

# 【广发医药&海外】威高股份 (01066.HK)

## 经营向好，盈利能力提升

**核心观点:** \*如非特殊说明，本报告货币单位为人民币

### ● 领先的医疗器械整体解决方案供应商，各项业务增长符合预期

威高成立于 1988 年，从一次性耗材龙头逐步拓展业务领域，发展成为中国领先的医疗器械整体解决方案供应商。目前公司业务涵盖通用医疗器械（临床护理、创伤管理、医学检验、麻醉及手术）、骨科、药品包装、介入和血液管理等领域，并于多个细分领域占据市场主导地位。

### ● 高利润率业务增长强劲，盈利能力不断提升

老龄化加速叠加进口替代，国产骨科市场显著提速。公司骨科产品线齐全，涵盖创伤、脊柱、关节等，目前整体骨科收入为国产第一。考虑公司产品渠道优势，有望最为受益国产替代。公司药品包装业务主要包括预灌封注射器和冲管注射器。预灌封注射器用于疫苗、生物制品等产品的包装，需求刚性，增长强劲。骨科和药包收入占比分别为 13.8% 和 12.7%，经营溢利率均高于 30%，增速超过 30%。高利润率业务推动公司成长和盈利提升。

### ● 收购爱琅迅速拓展介入产品，融资置换有望释放利润

18 年 1 月公司完成对美国爱琅的收购，介入产品从影像介入拓展至肿瘤介入和血管介入，介入业务占比从 2.4% 迅速提升至 16.4%。爱琅产品于中国具备较大的市场空间和稀缺性，借助威高于中国的销售渠道，爱琅中国有望推动公司整体介入板块的增长。爱琅融资置换工作接近完成，首年有望节约约 1400 万美元财务费用，介入板块利润释放可期。

### ● 投资建议：经营向好，长期稳健成长可期，给予“买入”评级

预计 19-21 年归母净利润 18.9/22.5/26.5 亿元，增速 19%/19%/18%。结合 SOTP 和 DCF 估值方法得到公司合理价值为 12.20 港元/股。高利润率业务的高增长和财务费用的降低将提升公司盈利能力，强劲的产品更新换代和领域拓展能力确保公司长期稳健成长，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 风险提示 耗材集采降价超预期；并购整合不及预期；费用拖累利润

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,293	8,809	10,366	12,032	13,936
增长率 (%)	-6.5%	40.0%	17.7%	16.1%	15.8%
EBITDA (百万元)	1,915	2,589	3,113	3,501	3,989
净利润 (百万元)	1,338	1,587	1,888	2,247	2,647
增长率 (%)	2.2%	18.6%	19.0%	19.0%	17.8%
EPS (元/股)	0.30	0.35	0.42	0.50	0.59
市盈率 (P/E)	26.0	21.9	18.4	15.5	13.2
市净率 (P/B)	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	16.8	14.2	11.7	10.0	8.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

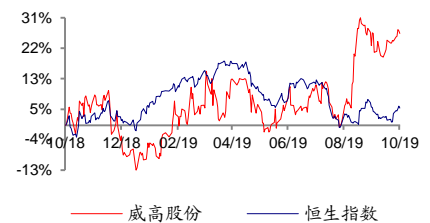
买入

当前价格	8.53 港元
合理价值	12.20 港元
报告日期	2019-10-21

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4522.33/4522.33
总市值/流通市值 (百万港元)	38575/38575
一年内最高/最低 (港元)	8.83/5.93
30 日日均成交量/成交额 (百万)	4.90/40.61
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	18.31/13.32

### 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:

## 目录索引

医疗器械整体解决方案供应商，持续稳健成长可期.....	5
调整业务板块之后经营持续向好，业务结构不断优化.....	6
高盈利能力板块增速快，占比不断提升 .....	7
爱琅融资置换带来财务费用的减少，盈利释放可期 .....	8
器械板块更新换代能力强，贡献稳定现金流.....	9
受益进口替代，骨科业务高速增长 .....	10
骨科业务可比公司财务情况：国产品牌收入和利润快速增长.....	13
药品包装业务需求刚性，增速较快 .....	15
爱琅整合良好，介入业务利润释放可期.....	16
研发和新产品驱动未来长期发展.....	17
财务分析：高附加值产品占比提升，盈利能力提高.....	19
ROE 有望随经营的改善逐步提升 .....	20
收入拆分与盈利预测：骨科和药包驱动增长.....	20
骨科和药包高增长，临床护理提供稳定现金流.....	20
估值与投资建议 .....	22
（1）SOTP（SUM OF THE PART）分类加总法估值 .....	22
（2）DCF 估值 .....	23
威高股份可比公司估值 .....	25
风险提示 .....	25
附表 1：威高骨科部分产品.....	26
附表 2：爱琅部分介入产品.....	27
附录：威高股份公司基本信息 .....	29

## 图表索引

图 1: 威高股份主营业务收入增长 (亿元)	5
图 2: 威高股份收入情况 (亿元, 2016-2019H1)	6
图 3: 威高股份净利润情况 (亿元, 2016-2019H1)	6
图 4: 威高股份主营业务收入增长 (亿元)	7
图 5: 威高股份各业务领域占比变化	8
图 6: 威高股份各业务领域收入增速	8
图 7: 威高股份利润率情况	8
图 8: 威高股份费用率情况	8
图 9: 中国低值医用耗材各领域占比情况 (2018 年)	9
图 10: 威高股份低值医用耗材各领域占比情况 (2018 年)	9
图 11: 威高骨科收入增长情况 (亿元)	10
图 12: 威高骨科分部溢利情况 (亿元)	10
图 13: 中国高值耗材细分行业规模和增速	10
图 14: 中国骨科植入物手术量及增长 (万例)	11
图 15: 骨科植入物市场规模 (亿元)	11
图 16: 骨科植入物细分领域占比情况 (2018 年)	11
图 17: 骨科植入物细分领域国产占比情况 (2018 年)	12
图 18: 骨科植入物细分领域规模和增速 (亿元)	12
图 19: 中国骨科植入物市场份额 (2018 年)	12
图 20: 凯立泰骨科植入物收入规模增速和利润率 (亿元)	13
图 21: 春立医疗收入和净利润情况 (亿元)	13
图 22: 春立医疗利润率和费用率情况	13
图 23: 爱康医疗收入和净利润情况 (亿元)	14
图 24: 爱康医疗利润率和费用率情况	14
图 25: 大博医疗骨科业务收入情况 (亿元)	14
图 26: 大博医疗骨科业务毛利率情况	14
图 27: 药品包装业务收入和经营溢利情况 (亿元)	15
图 28: 爱琅收入结构, 按照产品 (2018H1)	16
图 29: 爱琅收入结构, 按照地区 (2018H1)	16
图 30: 爱琅经调整后收入 (百万美元)	17
图 31: 爱琅 EBITDA 和 EBITDA Margin (百万美元)	17
图 32: 威高股份研发支出和占比 (百万元)	18
图 33: 爱康医疗研发支出情况 (百万元)	18
图 34: 春立医疗研发支出情况 (百万元)	18
图 35: 大博医疗研发支出情况 (百万元)	18
图 36: 凯立泰研发支出情况 (百万元)	18
图 37: 威高股份利润率情况	19
图 38: 威高股份费用率情况	19
图 39: 威高股份盈利能力将逐步提升	20

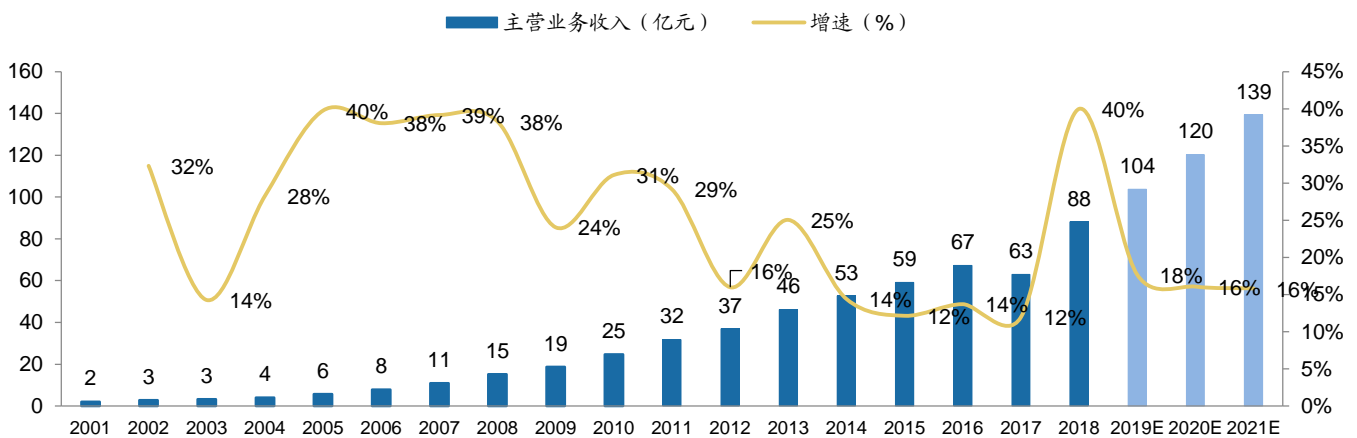
图 40: 威高股份发展历史.....	29
图 41: 威高股份股权结构图 (截至 2019 年中报披露) .....	29
表 1: 威高股份现有 5 大板块, 8 大业务领域 .....	6
表 2: 威高股份各业务板块经营溢利情况 (百万元) .....	7
表 3: 威高医疗器械业务板块细分领域销售收入和增速 (百万元) .....	9
表 4: 骨科植入物分类 .....	11
表 5: 中国骨科植入市场生产企业市场份额情况 (2018 年) .....	12
表 6: 中国骨科植入市场重点企业情况 (2017 年) .....	14
表 7: 中国骨科植入市场重点企业情况 (2018 年、2019 年 H1) .....	15
表 8: 威高药品包装部分产品 .....	16
表 9: 威高于中国医院的覆盖数量和覆盖率 (截至 2018 年 12 月) .....	17
表 10: 威高股份收入拆分和盈利预测 (百万元) .....	20
表 11: 威高股份估值模型核心假设 (百万元) .....	21
表 12: 威高股份分部溢利情况 (百万元) .....	22
表 13: 威高股份 STOP 估值假设.....	22
表 14: 威高股份现金流假设 (百万元) .....	23
表 15: 威高股份 WACC 核心假设.....	23
表 16: 威高股份的 DCF 估值.....	24
表 17: 威高股份 DCF 估值的敏感性分析.....	24
表 18: 威高股份可比公司估值情况 (截止 2019 年 10 月 18 日收盘) .....	25
表 19: 威高骨科部分产品.....	26
表 20: 爱琅部分介入产品.....	27
表 21: 威高股份发展历史和历年新产品.....	30
表 22: 威高股份核心管理层.....	31

## 医疗器械整体解决方案供应商，持续稳健成长可期

山东威高集团医用高分子制品股份有限公司为威高集团控股子公司，成立之初专注于一次性医学耗材，2005年成立骨科业务，2008年推出透析器进入血透市场，2009年拓展骨科产品及血液净化业务，2018年收购美国爱琅获得领先的介入器械。威高集团医用高分子制品股份有限公司2004年于香港创业板上市，2010年转入主板，2018年公司股票在香港市场顺利完成全流通并成为恒生港股通成分股。

威高集团始建于1988年，以医疗器械和药业为主业，下辖医用制品、血液净化、骨科、生物科技、药业、心内耗材、医疗商业、房地产、金融等9个产业集团、80多个生产子公司。威高集团医疗器械和药品主要有输注耗材、输血器材、心内耗材、留置针及各种异型针、血液净化设备及耗材、骨科材料、手术设备及附件、创伤护理、手术机器人、微创器械及设备、ICU产品及附件、大容量注射液及其它药品、肾科产品、生物诊断试剂、手术缝合线、牙种植体、感控设备及耗材、PVC及非PVC原料等50多个系列，700多个品种、8万多个规格，成为全球品种齐全、安全可靠、值得信赖的医疗系统解决方案制造商。

图1：威高股份主营业务收入增长（亿元）



数据来源：wind、公司业绩简报、广发证券发展研究中心

\*2017年为同口径增长率，2019年以后为广发预测

**上市初高速增长（2004-2013年）：**威高股份上市之初收入基数较小，国内医疗器械需求强、市场增速快，上市公司产品线也不断拓展升级，实现快速成长。2004-2013年公司主营业务收入从4.08亿元增长至46.13亿元，CAGR约30.9%。利润端受一次性事件影响波动较大。

**受行业政策影响内生增速放缓（2014-2017年）：**受限抗、限输和招标限价等政策影响，行业增速放缓。威高依靠产品的更新换代和产品组合的拓展维持收入增长，但增速放缓至10-15%。

**剥离血透，收购爱琅，实现全流通，梳理业务，步入新成长期（2017-）：**2017年1月，威高对威高血液的持股由70%降低至49.34%，后逐步稀释至43.3%，不再纳入



上市公司报表。2018年1月，威高完成对美国爱琅的收购，持股89.8%，获得来自爱琅的肿瘤介入和血管介入产品，该业务并入上市公司报表。2018年8月，威高实现H股全流通，对其业务线进行梳理，重新规划为八大领域，五大细分板块，从器械一次性耗材龙头逐步向医疗器械整体解决方案供应商转变。

