威高集团 (1066 HK)

核心业务保持强劲动力

威高集团公布其 FY18 业绩：其收入超出我们预测，但毛利率受产品组合改变所影响，下滑两个百分点。收入除爱琅外，其录得约 20%增幅至人民币 74 亿元，较预测收入人民币 70 亿元高。这一差别主要得益于骨科业务、创伤管理及麻醉业务增长。公司指引 FY19 医疗耗材销售增长 15-16%，骨科产品销售增长 16-18%，FY19 总收入增长 15-17%。我们调整预测，将 FY19 目标股价上调至 8.0 港元，目标股价较目前股价有 9%的上升空间，维持"增持"评级。

- **收入增长，毛利率下滑。**威高公布其收入（除爱琅外）增长 20%，但毛利率下滑两个百分点。这主要是由于低利润率分部在销售组合中占比大。我们认为在集团四大业务分部中，药品包装业务及骨科业务将成为主要增长动力。鉴于集团新产品能够抵消定价压力，管理层对维持毛利率信心十足。
- **对爱琅的整合进展顺利。**据集团介绍，爱琅已在中国设立运营部门，将 15 件产品成功注册到 Argon China 名下。爱琅将成为未来公司海外扩张的主要平台。威高集团同爱琅在产品研发、销售及分销分部相互合作，同时也给予爱琅自主管理的权利。爱琅的介入产品将扩展威高产品组合。
- **集团暂无 GPO 招投标计划。**管理层短期内未设定为高价值医疗耗材进行 GPO 招投标计划。然而，集团仍计划将定价下调 10-15%。目前市场上医疗器械制造商较少，市场集中化提升，我们认为这将利好诸如威高集团这类国内大型医疗器械制造商。
- **收购所需融资成本高。**威高为收购爱琅，于 FY18 承担了一笔巨额融资成本，达人民币 2.84 亿元。公司已抵押多笔资产以获得借贷以用于融资收购爱琅。威高同多家银行合作以减缓巨额债务压力，其持有现金人民币 38 亿元，债务达人民币 51 亿元。
- **维持"增持"评级。**公司指引销售增长 15-17%，较 2018 录得轻微降幅。其 2H18 核心增长动力较 1H18 仍维持强劲增势。不计管理成本，整合爱琅未对公司产生重大影响，公司利润率有望提升。我们调整先前预测，将 FY19 目标股价上调至 8.0 港元，目标股价较目前股价有 9%的上升空间，隐含 FY19 市盈率 16.7 倍，FY9 市净率 1.7 倍。

投资总结

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收（人民币百万元）	6,293	8,809	10,103	11,447	12,807
变化（%）	(7)	40	15	13	12
净利润（人民币百万元）	1,256	1,473	1,692	1,912	2,174
变化（%）	14	17	15	13	14
每股盈利（人民币）	0.28	0.33	0.38	0.43	0.48
变化（%）	14	17	15	13	14
市盈率（倍）	22.6	18.3	16.7	14.8	13.0
市净率（倍）	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5
价格/经营活动现金流（倍）	25.9	11.8	13.3	11.1	10.0
企业价值/息税折摊前利润（倍）	18.4	13.1	12.6	11.5	10.4
每股股息（人民币）	0.09	0.10	0.12	0.13	0.15
股息回报率（%）	1.4	1.7	1.8	2.1	2.4

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

增持

目前股价	目标股价
HK$7.32	HK$8.00

中国 / 医疗 / 设备

2019 年 4 月 16 日

罗信基 (SFC CE:BDJ462)
(852) 3519 1299
matthew.law@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数（百万股）	4,484
市值（百万港元）	32,822
企业价值（百万港元）	35,203
12 个月内日均成交额（百万港元）	64.7
12 个月波动率（%）	45.2
FY19-21 预测市盈增长率（倍）	1.4
FY19-21 预测平均净资产收益率（%）	10.6
FY19 预测市净率（倍）	1.7
FY19 预测净负债-股东权益比（%）	净现金

