

爱康医疗 (1789 HK)

19年盈利超预期；疫情影响有限

爱康医疗发了盈喜，预期 19 财年净利润增长超过八成，高于我们预测的 13%。我们认为新冠肺炎疫情对爱康业务影响有限，骨科手术的需求是强劲，手术需求会递延到疫情结束后，相信爱康将在 2020 年下半年重拾增长，并从跨国公司获得更多市场份额。我们上调 19/20 财年盈利预测 14%/16%，最新目标价为 18.6 港元，股价上行空间 22%。重申「买入」评级。

- **19 财年净利润超预期，大幅增长逾八成。**根据盈喜公告，19 财年收入及净利润分别增长不少于 50% 及 80%，主要因为规模效应及采取有效成本控制措施。对应的 19 财年收入及净利润将不少于 9.01 亿/2.6 亿元人民币，分别高于我们先前预测的 1.9%/13%。
- **新冠肺炎对公司业务影响有限。**爱康合作医院 1 月份的骨科手术量保持其增长态势，但 2 月的手术量受疫情影响萎缩。此外，公司因为复工延迟及各地的出行限制，2 月的生产及营销工作也基本处于停滞状态。我们认为骨科手术需求会因为疫情推迟而非消失。通常来说，第一季度是传统淡季，我们预期手术量将在 2020 年下半年再度回升，而爱康亦将于二月底复工及恢复生产。
- **高值耗材带量采购或延期。**市场预计器械带量采购将于今年扩展至全国。我们认为，政府及监管机构目前首要任务是抗击疫情，各地的高值耗材带量采购可能有所延迟。
- **定制医疗器械新规加快推动 3D 打印定制植入物的商业化。**2019 年 7 月，国家药品监督管理局和国家卫生健康委员会联合发布了《定制式医疗器械监督管理规定（试行）》的公告，该规定自 2020 年 1 月 1 日起生效。今年 1 月份，爱康的 3D 打印定制式假体首次以商业用途在院进行植入。在此之前，3D 打印定制式假体植入只能用于医学研究。我们相信爱康的 3D 打印定制化假体将于 2020 年中获得上市批文。
- **重申买入评级，新目标价 18.6 港元。**虽然疫情带来短期冲击，但我们对爱康的长远增长很有信心。我们上调 19/20 财年的收入预测 3.3%/ 2.4%，并上调净利润预测 14%/16%，以反映有效的成本控制。我们基于 DCF 推算至 20 财年的最新目标价为 18.6 港元。
- **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	914	1,236	1,691
同比增长(%)	37.6	61.1	52.2	35.2	36.8
净收入(百万元人民币)	105	145	264	338	458
每股盈利(元人民币)	N/A	0.14	0.25	0.33	0.44
每股盈利变动(%)	N/A	N/A	82.3	27.8	35.8
市盈率(倍)	N/A	85.3	54.5	42.6	31.3
市帐率(倍)	N/A	14.7	13.9	11.3	8.9
股息率(%)	N/A	0.5	0.5	0.7	1.0
权益收益率(%)	15.8	17.2	25.5	26.3	28.3
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（维持）

目标价	HK\$18.6
(此前目标价)	HK\$7.80)
潜在升幅	+22%
当前股价	HK\$15.30

中国医药行业

葛晶晶

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

武煜，CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	16,106
3 月平均流通量(百万港元)	41.25
52 周内股价高/低(港元)	17.12/3.41
总股本(百万)	1,053

资料来源：彭博

股东结构

管理层	58.57%
Hillhouse	7.19%
Orbimed	4.69%
流通股	29.55%

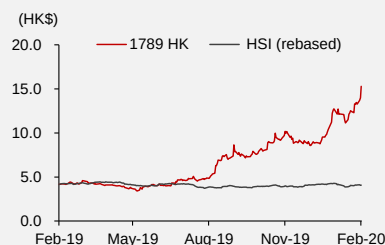
资料来源：港交所、彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.7%	15.8%
3-月	44.1%	39.7%
6-月	185.9%	167.2%

