

【广发医药&海外】微创医疗 (00853.HK)

介入业务增长强劲，业绩符合预期

核心观点:

- **收入增长 22%，归母净利润增长 93.5%，业绩符合预期。**公司披露 2019 年财报: 收入 7.93 亿美元, 同比增长 18.5%(剔除汇率影响增长 22%); 毛利 5.64 亿美元, 同比增长 20.1%; 净利润 0.29 亿美元, 同比增长 57.8%; 归母净利润 0.46 亿美元, 同比增长 93.5%, 业绩符合预期。
- **介入业务和中国区业务增长强劲，骨科美国逐步企稳。心血管介入收入 2.65 亿美元(+35.5%)。**其中, 国内冠脉支架增长 32.8%, Firehawk™ (+51.6%), Firebird2™ (+22.9%); 海外收入 1660 万美元(+72.4%), Firebird2™ (+186.9%), Firehawk™ (+54.6%)。大动脉及外周血管介入收入 4850 万美元(+44.5%), 全线产品增长强劲。神经介入产品收入 2763 万美元(+55.6%)。VitaFlow™ 瓣膜系统 2019 年下半年推出, 取得收入 312 万美元, 预计 2020 年将维持强劲增长。**骨科业务收入 2.32 亿美元(-0.2%)。**其中, 国际收入 2.06 亿美元(-4.7%), 下降主要由于全球价格下行及 2018 年失去美国主要经销商的延续影响。2019 年下半年, 美国骨科业务逐步企稳, 收入基本持平且环比上升 5.4%。中国骨科业务收入 2650 万美元(+57.1%)。2019 年为公司骨科国产化的元年, 随着产品线获证的齐全, 有望受益国内进口替代和渗透率的提升。**心律管理收入 2.09 亿美元, 其中国际 2.01 亿美元, 中国 800 万美元, 创领心律的国产起搏器 2019 年高速增长。**
- **盈利预测与投资建议:**考虑 COVID-19 于全球的不确定性影响, 2020 年公司整体收入增长预测从 13-15% 调整为个位数, 国内业务仍将取得较高增长。结合 SOTP 和 DCF 估值方法得到公司合理价值为 20.36 港元/股。微创引领中国多个高端器械领域的进口替代, 坚持研发投入, 产品不断升级换代, 未来以创新推动持续成长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售不达预期; 研发进度低于预期; 行业政策风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	444	669	793	819	943
增长率(%)	13.9%	50.7%	18.5%	3.2%	15.1%
EBITDA(百万美元)	42	66	86	54	84
归母净利润(百万美元)	18.8	23.9	46.3	-0.4	22.9
增长率(%)	33.1%	27.0%	93.5%	-	-
EPS(美元/股)	0.013	0.016	0.029	-0.000	0.013
市盈率(P/E)	148.96	128.94	67.47	-	145.22
市净率(P/B)	6.98	6.96	6.02	6.40	6.13
EV/EBITDA	65.76	49.80	38.42	66.31	42.78

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

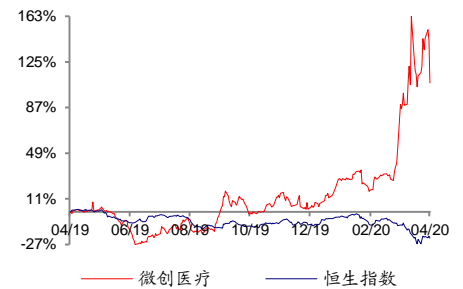
*本表货币为美元

公司评级

买入

当前价格	15.00 港元
合理价值	20.36 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-04-02

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

马步云



SAC 执证号: S0260519080009

SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

相关研究:

【广发医药&海外】微创医疗 2020-03-11
(00853.HK):高值器械龙头, 创新引领未来

目录索引

一、国内业务增长强劲，业绩符合预期.....	4
（一）心血管介入：入院加快、增长提速，海外市场开拓顺利.....	5
（二）骨科：美国 2019 年下半年恢复良好，中国增长强劲.....	6
（三）心律管理：中国市场渗透率和进口替代空间大.....	8
（四）大动脉及外周：全产品线增长强劲.....	8
（五）其他领域：新产品带动高增长.....	8
二、财务分析：结构优化带来毛利率提升.....	9
三、盈利预测：受全球 COVID-19 影响调整 2020 年增长预期.....	9
四、估值与投资建议：长期成长可期，维持买入评级.....	11
（一）SOTP（SUM OF THE PART）分类加总法估值.....	11
（二）DCF 估值.....	12
五、风险提示.....	14

图表索引

图 1: 微创医疗收入增长 (百万美元)	4
图 2: 微创医疗归母净利润情况 (百万美元)	4
图 3: 微创医疗收入结构变化	4
图 4: 微创医疗收入结构 (2019 年)	4
图 5: 微创心血管介入销售额 (百万美元)	5
图 6: 乐普支架系统销售额 (亿元人民币)	5
图 7: 心血管介入分部利润和利润率情况 (百万美元)	6
图 8: 微创骨科业务收入及利润情况 (百万美元)	6
图 9: 微创骨科中国收入增长强劲 (百万美元)	6
图 10: 微创骨科收入结构 (分地区)	7
图 11: 爱康医疗收入和归母净利润 (百万元人民币)	7
图 12: 春立医疗收入和归母净利润 (百万元人民币)	7
图 13: 微创大动脉及术中支架收入 (百万元人民币)	8
图 14: 先健科技覆膜支架收入增长 (百万元人民币)	8
图 15: 微创医疗利润率情况	9
图 16: 微创医疗费用率情况	9
表 1: 微创医疗收入拆分和盈利预测 (百万美元)	10
表 2: 微创医疗估值模型核心假设 (百万美元)	10
表 3: 微创医疗分部估值情况	12
表 4: 微创医疗现金流假设 (百万美元)	12
表 5: 微创医疗 WACC 核心假设	13
表 6: 微创医疗的 DCF 估值	13
表 7: 微创医疗 DCF 估值敏感性分析	13