表1: 威高股份现有5大板块, 8大业务领域

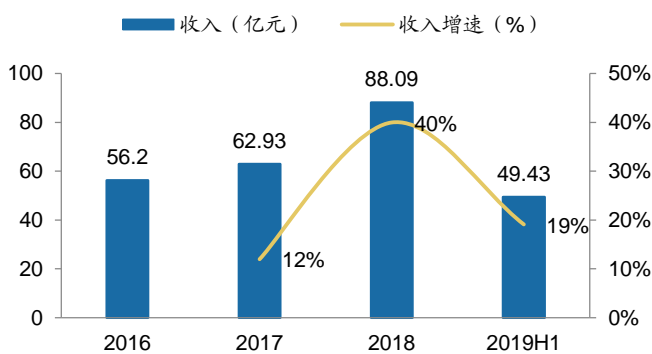
业务	主要产品	收入占比		
		2017	2018	2019H1
医疗器械		66.8%	54.8%	52.8%
临床护理	输液、注射、穿刺等血管输液器械及非血管输液器械、临床特定用途的一次性使用各种套装	56.9%	44.2%	42.0%
创伤管理	创面愈合敷料、伤口缝合、伤口清理、与非血管内导管配套用体外器械	3.5%	3.4%	3.3%
医学检验	采血器具、血糖检验	1.9%	1.7%	1.7%
麻醉及手术	全身麻醉耗材、局部麻醉耗材、麻醉辅助耗材、ICU使用的器械、开放及微创手术器械	0.6%	1.2%	1.3%
骨科	创伤、脊柱植入物、人工关节、运动损伤、软组织修复及重建植入物、骨填充材料、骨科相关手术工具	13.8%	13.4%	13.8%
介入	爱琅: 肿瘤介入、血管介入、影像介入; 威高原有: 影像造影介入(CT、针筒、压力导管等)	2.4%	16.4%	16.5%
药品包装	预灌封注射器、冲管注射器	11.4%	10.9%	12.7%
血液管理	血液采集、储存、分离、灭菌消毒	5.6%	4.6%	4.2%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 调整业务板块之后经营持续向好, 业务结构不断优化

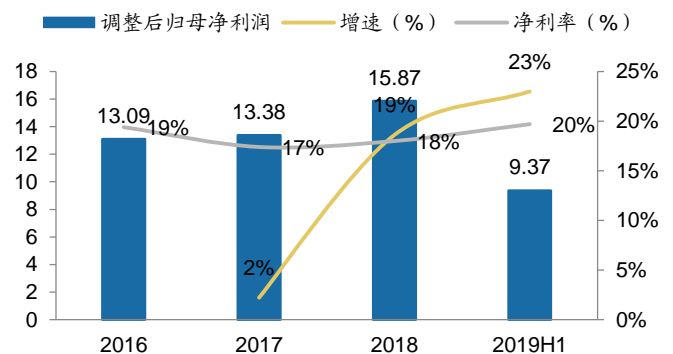
2018年公司实现营收88.1亿元, 同比增长40.0%, 不考虑爱琅并表, 存续业务收入75.5亿元, 同比增长19.9%。2019年上半年公司实现营收49.4亿元, 同比增长19.1%, 不考虑爱琅, 存续业务收入42.4亿元, 同比增长19.2%。推动公司收入增长的主要为骨科和药品包装的强劲增长, 两个业务板块收入增长均超过30%。

图2: 威高股份收入情况 (亿元, 2016-2019H1)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图3: 威高股份净利润情况 (亿元, 2016-2019H1)

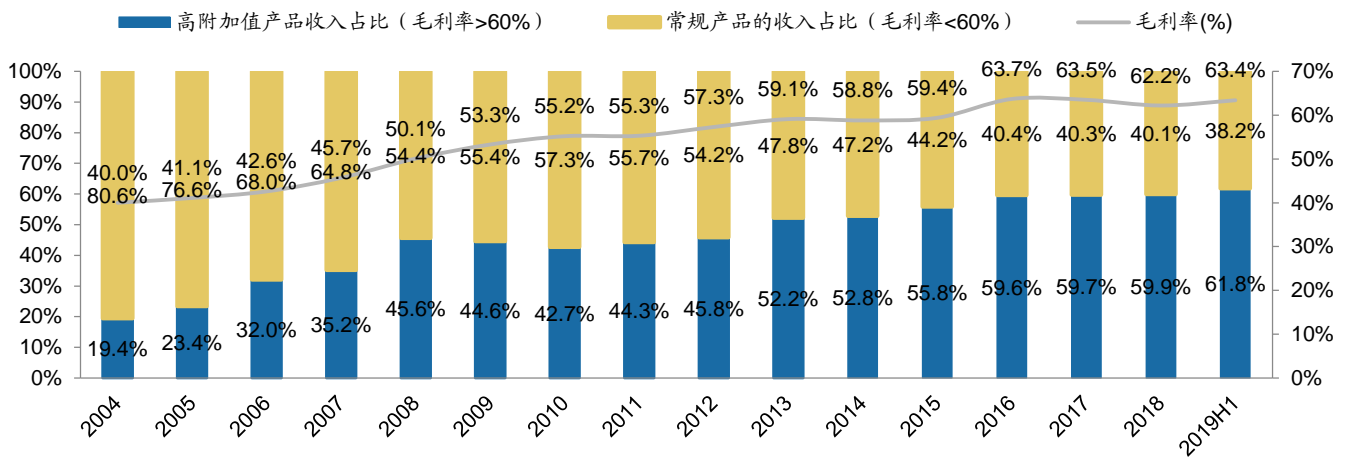


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

除收入稳健增长外, 2019年上半年公司实现归母净利润9.37亿元, 同比增长44.2%。考虑2018年上半年有收购爱琅所致的存货评估增值及收购爱琅的一次性交易费用, 调整后同比增长为23.0%。利润增速高于收入增速, 主要由于公司产品结果不断优化, 高附加值产品 (毛利率 > 60%) 收入占比不断提高, 经营溢利率较高的细分业务领

域增速高于整体收入增速。

图4: 威高股份主营业务收入增长 (亿元)



数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

### 高盈利能力板块增速快, 占比不断提升

从各板块经营溢利数据来看, 传统的医疗器械板块 (包括临床护理、创伤管理、医学检验、麻醉及手术和其他耗材) 经营溢利率较低, 约17.6%, 净利率约15%; 骨科产品和药品包装产品经营溢利率较高, 经营溢利30-35%, 净利率约25-30%, 甚至可能超过30%; 血液管理经营溢利率最低, 约12.8%, 净利率约10%。

表2: 威高股份各业务板块经营溢利情况 (百万元)

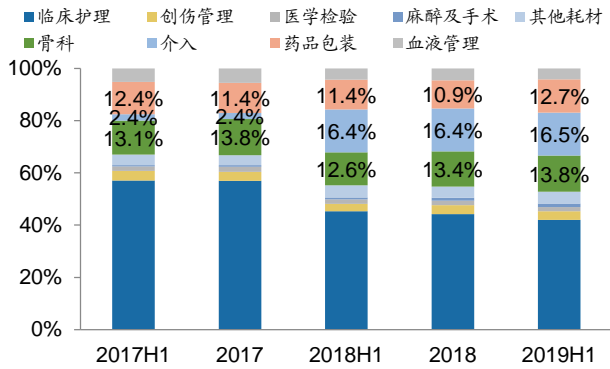
	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1	备注
<b>医疗器械产品</b>	1994	4351	2293	5011	2720	2017、2018、2019H1 包含威高原有的介入产品, 利润率较高
经营溢利	354	864	404	956	572	
经营溢利率	17.8%	19.8%	17.6%	19.1%	21.0%	
<b>骨科产品</b>	390	870	524	1181	682	利润率高, 增速快
经营溢利	132	290	152	354	242	
经营溢利率	34.0%	33.3%	29.1%	30.0%	35.5%	
<b>介入产品</b>	70		681	1260	705	主要为爱琅的介入产品
经营溢利	32		-29	-103	0.43	
经营溢利率	46.0%					
<b>药品包装产品</b>	370	719	474	956	626	利润率高, 增速快
经营溢利	131	251	166	328	230	
经营溢利率	35.5%	34.9%	35.1%	34.3%	36.7%	
<b>血液管理</b>	154	352	179	402	210	
经营溢利	41	44	48	52	27	
经营溢利率	26.4%	12.6%	26.9%	12.9%	12.8%	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

从业务领域占比来看, 收购爱琅之后, 介入业务占比迅速提升至超过16%。骨科和

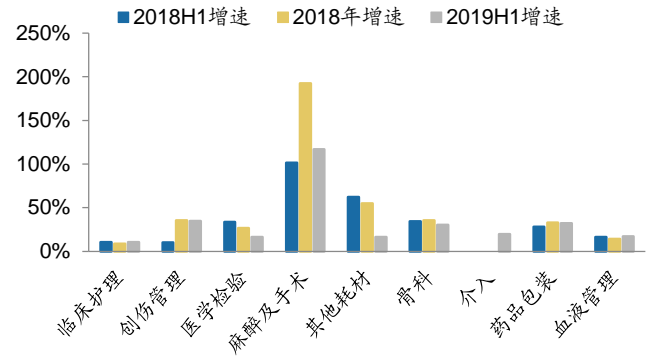
药品包装业务收入增速较快,占比也不断提升。低利润率的通用耗材板块占比从2017年的66.8%下降至2019年上半年的52.8%。由于骨科和药品包装增速高、利润率高且介入板块的利润也将逐步释放,公司的盈利能力有望不断提升。

图5: 威高股份各业务领域占比变化



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图6: 威高股份各业务领域收入增速

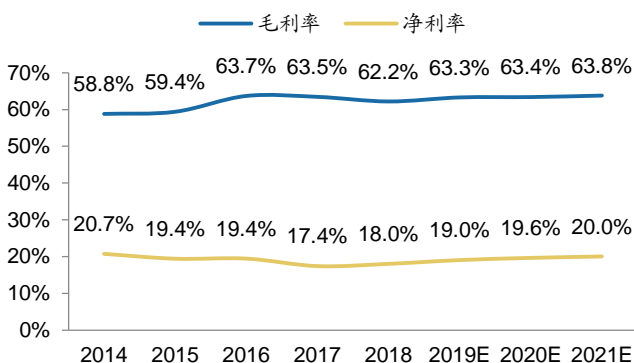


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 爱琅融资置换带来财务费用的减少, 盈利释放可期

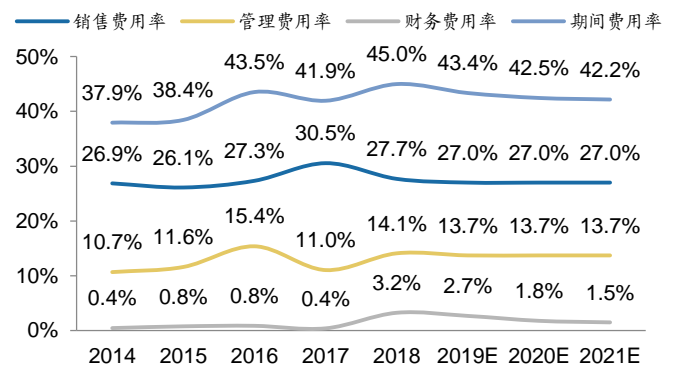
2018年公司财务费用率大幅增长, 2018年上半年财务费用1.12亿元, 2018年下半年财务费用1.72亿元, 全年合计2.84亿元, 2019年上半年公司财务费用1.46亿元, 而2017年财务费用为2388万元。财务费用大幅上升主要由于并购爱琅产生。爱琅个别报表有约4.2亿美元借款, 借债平均利率约7.4%, 威高收购爱琅时产生1.75亿美元借款, 利率约3%+。目前爱琅的融资置换工作已接近完成, 采用五年期国际银团, 贷款利率随杠杆率的降低而降低, 将从首年4.9%降至第五年的3.9%, 首年节约财务费用约1400万美元。未来随着美联储进入降息通道, 爱琅盈利会快速释放, 并购的财务整合能力将得到极大的体现。公司的费用率也有望持续下降, 盈利能力有望持续提升。

图7: 威高股份利润率情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图8: 威高股份费用率情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心



## 器械板块更新换代能力强，贡献稳定现金流

公司医疗器械板块包括临床护理、创伤管理、医学检验、麻醉及手术和其他耗材等业务，多为低值通用耗材。2019年上半年合计实现收入26.11亿元，同比增长13.8%。其中，收入占比最大的临床护理板块收入20.77亿元，同比温和增长10.5%。其他各细分分子领域的增速也超过行业平均增速，尤其是基数较小的业务领域。

表3: 威高医疗器械业务板块细分领域销售收入和增速 (百万元)

年份	2017	2018	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	行业规模	行业增速
医疗器械(百万元)	4202	4826	1994	2208	2293	2533	2611		
增速(%)		14.9%			15.0%	14.7%	13.8%		
临床护理	3581	3892	1698	1883	1880	2012	2077	540亿元	8%
增速(%)		8.7%			10.7%	6.8%	10.5%		
主要产品:	输液、注射、穿刺等血管输液器械和非血管输液器械，肌肉给药、营养给药的产品，临床各种用途的综合套装								
创伤管理	221	300	109	112	120	180	162	320亿	11%
增速(%)		35.5%			10.3%	59.9%	34.8%		
主要产品:	创面愈合，敷料，伤口清理及配套器具								
医学检验	119	151	53	66	70	80	82	300亿	15%
增速(%)		26.7%			33.6%	21.2%	16.4%		
主要产品:	采样器具，血糖检验，化验器皿，采血管，安全采血针等								
麻醉及手术	36	106	15	21	30	76	65	180亿	15%
增速(%)		192.4%			101.4%	256.0%	117.0%		
主要产品:	全身麻醉，局部麻醉，ICU使用的耗材器械，微创手术器械：气管插管，麻醉回路过滤器，机械输注泵等								
其他耗材	244	378	119	125	193	185	225		
增速(%)		54.9%			62.2%	47.9%	16.5%		

