

微创医疗 (00853)

证券研究报告

2018年05月23日

心血管业务带来稳定收益，骨科渐成业绩新支柱

心血管支架领军企业，单一业务向多业务扩展

公司以心血管支架业务起家，2011年收购苏州贝斯特，进军骨科医疗器械，2013年继续收购Wright旗下OrthoRecon骨科业务分部，完成公司的海外布局。2017年收购Livanova公司的CRM业务，进军全球心律管理市场。公司从成立以来通过并购从心血管支架业务向其他业务扩展，丰富公司产品线。

公司业绩呈现稳步增长的态势，营业收入从2008年0.71亿美元逐步上升至2017年为4.45亿美元，复合增长率为22.61%。归母净利润在2014-2015年出现亏损之后，在2016年随着各板块业务的推进，实现归母净利润扭亏为盈。2014年公司完成OrthoRecon骨科业务重建业务，业务处于整合状态。

业务布局两大病种，全球化战略布局初现

公司从2008-2013年业务主要是以心血管器械占比为主，2011年开始涉及骨科器械、外科医疗器械、大动脉与外周血管介入产品以及糖尿病等。从单一产品走向多元化发展。2014年开始骨科营业收入占比超过心血管器械营业收入占比，2014-2017维持50%以上水平，心血管产品在2014-2017年营业收入占比逐步上升，2017年达37.3%，骨科加上心血管器械合计占比87.9%。

公司早先以国内市场为中心，2008-2013年国内营业收入占比逐步提高，由2008年的88.7%提升至2013年的95.4%。2013年收购OrthoRecon骨科业务后，完成海外布局，2014年开始出现海外布局的放量，国内区域营业收入占比维持在40%-50%期间。北美洲和欧洲收入占比小幅下滑，根据公司年报，2017年，北美洲营收占比为22.9%，欧洲占比为13.7%，亚洲除中国外地区收入占比为9.7%。公司战略部署是全球化的，不仅局限于中国市场。

充足的研发投入，构筑核心壁垒

公司注重研发，致力于提供一流医疗技术和生产新一代医疗设备及提供慢性疾病的治疗方案。根据公司年报2017年公司研发投入为58.2百万美元，同比增长12%，研发投入占收入比为13.1%，全球超过3,100名雇员。根据年报，公司目前在中国上海、江苏、浙江、北京、深圳以及美国田纳西州的孟菲斯有的大型的研发和制造设备，已有3000余项专利，未来研发前景可期。

首次覆盖给予“持有”评级

公司以骨科和心血管耗材为核心，积极开拓其他耗材领域，从专一走向全面，未来收入可期。我们预计18-20年公司净利润分别为30、45、52百万美元，对应EPS为0.02美元、0.03美元、0.04美元(0.16港元、0.24港元、0.28港元)，PE为65.5、43.3、37.8倍。根据我们预测，公司2018E PE为65.5倍，PEG为1.12，由于港股暂无可比公司，参考A股同行业可比公司的PEG水平，2018年给予公司70倍PE，对应PEG为1.20，目标价为11.20港元，首次覆盖给予“持有”评级。

风险提示：骨科业务整合风险、并购公司管理运营风险、参考不同市场估值水平可能导致估值偏高等

投资评级

行业 消费品制造业/医疗保健

6个月评级 持有(首次评级)

当前价格 10.48 港元

目标价格 11.20 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,462.01
港股总市值(百万港元)	15,321.90
每股净资产(港元)	0.31
资产负债率(%)	51.37
一年内最高/最低(港元)	10.94/5.50

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 20 年积淀，致力以微创开展业务	3
2. 以并购打造心血管+骨科为核心的丰富产业线	6
2.1. 骨科：全产品系列集中火力进军国内市场	6
2.2. 心血管：传统业务持续开拓新市场	7
2.3. 其他业务：各类产品稳步增长，积少成多	9
3. 心血管+骨科双轮驱动，拥有产品核心竞争力	10
4. 研发力量雄厚，夯实产品基础	11
5. 业绩拆分与估值评级	11

图表目录

图 1：公司股权结构	3
图 2：2008-2017 年公司营业收入（百万美元）、归母净利润（百万美元）及增速（%） ..	4
图 3：2008-2017 年公司 EBITDA（百万美元）及 EBITDA 收入比	4
图 4：2008-2017 年公司毛利率、净利率及期间费用率（%）	4
图 5：2008-2017 年公司存货周转天数及应收账款周转天数	4
图 6：2011-2017 年公司营业收入按产品拆分情况	5
图 7：2008-2017 年公司营业收入按地区拆分情况	5
图 8：2008-2017 年期间费用分析（万元）	6
图 9：2010 年-2020E 年我国骨科植入类医用耗材销售收入（亿元）及增速（%）	7
图 10：缺血性心脏病分类	8
图 11：2017 年 PCI 病例临床诊断占比	8
图 12：2009-2017 年 STEM 例数、直接 PCI 例数及直接 PCI 比例（%）	8
图 13：2010-2020 年心血管总支架数（支）、药物洗脱支架数（支）及平均支架数/例	8
图 14：2016 年国内药物洗脱支架竞争格局（销量）	11
图 15：2015 年国内各类骨科耗材占比情况	11
图 16：2008-2017 年公司研发投入（百万美元）及其增速（%）	11
图 17：2008-2017 年公司研发投入（百万美元）及研发收入比（%）	11
表 1：公司发展历程	3
表 2：盈利预测（百万美元）	12
表 3：同行业公司可比 PE	12

1. 20 年积淀，致力以微创开展业务

公司于 1998 年成立，创始人留美生物学博士常兆华回国创建了“微创医疗器械（上海）有限公司”，主要从事心血管支架的业务。2010 年公司在香港联交所主板上市。2011 年收购苏州贝斯特，进军骨科医疗器械，2013 年继续收购 Wright 旗下 OrthoRecon 骨科业务分部，完成公司的海外布局。2017 年收购 Livanova 公司的 CRM 业务，进军全球心律管理市场。公司从成立以来通过并购从心血管支架业务向其他业务扩展，丰富公司产品线。