一、国内业务增长强劲，业绩符合预期

公司2019年实现收入7.93亿美元，同比增长18.5%（剔除汇率影响增长22%）；毛利5.64亿美元，同比增长20.1%，年内利润2901万美元，同比增长57.8%，归母净利润4628万美元，同比增长93.5%；每股盈利2.92美分，同比增长79.1%。

各项业务中，心血管介入、大动脉及外周血管介入和神经介入增长快速，分别取得35.5%、44.5%及55.6%的增长（剔除汇率影响之后）。心律管理业务自2018年4月并表，2019年增长36.9%（剔除汇率影响之后）。归母净利润的大幅增长主要来自心血管介入、大动脉及外周血管介入、心脏瓣膜与骨科器械业务于中国市场收入显著增长，预计处置上海微创电生理部分股权取得投资收益55.8百万美元（税后）。

图1：微创医疗收入增长（百万美元）

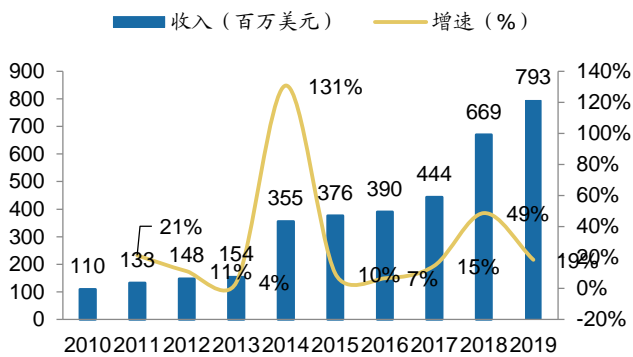
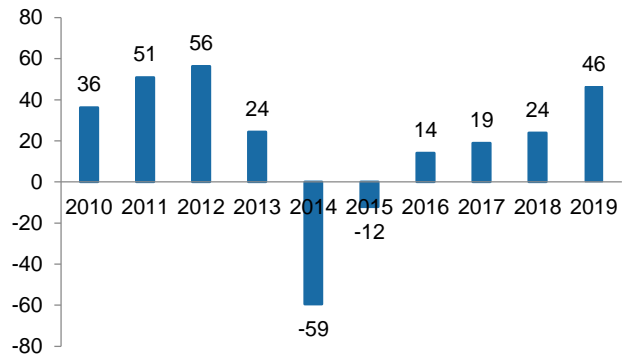


图2：微创医疗归母净利润情况（百万美元）

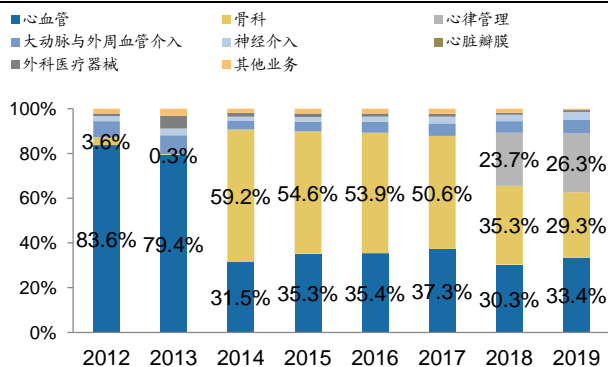


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

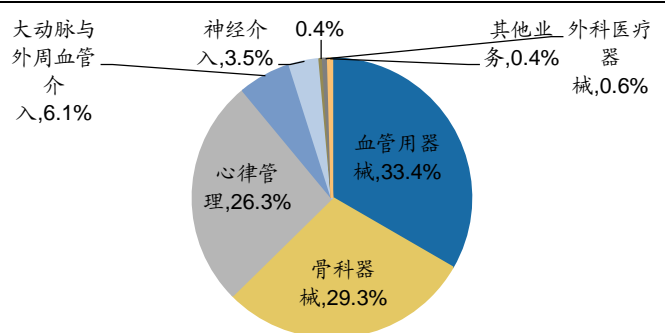
从各领域收入和增长来看，由于2019年心律管理业务全年并表，心律管理收入占比提升至26.3%。由于心血管业务收入增速较快，占比提升至33.4%。

图3：微创医疗收入结构变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图4：微创医疗收入结构（2019年）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(一) 心血管介入：入院加快、增长提速，海外市场开拓顺利

2019年公司心血管介入业务实现销售额2.65亿美元，同比增长35.5%（剔除汇率影响）。国内市场药物洗脱支架收入同比增长32.8%（剔除汇率影响），其中Firehawk™收入同比增长51.6%（剔除汇率影响），Firebird2™收入同比增长22.9%（剔除汇率影响）。目前国内冠脉行业增长约15%，微创冠脉业务取得高于行业的增长，增长来自市场认可的提高及集采中标推动销量增长。

2019年，支架覆盖医院数量突破2000家，Firehawk™覆盖医院同比增长41%，Firebird2™覆盖医院同比增长18%。另外公司2019年新开发256家县域医院。Firehawk™覆盖医院数量增长快速，江苏支架集采的中标使得Firehawk™在江苏入院加快。

