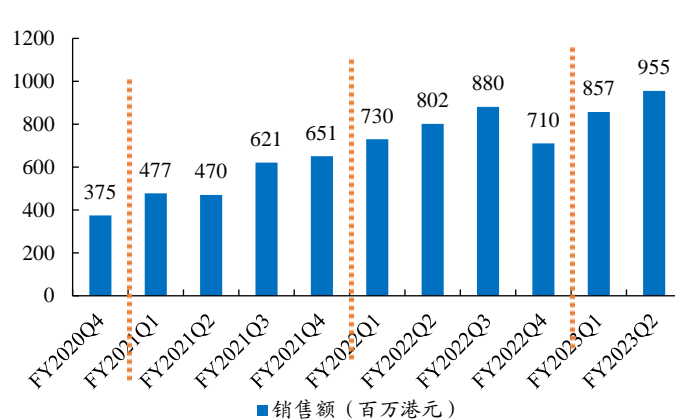
疫情前,公司主营业务收入持续稳定增长,从2013财年的2.3亿港元上涨至2019财年的18.37亿港元,CAGR达41.4%。2020财年和2021财年受疫情影响,医美业务关停(其中2021年全港美容院强制关停142天)以及内地封关,客单价下降致收入增速放缓,分别同比增长6.1%和6.8%。2022财年开始受益于疫情影响缓解以及医疗业务收入持续增长,业绩强劲回升,主营业务收入增长40.3%至29.2亿港元,2023上半财年主营业务收入持续增长31.1%至18.93亿港元。

图4: 公司主营业务收入持续稳定增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

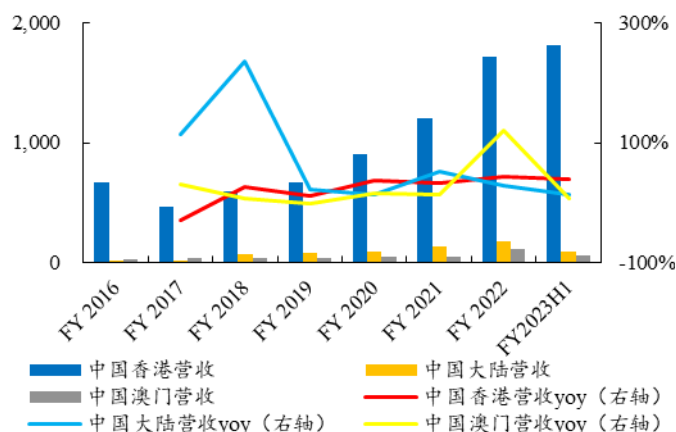
图5: 疫情期间公司销售额整体呈上升趋势



数据来源: 公司业绩发布会材料、开源证券研究所

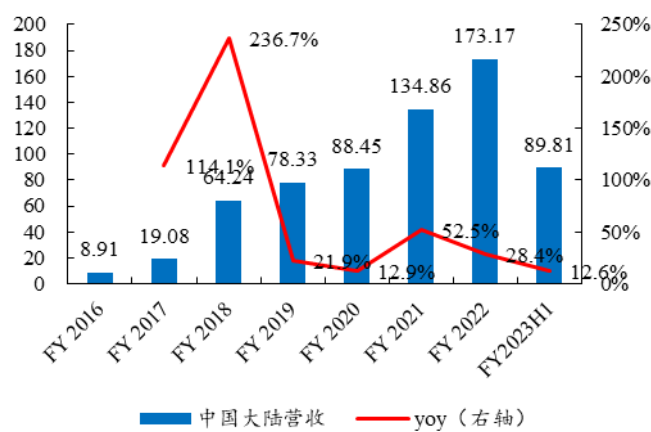
中国香港地区贡献主要营收,疫后内地布局加快已有望贡献较高业绩增量,中国香港一直是集团业务重点布局之地,2017年至今,中国香港贡献营收占比均维持在90%以上。但随着集团加速在中国大陆的布局,内地市场迅速扩张,2017财年到2022财年,大陆营收从0.19亿港元上升到1.73亿港元,CAGR高达55.4%。2021年公司发布大湾区战略,计划于未来3-5年间在粤港澳大湾区开设30-50间门店。未来内地布局加快也将持续贡献业绩增量。

图6: 中国香港地区贡献主要营收 (百万港元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

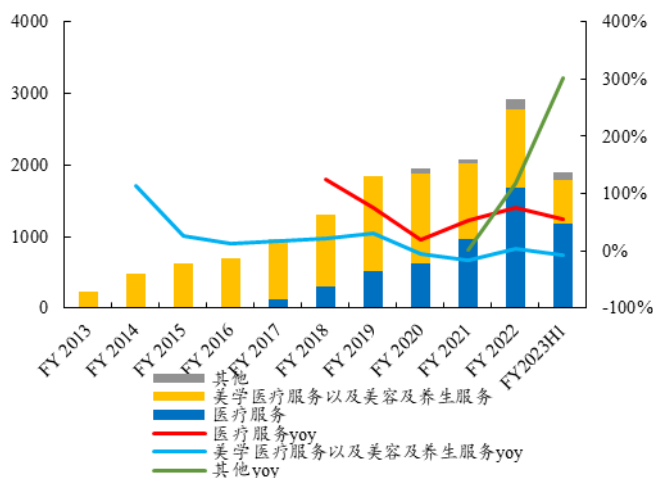
图7: 内地营收稳步增长 (百万港元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

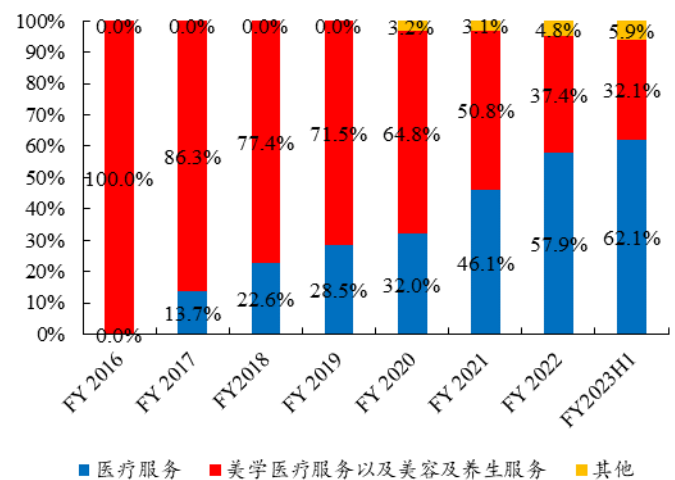
疫前深耕医美，疫情期间加快扩张医疗力度，横向拓向兽医业务。疫情前，公司医美业务为营收主要增长来源，从2013财年的2.3亿港元增长至2019财年的13.14亿港元，CAGR为33.7%。2016年公司收购纽约医疗切入医疗领域，疫情期间，公司通过收并购加快布局医疗服务，医疗服务快速增长，2017-2022财年CAGR达66.5%，营收占比也由FY2017的13.7%上升至FY2023H1的62.1%，已成为集团第一大主业。同时，公司注重细分领域的扩张，兽医业务为今后主要的营收增长点，2022财年开始分类至其他类目，2023上半财年收入增长超3倍，营收规模1.11亿港元，占比5.9%。

图8：医疗服务营收增长较快（百万港元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

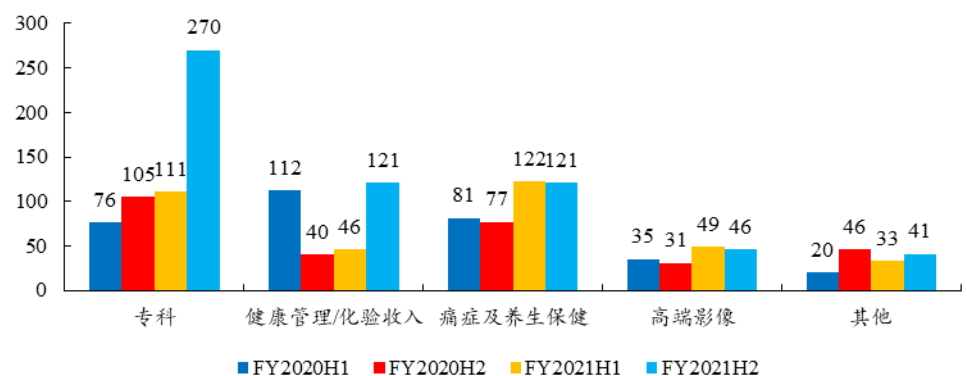
图9：医疗服务营收占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

医疗板块通过收并购并举向多个细分领域扩张，专科业务占比最高。目前医疗板块涵盖专科、痛症及养生保健、健康管理、高端影像等多个部分。其中，专科业务高增且占比最高，FY2021H2 同比增长 157.1%。同时检测和预防医疗的收入增幅同样较大，健康管理/化验收入 FY2021H2 同比增长 202.5%。

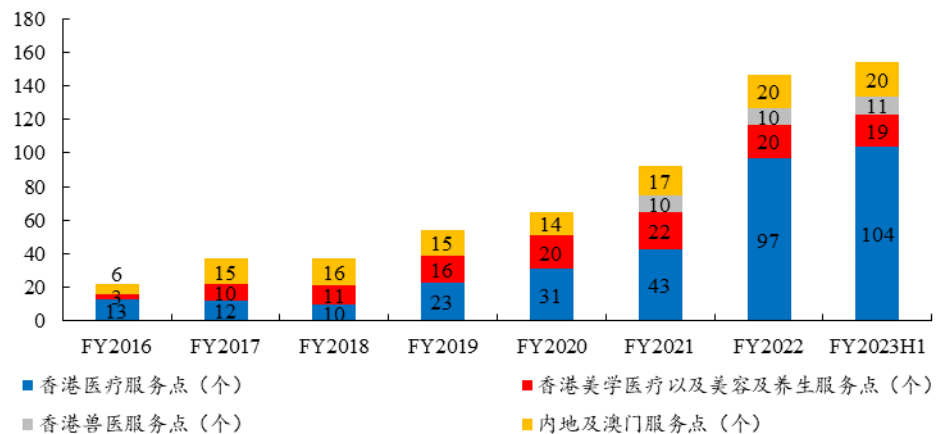
图10：公司医疗分部专科业务占比较高（百万港元）



数据来源：公司业绩发布会材料、开源证券研究所

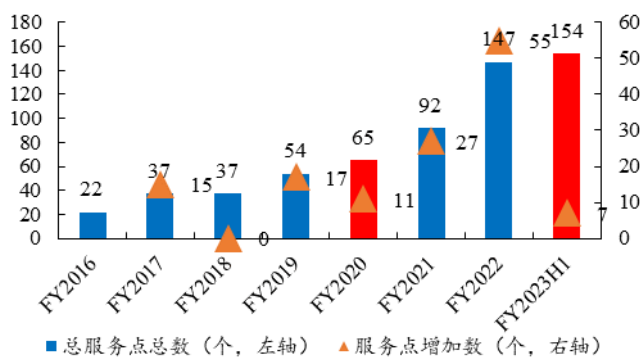
抓住整合窗口期快速扩张，承载力大幅跃升奠定疫后复苏基础。疫情期间公司通过收并购与内生性发展，实现门店数量与注册医生数量的高速增长。2021 财年、2022 财年公司服务点分别增加 27 家和 55 家，FY2019-FY2023H1，服务点数量由 54 家增长至 154 家，增长近 2 倍体量。注册医生数量由 2019 财年 87 人增长至 293 人，为疫情前 3 倍多。公司疫情期间的战略扩张使得整体业务承载量远高于疫情前，随着内地通关与本土疫情影响消退，将充分受益于疫后行业复苏与需求快速爬坡。