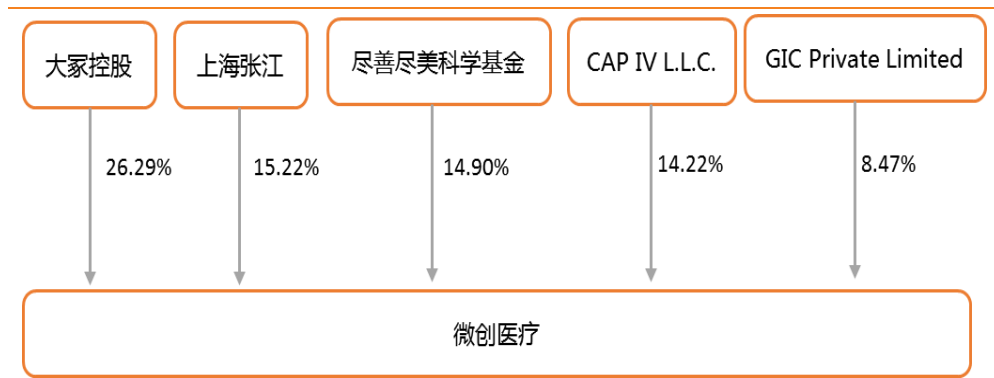
表 1: 公司发展历程

年份	事件
1998 年	公司成立
2003 年	日本大家制药株式会社注资 1800 万元，占比 40%
2010 年	公司于香港联交所主板上市
2011 年	公司收购苏州贝斯特，进入骨科业务
2013 年	公司以 2.8 亿美元收购 Wright 旗下 OrthoRecon 骨科业务分部，完成了海外布局，
2014 年	推出 Firehawk® 药物洗脱支架（[DES]）（[Firehawk]）
2015 年	与 Sorin Group 的合营企业推出中国首个国产心脏起搏器生产线
2016 年	公司引入凯雷作为战略投资者
2017 年	收购 Livanova 公司的 CRM 业务，进军全球心律管理市场。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司主要是集团控股的形式，目前大家控股占 26.29%，上海张江占 15.22%，尽善尽美科学基金占 14.90%，CAP IV L.L.C. 占比 14.22%。

图 1: 公司股权结构

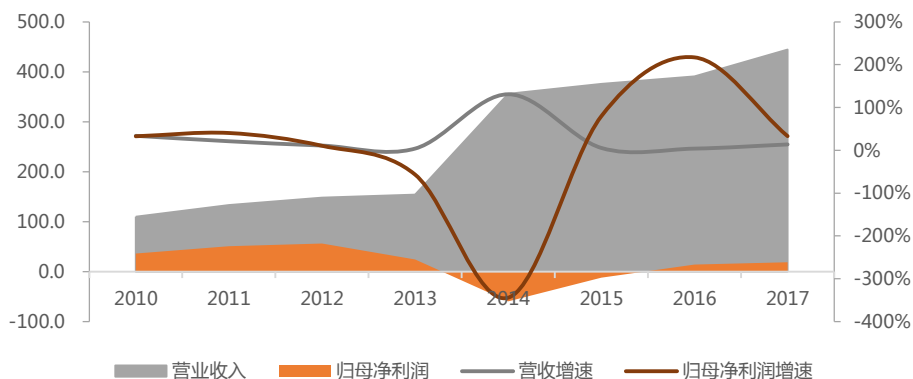


资料来源：公司年报、天风证券研究所

根据 wind，公司业绩呈现稳步增长的态势，营业收入从 2008 年 0.71 亿美元逐步上升至 2017 年为 4.45 亿美元，复合增长率为 22.61%。归母净利润在 2014-2015 年出现亏损之后，在 2016 年随着各板块业务的推进，实现归母净利润扭亏为盈。2014 年公司完成 OrthoRecon 骨科业务重建业务，业务处于整合状态。

根据公司年报，2017 年公司收入为 444.59 百万美元，同比增长 13.8%；归母净利润为 18.8 百万美元，同比增长 33.1%；扣非后归母净利润为 4.33 百万美元，同比增长 117.6%。主要是随着医联体和分级诊疗制度的推进，以及中国卫生资源持续下沉，公司受益于医疗器械行业的市场不断扩大，业绩持续增长。

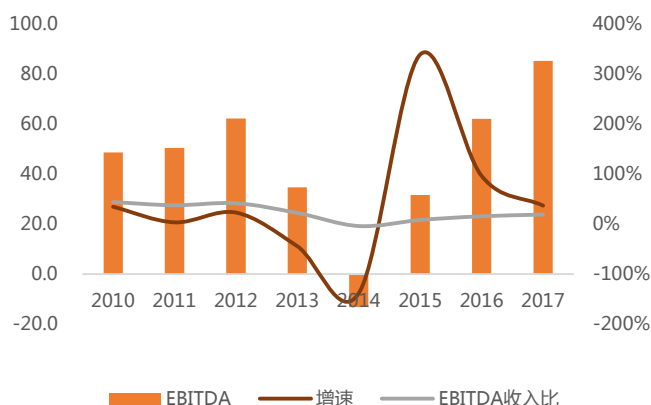
图 2：2008-2017 年公司营业收入（百万美元）、归母净利润（百万美元）及增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