海外增长强劲，推动整体增长提速。公司冠脉支架已实现25个国家或地区的销售，2019年，海外收入约1660万美元，同比增长72.4%（剔除汇率影响）。其中，Firebird2™于海外收入同比增长186.9%（剔除汇率影响），Firehawk™于海外收入增长54.6%（剔除汇率影响）。Firehawk™已进入法国和比利时医保，并在多个主要欧洲国家实现销售，未来进入更多欧洲国家医保及日本市场的准入将提升公司冠脉于海外的销售规模。

中国集采带来的入院进程加快和海外市场的开拓为公司冠脉业务增长带来新的契机。在中国，微创和乐普的冠脉支架占据市场植入量的前两位，2018年和2019年微创心血管业务增速均高于乐普支架系统的增速。

图5: 微创心血管介入销售额（百万美元）

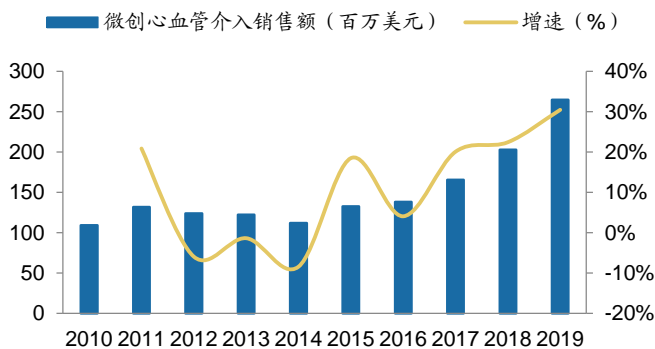
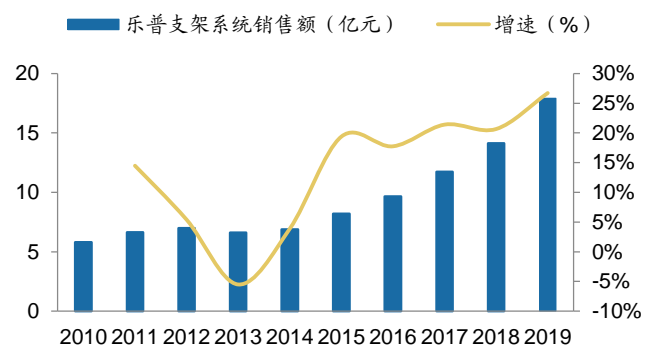


图6: 乐普支架系统销售额（亿元人民币）

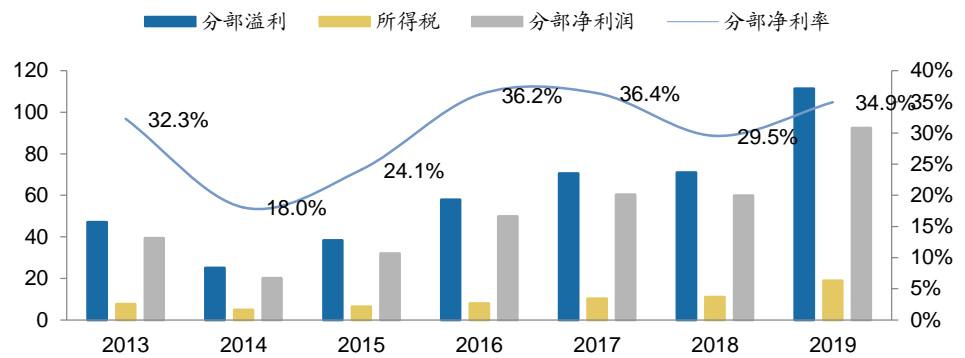


数据来源：微创医疗财报、广发证券发展研究中心

数据来源：乐普医疗财报、广发证券发展研究中心

盈利能力较2018年提高。公司财报披露心血管介入业务分部利润1.11亿美元，分部所得税0.19亿美元，我们推测该业务分部净利润约在9200万美元，净利率约35%。

图7: 心血管介入分部利润和利润率情况 (百万美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

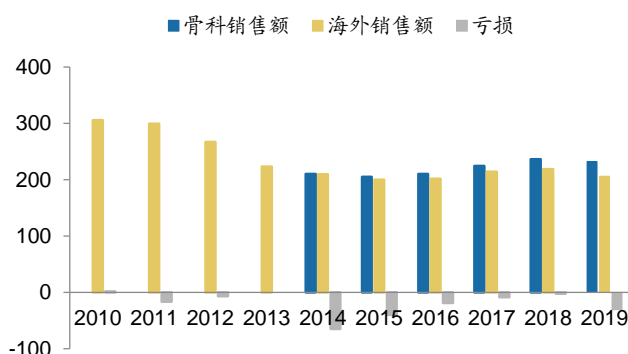
受全球COVID-19影响,公司暂时下调2020年心血管业务增速指引至5-10%。但我们认为公司心血管介入业务长期发展契机不变,2021年增长有望再提速。

(二) 骨科: 美国 2019 年下半年恢复良好, 中国增长强劲

2019年公司骨科业务实现收入2.32亿美元,同比微降0.2%(剔除汇率影响)。其中国际(非中国)骨科业务收入2.06亿美元,同比下降4.7%(剔除汇率影响),下降主要由于全球价格下行及2018年失去美国主要经销商的延续影响。美国地区去年同比下降7.1%。2019年下半年,随着与新经销商的合作,美国骨科业务逐步企稳,收入基本持平且环比上升5.4%。

