

爱康医疗 (1789 HK)

稳健增长，风险可控

概要。由于国内制药企业将在 2019 年下半年面临第二轮带量集采，目前上行空间有限，现时我们偏好可预见性较高及稳定增长的公司，我们认为爱康医疗是可以长期持有的良好目标。我们认为爱康将继续受益于 1) 骨关节植入物行业进口替代，2) 细分板块中行业风险可控。我们将爱康 19/20 财年收入预测提高 6%/8.3%，并预期 18-21 财年的销售复合年增长率为 30.6%。我们上调 12 个月目标价至 6.50 港元，股价上行空间为 62.1%。维持买入。

■ **上调 19/20 财年收入预测 6.0%/8.3%。**公司 18 财年的总收入同比增长 61.1% 至 6.01 亿元人民币（内生增长 42.7%，剔除 JRI 并表影响），净利润 1.45 亿元人民币，同比增长 37.5%，业绩符合我们之前预期。常规产品增长 56.8%，3D 打印产品增长 109.1%。爱康从跨国公司获得更多市场份额，以销售额计市占率由 2017 年的 7.5% 上升到 2018 年的 9.3%。在 18 财年，爱康于二三级医院的渗透率有所提高，覆盖超过 5,000 家医院，对比 17 财年的 3,700 家和 16 财年的 2,000 家。由于公司的学术推广持续增加及医院覆盖范围扩大，我们上调对爱康的 19/20 财年收入预测 6.0%/8.3%，并预计 18-21 财年的收入复合年增长率为 30.6%。

■ **进口替代加速，降价可控。**考虑到 1) 公司产品线全面，包括常规植入物和独家上市的 3D 打印产品；2) 目前政策利好国产品牌，以及 3) 较外资品牌拥有价格优势，我们相信爱康将从外资品牌手中抢占更多市场份额。我们亦从同业的 19 财年一季报中看到行业增长的正面指引。创领领域的龙头公司大博医疗 (002901 CH) 在 18 财年录得 30% 的销售增长，在今年一季度录得 40.3% 的增长，超出市场预期。脊椎植入物龙头公司上海凯利泰 (300326 CH) 在今年一季度增长 24%，这些均反映骨科植入物行业进口替代仍在持续。市场普遍担忧器械招采降价，事实上，国产骨科产品出厂价和终端零售价的溢价较多，目前招标降价幅度足以让分销商消化。由于骨科植入物市场目前产能分散，较不可能出现药品市场的带量集采。

■ **估值吸引，维持买入评级，目标价 6.50 港元。**我们上调收入预测，以反映常规植入物增速超预期。由于学术推广活动持续增加，我们提高了销售费用预测。因此，我们下调 19/20 财年净利润预测 5%/5%。基于 DCF 推算至 19 财年的最新目标价为 6.50 港元。爱康目前股价相当于 19 财年 18.2 倍预测市盈率，或 0.57 倍 PEG，相对香港上市同业平均的 18.2 倍市盈率和 0.8 倍 PEG，估值吸引。催化剂：1) 定制化 3D 打印植入物获批，及 2) 并购。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	373	601	803	1,048	1,338
同比增长(%)	37.6	61.1	33.8	30.5	27.6
净收入(百万元人民币)	105	145	190	254	330
每股盈利(元人民币)	0.14	0.14	0.18	0.24	0.32
每股盈利变动(%)	34.7	0.6	31.1	33.7	29.8
市盈率(倍)	24.0	23.9	18.2	13.6	10.5
市帐率(倍)	3.8	4.1	3.6	3.0	2.5
股息率(%)	2.9	1.8	1.6	2.2	2.9
权益收益率(%)	15.8	17.2	19.6	21.9	23.5
净负债率(%)	净负债	净负债	净负债	净负债	净负债

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (上调)

目标价	HK\$6.50
(此前目标价)	HK\$6.30
当前股价	HK\$3.88
潜在升幅	+62.1%

中国医药行业

葛晶晶

(852) 3761 8778
abcd@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	4,039
3 月平均流通量(百万港元)	10.60
52 周内股价高/低(港元)	6.78/3.80
总股本(百万)	1,040.5

资料来源：彭博

股东结构

管理层	63.9%
Orbimed	7.23%
流通股	28.87%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.3%	-4.8%
3-月	-7.2%	-13.6%
6-月	5.5%	5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

