

爱康医疗(1789 HK)

高增长维持，估值不高

- ❖ **持续获得市场份额。**公司在中国骨关节植入物市场持续增加市场份额，以骨关节植入物销量计公司市占率第一，市场份额从2016年14.3%增加到2017年15.1%。从收入口径计公司同样市占率第一，市场份额从2016年6%增加至2017年8%。根据佛若斯特莎莉文报告显示，2016年中国骨关节植入物市场规模达到41亿人民币，预计2016-2021年复合年增速将达到13.7%。作为骨关节植入物市场的龙头企业，并受益于植入物市场进口替代大趋势，我们相信爱康医疗将继续维持高于行业平均的增速并持续扩大市场份额。
- ❖ **收入和净利润均录得强劲增长。**17财年公司总收入同比增长37.6%至3.72亿人民币，其中常规产品增长31%至3.17亿人民币，3D打印产品增长175.7%至3,340万人民币。由于高端产品销售占比增加，毛利率提升了1.6个百分点至70.8%。息税折旧摊销利润率从16财年的37.7%下降0.9个百分点至17财年的36.8%，主要受上市费用影响。销售费用率稳定在13.5%左右，而研发费用率从16财年的7.5%上升至17财年的9.4%，公司持续增加研发投入，研发费率上限10%左右。因此，净利润同比增长36.3%至1.05亿人民币。管理层预计未来三年的收入和净利润复合年增速均维持在30%左右。
- ❖ **3D打印产品快速增长。**标准化3D打印产品的销售从16财年的1,210万人民币增加到17财年的3,340万人民币，同比增长175.7%，其中3D打印髋关节置换植入物（2015年推出）同比增长148.2%至2,850万人民币，3D打印脊椎椎间融合器和人工椎体（2016年推出）同比增长6倍多至493万人民币。个性化3D打印植入物预计于2018年底获得中国药监局批准，该重磅产品推出市场后收入可期。3D打印产品的收入贡献占比从16财年的4.5%增加到17财年的9%，管理层指出，未来2-5年3D打印产品占比有望达到20%。
- ❖ **3D ACT平台有助于渗透更多医院，并带动产品销售。**技术较为前沿的3D ACT解决方案平台协助公司开拓了更多的医院（该平台的医院覆盖量从2016年的236家增加到2017年的546家），同时这个平台带动了3D打印产品和常规产品的销售。该平台上的手术病例于2017年增加到2,616个。公司目标未来借助3D ACT平台增加每间医院的手术台数，同时拓展更多新医院。
- ❖ **采取有效措施应对医疗器械行业两票制。**截至目前，医疗器械行业的两票制在陕西、安徽两省已生效。公司过去是通过两级分销商分销产品。目前在陕西和安徽两省，公司为了应对两票制改变了原先的销售模式，将产品卖给一级分销商，同时向二级分销商支付服务费，二级分销商与终端医院保持长期良好的关系，负责产品销售、培训、术中指导、售后等。该销售模式的调整在陕西、安徽两省运行良好，目前来看销售增长并未受到两票制影响。
- ❖ **催化剂：**1) 个性化3D打印产品上市；**风险：**1) 收购整合不及预期，2) 新品上市延迟。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	206.2	270.8	372.7
核心净利润(百万人民币)	64.9	77.3	105.4
核心EPS(人民币)	-	-	0.14
EPS变动(%)	-	-	19.1
市盈率(x)	-	-	18.1
市帐率(x)	-	-	3.9
股息率(%)	-	-	0.78
权益收益率(%)	39	32.8	21.9
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

未评级

当前股价 HK\$4.31

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	4,472
3个月平均流通(百万)	27.4
52周内高/低(港元)	5.81/1.75
流通股	1,037.5

数据源：彭博

股东结构

管理层	63.9%
OrbiMed	7.23%
	28.87%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	16.3%	13.9%
3月	23.6%	23.9%
6月	N/A	N/A

数据源：彭博

股价表现



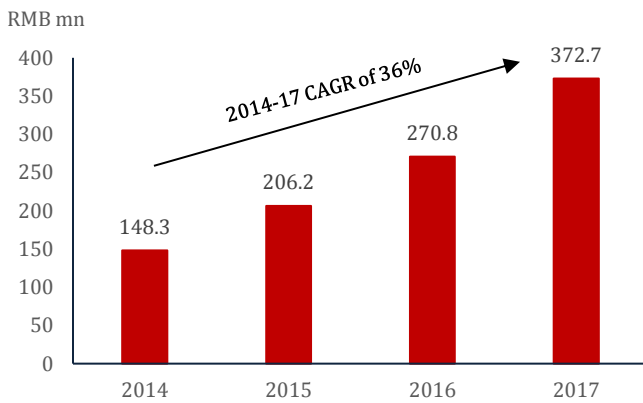
数据源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：www.ak-medical.net

