

## 愛康醫療(1789 HK)

### 高增長維持，估值不高

- ❖ **持續獲得市場份額。**公司在中國骨關節植入物市場持續增加市場份額，以骨關節植入物銷量計公司市占率第一，市場份額從2016年14.3%增加到2017年15.1%。從收入口徑計公司同樣市占率第一，市場份額從2016年6%增加至2017年8%。根據佛若斯特莎莉文報告顯示，2016年中國骨關節植入物市場規模達到41億人民幣，預計2016-2021年複合年增速將達到13.7%。作為骨關節植入物市場的龍頭企業，并受益于植入物市場進口替代大趨勢，我們相信愛康醫療將繼續維持高于行業平均的增速并持續擴大市場份額。
- ❖ **收入和淨利潤均錄得強勁增長。**17財年公司總收入同比增長37.6%至3.72億人民幣，其中常規產品增長31%至3.17億人民幣，3D打印產品增長175.7%至3,340萬人民幣。由于高端產品銷售占比增加，毛利率提升了1.6個百分點至70.8%。息稅折舊攤銷利潤率從16財年的37.7%下降0.9個百分點至17財年的36.8%，主要受上市費用影響。銷售費用率穩定在13.5%左右，而研發費用率從16財年的7.5%上升至17財年的9.4%，公司持續增加研發投入，研發費用率上限10%左右。因此，淨利潤同比增長36.3%至1.05億人民幣。管理層預計未來三年的收入和淨利潤複合年增速均維持在30%左右。
- ❖ **3D打印產品快速增長。**標準化3D打印產品的銷售從16財年的1,210萬人民幣增加到17財年的3,340萬人民幣，同比增長175.7%，其中3D打印髖關節置換植入物（2015年推出）同比增長148.2%至2,850萬元人民幣，3D打印脊椎椎間融合器和人工椎體（2016年推出）同比增長6倍多至493萬人民幣。個性化3D打印植入物預計于2018年底獲得中國藥監局批准，該重磅產品推出市場後收入可期。3D打印產品的收入貢獻占比從16財年的4.5%增加到17財年的9%，管理層指出，未來2-5年3D打印產品占比有望達到20%。
- ❖ **3D ACT平臺有助于滲透更多醫院，并帶動產品銷售。**技術較為前沿的3D ACT解決方案平臺協助公司開拓了更多的醫院（該平臺的醫院覆蓋量從2016年的236家增加到2017年的546家），同時這個平臺帶動了3D打印產品和常規產品的銷售。該平臺上的手術病例于2017年增加到2,616個。公司目標未來借助3D ACT平臺增加每間醫院的手術臺數，同時拓展更多新醫院。
- ❖ **采取有效措施應對醫療器械行業兩票制。**截至目前，醫療器械行業的兩票制在陝西、安徽兩省已生效。公司過去是通過兩級分銷商分銷產品。目前在陝西和安徽兩省，公司為了應對兩票制改變了原先的銷售模式，將產品賣給一級分銷商，同時向二級分銷商支付服務費，二級分銷商與終端醫院保持長期良好的關係，負責產品銷售、培訓、術中指導、售後等。該銷售模式的調整在陝西、安徽兩省運行良好，目前來看銷售增長并未受到兩票制影響。
- ❖ **催化劑：**1) 個性化3D打印產品上市；**風險：**1) 收購整合不及預期，2) 新品上市延遲。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	206.2	270.8	372.7
核心淨利潤(百萬人民幣)	64.9	77.3	105.4
核心EPS(人民幣)	-	-	0.14
EPS變動(%)	-	-	19.1
市盈率(x)	-	-	18.1
市帳率(x)	-	-	3.9
股息率(%)	-	-	0.78
權益收益率(%)	39	32.8	21.9
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金

數據來源：公司及招銀國際預測

#### 未評級

當前股價 HK\$4.31

#### 葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：[amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

#### 醫藥行業

市值(百萬港元)	4,472
3個月平均流通(百萬)	27.4
52周內高/低(港元)	5.81/1.75
流通股	1,037.5

數據源：彭博

#### 股東結構

管理層	63.9%
OrbiMed	7.23%
	28.87%

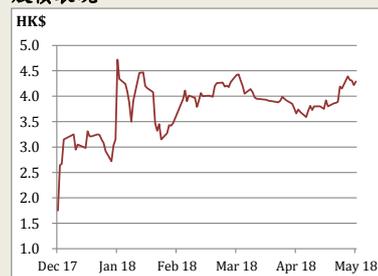
數據源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	16.3%	13.9%
3月	23.6%	23.9%
6月	N/A	N/A

數據源：彭博

#### 股價表現



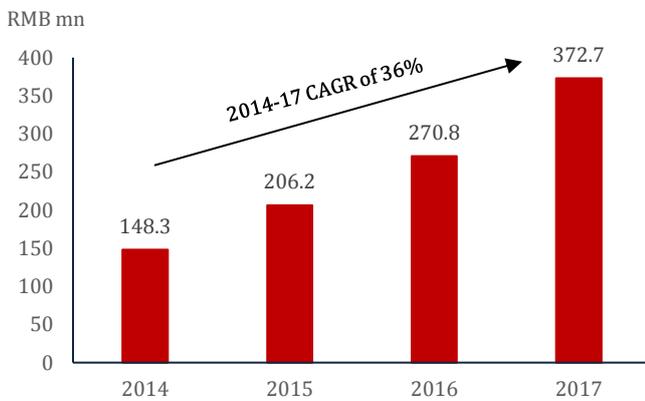
數據源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：[www.ak-medical.net](http://www.ak-medical.net)