图11：医思健康医疗服务点个数增长较快



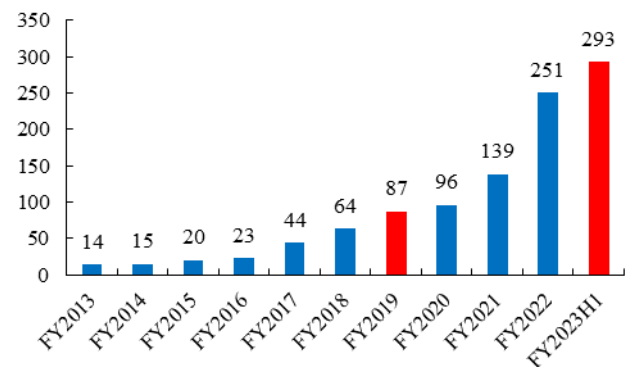
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：医思健康医疗服务点个数增长较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：截至2022年9月30日，公司注册医生人数达293人



数据来源：公司公告、开源证券研究所

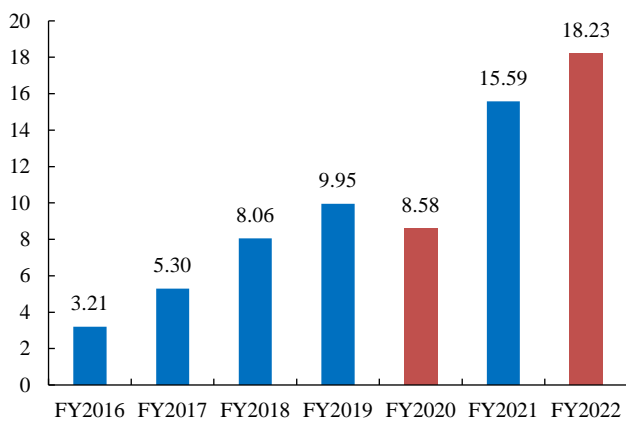
疫情期间客户数量增速不减，疫后医疗旅游客群增量可期。2020 财年，内地赴港医疗旅客贡献医疗营收占比约 32%，FY2020 第四季度虽遭遇疫情，但全年医疗旅游客户营收仍达到 4.02 亿元。疫情期间，集团失去这部分客群，2020 财年客户数下降 13.8%，但随着公司大力发展医疗业务，医疗客户数量增长明显，2020 财年和 2021 财年分别同比增长 32.20%和 53.80%，同时挖掘本土市场医美客户，医美、美容客户 2021 财年重回正增长，2022 财年公司客户数达 18.23 万人，相比疫情前客户数量增长超一倍。疫后医疗旅游客群将随着通关措施落地逐渐恢复，并且公司医疗业务中体检、专科、痛症与养生保健等消费性医疗业务与医美业务具备较强协同效应，多元专科业务亦有望受益于这部分增量。

图14: 医思健康医疗旅客收入约占三成



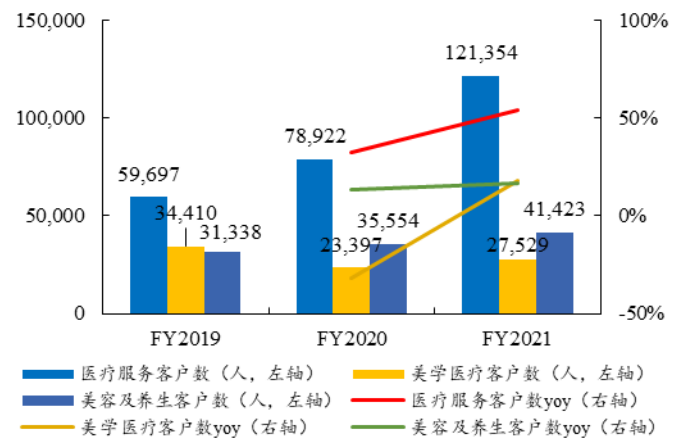
资料来源: 公司公告

图15: FY2022 公司独立客户数达到 18.23 万人



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

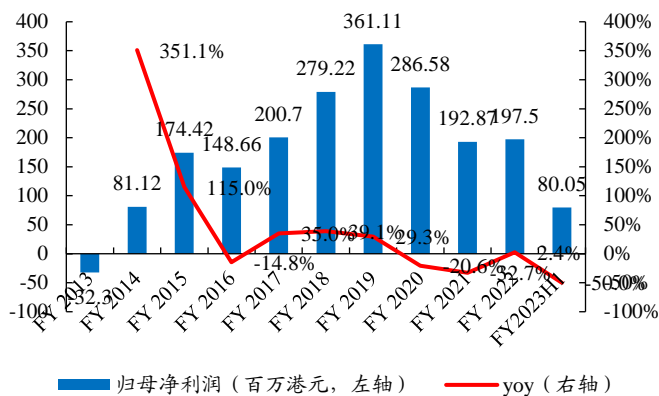
图16: 公司医疗客户增速较快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

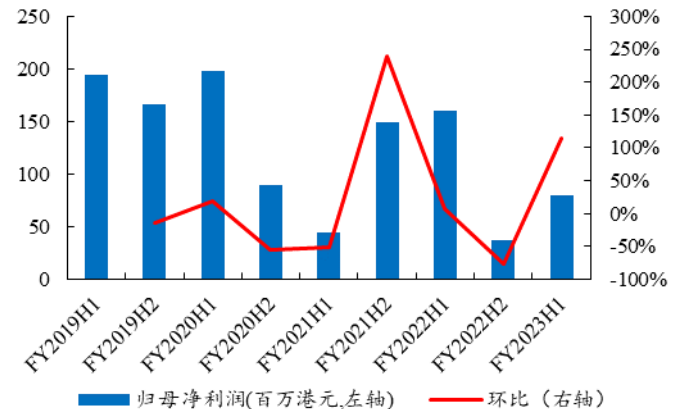
盈利能力已至历史最底部，爬坡正在进行时，疫后复苏底部向上弹性较大。疫情期间，公司并购扩张速度加快，资本投入加大而收入爬坡期在疫情期间相对拉长，稀释利润。FY2022 归母净利润 1.98 亿港元，相比疫情前高点下降 45.3%。同时毛利率较低的医疗业务占比持续提高，毛利率较高的医美业务增长放缓致毛利率有所下滑。疫情期间公司投入的资本将充分承载业务复苏，且高毛利的医美业务客群修复将带动公司盈利能力持续上升。FY2023H1 归母净利润虽同比下滑 50%，但环比上涨 114.7%，我们认为至暗已过，曙光初露。

图17: 疫情期间公司归母净利润有所下滑



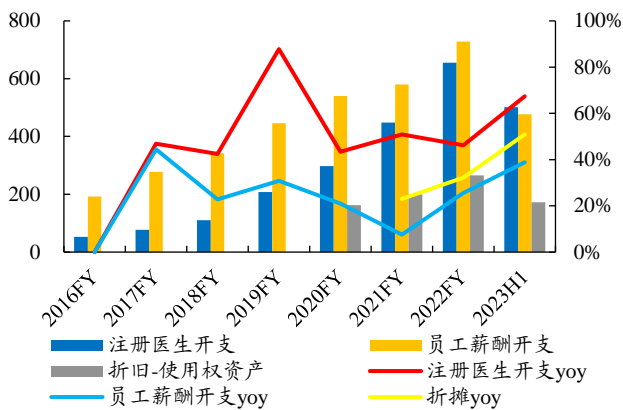
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: FY2023H1 归母净利润环比改善



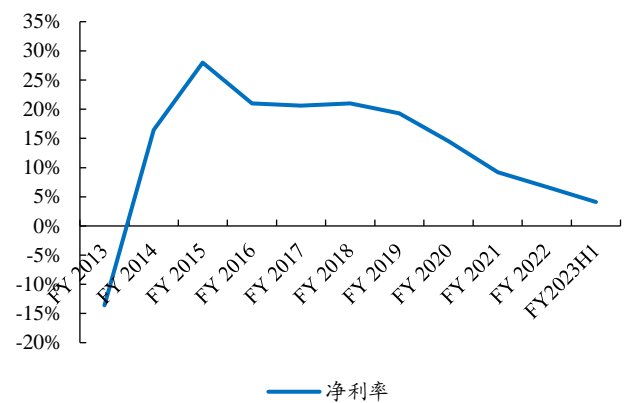
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 疫情期间主要成本项支出增长较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 当前公司净利率较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、大陆市场方兴未艾，中国香港市场蓬勃发展

3.1、中国医美市场持续发展，渗透率逐步提升

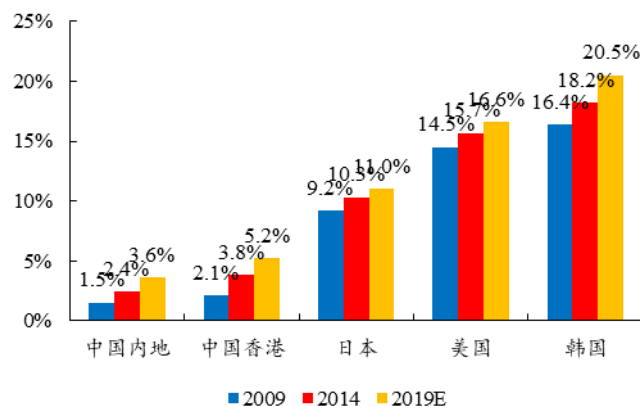
中国医美市场快速发展，渗透率存在较大增长空间。据艾瑞咨询，2017-2021 年，中国医美市场规模从 1124 亿元增长至 2179 亿元，CAGR 达 18%。除 2020 年受疫情影响增速有所放缓外，其余年份仍保持稳定增速。预计未来市场规模增速仍将保持 10% 以上增速。据弗若斯特沙利文数据，预计 2019 年中国内地医美渗透率仅为 3.6%，中国香港地区为 5.2%，略高于内地，但对标成熟的医美市场，整体我国医美渗透率仍有 3-4 倍增长空间。

图21：中国医美市场规模逐年增长（亿元）



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图22：内地医美渗透率低于中国香港



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

3.2、中国香港医疗制度优越，国际化水平突出

3.2.1、中国香港医美市场发展更为成熟，赴港就医为现今一大趋势

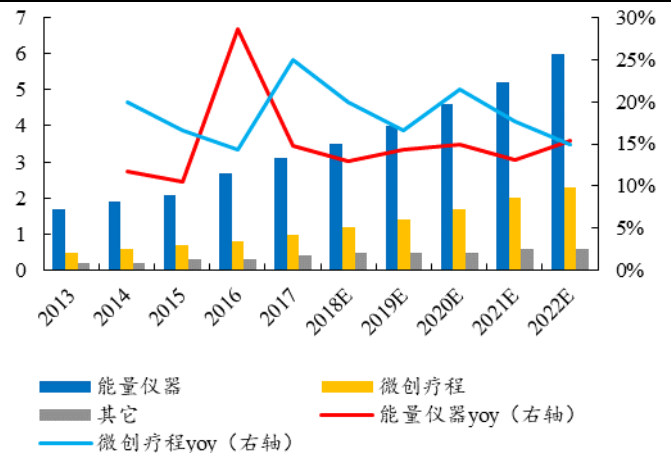
中国香港医美市场稳步增长，非手术性医美规模增速高于手术型。据弗若斯特沙利文数据显示，中国香港医美市场规模从 2009 年 22 亿港元增至 2019 年 69.5 亿港元，CAGR 达 12.7%，增长原因系中国香港人对医美服务接受度的持续提升及市场化进程和体系的不断完善。2015 年后非手术医美的增速高于手术性医美。非手术性医美中以能量仪器、微创疗程为主，预计 2019 年分别占中国香港医美市场的 58%、20%。