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

我国低值耗材行业增速快于全球，穿刺类市占率最高。根据惠誉(Fitch)旗下研究机构BMI Research的分析，2016年全球低值耗材市场规模约528亿美元，增速在5%。中国2018年低值医用耗材规模约641亿元，受益于医疗需求的增长和生活水平的提高，低值耗材整体市场快于全球市场。

图9: 中国低值医用耗材各领域占比情况(2018年)

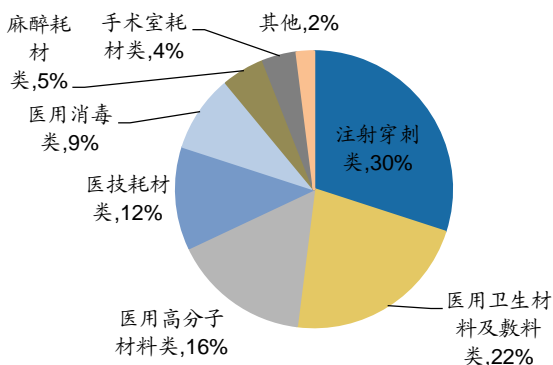
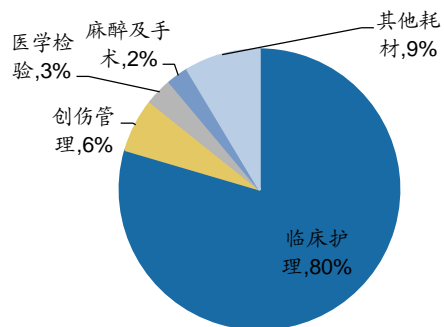


图10: 威高股份低值医用耗材各领域占比情况(2018年)



数据来源：中国医疗器械蓝皮书、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

低值耗材技术含量和门槛较低，竞争较为激烈，同时也面临降价的大趋势。威高具备完整的产品线优势，且依靠产品的更新换代升级不断维持增长。未来整个低值耗材市场也将面临优胜劣汰的过程，集中度有望向威高等具备核心竞争力的龙头企业集中。预计威高低值耗材领域有望凭借技术优势更新换代能力和规模体量成本优势维持温和增长，贡献稳定的现金流。

## 受益进口替代，骨科业务高速增长

威高骨科业务2018年实现收入11.81亿元，同比增长35.6%，2019年上半年实现收入6.82亿元，同比增长30.3%。2017年、2018年和2019年上半年骨科经营溢利率分别为33.5%、30.0%、35.5%，展示出强盈利能力的特点。进口替代大背景下国产骨科行业增速快，骨科业务是公司当前重要的增长驱动力。

图11: 威高骨科收入增长情况 (亿元)

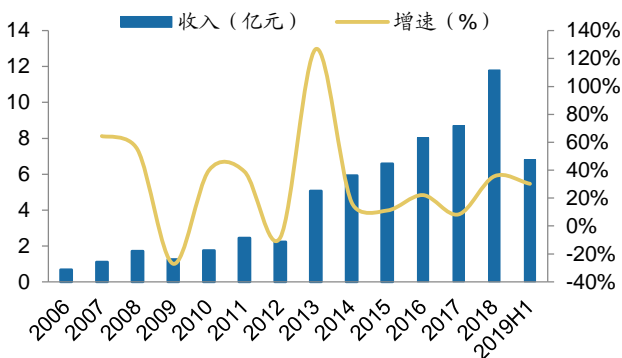
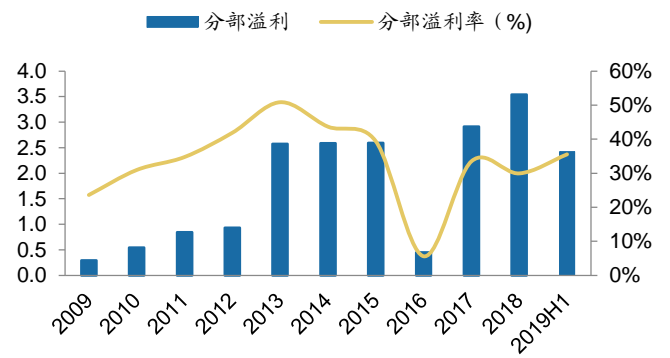


图12: 威高骨科分部溢利情况 (亿元)



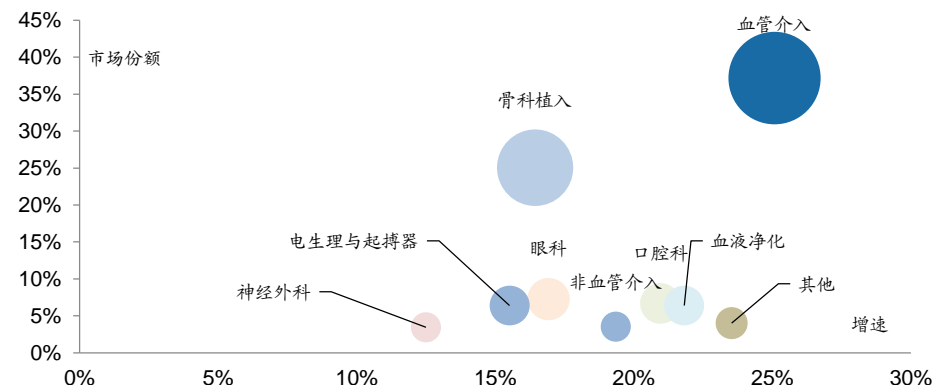
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

\*2016年由于骨科股权激励费用影响利润

我国高值医用耗材市场规模超过1000亿元，增速超过20%，骨科植入和血管介入是最大的两个细分市场。

图13: 中国高值耗材细分行业规模和增速



数据来源: 中国医疗器械蓝皮书 2019 版、广发证券发展研究中心

骨科植入物按照部位不同分为创伤类、脊柱类、关节类和其他。当前威高骨科业务中脊柱产品约占收入50%左右，创伤约占28%左右，关节占17%。

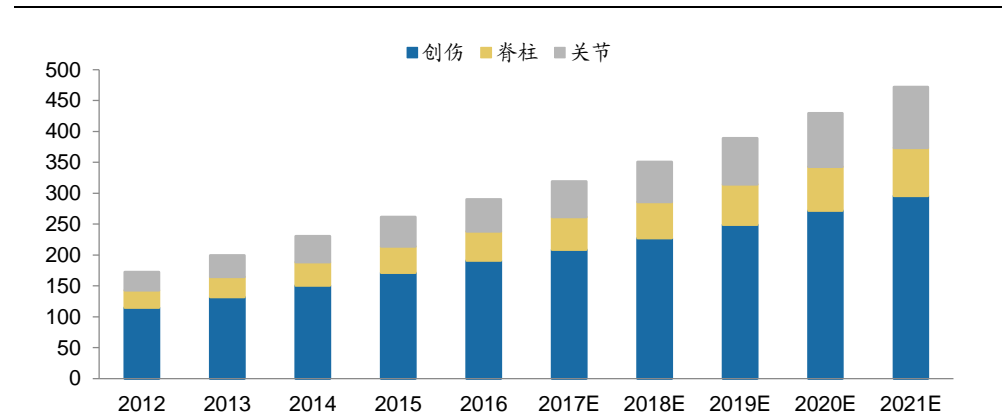
表4: 骨科植入物分类

分类	产品
创伤类	接骨板、接骨螺钉、髓内钉、外固定支架
脊柱类	椎体植入物、钛网、融合器等
关节类	人工髋关节、人工膝关节、人工肩关节、人工肘关节等
其他	运动医学产品、骨修复材料等

数据来源: 中国医疗器械蓝皮书 2019 版、广发证券发展研究中心

我国骨科植入渗透率低，手术量维持稳健增长。当前我国骨科植入物各细分行业的渗透率均不足10%，远低于美国的40-70%。

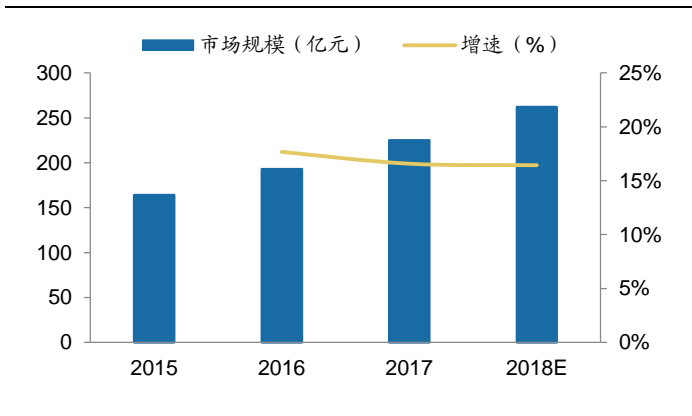
图14: 中国骨科植入物手术量及增长 (万例)



数据来源: 爱康医疗招股书、广发证券发展研究中心

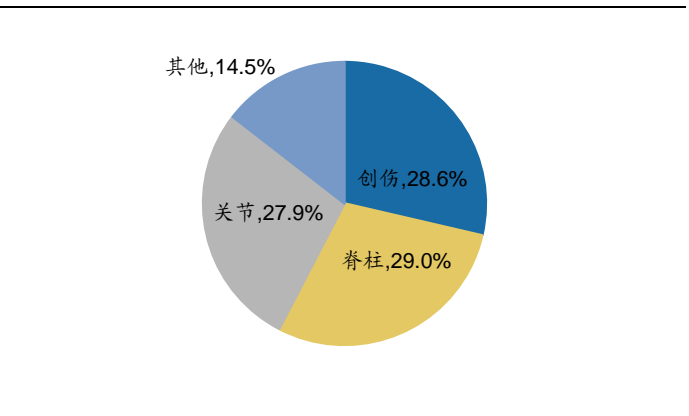
受益于人口老龄化和医疗需求的上涨，骨科植入规模不断扩大，但受集采降价等影响，增速有所放缓。当前骨科进口替代背景下，外资企业增速放缓显著，国产增速显著提高。从上市公司报表来看，国产增速普遍高于30%。

图15: 骨科植入物市场规模 (亿元)



数据来源: 中国医疗器械蓝皮书、广发证券发展研究中心

图16: 骨科植入物细分领域占比情况 (2018年)



数据来源: 中国医疗器械蓝皮书、广发证券发展研究中心

从细分领域来看，技术难度关节最高，当前关节的国产市占率也最低，国产替代空间最大，是当前国产企业增速最快的细分领域。

图17: 骨科植入物细分领域国产占比情况 (2018年)

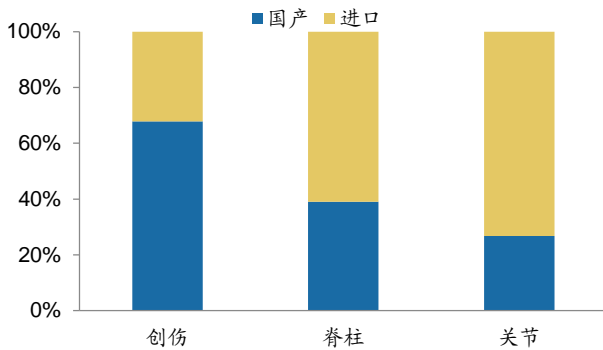
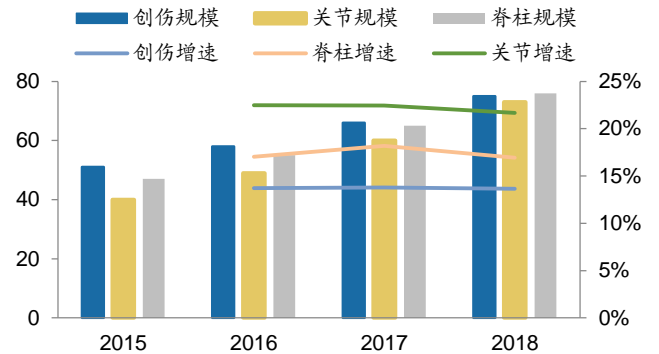


图18: 骨科植入物细分领域规模和增速 (亿元)

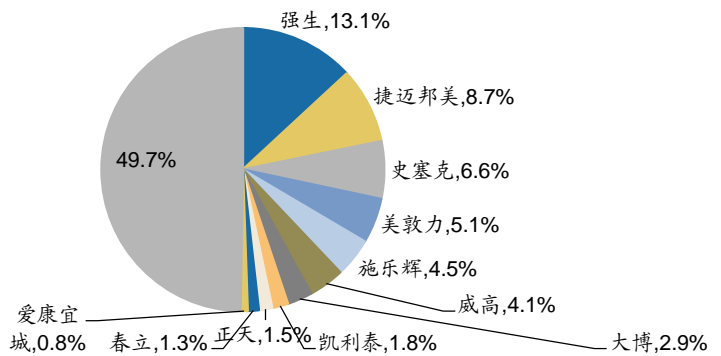


数据来源: 中国医疗器械蓝皮书、广发证券发展研究中心

数据来源: 中国医疗器械蓝皮书、广发证券发展研究中心

外资市占率高，骨科植入物市场国产替代空间大。根据医械研究院统计，2018年，中国骨科植入市场前二十的企业占据57.3%的市场份额，其中6家进口企业份额38.8%，14家国产份额共计18.5%。国产企业目前技术水平已接近外资，市场份额提升空间大。由于创伤领域技术难度较低，最早实现进口替代，高端的脊柱和关节领域，尤其是关节，一直为外资垄断。当前国家鼓励国产创新和进口替代，国产脊柱和关节的技术水平也在不断进步提高，国产企业有望借助成本和政策优势，迅速提升脊柱和关节领域的市场份额。