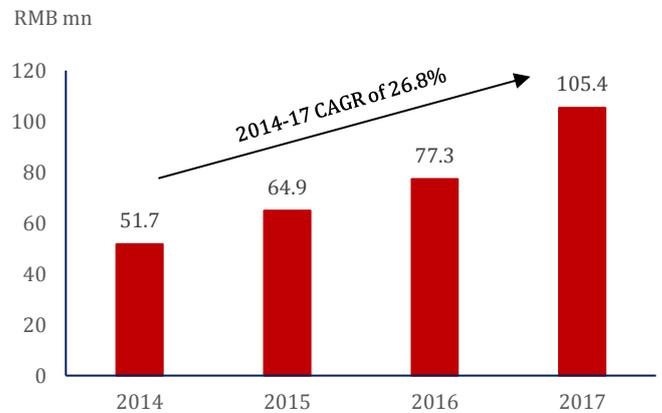
- ❖ **新的併購豐富了公司產品組合并帶來更多增長動力。**該公司于2018年4月10日以1673萬英鎊的價格收購了歐洲骨科植入物製造商（JRI）全部股份。JRI在17財年分別錄得收入1,060萬英鎊和淨利潤47.8萬英鎊，我們預計18財年JRI可錄得收入1,400萬英鎊（并表收入預計800-900萬英鎊左右）。被收購公司主要在英國和全球市場生產銷售骨科植入物。通過收購，愛康醫療可以豐富其中國區的產品綫（JRI的Evolution系列、Securus系列產品，陶瓷頭和陶瓷內襯已獲得中國藥監局注冊證，過去愛康醫療是JRI中國區獨家分銷商），同時擴展海外業務。目前愛康醫療的海外銷售在17財年中占比不到5%。
- ❖ **估值不高。**據彭博終端顯示，該公司目前估值為2018年預測市盈率25.1倍，高于香港上市醫療器械同業平均市盈率23.5倍，估值溢價是因為公司未來三年預測複合年增速可達30%以上。考慮到公司于國內骨關節植入物市場的龍頭地位以及未來三年可預見的較高增速，我們認為公司應享受高于行業平均水平的估值。

圖 1: 2014 年-2017 年愛康醫療收入



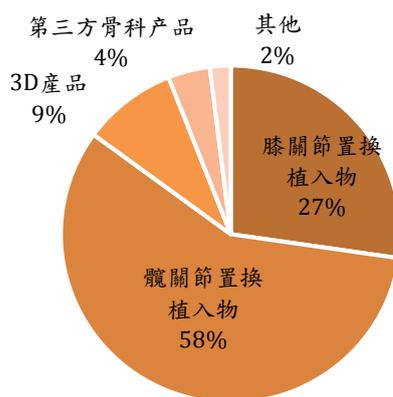
資料來源: 公司

圖 2: 2014 年-2017 年愛康醫療淨利潤



資料來源: 公司

圖 3: 2017 年收入分布



資料來源: 公司

圖 4: 產品儲備

	產品名	預計推出時間
臨床試驗完成	髖關節假體-生物髌白系統	Q4 2018
	AK綜合置換系統	Q1 2018
	椎板固定	Q4 2018
	髖關節假體-生物股骨柄	Q4 2018
臨床測試或等待批准臨床前試驗	TMK膝關節假體	2019
	自穩定人工椎體	2020

資料來源: 公司

圖 5: 同業估值

公司	代碼	Price HK\$	Mkt cap HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
愛康醫療	1789	4.31	4,472	18.1	25.1	20.6	3.9	N/A	N/A	15.4	N/A	N/A	21.9	N/A	N/A
春立醫療	1858	16.60	1,148	10.9	11.5	9.9	1.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	13.4	14.1	14.7
威高股份	1066	6.27	28,067	16.9	15.7	14.0	1.6	1.6	1.5	10.2	9.5	8.3	13.7	10.8	11.0
微创醫療	853	10.48	15,322	73.8	36.1	29.0	3.5	4.8	4.2	16.8	16.7	14.2	5.1	11.5	14.9
普華和順	1358	1.48	2,322	56.3	7.1	6.3	0.7	0.7	0.6	25.6	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7
吳海生物科技	6826	57.60	9,219	13.4	16.5	13.8	1.6	2.5	2.2	N/A	13.1	10.2	12.2	14.3	17.1
先健科技	1302	2.97	12,867	41.0	60.4	40.3	6.4	N/A	N/A	29.4	N/A	N/A	17.0	N/A	N/A
Sisram Med	1696	6.45	2,852	21.6	15.5	12.8	1.3	N/A	N/A	11.0	N/A	N/A	N/A	5.2	6.1
			平均	31.5	23.5	18.4	2.5	2.4	2.1	18.1	13.1	10.9	12.6	10.9	12.3

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 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，并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，并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责任。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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。