

方正证券研究所证券研究报告

爱康医疗(01789)

公司研究

医药生物行业

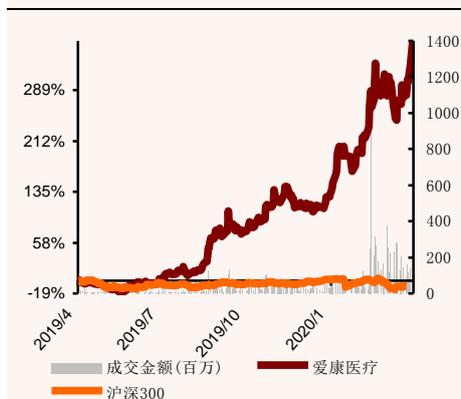
公司事件点评报告

2020.04.06/强烈推荐(维持)

首席医药分析师: 周小刚
 执业证书编号: S1220517070001
 E-mail zhouxiaogang@foundersc.com
分析师: 张一弛
 执业证书编号: S1220520020001
 E-mail zhangyichi@foundersc.com

公司于 2020 年 4 月 6 日公告,公司以 4020 万美元的价格收购美敦力康辉控股全资拥有的北京理贝尔生物工程研究所有限公 司 100% 股权。北京理贝尔是一家具有历史和品牌知名度的中国 骨科企业。

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《业绩高增长, 3D 打印产品持续突破》
 2020.03.24
 《3D 打印为矛的骨科平台型公司》
 2020.03.06

请务必阅读最后特别声明与免责条款

北京理贝尔在脊柱、创伤领域精耕细作 24 年,是一家历史悠久、 产品线齐全的公司。北京理贝尔成立于 1996 年,长期专注于骨 科脊柱和创伤领域,拥有完整的产品线、稳定的产品质量以及 成熟的销售渠道。根据 NMPA 数据查询,理贝尔拥有“椎间融合 器”、“胸腰椎前路钉棒系统”、“脊柱前路钢板系统”、“通用脊 柱内固定器”等一系列脊柱产品,以及数个创伤类产品,合计 17 本骨科相关注册证。理贝尔 18-19 年收入分别为 1.40 亿元 和 8583 万元,18-19 年除税后溢利分别为 731 万元和 967 万元。 此次收购有望帮助公司快速进入脊柱和创伤领域。

3D 打印技术助力业务协同,打造骨科平台型公司。公司目前已 经拥有 3D 打印技术开发的脊柱融合系统和人工椎体,并形成 规模化的销售。此次收购将帮助公司快速丰富传统脊柱领域的 产品线;同时,公司拥有 3D ITI 术前规划、3D 导板技术和 3D 骨填充系统,有望与理贝尔公司丰富的创伤产品线结合,进一 步推动创伤产品组合的扩展与创新。根据三友医疗招股书披露, 中国骨科植入耗材行业 2018 年规模为 258 亿元,13-18 年 CAGR 为 17%;此次公司通过收购,快速进入了脊柱与创伤的细分市 场,脊柱行业 2018 年规模为 73 亿元,13-18 年 CAGR 为 17%, 创伤行业规模为 77 亿元,13-18 年 CAGR 为 15%。此次爱康细分 行业的拓展,有望进一步打开公司长期的发展空间,为打造骨 科平台型公司迈出了坚实的一步。

盈利预测:我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.51 亿元、4.67 亿元和 6.15 亿元,同比增长 32%、33%和 32%;对 应 2020-2022 年 PE 分别为 55X、41X 和 31X。公司为国内人工 关节领域稀缺标的,人工关节行业有望持续快速增长,公司 3D 打印产品优势明显,管理层优秀,行业龙头地位稳固,并通过 收购进入骨科其他细分领域,打开了长期发展空间;后续集采 政策与医保控费政策持续推进下,行业集中度与国产替代率有 望持续提升,利好国产龙头企业。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:收购失败的风险;国家带量采购政策降价幅度超预期 的风险;公司各省招标落标的风险;此次新冠疫情对公司经营 影响的风险;骨科行业需求不及预期的风险;突发事件风险

