

證券業務部每周證券評論

愛康醫療控股有限公司 (股份代號: 01789)

AK Medical Holdings Ltd.

30 DEC 2019

前日收市價 (27/12/2019)	\$8.91
目標價	\$10.05

公司簡介

愛康醫療控股有限公司(簡稱“愛康醫療“或”集團”),於2017年12月20日在香港聯合交易所主板上市。愛康醫療設計、開發、生產及銷售骨科內植入物,並專注於髖關節及膝關節置換內植入物。其產品包括用於初次手術的骨關節內植入物,以及為置換、修復或升級前次手術的內植入物或部件的翻修手術而專門設計的骨關節內植入物。愛康醫療亦以分銷商的身份銷售由協力廠商生產的骨科產品,以補充公司向客戶提供的產品組合。愛康醫療是一家提供一站式骨科手術解決方案的公司,結合所有四種服務,包括3D成像及3D建模、提供3D列印模型及製定患者定製手術方案、生產3D列印手術器械及生產3D列印骨關節置換內植入物,而3D ACT解決方案幫助外科醫生模擬和規劃手術,簡化手術過程,提供個性化手術器械及手術前選定內植入物,並顯著改進患者的康復進度。愛康醫療的常規產品和3D列印產品都受到食藥監局監管,目前集團的三個3D列印產品,包括髖關節置換內植入物、脊椎椎間融合器及人工椎體。於2018年12月31日,集團已經建立了廣泛且健全的經銷商體系,遍布中國(不包括中國香港特別行政區、中國澳門特別行政區及台灣)所有地區,覆蓋醫院5000餘家,其中三分之一為三級醫院,覆蓋醫院較2017年增加1000餘家。

股份資料 (截止 27/12/2019)

52周高位:	HK\$10.30
52周低位:	HK\$3.41
市值:	HK\$9,367.80 (百萬)
已發行股數:	1,051.4(百萬)
買賣單位:	2000股

重點財務數據

(截至31/12/2018止)

每股基本盈利	人民幣0.14元
全年每股股息	人民幣0.0299元
市盈率(x)	27.23
市帳率(x)	4.71
派息比率	21.355%

資料來源:

彭博、愛康醫療控股有限公司、AA Stock

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

業績回顧 (截至30/06/2019止)

截至2019年6月30日的六個月止,集團的收入同比增長59.2%至4.38億元(人民幣,下同);整體毛利同比增長59.6%至3.05億元;毛利率為69.6%較去年同期的69.4%提升了0.2個百分點;股東應佔溢利同比增長81.5%至1.3億元;每股基本盈利同比增長71.4%至0.12元。

財務方面,截止2019年6月30日止,集團的資產總值為12.84億元,較2018年12月31日的10.93億元,增長17.5%;負債總額為3.30億元,較2018年12月31日的2.51億元,增長31.6%;集團持有現金及現金等價物為4.62億元,較2018年12月31日的4.21億元,增加9.8%;集團的流動比率為3.23x,較2018年12月31日的3.61x下降了0.38x;集團並無任何銀行貸款及其他借款。

圖表一

業績	截至06月30日止6個月		
	2019	2018	變動%
人民幣千元			
收入	437,783	275,007	59.2%
毛利	304,579	190,809	59.6%
毛利率	69.6%	69.4%	0.2%
股東應佔溢利	129,555	71,392	81.5%
每股基本盈利(人民幣元)	0.12	0.07	71.4%
人民幣千元			
總資產	1,284,343	1,092,800	17.5%
總負債	330,347	251,042	31.6%
流動比率(x)	3.23	3.61	(0.38)
現金及現金等價物	462,342	421,054	9.8%
資本負債比率(%)	無任何銀行貸款及借款	無任何銀行貸款及借款	NIL

資料來源: 愛康醫療控股有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分部及分地區的收入 (人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2019		2018		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
骨科植入物-中國	89.3%	390,825	91.0%	250,180	56.2%
骨科植入物-英國	10.7%	46,958	25204.0%	24,827	89.1%
總計	100.0%	437,783	25295.0%	275,007	59.2%