图23：中国香港医美市场规模增长较快（亿港元）



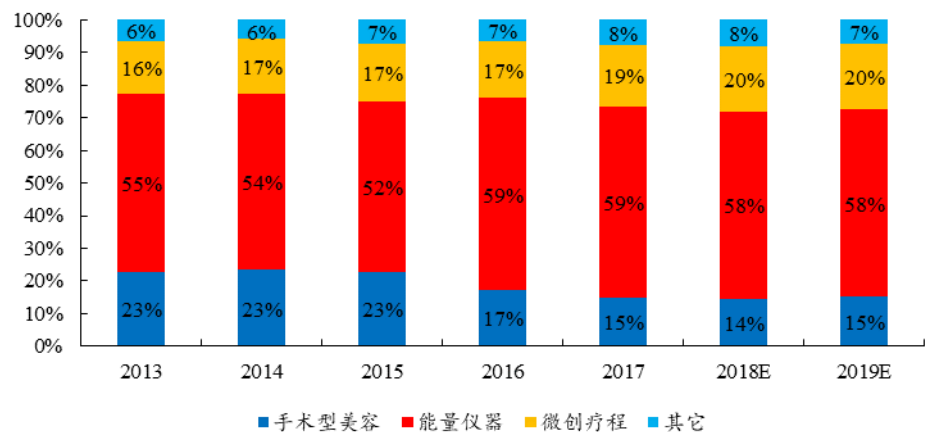
数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图24：中国香港非手术型医美市场微创疗程增长快于能量仪器（十亿港元）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图25：非手术型医美规模占中国香港医美市场比例逐渐提高



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

医美获批产品种类远超大陆，药物使用国际化。在中国香港，产品只需要通过FDA 认证即可上市使用，国际最新最好的药物在中国香港都能使用，不会出现国内的药物无法进口的问题，从而为消费者提供更多服务选择。泰奥熊猫针、Ultherapy 超声刀等已在中国香港获批的合规产品由于尚未获得大陆 NMPA 认证，因此无法在大陆合规使用。此外，患者还可通过指定药物使用计划，申请使用尚未在中国香港注册的最新药物。患者同意之后，由注册医生进行申请，一到两日即可获批，一个月内即可拿到最新药物从而保障患者的治疗进程。同时因为中国香港医生用药国际化，拥有国际药物大量的临床经验，能更好地根据患者体质、身体状况对剂量进行控制，保证治疗效果和控制副作用。

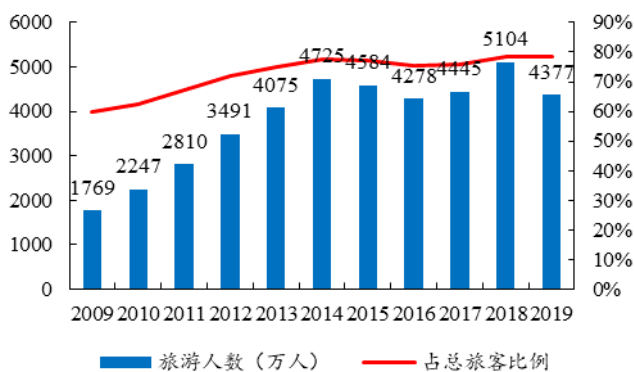
表3: 在中国香港获批但大陆未获批产品

产品名称	功效	FDA 认证
泰奥熊猫针	改善黑眼圈泪沟, 恢复肌肤弹性, 淡化眼周细纹	认证
Kybella 溶脂针	消除颌下脂肪并改善整体外观	认证
Sculptra 童颜针	渐进式刺激胶原蛋白自生, 填充肌肤同时改善脸部皱纹、下垂松弛和凹陷	认证
Xeomin 肉毒素	瘦脸, 改善皱纹	认证
Silhoustte soft 铃铛线	提拉皮肤, 刺激皮肤生成胶原蛋白	认证
高泰克斯隆鼻材料	可用于隆鼻及抬高和塑形鼻尖、弥补全身各部位先天或后天创伤所造成的体表组织凹陷, 及鼻唇沟的填充	认证
Ultherapy 超声刀	紧致轮廓抚平纹路, 改善肤质、增强皮肤抵抗力	认证

资料来源: 新氧 APP、FDA、健康界、开源证券研究所

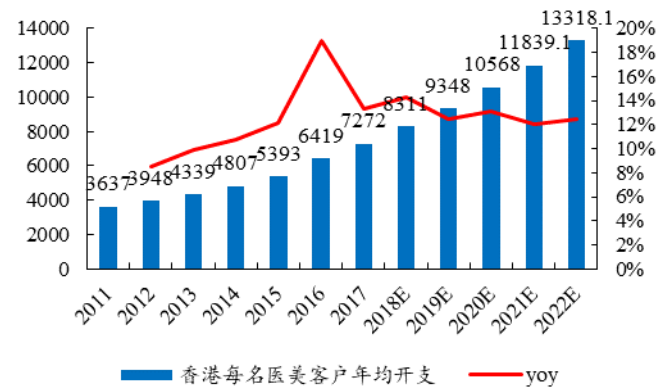
医美客户年均开支逐年上涨, 内地医美渗透率提升有望催化医疗旅游。据弗若斯特沙利文数据, 中国香港每名医美客户的年均开支也从 2011 年的 3637 港元增至 2017 年的 7272 港元。中国香港自 2003 年起对大陆游客开放自由行, 带动其旅游业跨越式发展。2018 年大陆游客达 5104 万人次, 占总旅客比重升至近 80%。同时, 内地医美渗透率持续提升, 内地消费者变美意识增强, 加之中国香港医美产品获批种类远超大陆, 价格相比内地更加便宜, 仪器设备更加先进, 往往领先 2-3 代, 催化医疗旅游概念持续火爆。据观研天下数据, 中国医疗旅游市场规模 2014-2018 年复合增速达 30.6%。2023 年 1 月 8 日, 内地与中国香港首阶段通关正式实施, 近三年的封关告一段落, 医疗旅游将再度贡献业绩增长。

图26: 内地赴中国香港旅游人数逐年增长 (万人)

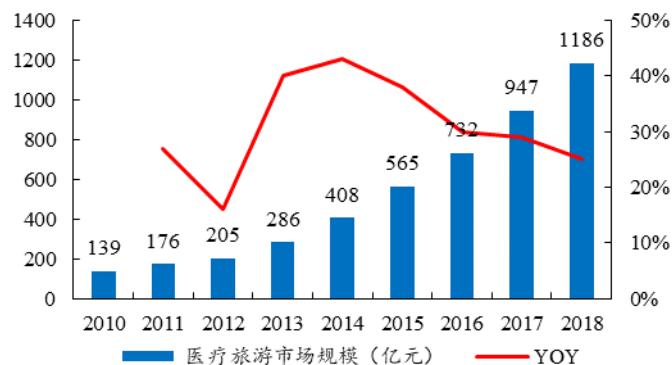


数据来源: 中国香港旅游发展局、开源证券研究所

图27: 中国香港每名医美客户年均开支逐年增长 (港元)



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图28：中国医疗旅游市场规模持续增长


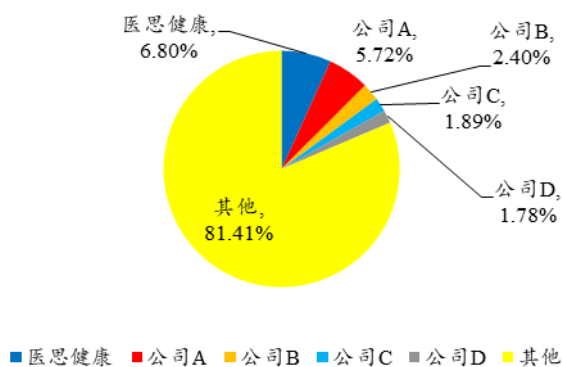
数据来源：观研天下数据中心、开源证券研究所

图29：中国香港医美产品价格优于内地

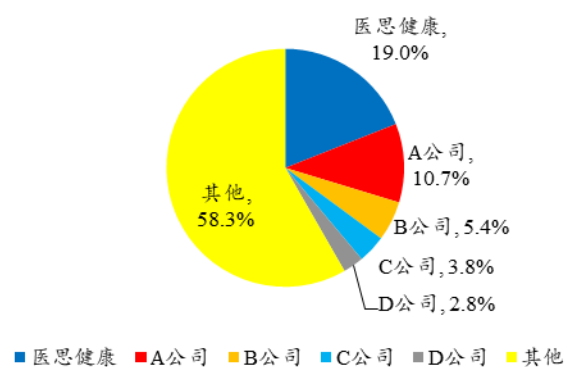
产品	内地价格	香港价格
美国botox塑颜 (50单位)	1830人民币	987港元
伊妍仕少女针 1ml	18700人民币	11700港元
水光枪面部疗程	1280人民币	360港元
激光脱毛 比基尼位-6次	6900人民币	4800港元

资料来源：医思健康官网、淘宝、美团、开源证券研究所

中国香港医美市场集中度明显提升，优质运营的医美机构获得了超越行业的增长。根据弗若斯特沙利文数据，2014年中国香港医美市场CR5仅18.6%，到2019年中国香港医美市场CR5达41.7%。医思健康作为优质龙头企业，销售额市占率也由2014年的6.8%上升至2019年的19%。

图30：2014年中国香港医美市场CR5为18.6%(按销售额计算)


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图31：2019年中国香港医美市场CR5为41.7%(按销售额计算)


数据来源：公司路演资料、开源证券研究所

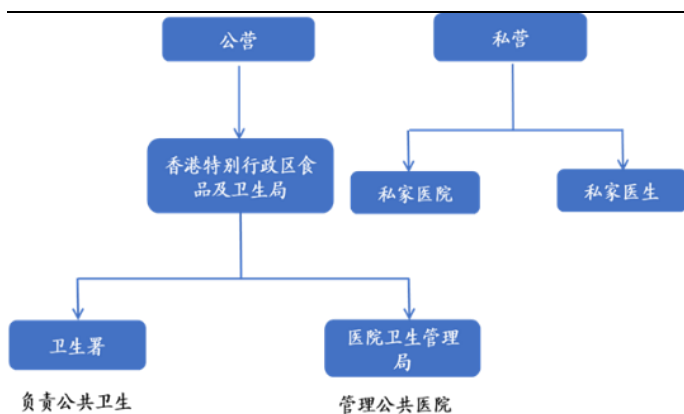
3.2.2、医疗：二元医疗体系，私营医疗服务发达

“公立+私营”二元架构，私立医院服务水平出众。经过多年发展，中国香港医疗系统逐步形成了“医疗双轨制”结构。公立医院主要承担平价的全民保障，政府高度补贴，由中国香港医院管理局管辖所有公立医院，以收治大病重病为主。公立医院具备雄厚医疗技术实力，资质和安全性有保障等优势。但同时也存在排队患者多，等候时间长等问题。私营医疗属于第二层，提供由个人支付的私人医疗服务，以用者自付为原则，让个人可以自由选择更高质量或更舒适的服务。

公私医疗开支基本持平。中国香港医疗开支从2016年1480亿增至2020年1900

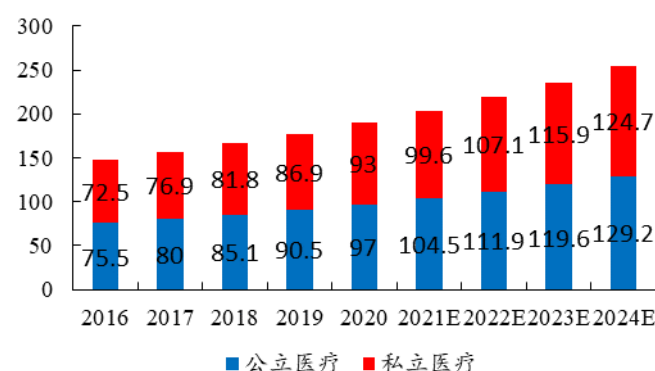
亿港元，CAGR 为 6.4%。2020 年中国香港公共医疗开支与私立医疗开支分别为 970 亿和 930 亿港元，均占总开支约 50%。据弗若斯特沙利文预测，随着老龄化进程加快推动医疗服务需求，预计从 2020 年到 2024 年，中国香港医疗开支将以约 7.5% 的复合增长率增长，预计 2024 年中国香港医疗总开支将达到 2540 亿港元。

