

愛康醫療(1789 HK)

國內首家 3D 列印骨科植入物生產商 - 維持高速增長

❖ **國內領先的骨關節植入物生產商。**愛康醫療是國內領先的骨科醫療器械生產商，公司業務主要集中於設計、研發、生產和銷售骨科植入物。骨科植入物市場主要由三部分組成：創傷植入物、脊柱置換植入物以及骨關節植入物。愛康專注於生產製造骨關節和膝關節植入物產品，這些產品可用於初次和翻修手術。愛康醫療是國內首家且唯一一家將 3D 列印技術應用於骨關節以及膝關節置換植入物上且成功商業化該類產品的公司。2016 年，以骨關節植入物銷量及收入計算，公司於國內骨關節植入物市場上分別排名第一位及第六位，市場份額分別為 14.3% 及 6%。

❖ **國內首款 3D 列印骨科植入物增長潛力巨大。**公司於 2009 年開始研究將 3D 列印技術應用於骨科領域，於 2015-2016 年公司陸續完成 3 款 3D 列印產品的臨床試驗並獲得了 CFDA（國家食藥監總局）的註冊證，成為國內首家且唯一一家商業化 3D 列印骨科植入物的公司。3 款 3D 列印骨科產品分別為 3D 列印髖關節植入物，3D 列印人工椎體，3D 列印脊柱椎間融合器。3D 列印產品較傳統產品有兩點優勢：1）3D 列印產品可以類比人體骨小梁結構進行孔隙率設計，擁有更好地生物固定性。2）公司即將推出的個性化 3D 列印產品，在形態上更佔優勢，可以根據不同患者的情況設計定制化的產品，更符合病人的解剖結構。目前，公司仍然在等待 CFDA 針對個性化 3D 列印植入物的註冊審批。管理層期望 2018 年底獲得 CFDA 有關個性化植入物的註冊審批。自 2015 年公司向市場推出標準化的 3D 列印植入物產品以來，該類產品收入增長非常迅速，收入從 2015 年的 110 萬人民幣增長至 2016 年的 1,210 萬人民幣，管理層預期 2017 年 3D 列印產品收入將錄得近一倍增長。

❖ **個人化方案平臺幫助公司提升滲透率。**公司開發並推出了一個定制化的 3D ACT 解決方案平臺，該平臺可以協助醫生模擬規劃手術方案、簡化手術過程、提供個性化的手術器械及選定術前植入物（作業流程請見圖 5）。公司的 3D ACT 解決方案平臺已經收集了超過 2,000 例的手術方案，用以輔助骨科醫生計畫及實施手術。我們認為 3D ACT 解決方案平臺未來將協助公司拓展開發更多的醫院以及推銷他們的骨科產品。我們相信，借助這個重磅的 3D 列印植入物產品以及 3D ACT 解決方案平臺，公司可以在未來的市場競爭中脫穎而出。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬人民幣)	148.3	206.2	270.8
核心淨利潤(百萬人民幣)	51.7	64.9	77.3
核心 EPS (人民幣)	0.07	0.09	0.10
EPS 變動 (%)	-	25.5	19.1
市盈率 (x)	-	-	59.9
市帳率 (x)	-	-	-
股息率 (%)	-	-	-
權益收益率 (%)	-	39.0	32.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

未評級

當前股價 HK\$4.46

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	4,627
3 個月平均流通(百萬)	n/a
52 周內高/低(港元)	5.81/1.75
總股本(百萬)	1,037.5

資料來源：彭博

股東結構

管理層	63.9%
OriMed	7.23%
流通股	28.89%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	28.2%	15.7%
3 月	N/A	N/A
6 月	N/A	N/A