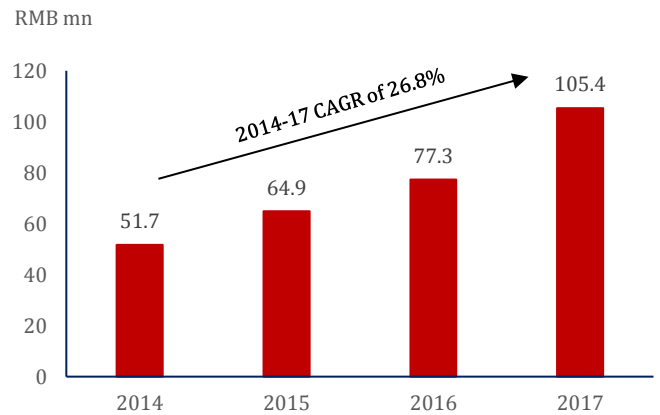
- ❖ **新的并购丰富了公司产品组合并带来更多增长动力。**该公司于2018年4月10日以1673万英镑的价格收购了欧洲骨科植入物制造商（JRI）全部股份。JRI在17财年分别录得收入1,060万英镑和净利润47.8万英镑，我们预计18财年JRI可录得收入1,400万英镑（并表收入预计800-900万英镑左右）。被收购公司主要在英国和全球市场生产销售骨科植入物。通过收购，爱康医疗可以丰富其中国区的产品线（JRI的Evolution系列、Securus系列产品，陶瓷头和陶瓷内衬已获得中国药监局注册证，过去爱康医疗是JRI中国区独家分销商），同时扩展海外业务。目前爱康医疗的海外销售在17财年中占比不到5%。
- ❖ **估值不高。**据彭博终端显示，该公司目前估值为2018年预测市盈率25.1倍，高于香港上市医疗器械同业平均市盈率23.5倍，估值溢价是因为公司未来三年预测复合年增速可达30%以上。考虑到公司于国内骨关节植入物市场的龙头地位以及未来三年可预见的较高增速，我们认为公司应享受高于行业平均水平的估值。

图 1: 2014 年-2017 年爱康医疗收入



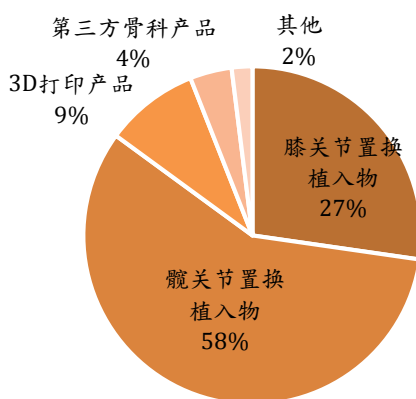
资料来源: 公司

图 2: 2014 年-2017 年爱康医疗净利润



资料来源: 公司

图 3: 2017 年收入分布



资料来源: 公司

图 4: 产品储备

	产品名	预计推出时间
临床试验完成	髌关节假体-生物髌白系统	Q4 2018
	AK综合置换系统	Q1 2018
	椎板固定	Q4 2018
临床测试或等待批准临床前试验	髌关节假体-生物股骨柄	Q4 2018
	TMK膝关节假体	2019
	自稳定人工椎体	2020

资料来源: 公司

图 5: 同业估值

公司	代码	Price HK\$	Mkt cap HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
爱康医疗	1789	4.31	4,472	18.1	25.1	20.6	3.9	N/A	N/A	15.4	N/A	N/A	21.9	N/A	N/A
春立医疗	1858	16.60	1,148	10.9	11.5	9.9	1.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	13.4	14.1	14.7
威高股份	1066	6.27	28,067	16.9	15.7	14.0	1.6	1.6	1.5	10.2	9.5	8.3	13.7	10.8	11.0
微创医疗	853	10.48	15,322	73.8	36.1	29.0	3.5	4.8	4.2	16.8	16.7	14.2	5.1	11.5	14.9
普华和顺	1358	1.48	2,322	56.3	7.1	6.3	0.7	0.7	0.6	25.6	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7
吴海生物科技	6826	57.60	9,219	13.4	16.5	13.8	1.6	2.5	2.2	N/A	13.1	10.2	12.2	14.3	17.1
先健科技	1302	2.97	12,867	41.0	60.4	40.3	6.4	N/A	N/A	29.4	N/A	N/A	17.0	N/A	N/A
Sisram Med	1696	6.45	2,852	21.6	15.5	12.8	1.3	N/A	N/A	11.0	N/A	N/A	N/A	5.2	6.1
			平均	31.5	23.5	18.4	2.5	2.4	2.1	18.1	13.1	10.9	12.6	10.9	12.3

资料来源: 彭博, 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于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君大厦 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。

本公司或其附属关联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。