图32：中国香港二元医疗体系各司其职



资料来源：中国香港政府官网、开源证券研究所

图33：中国香港公立和私立医疗开支基本持平（十亿港元）



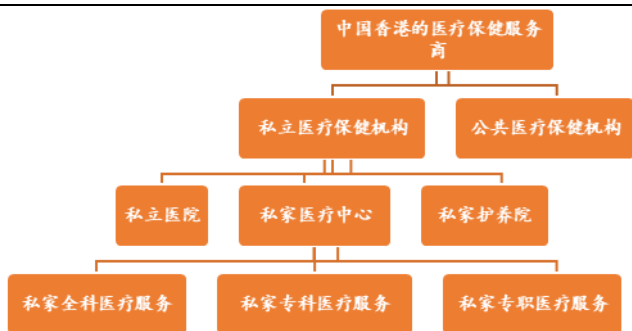
数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

私立医疗中心和私立医院为中国香港私立医疗市场主要服务供应商。中国香港私立医疗中心可以进一步分成私家全科医疗服务、专科医疗服务以及专职医疗服务。

- **私家全科医疗服务：**包括为病情稳定的慢性病病人和症状较轻的发作性疾病病人提供的护理服务。
- **私家专科医疗服务：**涵盖特定的医疗保健服务，包括对特定疾病的高级诊断或治疗或对病人身体某些部位的专门治疗服务。
- **私家专职医疗服务：**涵盖除一般全科及专科医疗服务以外专科领域的医疗。

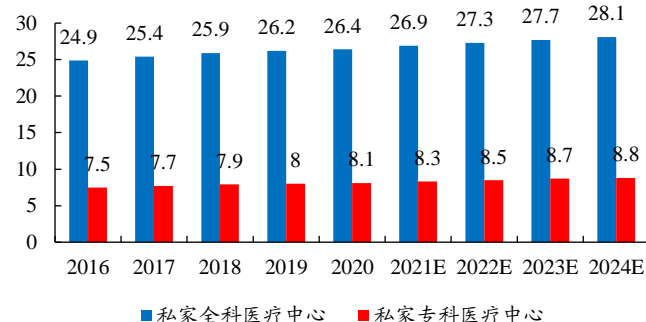
同时，受人口老龄化及公共医疗保健机构接诊能力有限等影响，中国香港私家全科和专科医疗中心门诊数量占中国香港私家医疗保健机构份额较高，分别从 2016 年 2490 万次/750 万次温和增长至 2020 年 2640 万次/810 万次，2020-2024 预计将分别以 1.57% 和 2.09% 的复合增长率进一步增加。

图34: 中国香港医疗保健服务商分类



资料来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

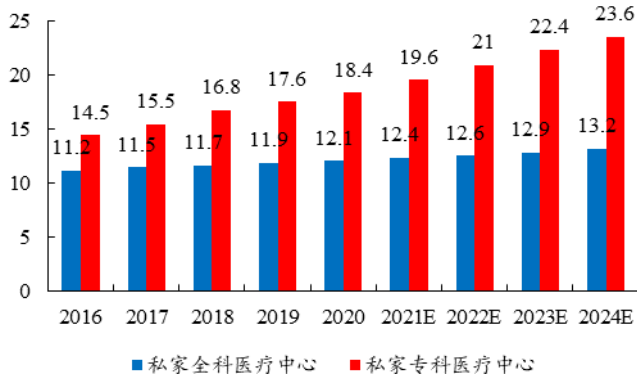
图35: 中国香港私立全科和专科医疗中心门诊次数较多 (百万次)



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

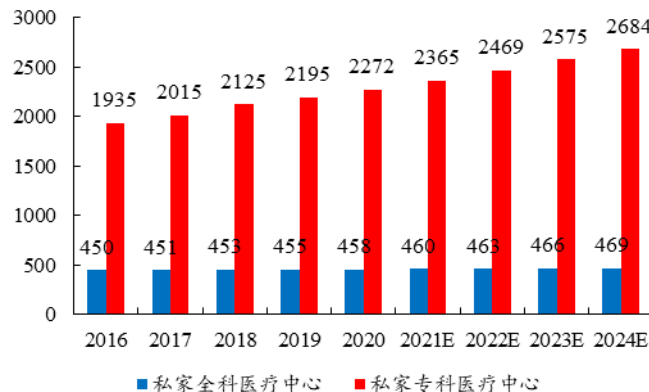
病人对专科服务支出增加, 私家专科医疗中心市场收益高于私家全科医疗中心。私家专科医疗中心相比私家全科医疗中心虽然门诊量相对较低, 但提供从资讯、诊断、检查等各种医疗服务以及通常会向病人收取较高服务费的不同治疗方案 (一项或多项专科项下, 从药物到手术), 据弗若斯特沙利文数据, 中国香港就诊病人平均花费由 2016 年的 1935 元上涨至 2020 年 2272 元, CAGR 达 4.1%。预计 2024 年可达 2684 元, 远高于私家全科医疗中心花费。因而中国香港私家专科医疗中心的市场收益高于全科医疗中心, 从 2015 年约 139 亿港元增至 2019 年 176 亿港元, CAGR 达 6.1%, 预计 2020-2024 年将以 CAGR6.4%的速度增长。

图36: 中国香港私家专科医疗中心收益高于全科医疗中心 (十亿港元)



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图37: 中国香港就诊病人于私家专科医疗中心花费高于全科医疗中心 (港元)

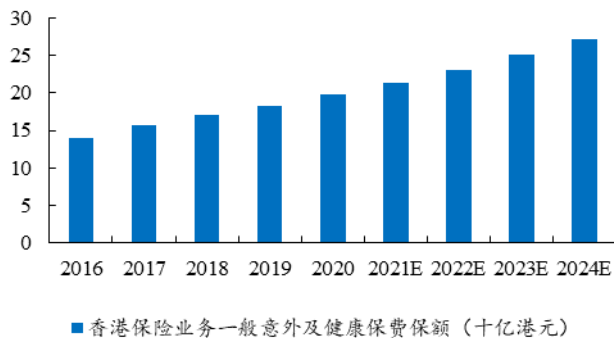


数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

分流制度+自愿医保计划催化私营医疗机构扩张。中国香港公立医院以收治大病重病患者为主, 通过实施分流制度, 将病人分为紧急、半紧急和稳定个案, 以确保紧急病人获得优先治疗, 也导致慢性病患者等待时间过长。为了缓解公共部门的压力并扩大医疗保健融资来源, 中国香港食物及卫生局于 2020 年 4 月启动自愿医保计划, 吸引部分能负担医保费用的市民投保, 将中、低风险的一次性手术和检查如内

窥镜、计算机扫描等需求引导到私营医疗系统。据弗若斯特沙利文数据，预计意外及健康保险保费毛额预计将以约 8.3% 的复合年增长率增长，从 2020 年的 198 亿港元增至 2024 年的 271 亿港元。拥有友邦等保险公司保险，居民在私人诊所进行治疗、体检等均可以直接通过保险渠道支付，催化私营医疗机构持续扩张。

图38：中国香港一般意外及健康保费保额逐年上涨



数据来源：香港保险业监管局、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图39：自愿医保计划 10 项要求吸引市民投保

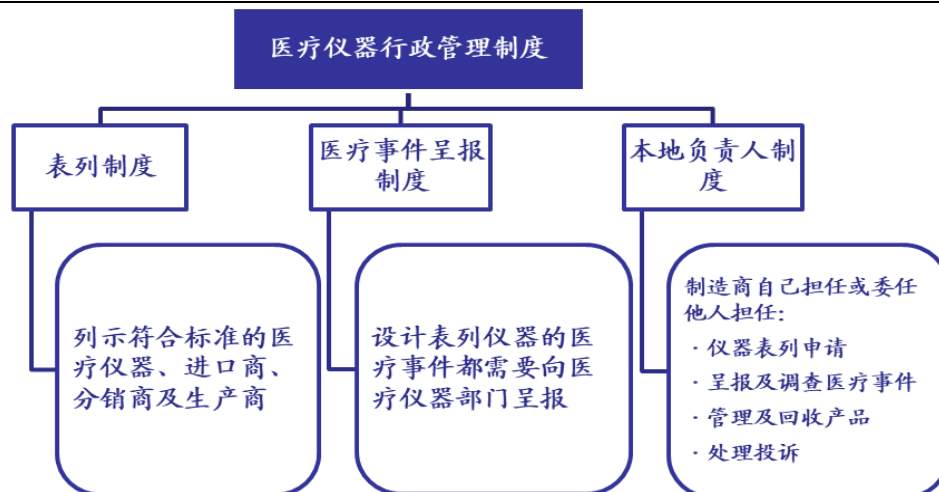


资料来源：中国香港食物与卫生局

3.2.3、医疗管理制度完善，问责体系健全

中国香港医疗仪器管理制度完善。中国香港医疗器械实行 MDACS（中国香港医疗器械行政管理体系）下的自愿注册制度，其下设有表列制度、医疗事件呈报制度及本地负责人制度。由于中国香港药品管理制度较早引进 ICH 原则，会由 ICH（国际人用药品注册技术协调会）负责监测和更新临床试验等方面的技术要求，从而使得成员国间技术标准一致化，数据全球互认。因此，海外新药在中国香港进行注册审批时，质量标准仅须满足成员国标准中的任意一种，则不需要在中国香港重新开展临床试验，卫生署药物办公室会于 5 个月内批核，加快整体药物审批速度。

图40：中国香港医疗仪器管理制度健全



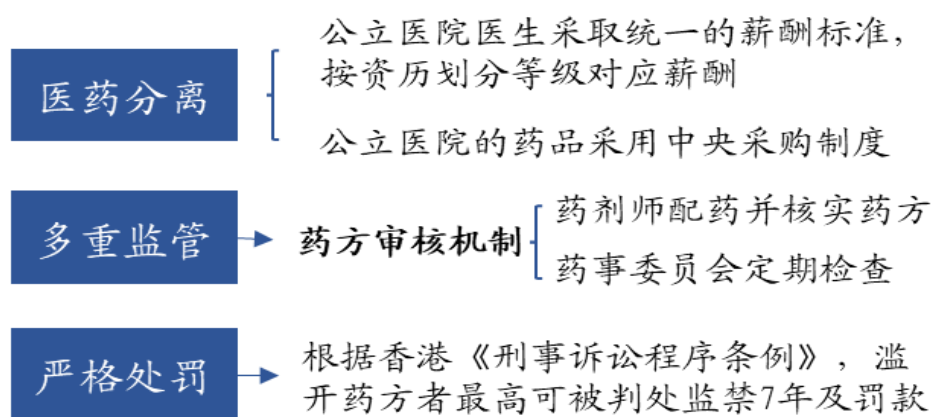
资料来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

医疗从业门槛高，问责体系健全。

规章制度：中国香港卫生署出台一系列“只应由注册医生/注册牙医施行的美容程序”以及面向医美群体的“常见美容程序简介及须知”，涉及医美产品简介、操作程序、风险点及意见等。健全医美问责体系降低医疗事故发生率，中国香港的医疗保障制度被公认为当今世界最好的医疗保障制度之一。