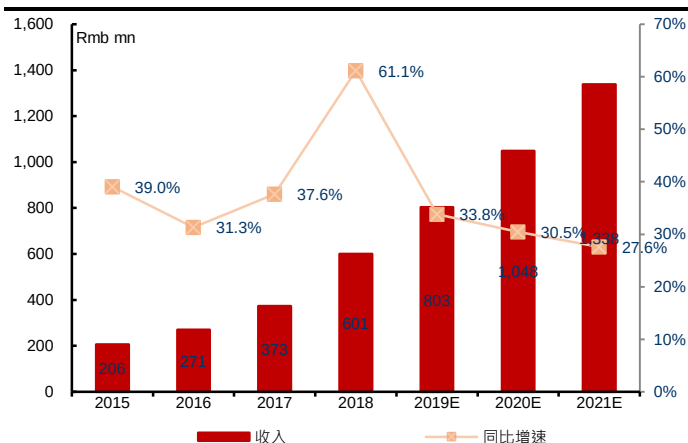
审计师：毕马威

近期报告

1. 基本面稳健，看好长期发展 - 2019 年 1 月 21 日
2. 首发_骨关节植入物龙头厂商，拥有独家 3D 打印植入物 - 2018 年 11 月 16 日
3. 高增长维持，估值不高 - 2018 年 5 月 23 日

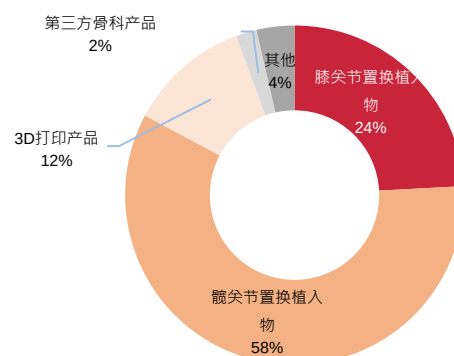
标题：重要图表

图 1：收入增速和预测



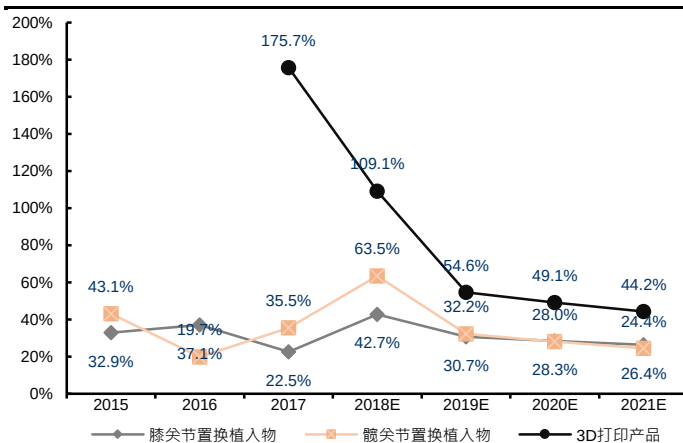
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 2：18 财年收入分布



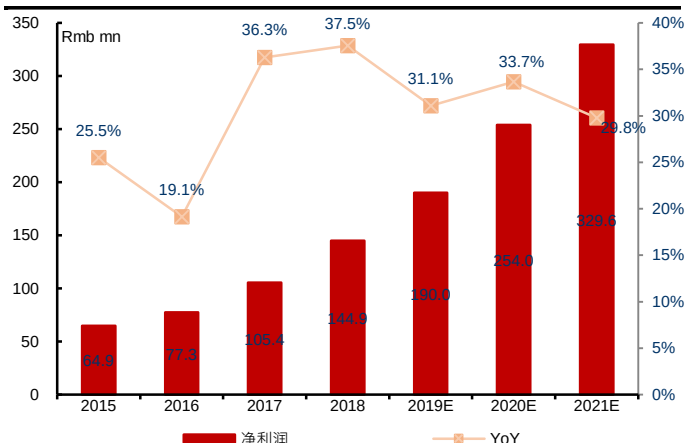
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 3：不同业务增速预测



