

# 愛康醫療 (1789 HK)

## 19年盈利超預期；疫情影響有限

愛康醫療發了盈喜，預期 19 財年淨利潤增長超過八成，高於我們預測的 13%。我們認為新冠肺炎疫情對愛康業務影響有限，骨科手術的需求是強勁，手術需求會遞延到疫情結束後，相信愛康將在 2020 下半年重拾增長，並從跨國公司獲得更多市場份額。我們上調 19/20 財年盈利預測 14%/16%，最新目標價為 18.6 港元，股價上行空間 22%。重申「買入」評級。

- **19 財年淨利潤超預期，大幅增長逾八成。**根據盈喜公告，19 財年收入及淨利潤分別增長不少於 50% 及 80%，主要因為規模效應及採取有效成本控制措施。對應的 19 財年收入及淨利潤將不少於 9.01 億/2.6 億元人民幣，分別高於我們先前預測的 1.9%/13%。
- **新冠肺炎對公司業務影響有限。**愛康合作醫院 1 月份的骨科手術量保持其增長態勢，但 2 月的手術量受疫情影響萎縮。此外，公司因為復工延遲及各地的出行限制，2 月的生產及營銷工作也基本處於停滯狀態。我們認為骨科手術需求會因為疫情推遲而非消失。通常來說，第一季度是傳統淡季，我們預期手術量將在 2020 下半年再度回升，而愛康亦將於二月底復工及恢復生產。
- **高值耗材帶量採購或延期。**市場預計器械帶量採購將於今年擴展至全國。我們認為，政府及監管機構目前首要任務是抗擊疫情，各地的高值耗材帶量採購可能有所延遲。
- **定制醫療器械新規加快推動 3D 打印定制植入物的商業化。**2019 年 7 月，國家藥品監督管理局和國家衛生健康委員會聯合發布了《定制式醫療器械監督管理規定（試行）》的公告，該規定自 2020 年 1 月 1 日起生效。今年 1 月份，愛康的 3D 打印定制式假體首次以商業用途在院進行植入。在此之前，3D 打印定制式假體植入只能用於醫學研究。我們相信愛康的 3D 打印定制化假體將於 2020 年中獲得上市批文。
- **重申買入評級，新目標價 18.6 港元。**雖然疫情帶來短期衝擊，但我們對愛康的長遠增長很有信心。我們上調 19/20 財年的收入預測 3.3%/ 2.4%，並上調淨利潤預測 14%/16%，以反映有效的成本控制。我們基於 DCF 推算至 20 財年的最新目標價為 18.6 港元。
- **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	914	1,236	1,691
同比增長 (%)	37.6	61.1	52.2	35.2	36.8
淨收入(百萬元人民幣)	105	145	264	338	458
每股盈利(元人民幣)	N/A	0.14	0.25	0.33	0.44
每股盈利變動 (%)	N/A	N/A	82.3	27.8	35.8
市盈率(倍)	N/A	85.3	54.5	42.6	31.3
市帳率(倍)	N/A	14.7	13.9	11.3	8.9
股息率 (%)	N/A	0.5	0.5	0.7	1.0
權益收益率 (%)	15.8	17.2	25.5	26.3	28.3
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 (維持)

目標價	HK\$18.6
(此前目標價)	HK\$7.80
潛在升幅	+22%
當前股價	HK\$15.30

### 中國醫藥行業

#### 葛晶晶

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

#### 武煜, CFA

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

#### 公司數據

市值(百萬元)	16,106
3 月平均流通量(百萬元)	41.25
52 周內股價高/低(港元)	17.12/3.41
總股本(百萬)	1,053

資料來源：彭博

#### 股東結構

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

資料來源：港交所、彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.7%	15.8%
3-月	44.1%	39.7%
6-月	185.9%	167.2%

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. 穩健增長，風險可控-2019年5月7日
2. 基本面穩健，看好長期發展-2019年1月21日
3. 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

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼：CMBR

本報告摘要自英文版本，如欲進一步了解，敬請參閱英文報告。

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	373	601	914	1,236	1,691
膝關節植入	102	145	218	283	382
髖關節植入	215	352	530	700	930
3D 打印產品	33	70	126	206	325
代理產品	15	12	14	16	19
其他	7	22	26	30	34
銷售成本	(109)	(192)	(270)	(372)	(515)
毛利	264	409	644	863	1,175
其他收益	3	5	20	5	5
銷售費用	(50)	(123)	(165)	(222)	(304)
行政費用	(56)	(74)	(109)	(146)	(196)
研發開支	(35)	(46)	(82)	(111)	(152)
息稅前收益	125	171	308	388	528
淨財務收入/(支出)	0	3	10	14	18
非經常性收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	125	175	318	402	546
所得稅	(20)	(30)	(54)	(64)	(87)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	105	145	264	338	458

### 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	308	388	528
折攤和攤銷	12	21	31	42	52
營運資金變動	(7)	(42)	96	(116)	1
稅務開支	(17)	(24)	(54)	(64)	(87)
其他	3	2	0	-	(0)
經營活動所得現金淨額	117	128	381	249	494
資本開支	(52)	(197)	(100)	(100)	(50)
其他	1	(26)	10	14	18
投資活動所得現金淨額	(51)	(224)	(90)	(86)	(32)
股本融資所得淨額	369	53	-	-	-
派息	(73)	(32)	(72)	(90)	(119)
其他	(2)	(25)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	295	(4)	(72)	(90)	(119)
現金淨變動	361	(100)	220	73	343
年初現金及現金等值物	161	517	421	641	713
匯兌差額	(4)	3	-	-	-
年末現金及現金等值物	517	421	641	713	1,056

### 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	1	51	51	51	51
流動資產	732	825	1,083	1,297	1,839
存貨	87	166	186	256	353
應收賬款	121	184	203	275	376
定存、預付款和其他應收	6	18	18	18	18
可交易金融資產	-	36	36	36	36
現金及等價物	517	421	641	713	1,056
流動負債	179	228	363	388	589
應付帳款	138	160	294	319	520
應付稅	13	15	15	15	15
遞延收入	23	53	53	53	53
準備金	5	1	1	1	1
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	1,034	1,282	1,621
少數股東權益	-	-	-	-	-
股東權益	668	842	1,034	1,282	1,621

### 主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
膝關節植入	27.3	24.2	23.8	22.9	22.6
髖關節植入	57.8	58.6	58.0	56.6	55.0
3D 打印產品	9.0	11.6	13.8	16.7	19.2
代理產品	4.0	2.0	1.6	1.3	1.1
其他	2.0	3.6	2.8	2.4	2.0
總額	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
淨利潤率	28.3	24.1	28.9	27.3	27.1
有效稅率	16.0	16.9	17.0	16.0	16.0
資產負債比率					
流動比率(x)	4.1	3.6	3.0	3.3	3.1
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	247	247	247
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	15.8	17.2	25.5	26.3	28.3
資產回報率	12.3	13.3	18.6	19.9	20.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.14	0.14	0.25	0.33	0.44
每股股息(人民幣)	0.10	0.06	0.08	0.10	0.13
每股帳面值(人民幣)	0.9	0.8	1.0	1.2	1.6

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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。