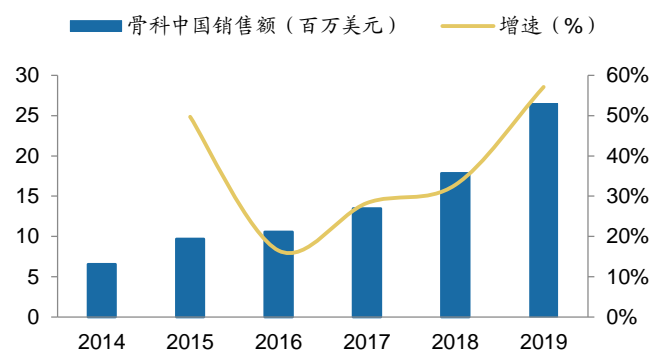
骨科国产化进入收获期。2019年,公司中国骨科业务收入约2650万美元,同比增长57.1%(剔除汇率影响),进口关节业务收入增长37.8%。公司骨科国产化于2019年取得重要成绩,为骨科国产化元年,两款国产安生™内稳定型全膝关节置换系统及优胜™内稳定型全膝关节置换系统陆续上市,髌关节产品也于2020年初获证。

图8: 微创骨科业务收入及利润情况 (百万美元)



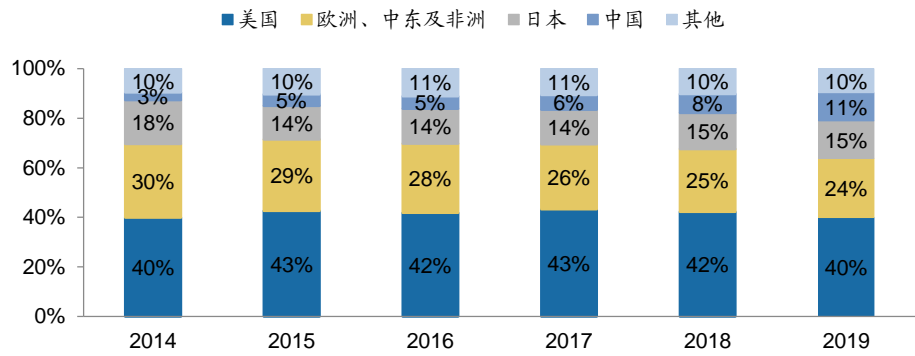
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图9: 微创骨科中国收入增长强劲 (百万美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

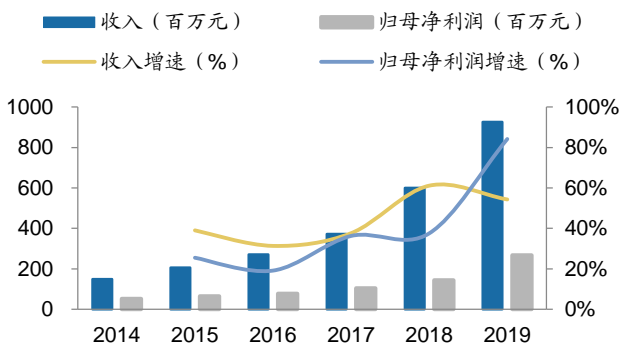
图10: 微创骨科收入结构 (分地区)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

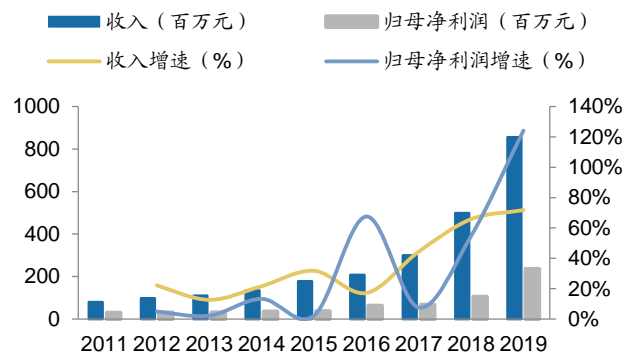
患者观念改变及需求增加、手术普及率提高、支付能力提升, 中国骨关节植入手术量有望长期维持稳健增长。同时骨关节植入物领域有日益显著且可持续的进口替代趋势。国产关节植入物龙头爱康医疗和春立医疗都处于收入和利润的高速增长期。

图11: 爱康医疗收入和归母净利润 (百万元人民币)



数据来源: 爱康医疗财报、广发证券发展研究中心

图12: 春立医疗收入和归母净利润 (百万元人民币)



数据来源: 春立医疗财报、广发证券发展研究中心

微创骨科产品拥有其独特优势: (1) 先进的设计理念; (2) 进口和国产两条产品线, 可为医生及患者提供更多选择。随着微创国产骨关节取证齐全, 我们预计微创中国骨科的市场份额有望快速提升, 随着销售规模的快速增长, 利润也将逐渐释放。中国骨关节植入物市场规模和国产份额提升空间都很大, 未来3-5年国产骨关节公司爱康医疗、春立医疗和微创医疗的增长都值得期待。

（三）心律管理：中国市场渗透率和进口替代空间大

2019年公司心律管理业务实现收入2.09亿美元，其中国际（非中国业务）收入2.01亿美元，中国市场收入约800万美元。创领心律的国产起搏器于2018年3月完成首例植入，2019年实现高速增长。截至2019年底，起搏器产品覆盖中国411家医院。

先健科技的国产起搏器于2018年8月完成首例植入，2019年其起搏电生理业务实现收入2205万元。当前中国起搏器植入渗透率与欧美相差极大，且由于研发生产制造壁垒高，进口企业占比95%的市场份额。微创和先健的起搏器有望引领国产起搏器对于进口产品的替代，并受益国内市场渗透率的提高而维持高速增长。中国市场的发展将是推动微创心律管理业务增长的主要驱动力。