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：KPMG

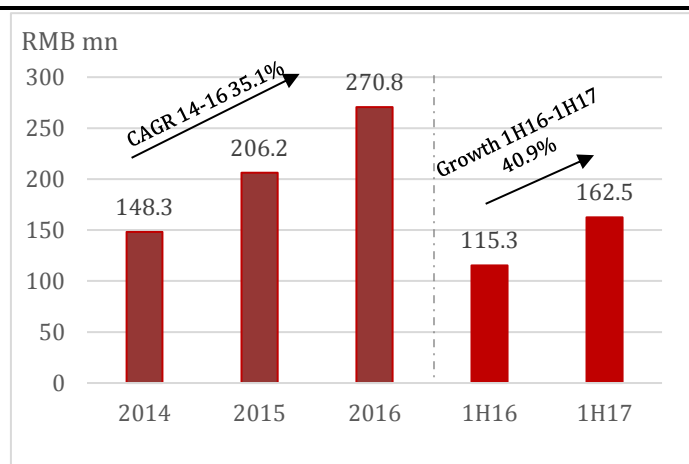
公司網站：www.ak-medical.net

❖ **快速增長的骨科植入物市場以及惠及本土企業的政策導向。**根據佛若斯特莎莉文調查顯示，中國骨關節植入物市場規模從 2012 年的 24 億人民幣增長至 2016 年的 41 億人民幣，年複合增長率為 13.9%，預計整個骨關節植入物市場到 2021 年達 78 億人民幣，對應的年複合增長率為 13.7%。脊柱置換植入物市場規模預計將從 2016 年的 32 億人民幣增長至 2021 年的 51 億人民幣，年複合增長率為 9.5%。截至目前，國內骨關節以及脊柱置換植入物市場上，進口產品仍然較國產產品佔據較大市場份額，目前進口產品市場份額在 60% 左右，而國產產品在 40% 左右。政府已經實施了各種政策去支持輔佐國產醫療器械的發展，鼓勵患者更多地使用國產產品。鼓勵政策有：醫保報銷政策向國產醫療器械傾斜，患者使用國產產品享受更高的報銷比例。國產產品報銷比例一般在 55%-75%，而進口產品報銷比例為 30%-65%。考慮到公司於行業內的市場領先地位、產品的價格優勢以及醫保政策的傾斜，我們認為公司未來將錄得高於同行業的增速。

❖ **內生外延雙引擎驅動。**公司過去一直維持收入和高利潤的高增速，2014-2016 年收入錄得年複合增速 35.1%，淨利潤錄得年複合增速 22.3%。除此以外，公司 2017 上半年，收入同比增長 40.9%，淨利潤同比增長 50.7%。管理層目標未來三年公司收入內生增長維持在 25%-30%。同時，管理層表示公司會通過收購繼續豐富現有的骨科產品線。目前公司已在尋求國內脊柱置換植入物以及歐洲的骨關節植入物產品。我們認為，未來任何一單成功的收購都會給公司帶來更多的增長動力。

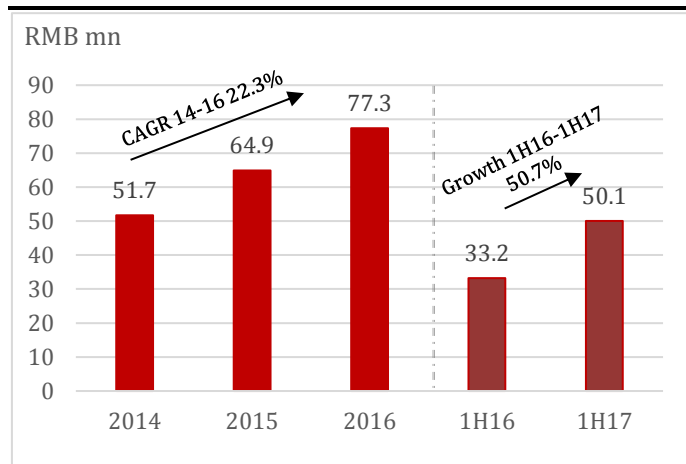
❖ **高增長，高估值。**公司目前估值為 2017 年預測市盈率 46 倍，高於港股醫療器械板塊同業平均。公司於 2017 年 12 月 20 日於港交所上市，發行價為 1.75 港元，自上市以來股價已經飆升 154.9%。我們看好公司的業務、產品線以及研發實力，但是目前公司估值已經較高。

