

未评级

中国医药行业

## Sisram Med (1696.HK)

能源医疗美容器械市场的领军者

UP

MP

OP

### 财务资料

百万美元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	118	137	154	173	193
增长 (%)	7%	16%	12%	12%	12%
净利润	9	11	16	20	24
增长 (%)	3.1%	29%	45%	25%	20%
股本回报 (%)	2.9%	3.8%	5.2%	6.1%	6.9%
资产回报 (%)	3.5%	3.5%	4.5%	5.2%	6.0%
市盈率 (x)	22.8	17.7	16.9	13.5	11.3
市净率 (x)	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司、彭博预测, 数据截至 2018 年 7 月 18 日

**Sisram Med (1696.HK)**是中国市场上能量源医疗美容器械的最大供应商。根据 Medical Insight 数据显示, 以 2016 年的收益统计, 公司是中国市场上能量源医疗美容器械的最大供应商, 在全球的能量医疗美容器械市场名列前茅, 目前已经在全球约 80 个国家地区进行销售。复星医药旗下有工业、商业、医疗服务和器械四大板块, 其中工业板块占比达 70%以上, 而身处器械板块的 **Sisram Med (1696.HK)**是复星医药旗下的第一个上市平台。

**竞争优势。**1)市场领导者, 公司为中国能量源医疗美容器械市场的最大供应商, 2016 年市场份额为 16.2%; 全球市场份额为 4.4%, 排名第五; 2)丰富的技术平台、全面多样化产品组合及用户为导向的研发以满足用户的多元化和具体要求(灵活性高); 3)高端品牌形象、高质量产品及售后服务以吸引维护客户(现有直销客户回购, 无任何产品回收事件, 品控严格); 以及 4)高资历专业管理团队及控股股东复星医药平台支持。

**未来增长。**内生方面, 专注发展销售团队及建立更多直销业务。外延方面, 关注化妆品, 干细胞和 PRP 等领域, 寻求与微创医疗器械公司建立合营企业及并购的机会(例: 与瑞士领先制药公司 IBSA 的伙伴关系)。

**产品及销售模式。**公司主打四大系列: 1)用于脱毛的 Soprano 系列; 2)用于多达 65 种 FDA 许可适应症的多功能多应用平台的 Harmony 系列; 3)用于身体塑形及紧肤医美产品线 Accent 系列; 4)用于女性私密美容使用的微创医美系列 FemiLift。公司的销售模式分为直销和分销两种。在美国、加拿大、德国、奥地利及印度地区, 主要采取向医疗美容机构直销的模式。在全球其他地区则通过向分销商销售, 分销商转售予医疗美容机构。

**收入组成。**FY17 总收益 1.37 亿美元, 同比增加 15.9%。其中产品销售收益 1.28 亿美元, 同比增加 16.6%(无创产品及微创产品销售分别同比增长 16%及 21%); 提供服务及其他所得收益为 878 万美元, 同比增加 5.4%。来自分销商及直销客户的收益分别占总收益的 62.4%及 37.6%(2016 年则分别占 64.1%及 35.9%)。绝大部分的收益来自医疗美容产品线(占总收入 74%)。



### 股票数据

收市价(HK\$)	5.30
52 周最高(HK\$)	9.33
52 周最低(HK\$)	5.00
平均每日成交量(mn)	0.19
总股本(mn)	442.16
总市值(HK\$mn)	2,343.42
每股净现金(US\$)	0.21
净负债/股本(%)	净现金
财政年度	12/2017

数据来源: 彭博

### 股价一年表现



数据来源: 彭博

Milo Liu  
miloliu@ajsecurities.com.hk

Margaret Peng  
margaretpeng@ajsecurities.com.hk

**毛利与毛利率。** FY17 毛利为 7,320 万美元, 同比增加 17.6%。毛利率为 53.5%(2016: 52.7%)。毛利率上升主要是由于 1) 直销销售(售价较高)增加, 及 2) 产品组合转向较高利润产品。

**净利润与净利润率。** FY17 净利润为 1,105 万美元, 同比增加 30.0%。净利率为 8.1%(2016: 7.2%)。经调整净利润为 2,526 万美元, 同比增加 24.1%。经调整净利润率为 18.5%(2016: 17.2%)。

**资本结构。** 净现金, 5.1 倍利息覆盖率(EBITDA 计算), 截至 2017 年底现金结余为 1.04 亿美金。IPO 所得款项净额总额约为 7.71 亿港元。于 2017 年底, 约 1.4 亿港元已使用。

**估值。** 根据彭博一致预期, 公司 FY18E/19E/20E 收入分别为 1.54 亿/1.73 亿/1.93 亿美元, 经调整净利润分别为 0.16 亿/0.2 亿/0.24 亿美元。截至 2018 年 7 月 18 日收盘价对应 FY18E/19E/20E 市盈率水平分别为 16.9/13.5/11.3 倍, 对应 FY18E/19E/20E 除现金市盈率水平分别为 12.3/9.8/8.2 倍。