分部及分地區的溢利 (人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2019		2018		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
骨科植入物-中國	32.6%	142,516	31.6%	86,849	64.1%
骨科植入物-英國	3.1%	13,674	25204.0%	2,452	457.7%
總計	35.7%	156,190	25235.6%	89,301	74.9%

資料來源: 愛康醫療控股有限公司

圖表三

分產品的收入 (人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2019		2018		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
髖關節置換內植入物	58.4%	255,507	59.1%	162,425	57.3%
膝關節置換內植入物	25.3%	110,830	26.5%	72,890	52.1%
3D打印產品	11.7%	51,253	9.9%	27,240	88.2%
第三方骨科產品	1.7%	7,250	2.2%	6,043	20.0%
其他	3.0%	12,943	2.3%	6,409	102.0%
總計	100.0%	437,783	100.0%	275,007	59.2%

資料來源: 愛康醫療控股有限公司

膝關節置換內植入物：佔集團整體收入 25.3%的膝關節置換內植入物，2019 年上半年的收入同比增長 52.1%至 1.11 億元；

3D 打印產品：佔集團整體收入 11.7%的 3D 打印產品 2019 年上半年的收入同比增長 88.2%至 5125.3 萬元；

第三方骨科產品：佔集團整體收入 1.7%的第三方骨科產品，2019 年上半年的收入同比增長 20.0%至 725 萬元；

其他：佔集團整體收入 3.0%的其他產品，2019 年上半年的收入同比增長 1.02 倍至 1294.3 萬元。

1. **分類業績表現。**集團 2019 年上半年的整體收入同比增長 59.2%至 4.38 億元。收入增長主要由於集團利用國際學術資源積極開拓市場，有效地推動了 3D 打印產品和常規產生的銷售所致；毛利同比增長 59.6%至 3.05 億元，毛利率較去年同期的 69.4%提升了 0.2 個百分點至 69.6%。毛利率的提升主要由於 A3 膝關節，3D 打印產品等毛利率相對較高的產品在產品組合中的比重提高所致。截止 2019 年 6 月 30 日止的六個月，按分類及地區的收入表現如下(圖表二)：

骨科植入物—中國：佔集團整體收入 89.3%的骨科植入物—中國 2019 年上半年的收入同比增長 56.2%至 3.91 億元。分部溢利同比增長 64.1%至 1.43 億元；

骨科植入物—英國：佔集團整體收入 10.7%的骨科植入物—英國，2019 年上半年的收入同比增長 89.1%至 4695.8 萬元。分部溢利同比增長 4.58 倍至 1367.4 萬元。

按產品分類的收入(圖表三)：

髖關節置換內植入物：佔集團整體收入 58.4%的髖關節置換內植入物，2019 年上半年的收入同比增長 57.3%至 2.56 億元；

股價走勢 (圖表四)



資料來源: AASstock

集團於 12 月 27 日的收市價為\$8.91，股價按年升 115.7%。走勢上，集團股價由今年 5 月 3.4 元附部的位位置一路反覆上升 11 月 10 元以上的高位的位置。現時 9 天相對強弱指數亦已由高位回落至 49.327 的水平，股價仍在 250 天移動平均線之上。而 MACD 線及訊號線於利淡的區間內，相信短期集團的股價整固的壓力。集團今年上半年的業績勝市場預期，並超出集團原先預期 30% 整體增長的指引，相信集團全年的整體增長仍會維持較快的增長。投資者可考慮於 8.5 元以下的水平增持或吸納，憧憬集團收入持續增長。

估值預測

以 12 月 27 日的收市價\$8.91 計算，其市盈率及市帳率分別為 41.95 及 8.76 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高水平。近月集團股價於近日的低位回升。愛康醫療從事骨關節植入物的設計開發、生產和銷售，銷量及市占率第一是國內骨關節植入物市場龍頭，擁有 15% 市場份額。而集團亦是國內唯一一家獲得藥監局 3D 列印植入物註冊證的骨科公司。

在醫療及醫藥政策上，近年國內的國家醫療體制改革持續深化，醫保政策層出不窮，製藥工業增速放緩，仿製藥價格下行壓力較大。但三醫聯動為國家改革醫療體制的主軸，三醫即醫療、醫保、醫藥，要從生產環節、流通環節、終端使用環節進行調控。「兩票制」及「4+7」城市藥品集中採購亦為醫藥市場帶來震撼性的影響。而醫保控費政策的實施一定程度上加快進口替代的速度，對醫療器械製造商有利。