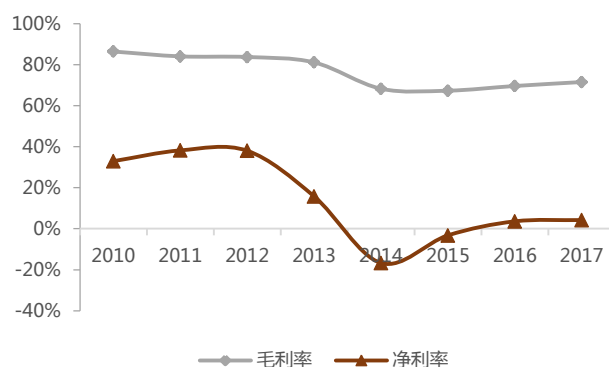
公司 2014-2017 年运营效率不断提高，EBITDA 收入比从 2014 年的-4%上升至 2017 年的 19%。2014 年和 2015 年受大环境影响，EBITDA 出现负值，但随着公司业务在不断发展，EBITDA 收入比逐步提高，为公司带来丰厚利润。

图 3：2008-2017 年公司 EBITDA（百万美元）及 EBITDA 收入比



资料来源：wind、天风证券研究所

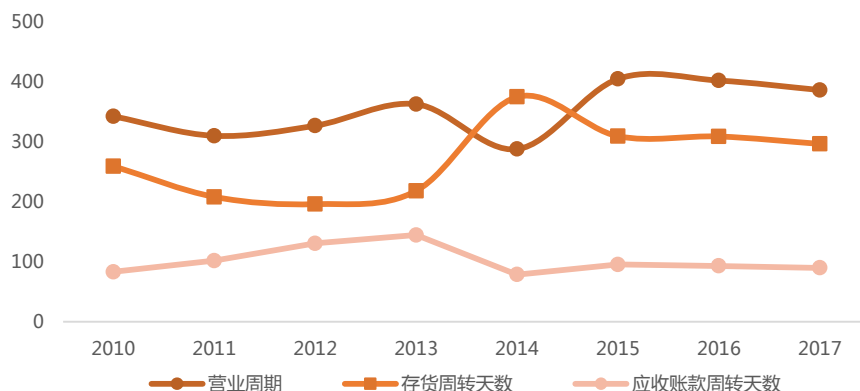
图 4：2008-2017 年公司毛利率、净利率及期间费用率（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

根据 wind，公司应收账款周转周期从 2014 年开始有所下降，2015-2017 年维持在 90 天左右水平，有助于公司资金链的流通。在存货周转方面，公司从 2014 年完成 Wright 旗下 OrthoRecon 骨科业务分部收购后，存货周转天数上升，2015-2017 年维持在 300 天左右，因而总体营业周期逐年上升，从 2008 年的 285 天到 2017 年的 386 天。

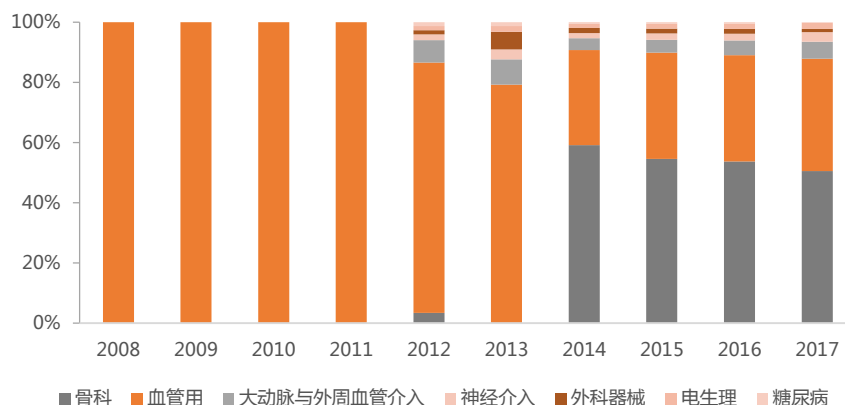
图 5：2008-2017 年公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：wind、天风证券研究所

公司从 2008-2013 年业务主要是以心血管器械占比为主，2011 年开始涉及骨科器械、外科医疗器械、大动脉与外周血管介入产品以及糖尿病等。从单一产品走向多元化发展。2014 年开始骨科营业收入占比超过心血管器械营业收入占比，2014-2017 维持 50%以上水平，心血管产品在 2014-2017 年营业收入占比逐步上升，2017 年达 37.3%，骨科加上心血管器械合计占比 87.9%。

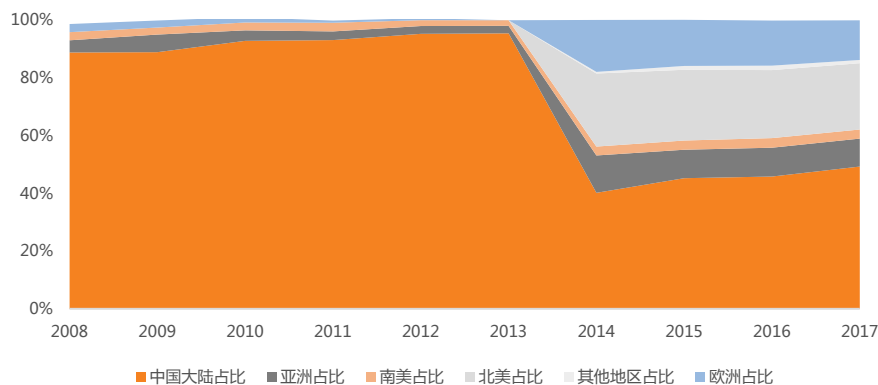
图 6：2011-2017 年公司营业收入按产品拆分情况



资料来源：wind、天风证券研究所

公司早先以国内市场为中心，2008-2013 年国内营业收入占比逐步提高，由 2008 年的 88.7% 提升至 2013 年的 95.4%。2013 年收购 Wright 旗下 OrthoRecon 骨科业务分部后，完成海外布局，2014 年开始出现海外布局的放量，国内区域营业收入占比维持在 40%-50% 期间。北美洲和欧洲收入占比小幅下滑，根据公司年报，2017 年，北美洲营收占比为 22.9%，欧洲占比为 13.8%，亚洲除中国外地区收入占比为 9.7%。公司战略部署是全球化的，不仅局限于中国市场。

