

0853.HK 微创医疗

未评级

多个板块收入增长，中期业绩扭亏为盈

2016年08月31日

市场数据

报告日期	2016.08.31
收盘价(港元)	4.95
总股本(亿股)	14.36
总市值(亿港元)	71.07
股东净资产(亿美元)	3.35
总资产(亿美元)	7.81
每股净资产(美元)	0.23

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A(RMB)	2013A(RMB)	2014A(USD)	2015A(USD)
营业收入(百万元)	931	939	355	376
增长率(%)	10.85%	0.83%	-62.15%	5.79%
股东净利润(百万元)	354	149	(59)	(12)
增长率(%)	10.32%	-58.04%	-140.04%	-79.67%
毛利率	81.42%	83.10%	62.39%	66.01%
净利润率	38.02%	15.82%	-16.74%	-3.22%
每股收益(元/股)	0.2500	0.1100	0.0422	0.0085

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

投资要点

- **多业务收入增长，业绩实现扭亏为盈。** 微创医疗(0853.HK)8月29日公告2016年中期经营业绩：营业收入同比增长3.8%至1.99亿美元；毛利润同比增长6.7%至1.37亿美元；毛利率水平从去年同期67.1%提升至69.0%；净利润同比增加314%至554万美元；每股收益为0.33美分。2016年上半年，在市场竞争愈加激烈、政府招标政策变化、国家医保控费等挑战性行业环境下，公司通过优化销售渠道开发新市场、推进研发项目、整合资源等手段，实现了多个业务板块收入的大幅增长，在自2014年初收购骨科业务连续亏损两年后成功实现扭亏，取得了不错的中期业绩。
- **两大介入产品业务强劲增长。** 心血管介入产品和大动脉及外周血管介入产品业务较上年同期实现强劲增长，涨幅分别约为12.4%（剔除汇率影响，下同）和40.2%。心血管业务部分主要归因于Firebird2保持国内6%国际10%的稳定市场表现和Firehawk国内133%国际84%的快速增长，进一步巩固了公司在国内心血管介入市场的领导地位。得益于公司3年前开始对基层市场的积极培育，心脉主营产品又继续覆盖了大部分二三线城市和县级医院，扩大了市场份额。随着一系列创新产品的上市，大动脉及外周血管介入产品业务将进一步提升其在行业领先地位。
- **我们的观点：** 公司通过提供多元化产品组合，继续全球化战略；注重研发创新，多项目取得突破进展、首个国产心脏起搏生产线上产品正在开发；进一步吸引投资，将电生理业务挂牌新三板进行分拆。并购的骨科业务经营持续改善，公司整体盈利能力持续提升，预计2016年全年销售收入约有10%左右的增长，建议投资者积极关注。
- **风险提示：** 行业政策变动；外汇风险。

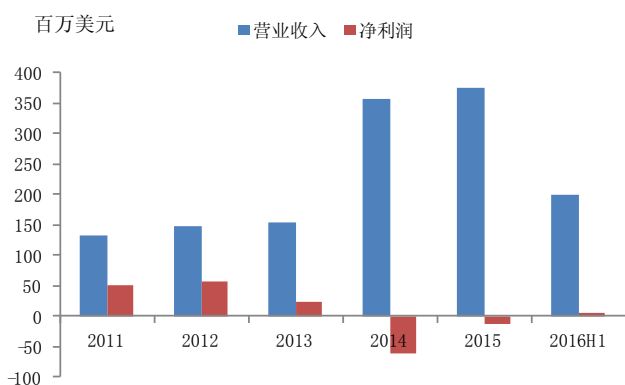
相关报告**海外医药研究**

高级分析师：鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

报告正文

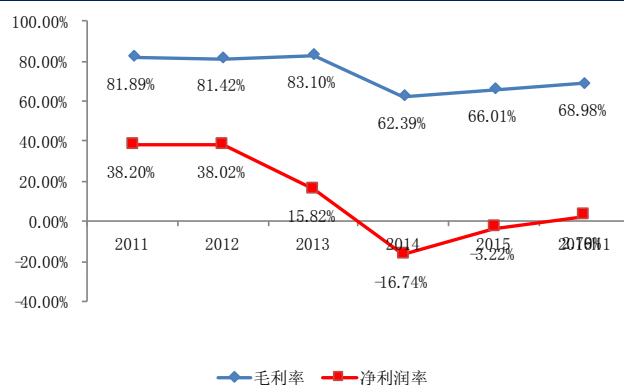
- **多业务收入增长, 业绩实现扭亏为盈。**微创医疗(0853.HK)8月29日公告2016年中期经营业绩: 营业收入同比增长3.8%至1.99亿美元; 毛利润同比增长6.7%至1.37亿美元; 毛利率水平从去年同期67.1%提升至69.0%; 净利润同比增加314%至554万美元; 每股收益为0.33美分。2016年上半年, 在市场竞争愈加激烈、政府招标政策变化、国家医保控费等挑战性行业环境下, 公司通过优化销售渠道开发新市场、推进研发项目、整合资源等手段, 实现了多个业务板块收入的大幅增长, 在自2014年初收购骨科业务连续亏损两年后成功实现扭亏, 取得了不错的中期业绩。