图 1: 公司主要产品

产品	能量来源	推出年份	主要预期适应症
<b>无创医疗美容-医疗美容</b>			
Soprano XL	激光	2006	脱毛、紧肤
Soprano Accord	激光	2009	脱毛
Soprano XLI	激光	2010	脱毛、紧肤
Soprano ICE	激光	2014	脱毛
Soprano ICE Platinum	激光(三条组合波长)	2016	脱毛
Harmony XL	激光; 超声波; AFT; NIR及LED	2007	嫩肤、脱毛等
Harmony XL Pro	激光; 超声波; AFT; NIR及LED	2014	嫩肤、脱毛等
Accent XL	射频	2009	紧肤及脂肪消减等
Accent Ultra V	射频及超声波	2011	身体及面部塑形等
Accent Prime	射频及超声波	2016	身体及面部塑形等
Legato II	激光及超声波	2012	靓肤及色斑
Pixel CO2	二氧化碳、激光及超声波	2012	嫩肤及紧肤
Alma-Q	激光	2016	嫩肤及色斑
PicoClear	激光	2016	去除纹身及色斑
SINON	激光	2012	去除色素性病变及多色纹身
ARION	激光	2012	脱毛及去除色素性病变
308 Excimer	光	2012	色素沉着障碍
IDAS	激光	2012	血管适应症及皮肤色素改变
Burane II/	激光	2012	靓肤及嫩肤、疤痕修整
Burane II XL	激光	2012	靓肤及嫩肤、疤痕修整
<b>无创医疗美容-生活美容</b>			
Remove	激光	2015	脱毛
Rejuve	AFT、Dye、NIR	2015	嫩肤及紧肤等
Reform	射频微等离子	2015	身体及面部塑形等
Reboost	超声波	2015	改善肌肤外观缺陷
Spa RF Pro	射频	2015	紧肤及身体塑形
Spa Slim	超声波	2015	身体塑形
<b>微创医疗美容</b>			
FemiLift	二氧化碳激光	2013	私密美容治疗
Vasculife	激光	2015	静脉曲张
LipoLife	激光	2016	身体塑形

资料来源: 公司、安捷证券

图 2: 可比公司财务资料对比

代码	中文名	Mkt Cap (mn)	Net Debt (mn)	Currency	EV/EBITDA			P/E			EPS CAGR 18-20E	PEG			P/B			ROE			EPS			GM (%)			OPM (%)		
					17A	18E	19E	17A	18E	19E		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
<b>全球上市医疗器械可比同行业公司</b>																													
CUTR	Cutera 股份公司	4,629	(281)	USD	43.2	56.6	28.0	87.5	41.6	33.3	12%	3.5	1.7	1.3	9.4	n.a.	n.a.	47.6	n.a.	13.1	0.9	1.0	1.3	55.5	57.4	58.6	-13.6	-5.2	na
<b>香港上市医疗器械可比同行业公司</b>																													
1066	威高股份	28,514	(3,337)	HKD	10.6	9.8	8.7	16.9	16.8	14.9	-2%	1.5	1.5	1.4	1.6	1.7	1.6	13.7	10.8	11.1	0.4	0.3	0.4	58.8	59.3	na	24.2	22.5	17.4
2393	巨星医疗控股	5,656	1,327	HKD	8.3	7.2	6.1	24.0	14.8	11.3	20%	0.8	0.5	0.4	8.9	3.5	2.7	31.0	21.4	22.3	0.1	0.2	0.2	17.2	19.4	25.5	9.7	10.9	15.4
6826	昊海生物科技	8,370	(2,113)	HKD	11.4	9.6	7.9	13.4	15.8	13.0	14%	0.6	0.8	0.6	1.6	2.3	2.0	12.2	14.3	16.4	2.3	2.8	3.4	87.2	86.4	82.9	41.0	50.6	32.7
853	微创医疗	13,349	707	HKD	17.2	14.3	12.4	73.8	30.6	24.2	54%	0.8	0.3	0.3	3.5	4.2	3.7	5.1	11.2	15.0	0.0	0.0	0.0	68.5	na	na	-12.8	3.5	9.9
1358	普华和顺	2,573	(437)	HKD	4.6	4.9	4.6	56.3	8.3	7.4	35%	4.8	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7	4.8	9.7	9.7	0.1	0.2	0.2	72.8	na	na	35.2	41.1	40.7

资料来源: 彭博, 安捷证券, 数据截至 2018 年 7 月 18 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或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。