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. 稳健增长，风险可控-2019年5月7日
2. 基本面稳健，看好长期发展-2019年1月21日
3. 首发_骨关节植入物龙头厂商，拥有独家 3D 打印植入物-2018 月 11 月 16 日

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	373	601	914	1,236	1,691
膝关节植入	102	145	218	283	382
髋关节植入	215	352	530	700	930
3D 打印产品	33	70	126	206	325
代理产品	15	12	14	16	19
其他	7	22	26	30	34
销售成本	(109)	(192)	(270)	(372)	(515)
毛利	264	409	644	863	1,175
其他收益	3	5	20	5	5
销售费用	(50)	(123)	(165)	(222)	(304)
行政费用	(56)	(74)	(109)	(146)	(196)
研发开支	(35)	(46)	(82)	(111)	(152)
息税前收益	125	171	308	388	528
净财务收入/(支出)	0	3	10	14	18
非经常性收入	-	-	-	-	-
税前利润	125	175	318	402	546
所得税	(20)	(30)	(54)	(64)	(87)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	105	145	264	338	458

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	308	388	528
折摊和摊销	12	21	31	42	52
营运资金变动	(7)	(42)	96	(116)	1
税务开支	(17)	(24)	(54)	(64)	(87)
其他	3	2	0	-	(0)
经营活动所得现金净额	117	128	381	249	494
资本开支	(52)	(197)	(100)	(100)	(50)
其他	1	(26)	10	14	18
投资活动所得现金净额	(51)	(224)	(90)	(86)	(32)
股本融资所得净额	369	53	-	-	-
派息	(73)	(32)	(72)	(90)	(119)
其他	(2)	(25)	-	-	-
融资活动所得现金净额	295	(4)	(72)	(90)	(119)
现金净变动	361	(100)	220	73	343
年初现金及现金等值物	161	517	421	641	713
汇兑差额	(4)	3	-	-	-
年末现金及现金等值物	517	421	641	713	1,056

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	1	51	51	51	51
流动资产	732	825	1,083	1,297	1,839
存货	87	166	186	256	353
应收账款	121	184	203	275	376
定存、预付款和其他应收	6	18	18	18	18
可交易金融资产	-	36	36	36	36
现金及等价物	517	421	641	713	1,056
流动负债	179	228	363	388	589
应付帐款	138	160	294	319	520
应付税	13	15	15	15	15
递延收入	23	53	53	53	53
准备金	5	1	1	1	1
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	1,034	1,282	1,621
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	668	842	1,034	1,282	1,621

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
膝关节植入	27.3	24.2	23.8	22.9	22.6
髋关节植入	57.8	58.6	58.0	56.6	55.0
3D 打印产品	9.0	11.6	13.8	16.7	19.2
代理产品	4.0	2.0	1.6	1.3	1.1
其他	2.0	3.6	2.8	2.4	2.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	70.8	68.1	70.4	69.9	69.5
净利润率	28.3	24.1	28.9	27.3	27.1
有效税率	16.0	16.9	17.0	16.0	16.0
资产负债比率					
流动比率(x)	4.1	3.6	3.0	3.3	3.1
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	247	247	247
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	15.8	17.2	25.5	26.3	28.3
资产回报率	12.3	13.3	18.6	19.9	20.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.14	0.14	0.25	0.33	0.44
每股股息(人民币)	0.10	0.06	0.08	0.10	0.13
每股帐面值(人民币)	0.9	0.8	1.0	1.2	1.6

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。

招銀国际证券投资评级

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	：招銀国际并未给予投资评级

招銀国际证券行业投资评级

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

招銀国际证券有限公司

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

招銀国际证券有限公司(“招銀证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际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。招銀国际证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。招銀国际证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国际证券编写，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策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。招銀国际证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投资银行相关业务联系。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年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，未经招銀国际证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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。