

微创医疗 (00853)

证券研究报告
2019年04月18日

介入产品增长强劲，新业务仍处培育期

2018年全年实现收入6.70亿美元，同比增长50.7%，实现归母净利润0.24亿美元，同比增长27.0%。公司整体毛利率约70.2%，同比下降1.5%，主要受新收购的心律管理业务摊薄影响，其毛利率低于公司平均水平。公司期间费用持续增长，销售费用、管理费用、研发费用分别为2.18亿美元、0.96亿美元、1.05亿美元，同比增长58.1%、43.3%、80%，占营收的比例为32.5%、14.3%、15.6%。2018年公司现金及等价物约1.30亿美元，同比减少18.8%，系收购心律管理业务影响，并导致资本负债率上升5%至62.2%。

产品多元化，心血管介入与大动脉及外周血管介入业务增长显著

截至报告期末，公司旗下拥有八大业务板块，骨科医疗器械业务占比35.3%，心血管介入产品业务占比30.3%，心律管理医疗器械业务占比23.7%，大动脉及外周血管介入产品业务占比5.2%，电生理医疗器械业务占比1.9%，神经介入产品业务占比2.8%，外科医疗器械和糖尿病及内分泌医疗器械业务占比0.9%，产品线丰富。公司心血管介入、大动脉及外周血管介入、神经介入等业务处于市场领先地位，三大板块增长显著。2018年公司心血管介入业务收入2.03亿美元，同比增长24.2%，旗下优质产品Firehawk™ 支架收入同比增长48.5%（剔除汇率影响），在24个国家或地区实现销售；球囊产品同比增长60.1%（剔除汇率影响）；药物洗脱支架覆盖全国超过1,700家医院，同比增长18.9%。2018年公司大动脉及外周血管介入产品业务收入0.35亿美元，同比增长41.1%，主要由于国内主动脉腔内治疗市场的快速增长及产品显著的竞争优势。2018年神经介入产品业务同比增长36.4%，得益于产品的安全性和有效性及其市场领先地位。

研发能力卓越，打造出色产品

研发能力构成公司的核心竞争力。2018年公司研发费用约1.05亿美元，同比增长80%，一方面由于收购心律管理业务，该业务研发成本占比30.2%，另一方面系对持续的研发项目以及新项目增加投资，持续的研发投入成果显著。2018年公司共有10款产品获得NMPA颁发的注册证，3款获批绿色通道。截止报告期末，公司累计有15款产品获批进入绿色通道。骨科产品中，2019年初，Aspiration™ 获NMPA颁发的注册证，系微创骨科首款获批的国产全膝关节置换系统产品，为中国患者带来更全面的解决方案。心血管介入产品方面，2018年9月《柳叶刀》刊登Firehawk™ 在欧洲大规模临床试验（TARGET AC）的研究结果，标志着Firehawk™ 已成为全球新一代心脏支架行业新标准的引领者。大动脉及外周血管介入产品方面，公司自主研发的Fontus™ 分支型术中支架系统通过了NMPA的审查，进入绿色通道，该产品降低了手术难度、提高支架释放精度。神经介入产品业务中，公司自主研发的Tubridge™ 成为国内唯一一款获准上市的国产血流导向装置。

盈利预测：公司Firehawk™ 等核心产品增长强劲，自主研发能力出色，且持续加大投入，具备可持续创新能力。2018年公司完成LivaNova旗下心律管理业务的收购，为公司注入新动力，进一步落实公司的心律管理全球化战略，提振公司海外业务。此外，旗下子公司心脉医疗将分拆并申请于科创板上市。我们预计2019年公司营收为8.11亿美元（+21%），由于2018年完成对于创领心律的并购，具有一定的亏损，我们预计2019年归母净利润由原来的45百万美元下调为28百万美元，19-21年预计为28/32/38百万美元。

风险提示：研发风险、骨科业务增速不及预期、外汇风险等

投资评级

行业	消费品制造业/医疗保健
6个月评级	持有（维持评级）
当前价格	7.38 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,602.39
港股总市值(百万港元)	11,825.61
每股净资产(港元)	0.28
资产负债率(%)	58.42
一年内最高/最低(港元)	11.50/6.41

