

香港股市 | 医药

公司访谈

## 康基医疗 (9997 HK)

未评级

### 国内领先的微创外科医疗器械生产商

#### 拥有广阔销售网络的国产微创外科医疗器械龙头

我们近期走访了杭州康基医疗。公司深耕医疗器械行业近 20 年，为国内领先微创外科医疗器械生产商。根据 Frost&Sullivan 报告，主要产品一次性套管穿刺器、高分子结扎夹、一次性电凝钳的 2019 年销售量均排名国内第一，分别占国内总销量的 19.1%、27.7%、75.5%。管理层表示公司已覆盖多数三甲医院和数千家其他医院，销售网络广阔。

#### 主要产品需求空间巨大

我们认为公司主要产品一次性套管穿刺器、高分子结扎夹、一次性电凝钳需求空间巨大，主因：**1) 微创外科手术器械需求前景广阔：**微创手术创伤较小而且恢复较快，因此渗透率将提升，相关手术器械需求将增加。**2) 三种产品均为微创手术常用产品，安全性与性价比很高：**一次性套管穿刺器、高分子结扎夹、一次性电凝钳在微创手术中广泛使用，而且均为各自品类中安全性与性价比比较高的产品，因此需求空间巨大。

#### 短期内集采影响有限，管理层预计 2023 年销售情况良好

目前为止公司产品仅纳入部分省市区域性集采降价幅度不大，管理层预计短期内仍将以降价较为温和的区域性集采为主，因此降价风险可控。通常来说医疗器械终端价为出厂价至少 2~3 倍，因此合理降价对生产商影响有限。公司产品在医院认可度已经很高且不需要进行手术跟台，因此我们认为部分产品降价后可减少对经销商及学术推广伙伴依赖，因此短期看集采影响有限。管理层表示由于公司器械主要用于刚需强大的妇科及外科手术，因此年初疫情影响有限，预计 2023 年销售情况良好。

#### 未来将有多种需求广阔的新产品上市

公司研发管线丰富，公司预计 2023-24 年有 19 种产品可能获批。我们认为随着微创手术的普及，内窥镜、结扎夹、缝合线等微创手术常用器械的需求空间广阔。公司 2022 年 2 月收购唯精医疗 35% 的股权进入手术机器人领域，管理层预计首款手术机器人可能于 2024 年获批。高品质手术机器人能减少创伤并提高手术精准度，公司销售网络广阔，因此产品上市后有望快速上量。

#### 公司目前估值不高

虽然目前医药行业经营环境不佳，但按照目前的销售情况，管理层预计 2023 年收入与利润将实现正增长。公司目前股价对应 19.0 倍 2022A PER，低于香港上市医疗器械公司平均，因此我们认为估值不高。

**风险提示：**（一）医疗器械集采降价幅度超预期；（二）新产品研发进度慢于预期；3）新产品上市后推广效果差于预期

#### 主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2023 年 6 月 28 日）

年结:12月31日	2020	2021	2022
总收入	511	690	786
增长率 (%)	1.6	35.0	13.9
股东净利润	250	457	479
增长率 (%)	21.2	82.5	4.8
每股盈利 (人民币)	0.26	0.37	0.40
市盈率 (倍)	28.9	20.3	19.0
每股股息 (港币)	0.04	0.17	0.20
股息率 (%)	0.5	2.1	2.5
每股净资产 (人民币)	2.35	2.62	2.77
市净率 (倍)	3.2	2.9	2.7

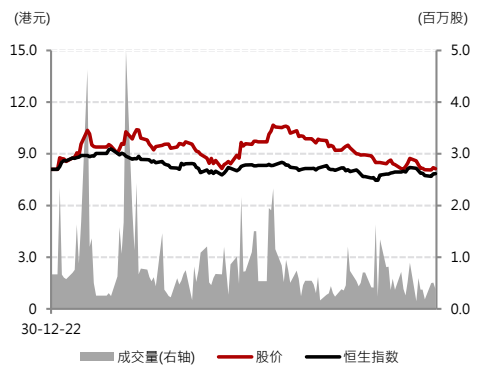
来源：公司资料，中泰国际研究部

#### 股票资料（更新至 2023 年 6 月 28 日）

现价	8.13 港元
总市值	9,892.52 百万港元
流通股比例	36.17%
已发行总股本	1,216.79 百万
52 周价格区间	5.28-11 港元
3 个月日均成交额	6.50 百万
主要股东	钟鸣主席 (占 33.57%)