图 1、公司营业收入和净利润



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 2、综合毛利率和净利率



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

- **两大介入产品业务强劲增长。**心血管介入产品和大动脉及外周血管介入产品业务较上年同期实现强劲增长, 涨幅分别约为12.4% (剔除汇率影响, 下同) 和40.2%。心血管业务部分主要归因于Firebird2保持国内6%国际10%的稳定市场表现和Firehawk国内133%国际84%的快速增长, 进一步巩固了公司在国内心血管介入市场的领导地位。得益于公司3年前开始对基层市场的积极培育, 2016年成效显著, 心脉主营产品在全面推进一线城市各医院的基础上覆盖了大部分二三线城市和县级医院, 扩大了市场份额。随着一系列创新产品的上市, 大动脉及外周血管介入产品业务将进一步提升其在行业领先地位。
- **骨科业务业绩持续改善。**2016年上半年全球骨科业务收入1.07亿美元, 同比增长1.2%, 亏损状况持续改善。中国市场部分, 各骨科业务销售收入实现较上年同期增长78% (剔除汇率影响, 下同), 尤其是关节产品较上年同期增长34%, 远超市场平均增长率。美国市场部分, 骨科业务同比增长约3.2%, 与市场平均水平持平; 欧洲市场受宏观因素的挑战下降约2.8%, 但

仍为骨科业务贡献了价值；日本市场收入降幅大幅收窄，从2015年同期的13.2%降至2.9%。上述中国外的国际骨科业务有望按计划于2016年底实现现金流收支平衡。

图 3、2016H1 公司销售收入结构（按引进方式划分）

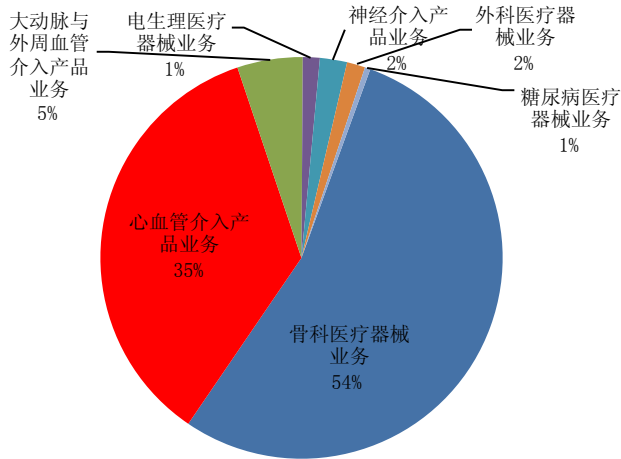


表 1、按产品引进方式划分的销售额及变动（百万元）

	2016H1	2015H1	变动金额	变动比例	
				(按美元计)	(剔除汇率影响)
骨科医疗器械业务	107.2	105.9	1.3	1.2%	1.2%
心血管介入产品业务	70.1	66.6	3.5	5.3%	12.4%
大动脉与外周血管介入产品业务	10.5	7.9	2.5	31.5%	40.2%
电生理医疗器械业务	2.7	2.6	0.1	2.4%	9.2%
神经介入产品业务	4.3	3.6	0.7	19.0%	26.8%
外科医疗器械业务	2.9	3.6	(0.7)	-19.7%	-14.3%
糖尿病医疗器械业务	0.9	0.9	(0.0)	-5.2%	0.9%
总计	198.6	191.2	7.3	3.8%	6.9%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **多研发项目获突破进展。**2016年上半年，自主研发的 Firesorb、TAVI 等 4 个产品进入 CFDA 特比审批绿色通道，并有 4 个产品获得 CFDA 证书，多个项目获得突破进展。手术机器人项目也按计划取得关键技术的突破。另外公司的“医线生理”网上服务平台正式对外发布，是大城市的优质医疗资源能为基层的患者和医生所用。
- **我们的观点：**公司通过提供多元化产品组合，继续全球化战略；注重研发创新，多项目取得突破进展、首个国产心脏起搏生产线上产品正在开发；进一步吸引投资，将电生理业务挂牌新三板进行分拆。并购的骨科业务经营持续改善，公司整体盈利能力持续提升，预计 2016 年全年销售收入约有 10% 左右的增长，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**行业政策变动；外汇风险。