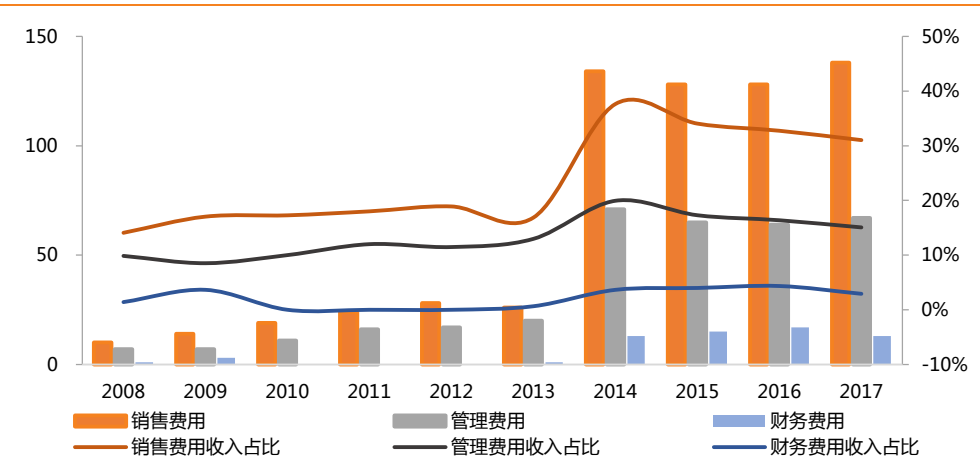
图 7：2008-2017 年公司营业收入按地区拆分情况



资料来源：wind、天风证券研究所

2008-2013 年，公司的期间费用稳步增长，增速与收入匹配，期间费用率基本维持平稳，2014 年公司完成 Wright 旗下 OrthoRecon 骨科业务分部收购，期间费用增长明显，而后三年（2015-2017 年）期间费用率呈现下降趋势，2017 年销售费用率为 31%，管理费用率为 15%，财务费用率为 3%。

图 8：2008-2017 年期间费用分析（万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 以并购打造心血管+骨科为核心的丰富产业线

公司在约 80 个国家的 5,000 多家医院使用的多样化产品组合，从各类支架系统以及 PTCA 球囊扩张导管的心血管介入器械到骨科各类器械，髋关节、膝关节、脊柱类、创伤类全方面覆盖；还有其他一些辅助业务：大动脉及外周血管介入产品、电生理医疗器械、神经介入产品、糖尿病医疗器械、内分泌医疗器械、外科医疗器械等。丰富的产品线条为公司提供各个方向的发展机会，同时也降低由于单一产品销售不佳而引起的风险，有利于公司长期发展。

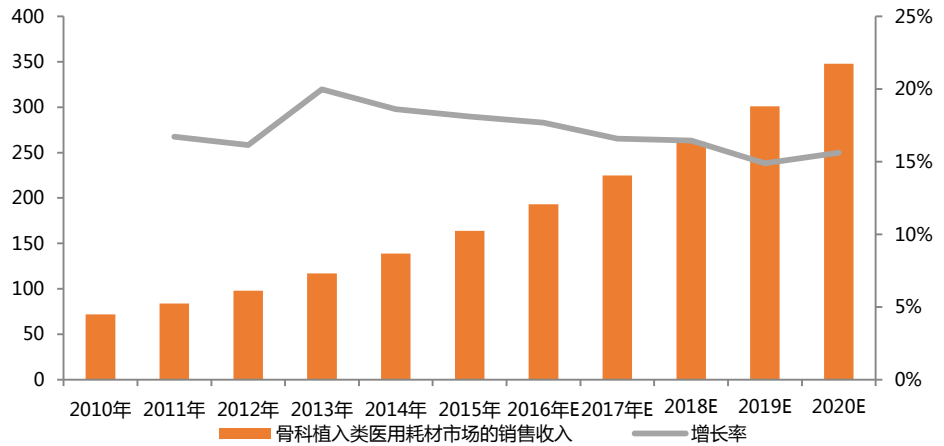
2.1. 骨科：全产品系列集中火力进军国内市场

公司以并购的方式扩展骨科业务，在 2011 年收购苏州贝斯特，开始进军骨科医疗器械，2013 年继续收购 Wright 旗下 OrthoRecon 骨科业务分部，实现骨科业务在市场上占据一席之地。

骨科类耗材可根据其用于治疗的领域，分为创伤类、脊柱类和关节类。创伤类顾名思义是由于受伤引起，主要是用于固定骨折断裂位置，促进骨痂形成尽快痊愈。脊柱类产品使用主要由于外部创伤引起的脊柱骨折，也有由先天性脊柱病变和后天性的退行性病变引起的，例如腰椎间盘突出；主要产品类型有脊柱矫正、舒缓神经等的螺钉和颈前钢板；并且脊柱类产品随着技术的发展目前引申至微创介入治疗，这对于耗材要求更高。关节类主要是人造关节，更换人体内老化、退化的关节，现在目前手术量化最大的是髋关节和膝关节。以及神经外科也会有骨科耗材涉及，例如硬脑膜。

根据 CFDA 南方医药研究所数据显示，2016 年全球骨科医疗器械市场规模约为 350 亿美元，增速维持在约 4%，而根据《2018-2020 中国大健康产业投资研究报告》我国 2016 年骨科医疗器械市场规模约为 210 亿元，增速从 2011 年开始保持每年 15% 以上，远远超过全球市场 4% 的增速。