来源：彭博、中泰国际研究部

#### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

#### 分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

## 微创外科手术器械前景广阔

微创手术为利用几个细小切口，透过电视监视器进行的各种手术。相对传统外科手术的大切口，创伤明显大大减低。微创手术切口较小可减小失血及疼痛并缩短患者住院时间并减少术后并发症，因此被广泛应用于耳鼻喉科、外科、妇科、胸肺外科、泌尿外科、骨科等常见领域，未来渗透率还将提升，相关器械使用量也将增加。

图表 1: 微创手术主要优势

主要优势	具体内容
创口小	腹部微小切口，0.5cm 至 1cm，基本不留疤痕
疼痛轻	患者疼痛感小，手术采取静脉麻醉，患者在睡眠的状态下完成手术
恢复快	大大减少了对脏器的损伤和对脏器功能的干扰，使术后恢复时间缩短
减少并发症	传统手术切口长，容易出现切口裂开、切口疝、切口感染或脂肪液化。而且由于腹腔内创伤重、出血多，容易出现肠粘连、肠梗阻等并发症，而微创手术没有大的切口，极少出现切口并发症，因术后肠功能恢复快，可较早进食，又大大减少了术后肠粘连的发生
住院时间短	一般情况下手术后 6-8 小时可下床，12-24 小时肛门排气即可进食，3-5 天出院，一周后基本恢复，由于恢复快，总体费用还相对降低
出血少	术中几乎不出血。微创手术视野比较清楚，血管处理会更精细，加上采用超声刀等先进止血器械，有助于减少出血量

来源：川北医学院第二附属医院，中泰国际研究部

## 公司销售网络广阔，主要产品需求空间巨大

公司于 2004 年 8 月成立，总部位于浙江杭州。公司深耕医疗行业已近 20 年，销售网络广阔，管理层表示目前已覆盖多数三甲医院和数千家其他医院。除此以外，公司产品还销往澳洲、中东、南美、非洲等地（图表 14）。

公司产品覆盖手术全过程，主要产品一次性套管穿刺器、高分子结扎夹、一次性电凝钳总共占 2022 年收入的 82.9%。根据 Frost&Sullivan 报告，2019 年公司这三种产品销售量排名均为国内第一，市场占有率分别为 19.1%、27.7%、75.5%，显著领先于其他生产商。我们认为这三种医疗器械需求空间广阔，主因：

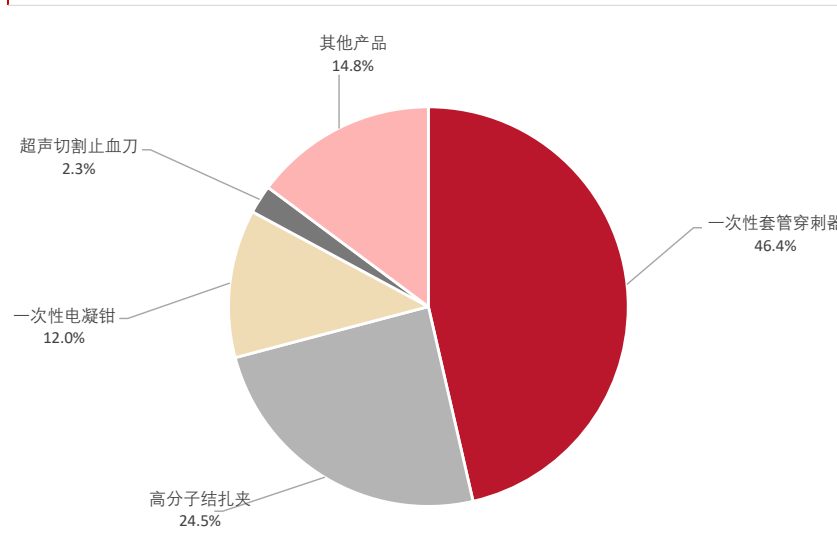
**1) 套管穿刺器为微创外科手术常用设备，一次性套管穿刺器安全性更高：**套管穿刺器是内窥镜和手术器械进出体内的通道，通常来说每台手术需使用 3~4 个套管穿刺器，因此这类产品需求广阔。对比重复性穿刺器，一次性穿刺器可大幅降低患者感染风险和医院消毒负担，因此未来渗透率将提升。**2) 结扎夹能有效止血，高分子结扎夹性价比最高：**结扎夹为植入性一次性止血用医疗器械，用于包括微创外科手术在内的外科手术，每台手术要用 2~15 个结扎夹，因此需求广阔。结扎夹分为钛金属结扎夹、高分子结扎夹和可吸收结扎夹。高分子结扎夹材质稳定价位中等，而且因为可穿透对 CT、MRI 或 X 射线等医学诊断没有干扰，因此是目前国内市场使用最广泛的结扎夹，2019 年占中国结扎夹总销量的 62.2%，三甲医院尤为普及。随着患者收入的提升，我们预计高分子结扎夹的使用量还将增加，公司作为绝对龙头将受益。**3) 电凝钳能减少出血量并缩短手术时间，一次性电凝钳安全性更高：**电凝钳利用高频电流实现出血部位快速电凝止血或解剖或切割组织，可用于解剖、抓取或切割，能有效减少出血并缩短手术时间。一次性电凝钳能有效降低患者感染风险并减少医院灭菌工作负担，因此未来将有更多医院使用。