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	2	16	47
相对恒生指数	(1)	0	51

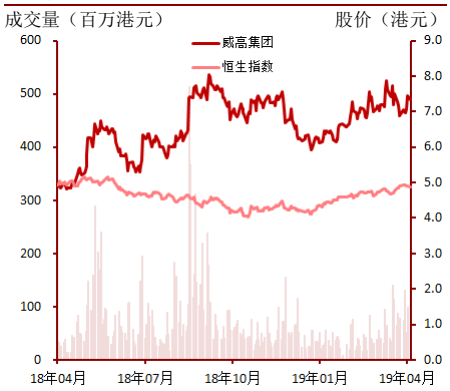
主要股东持股 (%)

威高集团	47.8%
Joho Capital	4.1%

审计师

德勤 • 关黄陈方会计师行

股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

主要增长板块表现良好；产品组合有望改善

骨科业务及药品包装产品业务提升总收入

威高集团总收入增长40%至人民币88亿元。其收入除爱琅收购，约增长20%。2H18 收入较 1H18 录得轻微增长。其中，骨科业务及药品包装业务超出我们销售预测。骨科业务销售增长主要得益于脊产品市场整合，关节产品营销加强；而药品包装业务则进一步扩展至生物制药包装领域，形成广泛的客户基础。集团预测该两个业务分部将持续维持快速增幅。骨科业务及药品包装业务收入将分别增长 36%及 33%。

图 1：销售及利润率

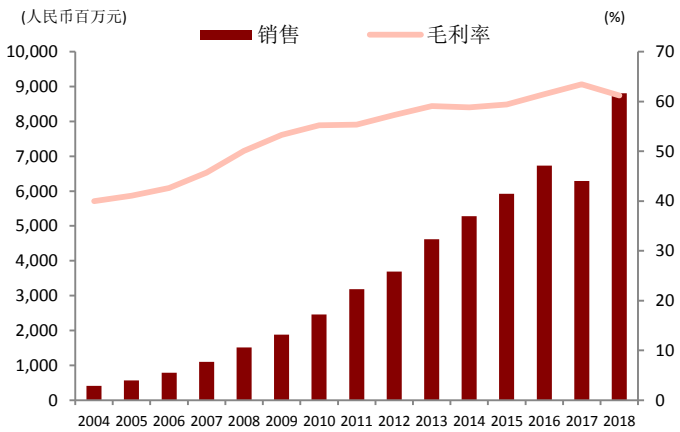
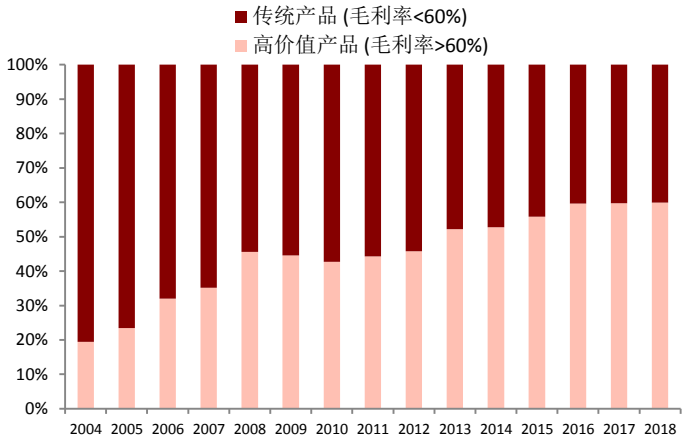
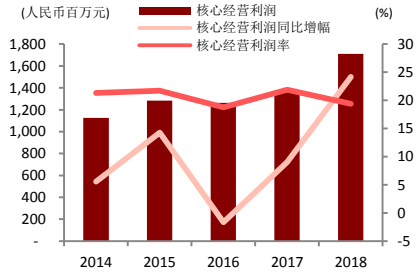