图 9：2010 年-2020E 年我国骨科植入类医用耗材销售收入（亿元）及增速（%）



资料来源：CFDA 南方医药研究所、天风证券研究所

微创公司秉承着“快速康复”的产品理念，在骨科领域涉及全面的产品系列，包括关节重建、脊柱创伤以及其他专业植入物等产品，逐步在全球范围内提升品牌知名度。并且根据公司年报，2015 年公司成立了全球供应链中心（GSC），为关节、脊柱和创伤提供手术工具的集中采购和物流分摊服务，更方便管理植入产品进行手术所需要使用的外科手术工具及耗材，贯彻公司“快速恢复”的产品理念。2017 年 GSC 为优化业务运营、降低生产成本做出巨大贡献，夯实提供服务能力的基础。

根据公司年报，2017 年中国骨科销售收入剔除汇率影响后同比增长 28.3%，主要是由于产品的临床植入率显著提高，尤其是特有的 Evolution™ 全膝关节系统销售实现快速增长。同时公司重视脊柱创伤类的品牌构建，2017 年脊柱产品的植入量显著提高，新的发展策略在中国市场得到接受和认可。公司通过积极承办和重建各种学术会议推广关节类产品，2017 年关节类产品新开发 87 家医院，提升医院覆盖率，同时提升单家医院的平均手术量。

在国际骨科业务方面，2017 年销售收入剔除汇率影响后同比增长 6.2%，增速虽不如中国市场，但远高于市场平均增幅，亏损范围在进一步缩减，收窄了 10.7 百万美元，这主要是由于公司控制各项成本和经营费用的开支，并且重新调整将产品和销售区域相结合。

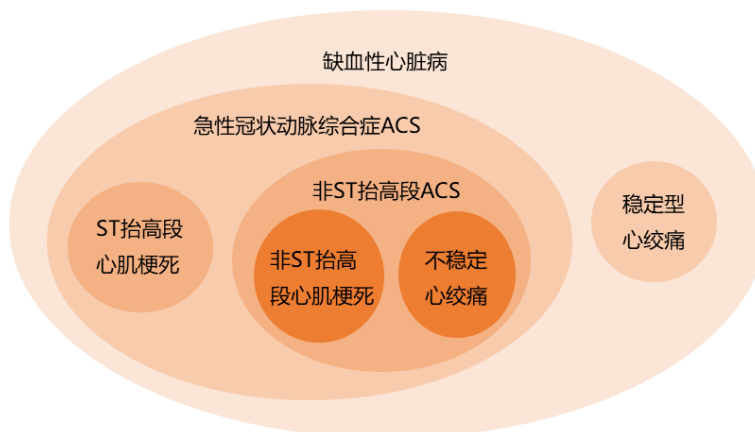
未来随着我国老龄化进一步推进，关节和脊柱类的骨科耗材占比将会进一步的提升，这将有利于公司进一步扩充其市场占比，收入将会进一步提升，业绩可期。

2.2. 心血管：传统业务持续开拓新市场

公司一开始成立时的主营业务是心血管支架产品，致力于开发、制造及销售市场领先的冠状动脉支架及相关输送系统、球囊导管及配件。2014 年推出 Firehawk® 药物洗脱支架 ([DES])，迅速占领市场份额。

心脏支架又称冠状支架动脉，运用于心脏介入手术中，疏通狭窄的动脉血管。最早出现在 20 世纪 80 年代，经历了金属支架、镀膜支架、可溶性支架 3 代的演变。其适应症主要是缺血性心脏病，常称冠心病，即由于冠状动脉血管发生动脉粥样硬化病变而引起血管腔狭窄或阻塞，造成心肌缺血、缺氧或坏死，主要分为不稳定心绞痛、ST 抬高心肌梗死、非 ST 抬高心肌梗死、稳定型心绞痛、可疑心绞痛、无症状心肌缺血这 6 类。

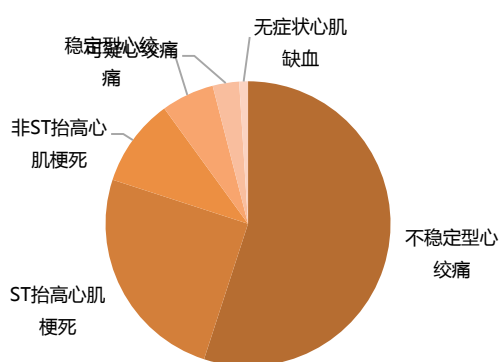
图 10: 缺血性心脏病分类



资料来源：心内科学，天风证券研究所

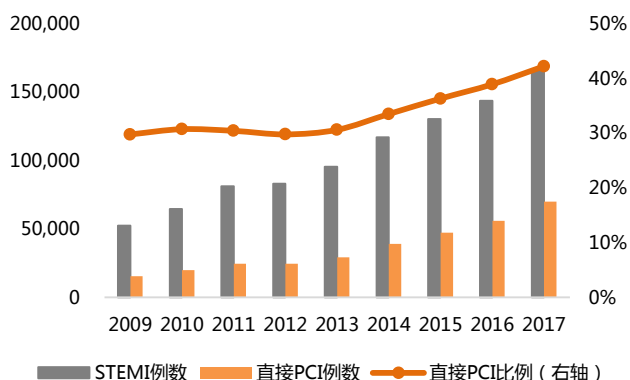
在 PCI 手术诊断病例中，不稳定心绞痛占比最高，达 55%；其次是 ST 抬高心肌梗死占比 25%。根据 CCIF 2018 的数据，2017 年 ST 抬高心肌梗死约为 16.5 万人，其中直接进行 PCI 治疗的约为 7 万人，占比为 42.2%，该比例自 2013 年以来逐年提升。