图表 2: 公司产品覆盖领域



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 公司 2022 年收入构成



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

## 短期看集采影响有限，预计 2023 年销售情况良好

国内从 2019 年开始已经针对低值耗材、冠脉支架与人工关节等产品进行三次带量采购，康基医疗的产品目前还没有纳入国家版集采，仅部分省市进行区域性集采，降价幅度温和。管理层预计未来其他省份也将逐步开展地域性集采，但是进行国采的可能性不高，因此预计降价幅度将有限。通常来说医疗器械集采前终端价格至少为出厂价的 2~3 倍，因此合理降价对出厂价影响不大。公司主要产品已在国内大中型医院建立起强大市场认可度。由于手术器械涉及患者生命安全，因此通常来说医生会首选广为认可的产品，因此我们认为部分产品降价后可减少对经销商及学术推广伙伴依赖。公司产品与人工关节不同，经销商无需提供手术跟台服务，因此管理层预计就算降低对经销商的依赖程度也不会影响销售，因此短期看带量采购潜在影响有限。

关于疫情对公司产品销售的影响，管理层表示由于公司收入主要来自妇产科及外科手术，刚需强大，终端需求相对不容易受疫情影响，因此 2022 年收入与股东净利润均实现正增长。按照上半年情况看，管理层预计 2023 年销售收入增长态势良好。

图表 4: 公司产品集采情况及销售模式 (截止 2023 年 3 月)

产品品类	地区	执行时间	销售模式
一次性穿刺器	湖南省(9市)	2022年1月	非经销商模式 (配送商+学术推广合作伙伴)
	河北省	2022年9月	
高分子结扎夹	山东省	2022年5月	经销商模式
	河南省、河北省及山西省	2022年第三季度	
超声刀	广东13省市联盟	2022年第二季度	经销商模式
	河北省	2022年9月	

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

## 未来将有更多需求广阔的产品上市

公司研发管线丰富, 预计 2023-24 年有 19 种产品可能获批。我们认为随着微创手术的普及, 内窥镜、结扎夹、缝合线等微创手术常用设备的需求将持续增长。公司于 2022 年收购唯精医疗 35% 的股权进入手术机器人领域, 手术机器人早年主要用于骨科与关节等硬组织手术, 但近年来在泌尿外科、妇科、普外科等领域的软组织机器人也在迅速普及。高品质手术机器人能减少创伤并提高手术精准度, 因此需求空间广阔。公司预计手术机器人可能于 2024 年获批, 由于康基医疗在国内医院销售网络广阔, 我们预计产品如能成功获批将快速上量。

图表 5: 公司主要产品取证情况及预计获批时间

类别	2022年(已取证)	2023年	2024年及往后
设备	<ul style="list-style-type: none"> <li>4K医用内窥镜荧光摄像系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>气腹机(带加热功能)(2月已取证)</li> <li>4K智能医用内窥镜摄像系统(2月已取证)</li> <li>3D医用内窥镜摄像系统</li> <li>超声高频外科集成设备</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>等离子能量设备</li> <li>腹腔镜手术机器人系统</li> <li>单孔腹腔镜手术机器人系统</li> </ul>
器械	<ul style="list-style-type: none"> <li>外科机械臂腹腔镜手术器械</li> <li>宫腔内窥镜</li> <li>腹腔镜内窥镜(4K)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3D电子腹腔镜内窥镜</li> <li>连发夹钳</li> <li>4K荧光内窥镜</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>宫腔切削驱动手柄及刀头</li> <li>Z形宫腔硬性内窥镜</li> </ul>
耗材	<ul style="list-style-type: none"> <li>超声高频外科集成系统超声刀头</li> <li>单发钛夹、连发钛夹及连发钛夹钳</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>可吸收结扎夹</li> <li>超声高频外科集成系统超声刀头(超声双极)</li> <li>连发结扎夹</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一次性电子输尿管镜</li> <li>一次性电子宫腔镜</li> <li>一次性电子膀胱镜</li> <li>可吸收性免打结外科缝合线</li> </ul>

