

## 爱康医疗(1789 HK)

### 国内首家3D打印骨科植入物生产商 - 维持高速增长

- ❖ **国内领先的骨关节植入物生产商。**爱康医疗是国内领先的骨科医疗器械生产商，公司业务主要集中于设计、研发、生产和销售骨科植入物。骨科植入物市场主要由三部分组成：创伤植入物、脊柱置换植入物以及骨关节植入物。爱康专注于生产制造骨关节和膝关节植入物产品，这些产品可用于初次和翻修手术。爱康医疗是国内首家且唯一一家将3D打印技术应用于骨关节以及膝关节置换植入物上且成功商业化该类产品的公司。2016年，以骨关节植入物销量及收入计算，公司于国内骨关节植入物市场上分别排名第一位及第六位，市场份额分别为14.3%及6%。
- ❖ **国内首款3D打印骨科植入物增长潜力巨大。**公司于2009年开始研究将3D打印技术应用于骨科领域，于2015-2016年公司陆续完成3款3D打印产品的临床试验并获得了CFDA（国家食药监总局）的注册证，成为国内首家且唯一一家商业化3D打印骨科植入物的公司。3款3D打印骨科产品分别为3D打印髌关节植入物，3D打印人工椎体，3D打印脊柱椎间融合器。3D打印产品较传统产品有两点优势：1) 3D打印产品可以模拟人体骨小梁结构进行孔隙率设计，拥有更好地生物固定性。2) 公司即将推出的个性化3D打印产品，在形态上更占优势，可以根据不同患者的情况设计定制化的产品，更符合病人的解剖结构。目前，公司仍然在等待CFDA针对个性化3D打印植入物的注册审批。管理层期望2018年底获得CFDA有关个性化植入物的注册审批。自2015年公司向市场推出标准化的3D打印植入物产品以来，该类产品收入增长非常迅速，收入从2015年的110万人民币增长至2016年的1,210万人民币，管理层预期2017年3D打印产品收入将录得近一倍增长。
- ❖ **个人化方案平台帮助公司提升渗透率。**公司开发并推出了一个定制化的3D ACT解决方案平台，该平台可以协助医生模拟规划手术方案、简化手术过程、提供个性化的手术器械及选定术前植入物（作业流程请见图5）。公司的3D ACT解决方案平台已经收集了超过2,000例的手术方案，用以辅助骨科医生计划及实施手术。我们认为3D ACT解决方案平台未来将协助公司拓展开发更多的医院以及推销他们的骨科产品。我们相信，借助这个重磅的3D打印植入物产品以及3D ACT解决方案平台，公司可以在未来的市场竞争中脱颖而出。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	148.3	206.2	270.8
核心净利润(百万人民币)	51.7	64.9	77.3
核心EPS(人民币)	0.07	0.09	0.10
EPS变动(%)	-	25.5	19.1
市盈率(x)	-	-	59.9
市帐率(x)	-	-	-
股息率(%)	-	-	-
权益收益率(%)	-	39.0	32.8
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

#### 未评级

当前股价 HK\$4.46

#### 葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

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

#### 吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：[cyrusng@cmbi.com.hk](mailto:cyrusng@cmbi.com.hk)

#### 医药行业

市值(百万港元)	4,627
3个月平均流通(百万)	n/a
52周内高/低(港元)	5.81/1.75
总股本(百万)	1,037.5

数据来源：彭博

#### 股东结构

管理层	63.9%
OriMed	7.23%
流通股	28.89%

数据来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	28.2%	15.7%
3月	N/A	N/A
6月	N/A	N/A

数据来源：彭博

#### 股价表现



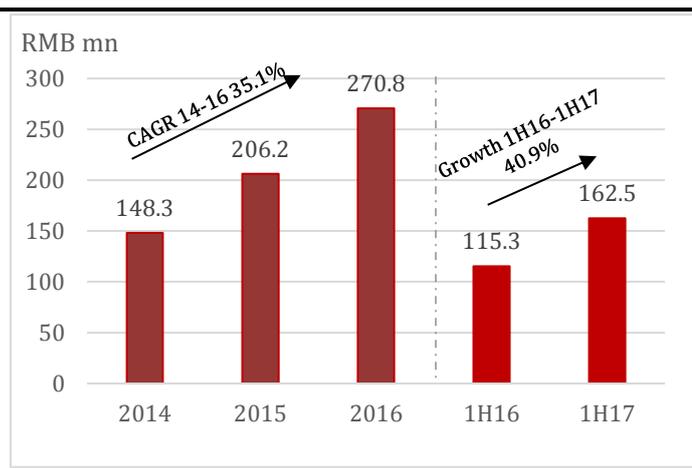
数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：[www.ak-medical.net](http://www.ak-medical.net)

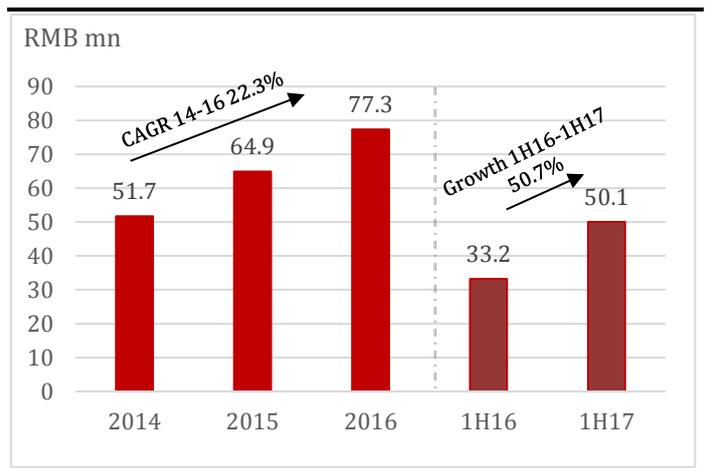
- ❖ **快速增长的骨科植入物市场以及惠及本土企业的政策导向。**根据佛若斯特莎莉文调查显示，中国骨关节植入物市场规模从 2012 年的 24 亿人民币增长至 2016 年的 41 亿人民币，年复合增长率为 13.9%，预计整个骨关节植入物市场到 2021 年达 78 亿人民币，对应的年复合增长率为 13.7%。脊柱置换植入物市场规模预计将从 2016 年的 32 亿人民币增长至 2021 年的 51 亿人民币，年复合增长率为 9.5%。截至目前，国内骨关节以及脊柱置换植入物市场上，进口产品仍然较国产产品占据较大市场份额，目前进口产品市场份额在 60% 左右，而国产产品在 40% 左右。政府已经实施了各种政策去支持辅佐国产医疗器械的发展，鼓励患者更多地使用国产产品。鼓励政策有：医保报销政策向国产医疗器械倾斜，患者使用国产产品享受更高的报销比例。国产产品报销比例一般在 55%-75%，而进口产品报销比例为 30%-65%。考虑到公司于行业内的市场领先地位、产品的价格优势以及医保政策的倾斜，我们认为公司未来将录得高于同行业的增速。
- ❖ **内生外延双引擎驱动。**公司过去一直维持收入 and 利润的高增速，2014-2016 年收入录得年复合增速 35.1%，净利润录得年复合增速 22.3%。除此以外，公司 2017 上半年，收入同比增长 40.9%，净利润同比增长 50.7%。管理层目标未来三年公司收入内生增长维持在 25%-30%。同时，管理层表示公司会通过收购继续丰富现有的骨科产品线。目前公司已在寻求国内脊柱置换植入物以及欧洲的骨关节植入物产品。我们认为，未来任何一单成功的收购都会给公司带来更多的增长动力。
- ❖ **高增长，高估值。**公司目前估值为 2017 年预测市盈率 46 倍，高于港股医疗器械板块同业平均。公司于 2017 年 12 月 20 日于港交所上市，发行价为 1.75 港元，自上市以来股价已经飙升 154.9%。我们看好公司的业务、产品线以及研发实力，但是目前公司估值已经较高。

图 1: 2014 年-2017 上半年爱康医疗收入



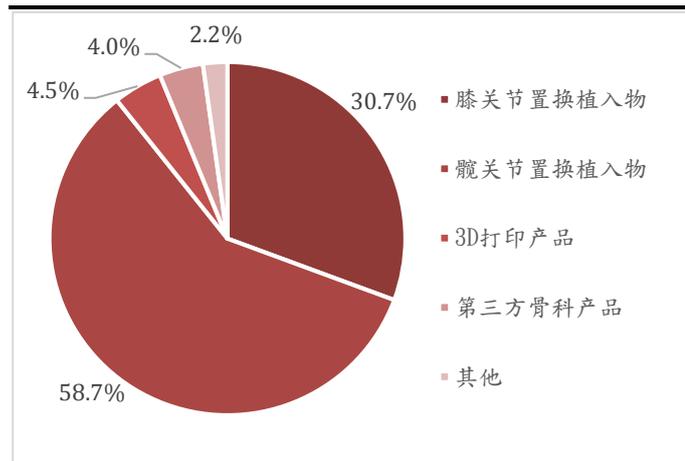
资料来源: 公司

图 2: 2014 年-2017 上半年爱康医疗净利润



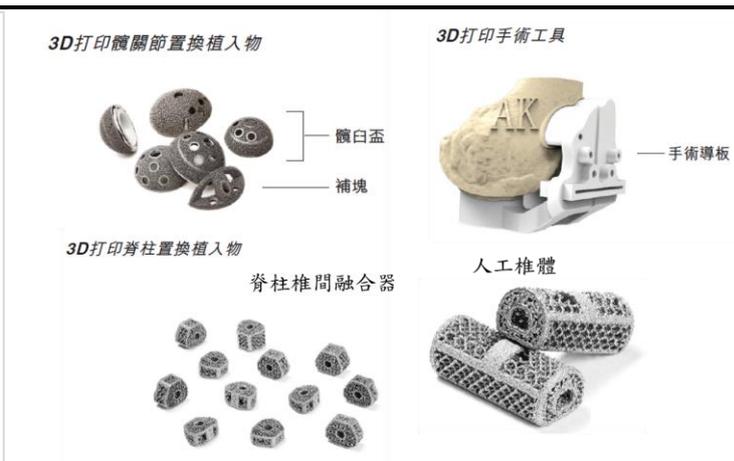
资料来源: 公司

图 3: 2016 年爱康医疗收入结构



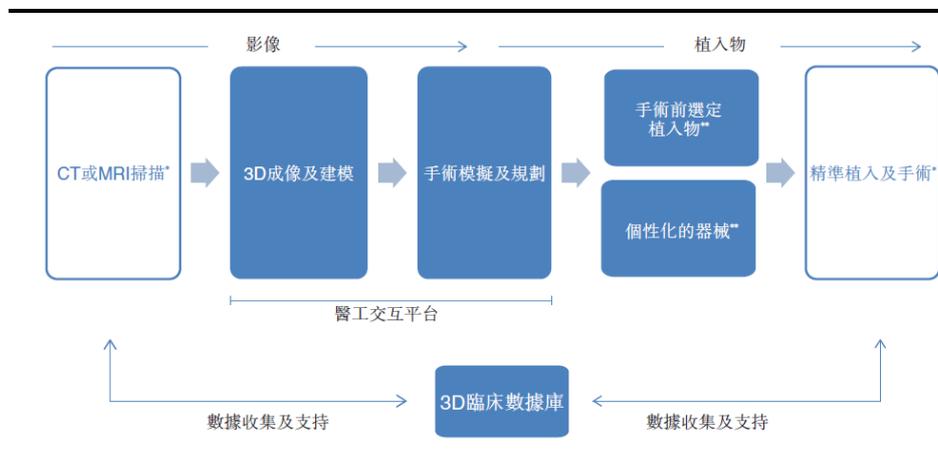
资料来源: 公司

图 4: 3D 打印骨科植入产品



资料来源: 公司

图 5: 3D ACT 解决方案平台



资料来源: 公司

图 6: 同业估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
爱康医疗	1789	4.46	4,627	59.9	46.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
春立医疗	1858	12.88	891	14.1	N/A	N/A	1.6	N/A	N/A	12.8	N/A	N/A	14.0	N/A	N/A
威高股份	1066	6.09	27,261	17.4	15.5	13.8	1.8	1.7	1.6	9.8	11.6	11.9	13.2	8.9	7.6
微创医疗	853	8.38	12,210	82.4	39.7	26.8	4.7	4.5	4.0	5.3	11.3	12.7	20.6	16.1	13.0
普华和顺	1358	1.60	2,510	9.6	8.1	7.6	0.9	0.8	0.7	9.5	10.0	9.7	N/A	N/A	N/A
吴海生物科技	6826	44.25	7,082	19.0	15.4	12.8	2.0	2.1	1.8	10.7	13.0	14.9	11.2	9.3	7.2
先健科技	1302	2.07	8,962	72.8	47.9	41.9	15.2	N/A	N/A	36.0	17.8	14.8	61.9	N/A	N/A
Sisram Med	1696	6.66	2,945	N/A	16.4	13.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
			<b>平均</b>	<b>35.9</b>	<b>23.8</b>	<b>19.3</b>	<b>4.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>14.0</b>	<b>12.7</b>	<b>12.8</b>	<b>24.2</b>	<b>11.4</b>	<b>9.3</b>

资料来源: 彭博, 招银国际预测

## 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。