表 2、微创医疗 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(百万元, 美元)		同比变动	点评
	2016H1	2015H1		
收入	199	191	3.8%	若不计外汇影响, 增长率为 6.9%, 主要为心血管介入产品、大动脉与外周血管介入产品、神经介入产品业务收入的增加所致, 按美元计增长率分别为 5.3%、31.5%、19.0%。
销售成本	(62)	(63)	-2.1%	制造单位成本下降。
毛利	137	128	6.7%	
毛利率	69.0%	67.1%	2.8%	Firehawk 和 Firebird2 的制造成本下降。
其他收入	3	2	44.0%	政府补助增加。
其他收益/(亏损)净额	2	(1)	311.5%	外汇汇兑收益。
研究及开发成本	(24)	(25)	-2.2%	
分销成本	(62)	(59)	4.9%	骨科推广业务向销售代表支付的花红增加; 国内市场推广 Firehawk 增加上市后临床实验成本。
行政开支	(32)	(31)	2.1%	支持骨科拓展业务产生更多成本。
其他经营成本	(2)	(2)	-6.2%	
来自经营业务的利润	22	13	77.1%	
融资成本	(8)	(8)	5.2%	新发行可换股债券。
分占合营企业亏损	(2)	(2)	-7.6%	
除税前溢利	12	3	327.2%	
所得税	(7)	(5)	25.1%	除税前利润增加所致。
期间溢利	6	(3)	314.0%	
公司拥有人应占期间溢利	6	(3)	314.0%	
非控股权益应占期间溢利	0	(1)	135.8%	
基本及摊薄 EPS (美分)	0.33	(0.21)	257.1%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩发布电话会议 Q&A (2016.08.30)

1、骨科业务如何, 请给出一个盈利时间点?

骨科业务收购后有约 5 千万美元的亏损, 经过两年的整合, 公司对目前这个结果感到欣慰。如果是整个层面上的净由亏转盈的话还需要一段时间, 预计 12-18 个月, 希望未来还是继续大幅减小亏损的, 预计 2017 年第四季度实现季度性扭亏为盈, 但 2017 年全年暂时不会给出这样一个引导。

2、中国骨科的销售模式、人员配置, 与其他竞争对手情况如何?

目前销售模式是自己有一支销售市场和培训的团队, 主要是带有特有的髌关节 Superpath 和内轴膝的学术推广为主; 同时中国区非常大, 将物流平台交给经销商。在中国研发、销售、生产团队初具规模, 研发发面积极推进国产化, 希望 2 年内尽快推进符合中国人设计的髌关节和膝关节; 通过国产项目和进口项目技术, 公司有非常完善的市场培训、销售的团队, 直接和医生沟通、推广产品; 同时在苏州有相关生产基地, 相关团队已经到位, 工厂也会在下半年完工进入验收阶段。

在竞争方面, 目前公司在中国骨科市场处于独特地位, 收购了有近 60 年的顾客品牌 Wright 品牌, 可直接用其产品线和其他进口产品进行竞争; 同时也积极推

进本土化，在竞争格局上说，公司有独特的竞争优势。

整体骨科业务增长在 17%-20%，关节的增长最高，在 20%-25%，脊柱的增长应该次之，创伤的增长在放缓。

3、招标感觉到的价格压力如何，有哪些优势，部署如何？

在中国招标分两个模式，一是传统的集中采购的招标，二是阳光挂网模式。

这两年，招标对骨科的影响比较大，特别是关节产品，进口产品的降价都是在双位数。但是公司具有技术上的特点，招标过程中技术分比较高，近期江苏、浙江等省的招标公司都是在进口厂商中少有的几个中标的企业，价格上有近 15% 的降幅。但是骨科产品有很多部件，公司有能力和经销商一起进行价格上的调整。

在阳光挂网方面，整个耗材在 8 个省份和一两个军区方面都有招标，价格方面都有不同幅度的下调，未来也会有一些价格方面的压力。但公司在各个业务都保持研发的投入，有新产品的推出，以此来维持市场的价格和毛利率的水平。