考核标准：中国香港医生一般都有中国香港和英联邦等国超过6年的学习经历，专科医生需要在成为全科医生的基础上再完成6-8年的专科培训，且要在公立医院工作到政府规定的时间及经验后才有独立执牌开办诊所的资格。执业后每年都必须完成一定的研究及工作量，并通过政府及相关管理机构的考核才能继续行医。由于从业要求高，医生们都极爱惜羽毛，注重口碑及声誉。中国香港整体医疗服务质量极高，不仅注重治疗效果，也极关心病人的心理状态，医患关系融洽。此外按监管要求，中国香港医生需缴纳一笔高昂的医疗保险费，若发生医疗纠纷和事故，可保证病人的权益不受损害。完善的制度体系塑造了中国香港医疗良好的行业形象，消费者对于中国香港医疗品牌认可度较高，区域拓展具备现实基础。

图41：中国香港多举措监督医生



资料来源：人民日报、开源证券研究所

表4：中国香港卫生署出台“只应由注册医生/注册牙医施行的美容程序”

只应由注册医生/注册牙医施行的美容程序
1.涉及注射的程序
2.以机械、化学防范在皮肤表层皮以下进行皮肤剥脱
3.高压氧气治疗
4.漂白或牙齿美白

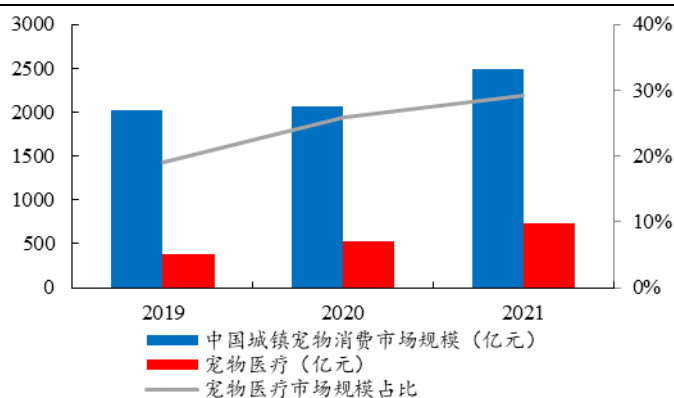
资料来源：中国香港卫生署、开源证券研究所

3.3、宠物医疗：市场尚处蓝海，中国香港宠物医疗行业整合潜力较大

承接赛道高景气红利，宠物医疗市场未来行业空间广阔。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》宠物消费市场规模及宠物医疗消费占比数据测算得，2019-2021 年宠物医疗行业市场规模分别为 384.6、532.8、727.1 亿元，CAGR 达到 37.5%，且宠物医疗规模占整体宠物市场规模的比重也逐年上升，为仅次于宠物食品的第二大板块，具备刚需属性。据中国香港政府统计处 2019 年出版的《主题性逐户统计调查第 66 号报告书》中，中国香港猫狗数目约 40 多万，有约 20 多万个家庭饲养，市场增长十分迅速。

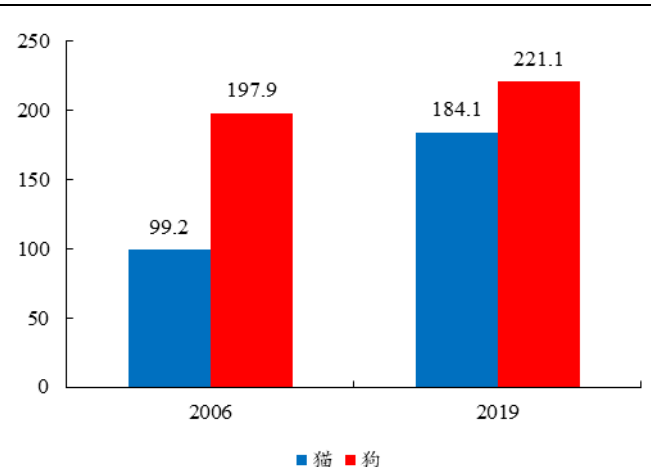
中国香港地区兽医市场竞争格局分散渗透率低。据中国香港兽医管理局和中国香港渔农自然护理署数据统计，截止目前中国香港地区共有兽医 800 余人，兽医诊所 200+家，每家诊所具备的兽医数量均较少，规模较小规模小、辐射半径有限，行业具备整合和集中度提升的潜力。

图42：中国宠物医疗市场规模逐年增长



数据来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图43：中国香港宠物规模近年来呈扩大趋势



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

4、业务扩张打开成长空间，生态体系赋能内生增长

4.1、医疗+医美服务生态不断成熟，一站式诊疗平台深化业务协同

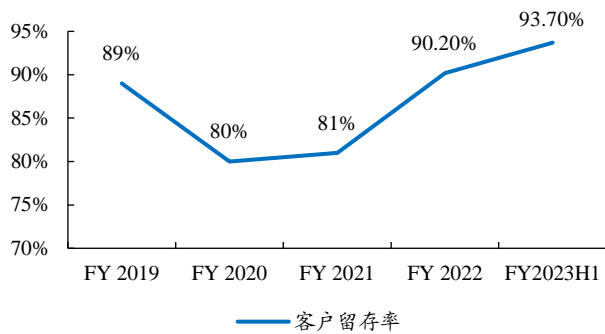
公司“医疗+医美”的服务生态不断成熟，能够覆盖消费者全方位多领域医疗需求，实现不同业务间引流。随着集团旗下品牌矩阵不断丰富，能够触达不同客户群体，并实现集团内部客群互通，FY2023H1 公司跨品牌消费客户数占比达 28.1%，这一比例的持续上升将进一步提高客户价值。

一站式诊疗平台深化业务协同，提高用户留存率。公司线下门店建设亦遵循一站式服务思路，于铜锣湾世贸中心、皇后大道中 9 号大厦等繁华地段布局多个服务中心，方便消费者的同时，利于发挥业务协同效应。**2022 年 6 月公司宣布与房地产投资管理公司凯龙瑞集团及亚洲联合基建控股有限公司成立合资公司，联合于中国香港兴建优质医疗级别专用大厦，预计大厦将于 2025 年开幕。**医疗大厦位于核心商业区，预计可出租楼面积约 10.3 万平方尺。于该医疗大厦中，集团将进行定制化医疗用途布局，提供一站式医疗及医美服务，可节省客户就诊时间，提升了客户的粘性和交叉销售的可能性，实现客户数量快速增长的同时，维持了 80%以上的高留存率。FY2021、FY2022 和 FY2023H1 客户留存率分别为 81%、90.2%、93.7%。原有客户疗程贡献分别为 58%、64%、72%。

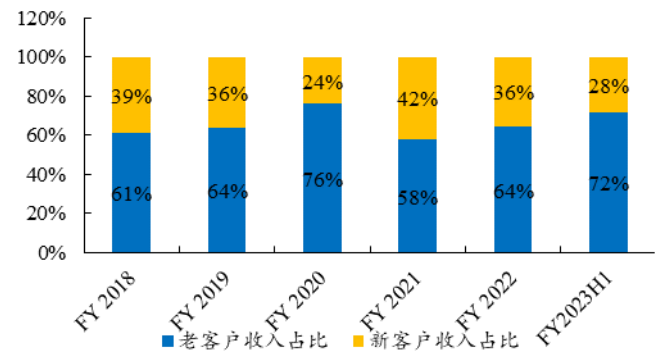
图44: 公司打造一站式医疗服务中心



资料来源：公司业绩发布会材料

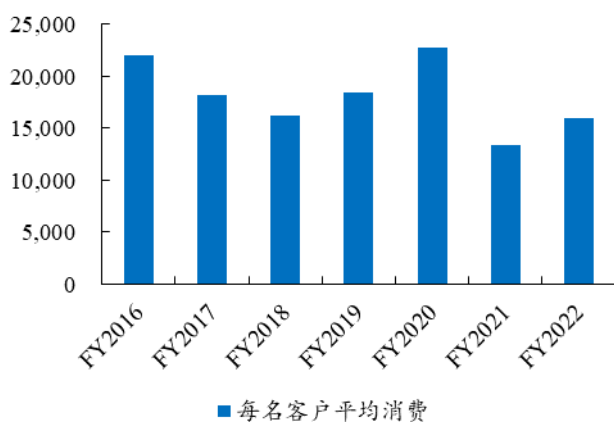
图45：公司客户留存率逐年上升


资料来源：公司公告、开源证券研究所

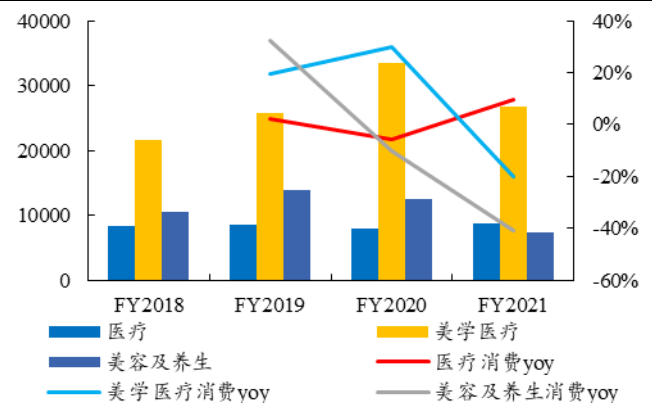
图46：老客户业务贡献量处于较高水平


资料来源：公司公告、开源证券研究所

高频多次消费推动人均消费金额持续增长。 医疗服务客单价在公司收并购扩张以及疫情影响下保持增长，由FY2018的8304元上升至FY2021的8753元，受疫情影响，医美、养生及美容服务客单价在FY2021有所下滑，预计随着疫情影响式微将重回增长趋势。

图47：客单价受疫情影响有所下滑（港元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

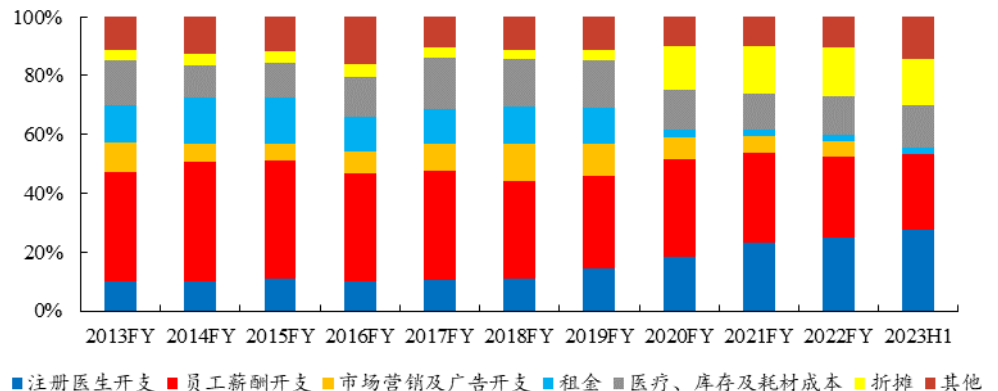
图48：医疗服务客单价 2021 财年上涨 9.5%（港元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、内生性增长+收并购并举，成长路径清晰

医疗服务收并购，轻资产模式验证发展可持续性。 公司自2016年收购纽约脊医正式踏入医疗领域，后开启策略性并购，整合优质医疗资产。公司选择在高端办公楼或商圈租用门店，通过以股换租的方式实现轻资产运行，相比直接租用大楼，租金较低，资本回报期较短，3-6个月可实现盈亏平衡，12-18个月可实现回本，具备较低经营风险。后凭借高效的业务整合能力，进行门店复制扩张，实现收购标的在门店数量或营收体量上的高速增长。

图49: 公司租赁折摊成本占比小于注册开支、员工薪酬



数据来源: Wind、开源证券研究所

疫后加快收购步伐，切入新兴赛道。疫情前，公司收并购标的大都在 1 亿港元以内，疫情后，公司加快收购步伐，2020、2021、2022 年收购标的 CAPEX 分别为 6.84、3.21、1.72 亿港元。同时公司积极布局新型业务，积极布局兽医赛道。2021 年收购中国香港连锁兽医医院后，公司拥有 7 间宠物医院，2 间宠物用高端影像中心。考虑到兽医业务和公司医美领域消费人群具有较高重合度，将进一步承接宠物赛道高景气红利，公司有望整合中国香港兽医市场，成为中国香港领先的兽医品牌。