盈利预测:

| 单位/百万 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 926.71 | 1208.56 | 1596.98 | 2099.62 |
| (+/-) (%) | 54.31 | 30.41 | 32.14 | 31.47 |
| 净利润 | 266.99 | 351.39 | 467.15 | 615.15 |
| (+/-) (%) | 84.21 | 31.61 | 32.94 | 31.68 |
| EPS(元) | 0.24 | 0.32 | 0.42 | 0.56 |
| P/E | 72.49 | 55.08 | 41.43 | 31.46 |

数据来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表

单位：人民币百万元

| 报告期间: | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 600.56 | 926.71 | 1,208.56 | 1,596.98 | 2,099.62 |
| 销售成本 | 191.68 | 283.45 | 364.66 | 458.69 | 593.45 |
| 毛利 | 408.88 | 643.25 | 843.90 | 1,138.29 | 1,506.17 |
| 其他收入-净额 | 0.00 | 0.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业开支 | 243.15 | 348.06 | 426.62 | 582.90 | 776.86 |
| 其中：销售费用 | 122.88 | 175.33 | 217.54 | 295.44 | 388.43 |
| 管理费用 | 74.13 | 92.20 | 112.40 | 151.71 | 209.96 |
| 研发费用 | 45.60 | 80.53 | 96.68 | 135.74 | 178.47 |
| 其他费用 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营利润 | 165.73 | 296.02 | 417.28 | 555.40 | 729.31 |
| 加：财务收入 | 5.15 | 5.88 | 4.15 | 6.31 | 10.00 |
| 减：财务费用 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 加：权益性投资损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营性损益 | 3.63 | 19.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 除所得税前利润 | 174.50 | 321.40 | 421.38 | 561.66 | 739.26 |
| 减：所得税 | 29.56 | 54.41 | 69.99 | 94.51 | 124.11 |
| 合并报表净利润 | 144.94 | 266.99 | 351.39 | 467.15 | 615.15 |
| 归属于母公司所有的净利润 | 144.94 | 266.99 | 351.39 | 467.15 | 615.15 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

资产负债表

单位:人民币百万元

报告截止日:

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产: | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 421.05 | 276.52 | 420.84 | 666.53 | 1,175.14 |
| 交易性金融资产 | 35.66 | 0.00 | 0.00 | -17.83 | -26.75 |
| 应收账款及票据 | 201.87 | 389.82 | 451.61 | 632.05 | 807.11 |
| 存货 | 166.40 | 229.33 | 305.42 | 377.53 | 492.70 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 222.39 | 143.05 | 269.90 | 291.00 |
| 流动资产合计 | 824.99 | 1,118.06 | 1,320.91 | 1,928.17 | 2,739.21 |
| 非流动资产: | | | | | |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 165.55 | 284.38 | 270.16 | 256.66 | 243.82 |
| 无形资产 | 38.15 | 35.58 | 33.80 | 32.11 | 29.67 |
| 持有至到期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 可供出售金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 商誉 | 27.83 | 29.35 | 29.35 | 29.35 | 29.35 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 递延所得税资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 36.29 | 14.86 | 14.86 | 14.86 | 14.86 |
| 非流动资产合计 | 267.81 | 364.17 | 348.17 | 332.97 | 317.70 |
| 资产总额 | 1,092.80 | 1,482.23 | 1,669.08 | 2,261.14 | 3,056.91 |
| 流动负债: | | | | | |
| 短期借款 | 0.60 | 1.70 | 1.70 | 1.70 | 1.70 |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 55.87 | 79.00 | 103.91 | 129.26 | 168.16 |
| 应交税金 | 35.45 | 31.71 | 56.35 | 64.55 | 91.38 |
| 应付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 136.56 | 215.46 | 277.91 | 369.27 | 484.15 |
| 流动负债合计 | 228.49 | 327.88 | 439.87 | 564.78 | 745.40 |
| 非流动负债: | | | | | |
| 长期借款 | 0.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 22.21 | 38.34 | 38.34 | 38.34 | 38.34 |
| 非流动负债合计 | 22.56 | 38.34 | 38.34 | 38.34 | 38.34 |
| 股东权益: | | | | | |
| 优先股 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 库存股 | 3.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股股本 | 8.78 | 8.89 | 8.89 | 8.89 | 8.89 |
| 储备 | 832.04 | 1,107.12 | 1,458.51 | 1,925.66 | 2,540.80 |
| 其他 | 4.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司权益总额 | 841.76 | 1,116.01 | 1,467.40 | 1,934.55 | 2,549.69 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 841.76 | 1,116.01 | 1,467.40 | 1,934.55 | 2,549.69 |
| 负债及股东权益合计 | 1,092.80 | 1,482.23 | 1,669.08 | 2,261.14 | 3,056.91 |