图19: 中国骨科植入物市场份额 (2018年)



数据来源: 医械研究院、中国医疗器械蓝皮书 2019 版、广发证券发展研究中心

表5: 中国骨科植入市场生产企业市场份额情况 (2018年)

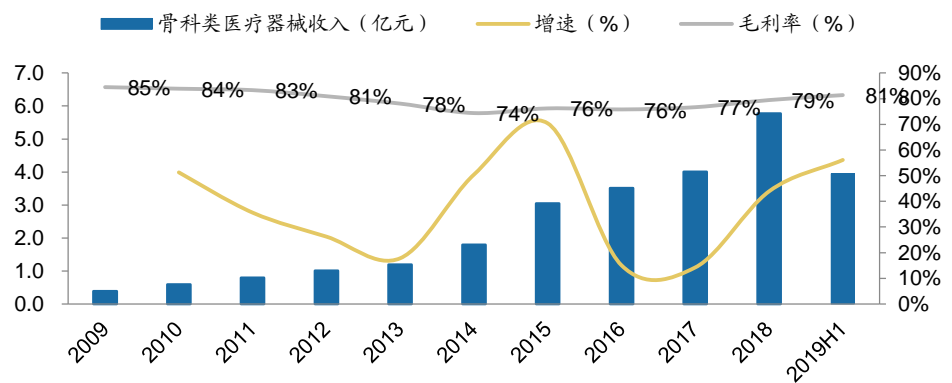
序号	公司名称	类别	市占率	备注
1	强生	进口	13.1%	产品线: 关节、脊柱、创伤、运动医学
2	捷迈邦美	进口	8.7%	产品线: 关节、脊柱、创伤
3	史塞克	进口	6.6%	产品线: 关节、脊柱、创伤、球囊 (含创生国产)
4	美敦力	进口	5.1%	产品线: 脊柱、创伤 (含康辉国产)

5	施乐辉	进口	4.5%	产品线: 关节、创伤、运动医学
6	威高	国产	4.1%	产品线: 关节、脊柱、创伤、运动医学
7	大博	国产	2.9%	产品线: 脊柱、创伤
8	凯利泰	国产	1.8%	产品线: 脊柱、创伤、运动医学 (含江苏艾迪尔)
9	正天	国产	1.5%	产品线: 关节、脊柱、创伤
10	春立	国产	1.3%	产品线: 关节、脊柱
11	爱得	国产	1.0%	产品线: 球囊、外固定支架
12	华森	国产	1.0%	产品线: 脊柱、创伤
13	索娜蒙托	进口	0.9%	产品线: 脊柱、创伤
14	科惠	国产	0.9%	产品线: 脊柱、创伤、球囊
15	爱康宜诚	国产	0.8%	产品线: 关节
16	微创	国产	0.8%	产品线: 关节、脊柱、创伤 (不含国外营收)
17	欣荣博尔特	国产	0.7%	产品线: 关节、脊柱、创伤
18	威曼	国产	0.7%	产品线: 脊柱、创伤
19	三友	国产	0.6%	产品线: 脊柱、创伤
20	德骼拜尔	国产	0.5%	产品线: 关节、脊柱、创伤 (迈瑞全资子公司)

数据来源: 医械研究院、中国医疗器械蓝皮书 2019 版、广发证券发展研究中心

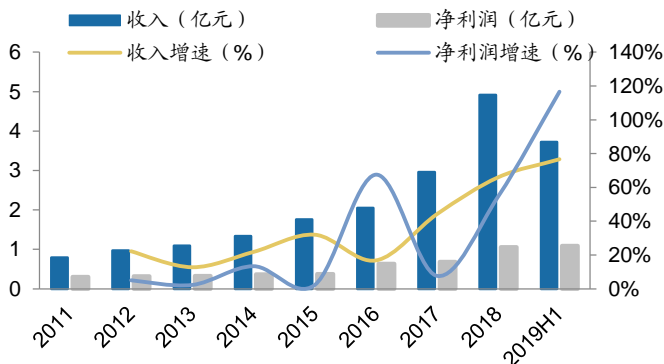
### 骨科业务可比公司财务情况: 国产品牌收入和利润快速增长

图20: 凯立泰骨科植入物收入规模增速和利润率 (亿元)



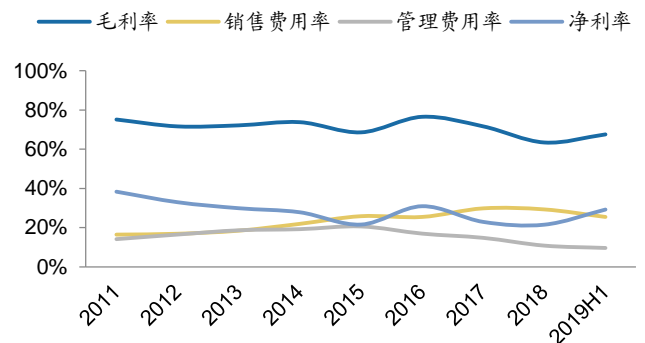
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图21: 春立医疗收入和净利润情况 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

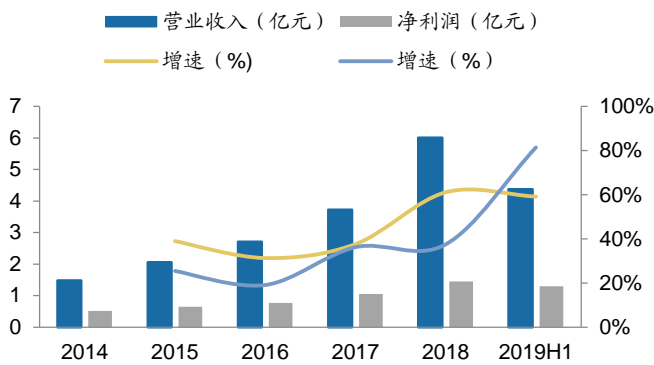
图22: 春立医疗利润率和费用率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

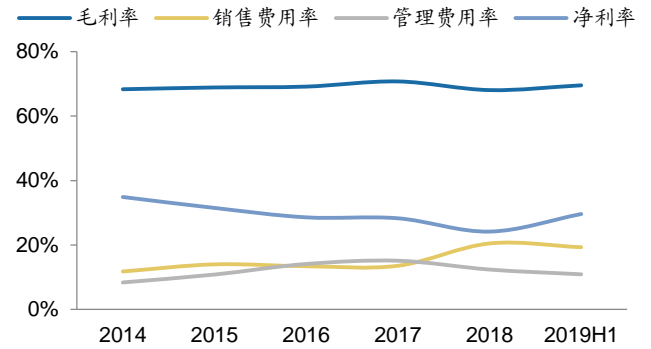


图23: 爱康医疗收入和净利润情况 (亿元)



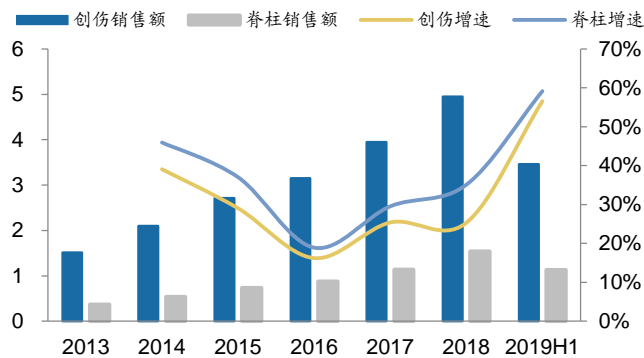
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图24: 爱康医疗利润率和费用率情况



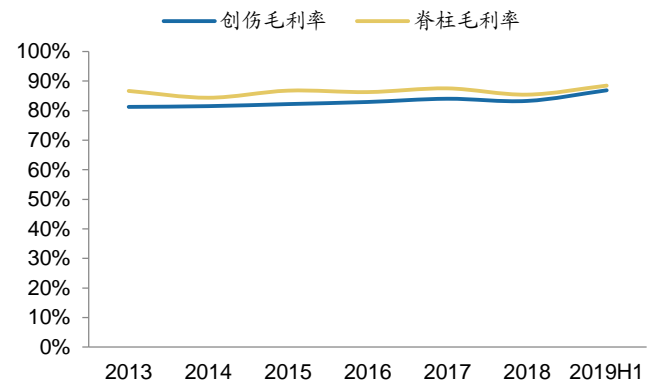
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图25: 大博医疗骨科业务收入情况 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图26: 大博医疗骨科业务毛利率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表6: 中国骨科植入市场重点企业情况 (2017年)

企业	所在地	业务	2017年			
			总营收 (医疗器械)	增速	营收 (骨科)	增速
强生	美国	消费品、制药、医疗器械等	265.92 亿美元	5.9%	92.58 亿美元	-0.8%
捷迈邦美	美国	骨科医疗器械	78.24 亿美元	1.8%	70.84 亿美元	2.0%
史塞克	美国	骨科、微创介入医疗器械等	124.44 亿美元	9.9%	54.64 亿美元	5.6%
美敦力	美国	骨科、微创介入医疗器械等	297.1 亿美元	3.0%	26.41 亿美元	0.5%
施乐辉	美国	骨科医疗器械	47.65 亿美元	2.0%	20.78 亿美元	3.7%
微创	中国	骨科、微创介入医疗器械等	4.44 亿美元	14.7%	2.25 亿美元	7.3%
威高	中国	骨科医疗器械、低值医用耗材等	62.92 亿元	12.0%	8.70 亿元	8.3%
大博	中国	骨科医疗器械	5.94 亿元	28.4%	5.09 亿元	26.3%
凯利泰	中国	骨科、微创介入医疗器械等	8.02 亿元	45.7%	4.01 亿元	14.3%
春立	中国	骨科医疗器械	3.00 亿元	44.4%	3.00 亿元	44.4%
爱康	中国	骨科医疗器械	3.73 亿元	38.2%	3.73 亿元	38.2%

数据来源: 医械研究院、中国医疗器械蓝皮书 2019 版、广发证券发展研究中心

表7: 中国骨科植入市场重点企业情况 (2018年、2019年H1)

企业	2018年		2019年上半年		2018年		2019年上半年	
	总营收(器械)	增速	营收(骨科)	增速	总营收(器械)	增速	营收(骨科)	增速
强生	269.94 亿美元	1.5%	88.85 亿美元	-1.9%	129.48 亿美元	-5.7%	45.28 亿美元	-1.9%
捷迈邦美	79.33 亿美元	2.0%	72.11 亿美元	2.0%	39.64 亿美元	-1.5%	36.13 亿美元	-1.1%
史塞克	136.01 亿美元	9.3%	50.32 亿美元	-7.9%	71.66 亿美元	9.2%	25.23 亿美元	3.2%
美敦力	299.53 亿美元	0.8%	26.68 亿美元	1.0%	148.65 亿美元	2.9%	13.08 亿美元	0.0%
施乐辉	49.04 亿美元	3.0%	21.68 亿美元	2.9%	24.85 亿美元	1.8%	10.98 亿美元	0.5%
微创	6.69 亿美元	50.7%	2.36 亿美元	50%*	3.93 亿美元	26.7%	1.13 亿美元	53.3%*
威高	88.09 亿元	40.0%	11.81 亿	35.6%	49.43 亿元	19.1%	6.82 亿元	30.3%
大博	7.72 亿	30.0%	6.49 亿	27.5%	5.43 亿	54.3%	4.59 亿	57.3%
凯利泰	9.31 亿	16.1%	5.77 亿	43.9%	5.68 亿	24.3%	3.95 亿	56.1%
春立	4.98 亿元	66.0%	4.98 亿元	66.0%	3.73 亿元	76.7%	3.73 亿元	76.7%
爱康	6.00 亿元	60.7%	6.00 亿元	60.7%	4.53 亿元	64.6%	4.53 亿元	64.6%

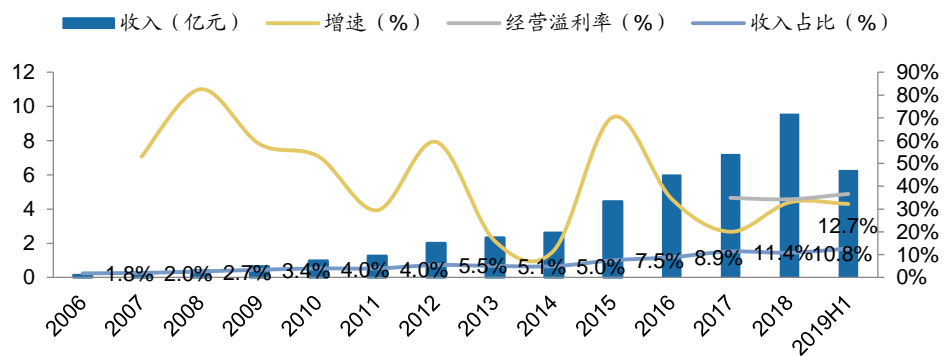
数据来源: wind、公司财报、广发证券发展研究中心

\*微创增速为其国内骨科业务增速, 海外市场增速下滑

## 药品包装业务需求刚性, 增速较快

药品包装业务2018年实现收入9.56亿元, 同比增长32.9%, 2019年上半年实现收入6.26亿元, 同比增长32.3%。2017年、2018年和2019年药品包装业务经营溢利率分别为34.9%、34.3%和36.7%, 具备高盈利能力和高成长性。

图27: 药品包装业务收入和经营溢利情况 (亿元)