（四）大动脉及外周：全产品线增长强劲

2019年公司大动脉及外周血管介入产品收入约4850万美元，同比增长44.5%（剔除汇率影响）。微创和先健科技是大动脉及外周领域主要的国产公司，从2019年的销售数据上来看，由于术中支架等新产品的上市，微创增速远高于先健。

中国大动脉及外周市场同样为外资主导，仍具备进口替代和渗透率提升空间，随着微创产品线的不断齐全，其竞争力将不断加强，对进口产品的替代也将加快。

图13：微创大动脉及术中支架收入（百万元人民币）

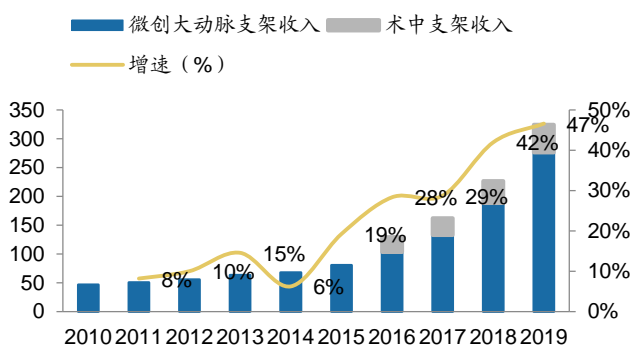
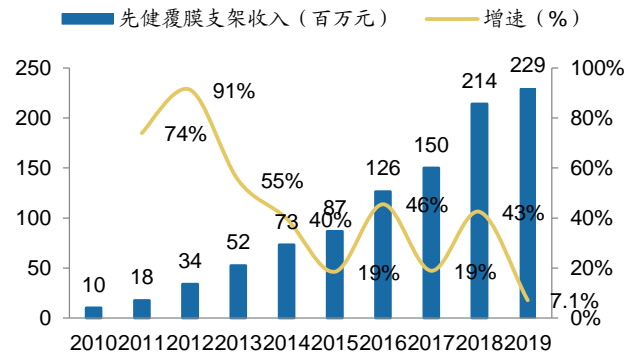


图14：先健科技覆膜支架收入增长（百万元人民币）



数据来源：心脉医疗财报、广发证券发展研究中心

数据来源：先健科技财报、广发证券发展研究中心

（五）其他领域：新产品带动高增长

神经介入产品：2019年收入约2763万美元，同比增长55.6%（剔除汇率影响）。增长主要由于：（1）国内首个获准上市的血流导向装置Tubridge™上市，市场认可度高；（2）APOLLO™取得31.7%的高增长。

心脏瓣膜：VitaFlow™瓣膜系统于2019年下半年推出，取得收入约312万美元，预计2020年将维持强劲增长。其二代产品已经进入创新器械审评绿色通道，报产在即，二代产品的上市将进一步推动公司心脏瓣膜业务的发展。

二、财务分析：结构优化带来毛利率提升

毛利率同比略微下降。2019年公司实现毛利5.64亿美元，同比增长20.1%，毛利率提升0.9pct至71.1%。毛利率的提升主要由于销售结构优化：高毛利率的介入产品增速较高，占比提升。

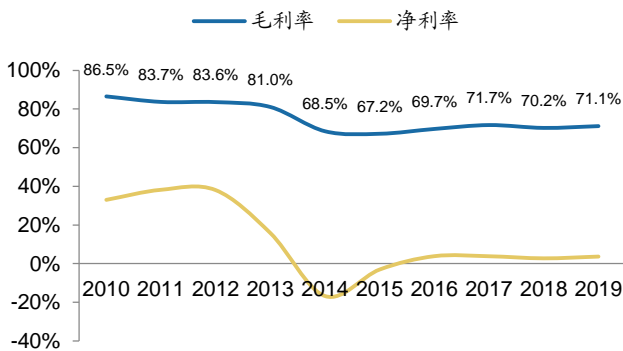
期间费用率进一步上升。公司2019年期间费用率71.7%（包含研发费用），较2018年提升6.1pct。费用率提升主要由于研发和销售费用大幅增加。

研发费用率提高至19.1%，同比提高3.4pct。2019年公司研发费用1.51亿美元，同比增长44.5%，增加的原因：（1）心律管理业务并表；（2）公司持续对产品项目投资增加，包括二代TAVR、MRI兼容导线、手术机器人等。

销售费用率提高至34.7%，同比提高2.2pct。2019年公司销售费用2.75亿美元，同比增长26.4%，增加的原因：（1）心律管理业务并表；（2）公司部分新产品处于市场导入期，需要投入较多用于开拓市场，包括心脏起搏器、TAVR等新产品。

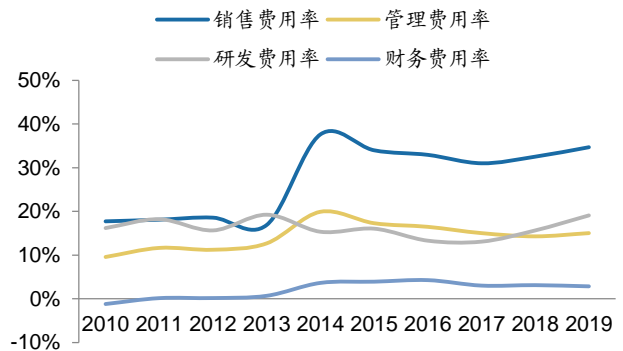
预计2020年公司各项费用与2019年类似，随着产品销售规模的提升，未来费用率具备较大的下降空间。