图 11: 2017 年 PCI 病例临床诊断占比



资料来源：CCIF 2018、天风证券研究所

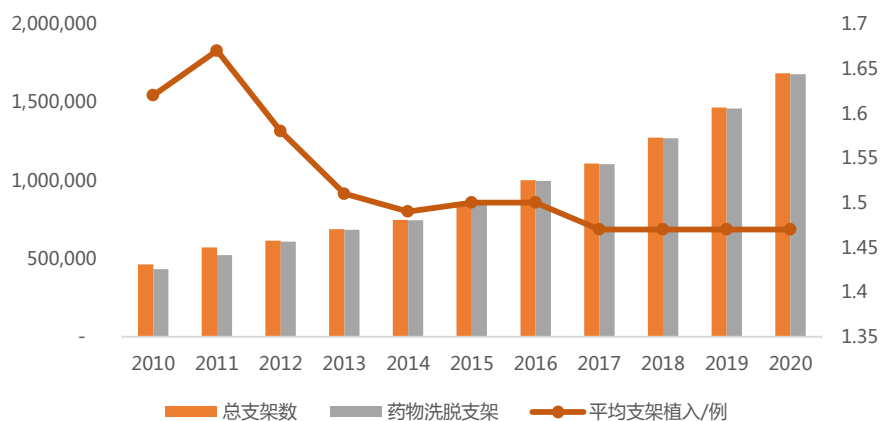
图 12: 2009-2017 年 STEMI 例数、直接 PCI 例数及直接 PCI 比例 (%)



资料来源：CCIF 2018、天风证券研究所

根据中国心率失常介入数据测算，我们预计 2017 年心血管支架总数约为 110 万个，其中药物洗脱支架占据主要地位。微创公司主要心脏支架产品为全球第唯一的靶向 Firehawk® 药物洗脱支架，在行业利好情况下面，其成熟的技术在未来有望实现同步或者高于整体行业增速，未来心血管传统业务的业绩可期。

图 13: 2010-2020 心血管总支架数 (支)、药物洗脱支架数 (支) 及平均支架数/例



资料来源：《2017 中国心率失常介入数据》、天风证券研究所

根据公司年报，2017 年公司心血管业务营业收入为 165.5 百万美元，剔除汇率影响后同比增长 21.5%，继续在中国市场保持领先地位，主要是由于 Firehawk™ 冠脉雷帕微素靶向洗脱支架销售额快速增长拉动以及性价比优良的 Firebird™ 冠脉雷帕微素洗脱钴合金支架系统的稳定收入。在中国市场中，2017 年支架业务收入在剔除汇率影响后实现同比增长 20%，各细分产品实现优异的收入，其中 Firehawk™ 支架收入在剔除汇率影响实现同比 61.1% 的增长；Firebird™ 支架收入在剔除汇率影响实现同比 51.7% 的增长；球囊产品剔除汇率影响后实现同比 51.75 的增长。在国际市场上，支架业务销售数据同样优越，Firehawk™ 剔除汇率影响同比增长 52.3%。并且 Firehawk™ 在药物洗脱支架中的销售占比也从 2016 年的 24.0% 提升至 2017 年的 31.9%，未来 Firehawk™ 的占比进一步提升可期。

根据 2017 年报，公司心血管业务在原有市场的基础上积极开拓新市场，2017 年公司的药物洗脱支架覆盖了全国除了香港和澳门以外所有省市超过 1,400 家医院，同比增长 13.8%；其中 Firebird™ 覆盖医院同比增长 10.1%；Firehawk™ 覆盖医院同比增长 58.3%。同时 2017 年公司新成立的新市场开发部进一步拓展心血管业务的市场，于二三线市场的医院覆盖大幅提高，比较去年增长 58.3%。在国际市场上，Firehawk™ 已在 32 个国家实现销售，与 2016 年相比新增 4 个国家，包括墨西哥，韩国，阿鲁巴以及哈萨克斯坦。在临床研究方面，Firehawk™ TARGET 全球系列临床项目稳步推进，欧洲成熟市场进行的 TARGET All Comer ([TARGET AC]) 临床研究以及在中国本土的临床试验 TARGET I 均取得优异的随访数据。根据 Target AC 临床随访数据，Firehawk™ 3 个月内覆盖率为 99.9%，而 TARGET I 的临床随访数据有效证实 Firehawk™ 5 年血栓发生率为 0。同时，公司为拓展 Firehawk™ 在东南亚地区市场的推广，在马来西亚卫生部所直管的 10 家公立医院开展的大规模临床项目 TARGET Malaysia Registry，计划入组病人 1,153 例。

公司在传统支架业务上随着新市场的进一步开发，以及支架产品全球范围内的推进，未来业绩可期。

2.3. 其他业务：各类产品稳步增长，积少成多

根据 2017 年报，公司在多个领域布局，各业务线实现稳定增长：

- 在大动脉及外周血管介入产品业务中，公司专注于腹部及胸廓大动脉瘤、周血管疾病、主动脉夹层、动脉瘤及其他动脉相关疾病的介入治疗提供一系列产品及服务。根据公司年报，2017 年 Hercules™ Low Profile 胸主动脉覆膜支架及输送系统的销售在剔除汇率影响后同比增长 57.3%，Hercules™ -B 腹主动脉覆膜支架及输送系统在剔除汇率影响后同比增长 20.5%。全球首款通过微创治疗能同时实现腔内修复主动脉和弓部分支动脉的覆膜支架，Castor™ 分支型主动脉覆膜支架于 2017 年 6 月获 CFDA 注册证，于 9 月实现首例植入，截止 2017 年 12 月 31 日，Castor™ 已经在全国近 50 家核心医院进行销售。
- 在电生理医疗器械业务中，公司主要是生产及推广与心脏电生理介入相关的微创治疗器械，目前已完成治疗快速心律失常室上性心率过速及房颤射频消融的一整套方案，致力于为医生和患者提供全面的电生理产品仪器组合。