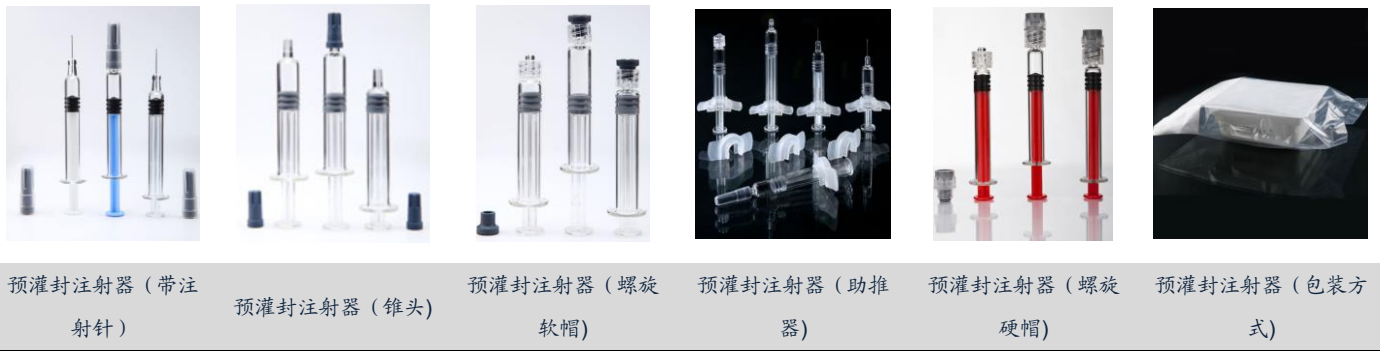


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

\*2016年前收入来自报表预充式注射剂分类

药品包装业务主要产品为预充式注射器、冲管注射器。预充式注射器用于生物制药企业包装疫苗等产品, 主要销售给生物制药企业而非医院。我国疫苗需求刚性, 生物药处于高速成长期, 药品包装业务有望维持强劲增长。

表8: 威高药品包装部分产品



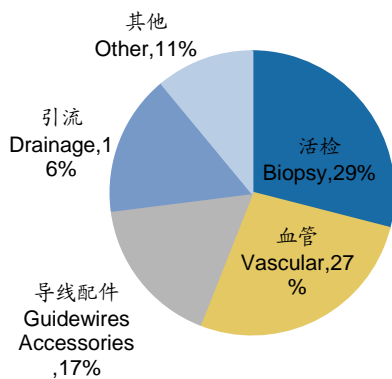
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

### 爱琅整合良好，介入业务利润释放可期

2018年1月，威高完成对于爱琅的收入，迅速实现介入产品的扩充和海外销售区域的拓展，代价为8.442亿美元，收购后通过威高国际持有其89.8%权益。威高原有介入产品主要为影像介入（CT造影、针筒、压力导管等），2017年收入约1.5亿元，收入占比约2.4%。通过收购爱琅，公司获得肿瘤介入和血管介入产品，2018年介入业务收入占比提高至16.4%（2018年原有介入产品占比2.1%），2019年上半年介入业务占比16.5%。同时公司的非中国业务收入占比从5.3%提高至18.8%。

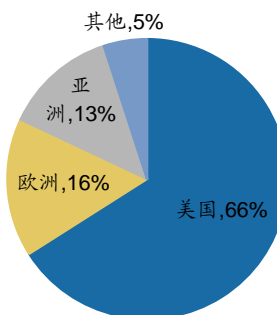
爱琅EBITDA margin约40%，受财务费用和折旧摊销影响，2016年除税后亏损2133万美元。2018年爱琅收入12.6亿元，经营溢利为-1.03亿元，因美国所得税为负，利润约3800万。2019年上半年，爱琅收入7.05亿元(+19%)，EBITDA2.6亿元(+10%)，净利润不到100万美元，少于去年同期主要由于股权激励费用。

图28: 爱琅收入结构，按照产品（2018H1）



数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

图29: 爱琅收入结构，按照地区（2018H1）



数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

图30: 爱琅经调整后收入 (百万美元)

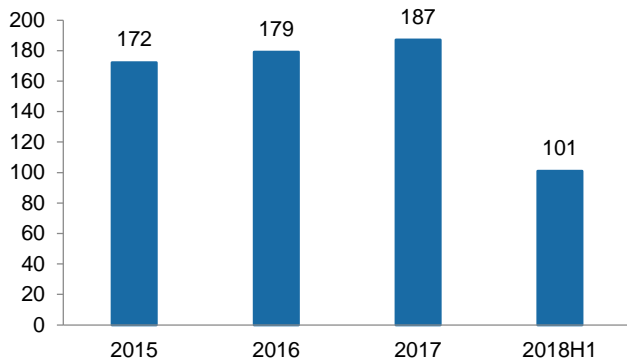
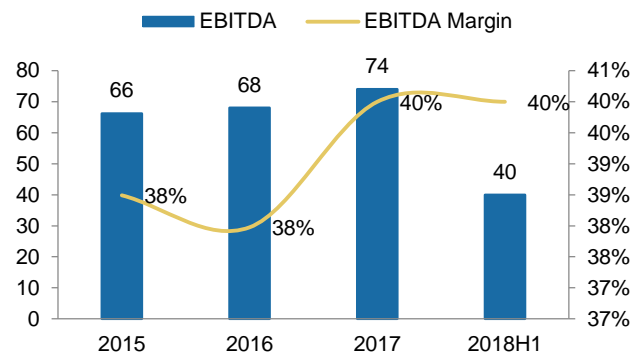


图31: 爱琅EBITDA和EBITDA Margin (百万美元)



数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

**中国区将推动爱琅增长。**2019年上半年公司介入业务实现收入8.76亿元, 同比增长19.6%, 其中爱琅收入约7.05亿元, 同比增长约18.9%, 剔除汇率影响后同比增长约14%, 其中中国为高双位数增长, 快于爱琅整体增速。威高已于2018年6月在上海成立爱琅中国, 并完成爱琅中国15个产品注册更新。爱琅于中国拥有17个产品注册, 当前爱琅中国收入约600-700万美元, 产品对应市场规模约20亿元, 具备较大的提升空间。借助威高搭建爱琅中国广泛的销售渠道, 有望推动爱琅整体增长提速。与爱琅的持续合作将为威高引入一系列高壁垒、高利润率的产品。

表9: 威高于中国医院的覆盖数量和覆盖率 (截至2018年12月)

	公司客户数量	中国整体数量	覆盖比例
三级医院	1199	2498	48.0%
二级医院	1203	8806	13.7%
经销商	1754		
其他	威高拥有 36 个销售办事处、29 个客户服务中心以及 2554 名销售代表, 分布于全国 237 个城市		

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

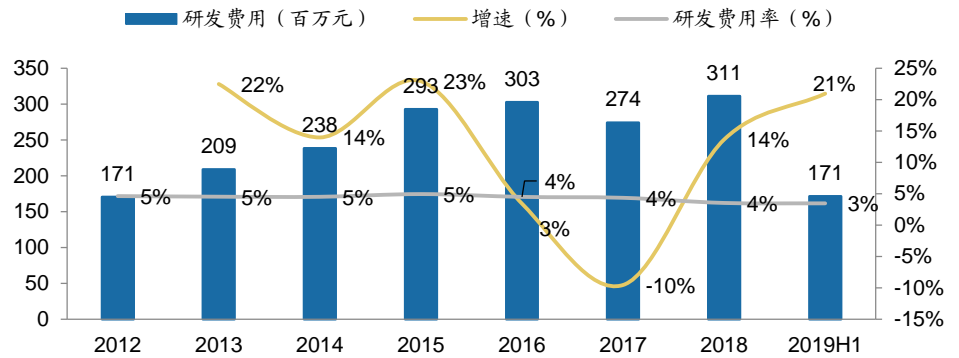
**融资置换有望显著降低爱琅财务费用, 释放利润。**由于爱琅4.2亿美元债务的利率较高(平均约7.4%), 爱琅2018年的财务费用高达3300-3400万美元, 对利润影响极大。目前爱琅的融资置换工作已接近完成, 采用五年期银团, 贷款利率随杠杆率的下降而下降。按照最新的libor计算, 首年节约财务成本约1400万美元。随后年度财务费用节省会持续增加, 利率从首年4.9%会降到第五年3.9%。未来随着美联储进入降息通道, 爱琅盈利会快速释放, 并购的财务整合能力将得到极大的体现。

## 研发和新产品驱动未来长期发展

公司坚持投入资本进行研发, 通过产品的更新换代升级来抵御降价风险, 维持稳健增长, 并在多个新领域进行研发投入, 不断完善医疗器械产品组合。截至2019年6月, 公司新获得专利66项, 正在申请111项, 新取得产品注册证52项, 尚在取证过程中的产品注册证17项。海外正在申请中的专利19项, 尚在取证过程中的产品注册证36项。目前威高于国内拥有482项产品注册证, 480项专利; 于海外拥有756项产品注册证,

161项专利。

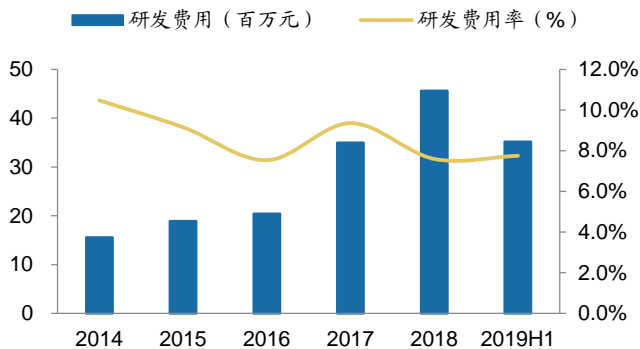
图32: 威高股份研发支出和占比 (百万元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

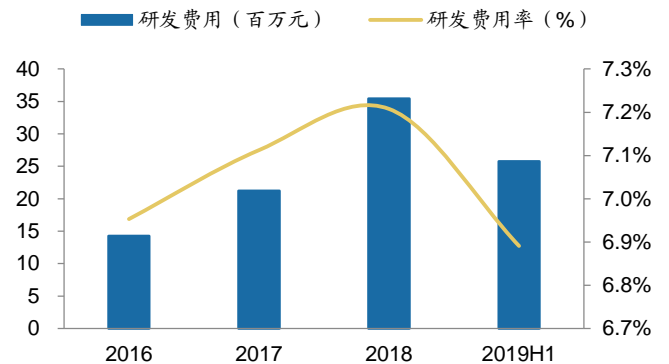
通过资本开支迅速拓展研发实力。除研发费用直接投入外，公司也通过资本开支的方式进行研发投入，比如2019年上半年的介入类产品委外研发项目，投入4000万美元，列入金融资产。考虑资本开支在内，公司的研发费用率约在8-9%。

图33: 爱康医疗研发支出情况 (百万元)



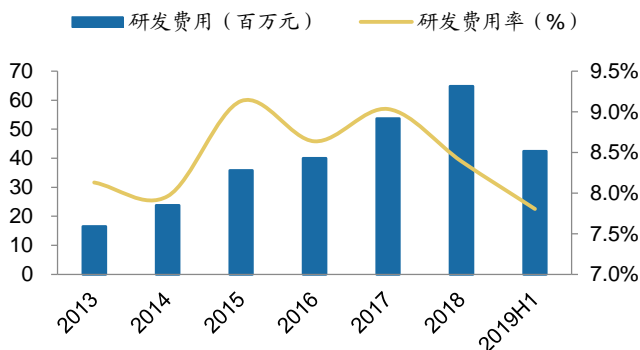
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图34: 春立医疗研发支出情况 (百万元)



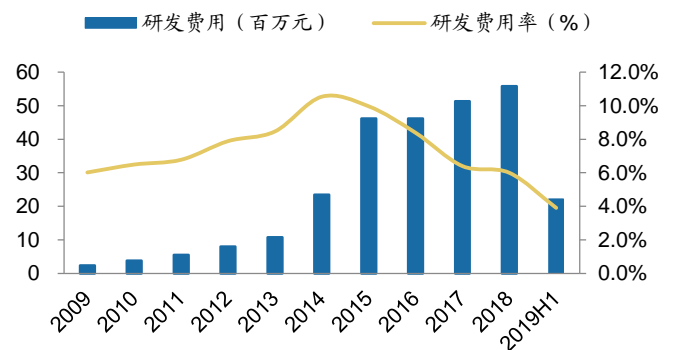
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图35: 大博医疗研发支出情况 (百万元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图36: 凯立泰研发支出情况 (百万元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