图15：微创医疗利润率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图16：微创医疗费用率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、盈利预测：受全球 COVID-19 影响调整 2020 年增长预期

COVID-19于全球发展趋势尚具备较大不确定性，为充分反映其风险，暂时下调2020年销售收入增长预期。预计公司2020年整体收入增速将从13-15%下降为个位数增长。但必须看到公司各项业务正进入收获期，有望在不同细分领域引领进口替代，享受中国市场渗透率的提升，推动公司长期成长。

表1: 微创医疗收入拆分和盈利预测 (百万美元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业收入 (百万美元)	444	669	793.5	819	943	1091	2020 年各项业务增速下调均为受 COVID-19 影响
增速 (%)	13.9%	50.7%	18.5%	3.2%	15.1%	15.7%	整体收入从原预测 13% 调整为个位数
剔除汇率影响增速 (%)	14.7%	48.6%	22.0%				
心血管介入产品业务	165.6	202.8	264.6	288.4	349.0	418.8	增长由原来的 20% 以上调整为 5-10%
增速 (%)	20.1%	22.4%	30.5%	9.0%	21.0%	20.0%	
剔除汇率影响增速 (%)	21.5%	22.0%	35.5%				
心通							
VitaFlow® 经导管主动脉瓣膜及输送系统			3.1	10	15	25	2019 年 7 月获批, 基数小, 2020 年高增长
骨科器械业务	224.6	236.3	232.4	220.9	236.1	256.2	
增速 (%)	6.9%	5.2%	-1.6%	-5.0%	6.9%	8.5%	
剔除汇率影响增速 (%)	7.3%	3.8%	-0.2%				
国际 (非中国) 骨科业务		218.5	206.0	187.5	189.3	193.1	由 6-8% 增长调整为约 10% 下滑
剔除汇率影响增速 (%)	6.2%	2.0%	-4.7%	-9.0%	1.0%	2.0%	
中国骨科业务	13.5	17.8	26.5	33.4	46.7	63.1	由 40-50% 增长调整为 25% 左右
剔除汇率影响增速 (%)	28.3%	32.8%	57.1%	26.0%	40.0%	35.0%	
心律管理医疗器械	2.3	158.4	209.0	192.1	198.6	206.6	
增速 (%)			32.0%	-8.1%	3.4%	4.0%	
剔除汇率影响增速 (%)			36.9%				
心率管理国际 (非中国)		152.7	201	183	187	190	
增速 (%)				-9%	2%	2%	预计下滑 10% 左右
创领心律管理医疗器械		5.7	8.0	9.1	12.0	16.3	
剔除汇率影响增速 (%)		145%	40%	14%	32%	35%	由超过 25% 增长调整为 10-15% 增长
大动脉与外周血管介入产品	24.8	35.0	48.5	62.1	83.9	109.0	
增速 (%)	31.2%	41.1%	38.7%	28%	35%	30%	由 40-50% 增长调整为 20-30% 增长
剔除汇率影响增速 (%)	33.1%	39.6%	44.5%				
神经介入产品	13.5	18.4	27.6	35.4	46.7	61.6	
增速 (%)	53.0%	36.4%	49.9%	28%	32%	32%	
剔除汇率影响增速 (%)	54.7%	36.5%	55.6%				
外科医疗器械	5.5	5.9	4.7	4.9	5.2	5.4	
增速 (%)	-0.7%	7.8%	-20.8%	5%	5%	5%	
剔除汇率影响增速 (%)	0.6%	6.2%	-17.2%				

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表2: 微创医疗估值模型核心假设 (百万美元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业收入	444.2	669.5	793.5	819	943	1091	
营业成本	-125.8	-199.5	-229.1	-241.6	-271.4	-312.0	
毛利	318.4	470.0	564.4	577.3	671.1	778.8	
毛利率 (%)	71.7%	70.2%	71.1%	71%	71%	71%	业务趋于稳定, 结构趋于优化, 毛利率有提升趋势

其他收入-经营	9.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他经营净收益	-12.4	13.8	18.7	16.0	18.0	20.0	政府补助增加
研发费用	-58.2	-104.8	-151.5	-155.6	-169.7	-185.4	继续投入在 CRM 业务核磁共振兼容导线的研发
研发费用率 (%)	13.1%	15.7%	19.1%	19.0%	18.0%	17.0%	
销售费用	-137.8	-217.8	-275.3	-278.4	-311.0	-349.0	
销售费用率 (%)	31.0%	32.5%	34.7%	34.0%	33.0%	32.0%	不断有新产品上市, 维持较高的销售费用率
管理费用	-66.8	-95.7	-119.3	-122.8	-141.4	-158.2	
管理费用率 (%)	15.0%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%	14.5%	
其他经营成本	-5.3	-13.4	-8.5	-10.0	-10.0	-10.0	
营业利润	47.9	52.1	28.5	26.5	57.0	96.2	
财务费用	-13.5	-21.0	-22.7	-18.4	-18.2	-18.8	
其他非经常性损益	-4.0	1.9	57.4	1.0	1.0	1.0	2019 年有电生理股份转让产生的一次性收益
除税前溢利	30.4	32.9	63.2	9.1	39.8	78.4	
所得税	-13.4	-14.5	-34.2	-26.0	-32.3	-39.9	
净利润	17.0	18.4	29.0	-17.0	7.5	38.4	
归母净利润	18.8	23.9	46.3	-0.4	22.9	42.9	2019 年的利润主要来自股权处置, 由于 2019 年下半年 TAVR 产品刚上市, 处于推广期, 且公司还要
增速 (%)	33.1%	27.0%	93.5%			87.5%	持续投入研发在二代 TAVR、手术机器人、心律管
少数股东权益	-1.9	-5.5	-17.3	-16.6	-15.3	-4.4	理等领域, 预计 2020 年利润端基本盈亏平衡
EPS (基本)	0.013	0.016	0.029	-0.000	0.013	0.025	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