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 4：净利润预测



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 5：18 财年业绩变化

	2H17	2H18	按年增长	2017	2018	按年增长	2018E	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
膝关节	54	72	33.1%	102	145	42.7%	132	9.8%
髌关节	121	190	57.0%	215	352	63.5%	369	-4.6%
3D打印产品	24	43	80.4%	33	70	109.1%	67	4.6%
第三方代理产品	8	6	-27.4%	15	12	-20.4%	8	58.2%
其他产品	4	15	332.4%	7	22	194.3%	9	143.8%
收入	210	326	54.9%	373	601	61.1%	585	2.7%
销售成本	(58)	(107)	85.0%	(109)	(192)	76.0%	(181)	6.1%
毛利	152	218	43.4%	264	409	55.0%	404	1.2%
其他收入	1	4	444.1%	3	5	84.4%	3	84.4%
分销开支	(31)	(73)	136.5%	(50)	(123)	143.8%	(105)	16.8%
行政开支	(38)	(38)	1.4%	(56)	(74)	31.8%	(76)	-2.9%
研发开支	(17)	(26)	52.8%	(35)	(46)	30.4%	(55)	-16.9%
经营利润	67	85	27.0%	125	171	37.1%	170	0.6%
净财务成本	0	1	6494.4%	0	3	559.9%	8	-58.8%
税前利润	67	87	28.8%	125	175	39.2%	178	-2.0%
税项	(12)	(13)	9.4%	(20)	(30)	47.8%	(29)	3.7%
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	N/A	0	N/A
净利润	55	74	32.9%	105	145	37.5%	150	-3.1%
毛利率	72.4%	67.0%	-5.4ppt	70.8%	68.1%	-2.2ppt	69.1%	1ppt
经营利润率	32.0%	26.2%	-5.8ppt	33.5%	28.5%	-0.3ppt	29.1%	0.6ppt
净利率	26.3%	22.6%	-3.7ppt	28.3%	24.1%	-1.1ppt	25.6%	1.5ppt

资料来源：公司及招银国际证券预测

图 6：盈利预测变化

	2019E			2020E		
	旧	新	改变	旧	新	改变
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
膝关节	169	190	12.3%	213	243	14.5%
髌关节	449	465	3.6%	535	596	11.5%
3D打印产品	120	108	-10.2%	197	161	-18.4%
第三方代理产品	9	14	59.1%	11	17	59.1%
其他产品						
收入	758	803	6.0%	968	1,048	8.3%
销售成本	(223)	(242)	8.6%	(276)	(310)	12.3%
毛利	535	561	5.0%	692	739	6.7%
其他收入	3	5	84.4%	3	5	84.4%
分销开支						
行政开支	(136)	(164)	20.5%	(174)	(214)	23.1%
研发开支	(71)	(72)	1.7%	(91)	(94)	3.9%
经营利润	232	219	-5.5%	308	290	-5.9%
净财务成本	7	10	50.1%	9	12	38.5%
税前利润	238	229	-3.9%	317	302	-4.7%
税项	(38)	(39)	2.1%	(51)	(48)	-4.7%
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	N/A
净利润	200	190	-5%	266	254	-5%
毛利率	70.6%	69.9%	-0.7ppt	71.5%	70.5%	-1.1ppt
经营利润率	30.6%	27.3%	-3.3ppt	31.9%	27.7%	-4.2ppt
净利率	26.4%	23.6%	-2.8ppt	27.5%	24.2%	-3.3ppt

资料来源：公司及招银国际证券预测

估值

图 7: DCF

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币
息税折旧前利润	219	290	377	486	614
税	(39)	(48)	(63)	(81)	(103)
折旧摊销	31	42	52	58	61
资本开支	(100)	(100)	(50)	(30)	(30)
营运现金变动	89	(57)	(15)	(69)	(27)
自由现金流	200	126	302	363	515
终值					6,516
	200	126	302	363	7,031
公司价值	5,230				
减: 负债及优先股	0				
银行存款及保证金	571				
股权价值	5,801				
股本数量	1,038				
每股价值(人民币)	5.59				
每股价值(港元)	6.50				
	0				
无风险利率	4.0%				
Beta	1.0				
风险溢价	9.1%				
股权成本	12.7%				
债务成本	6.0%				
WACC	11.1%				
终值增长率	3.0%				

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 8: DCF

终值增长率 / WACC	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.8%	14.3%
0.5%	6.70	6.30	6.00	5.70	5.40	5.20	4.90
1.0%	7.10	6.70	6.30	5.90	5.60	5.40	5.10
1.5%	7.50	7.00	6.60	6.20	5.90	5.60	5.30
2.0%	7.90	7.40	6.90	6.50	6.10	5.80	5.50
2.5%	8.50	7.90	7.30	6.80	6.40	6.10	5.70
3.0%	9.10	8.40	7.80	7.20	6.80	6.30	6.00
3.5%	9.90	9.00	8.30	7.70	7.10	6.70	6.30