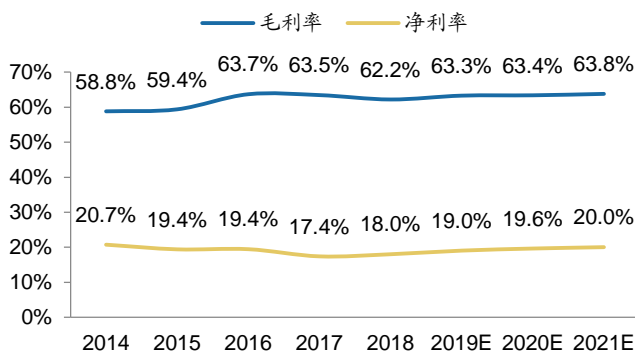


## 财务分析：高附加值产品占比提升，盈利能力提高

2019年上半年公司整体收入49.4亿元，同比增长19.1%；除爱琅之外，威高的存续业务收入42.4亿元，同比增长19.2%，增长略超预期。

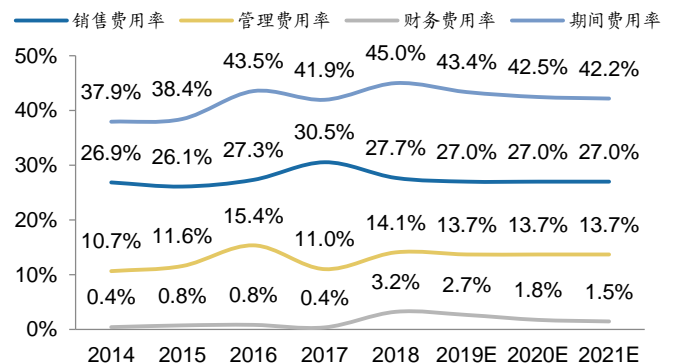
- **毛利率：**2019年上半年，公司毛利31.36亿元，同比增长21.3%，毛利率63.4%（+1.1pct）。公司产品结构不断优化，高附加值产品占比不断提升，高利润率产品增长强劲，预计未来毛利率水平仍将维持提升趋势。
- **销售费用率：**2019年上半年公司销售费用13.3亿元，同比增长13.7%，销售费用率26.9%，同比下降1.37pct。公司采取了一系列销售费用管控工作，节约销售费用较为明显，包括骨科在内的耗材板块销售费用率均有下降。预计未来销售费用率有望维持在27%左右。
- **管理费用率：**2019年上半年公司整体管理费用（行政费用+研发费用）共计6.5亿元，同比增长20.8%。其中，研发费用1.71亿元，同比增长20.9%，研发支出比例3.5%，同比提高0.1pct。考虑公司也通过资本开支的方式加强研发投入，预计未来研发费用率上升有限。2018年公司管理费用大幅增加，主要由于并购爱琅之后新增3300多万美元的无形资产摊销费用和610多万美元并购费。预期2019年管理费用率较2018年略有降低，随着收入规模的增加，后续管理费用率也将呈现略微下降趋势。
- **财务费用率：**2019年上半年公司财务费用1.46亿元，18年同期1.12亿元，18年全年2.84亿元，较2017年大幅提升主要由于对于爱琅的并购。爱琅自身层面4.2亿美元融资利率较高（平均约7.4%），同时收购时上市公司产生1.75亿美元杠杆融资（利率约3%+）。目前爱琅融资置换工作已基本完成，首年有望节约1400万美元，节约财务费用逐年递增，公司财务费用率将显著降低。
- **净利率：**2019年起，由于公司毛利率的略微提升和财务费用的节约，预计净利率将呈现上升趋势。

图37：威高股份利润率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

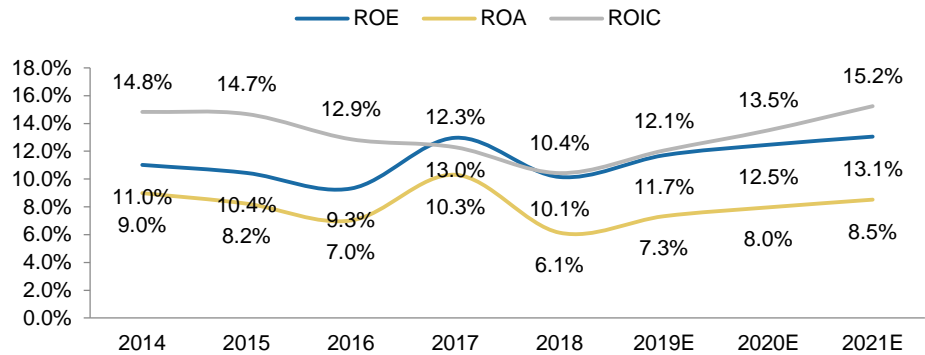
图38：威高股份费用率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## ROE 有望随经营的改善逐步提升

图39: 威高股份盈利能力将逐步提升



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 收入拆分与盈利预测: 骨科和药包驱动增长

### 骨科和药包高增长, 临床护理提供稳定现金流

2019年上半年公司整体收入49.4亿元, 同比增长19.1%; 除爱琅之外, 威高的存续业务收入42.4亿元, 同比增长19.2%, 增长略超预期。其中药品包装(+32.3%)和骨科(+30.3%)表现靓丽, 临床护理(+10.5%)也维持优势地位和温和增长。

- **骨科业务:** 受益进口替代, 增长强劲。当前威高骨科业务中脊柱产品约占收入50%左右, 创伤约占28%左右, 关节占17%。关节当前进口替代空间大, 根据骨科行业协会统计, 骨科关节市场增速约30%, 国产平均增速50-60%, 进口增速约3-5%。公司骨科关节产品齐全, 海星关节技术水平可对标一线, 销售能力强, 关节提升空间大, 未来骨科业务整体有望维持30%增速。
- **药品包装:** 主要为冲管注射器和预灌封注射器, 预充式注射器用于生物制药企业包装疫苗和生物制药产品, 当前国内生物制品行业需求旺, 增速快, 预计公司药品包装业务有望维持25-30%以上的增长。
- **介入:** 主要为爱琅的产品, 2019年中期介入业务中爱琅收入占比约87%。爱琅中国整合良好, 未来将推动爱琅整体增长, 预计有望维持15%以上。
- **临床护理:** 受益行业优胜劣汰和集中度提升, 有望维持温和增长。
- **创伤管理、检验耗材、麻醉手术器械:** 处于培育期, 未来可能迎来高增长。

表10: 威高股份收入拆分和盈利预测 (百万元)

年份	2017	2018	2019E	2020E	2021E	备注
营业收入 (百万元)	6293	8809	10,366	12,032	13,936	
增速 (%)		40.0%	17.7%	16.1%	15.8%	
威高医疗器械	4202	4826	5374	5933	6534	
增速 (%)		14.9%	11.3%	10.4%	10.1%	

临床护理	3581	3892	4,211	4,514	4,830	温和增长, 有望迎来集中度提升
增速 (%)		8.7%	8%	7%	7%	不含塑化剂的一次性使用注射器增长较好
创伤管理	221	300	384	468	562	
增速 (%)		35.5%	28%	22%	20%	
医学检验	119	151	175	201	231	培育期
增速 (%)		26.7%	16%	15%	15%	
麻醉及手术	36	106	170	254	356	培育期
增速 (%)		192.4%	60%	50%	40%	
其他耗材	244	378	435	496	555	
增速 (%)		54.9%	15%	14%	12%	
骨科	870	1181	1558	1995	2493	关节进口替代空间大, 增长强劲
增速 (%)		35.6%	32%	28%	25%	
介入	149	1444	1675	1927	2254	未来爱琅中国有望推动增速加快
增速 (%)		868.6%	16%	15%	17%	
药品包装	719	956	1,300	1,664	2,079	需求刚性, 增速快
增速 (%)		32.9%	36%	28%	25%	
血液管理	352	402	458	513	575	温和增长
增速 (%)		14.1%	14%	12%	12%	

数据来源: wind、公司财报、广发证券发展研究中心

表11: 威高股份估值模型核心假设 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入 (百万元)	6293	8809	10366	12032	13936	
营业成本	-2300	-3420	-3804	-4404	-5045	2018年扣除特殊项目之后毛利率 62.2%;
毛利	3993	5389	6561	7628	8891	特殊项目为: 收购爱琅所致的存货评估增值及
毛利率 (%)	63.5%	61.2%	63.3%	63.4%	63.8%	收购爱琅一次性交易费用
其他收入及收益,净额	173	316	200	200	200	
销售费用	-1922	-2438	-2799	-3249	-3763	销售费用率有望维持稳定
销售费用率 (%)	30.5%	27.7%	27.0%	27.0%	27.0%	
管理费用	-420	-930	-1057	-1215	-1394	收购爱琅无形资产摊销增加
管理费用率 (%)	6.7%	10.6%	10.2%	10.1%	10.0%	
研发费用	-274	-311	-363	-433	-516	公司同时通过资本开支方式进行研发投入
研发费用率 (%)	4.4%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	
营业利润	1550	2026	2543	2931	3419	
营业利润率 (%)	24.6%	23.0%	24.5%	24.4%	24.5%	
财务费用	-24	-284	-275	-211	-205	融资置换有望降低爱琅财务费用
财务费用率 (%)	0.4%	3.2%	2.7%	1.8%	1.5%	
除税前溢利	1528	1775	2323	2780	3284	
所得税	-224	-258	-348	-417	-493	
所得税率 (%)	14.7%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	
持续经营净利润	1303	1517	1974	2363	2792	
已终止经营净利润	524	0				
净利润(含少数股东权益)	1827	1517	1974	2363	2792	

净利润(不含少数股东权益)	1730	1473	1888	2247	2647	
归母净利润-持续经营业务	1256	1473	1888	2247	2647	
净利润增速(%)	13.6%	17.2%	28.2%	19.0%	17.8%	
少数股东损益-持续经营业务	47	44	86	116	145	
扣除特殊项目后归母净利润	1338	1587	1888	2247	2647	扣除收购爱琅所致的存货评估增值及收购爱琅
调整后归母净利润增速(%)	2.2%	18.6%	19.0%	19.0%	17.8%	一次性交易费用之后的归母净利润
净利率	21.3%	18.0%	18.2%	18.7%	19.0%	
EPS(调整前)	0.38	0.33	0.42	0.50	0.59	
EPS(调整后)	0.30	0.35	0.42	0.50	0.59	
当前股价对应 PE(调整后)	20.12	23.63	18.44	15.49	13.15	
当前股价对应 PE(调整后)	26.02	21.94	18.44	15.49	13.15	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

综上, 预计公司 2019-2021 年收入 103.66/120.32/139.36 亿元, 增速分别为 17.7%/16.1%/15.8%; 归母净利润 18.88/22.47/26.47 亿元, 增速分别为 19.0%/19.0%/17.8%, EPS 为 0.42/0.50/0.59 元/股, 当前股价对应 PE 为 18.44/15.49/13.15x。

## 估值与投资建议

### (1) SOTP (Sum Of The Part) 分类加总法估值

表12: 威高股份分部溢利情况(百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
医疗器械产品	4351	5011	5595	6195	6837
经营溢利	864	956	1147	1288	1436
经营溢利率(%)	19.8%	19.1%	20.5%	20.8%	21.0%
骨科产品	870	1181	1558	1995	2493
经营溢利	290	354	517	664	835
经营溢利率(%)	33.3%	30.0%	33.2%	33.3%	33.5%
介入产品		1260	1454	1665	1951
经营溢利		-103	30	100	116
药品包装产品	719	956	1,300	1,664	2,079
经营溢利	251	328	448	581	730
经营溢利率(%)	34.9%	34.3%	34.5%	34.9%	35.1%
血液管理	352	402	458	513	575
经营溢利	44	52	59	66	74
经营溢利率(%)	12.6%	12.9%	12.8%	12.9%	12.9%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表13: 威高股份SOTP估值假设

	医疗器械	骨科	介入(爱琅)	药品包装	血液管理	备注
2020 年经营溢利(百万元)	1288	664	666	581	66	介入数据为 EBITDA, 假设 EBITDA Margin 40%
2020 年净利润(百万元)	1095	565		493	56	假设税率 15%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

给予 2020 年估值倍数	15	28	12.6	25	15	参照收购爱琅时对策, 约为 17 年 EBITDA 12.6x
合理估值 (亿元)	164	158	84	123	8	
上市公司持有权益	100%	81%	89.8%	100%	100%	
上市公司合理估值 (亿元)	164	128	75	123	8	
加总估值 (亿元)	500					
加总估值 (亿港元)	554					
股本 (百万股)	4522					
合理股价 (人民币元/股)	11.05					
合理股价 (港元/股)	12.24					

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

\*汇率: 1 港元=0.9025 人民币元

估值倍数依据: 1) 介入 (爱琅) 参照收购爱琅时对策, 约为 17 年 EBITDA 12.6x; 2) 其他业务: 结合 19-21 年三年增长 CAGR (PEG 约等于 1)、利润率 (高利润率业务给予较高估值) 及可比公司估值。

综上, 公司常规耗材部分估值约 164 亿元, 骨科业务估值约 128 亿元, 介入业务估值约 75 亿元, 药包业务估值约 123 亿元, 血液管理业务估值约 8 亿元, 合计合理市值约 500 亿元 (554 亿港元), 合理估值约 12.24 港元/股, 对应 2020 年 PE 22x。

## (2) DCF 估值

采用 DCF 方法, 股权 beta 为 0.76, WACC=8.8%, 永续增长率=3.0%, 终值为 2029 年, 得到公司合理价值为 12.16 港元/股, 对应 2020 年 PE 22x。

表 14: 威高股份现金流假设 (百万元)

DCF 估值	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	2,543	2,931	3,419	3,898	4,366	4,890	5,379	5,863	6,332	6,775
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	2,161	2,491	2,906	3,313	3,711	4,156	4,572	4,983	5,382	5,759
折旧与摊销	570	570	570	650	728	815	897	977	1,056	1,129
营运资金的净变动	(792)	(601)	(704)	(802)	(899)	(1,006)	(1,107)	(1,207)	(1,303)	(1,394)
资本性投资	(1,180)	(500)	(500)	(570)	(638)	(715)	(787)	(857)	(926)	(991)
FCFF	759	1,961	2,273	2,591	2,902	3,250	3,575	3,897	4,208	4,503

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表 15: 威高股份 WACC 核心假设

核心假设	
WACC	8.8%
股权成本 (根据 CAPM 模型计算 $K_e=R_f+\beta(R_m-E_f)$ )	9.88%
债权成本 (参照公司融资成本, 爱琅 7.4%, 公司 3%+)	6.5%
股权 Beta (近 2 年公司收益率相对恒生指数收益率回归计算)	0.76
无风险利率 (参照十年期国债到期收益率)	3.0%
市场风险溢价 (参考恒生指数近三年年均收益率)	9.0%
目标债权比例	25.0%
企业所得税税率 (医药高新企业所得税率 15%)	15.0%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心