图 2：传统产品与高价值产品销售占比



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 3：核心经营利润及经营利润率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

核心经营利润仍旧表现良好

集团产品组合发生变化，低利润率产品销售提升（如创伤管理），集团毛利率下滑两个百分点至 61%。不计爱琅收购，集团毛利率提升一个百分点。集团核心经营利润恢复力强，于 FY18 增长 24%，其核心经营利润率则维持在 19%。主要受收购爱琅影响，核心经营利润率录得下滑。但收购对收入及息税折旧摊销前利润则产生积极影响。

集团产品组合丰富，其将持续投资更多诸如介入产品及药品包装产品等高端业务分部。这将减少其在创伤管理及部分临床护理业务（如注射器）的投入。高端业务板块利润贡献将有助于抵消爱琅收购所带来的影响。

图 4：收入明细（FY18）

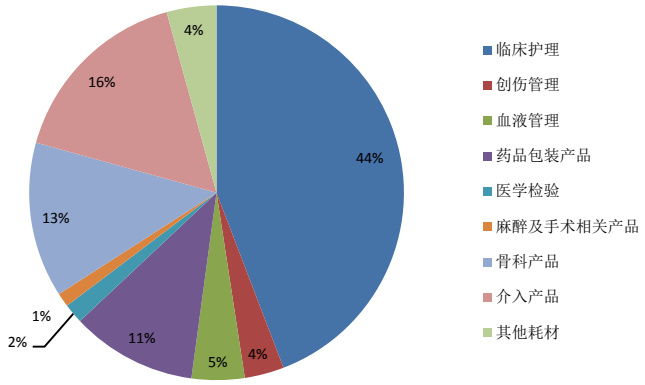
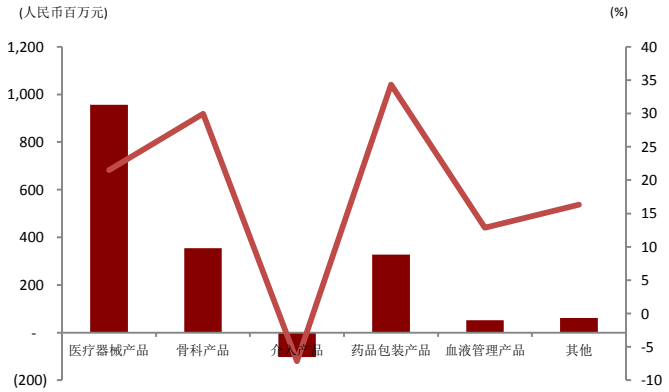


图 5：各分部利润及利润率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

爱琅整合顺利进行，利润率将保持平稳

爱琅将成为海外平台

公司报告介入产品收入为人民币 14 亿元，成为第二大收入贡献分部。公司表示迄今为止，爱琅整合进展顺利，已成功将其 15 项产品注册证转入爱琅中国，并在中国建立了自己的业务。爱琅将成为威高海外扩张的主要平台。威高及爱琅将合作研发、销售及分销。

图 6：净负债对权益比率

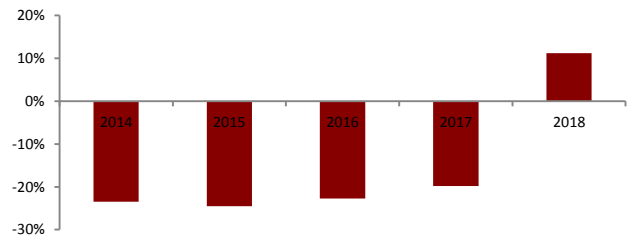
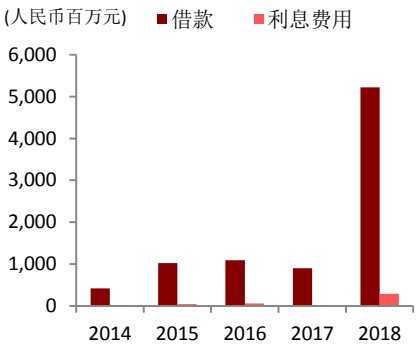


