

新股簡介

必瘦站（中國）控股有限公司(01830)

2011年12月13日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	250,000,000
配售部分	225,000,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	25,000,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	1.35-1.80
每手股數	2000
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	光大證券

事項	日期
公開招股時間	12月13日-12月16日
預計定價日	12月16日
公佈申請結果	12月22日
掛牌交易	12月23日

回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途	投入資金
(假設以中間價發售)	(百分比)
擴展中國服務中心網絡	70.0%
品牌推廣及營銷	15.0%
升級管理資訊系統	5.0%
一般運營資金	10.0%

投資要點

- 公司為纖體美容服務供應商，在中國、香港及澳門地區針對中高檔客戶經營知名品牌【Perfect Shape必瘦站】，截至11年7月底，共經營57家服務中心。
- **經營行業：**2010年美容中心服務銷售額為913億人民幣，中國塑形纖體行業處於初級發展階段，2010年服務銷售額僅佔整體美容中心的7.9%，05-10年複合增長率為17.0%。市場相對分散前五大品牌佔10年銷售服務總額的29.2%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長及市場佔有率：** 預估未來隨著可支配收益提高，中國女性更加注重外表，纖體中心參透率持續提高，預估塑形纖體美容中心10-15年複合增長率為24%，公司屬於中高端纖體服務中心，擁有自有品牌，在不斷擴大中國經營網絡前提下受益行業增長；(2) **擴大銷售網絡：** 11年7月底，公司經營網絡為57家，09-11年店數目複合增長率為50.4%，單位門店收益複合增長率為-16.3%，全球發售集資之70%將用於未來4年擴張中國門店，11-15年複合增長率為40%；(3) **單位門店盈利能力：** 11財年中國門店平均單位年收益為542.8萬港元，預估單位門店投資成本為240萬港元，按照淨利率15%計算，單位門店的打和期為10個月，投資回報週期為2.9年。盈利回報期較為吸引，唯公司受到租賃黃金地區店鋪的成本壓力。
- **估值：** 保薦人預估2013財年（截至3月底）淨利將達到1.26億港元，複合增長率達到58%，按照招股價中位數HK\$1.575（市值為HK\$15.75億元），對應2012預估市盈率為12.5x。目前公司估值略高於同業，基於行業增長速度及參透率、公司品牌、經營網絡擴張速度及單位門店盈利能力，予以**謹慎認購評級**。

風險

- 聲譽及品牌信譽受到產品及負面報導、宣傳影響。

營業紀錄

年度(千港元)	2009 財年	2010 財年	2011 財年
收益	236,273	234,857	308,976
營運利潤	34,671	35,710	65,463
除稅前盈利	34,675	35,735	65,701
淨利潤	28,583	29,519	50,260

同業對比

股份名稱	股價	當前	2011 年	2012 年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
必瘦站 (1830. HK)	1.35-1.80	3.5-3.7	26.8-35.8	10.7-14.2	13.5-18.0
奧斯集團 (1161. HK)	0.67	2.1	9.0	NA	5.12

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月13日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

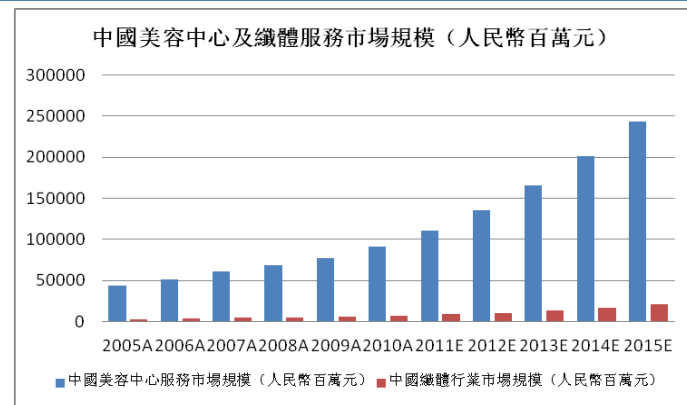
公司簡介

公司為纖體美容服務供應商，在中國、香港及澳門地區針對中高檔客戶經營知名品牌【Perfect Shape 必瘦站】，截至 2011 年 7 月底，公司共經營 57 家服務中心，分佈在中國 10 個一線城市、香港及澳門。截至 2011 財年（截至 3 月底）中國、香港和澳門活躍會員分別為 17714 名、9105 名及 2269 名。