总体来看，公司外延并购遵循以下思路：（1）横向拓展具备高复制性和高景气度的医疗专科赛道，如牙科服务、兽医、慢病管理服务，从而在收购完成后注入公司资源后实现快速扩张；（2）公司与收购标的签署对赌协议，收购标的需保证一定时期内收入/利润达到一定水平，否则收购企业无法行使期权并要求医思健康向其购买于第三年结束后的 50%权益，一定程度上减少了收购企业未来经营的不确定性，确保利益协调与有效整合。（3）并购策略较为稳健，所收购标的具有较低市盈率（小于 10x）。（3）所收购资产应与公司现有业务相协调，在数码科技平台进行流程重组和运营优化，利于资源整合和共享。

表5: 疫情后公司加快收购步伐

年份	业务	股权收购比例	CAPEX	市盈率	回本期	保证收入/纯利（亿港元）
2022	珍禽异兽兽医诊所	51%	HK\$10.7M	6x	3-4 年	——
	信康医健网络	60%	HK\$36.4M	5x	3-4 年	5 年累计纯利不少于 7000 万港元
	多专科医疗服务中心	100%	HK\$68M	4.7x		——
	兽医医院	75%	HK\$15.75M	4.7x	5-7 年	——
	美邦体检	75%	HK\$41.25M	5.6x		——
2021	庇利积臣 55%股权	55%	HK\$129M	15.5x	3-5 年	7 年累计纯利不少于 1.2 亿港元
	进汇医疗 70%股权	70%	HK\$100M	10x	5-7 年	4 年累计收入不少于 11.77 亿港元
	兽医医院	51%	HK\$26.2M	6x	3-5 年	5 年累计纯利不少于 4969 万港元
	亨润、溢丰中国香港兽医影像中心及锋冠	51%	HK\$66M	5.9x		——
2020	栢立化验所	75%	HK\$337.5M	12x	3-4 年	3 年累计纯利不少于 1 亿港元
	卓越妇产科	51%	HK\$85M	10x	4-5 年	8 年累计税后溢利不少于 1.66 亿港元
	纽约脊医 24%股权	增持 24%	HK\$95M	13x	4-5 年	5 年累计纯利不少于 1.88 亿港元

	新医疗影像中心		HK\$167M	8x	4-5 年	8 年累计纯利不少于 1.62 亿港元
	PRIMECARE 儿科中心		HK\$51M	10x	5-7 年	
2019	Digital marketing agency	60%	HK\$25.2M	7x	4-5 年	19-21 和 21-24 年保证 EBITDA 分别为 1435、2433 万港元
	骨科		HK\$7M	N/A	4-5 年	——
2018	外展康复服务		HK\$42M	7x	5-8 年	——
2017	Dental Chains in HK		HK\$24M	6x	4-6 年	——
	Swiss Line 美容		HK\$7M	4x	3-4 年	——
2016	纽约脊医 51%股权	51%	HK\$33M	10x	4-5 年	17、18、19 财年目标净利分别为 688、736、787 万港元

资料来源：公司公告、公司业绩发布会材料、开源证券研究所

收并购流程完善，医疗资产企业化共享。集团收购共分为四阶段：**(1) 首次收购：**以较低的市盈率收购标的至少 51% 的控股股权，并与其签署 3-8 年的利润保证协议。**(2) 企业化：**完成收购标的与已有业务协同，并在 6-12 个月内完成业务整合，实现 2-4 年内的高速增长。**(3) 进一步收购：**进一步收购该标的的剩余股份，获得正利差，实现 EPS 的增长，并再次签署 3-8 年盈利保证协议。**(4) 集团式管理：**将所收购标的领导人纳入集团管理层，确保收购前后管理妥当；同时落实持股管理人计划，规划百年企业愿景。同时，集团内部资产都可通过企业化共享资源，包括客户数据库、大湾区旅客资源、销售渠道资源、运营资源等都可直接赋能资产实现业务的快速扩张。**通过多年深耕，公司拥有清晰的收并购思路，已成为中国香港分散的医疗健康市场整合引领者。**

图50：公司收并购流程完善

阶段一 首次收购	阶段二 企业化	阶段三 进一步收购	阶段四 集团式管理
1. 收购控股股权 (至少 51%) 2. 低市盈率 (7-10x) 3. 利润保证 (3-8 年)	1. 业务协同 2. 业务整合 (6-12 个月) 3. 高速增长 (2-4 年)	1. 取得剩余股份 2. 正利差 (PE 低于 ECH) 3. 与 ECH 股票共同成长 (可增加 EPS) 4. 利润保证 (3-8 年)	1. 合作伙伴成为集团管理层 2. 持股管理人 3. 规划百年企业

资料来源：公司业绩发布会材料、开源证券研究所

图51：公司医疗资产企业化

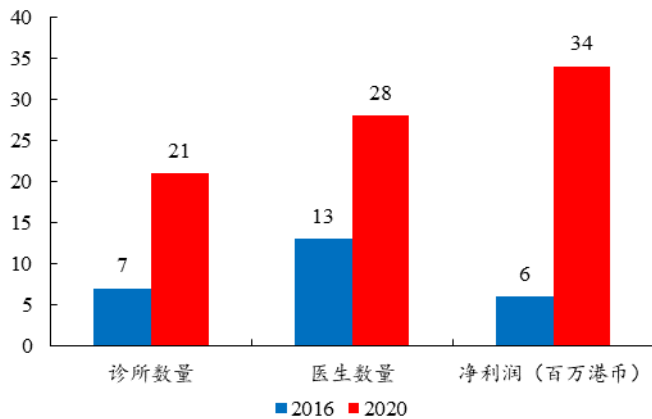


资料来源：公司业绩发布会材料

投后管理完善，纽约医疗发展为中国香港最大的痛症医疗服务提供商。公司具备完善的投后管理流程，通过科学管理使被收购标的持续增长。以纽约医疗为例，公司于 2016 财年收购 NYMG(纽约医疗集团)51% 的股本权益，通过数据库共享、增加客户支出多领域策略提高生产率。2020 财年，纽约医疗的规模从仅 7 家诊所、13 位医生扩大到 21 家诊所、28 位医生，净利润从 600 万港元增加至 3400 万港元，4 年 CAGR 达 54%。**除资源赋能外，医思健康致力于在不同专科品牌领域提升人才端竞争力。**2021 年 NYMG 与凯泽大学订立博士奖学金合作项目。纽约医疗集团每年会

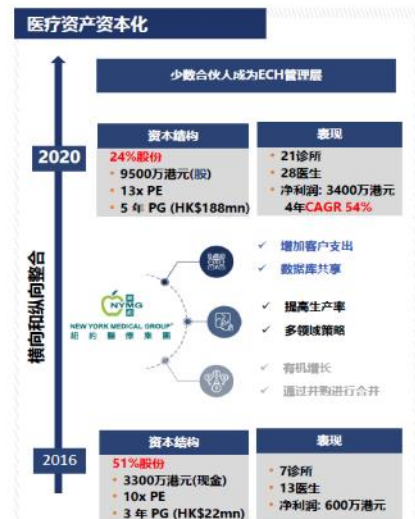
筛选出数位杰出的医学生赴美攻读脊医博士学位，合资格学生完成博士学位课程后将可以加入意思健康提供痛症管理服务，实现医产研的深度融合。

图52: 纽约医疗收购后经营数据大幅改善



数据来源: 公司业绩发布会材料、开源证券研究所

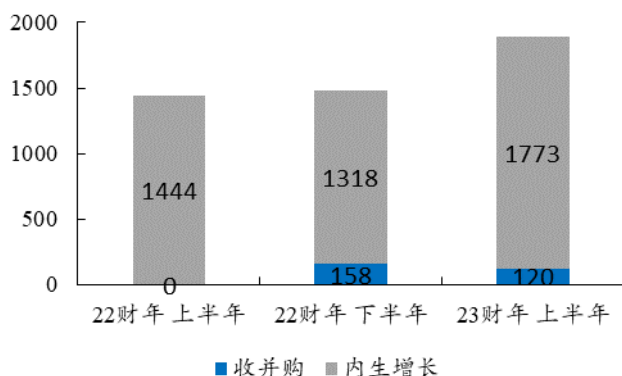
图53: 纽约医疗资产资本化



资料来源: 公司业绩发布会材料

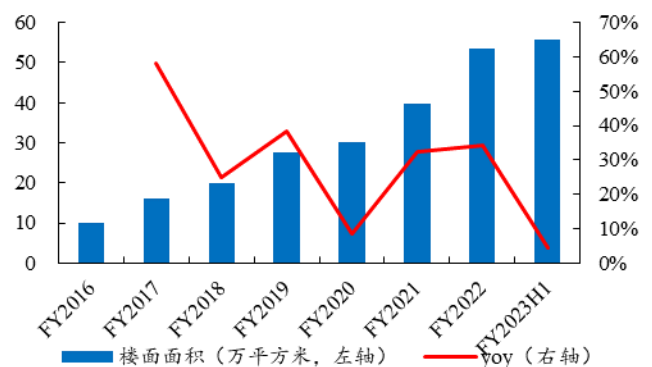
公司在内生增长和外部并购下，战略布局逐渐完善。公司于2023H1财年执行收购2.19亿港元，内生增长资本支出达1.5亿港元，FY2022H2和FY2023H1公司收购分别实现营收1.58亿港元和1.2亿港元，内生性增长分别实现营收13.18亿港元和17.73亿港元。加速收购下，服务点数量也从FY2016的22个增长至FY2023H1的154个，其中中国香港医疗服务点由FY2016年的13个增长至FY2023H1的104个，疫情期间实现了医疗服务在中国香港本土市场的战略布局。楼面面积也迅速扩张，由FY2016的10.12万平方米增长至FY2023H1的55.7万平方米。注册医生数量增长迅猛，已从2013财年的14人增长至2023H1财年的293人，疫情期间加快医疗领域布局致注册医生FY2021、FY2022、FY2023H1分别增长43人、112人、42人。

图54: FY2023H1 通过收并购和内生增长分别实现营收规模17.73和1.2亿港元



数据来源: 公司业绩发布会材料、开源证券研究所

图55: 公司楼面面积持续增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.3、大健康生态圈截留客源，数字化运营精细化管理

4.3.1、获医：平台化运营弥补传统诊所短板，持股管理人计划激发团队活力

平台化运营弥补传统诊所短板，吸引独立医师与公司合作。公司直击传统诊所商业化程度低，风险 100% 自担等痛点，凭借庞大的共享客户资源和专业运营资源赋能专业诊所商业化运营，实现资源整合，降低获客成本，同时行政部门和医生各司其职，能够使得医生专注医术。改变了传统模式下医生单打独斗的模式，吸引独立医生以投资合作的方式加入，增强小诊所抵御风险能力。

持股管理人计划共享成长收益，提高专业人才忠诚度。公司 2020 年 3 月起设置持股管理人计划，以鼓励富有经验、具有专业能力的医生持续为公司创造价值。合格参与者须具有专业资格，在公司任职或与公司有业务关系超过一年，担任助理经理以上职位，并由委员会评估核定资格。截至 21/22 年财报，公司持股管理人计划参与人数已达到 126 人。

图56：传统诊所短板明显



资料来源：公司业绩发布会材料、开源证券研究所

图57：持股管理人计划共享成长收益

2023 年 EPS 较 2020 年 EPS	对应归母净利 润年复合增速	每 10 股奖励份数
<1.33 倍	<10%	0
1.33 倍-1.73 倍	10%-20%	2
1.73 倍-2.20 倍	20%-30%	3
2.20 倍-2.75 倍	30%-40%	4
>=2.75 倍	>=40%	5