综上, 预计公司2020-2021年收入819/943百万美元, 同比增长3.2%/15.1%; 归母净利润-0.4/22.9百万美元。目前公司于中国的多项业务均具备较大的渗透率和进口替代空间, 随着疫情的平息, 业绩具备上修空间。

四、估值与投资建议: 长期成长可期, 维持买入评级

(一) SOTP (Sum Of The Part) 分类加总法估值

(1) 心血管介入分部: 预计2021年收入3.49亿美元, 净利润1.23亿美元, 给予25x PE, 估值为30.7亿美元;

(2) 大动脉和外周介入分部: 预计2021年收入0.84亿美元, 净利润0.29亿美元, 给予30x PE, 估值为8.8亿美元;

(3) 神经介入分部: 预计2021年收入0.47亿美元, 净利润0.075亿美元, 给予30x PE, 估值为2.3亿美元;

(4) 国内起搏器分部: 预计2021年收入0.12亿美元, 该业务尚未实现稳定盈利, 假设稳态净利率为30%, 净利润为0.036亿美元, 给予35x PE, 估值1.3亿美元;

(5) 国内骨科分部: 预计2021年收入0.47亿美元, 该业务尚未实现稳定盈利, 假设稳态净利率为30%, 净利润为0.14亿美元, 给予35x PE, 估值4.9亿美元;

(6) 心脏瓣膜分部: 与微创心通业务类似的启明医疗-B在IPO发行价估值130亿港元, 给予80%折价, 心通估值12亿美元。考虑微创持股57.35%, 且可能潜在摊薄权益约10%, 心通反映在当下市值中约7亿美元。

微创目前手术机器人等业务仍处于投入期, 暂未实现盈利, 我们暂时不考虑此等业务的估值, 建议关注未来研发进展。

表3: 微创医疗分部估值情况

	心血管介入	大动脉和外周	神经介入	创领	骨科	心脏瓣膜
2021 年收入 (百万美元)	349.0	83.9	46.7	12.0	46.7	启明医疗-B IPO 发行价估值 130 亿港元, 给予 80% 折价, 潜在摊薄 10% 权益, 心通估值 7 亿美元
净利率	35%	35%	16%	30%	30%	
净利润 (百万美元)	122.8	29.2	7.5	3.6	14.0	
给予估值倍数	25	30	30	35	35	
整体估值 (亿美元)	30.7	8.8	2.2	1.3	4.9	12.2
归属权益	100%	46.34%	83.00%	59.76%	100%	57.35%
归属估值 (亿美元)	30.7	4.1	1.9	0.8	4.9	
上市公司估值 (亿美元)	49.3					
汇率 (美元/港元)	7.8					
上市公司估值 (亿港元)	383.1					
上市公司债务 (亿港元)	33.60					
股票估值 (亿港元)	347					
股本 (百万)	1726					
估值 (港元/股)	20.13					

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(二) DCF 估值

采用DCF方法, 假设股权beta为0.99, WACC=9.03%, 永续增长率=3.0%。

我们将基础预测年份从2019年调整为2020年, 终值年份由2029年调整为2030年, 得到公司合理价值为20.59港元/股。

表4: 微创医疗现金流假设 (百万美元)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	27	58	97	141	211	285	371	467	584	724
所得税税率	287%	81%	51%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
息前税后利润	1	26	57	113	173	234	304	383	479	594
折旧与摊销	27	26	28	29	31	33	34	36	38	40
营运资金的净变动	-16	-34	-55	-58	-61	-64	-67	-71	-74	-78
资本性投资	-30	-20	-20	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	-16	-2	10	91	143	202	271	348	442	555

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表5: 微创医疗WACC核心假设

核心假设	
WACC	9.03%
股权成本 (根据 CAPM 模型计算 $K_e=R_f+\beta(R_m-E_f)$)	10.94%
债权成本 (参照公司融资成本)	5.6%
股权 Beta (近三年公司收益率相对恒生指数收益率回归计算)	0.99
无风险利率 (参照中国十年期国债到期收益率)	2.6%
市场风险溢价 (参考恒生指数近十年年均收益率)	8.0%
目标资产负债率	25%
企业所得税税率 (参考公司国内及海外税率)	20%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表6: 微创医疗的DCF估值

假设项目	
WACC	9.03%
永续增长率	3.0%
终值 (百万美元, 2030 年)	3774
企业价值 (百万美元)	5165
股票价值 (百万美元)	4572
发行股数 (百万股)	1726
归属股东的每股净现值 (美元)	2.65
归属股东的每股净现值 (港元)	20.59
汇率 (美元/港元)	7.77

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表7: 微创医疗DCF估值敏感性分析

WACC	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
永续 g	美元/股							港元/股						
2.4%	3.49	3.07	2.72	2.43	2.18	1.97	1.78	27.12	23.85	21.14	18.87	16.94	15.28	13.84
2.6%	3.62	3.17	2.80	2.50	2.24	2.01	1.82	28.15	24.67	21.80	19.41	17.38	15.65	14.16
2.8%	3.77	3.29	2.90	2.57	2.30	2.06	1.86	29.26	25.54	22.50	19.98	17.85	16.04	14.49
3.0%	3.92	3.41	2.99	2.65	2.36	2.12	1.91	30.48	26.49	23.26	20.59	18.35	16.46	14.83
3.2%	4.09	3.54	3.10	2.73	2.43	2.17	1.96	31.80	27.52	24.07	21.24	18.89	16.90	15.20
3.4%	4.28	3.68	3.21	2.82	2.50	2.23	2.01	33.26	28.63	24.94	21.94	19.45	17.36	15.59
3.6%	4.48	3.84	3.33	2.92	2.58	2.30	2.06	34.86	29.85	25.89	22.69	20.06	17.86	16.00