2019 年 5 月 29 日，中央全面深化改革委員會第八次會議通過了《關於治理高值醫用耗材的改革方案》，其中提出要理順高值醫用耗材價格體系，完善流程監督管理。同一時期，國家醫療保障局正式啟動了疾病診斷相關分組(DRG)的試點工作，共有三十個城市，包括北京和上海，參加了此次試點。本次試點工作將分三年的時間推進，實施相對統一的 DRG 分組規則，建立 DRG 付費體系。到今年 7 月，國家藥監局、國家衛生健康委聯合印發《醫療器械唯一標識系統試點工作方案》初步建立醫療器械唯一標識系統，實現唯一標識在生產、經營、流通和使用中的示範應用。

估值預測

雖然各地方政府出台了一系列關於治理高值耗材的政策，現時尚未形成統一的細則推廣實施，因此對骨科企業的運營尚未產生重大影響。但相信在醫療器械行業准入門檻進一步提升下，鼓勵了採購國產器械裝備，會使國內企業在競爭中更具備優勢。

在研究與開發上，2019年上半年，集團下屬北京愛康獲得生物型股骨柄和生物髌白假體兩個中國藥監局批准的全新醫療器械三類註冊證。截至2019年6月30日，愛康品牌共擁有中國藥監局批准的三類醫療器械註冊證31個；集團亦協助中國醫療器械行業協會制定了一系列行業標準。主導起草了《3D打印技術植入物有限元分析方法》和《3D打印金屬植入物質量一致性評價方法及判定指標》；另外，集團新獲得已授權發明專利9項，實用新型專利57項，並提交國內發明專利30項，PCT專利7項；集團下屬常州天衍醫療獲得了中國藥監局批准的骨水泥型膝關節假體和生物型髌關節假體兩個三類醫療器械註冊證。天衍醫療品牌下已經擁有4個髌膝關節植入物的三類醫療器械註冊證，具備了產品上市銷售的基礎。

而集團的3D打印脊柱業務亦取得突破。自從2016年推出以來，3D打印脊柱產品已進入150多家醫院，其中90%以上為三級醫院，主要由於集團的產品能為較為複雜的融合手術提供更好的解決方案。

集團已不斷擴張其業務範圍，2018年4月以1673萬英鎊完成收購JRI的全部股份，JRI是一家位於英格蘭及威爾斯註冊成立的私人股份有限公司，主要從事設計、開發及製造骨科植入物及手術工具業務，是世界上最早開發及生產經基磷灰石塗層髌關節植入物的骨科公司之一，該塗層可以使病人的骨骼實現生物固定並改善該等髌關節植入物的壽命。除髌關節植入物外，其亦開發及分銷全肩關節置換植入物產品，並提供一系列生物性骨材料。收購有助集團提升研發能力及進一步擴展海外業務領域。

愛康醫療於常州的生產設備將於2019年第四季度投入營運，屆時會有約5萬套產能投產，而在第二期完成後，將會形成年產30萬套的人工關節生產能力，相信在全球人口老化不斷下，骨科關節市場需求繼續旺盛，集團憑藉豐富的產品綫和優異的產品質量，利用3D打印技術和國際學術資源積極開拓市場抓住市場機遇，業務將會進入高速增長。而9月10日，高瓴資本旗下HillhouseCapital Advisors Ltd以每股平均價7.01元，增持5000萬股，涉資約3.5億元，持股比例由2.47%升至7.26%。高瓴資本增持愛康醫療的股份，證明投資者對集團業務前景充滿信心。所以會將愛康醫療的目標價定在\$10.05即相當於39.8525市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有12.83%的潛在升幅。

風險因素

- 政策風險：近年，中國政府宣佈一系列醫療改革計劃，包括招標制度及保險制度改革等，以建立一個全民醫療架構，並確保中國人民可享有基本醫療服務。中國政府可能決定對醫療器械行業實施更強硬的價格控制，此舉可對我們產品的零售價格造成影響。
- 新建產能延遲投產，會對集團的收入構成影響。

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。

本文件由中國工商銀行（亞洲）有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。