

愛康醫療 (1789 HK)

穩健增長，風險可控

概要。由於國內製藥企業將在 2019 年下半年面臨第二輪帶量集采，目前上行空間有限，現時我們偏好可預見性較高及穩定增長的公司，我們認為愛康醫療是可以長期持有的良好目標。我們認為愛康將繼續受益於 1) 骨關節植入物行業進口替代，2) 細分板塊中行業風險可控。我們將愛康 19/20 財年收入預測提高 6%/ 8.3%，並預期 18-21 財年的銷售複合年增長率為 30.6%。我們上調 12 個月目標價至 6.50 港元，股價上行空間為 62.1%。維持買入。

■ **上調 19/20 財年收入預測 6.0%/8.3%。**公司 18 財年的總收入同比增長 61.1% 至 6.01 億元人民幣（內生增長 42.7%，剔除 JRI 並表影響），淨利潤 1.45 億元人民幣，同比增長 37.5%，業績符合我們之前預期。常規產品增長 56.8%，3D 打印產品增長 109.1%。愛康從跨國公司獲得更多市場份額，以銷售額計市占率由 2017 年的 7.5% 上升到 2018 年的 9.3%。在 18 財年，愛康於二三級醫院的滲透率有所提高，覆蓋超過 5,000 家醫院，對比 17 財年的 3,700 家和 16 財年的 2,000 家。由於公司的學術推廣持續增加及醫院覆蓋範圍擴大，我們上調對愛康的 19/20 財年收入預測 6.0%/8.3%，並預計 18-21 財年的收入複合年增速為 30.6%。

■ **進口替代加速，降價可控。**考慮到 1) 公司產品線全面，包括常規植入物和獨家上市的 3D 打印產品；2) 目前政策利好國產品牌，以及 3) 較外資品牌擁有價格優勢，我們相信愛康將從外資品牌手中搶佔更多市場份額。我們亦從同業的 19 財年一季報中看到行業增長的正面指引。創傷領域的龍頭公司大博醫療 (002901 CH) 在 18 財年錄得 30% 的銷售增長，在今年一季度錄得 40.3% 的增長，超出市場預期。脊椎植入物龍頭公司上海凱利泰 (300326 CH) 在今年一季度增長 24%，這些均反映骨科植入物行業進口替代仍在持續。市場普遍擔憂器械招采降價，事實上，國產骨科產品出廠價和終端零售價的溢價較多，目前招標降價幅度足以讓分銷商消化。由於骨科植入物市場目前產能分散，較不可能出現藥品市場的帶量集采。

■ **估值吸引，維持買入評級，目標價 6.50 港元。**我們上調收入預測，以反映常規植入物增速超預期。由於學術推廣活動持續增加，我們提高了銷售費用預測。因此，我們下調 19/20 財年淨利潤預測 5%/ 5%。基於 DCF 推算至 19 財年的最新目標價為 6.50 港元。愛康目前股價相當於 19 財年 18.2 倍預測市盈率，或 0.57 倍 PEG，相對香港上市同業平均的 18.2 倍市盈率和 0.8 倍 PEG，估值吸引。**催化劑：**1) 定制化 3D 打印植入物獲批，及 2) 併購。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	373	601	803	1,048	1,338
同比增長 (%)	37.6	61.1	33.8	30.5	27.6
淨收入(百萬元人民幣)	105	145	190	254	330
每股盈利(元人民幣)	0.14	0.14	0.18	0.24	0.32
每股盈利變動 (%)	34.7	0.6	31.1	33.7	29.8
市盈率(倍)	24.0	23.9	18.2	13.6	10.5
市帳率(倍)	3.8	4.1	3.6	3.0	2.5
股息率 (%)	2.9	1.8	1.6	2.2	2.9
權益收益率 (%)	15.8	17.2	19.6	21.9	23.5
淨負債率 (%)	淨負債	淨負債	淨負債	淨負債	淨負債

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (上調)

目標價	HK\$6.50
(此前目標價)	HK\$6.30)
當前股價	HK\$3.88
潛在升幅	+62.1%

中國醫藥行業

葛晶晶

(852) 3761 8778

abcd@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	4,039
3 月平均流通量(百萬元港元)	10.60
52 周內股價高/低(港元)	6.78/3.80
總股本(百萬)	1,040.5

資料來源：彭博

股東結構

管理層	63.9%
Orbimed	7.23%
流通股	28.87%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.3%	-4.8%
3-月	-7.2%	-13.6%
6-月	5.5%	5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

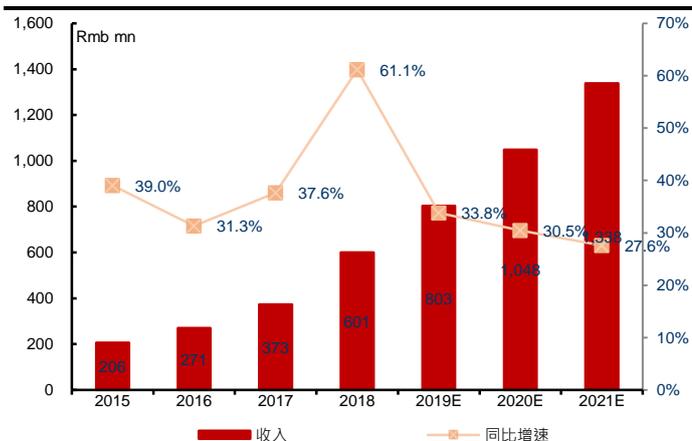
審計師：畢馬威

近期報告

1. 基本面穩健，看好長期發展 - 2019 年 1 月 21 日
2. 首發_骨關節植入物龍頭廠商，擁有獨家 3D 打印植入物 - 2018 年 11 月 16 日
3. 高增長維持，估值不高 - 2018 年 5 月 23 日