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3.2、获客：打造生态系统内循环，低成本高效获客

构建医美大健康生态圈，内循环消费拓宽获客渠道。TTIPP 指公司通过与科技 (Technology)、电讯 (Telecom)、保险 (Insurance)、房地产 (Property)、制药领域 (Pharmacy) 巨头合作：(1) 与房地产合作：通过整合自身医疗资源和雅居乐地产资源，实现快速扩张，帮助集团精准布局内地，同时有效降低租金成本。(2) 与科技行业合作：与企鹅医生合作获取外部流量，并通过科技赋能实现医疗服务效率的提升。(3) 与电讯行业合作：与中国香港电讯合作开展远程视讯问诊。(4) 与保险业合作：合作简化诊疗付费流程，加速理赔进度。(5) 与制药业合作：与康哲药业合作建立医美教育培训中心及医美药物营销中心。集团通过与外部企业合作，将更便捷获取公域流量引入医思闭环生态系统。

图58: 医思健康闭环大健康生态系统内循环高效



资料来源: 公司业绩发布会材料

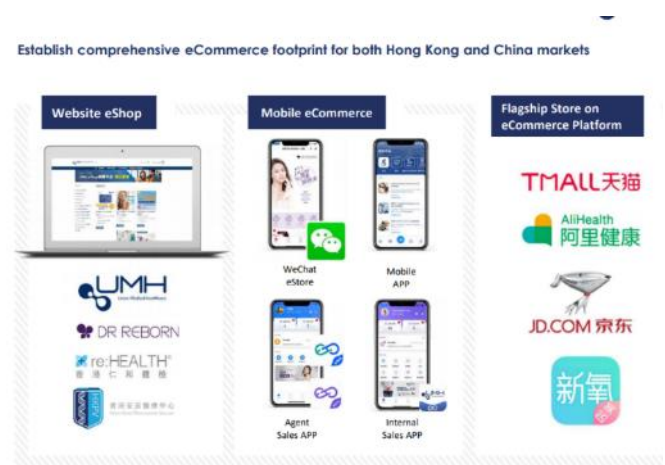
引入生态系统后, 集团通过自身平台及营销网络继续获取并维护私域流量。与第三方新氧、京东等引流渠道不同的是, 公司通过医思健康 APP、微信小程序等多种私密性更强的渠道能有效降低获客成本。通过与客户的直接沟通, 为客户提供最新的医疗咨询和企业消息, 满足客户远程问诊、在线预约和支付的需求, 全方位提升客户体验感从而促使消费者进行选择 and 购买。此外, 为提升复购率, APP 能够收集每位客户的数据从而帮助销售人员根据顾客特点进行精准营销, 并通过 AI 分析为客户提供最佳就诊体验。

图59: 医思健康 APP 降低获客成本



资料来源: 公司业绩发布会材料

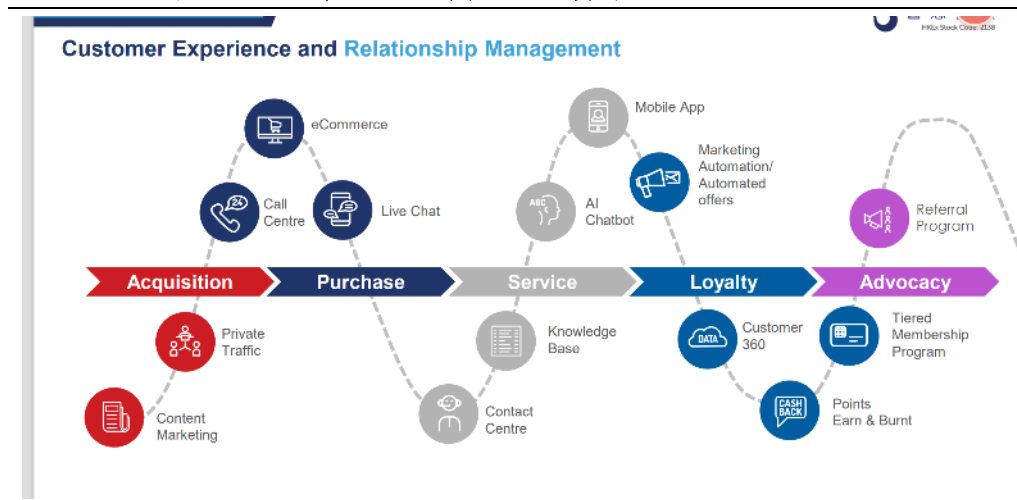
图60: 拓展电子商务市场增加客流



资料来源: 公司业绩发布会材料

数字化赋能精准触达消费者, 提升服务精细化和精准度。 公司通过多模态的用户分析系统, 360 度刻画用户画像, 精准实现智能大健康咨询及服务推荐。通过私域流量引入, 公司对用户数据进行精准分析, 推送合适的服务提醒、营销内容等; 同时门店也会进行 AI 分析为客户提供最佳服务体验, 做“最懂客户的医疗服务商”。建立医思积分系统和忠诚会员计划及奖励, 提升客户粘性和忠诚度。

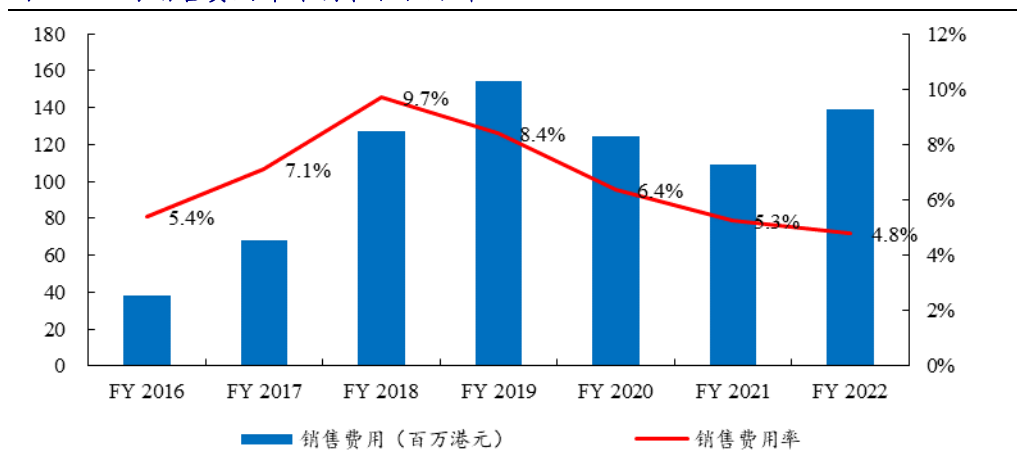
图61: 公司客户体验关系管理体系精准触达消费者



资料来源: 公司业绩发布会材料

流量链条下客户数量增长显著, 获客成本下降。公司大健康生态系统战略深化的背景下, 销售费用率长期保持在 5%-10%, FY2022 公司销售费用率只有 4.8%, 高客户增长数与低销售费用率并存。

图62: 公司销售费用率维持在较低水平

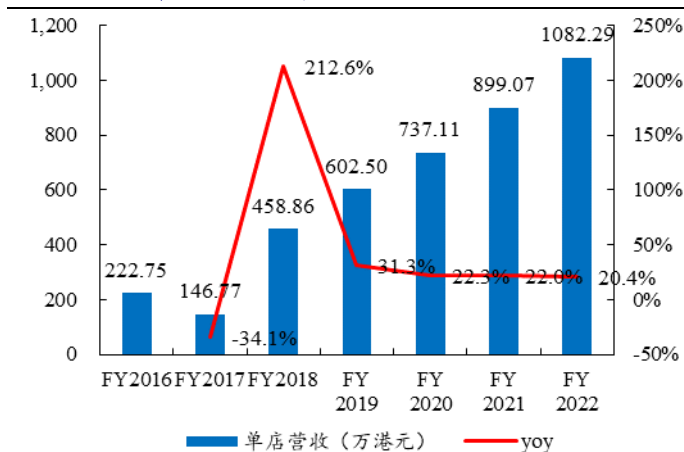


数据来源: Wind、开源证券研究所

5、拓展疆域深入大湾区，助力业绩启航

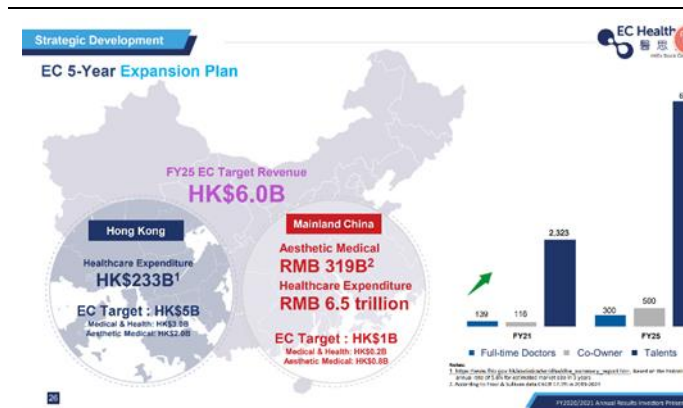
公司自 2016 年进军内地市场，在广州成立首家医美机构。截至 2022 年 9 月底，公司在内地开设 16 家诊所/服务中心，其中深圳 8 家，广州 6 家，上海 2 家。单店营收逐年提升。FY2022 单店营收超过 1000 万港元，FY2016-FY2022 单店营收 CAGR 超过 30%。大湾区是中国许多优先产业的创新中心，在粤港逐步推出 CEPA 等自由化措施的背景之下，凭借在中国香港地区标准化扩店经验，2021 年公司发布大湾区战略，计划于未来 3-5 年间在粤港澳大湾区开设 30-50 间门店。主要布局传统优势业务——医疗美容和美容护肤，辅以布局脊医、牙科、妇产科、儿科等消费性医疗业务。2021 年 1 月，公司深圳办公室总部开始运营，内地扩张有望提速。

图63：内地单店营收逐年增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图64：医思健康大湾区 2025 战略规划



资料来源：公司业绩发布会材料

粤港澳大湾区政策落地，助力区域医疗就诊互助。2018 年，政府鼓励粤港澳合作办医；2019 年合作持续推进，并促进人才流动和职业资格认可；2020 年建立大湾区药品医疗器械监管协同机制；2021 年推进医保跨境使用以及批准进口港澳急需药纳入急需药械品种目录，并纳入医保支付范围。我们认为，集团有望凭借政策红利，将中国香港优质医生引入内地，加速湾区消费性医疗布局，进一步提升公司品牌口碑并扩大客户群。

表6：部分内地与中国香港医疗合作政策出台紧密

时间	名称	简介
2021 年 6 月	《广东省粤港澳大湾区内地临床急需进口药品医疗器械管理暂行规定(草案)》	广东省批准进口港澳急需药械列入急需药械品种目录，纳入医保支付范围。
2021 年 4 月	《关于加快推动医疗服务跨境衔接的若干措施》	精简化中国香港内地行医手续；推进港澳医疗保障在深圳市医疗机构跨境使用及直接结算。
2020 年 11 月	《粤港澳大湾区药品医疗器械监管创新发展工作方案》	到 2022 年基本建立粤港澳大湾区内地医疗机构使用港澳上市药品医疗器械的体制机制；到 2035 年建立完善的粤港澳大湾区药品医疗器械监管协同机制。
2019 年 11 月	《关于推进粤港澳大湾区职称评价和职业资格	推进粤港澳大湾区职称评价和职业资格认可，促进粤港澳大湾区人