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

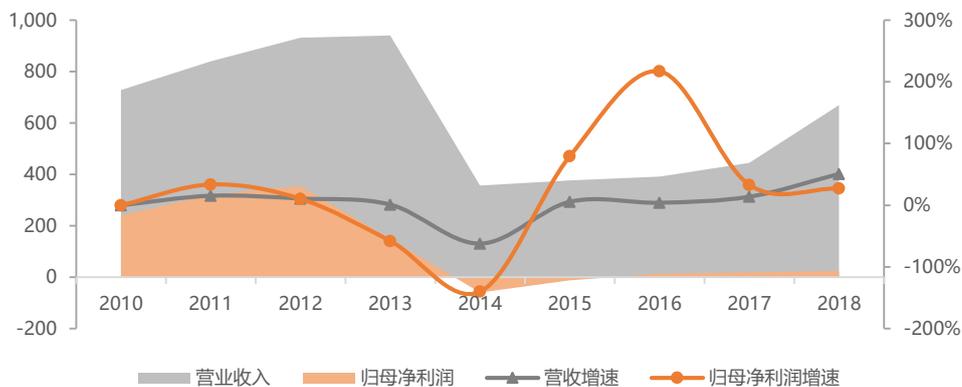
相关报告

- 《微创医疗-公司深度研究:心血管业务带来稳定收益,骨科渐成业绩新支柱》
2018-05-23

公司业绩增长稳健

公司发布 2018 年报，2018 年全年实现收入 6.70 亿美元，同比增长 50.7%，实现归母净利润 0.24 亿美元，同比增长 27.0%。公司整体毛利率约 70.2%，同比下降 1.5%，主要受新收购的心律管理业务摊薄影响，其毛利率低于公司平均水平。

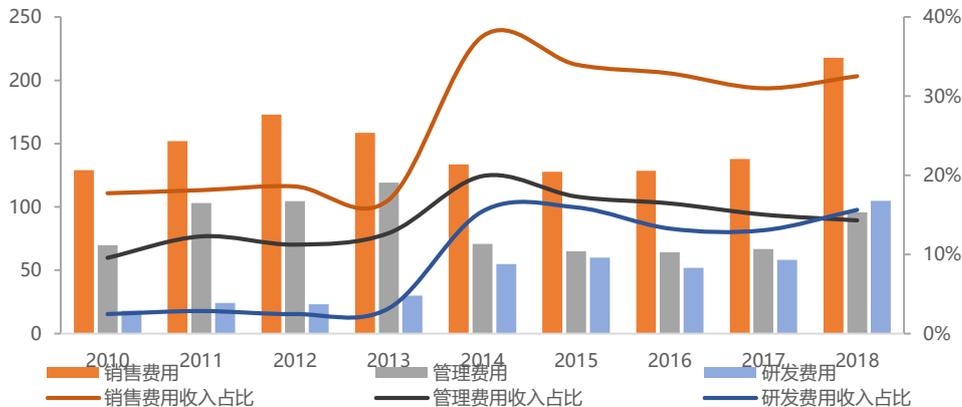
图 1：营业收入、归母净利润及各自增速（百万美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司期间费用持续增长，销售费用、管理费用、研发费用分别为 2.18 亿美元、0.96 亿美元、1.05 亿美元，同比增长 58.1%、43.3%、80%，占营收的比例为 32.5%、14.3%、15.6%。

图 2：各期间费用及占比（百万美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年公司现金及等价物约 1.30 亿美元，同比减少 18.8%，系收购心律管理业务影响，同时导致资本负债率上升 5%至 62.2%。

图 3：2010-2108 年现金及现金等价物变动情况（百万美元）

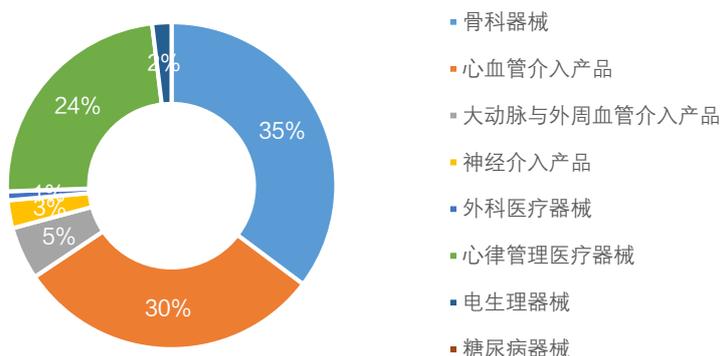


资料来源：Wind，天风证券研究所

产品多元化，心血管介入与大动脉及外周血管介入业务增长显著

截至报告期末，公司旗下拥有八大业务板块，骨科医疗器械业务占比 35.3%，心血管介入产品业务占比 30.3%，心律管理医疗器械业务占比 23.7%，大动脉及外周血管介入产品业务占比 5.2%，电生理医疗器械业务占比 1.9%，神经介入产品业务占比 2.8%，外科医疗器械和糖尿病及内分泌医疗器械业务占比 0.9%，产品线丰富。