4、电生理业务方面，上半年增速 9%，如何看待？何时扭亏，为什么这个时候选择挂牌？

电生理上半年增速 9.2%。国内始终保持双位数的增长；国际方面，去年三维房颤手术刚拿到认证，增速很快，而今年相对放缓了一下，由于去年基数很大，所以增速是 9.2%；全年来看，国际订单会增长，其增幅应该恢复到 20% 以上。并且今年 3 月份电生理拿到了三维房颤的 CFDA 批准，积极做一些招标挂网的工作，虽然这对下半年不会有一个明显的贡献，但是明年会保持相对高速的增长。

至于新三板分拆，是因为电生理已进行 8、9 年的研发投入，销售只做一些传统产品的销售，整个市场还没有拉动起来，一直亏损，今年上半年也有亏损，全年预期 2 千万的亏损，但是销售一直在增长。今年新拿到 CFDA 的批准，明年要将其进行医院的推广的话需要大量的资本，新三板是一个吸引电生理市场更熟悉的投资者的很好的机会。电生理业务在公司内属于相对不是特别大的板块，这种情况下，对于管理层的激励也是优先考虑的，通过分拆到新三板对管理层的激励和后续的融资都是很有利的。值得注意的是，此分拆公司有 80% 以上的股权，是绝对控股股东。

5、对于骨科的脊柱、创伤方面的想法如何？

几年前公司收了江苏的顾客企业，希望利用其骨科平台，脊柱、创伤的产品是国内产品，相对微创其他产品来说不具有很强的创新性、独特性，业务推广上还未

及预期。尤其现在创伤已是一片红海，公司在未来会寻找契机与新产品对接、加强研发开发新产品，由此拉动增长。在此之前，会采取收缩战略，但公司对脊柱、创伤很有信心。

6、前两年骨科业务减亏速度很快，今年减缓了，如何看待这一趋势？

造成此现象是因为前两年进行构架调整，使业务持续稳定，这样幅度减亏很大。今年做了很多深耕方面的整合，特别是制造方面一直在做分析和运作，公司有信心通过进一步整合使得毛利率持续拉高，这大约需要 12-16 个月，所以今年减亏幅度低，但随着毛利率的上升，明年减亏幅度会拉大，总体来说，公司希望骨科业务会尽快稳定并恢复盈利能力。

7、美国骨科收购后，在整合过程中有哪些挑战和顺利？

骨科业务主要是关注在美国的销售团队，今年上半年美国的业务和市场增长约持平，美国是今年增长 3.5%，市场是 3%-5% 左右，公司的决策都比较正确，今年下半年也会继续拉高。

8、微创的研发很领先，但有一些新产品的贡献力很小，在市场商务化上有哪些门槛需要克服，未来哪几块业务是主要盈利增长点？

公司业绩的增长，很多都是新产品拉动的，比如冠脉方面就是 Firehawk 的拉动所致。而新产品在第一二年的增长都很小，主要是因为招标，现在需要在每个省都进行招标，所以要经过一两年才能在销售额上有反映。过去几年都在百分之二三十的增长，也是因为每年都有新产品的增长。虽然因为招标新产品的反映速度没有这么快，但是新的增长点一定是和新产品有关的。

9、支架业务的竞争格局如何，例如与乐普、吉威的市场份额如何？

公司是市场份额第一，从 2015 年开始吉威是有所下降的，是新进来的小公司从吉威抢掉的，微创基本没有损失，并且市场份额还有 1、2 点的增长，占 25%-26% 的市场份额，高于第二约 3-5 个点。公司很有信心保持支架业务的领先地位。

10、上半年支架中标省份和价位情况是怎样的？

火鹰产品上，参加了 15 个省、2 个军区的招标挂网，2016 年平均是 14,500-15,000 左右的价格，与国内进口产品在招标方面的价格是同一水平；火鸟产品上，已经卖了 8 年，经过了 3-4 次降价，现在是在 8,000 以下，今年上半年在 5 个省份和 1 个军区进行挂网，因为其技术性、品牌性和市场份额，在国产支架产品中有优势，国产价格约在 7,000-9,000 的范围。

11、骨科有 GSC 降低成本的措施，现在骨科业务的毛利率水平如何，未来还有怎样的提升空间？

刚收购完后骨科的毛利率是低于市场的平均情况的，公司骨科业务前两年低于 60%，今年上半年经过整合有希望达到 60% 甚至 61%。因为工艺的状况，其中关节的毛利率是最低的。而行业的平均毛利率约是 65% 上下，公司希望明后年从 61% 到 63%、64%，希望一两年内恢复到行业的中高水平，即 65%。

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。