根据公司年报，2017 年电生理医疗器械营业收入剔除汇率影响同比增长 39.0%，其中国内销售同比增长 36.1%，国际销售同比增长 65.1%。实现快速增长的原因是不断研发优秀的产品，并配备着不断积累的雄厚的市场和销售力量，2017 年全年电生理医疗器械在全国近 300 家电生理中心使用，同比增长 31%。在国际市场方面，多个国家市场准入公司产品，FireMagic™ 心脏射频消融导管、EasyFinder™ 固定弯标测导管在韩国获得市场准入；FireMagic™ 冷盐水灌注射频消融导管、FireMagic™ 心脏射频消融导管、EasyFinder™ 固定弯标测导管和 EasyLoop™ 环肺静脉标测导管在泰国获得市场准入；截止 2017 年底，电生理医疗器械业务已经在多米尼加、韩国等 9 个国家实现稳定销售，与上年相比新增 5 个国家。并且 2017 年 8 月 15 日电生理业务在全国新三板上市挂牌，有助于其未来更好发展。

- 在神经介入产品业务方面，公司专门为治疗神经系统疾病提供产品和服务，包括脑动脉瘤、颅内动脉粥样硬化疾病 ([ICAD])、颈动脉疾病 ([CAD]) 及其他神经系统相

关疾病，主要在售产品有 APOLLOTM 颅内支架 ([APOLLOTM]) 和 WILLISTM 颅内覆膜支架。APOLLOTM 面向脑缺血市场，治疗因动脉粥样硬化引起的脑血管狭窄疾病；而 WILLISTM 是唯一获得 CFDA 批准用于治疗颅内动脉瘤的覆膜支架类产品。目前还有多个产品在研发中，未来有望持续推出新产品。

根据公司年报，2017 年神经介入产品剔除汇率影响后同比增长 54.7%，保持快速增长，其中 APOLLOTM 实现 35.6% 的增长，主要是由于其 13 年安全应用的优秀产品性能、其在国内市场占据主要份额，以及我国取栓手术的日益趋势化，未来仍有上升空间。而 WILLISTM 的销售收入同比增长 52.0%，主要是由于其销售覆盖范围在逐步扩大带来了产品植入量的显著上升。未来神经介入产品业绩很可能随着销售范围扩大而进一步提高。

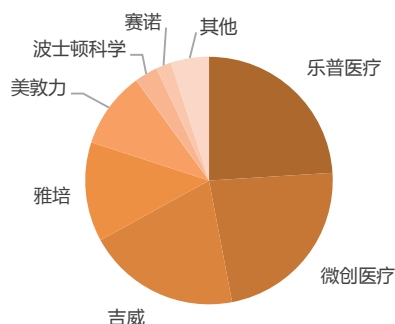
- 在外科医疗器械业务方面，公司注重在体外循环产品、疝补系列产品及应用于先天性心脏病的封堵器系列产品的研发、市场以及销售。根据公司年报，2017 年公司由于积极拓展国内市场新开发医院 50 家，同比去年实现 0.6% 的增长。再者疝补系列产品作为投入市场的新产品，未来不仅丰富了公司的产品线，也将会是外科器械业务销售的新增长点。外科医疗器械目前处于起步时期，未来随着目前处于研发时期的各个重要产品研发成功，将会进一步丰富产品组合促进这块业绩的增长。
- 在创领心律管理方面，2017 年公司收购 Livanova 公司的 CRM 业务，实现进军全球心律管理市场，而创领心律管理是由公司和 Sorin Group 共同成立，公司占 51% 的股权。一开始公司主要是通过销售 Sorin 品牌的产品，实现心律管理方面业务的开展。而 2017 年 9 月，创领心律管理的 Rega™ 心系列植入式心脏起搏器免临床获得 CFDA 批准，Rega™ 起搏器共有心兰、心韵、心悦 3 个系列共 8 个型号，2018 年 3 月完成首例植入，有望实现放量。并且公司目前在自主研发的 BonaFire™ 心脏起搏电极导线，而自主研发的起搏系统分析仪也已经完成上市前临床试验，未来随着公司研发成果陆续涌现，未来创领心律管理业务发展可期。

3. 心血管+骨科双轮驱动，拥有产品核心竞争力

创立以来，公司长久聚焦于提升产品竞争力，早期以心脏支架起家，公司在 2000 年获批上市第一代支架金属裸支架，随后不断研发创新，2014 年推出 Firehawk 火鹰靶向洗脱支架，属于药物洗脱支架，采用靶向洗脱技术，载药量较低，能降低远期支架血栓发生率和支架内再狭窄。据统计，微创在国内药物洗脱支架领域市场份额约为 23% (图 14)，仅次于乐普医疗，同时微创还在开发最新一代可降解支架，依托完善的产品线和卓越的产品质量，微创有望维持市场地位。

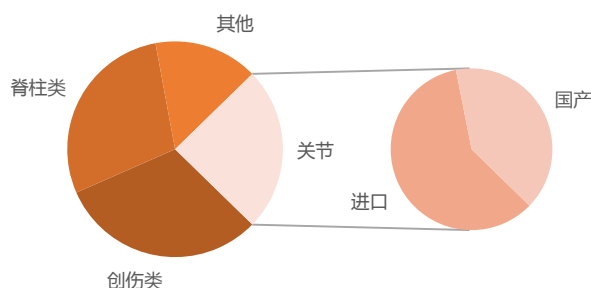
除了心血管领域，早在 2009 年公司已经开始布局骨科领域，2009 年上海微创骨科医疗科技有限公司在上海国际医学园区成立，随后通过并购整合资源，2013 年宣布 2.9 亿美元收购美国 Wright Medical 公司 OrthoRecon 关节重建业务，成为全球骨科领域主要参与者。微创完成 OrthoRecon 业务并购后，拥有完整的产品线，包括髋关节产品、膝关节产品、脊柱产品、创伤产品等，基本涵盖骨科耗材领域，其中的关节产品是 OrthoRecon 原有明星产品，在全球具有一定的知名度。从行业角度来看，由于人工关节结构比较复杂，对材料、技术等要求很高，有很高的行业壁垒，目前人工关节市场占骨科耗材比例约为 25% (图 15)，进口占据主要地位。