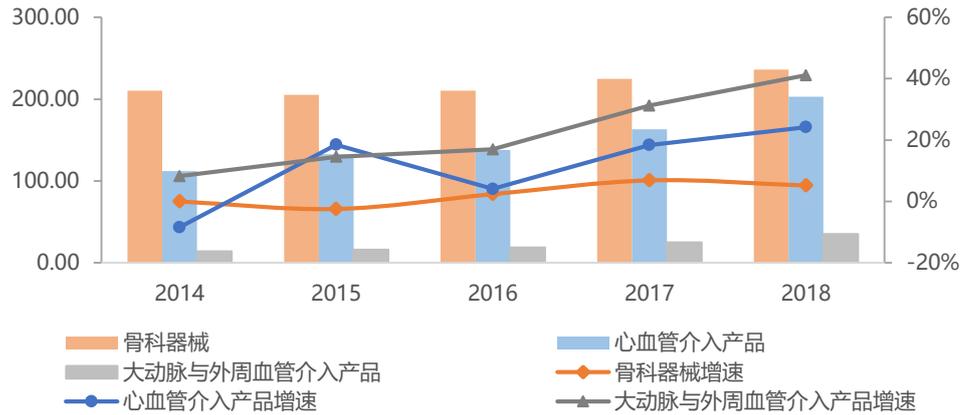
图 4：2018 年公司八大业务占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司心血管介入、大动脉及外周血管介入、神经介入等产品处于市场领先地位，三大业务板块增长显著。2018 年公司心血管介入业务收入 2.03 亿美元，同比增长 24.2%，旗下优质产品 Firehawk™ 支架收入同比增长 48.5%（剔除汇率影响），在 24 个国家或地区实现销售；球囊产品同比增长 60.1%（剔除汇率影响）；药物洗脱支架覆盖全国超过 1,700 家医院，同比增长 18.9%。2018 年公司大动脉及外周血管介入产品业务收入 0.35 亿美元，同比增长 41.1%，主要由于国内主动脉腔内治疗市场的快速增长及产品显著的竞争优势。2018 年神经介入产品业务同比增长 36.4%，得益于产品的安全性和有效性及其市场领先地位。

图 5：核心业务收入及增速（百万美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

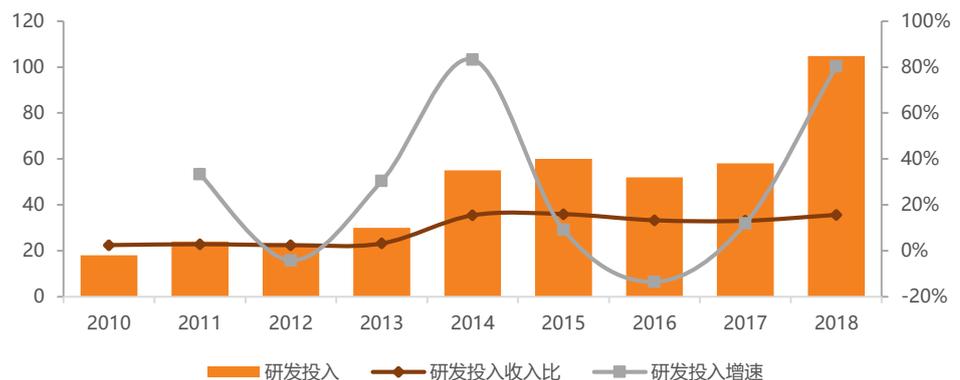
注：图中增速未剔除汇率影响

公司收入占比最高的业务为骨科器械,2018 年收入 2.36 亿美元,同比增长 3.8% (剔除汇率影响),主要受美国及意大利营销高管人员变动和主要经销商调整影响,海外业务增速缓慢仅为 2%。值得一提的是,报告期内骨科业务海外营运利润首次转正。公司内轴型全膝关节置换系统 1998 年于美国上市,拥有 20 年的临床成功应用经验,植入量已超过 60 万例,17 年的临床随访结果显示患者满意度达到 95%,假体存活率达到 98.8%。预计骨科业务增速将维持稳健增长,国内骨科业务增速较高,2019 年初公司首款国产全膝关节置换系统获证;而国际骨科业务短期继续受到管理层变化影响,收入增长较缓。

研发能力卓越, 打造出色产品

研发能力构成公司的核心竞争力。2018 年公司研发费用约 1.05 亿美元,同比增长 80%,一方面由于收购心律管理业务,该业务研发成本占比 30.2%,另一方面系对持续的研发项目以及新项目增加投资,持续的研发投入成果显著。2018 年公司共申请国内外专利 298 项,商标 156 项。截止报告期末,公司拥有专利(含申请)3,432 项,覆盖 28 个国家,商标(含申请)1,679 项,覆盖 66 个国家。

图 6：研发投入、增速及收入比（百万美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年公司共有 10 款产品获得 NMPA 颁发的注册证,3 款获批绿色通道。截止报告期末,公司累计有 15 款产品获批进入绿色通道。骨科产品中,2019 年初,Aspiration™ 获 NMPA 颁发的注册证,系微创骨科首款获批的国产全膝关节置换系统产品,为中国患者带来更全面的解决方案。心血管介入产品方面,2018 年 9 月《柳叶刀》刊登 Firehawk™ 在欧洲大规模临床试验 (TARGET AC) 的研究结果,标志着 Firehawk™ 已成为全球新一代心脏支架行业新标准的引领者。大动脉及外周血管介入产品方面,公司自主研发的 Fontus™ 分支型术中支架系统通过了 NMPA 的审查,进入绿色通道,该产品降低了手术难度、提高支

架释放精度。神经介入产品业务中，公司自主研发的 TubridgeTM 成为国内唯一一款获准上市的国产血流导向装置。

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