时间	名称	简介
	认可的实施方案》	才自由流动。
2019 年 2 月	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	发展区域医疗联合体，支持港澳来内地办医；共同推进大湾区中医药标准化、国际化；完善港澳专业医师在大湾区内地执业的政策体系；医养结合、深化区域性健康养老服务合作。
2018 年 1 月	《粤港澳大湾区卫生与健康合作框架协议》	鼓励社会力量创办粤港澳大湾区医养结合机构以及港澳服务提供者在内地独资或合作办医，建设港澳医疗卫生从业人员创业就业基地。

资料来源：政府网站、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、核心假设:

1、门店扩张速度: 公司 2021 年发布五年扩张计划, 预计未来 3-5 年通过自有扩张和外延并购, 在粤港澳大湾区开设 30-50 间门店。目标到 FY2025 实现营收 60 亿港元, 其中中国香港地区营收 50 亿港元, 大陆地区营收 10 亿港元。考虑到内地 FY2023 经历疫情政策调整, 公司 FY2023H1 中国香港地区新增 7 个服务点, 内地和中国澳门都没有新开店, 2024 财年随着内地经济恢复, 公司将加大内地开店力度, **预计 FY2024 中国香港、内地、中国澳门分别新增 7 个、8 个、1 个服务点。FY2025 中国香港和内地分别新增 5 个、6 个服务点。**

2、客户数: 看好疫情复苏带来的客流反弹以及内地通关后医疗旅游客户恢复。分板块假设:

(1)医疗服务: 预计本土客户 FY2023-FY2025 分别同比增长 12%、10%、10%, 疫情期间医疗服务点大幅增长, 为疫情前 2.3 倍, **医疗旅游原有客户规模 FY2023 预计恢复至 FY2019 的 30%, 新增服务点预计可增加客群承载量 40%, 预计 FY2023 全年医疗旅游客户将达到 FY2020 的 70%, FY2024 恢复至 FY2020 的 170%, FY2025 同比增长 10%。**预计集团客户 FY2023-FY2025 总的客户数同比增长 16.5%、15.1%、10%。

(2)医美服务: 预计**美学医疗服务** FY2023-FY2025 本土客户数分别同比增长 8%、10%、10%, 医疗旅游客户预计 FY2023 恢复至 FY2020 的 30%, FY2024 恢复至 FY2020 的 105%, FY2025 同比增长 20%。预计**美容与健康服务** FY2023-FY2025 本土客户数分别同比增长 8%、10%、10%, 医疗旅游客户预计 FY2023 恢复至 FY2020 的 30%, FY2024 恢复至 FY2020 的 105%, FY2025 同比增长 10%。

预计 FY2024 医疗服务、美学医疗、美容养生客户数分别达到 23.3、4.7、5.7 万人。

3、人均消费金额: 公司作为中国香港最大的民营非医院医疗服务提供商, 持续收并购以及内生性增长, 业务协同性较强, 客户复购率留存率均较高, 具备持续提价能力, 人均消费金额也将持续上涨。预计**医疗服务**人均消费金额 FY2023、FY2024、FY2025 分别同比增长 15%、8%、6%, 美学医疗服务由于疫情期间关店影响经营, 预计随着疫情影响趋弱, 重回高景气增长, 预计**美学医疗服务** FY2023、FY2024、FY2025 人均消费金额分别同比增长 8%、13%、12%。预计**美容与健康服务** FY2023、FY2024、FY2025 人均消费金额分别同比增长 10%、30%、20%。

4、毛利率: 预计 FY2023、FY2024、FY2025 毛利率分别为 11%、13.6%、15.8%。

表7: 公司营收按业务拆分

单位: 百万港元	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
主营业务收入	1949	2080	2920	3773	4979	6039
yoy		6.8%	40.3%	29.2%	32.0%	21.3%
医疗服务	623	960	1689	2176	2705	3135
yoy		54.0%	76.0%	28.8%	24.3%	15.9%

单位: 百万港元	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
占比	32.0%	46.1%	57.9%	57.7%	54.3%	51.9%
客户数(人)	78922	121354	157760	183788	211595	232755
yoy		53.8%	30.0%	16.5%	15.1%	10.0%
人均消费(港元)	7992	8753	10504	12079	13045	13828
yoy		9.5%	20.0%	15.0%	8.0%	6.0%
销售收入	631	1062	1657	2220	2760	3219
收入/销售比例	98.8%	90.4%	101.9%	98.0%	98.0%	97.4%
美学医疗及美容养生	1262	1056	1091	1375	1985	2514
yoy		-16.3%	3.3%	26.0%	44.3%	26.7%
占比	64.8%	50.8%	37.4%	36.4%	39.9%	41.6%
美学医疗服务	781	642	743	952	1370	1720
yoy		-17.8%	15.7%	28.1%	44.0%	25.5%
客户数(人)	23397	27529	27859	32699	41665	46689
yoy		17.7%	1.2%	17.4%	27.4%	12.1%
人均消费(港元)	33497	26816	27218	29396	33217	37203
yoy			1.5%	8%	13%	12%
销售收入	784	738	758	961	1384	1737
收入/销售比例	99.7%	87.0%	98.0%	99%	99%	99%
美容与健康服务	419	361	303	368	542	704
yoy		-13.8%	-16.1%	21.4%	47.3%	29.8%
客户数(人)	35554	41423	41837	46192	52326	56582
yoy		16.5%	1.0%	10.4%	13.3%	8.1%
人均消费(港元)	12481	7405	7627	8390	10907	13088
yoy		-40.7%	3.0%	10.0%	30.0%	20.0%
销售收入	444	307	319	388	571	741
收入/销售比例	94.5%	117.8%	95%	95%	95%	95%
护肤、保健和美容产品	62	53	48	55	72	91
yoy		-14.8%	-10.0%	16.0%	31.0%	26.0%
其他收入(兽医)	62.86	64.12	139.34	221.99	288.58	389.59
yoy		2.0%	117.3%	59.3%	30.0%	35.0%
占比	3.2%	3.1%	4.8%	5.9%	5.8%	6.5%

数据来源: Wind、开源证券研究所

6.2、盈利预测与投资建议

预计公司 2023FY~2025FY 分别实现主营业务营收 37.7、49.8、60.4 亿港元, 增速分别 29.2%、32%、21.3%; 实现归母净利润 2.3、4.2、6.2 亿港元, 增速分别 16.7%、81.6%、47.5%。对应 EPS 分别为 0.2、0.35、0.52 港元, 当前股价对应 PE 为 48.7、26.82、18.18 倍, 以同为消费性医疗服务属性的可比公司估值水平作为参考, 低于可比公司平均估值 61.88、39.76、30.67 倍。考虑疫情影响逐步消退、内地与中国香港通关后的消费弹性, 以及公司持续收并购整合带来的持续增长, **首次覆盖给予“买入”评级。**

表8: 可比公司估值: 医思健康估值低于可比公司平均水平(可比公司 EPS 单位为元, 医思健康 EPS 单位为港元)

代码	公司名称	2022年1月12日	EPS			PE		
		收盘价	FY2023E/202	FY2024E/202	FY2024E/202	FY2023E/202	FY2024E/202	FY2025E/202
			2E	3E	4E	2E	3E	4E
002612.SZ	朗姿股份	26.60	0.13	0.42	0.65	203.21	63.61	41.10
300015.SZ	爱尔眼科	31.82	0.40	0.53	0.68	79.45	60.44	46.70
2279.HK	雍禾医疗	10.92	0.19	0.39	0.55	49.95	24.02	17.27
1951.HK	锦欣生殖	6.80	0.15	0.21	0.27	45.70	27.49	21.80
6078.HK	海吉亚医疗	58.90	0.98	1.30	1.68	60.27	28.50	22.01
600763.SH	通策医疗	155.05	2.09	2.66	3.40	74.04	58.34	45.59
可比公司平均						61.88	39.76	30.67
2138.HK	医思健康	9.50	0.20	0.35	0.52	48.70	26.82	18.18

数据来源: Wind、开源证券研究所(朗姿股份、锦欣生殖、海吉亚医疗为开源证券研究所预测, 爱尔眼科、雍禾医疗、通策医疗为Wind一致预期预测)

7、风险提示

地缘冲突, 宏观经济下行、内地开店速度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,415	1,516	2,070	2,647	3,420
现金及现金等价物	931	870	1,336	1,812	2,496
应收款项合计	373	398	454	520	579
存货	40	101	132	168	198
其他流动资产	71	147	147	147	147
非流动资产	2,376	3,345	3,188	3,221	3,343
固定资产净额	792	1,193	1,037	1,069	1,191
权益性投资	53	50	50	50	50
其他长期资产	279	354	354	354	354
商誉及无形资产	989	1,401	1,401	1,401	1,401
其他非流动性资产	263	347	347	347	347
资产总计	3,790	4,861	5,258	5,869	6,763
流动负债	1,317	1,363	1,384	1,413	1,440
短期借款及长期借贷当期	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
到期部分	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
应付账款合计	215	315	335	365	391
其他流动负债	1,102	1,049	1,049	1,049	1,049
非流动负债	842	1,147	1,147	1,147	1,147
长期借款	240	236	236	236	236
其他非流动负债	603	911	911	911	911
负债合计	2,160	2,510	2,530	2,560	2,586
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

现金流量表(百万港元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	621	608	815	933	1,237
净利润	193	198	80	230	372
折旧和摊销	310	432	505	424	431
营运资本变动	80	(135)	(68)	(125)	(91)
其他	38	113	297	403	525
投资活动现金流	(369)	(571)	(349)	(457)	(552)
资本开支	(136)	(260)	(349)	(457)	(552)
其它	(233)	(311)	- 0	- 0	- 0
融资活动现金流	157	(100)	- 0	- 0	- 0
借款增加	(288)	(291)	- 0	- 0	- 0
股利分配	(130)	(322)	- 0	- 0	- 0
普通股增加	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
其他	575	513	- 0	- 0	- 0
汇率变动对现金的影响	2	2	2	2	2
现金净增加额	409	(63)	466	476	684

利润表(百万港元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,080	2,944	3,873	5,079	6,139
营业支出	1,897	2,594	3,447	4,388	5,169
营业利润	183	350	426	691	970
净利息支出	(22)	(48)	(61)	(74)	(90)
权益性投资损益	5	(1)	5	5	5
其他经常项目损益	(3)	11	2	2	2
非经常项目前利润	163	312	372	623	887
非经常项目损益	86	10	5	10	10
除税前利润	266	321	377	633	897
所得税	(40)	(51)	(57)	(95)	(135)
少数股东损益	(33)	(73)	(90)	(120)	(145)
归母净利润	193	197	230	418	617
EBITDA	521	633	792	938	1,183
扣非后净利润	266	321	377	633	897
EPS(港元)	0.16	0.17	0.20	0.35	0.52

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	6.4	40.4	31.5	31.1	20.9
营业利润(%)	(45.1)	74.9	1995.5	29.3	19.5
归属于母公司净利润(%)	(32.7)	2.4	16.7	81.6	47.5
获利能力					
毛利率(%)	9.5	11.9	11.0	13.6	15.8
净利率(%)	9.2	6.7	4.1	6.0	8.2
ROE(%)	11.8	8.4	8.4	12.6	14.8
ROIC(%)	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5
偿债能力					
资产负债率(%)	57.0	51.6	48.1	43.6	38.2
净负债比率(%)	(21.4)	(20.6)	(34.8)	(43.1)	(50.5)
流动比率	1.1	1.1	1.5	1.9	2.4
速动比率	1.0	1.0	1.4	1.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应付账款周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	38.3	36.9	29.5	29.2	28.2
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	52.6	51.5	69.0	79.0	104.7
每股净资产(最新摊薄)	1.4	2.0	2.3	2.8	3.5
估值比率					
P/E	58.2	56.8	48.7	26.8	18.2
P/B	6.9	4.8	4.1	3.4	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn