

爱康医疗(1789 HK)

基本面稳健，看好长期发展

- ❖ **维持买入评级，目标价 6.30 港元不变。**作为国内骨科关节植入物市场龙头厂商，爱康将在未来几年保持强劲增长，原因是：1) 在医保控费背景下，细分行业进口替代会加速，2) 公司拥有较全面的关节植入物，可替代进口产品，3) 开辟 3D 打印植入物先河，拥有先行机会。我们预计 17-20 财年的销售复合年增长率为 37.4%，净利润复合年增长率为 36.2%。由于带量采购影响，自 2018 年 9 月以来医药整体板块回调，器械板块同时受到波及。爱康目前预测市盈率为 18/19 财年 25x/18.7x，18 财年 PEG 为 0.69x。我们认为其增长具有高度可预见性，并且其在关节行业政策正面影响多于负面，存在进口替代加速机会。我们维持买入，目标价 6.30 港元不变，对应 19 财年市盈率 28.7 倍，PEG 为 1.06 倍，我们认为目标估值较为合理。
- ❖ **预计增长强劲。**陶瓷产品 2018 年 9 月上市，预计将在全年贡献超过 2,000 万元人民币，目前该产品正在各地招标进院，预计未来将带动传统产品增长。我们预计公司传统产品未来 17-20 财年将保持 30% 年复合增速，受益于 1) 进口替代加速，2) 新上市陶瓷产品带动。对于 3D 打印产品，由于独家商业化地位，将继续保持高速增长，预计在 17-20 财年将保持 80% 的年复合增速，这得益于 1) 不断投入市场推广，2) 可以替代部分传统植入物，3) 19 年定制化 3D 打印植入物推出。
- ❖ **器械两票制影响有限。**2018 年两票制已在药品市场全面实施。市场关注点在于接下来器械两票制的加快推进。目前我们看到，全国只有 5 个省份（福建，青海，陕西，安徽和西藏）颁布了全省范围内的医疗耗材两票制。爱康已在安徽，福建和陕西设立分支机构，负责管理和分销其产品。此外，它还将其 2-3 级分销商转变为 1 级以应对两票制。目前，它与 800 多家分销商合作，覆盖 4200 多家医院。我们认为，器械行业的两票制短期内对爱康影响有限，原因在于 1) 由于器械细分行业较多，且高值耗材和设备类依赖分销商的特点，器械两票制在各个细分行业实施难度不一，较难全国范围内展开，不宜搞一刀切要因地制宜。2) 其次，爱康已经做好了应对两票制的准备。
- ❖ **通过对 3D 打印植入物为期 5 年的随访研究，验证其中期疗效。**传统产品使用年限通常超过 10 年，由于 3D 打印植入物是一个新兴产品，其使用年限未有考量。为了探索 3D 打印骨小梁髌臼杯的中期疗效，华中科技大学同济医学院附属普爱医院骨科进行了一项临床试验，其验证结果发表在中国创伤骨科杂志 2018 年 12 月 20 卷第 12 期。根据该报告《3D 打印钛合金骨小梁金属髌臼杯在初次全髌关节置换术应用的临床和影像学评估：5 年临床随访》，若将假体松动或翻修作为临床终点，3D 打印髌臼假体的 5 年生存率为 100%，同时 3D 打印杯显示出优异的中期疗效，但其长期疗效需要进一步研究。我们相信，不断发展的 3D 打印植入行业前景广阔，具有较大潜力。
- ❖ **催化剂：1) 业绩好于预期，2) 推出个性化 3D 打印植入物。风险：1) 未来招标降价高于预期，2) 新产品推出速度低于预期。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	271	373	585	758	968
核心净利润(百万人民币)	77	105	150	200	266
核心 EPS (人民币)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
EPS 变动 (%)	19.1	34.7	3.8	33.7	33.2
市盈率 (x)	34.9	25.9	25.0	18.7	14.0
市帐率 (x)	9.2	4.1	4.7	4.0	3.3
股息率 (%)	1.1	2.7	1.2	1.6	2.1
权益收益率 (%)	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$6.30
(前目标价)	HK\$6.30)
潜在升幅	+54%
当前股价	HK\$4.09

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	4,257
3 个月平均流通(百万)	7.80
52 周内高/低(港元)	6.78/3
总股本(百万)	1,040.9

数据来源：彭博

股东结构

管理层	63.9%
OrbiMed	7.5%
流通股	28.6%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-8.0%	-11.2%
3 月	-17.7%	-21.4%
6 月	-16.0%	-12.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：www.ak-medical.net

图 1: 3D 打印钛合金骨小梁金属臼杯在初次全髋关节置换术应用的临床和影像学评估: 5 年临床随访

中华创伤骨科杂志 2018 年 12 月第 20 卷第 12 期 Chin J Orthop Trauma, December 2018, Vol. 20, No. 12

· 7 ·

· 3D 打印与骨科 ·

3D 打印钛合金骨小梁金属臼杯在初次全髋关节置换术应用的临床和影像学评估: 5 年临床随访



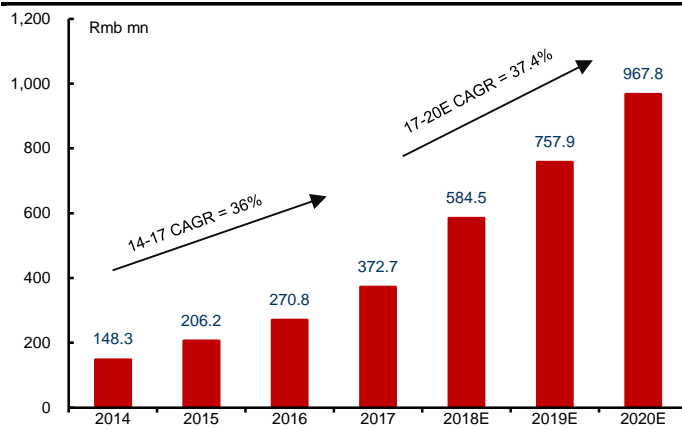
程文俊 王俊文 焦竞 左伟 肖飞 徐海军 肖志宏 勣武生
430033 武汉, 华中科技大学同济医学院附属普爱医院骨科
通信作者: 王俊文, Email: wjw0730@163.com
DOI: 10.3760/cma.j.issn.1671-7600.2018.12.000

【摘要】目的 评估初次全髋关节置换术(THA)中应用 3D 打印钛合金骨小梁金属(TTM)臼杯的中期疗效。**方法** 前瞻性研究 2012 年 5 月至 2013 年 6 月华中科技大学同济医学院附属普爱医院骨科进行初次 THA 的 19 例(20 髋)患者, 采用非随机对照研究, 分成 TTM 臼杯组 9 例(10 髋)和 Pinnacle 臼杯组 10 例(10 髋)。术后 5 年影像学评估髋臼假体稳定性、髋臼表面与骨界面骨长入能力以及是否有骨溶解; Harris 评分评估髋关节功能。**结果** 所有患者平均随访 5 年, Harris 评分 TTM 组优 8 例, 良 2 例; Pinnacle 组优 9 例, 良 1 例。术后 5 年 TTM 组[(92.8 ± 3.1)分]和 Pinnacle 组[(94.6 ± 2.9)分]的 Harris 评分分别与术前 [(48.2 ± 5.5)分]和 [(46.5 ± 8.7)分]比较均有改善, 差异有统计学意义(P < 0.001)。术前、术后 5 年 Harris 评分两组间比较差异均无统计学意义(P > 0.05)。两组术后影像学评估术后臼杯稳定、骨长入优异, 无松动及骨溶解。TTM 组 2 例术后存在透光线, 术后 6 个月后透光线消失; 两组患者均未出现进行性增加的透光线。以假体松动或翻修手术作为终点, 两组髋臼假体 5 年生存率均为 100%。**结论** 3D 打印钛合金骨小梁臼杯在初次全髋关节置换术后 5 年中期随访中展现出优异的临床效果, 长期随访结果有待进一步临床研究。

【关键词】 关节成形术, 置换, 髋; 钛; 随访研究; 3D 打印; 电子束熔铸

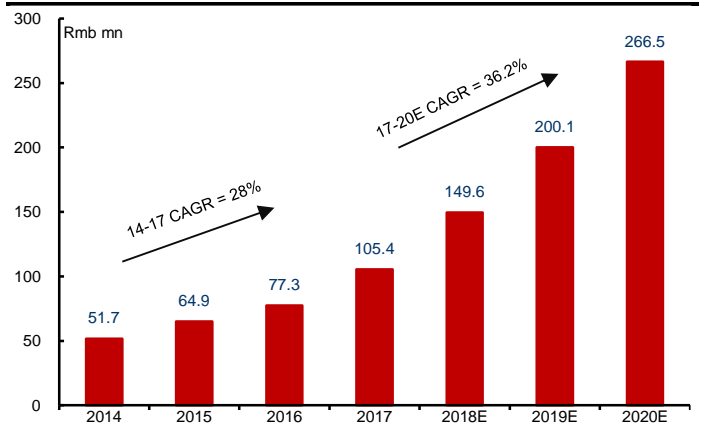
来源: 中国创伤骨科杂志 2018 年 12 月 20 卷第 12 期

图 2: 爱康医疗收入增长预测



资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 爱康医疗利润增长预测



资料来源: 公司, 招银国际预测

图 4: 同业估值

公司	代码	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 FY17-20E	PEG FY18E
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E		
爱康医疗	1789	4.09	4,257	22.1	25.0	18.7	4.1	4.7	4.0	27.6	20.1	13.3	15.8	18.8	21.2	36%	0.7
春立医疗	1858	21.85	1,511	10.9	13.0	11.1	1.4	2.1	1.8	4.6	8.8	7.0	13.4	17.3	17.5	26%	0.5
威高股份	1066	6.46	29,214	16.9	16.8	14.4	1.6	1.8	1.6	10.2	11.1	10.1	13.7	10.7	11.5	4%	3.8
微创医疗	853	7.65	12,258	73.8	34.8	25.0	3.5	3.4	3.0	16.8	16.9	14.0	5.1	9.5	12.3	59%	0.6
普华和顺	1358	1.17	1,836	56.3	5.9	5.3	0.7	0.6	0.5	18.5	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7	N/A	N/A
昊海生物科技	6826	40.65	6,506	13.4	12.5	10.5	1.6	1.8	1.6	7.2	9.1	7.2	12.2	14.0	16.4	20%	0.6
先健科技	1302	1.52	6,591	41.0	29.8	20.2	6.4	4.6	3.9	29.4	26.0	17.7	17.0	15.5	17.9	23%	1.3
Sisram Med	1696	4.11	1,817	21.6	N/A	N/A	1.3	N/A	N/A	11.0	N/A	N/A	N/A	5.2	6.1	N/A	N/A
平均				32.0	19.7	15.0	2.6	2.7	2.3	15.7	15.4	11.6	11.7	12.6	14.1	0.3	1.3

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	270.8	372.7	584.5	757.9	967.8
膝关节植入	83.0	101.7	132.2	168.8	212.6
髋关节植入	158.9	215.3	369.1	449.2	534.6
3D打印产品	12.1	33.4	66.9	120.4	197.5
代理产品					
其他					
销售成本	(83.5)	(108.9)	(180.7)	(223.1)	(275.5)
毛利	187.3	263.8	403.9	534.8	692.2
其他收益	0.8	2.7	2.7	2.7	2.7
销售费用	(36.2)	(50.4)	(105.2)	(136.4)	(174.2)
行政费用	(38.1)	(56.2)	(76.3)	(98.3)	(121.5)
研发开支	(20.4)	(35.0)	(54.8)	(71.1)	(90.8)
息税前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
净财务收入 / (支出)	1.7	0.5	7.9	6.6	8.8
非经常性收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	95.0	125.4	178.1	238.2	317.2
所得税	(17.7)	(20.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
非控制股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	77.3	105.4	149.6	200.1	266.5
息税折摊前收益	102.1	137.1	188.1	287.6	375.2

来源: 公司及招银国际研究

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	83.1	126.0	448.1	492.1	525.3
物业、厂房及设备	69.8	104.7	388.8	440.7	481.8
无形资产	6.6	10.5	48.4	40.5	32.7
递延税项	6.7	10.4	10.4	10.4	10.4
其他非流动资产					
流动资产	322.5	731.6	580.1	735.3	962.0
存货	67.8	86.8	131.0	138.0	194.2
应收账款					
定存、预付款和其他应收	12.5	6.1	6.1	6.1	6.1
可交易金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金及等价物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2
流动负债	99.0	179.4	222.8	274.4	337.8
应付账款	64.9	138.4	181.9	233.4	296.9
应付税	8.9	13.3	13.3	13.3	13.3
递延收入	21.9	22.7	22.7	22.7	22.7
准备金					
非流动负债	12.1	10.3	10.3	10.3	10.3
递延收入	8.2	7.9	7.9	7.9	7.9
银行贷款	3.9	2.4	2.4	2.4	2.4
净资产总值	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3

来源: 公司及招银国际研究

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
折摊和摊销	8.8	12.2	17.9	56.0	66.8
营运资金变动	(21.2)	(6.8)	(46.6)	4.9	(56.6)
税务开支	(12.6)	(17.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
其他	1.3	3.3	0.0	0.0	0.0
经营活动所得现金净额	69.6	116.7	113.0	254.4	267.9
资本开支	(29.8)	(52.0)	(340.0)	(100.0)	(100.0)
其他	2.7	1.4	7.9	6.6	8.8
投资活动所得现金净额	(27.2)	(50.6)	(332.1)	(93.4)	(91.2)
股本融资所得净额	0.0	369.4	0.0	0.0	0.0
派息	(50.1)	(73.1)	(22.4)	(52.5)	(70.0)
其他	64.2	(1.5)	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金净额	14.0	294.7	(22.4)	(52.5)	(70.0)
现金净变动	56.5	360.7	(241.5)	108.6	106.6
年初现金及现金等值物	100.1	160.6	517.5	276.0	384.6
汇兑差额	4.0	(3.9)	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2

来源：公司及招银国际研究

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
膝关节植入	30.7	27.3	22.6	22.3	22.0
髋关节植入	58.7	57.8	63.1	59.3	55.2
3D打印产品	4.5	9.0	11.4	15.9	20.4
代理产品					
其他					
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	69.2	70.8	69.1	70.6	71.5
息税折摊前利润率	37.7	36.8	32.2	38.0	38.8
税前利率	35.1	33.6	30.5	31.4	32.8
净利润率	28.6	28.3	25.6	26.4	27.5
核心净利润率	33.9	33.2	25.6	26.4	27.5
有效税率	18.6	16.0	16.0	16.0	16.0

增长 (%)

收入	31.3	37.6	56.8	29.7	27.7
毛利	31.9	40.8	53.1	32.4	29.4
息税折摊前利润	30.9	34.3	37.2	52.9	30.5
经营利润	28.0	33.8	36.3	36.1	33.2
净利润	21.0	36.3	42.0	33.7	33.2
核心净利润	35.4	35.1	20.8	33.7	33.2

资产负债比率

流动比率(x)	3.3	4.1	2.6	2.7	2.8
平均应收账款周转天数	74.2	92.0	90.0	90.0	90.0
平均应付账款周转天数	93.9	99.6	100.0	100.0	100.0
平均存货周转天数	275.9	259.1	220.0	220.0	220.0
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回报率 (%)

资本回报率	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
资产回报率	19.1	12.3	14.6	16.3	17.9

每股数据

每股盈利(人民币)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
核心每股盈利(人民币)	0.12	0.16	0.14	0.19	0.26
每股股息(港元)	0.04	0.10	0.04	0.06	0.08
每股账面值(人民币)	0.4	0.9	0.8	0.9	1.1

来源：公司及招银国际研究

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于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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银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。招银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银证券编写，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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银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责任。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)2000年英国不时修订之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，未经招银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。