图 7：爱琅发展进度更新

- 2018 年录得收入及息税折摊前利润强劲增长
- 与爱琅管理团队签订长期协议
- 授予爱琅管理团队股票期权
- 聘任新财务总监、人力资源副总裁及研发部门主管加入团队
- 与威高在研发、销售及分销方面的持续合作，将其介入产品引入中国

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 8：未偿还借款及利息费用



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计 FY19 财务费用将减少

为拨支爱琅收购事项，威高 FY18 财务费用达人民币 2.84 亿元。公司抵押多项资产以获取资金，目前正与多家银行展开合作，以期减少资产负债表上的债务。由于公司现金储备为人民币 38 亿元，我们预计 FY18 财务费用将减少（人民币 1.7 亿元）。我们预计公司将大幅减少借款以减少高额利息费用。我们预测 FY19 财务费用净额为人民币 1.06 亿元，未偿还借款将减少至人民币 19 亿元。

由于销货成本处于高位，利润率将保持平稳

我们预计 2019-21 年毛利率将保持在目前的 62%水平，因为我们认为制造成本正在触底并将难以进一步下降。由于销售人员增加，目前海外业务规模较大，预计分销费用将增长 2 个百分点。由于收购爱琅将为中国带来大量潜在的高端产品，研发将保持在 4-5%。

图 10：主要利润率

(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	59	59	59	61	63	61	62	62	62
息税折摊前利润率	27	29	29	26	30	31	28	27	26
息税前利润率	23	25	23	20	25	23	21	20	20
净利润率	8	21	19	17	21	17	17	17	17

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 11：收入增长率及主要成本假设

(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入同比增长	25	14	12	14	(7)	40	15	13	12
销货成本(占收入的%)	(41)	(41)	(41)	(39)	(37)	(39)	(38)	(38)	(38)
分销费用(占收入的%)	(25)	(27)	(26)	(27)	(31)	(28)	(30)	(30)	(30)
研发费用(占收入的%)	(5)	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

资本支出用于改善生产设施并提高自动化水平

如果自动化成功，利润率或会有所改善

公司 2019 年指引仍持乐观态度，预计收入增长 15-17%，主要得益于其核心利润贡献分部骨科的持续强劲表现，增长 16-18%。我们预测 2019 年骨科销售将增长 18%，因为公司在创伤及人工关节方面属国内大品牌，以及脊柱植入物方面的持续优势使得其可从跨国公司获得市场份额。

除降低财务费用外，我们预计不会出现任何重大意外整合费用或与爱琅收购事项相关的分销费用上升。因此，我们相信利润率可保持稳定在目前水平，因为公司致力使爱琅达到盈亏平衡。骨科及医药包装将成为 FY19 的主要增长动力。

图 12：分部增长预测

(人民币百万元)	2017	2018	2017-18 年同比(%)	2019E	2018-19 年同比(%)
临床护理	3,581	3,892	8.7%	4,242	9.0%
药品包装	719	956	33.0%	1,223	28.0%
骨科产品	870	1,181	35.7%	1,393	18.0%
介入产品	149	1,444	n.a.	1,632	13.0%
其他	974	1,336	37.2%	1,613	20.7%
总计	**6,293**	**8,809**	**40.0%**	**10,103**	**14.7%**

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

或对损益表上其他项目的利润率产生担忧

威高录得利息收入人民币 1.52 亿元，分别来自应收贷款（人民币 8,900 万元）及银行存款（人民币 6,200 万元），较 FY17 的人民币 5,200 万元大幅增长。我们预计经常性利息收入不会如此之高，因为利息收入大部分是其子公司威高血液净化的无息贷款（人民币 14 亿元）。我们预计其他收益将由 FY18 的人民币 3.16 亿元下降至 FY19 的人民币 2.5 亿元。