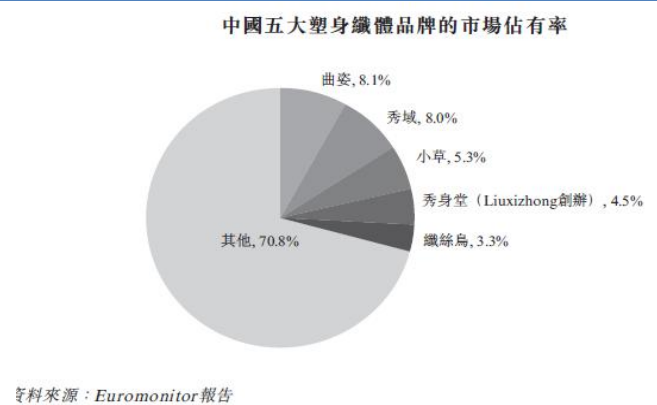
行業概覽

中國美容中心正處於快速發展階段，2010 年美容中心服務總銷售額約為 913 億人民幣，05-10 年複合增長率為 16.0%，相比美容中心而言，中國塑形纖體行業處於初級發展階段，2010 年服務銷售額僅佔整體美容中心的 7.9%，2010 年中國纖體行業市場規模達到 71.7 億人民幣，05-10 年複合增長率為 17.0%。中國塑形及纖體市場相對分散，前五大品牌佔 2010 年銷售服務總額的 29.2%。預估未來隨著可支配收益提高，中國女性更加注重外表，纖體中心參透率持續提高，Euromonitor 預估，截至 2015 年塑形纖體美容中心市場份額將達到 8.7%，10-15 年複合增長率為 24%。

圖：2006-2015 年中國美容中心及纖體服務市場規模



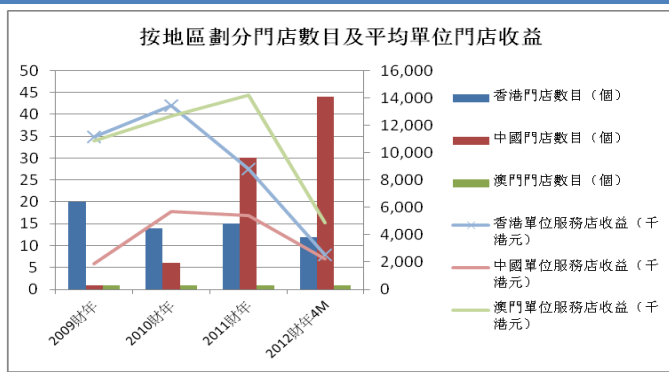
圖：2010 年中國五大塑身纖體品牌市場佔有率



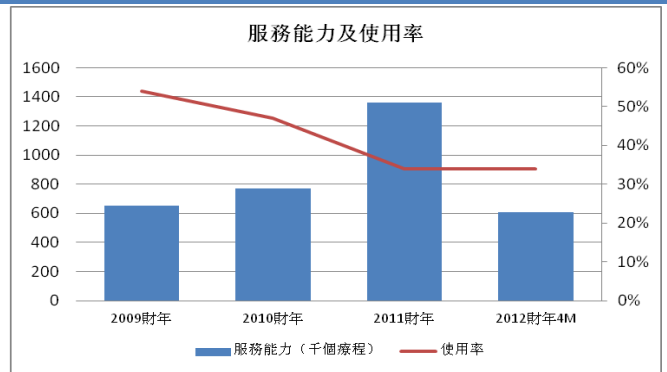
公司的盈利模式：

- 1. 主營業務收益：**公司為纖體美容服務供應商，以【Perfect Shape 必瘦站】品牌在中國、香港及澳門地區經營 57 家纖體美容服務中心，提供 100 種纖體療程及 80 種美容療程，及出售 10 種纖體美容產品，2011 財年（截至 3 月底）的前四個月，纖體美容服務及纖體美容產品收益分別佔 62.2% 及 11.6%。

圖：2009-2012 財年按地區劃分門店數目及單位門店收益



圖：2009-2012 財年服務能力及使用率



本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或定價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

2. **服務中心網絡：**截至 2011 年 7 月底，公司經營網絡為 57 家，其中中國、香港及澳門地區分別為 44 家、12 家及 1 家，服務中心分為旗艦店及標準中心，旗艦店一般位於黃金地段高尚購物廣場，平均面積為 425 平方米，而標準中心平均面積為 195 平米。09-11 年中國、香港、澳門地區門店數目複合增長率為 407.4%、-19.7%及 0.0%，而單位門店複合增長率為 72.6%、-15.6%及 13.8%。
3. **服務中心及利用率：**根據公司服務中心經營時數，營業日數及提供服務的房間計算，公司可供服務能力 08-11 年複合增長率達到 55%，主要是的得益於中國服務門店的擴張，而按實際服務療程數目計算，08-11 年複合增長率為 26.0%，實際的服務能力尚未完全釋放，繁忙時間及非繁忙時間的使用率達到 36%-87%及 23%-50%。
4. **收益模型：**公司以折扣價向客戶出售預繳套票，預交套票具一年有效期，公司將購買日期逾期一年的預繳套票全數確認為收益。09-11 年 7 月底公司出售預繳套票分別達到 2.292 億港元、2.325 億港元、3.062 億港元及 1.183 億港元，而逾期預繳套票收益分別達到 36.4%、31.0%、23.7%及 26.1%。