图 14：2016 年国内药物洗脱支架竞争格局（销量）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 15：2015 年国内各类骨科耗材占比情况

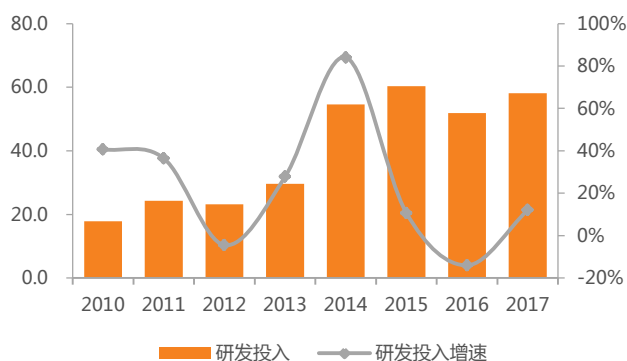


资料来源：南方所，天风证券研究所

4. 研发力量雄厚，夯实产品基础

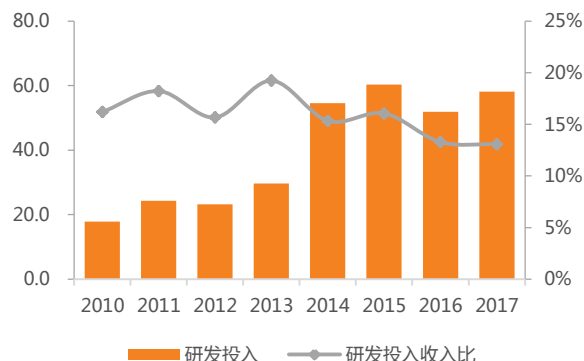
公司注重研发，致力于提供一流医疗技术和生产新一代医疗设备及提供慢性疾病的治疗方案。根据公司年报 2017 年公司研发投入为 58.2 百万美元，同比增长 12%，研发投入占收入比为 13.1%，全球超过 3,100 名雇员。根据年报，公司目前在中国上海、江苏、浙江、北京、深圳以及美国田纳西州的孟菲斯有的大型的研发和制造设备，已有 3000 余项专利，未来研发前景可期。

图 16：2008-2017 年公司研发投入（百万美元）及其增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 17：2008-2017 年公司研发投入（百万美元）及研发投入收入比（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

并且公司重视人才培养，旨在为员工提供在职、内部及外部培训，从而可以激发他们的潜能为公司长期发展做贡献。根据公司年报，2017 年，公司人力资源及创新机构部组织 206 个内部及外部培训计划，平均向上海和美国公司的男性员工分别提供 4.24 小时和 10.69 小时的培训，平均向上海和美国公司的女性员工分别提供 3.95 小时和 13.94 小时的培训，培训涉及专业、全面技能各个方面。再者公司还有相应的人才激励机制，通过制定年度奖励及安排合适的候选人晋升至重要的岗位，从而营造员工努力促进公司发展的氛围。

因而公司在研发和人才方面双管齐下，有助于其不断创新，公司产品不断的发展，未来公司活力永驻。

5. 业绩拆分与估值评级

分业务假设：

1. 骨科耗材：根据上文行业增速约为 15% 以上，前期骨科业务处于整合阶段，增速较缓，预计 18-20 年增速提升，同比增长分别为 10%、13%、15%；
2. 心血管：根据 CCIF 2018 数据测算，行业增速保持 15% 以上，竞争格局清晰，预计公司 18-20 年同比增长分别为 15%、15%、15%；

3. 其他业务：参考往年增速，预计 18-20 年同比增长分别为 10%、10%、10%；
4. 期间费用：参考往年期间费用率逐年下降，考虑到人均产出提升，预计 18-20 年期间费用率稳步下降；
5. 综合以上情况，预计 18-20 年净利率分别为 6%、8%、8%。

我们预计 18-20 年公司净利润分别为 30、45、52 百万美元，对应 EPS 为 0.02 美元、0.03 美元、0.04 美元（0.16 港元、0.24 港元、0.28 港元），PE 为 65.5、43.3、37.8 倍。

表 2：盈利预测（百万美元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收入	376	390	444	497	563	645
YOY		4%	14%	12%	13%	14%
毛利率	67%	70%	72%	73%	74%	74%
骨科收入	205	210	225	248	280	322
YOY		2%	7%	10%	13%	15%
心血管收入	133	138	166	191	220	252
YOY		4%	20%	15%	15%	15%
其他收入	38	42	53	58	64	71
YOY		11%	26%	10%	10%	10%
销售费用率	34%	33%	31%	30%	29%	29%
管理费用率	17%	16%	15%	14%	13%	13%
净利润	-12	14	19	30	45	52
净利率	-3%	4%	4%	6%	8%	8%
EPS	-0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司以骨科和心血管耗材为核心，积极开拓其他耗材领域，从专一走向全面，未来收入可期。根据我们预测，公司 2018E PE 为 65.5 倍，PEG 为 1.12，由于港股暂无可比公司，参考 A 股同行业可比公司的 PEG 水平（大博医疗和凯利泰主要业务是骨科耗材，乐普医疗多年深耕心血管耗材领域，三家公司与微创医疗公司业务相似），2018 年给予公司 70 倍 PE，对应 PEG 为 1.20，目标价为 11.20 港元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：同行业公司可比 PE

代码	公司简称	最新收盘价	预测 PE (2018)	预测 PE (2019)	预测 EPS (2018)	预测 EPS (2019)	预测 PEG (2018)
002901.SZ	大博医疗	42.25	44.08	34.78	0.96	1.21	1.48
300326.SZ	凯利泰	11.63	33.85	27.48	0.34	0.42	1.29
300003.SZ	乐普医疗	38.74	55.31	41.79	0.70	0.93	1.42

资料来源：wind、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com