图 13：DCF 模型预测

(人民币百万元)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
息税折摊前利润	2,800	3,050	3,381	3,838	3,769	4,195	4,648	5,130	5,381	5,709
营运资本变动	(651)	(49)	(52)	192	(12)	(400)	95	196	(205)	299
其他	320	(50)	(37)	166	(37)	(44)	(43)	6	7	7
经营活动现金流	**2,469**	**2,951**	**3,292**	**4,196**	**3,720**	**3,751**	**4,700**	**5,332**	**5,183**	**6,015**
资本支出	(833)	(1,154)	(1,250)	(1,246)	(1,297)	(1,348)	(1,344)	(1,450)	(1,555)	(1,550)
已付税项	(308)	(347)	(393)	(459)	(443)	(500)	(562)	(627)	(658)	(700)
财务费用净额	(106)	(59)	(37)	(16)	(19)	(21)	(23)	(25)	(27)	(29)
分占联营公司利润	38	40	43	45	48	48	48	48	50	50
其他收益及开支	199	217	225	233	240	248	257	265	274	283
自由现金流	**1,458**	**1,648**	**1,879**	**2,752**	**2,249**	**2,178**	**3,076**	**3,542**	**3,267**	**4,069**

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计我们的预测期内将不会有任何重大收购，每年的资本支出用于改善生产设施并提高自动化水平，同时仍用于投资研发。我们调整预测后，得出 FY19 新目标价为 8.0 港元，隐含 9%的上行空间，相当于 16.7 倍 FY19 预测市盈率及 1.7 倍 FY19 预测市盈率，维持增持评级。

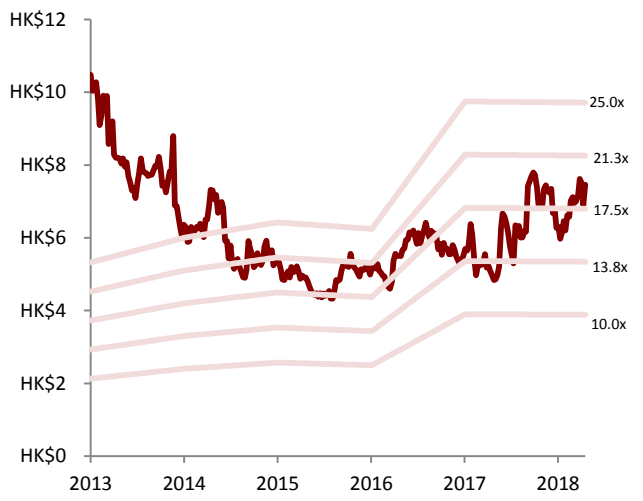
估值表、市盈率及市净率区间

图 14：估值表

公司名称	彭博代码	收市价(本币)	市值(百万本币)	市盈率(倍) 17A	18E	19E	市盈增长率(倍) 17-19E	企业价值/息税折摊前利润(倍) 17A	市净率(倍) 18E	股息收益率(%) 18E	股本回报率(%) 17A	净负债率(%) 17A
BD	BDX US	246.7	66,381	25.5	22.8	18.2	43.6	16.5	3.5	1.2	4.7	96.9
强生	JNJ US	136.0	362,084	20.8	不适用	14.9	11.7	12.2	6.1	2.6	25.5	18.1
百特	BAX US	79	365	32.0	26.0	21.3	27.7	15.0	5.2	1.0	19.2	21.0
康德莱	603987 CH	7.9	3,480	29.0	不适用	不适用	不适用	不适用	2.8	1.9	10.6	-21.0
三鑫医疗	300453 CH	14.3	342	52.9	不适用	不适用	不适用	不适用	3.7	0.7	6.9	0.0