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 9: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$mn	市盈率(x)			市净率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回报率(%)			EPS CAGE	PEG
				FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18-21E	FY19E
爱康医疗	1789	3.88	4,039	23.9	18.2	13.6	4.1	3.6	3.0	18.3	11.4	8.4	19.2	19.6	21.2	32%	0.5
港股器械																	
春立医疗	1858	17.36	2,402	12.0	16.1	12.5	2.0	2.8	2.4	N/A	9.9	8.0	18.1	20.6	20.5	22%	0.7
威高股份	1066	7.44	33,646	16.9	16.4	14.1	1.7	1.8	1.7	11.3	12.3	11.1	10.6	11.6	12.3	15%	1.1
微创医疗	853	7.33	11,745	60.3	37.4	28.3	3.6	3.2	3.0	22.4	16.9	15.8	5.7	9.0	10.1	40%	0.9
普华和顺	1358	1.22	1,914	12.2	5.5	N/A	0.3	0.5	N/A	35.4	N/A	N/A	45.9	9.7	N/A	N/A	N/A
昊海生物科技	6826	47.50	7,602	13.3	13.2	11.5	1.5	1.5	1.4	N/A	9.2	7.3	12.2	12.6	13.4	17%	0.8
先健科技	1302	1.62	7,011	47.0	20.3	20.9	4.6	4.3	3.5	28.2	20.4	15.3	10.6	15.6	17.2	N/A	N/A
Sisram Med	1696	4.75	2,100	10.3	N/A	N/A	0.7	0.8	0.7	4.4	N/A	N/A	7.2	7.7	8.4	N/A	N/A
			平均	24.5	18.2	16.8	2.3	2.3	2.2	20.0	13.4	11.0	16.2	13.3	14.7	25%	0.8
A股同业																	
大博医疗	002901	31.84	12,797	31.8	26.5	21.0	8.3	7.2	5.9	N/A	N/A	N/A	27.9	26.9	27.8	25%	1.0
凯利泰	300326	10.00	7,196	13.2	23.3	18.2	N/A	2.6	2.3	N/A	N/A	N/A	N/A	11.8	13.1	N/A	N/A
			平均	22.5	24.9	19.6	8.3	4.9	4.1	N/A	N/A	N/A	27.9	19.4	20.5	0.3	1.0

资料来源: 公司及招银国际证券预测, 彭博

图 10：敏感性分析



资料来源：公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17E	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	373	601	803	1048	1338
膝关节植入	102	145	190	243	308
髋关节植入	215	352	465	596	742
3D 打印产品	33	70	108	161	232
代理产品					
其他					
销售成本	-109	-192	-242	-310	-388
毛利	264	409	561	739	950
其他收益	3	5	5	5	5
销售费用	-50	-123	-164	-214	-274
行政费用	-56	-74	-111	-145	-184
研发开支	-35	-46	-72	-94	-120
息税前收益	125	171	219	290	377
净财务收入/(支出)	0	3	10	12	15
非经常性收入	0	0	0	0	0
税前利润	125	175	229	302	392
所得税	-20	-30	-39	-48	-63
非控制股东权益	0	0	0	0	0
净利润	105	145	190	254	330

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	125	171	219	290	377
折摊和摊销	12	21	31	42	52
营运资金变动	-7	-42	89	-57	-15
税务开支	-17	-24	-39	-48	-63
其他	3	2	0	0	0
经营活动所得现金净额	117	128	300	226	352
资本开支	-52	-197	-100	-100	-50
其他	1	-26	10	12	15
投资活动所得现金净额	-51	-224	-90	-88	-35
股本融资所得净额	369	53	0	0	0
派息	-73	-32	-60	-67	-88
其他	-2	-25	0	0	0
融资活动所得现金净额	295	-4	-60	-67	-88
现金净变动	361	-100	150	72	229
年初现金及现金等值物	161	517	421	571	642
汇兑差额	-4	3	0	0	0
年末现金及现金等值物	517	421	571	642	871

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	126	268	337	396	393
物业、厂房及设备	105	166	242	307	311
无形资产	10	38	31	24	18
递延税项	10	13	13	13	13
其他非流动资产					
流动资产	732	825	965	1136	1482
存货	87	166	162	207	260
应收账款					
定存、预付款和其他应收	6	18	18	18	18
可交易金融资产	0	36	36	36	36
现金及等价物	517	421	571	642	871
流动负债	179	228	308	350	452
应付帐款	138	160	239	281	383
应付税	13	15	15	15	15
递延收入	23	53	53	53	53
准备金					
非流动负债	10	23	23	23	23
递延收入	8	11	11	11	11
银行贷款	2	12	12	12	12
净资产总值	668	842	971	1159	1401
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	668	842	971	1159	1401

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
膝关节植入	27	24	24	23	23
髋关节植入	58	59	58	57	55
3D 打印产品	9	12	14	15	17
代理产品	4	2	2	2	2
其他	2	4	3	3	3
总额	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	71	68	70	71	71
净利润率	28	24	24	24	25
有效税率	16	17	17	16	16
资产负债比率					
流动比率(x)	4	4	3	3	3
平均应收账款周转天数	81	75	80	80	80
平均应付帐款周转天数	100	91	91	91	91
平均存货周转天数	259	241	241	241	241
净负债/权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	16	17	20	22	24
资产回报率	12	13	15	17	18

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及/或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。