圖 1: 2014 年-2017 上半年愛康醫療收入



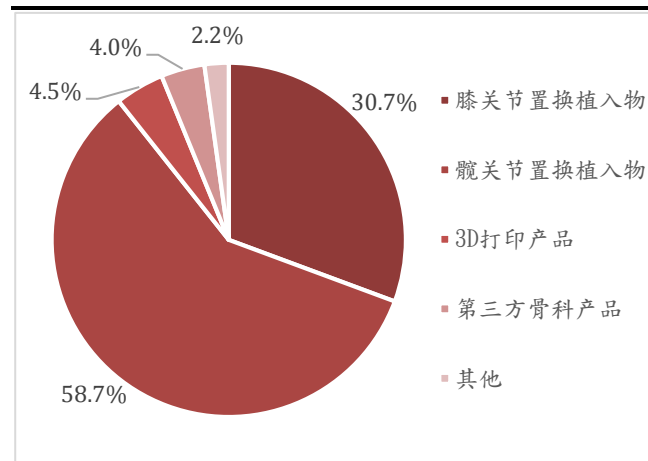
資料來源: 公司

圖 2: 2014 年-2017 上半年愛康醫療淨利潤



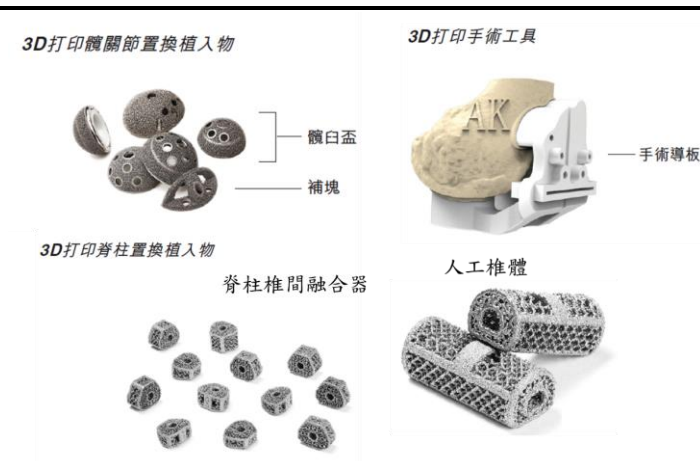
資料來源: 公司

圖 3: 2016 年愛康醫療收入結構



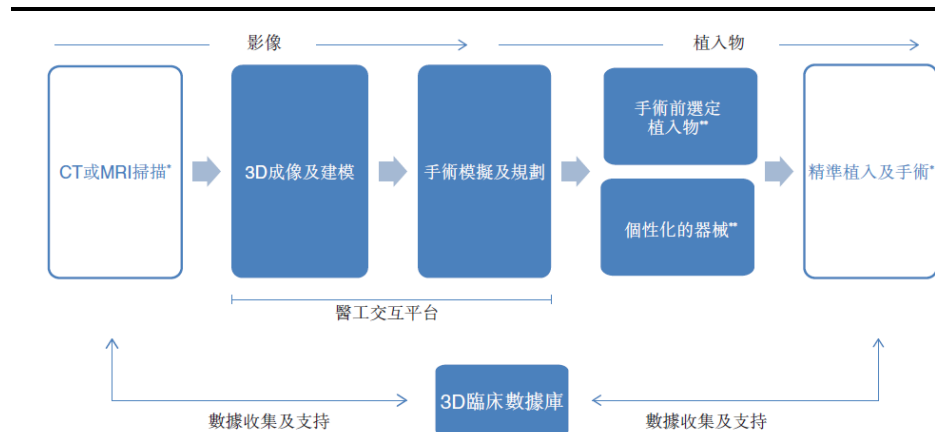
資料來源: 公司

圖 4: 3D 列印骨科植入產品



資料來源: 公司

圖 5: 3D ACT 解決方案平臺



資料來源: 公司

圖 6: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
愛康醫療	1789	4.46	4,627	59.9	46.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
春立醫療	1858	12.88	891	14.1	N/A	N/A	1.6	N/A	N/A	12.8	N/A	N/A	14.0	N/A	N/A
威高股份	1066	6.09	27,261	17.4	15.5	13.8	1.8	1.7	1.6	9.8	11.6	11.9	13.2	8.9	7.6
微创医疗	853	8.38	12,210	82.4	39.7	26.8	4.7	4.5	4.0	5.3	11.3	12.7	20.6	16.1	13.0
普华和顺	1358	1.60	2,510	9.6	8.1	7.6	0.9	0.8	0.7	9.5	10.0	9.7	N/A	N/A	N/A
昊海生物科技	6826	44.25	7,082	19.0	15.4	12.8	2.0	2.1	1.8	10.7	13.0	14.9	11.2	9.3	7.2
先健科技	1302	2.07	8,962	72.8	47.9	41.9	15.2	N/A	N/A	36.0	17.8	14.8	61.9	N/A	N/A
Sisram Med	1696	6.66	2,945	N/A	16.4	13.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均				35.9	23.8	19.3	4.4	2.3	2.0	14.0	12.7	12.8	24.2	11.4	9.3

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。