認購建議：

1. **行業增長及市場佔有率：**中國塑形纖體行業處於初期發展階段，10 年中國纖體行業市場規模達到 71.7 億人民幣，05-10 年複合增長率為 17.0%。中國塑形及纖體市場相對分散，前五大品牌佔 2010 年銷售服務總額的 29.2%。預估未來隨著可支配收益提高，中國女性更加注重外表，纖體中心參透率持續提高，Euromonitor 預估，截至 2015 年塑形纖體美容中心市場份額將達到 8.7%，10-15 年複合增長率為 24%。公司屬於中高端纖體服務中心，擁有自有品牌【Perfect Shape 必瘦站】，預估在不斷擴大中國經營網絡前提下，受益行業增長。
2. **擴大銷售網絡：**截至 2011 年 7 月底，公司經營網絡為 57 家，其中中國、香港及澳門地區分別為 44 家、12 家及 1 家，09-11 年中國、香港、澳門地區門店數目複合增長率為 407.4%、-19.7%及 0.0%，而單位門店複合增長率為 72.6%、-15.6%及 13.8%。全球發售集資之 70%（約 2.54 億港元）將用於未來 4 年擴張中國門店，在香港及澳門現有門店不變的前提下，11-15 年複合增長率為 40%。
3. **單位門店盈利能力：**2011 財年（截至 2011 年 3 月底）中國門店平均單位年收益為 542.8 萬港元，而根據招股書資料，預估單位門店投資成本為 240 萬港元，其中 180 萬港元為固定資本投入（包括租賃裝修和設備），按平均門店 200 平方米計算，單位門店的租用成本為 750 港元/平方米。按照淨利率 15%計算，單位門店的打和期為 10 個月，而投資回報週期為 2.9 年。盈利回報期較為吸引，唯公司受到租賃黃金地區店舖的成本壓力。

估值：

保薦人預估 2013 財年（截至 3 月底）淨利將達到 1.26 億港元，複合增長率達到 58%，按照招股價中位數 HK\$1.575（市值為 HK\$15.75 億元），對應 2012 預估市盈率為 12.5x。目前公司估值略高於同業，基於行業增長速度及參透率、公司品牌、經營網絡擴張速度及單位門店盈利能力，予以**謹慎認購評級**。

同業對比:

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)		
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E
必瘦站	1830 HK EQUITY	1.35-1.80	1350-1800	26.8-35.8	10.7-14.2	NA
奧斯集團	1161 HK EQUITY	0.67	512	9.0	N/A	N/A
現代美容	919 HK EQUITY	0.73	528	7.6	N/A	N/A
修身堂	8200 HK EQUITY	0.465	115	NA	N/A	N/A
自然美	157 HK EQUITY	1.26	2,523	33.2	21.0	12.6
平均				16.6	21.0	12.6

綜合盈利表:

(千港元)	2009 財年	2010 財年	2011 財年	2010 財年前四個月	2011 財年前四個月
收益	236,273	234,857	308,976	100,875	134,499
其他收入	212	130	384	71	54
其他(虧損)/收益淨額	-1,024	21	1,580	68	660
存貨及消耗品成本	-1,925	-4,928	-7,450	-2,478	-2,240
僱員福利開支	-86,631	-78,665	-85,648	-28,878	-31,318
市場推廣開支	-46,899	-47,315	-56,420	-24,286	-23,091
折舊	-16,516	-15,143	-16,494	-5,515	-5,658
營運租賃租金	-20,055	-20,389	-29,875	-8,138	-12,106
其他營運開支	-28,764	-32,858	-49,590	-13,855	-21,767
營運利潤	34,671	35,710	65,463	17,864	39,033
營運利潤率	14.67%	15.20%	21.19%	17.71%	29.02%
利息收入	4	25	238	19	596
除所得稅前利潤	34,675	35,735	65,701	17,883	39,629
所得稅開支	-6,092	-6,216	-15,441	-3,581	-10,743
淨利潤	28,583	29,519	50,260	14,302	28,886
淨利率	12.10%	12.57%	16.27%	14.18%	21.48%

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。