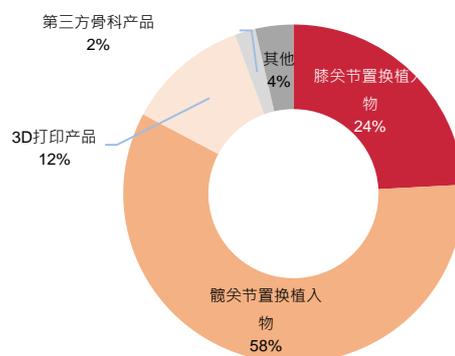
標題：重要圖表

圖 1：收入增速和預測



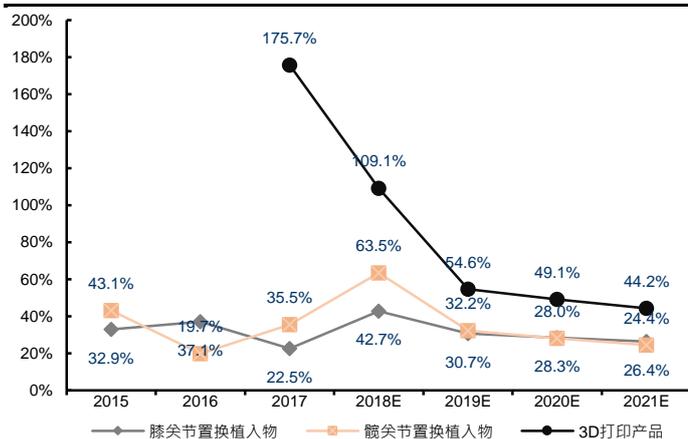
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2：18 財年收入分佈



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 3：不同業務增速預測



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 4：淨利潤預測



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 5: 18 財年業績變化

	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

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 6: 盈利預測變化

	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

資料來源：公司及招銀國際證券預測

估值

圖 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%				

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 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

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 9: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)			EPS CAGE FY18-21E	PEG FY19E
				FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E		
愛康醫療	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																	
春立醫療	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
微创醫療	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
普華和順	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股同業																	
大博醫療	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
凱利泰	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

資料來源: 公司及招銀國際證券預測, 彭博

圖 10: 敏感性分析



資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17E	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	373	601	803	1048	1338
膝關節植入	102	145	190	243	308
髖關節植入	215	352	465	596	742
3D打印產品	33	70	108	161	232
代理產品					
其他					
銷售成本	-109	-192	-242	-310	-388
毛利	264	409	561	739	950
其他收益	3	5	5	5	5
銷售費用	-50	-123	-164	-214	-274
行政費用	-56	-74	-111	-145	-184
研發開支	-35	-46	-72	-94	-120
息稅前收益	125	171	219	290	377
淨財務收入/(支出)	0	3	10	12	15
非經常性收入	0	0	0	0	0
稅前利潤	125	175	229	302	392
所得稅	-20	-30	-39	-48	-63
非控制股東權益	0	0	0	0	0
淨利潤	105	145	190	254	330

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	125	171	219	290	377
折攤和攤銷	12	21	31	42	52
營運資金變動	-7	-42	89	-57	-15
稅務開支	-17	-24	-39	-48	-63
其他	3	2	0	0	0
經營活動所得現金淨額	117	128	300	226	352
資本開支	-52	-197	-100	-100	-50
其他	1	-26	10	12	15
投資活動所得現金淨額	-51	-224	-90	-88	-35
股本融資所得淨額	369	53	0	0	0
派息	-73	-32	-60	-67	-88
其他	-2	-25	0	0	0
融資活動所得現金淨額	295	-4	-60	-67	-88
現金淨變動	361	-100	150	72	229
年初現金及現金等值物	161	517	421	571	642
匯兌差額	-4	3	0	0	0
年末現金及現金等值物	517	421	571	642	871

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	126	268	337	396	393
物業、廠房及設備	105	166	242	307	311
無形資產	10	38	31	24	18
遞延稅項	10	13	13	13	13
其他非流動資產					
流動資產	732	825	965	1136	1482
存貨	87	166	162	207	260
應收賬款					
定存、預付款和其他應收	6	18	18	18	18
可交易金融資產	0	36	36	36	36
現金及等價物	517	421	571	642	871
流動負債	179	228	308	350	452
應付帳款	138	160	239	281	383
應付稅	13	15	15	15	15
遞延收入	23	53	53	53	53
準備金					
非流動負債	10	23	23	23	23
遞延收入	8	11	11	11	11
銀行貸款	2	12	12	12	12
淨資產總值	668	842	971	1159	1401
少數股東權益	0	0	0	0	0
股東權益	668	842	971	1159	1401

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
膝關節植入	27	24	24	23	23
髖關節植入	58	59	58	57	55
3D打印產品	9	12	14	15	17
代理產品	4	2	2	2	2
其他	2	4	3	3	3
總額	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	71	68	70	71	71
淨利潤率	28	24	24	24	25
有效稅率	16	17	17	16	16
資產負債比率					
流動比率(x)	4	4	3	3	3
平均應收賬款周轉天數	81	75	80	80	80
平均應付帳款周轉天數	100	91	91	91	91
平均存貨周轉天數	259	241	241	241	241
淨負債/權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	16	17	20	22	24
資產回報率	12	13	15	17	18

資料來源:公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。