来源: 公司资料, 中泰国际研究部^获批时间为公司预测

图表 6: 公司手术机器人研发情况

在研产品	临床前	临床	注册	商业化
腹腔镜手术机器人系统(三臂)	已完成临床试验(泌尿外科)			
腹腔镜手术机器人系统(四臂)	已送交型检			
单孔腹腔镜手术机器人系统	设计阶段			



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7：康基医疗（9997 HK）办公楼



来源：中泰国际研究部

图表 8：康基医疗（9997 HK）厂房



来源：中泰国际研究部

图表 9：康基医疗（9997 HK）研发大楼



来源：中泰国际研究部

图表 10：康基医疗（9997 HK）注塑车间



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 11：康基医疗（9997 HK）一次性产品生产车间



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 12：康基医疗（9997 HK）数控车间



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 13: 康基医疗 (9997 HK) 仓库



来源: 中泰国际研究部

图表 14: 康基医疗 (9997 HK) 全球销售网络



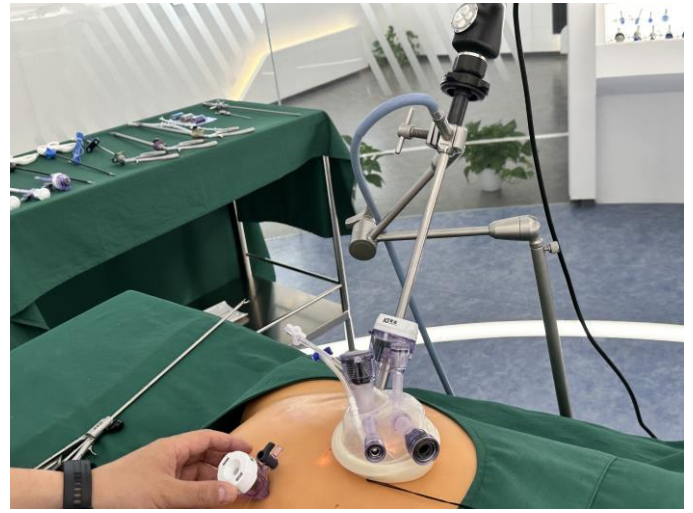
来源: 中泰国际研究部

图表 15: 微创手术演示



来源: 中泰国际研究部

图表 16: 微创手术演示



来源: 中泰国际研究部

图表 17: 康基医疗 (9997 HK) 生产现场演示



来源: 中泰国际研究部

图表 18: 公司一次性套管穿刺器



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 19: 公司一次性电凝钳



图表 20: 公司一次性结扎夹



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 21: 香港市场医疗器械板块同业估值表

	股票代码	收市价	市值 (百 万港元)	年结	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息率(%)			净负债率	
					FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY2
爱康医疗	1789 HK	6.83	7,656	12/2022	35.1	26.3	20.1	3.1	2.8	2.5	0.9	1.1	1.4	净现金	
威高股份	1066 HK	10.22	46,218	12/2022	15.8	14.0	12.2	2.0	1.8	1.6	1.7	1.5	1.7	净现金	
春立医疗	1858 HK	15.98	9,079	12/2022	18.5	15.3	11.9	2.1	1.8	1.6	2.1	N/A	N/A	净现金	
先健科技	1302 HK	2.71	12,547	12/2022	32.6	27.9	21.8	4.0	3.5	3.1	0.0	N/A	N/A	净现金	
康德莱医械	1501 HK	25.75	4,326	12/2022	30.2	25.1	18.3	2.7	N/A	N/A	1.0	N/A	N/A	净现金	
启明医疗	2500 HK	5.80	2,558	12/2022	N/A	N/A	N/A	0.7	0.7	0.8	0.0	N/A	N/A	净现金	
康基医疗	9997 hk	8.13	9,893	12/2022	19.0	15.3	12.5	2.7	2.4	2.2	2.3	2.8	3.4	净现金	
平均					25.2	20.6	16.1	2.5	2.2	1.9	1.2	1.8	2.2		

来源: 彭博, 中泰国际研究部

## 风险提示

集采降价幅度大于预期

如公司产品带量采购降价幅度大于预期，可能影响业绩

新产品研发进度慢于预期

公司新产品研发进度可能慢于预期

新产品上市后推广效果差于预期

新产品上市后推广效果可能差于预期



## 公司及行业评级定义

---

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805