资料来源：东方证券（香港）、彭博资讯

图 15：市盈率

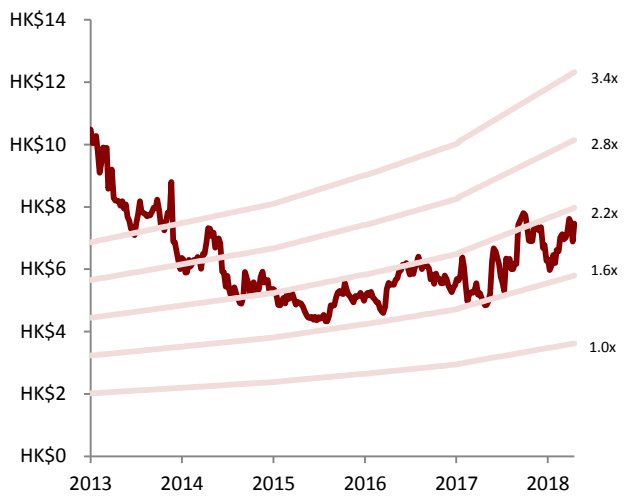


资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 16：市盈率标准差

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 17：市净率



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 18：市净率标准差

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

财务报表及预测

损益表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	**6,293**	**8,809**	**10,103**	**11,447**	**12,807**
临床护理	3,581	3,892	4,242	4,624	5,040
骨科产品	870	1,181	1,393	1,602	1,794
介入产品	149	1,444	1,632	1,828	2,029
其他	1,692	2,292	2,836	3,394	3,944
销售成本	**(2,300)**	**(3,420)**	**(3,839)**	**(4,350)**	**(4,867)**
毛利	**3,993**	**5,389**	**6,264**	**7,097**	**7,941**
分销开支	(1,922)	(2,438)	(2,980)	(3,434)	(3,810)
行政开支	(420)	(930)	(909)	(1,030)	(1,153)
研发开支	(274)	(311)	(505)	(572)	(640)
其他收入	173	316	250	270	280
经营利润	**1,550**	**2,026**	**2,119**	**2,331**	**2,617**
融资成本	(24)	(284)	(106)	(59)	(37)
应占联营公司利润	-	33	38	40	43
其他开支及亏损	1	-	-	-	-
除税前利润	**1,528**	**1,775**	**2,050**	**2,312**	**2,623**
所得税开支	(224)	(258)	(308)	(347)	(393)
净利润	**1,303**	**1,517**	**1,743**	**1,965**	**2,229**
少数股东权益	47	44	51	53	55
归属于股东的利润	**1,256**	**1,473**	**1,692**	**1,912**	**2,174**
息税折摊前利润	**1,915**	**2,696**	**2,800**	**3,050**	**3,381**
息税前利润	**1,550**	**2,026**	**2,119**	**2,331**	**2,617**
每股盈利(人民币)	**0.28**	**0.33**	**0.38**	**0.43**	**0.48**
每股股息(人民币)	**0.09**	**0.10**	**0.12**	**0.13**	**0.15**

现金流量表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营利润	**1,550**	**2,026**	**2,119**	**2,331**	**2,617**
折旧及摊销	365	670	681	719	764
营运资本变动	(285)	233	(651)	(49)	(52)
其他	(363)	(138)	320	(50)	(37)
经营活动现金流	**1,267**	**2,791**	**2,469**	**2,951**	**3,292**
资本支出	1,107	(6,730)	(833)	(1,154)	(1,250)
收购/出售	391	-	-	-	-
投资	(1,435)	(432)	-	-	-
其他	(1,884)	(457)	63	(15)	(9)
投资活动现金流	**(1,822)**	**(7,618)**	**(770)**	**(1,169)**	**(1,259)**
借款	(186)	4,322	(3,276)	(869)	(394)
已付股息	(398)	(453)	(520)	(588)	(668)
其他	846	527	-	-	(0)
融资活动现金流	**261**	**4,395**	**(3,796)**	**(1,457)**	**(1,063)**
自由现金流	**2,253**	**(4,176)**	**1,458**	**1,648**	**1,879**
净现金流	(294)	(432)	(2,098)	325	970