表16: 威高股份的DCF估值

假设项目	
WACC	8.8%
永续增长率	3.0%
终值 (百万元, 2029年)	37,464
风险调整现值 (百万元)	51,261
净负债 (2019E, 百万元)	874
少数股东权益 (百万元)	762
股票价值 (百万元)	49,624
发行股数 (百万股)	4,522
归属股东的每股净现值 (元)	10.97
归属股东的每股净现值 (港元)	12.16

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*汇率: 1港元=0.9025人民币元

表17: 威高股份DCF估值的敏感性分析

	Terminal growth rate (港元)					Terminal growth rate (人民币元)							
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%			
	7.8%	13.01	14.00	15.19	16.66	18.51	7.8%	11.74	12.63	13.71	15.03	16.70	
WACC	8.3%	11.78	12.58	13.53	14.67	16.09	WACC	8.3%	10.63	11.35	12.21	13.24	14.52
	8.8%	10.73	11.39	12.16	13.07	14.18		8.8%	9.68	10.28	10.97	11.80	12.80
	9.3%	9.83	10.38	11.01	11.75	12.64		9.3%	8.87	9.37	9.94	10.61	11.40
	9.8%	9.06	9.51	10.04	10.65	11.37		9.8%	8.17	8.59	9.06	9.61	10.26

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

综上, 结合SOTP估值 (12.24港元) 和DCF估值 (12.16港元), 公司未来一年合理价值为12.20港元/股, 对应2020年PE 22x。威高为中国领先的医疗器械整体解决方案供应商, 高利润率业务的快速增长和财务费用的降低将提升公司盈利能力, 强劲的产品更新换代和领域拓展能力确保公司长期稳健成长, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 威高股份可比公司估值

表18: 威高股份可比公司估值情况 (截止2019年10月18日收盘)

公司代码	公司名称	市值 (亿)	股价 (元)	净利润 (百万人民币元)				PE 估值			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
01066.HK	威高股份	386	8.53	1587	1888	2247	2647	21.94	18.44	15.49	13.15
<b>港股细分龙头公司</b>											
03692.HK	翰森制药	1,525	26.35	1903	2562	3248	4106	63.38	47.08	37.14	29.38
01177.HK	中国生物制药	1,405	11.16	9046	2938	3598	4186	14.01	45.14	35.24	30.29
01093.HK	石药集团	1,085	17.40	3298	3992	4865	5873	29.69	24.53	20.13	16.67
02269.HK	药明生物	1,032	83.00	631	1,036	1641	2532	147.73	89.88	56.78	36.80
01530.HK	三生制药	353	13.94	1277	1187	1768	2079	24.97	26.86	18.04	15.34
01951.HK	锦欣生殖	346	14.20	167	536	643	806	187.25	58.18	48.55	38.72
00570.HK	中国中药	182	3.61	1439	1680	1982	2355	11.40	9.77	8.28	6.97
01521.HK	方达控股	108	5.36	110	163	229	311	88.28	59.58	42.41	31.23
<b>港股医疗器械公司</b>											
01789.HK	爱康医疗	83	7.89	145	190	254	330	51.44	39.24	29.36	22.59
01858.HK	春立医疗	58	42.25	106	200	240	288	49.93	26.37	21.98	18.32
00853.HK	微创医疗	124	7.65	187	370	406	546	66.05	33.46	30.49	22.67
01302.HK	先健科技	60	1.38	121							
<b>A 股医疗器械公司</b>											
002901.SZ	大博医疗	229	56.95	371	462	580	727	61.62	49.56	39.46	31.47
300326.SZ	凯利泰	126	17.48	463	306	394	502	27.30	41.23	32.04	25.13

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*注: 威高股份、中国生物制药、石药集团、三生制药、中国中药为广发证券预测, 其余来自 wind 一致预期预测。

港股股价、市值货币单位为港元, 其他货币单位均为人民币元。原始报表货币换算汇率: 1 美元=7.84 港元; 1 美元=7.10 人民币元

## 风险提示

耗材集采降价超预期;

财务费用支出超预期;

并购整合不及预期

## 附表 1: 威高骨科部分产品
























表19: 威高骨科部分产品

分类	产品	产品	产品	产品	产品	产品
创伤类						
	钛合金锁定钢板	纯钛锁定钢板	踝创伤矫形钢板	DCL 远皮质锁定螺钉	DHS/DCS 接骨板	MINI 接骨板
脊柱类						
	CERVI-LOCK 颈椎前路钢板系统	PCF 3.2 颈椎后路钉棒系统	解剖型颈椎融合器	钛网	Tulip 脊柱内固定系统 (PEEK 棒)	CEOXEN 骨水泥螺钉
人工关节类						
	生物型髋关节假体系统	水泥型髋关节假体系统	无柄髋关节假体系统	定制髋关节假体系统	表面膝关节假体系统	定制膝关节假体系统
海星关节						
	Alpha-Conserv 全 HA 骨保留股骨柄	BIOLOX 陶瓷内衬球头系统	U-Metal 高碳钴铬合金大直径球头系统	WE-Crown 生物型髌臼杯系统	WE-Dome 半髌双极杯	WE-Dome 骨水泥杯系统
海星关节						
	WE-Motion 膝关节系统 股骨髁	WE-Poly 高交联聚乙烯内衬系统	WE-Lock 骨水泥股骨柄系统	WE-Lock 生物型羟基磷灰石全涂层股骨柄	WE-Lock 生物型双锥度喷砂+HA 股骨柄	WE-Motion 膝关节系统 胫骨托

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

## 附表 2: 爱琅部分介入产品

表20: 爱琅部分介入产品

分类	产品	产品	产品	产品	产品	产品
interventional radiology						
	Atrieve Vascular Snare Kit	BioPince Ultra(R) Full Core Biopsy Device	CLEANER XT™ Rotational Thrombectomy System	Option™ ELITE Inferior Vena Cava Filter System	SKATER™ All-Purpose, Nephrostomy, & Biliary Drainage Catheters	SuperCore™ Semi-Automatic Biopsy Instrument
Vascular surgery						
	Arterial Catheter Kits	Arterial Catheter Mini-Kits	Arterial Catheter Trays	Arterial Needles	Axxess™ Percutaneous Introducer Kits	Cardiac Output Bridges & Pole Mounted Manifolds
Interventional cardiology						
	Jawz™ Endomyocardial Biopsy (EMB) Forceps	ACN™ Biopsy Needles	Contrast Management Systems & IV Spikes	Coronary Control Syringes	Fixed Core "J" Tip Guidewires	Fixed Core Straight Guidewires
Hematology oncology						
	Bone Marrow Aspiration Needles	Bone Marrow Harvest Needles	Pediatric Bone Marrow Access Needles	T-Lok™ Bone Marrow Biopsy Trays	T-Lok™ Bone Marrow Biopsy Needles	

**urology**



Tru-Core™ II  
Automatic Biopsy  
Instrument

High Pressure  
Injection Lines

Manifolds

Medication  
Labeling Kit

Medication Syringes

Monitoring  
Accessories

**mammograph  
y**



Fine Needle  
Aspiration Biopsy  
Needles

Fine Needle  
Aspiration Trays

Galactography  
Kits

HSG Catheters

Needle Guides

Pro-Mag™ Ultra  
Automatic Biopsy  
Instrument

**CT &  
Ultrasound**



BioPince Ultra®  
Full Core Biopsy  
Instrument

BioPince™ Full  
Core Biopsy  
Instrument

Biopsy Trays

Drainage Bags

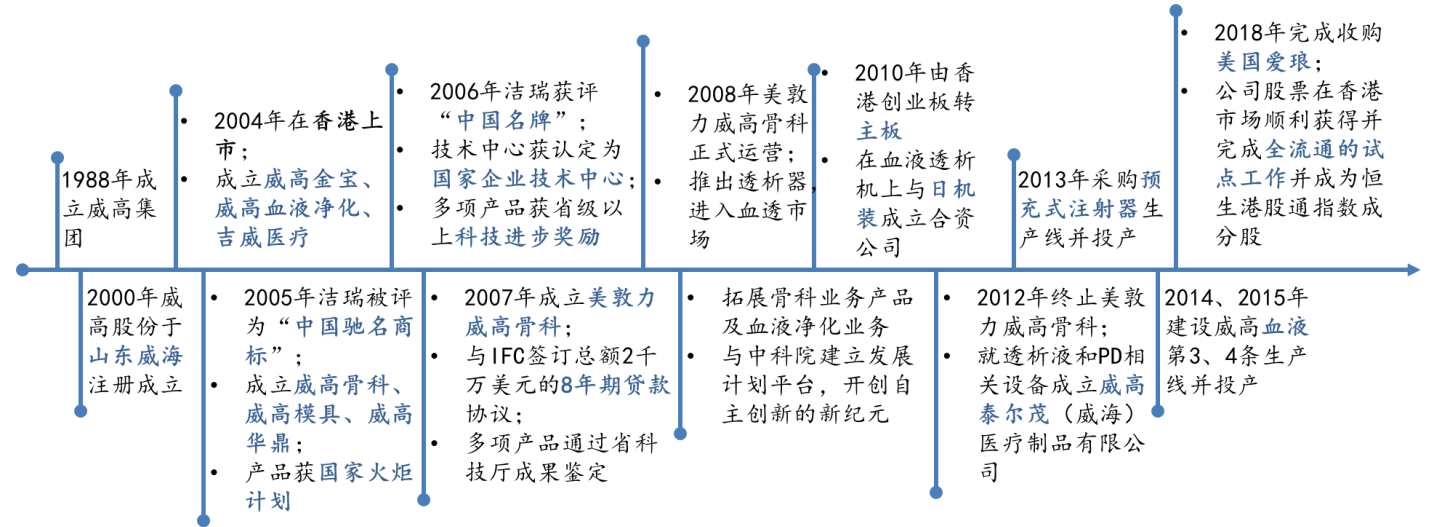
Introducer  
Sheaths/Needles  
(ISN)