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

汇率: 1 美元=7.7722 港元

综上, 结合SOTP估值 (20.13港元/股, 50%权重) 和DCF估值 (20.59港元/股, 50%权重), 得到公司合理价值为20.36港元/股, 维持“买入”评级。

五、风险提示

(1) 产品销售不达预期: 公司于中国的销售面临跨国企业和其他国产企业的竞争, 如果其他企业有类似产品上市, 可能对公司的产品销售造成影响。

(2) 研发进展不达预期: 创新医疗器械的研发进度受到审评政策、临床方案设计等多方面因素影响, 企业研发进度低于预期可能延迟产品上市时间, 影响公司当期业绩增长。

(3) 行业政策风险: 中国医疗保健行业受政策管控和引导, 目前多地省市在探索高值耗材的集中采购方案, 公司产品可能会面临丢标、大幅降价等风险。

(4) 海外业务增长低于预期: 海外医疗器械市场相较中国市场更为成熟, 增速温和, 公司于海外的业务可能受到海外经销商发展、海外市场监管变化、货币汇率变化等多因素影响。

(5) 新冠疫情影响尚具备较大的不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万美元						单位: 百万美元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	430	555	741	592	635	经营活动现金流	97	84	26	2	17
货币资金	160	130	280	160	150	净利润	17	18	38	-17	8
应收及预付	0	0	0	0	0	折旧摊销	35	56	0	27	26
存货	106	176	192	185	201	营运资金变动	16	-11	16	-37	-34
其他流动资产	163	249	269	247	284	其它	29	21	-27	29	17
非流动资产	474	720	857	895	888	投资活动现金流	-86	-315	-49	-77	-19
长期股权投资	14	17	54	99	99	资本支出	-83	-277	-49	-27	-19
固定资产	288	336	429	436	432	投资变动	-9	-40	0	-48	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	6	2	0	-2	0
无形资产	84	117	126	122	120	筹资活动现金流	20	205	207	-12	-8
其他长期资产	88	249	248	238	238	银行借款	-51	132	-3	6	10
资产总计	904	1,274	1,598	1,487	1,523	股权融资	28	95	-15	0	0
流动负债	199	440	432	359	378	其他	44	-23	225	-18	-18
短期借款	69	188	115	86	86	现金净增加额	31	-26	150	-88	-10
应付及预收	125	237	284	232	245	期初现金余额	124	160	130	280	160
其他流动负债	5	16	33	42	46	期末现金余额	160	130	280	160	150
非流动负债	265	305	512	491	501						
长期借款	28	138	288	298	308						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	237	167	224	193	193						
负债合计	464	746	944	850	879						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	0	0	0	0	0						
留存收益	402	443	519	519	542						
归属母公司股东权益	402	443	519	519	542						
少数股东权益	38	86	135	118	103						
负债和股东权益	904	1,274	1,598	1,487	1,523						

利润表					
单位: 百万美元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	444	669	793	819	943
营业成本	-126	-199	-229	-242	-271
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-138	-218	-275	-278	-311
管理费用	-67	-96	-119	-123	-141
研发费用	-58	-105	-151	-156	-170
财务费用	-13	-21	-23	-18	-18
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	14	19	0	0
营业利润	24	29	0	-8	21
营业外收支	7	4	63	17	19
利润总额	30	33	63	9	40
所得税	-13	-15	-34	-26	-32
净利润	17	18	29	-17	8
少数股东损益	-2	-6	-17	-17	-15
归属母公司净利润	19	24	46	0	23
EBITDA	42	66	86	54	84
EPS (元)	0.013	0.016	0.029	(0.000)	0.013

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	13.92%	50.72%	18.52%	3.19%	15.11%
营业利润增长	71.51%	60.62%	91.95%	-	-
归母净利润增长	33.11%	27.04%	93.54%	-	-
获利能力					
毛利率	70.21%	71.13%	71.68%	70.21%	71.13%
净利率	3.82%	2.75%	4.73%	-2.07%	0.80%
ROE	4.69%	5.40%	10.56%	-0.07%	4.22%
ROIC	6.59%	4.23%	6.09%	-5.77%	1.20%
偿债能力					
资产负债率	51.37%	58.50%	59.07%	57.17%	57.69%
净负债比率	-39.90%	-29.37%	-53.96%	-30.92%	-27.69%
流动比率	2.16	1.26	1.72	1.65	1.68
速动比率	1.63	0.86	1.27	1.13	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.61	0.55	0.53	0.63
应收账款周转率	3.01	3.24	3.06	3.27	3.50
存货周转率	1.20	1.39	1.23	1.29	1.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.013	0.016	0.029	(0.000)	0.013
每股经营现金流	0.07	0.05	0.02	0.00	0.01
每股净资产	0.28	0.28	0.32	0.30	0.31
估值比率					
P/E	148.96	128.94	67.47	-	145.22
P/B	6.98	6.96	6.02	6.40	6.13
EV/EBITDA	65.76	49.80	38.42	66.31	42.78

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。

孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。