半年度明细

年结于 12 月(人民币百万元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18
收入	**3,535**	**2,978**	**3,315**	**4,150**	**4,658**
毛利	2,201	1,860	2,133	2,501	2,888
经营利润	889	737	813	869	1,158
除税前利润	858	771	757	772	1,003
税项	(87)	(103)	(121)	(111)	(147)
净利润	**720**	**650**	**606**	**650**	**823**
毛利率(%)	62.3	62.4	64.4	60.3	62.0
经营利润率(%)	25.2	24.8	24.5	20.9	24.9
实际税率(%)	10.1	13.4	16.0	14.4	14.7
净利润率(%)	20.4	21.8	18.3	15.7	17.7
每股盈利(人民币)	**0.16**	**0.15**	**0.14**	**0.14**	**0.18**
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.06	0.07

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

资产负债表(合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	**9.056**	**10.718**	**9.352**	**9.619**	**10.511**
存货	805	1,137	1,300	1,400	1,500
应收贸易账款	3,687	4,104	4,500	4,750	5,000
其他应收款项	186	196	205	215	230
现金及等价物	4,283	4,709	3,125	3,032	3,559
其他流动资产	96	572	222	222	222
非流动资产	**7,524**	**9,930**	**9,073**	**9,523**	**10,018**
物业、厂房及设备	3,912	4,468	4,839	5,476	6,152
无形资产	447	2,797	2,556	2,339	2,144
土地使用权	1,474	941	-	-	-
其他应收款项	187	131	127	122	118
于联营及合营公司的权益	938	971	971	971	971
其他非流动资产	566	622	580	615	634
总资产	**16,580**	**20,648**	**18,425**	**19,141**	**20,529**
流动负债	**2.300**	**3.327**	**3.365**	**3.657**	**4.001**
应付贸易账款、票据及其他	2,094	3,076	3,107	3,418	3,731
借款	98	131	250	230	260
应付关联方款项	103	120	-	-	-
其他流动负债	4	-	8	9	10
非流动负债	**839**	**5,130**	**1,737**	**887**	**474**
递延税项负债	-	-	-	-	-
借款	804	5,093	1,698	849	424
其他非流动负债	35	37	39	38	50
总负债	**3,139**	**8,456**	**5,102**	**4,544**	**4,475**
股本	452	452	452	452	452
股份溢价	-	-	-	-	-
储备	12,886	14,062	15,234	16,558	18,064
少数股东权益	306	676	676	676	676
总权益	**13,644**	**15,191**	**16,363**	**17,687**	**19,192**
总负债及权益	**16,783**	**23,647**	**21,464**	**22,231**	**23,668**

主要比率

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率(%)					
收入	(7)	40	15	13	12
毛利	(3)	35	16	13	12
息税折摊前利润	11	41	4	9	11
息税前利润	13	31	5	10	12
净利润	14	17	15	13	14
每股盈利	14	17	15	13	14
利润率(%)					
毛利	63	61	62	62	62
息税折摊前利润	30	31	28	27	26
息税前利润	25	23	21	20	20
净利润	21	17	17	17	17
其他(%)					
实际税率	15	15	15	15	15
派息率	32	31	31	31	31
平均净资产收益率	9	9	10	11	11
平均总资产收益率	7	7	7	8	9

主要假设

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
临床护理增长(%)	11.0	8.7	9.0	9.0	9.0
骨科产品增长(%)	8.3	35.6	18.0	15.0	12.0
介入产品增长(%)	-	-	13.0	12.0	11.0

分析员核证

分析员，罗信基，主要负责拟备本报告并谨此声明－

(1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
(2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
(3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属予投资银行部；
(4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
(5) 分析员及其有联系者没有曾在發表本報告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
(6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
(7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。
增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。
持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。
卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。