Manifolds

数据来源：爱琅官网、广发证券发展研究中心

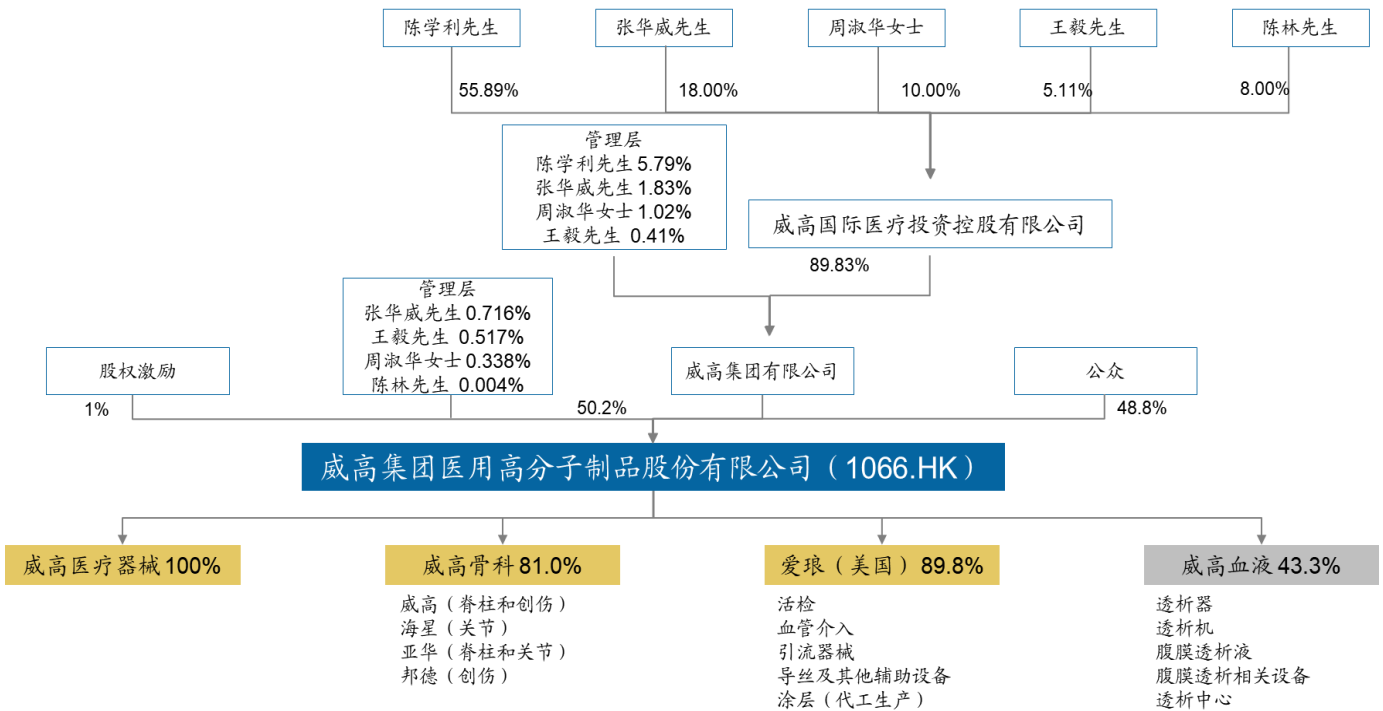
## 附录：威高股份公司基本信息

图40：威高股份发展历史



数据来源：公司业绩简报、公司年报、广发证券发展研究中心

图41：威高股份股权结构图（截至2019年中报披露）



数据来源：wind、公司年报、广发证券发展研究中心



**表21: 威高股份发展历史和历年新产品**

时间	主要发展事件	新上市产品
1988	成立威高集团专注于一次性医用耗材	
2000	集团控股子公司威高股份于山东省威海市注册成立	
2002	获中国医疗器械行业协会评为一次性使用无菌医疗器械行业中三大制造商之一	
2003	与独立第三方共同设立合资公司，用于生产药物涂层心脏支架产品，投资人民币 4,000,000 元。 在香港联合交易所创业板上市；成立威高金宝，占注册资本 51%，代理其洗肾设备和耗材；成立威高血液净化，占注册资本 70%，专注于国际高档的血液净化疗法相关耗材的研发、生产和销售；成立吉威医疗，占注册资本 50%。	留置针、透明避光输液器
2004	洁瑞商标获评中国国内医疗器械行业第一个“中国驰名商标”；成立威高骨科，占注册资本 53%，从事髓内钉系列、钢板系列和接骨螺钉系列以及脊柱内固定系列等高技术、高附加值产品的研发、生产和销售；成立威高模具，持 90% 股权；成立威高华鼎，持有合资公司 51.6% 股权；WG-1 型非 PVC 输液器（超低密度聚乙烯输液器）获“2005 年重点国家火炬计划——高技术产业示范化项目”，聚烯烃热塑性弹性体（TPE）制备及在一次性医疗器械上的应用项目通过国家有关部门鉴定，	药物涂层心脏支架、洗肾设备和耗材、骨科产品（髓内钉系列、钢板系列、接骨螺钉系列、脊柱内固定系列）、预充式注射器、一次性使用卡片式自毁注射器
2005	预充式注射器获国家药监局颁发的产品注册证书。 洁瑞商标获评“中国名牌”称号；WG-1 型非 PVC 输液器（超低密度聚乙烯输液器）获“2006 年重点国家火炬计划——高科技行业模型项目”，集团技术中心获认定为国家企业技术中心，医用避光塑料、聚烯烃热塑性弹性体（TPE）制备及应用、空心纤维血浆分离器及一次性卡片自毁式注射器、一次性试管式留样血袋等新产品获省级以上科技进步奖励。	CT 造影针筒、镇痛泵
2006	成立骨科材料产品分销合营公司美敦力威高骨科器械有限公司，持 49% 股权；与世界银行集团签订总额 2 千万美元的 8 年期贷款协议；收购常州健力邦德医疗器械有限公司 100% 股权；收购北京亚华、威海富迈特贸易有限公司与华威（香港）有限公司；威高骨科的钛网、脊柱内固定系统、金属锁定钢板系统，威高血液的蛋白 A 免疫吸附柱的产业化制备与一次性使用空心纤维血浆分离器，洁瑞附属公司的输液用改性聚丙烯专用料等六项研发产品获省技术创新优秀奖；富血小板血浆（PRP）制备用套装、胚胎移植导管系统、卵母细胞采集系统通过了省科技厅组织的成果鉴定。	热塑性弹性体（TPE）输液器、高档避光精密输液器
2007	美敦力威高骨科器械有限公司正式运营；聚砜膜合成透析器产品项目列入国家高技术产业化示范工程。推出透析器，进入血透市场	血浆分离器、特种流量监控输液器、非 PVC 材料所制造之输液器
2008	拓展骨科产品及血液净化业务，与中科院建立发展计划平台，开创自主创新的新纪元	
2009	由香港创业板转为主板；威高血液取得政府批准，可开始独立营运透析中心；威高血液与日机装株式会社注册成立合资公司，建立人工透析业务战略性业务联盟，拥有 51% 权益，已开始运营。	
2010	出售持有 50% 股权的吉威医疗的心脏支架业务于新加坡柏盛公司	
2011	与美敦力达成协议，提前终止骨科分销公司；威高日机装（威海）透析机器有限公司取得产品注册证投产；与泰尔茂共同出资设立威高泰尔茂（威海）医疗制品有限公司，持有合资公司 50% 权益。	
2012	投资人民币 60,000,000 元采购预充式注射器新生产线并投产	
2013	威高血液第三条生产线建设完毕，投入生产	冲管注射器
2014	威高血液第四条生产线建设完毕，投入生产	
2015	威高血液完成增资，成为公司的联营公司，不再合并报表	
2017	收购美国介入器材领先生产商爱琅；公司股票在香港市场顺利获得并完成全流通的试点工作并成为	
2018	恒生港股同指数成分股。	爱琅介入系列产品

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表22: 威高股份核心管理层

董事会	年龄	职位	加入时间	过往经历及在公司的职位
张华威先生	55	董事长	2000年	公司董事长兼威高集团公司主席, 曾任威高集团公司副厂长、威高集团公司总经理、副董事长、公司总经理。分别于1996年和1998年毕业于山东大学威海分校经济管理学系和政治经济学; 2004年毕业于中国人民大学商学院
弓剑波先生	51	执行董事	2005年	公司执行董事兼威高骨科总经理、行政总裁、执行董事、提名委员会主席, 于中国医疗设备行业拥有逾20年经验。1987年毕业于常州市武进前黄学校; 1988年加入常州市武进第三医疗器械厂, 曾担任厂长助理并参与技术及销售部门工作, 后晋升厂长
龙经先生	44	执行董事	2005年	首席执行官兼执行董事, 中国注册会计师, 负责公司营销管理工作, 于中国医疗器械行业拥有逾十年的销售及市场推广经验, 曾任公司销售管理部副经理、销售经理。1996年: 山东经济学院市场营销学士学位; 1996年-2002年: 山东省塑料工业总公司销售主管, 负责原材料的销售及市场推广; 2005年: 山东大学工商管理硕士学位
王毅先生	59	执行董事	2000年	副主席兼执行董事, 曾任威高集团公司生产科长、第二分厂主管、第三分厂经理、公司常务副总经理等职; 1994年-1997年: 山东干部函授大学攻读工商管理
周淑华女士	62	非执行董事	2000年	非执行董事兼威高集团公司财务副总经理。1999年-2001年: 山东大学威海分校修工商管理; 1984年-1989年: 田村橡胶制品厂材料会计、西郊木器厂会计; 1989年加入威高集团, 担任公司财务部财务科长、财务部经理及财务副总经理等职
卢伟雄先生	59	独立非执行董事	2013年	澳洲特许会计师工会会员及香港会计师公会资深会员, 拥有审计、财务及管理方面经验。亦为新天地地产集团有限公司独立非执行董事、招商局地产控股股份有限公司独立董事。1985年: 澳洲北昆士兰詹姆斯库克大学商学学士学位; 1998年-2002年: 华润投资开发有限公司董事兼财务总监; 2011年-2013年: 毅力工业集团有限公司的独立非执行董事; ; 2017年-2018年: 勤泰集团有限公司独立非执行董事
付明仲女士	68	独立非执行董事	2011年	公司独立非执行董事兼北京康辰药业独立董事, 国药控股总经理兼执行董事、深圳一致药业董事。中国医药商业协会执行会长, 高级经济师及副主任药师并拥有逾40年工作经验, 尤其是于药品及保健品行业方面的管理经验。
王锦霞女士	64	独立非执行董事		高级经济师, 中国非处方药协会高级顾问, 拥有逾30年工作经验, 尤其是药品流通及医药行业的管理经验。现亦为九州通医药集团股份有限公司、哈药集团人民同泰医药股份有限公司及新疆同济堂健康产业股份有限公司独立董事。1983年: 东北财经大学经济学学士学位; 1977年起: 历任中国医药公司财务处副处长、信息处处长、中国医药商业协会秘书长及副会长以及中国医药商业协会连锁药店分会负责人
管理层	年龄	职位	加入时间	过往经历
鞠洪峰先生	44	副总经理	2002年	曾任公司财务与会计部经理、财务总监、威高集团有限公司运营总监兼医药分销事业部总经理、公司生产与供应链副总经理, 于中国医疗器械行业拥有逾十年财务及运营方面宝贵经验。毕业于山东大学, 2014年获西北大学工商管理硕士学位
吴雪峰先生	40	财务总监	2001年	财务总监, 于会计及财务方面拥有逾15年丰富经验。2001年起: 历任公司制造财务部经理、销售财务部经理、威高集团有限公司风险管理部经理、威高集团有限公司医药分销事业部财务总监。吴先生毕业于黑龙江齐齐哈尔大学, 2016年获美国密苏里州立大学企业管理硕士学位。
黄妙玲女士	50	公司秘书	2006年	香港特许秘书工会及英国特许秘书及行政人员公会资深会员, 于企业融资及管理方面拥有逾十八年经验。

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>9,056</b>	<b>10,718</b>	<b>11,923</b>	<b>14,460</b>	<b>17,395</b>
货币资金	3,785	3,812	4,402	5,911	7,686
应收及预付	3,687	4,453	5,169	5,999	6,949
存货	805	1,137	1,251	1,448	1,659
其他流动资产	780	1,315	1,102	1,102	1,102
<b>非流动资产</b>	<b>7,727</b>	<b>13,269</b>	<b>13,843</b>	<b>13,759</b>	<b>13,675</b>
长期股权投资	938	971	1,006	1,006	1,006
固定资产	3,912	4,468	5,018	5,168	5,318
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	42	2,410	2,470	2,250	2,030
其他长期资产	2,835	5,421	5,349	5,335	5,321
<b>资产总计</b>	<b>16,783</b>	<b>23,987</b>	<b>25,766</b>	<b>28,219</b>	<b>31,071</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,300</b>	<b>3,327</b>	<b>3,923</b>	<b>4,350</b>	<b>4,807</b>
短期借款	98	131	838	838	838
应付及预收	2,018	2,800	2,710	3,137	3,594
其他流动负债	183	396	375	375	375
<b>非流动负债</b>	<b>839</b>	<b>5,469</b>	<b>4,961</b>	<b>4,961</b>	<b>4,961</b>
长期借款	804	5,093	4,612	4,612	4,612
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	376	349	349	349
<b>负债合计</b>	<b>3,139</b>	<b>8,796</b>	<b>8,884</b>	<b>9,311</b>	<b>9,768</b>
股本	452	452	452	452	452
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	12,879	13,943	15,548	17,458	19,707
归属母公司股东权益	13,338	14,515	16,120	18,030	20,280
少数股东权益	306	676	762	878	1,023
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,783</b>	<b>23,987</b>	<b>25,766</b>	<b>28,219</b>	<b>31,071</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>6,293</b>	<b>8,809</b>	<b>10,366</b>	<b>12,032</b>	<b>13,936</b>
营业成本	-2,300	-3,420	-3,804	-4,404	-5,045
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-1,922	-2,438	-2,799	-3,249	-3,763
管理费用	-420	-930	-1,057	-1,215	-1,394
研发费用	-274	-311	-363	-433	-516
财务费用	-24	-284	-275	-211	-205
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	173	316	200	200	200
<b>营业利润</b>	<b>1,550</b>	<b>2,026</b>	<b>2,543</b>	<b>2,931</b>	<b>3,419</b>
营业外收支	-23	-251	-220	-151	-135
<b>利润总额</b>	<b>1,528</b>	<b>1,775</b>	<b>2,323</b>	<b>2,780</b>	<b>3,284</b>
所得税	-224	-258	-348	-417	-493
<b>净利润</b>	<b>1,827</b>	<b>1,517</b>	<b>1,974</b>	<b>2,363</b>	<b>2,792</b>
少数股东损益	47	44	86	116	145
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,730</b>	<b>1,473</b>	<b>1,888</b>	<b>2,247</b>	<b>2,647</b>
EBITDA	1,915	2,589	3,113	3,501	3,989
EPS (元/股)	0.30	0.35	0.42	0.50	0.59

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,267</b>	<b>2,219</b>	<b>2,041</b>	<b>2,557</b>	<b>2,877</b>
净利润	1,827	1,517	1,974	2,363	2,792
折旧摊销	365	563	570	570	570
营运资金变动	-589	-37	-792	-601	-704
其它	-336	177	289	225	219
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,808</b>	<b>-6,087</b>	<b>-1,100</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
资本支出	-1,429	-795	-1,180	-500	-500
投资变动	-288	-5,627	80	0	0
其他	-91	335	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>261</b>	<b>3,875</b>	<b>-351</b>	<b>-548</b>	<b>-602</b>
银行借款	604	5,558	707	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-343	-1,683	-1,059	-548	-602
<b>现金净增加额</b>	<b>-280</b>	<b>7</b>	<b>589</b>	<b>1,509</b>	<b>1,775</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,072</b>	<b>3,785</b>	<b>3,812</b>	<b>4,402</b>	<b>5,911</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3,785</b>	<b>3,812</b>	<b>4,402</b>	<b>5,911</b>	<b>7,686</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-6.50%	39.99%	17.67%	16.07%	15.83%
营业利润增长	11.35%	35.19%	20.23%	12.48%	13.94%
归母净利润增长	2.22%	18.61%	18.97%	19.02%	17.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.45%	61.18%	63.30%	63.40%	63.80%
净利率	17.40%	18.02%	19.05%	19.64%	20.03%
ROE	12.97%	10.15%	11.71%	12.46%	13.05%
ROIC	12.29%	10.43%	12.05%	13.51%	15.24%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	18.70%	36.67%	34.48%	32.99%	31.44%
净负债比率	-21.83%	7.83%	5.18%	-3.36%	-11.31%
流动比率	3.94	3.22	3.04	3.32	3.62
速动比率	3.59	2.88	2.72	2.99	3.27
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.37	0.40	0.43	0.45
应收账款周转率	1.71	2.15	2.17	2.17	2.17
存货周转率	2.86	3.01	3.04	3.04	3.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.35	0.42	0.50	0.59
每股经营现金流	0.28	0.49	0.45	0.57	0.64
每股净资产	3.02	3.36	3.73	4.18	4.71
<b>估值比率</b>					
P/E	26.02	21.94	18.44	15.49	13.15
P/B	2.55	2.29	2.06	1.84	1.63
EV/EBITDA	16.78	14.17	11.71	10.01	8.38

## 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。
- 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。

## 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 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



营业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。