现金流量表

单位:人民币百万元

| 报告期间: | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|----------------|----------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 144.94 | - | 351.39 | 467.15 | 615.15 |
| 折旧与摊销 | 19.34 | - | 16.00 | 15.20 | 14.42 |
| 营运资本变动: | -42.02 | - | 53.45 | -254.49 | -130.72 |
| 存货的减少 | - | - | -76.09 | -72.11 | -115.18 |
| 应收款项的减少 | - | - | -61.79 | -180.44 | -175.07 |
| 其他流动资产的减少 | - | - | 79.34 | -126.85 | -21.10 |
| 递延所得税资产的减少 | - | - | - | - | - |
| 应付款项的增加 | - | - | 24.91 | 25.35 | 38.91 |
| 应交税费的增加 | - | - | 24.64 | 8.20 | 26.83 |
| 其他流动负债的增加 | - | - | 62.44 | 91.36 | 114.88 |
| 其他非现金调整 | 5.74 | - | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 127.99 | - | 420.89 | 227.91 | 498.89 |
| 处置资产取得的收益 | 0.21 | - | - | - | - |
| 资本性投资: | -73.53 | - | - | - | 0.86 |
| 固定资产 | - | - | - | - | - |
| 无形资产 | - | - | - | - | 0.86 |
| 商誉 | - | - | - | - | - |
| 权益性投资 | - | - | - | - | - |
| 长短期投资款项: | -35.00 | - | - | 17.83 | 8.92 |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - |
| 交易性金融资产 | - | - | - | 17.83 | 8.92 |
| 交易性金融负债 | - | - | - | - | - |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 其他投资活动 | -115.22 | - | - | - | - |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -223.55 | - | - | 17.83 | 9.77 |
| 股权融资 | 24.40 | - | - | - | - |
| 债权融资 | - | - | - | - | - |
| 支付的利息和股利 | -32.01 | - | -0.05 | -0.05 | -0.05 |
| 其他融资活动 | 3.44 | - | - | - | - |
| 计算短期外部融资前融资活动产生的现金流量 | - | - | -0.05 | -0.05 | -0.05 |
| 短期外部融资 | - | - | - | - | - |
| 融资活动产生的现金流量净额 | -4.18 | - | -0.05 | -0.05 | -0.05 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -96.43 | - | 420.84 | 245.69 | 508.61 |
| 现金及现金等价物期初余额 | 517.48 | - | - | 420.84 | 666.53 |
| 现金及现金等价物期末余额 | 421.05 | - | 420.84 | 666.53 | 1,175.14 |

数据来源: wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

| | 北京 | 上海 | 深圳 | 长沙 |
|---------|---|---|---|---|
| 地址： | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037) | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120) | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000) | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015) |
| 网址： | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com |