

# 聯合骨科

(4129 TT, NT\$60.8, 未評等)

## 重點摘要

1. 聯合骨科營收穩健成長，2022 全年營收 31.69 億元，YoY +23.2%，EPS 2.84，YoY +667.5%，1Q23 營收 9.28 億元、YoY +25%，稅後淨利 6,662 萬元、YoY +109%，EPS 0.85，YoY +84.7%，預計 2023 全年營收有 23-25% 以上成長
2. 除中國衰退外，其餘市場如歐洲、台灣、日本與美國皆大幅成長；歐洲成長尤其顯著，2021 佔總體營收 21%，2022 佔 26%，2023 Q1 已佔 34%
3. 歐洲成長五成表現最亮眼，歐洲營收已超越台灣，成為聯合最大市場；其次為國際市場，主要成長來自中南美及東南亞長

## 結論

聯合骨科目前年營收約 1 億美元，中期目標為年營收 2 億美元，擠進全球前十大，除積極布局歐美市場，亦開發利基型產品，目前有 6 項產品，其中 2 項已在美銷售

## 評論

### 各市場成長動能無虞

- 人工關節刀量統計，目前覆蓋 45 個國家，9 家全球公司(美國、英國、法國、比利時、瑞士、中國、台灣、澳洲、日本)，累積 583,000 案例
- 台灣市場營收 2022 達 7.23 億，YoY +9%，1Q23 達 2 億，YoY +15%，十年成長從 2 億到 7 億多
- 國際將銷市場營收 2022 達 5.01 億，YoY +47%，1Q23 達 1 億，YoY +33%，十年成長從 1 億 5 到 5 億
- 美國市場營收 2022 達 4.39 億，YoY +7%，1Q23 達 1.47 億，YoY +49%，十年成長從 1 億到 4.39 億
- 歐洲市場營收 2022 達 8.37 億，YoY +55%，1Q23 達 3.19 億，YoY +43%，成長從 1 億多到 8.37 億
- 日本市場營收 2022 達 1.3 億，YoY +53%，1Q23 達 0.43 億，YoY +23%
- 中國市場為唯一衰退市場，營收 2022 達 2.04 億，YoY -6%，1Q23 YoY -40%

### 各市場成長與衰退原因

- 歐洲市場成長迅速，除了法國因 Smith+Nephew 缺貨，使的聯合骨科把握機會切入法國市場外，聯合骨科的品質優良(植入人體都要 20 年以上)，逐漸獲得當地醫師與病人認可也是重要原因

### 凱基投顧

陳宣甫  
886.2.2181.8724  
hsuan.chen@kgi.com

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

- 歐洲市場增加銷售人員，故毛利高，費用率也增加，但只要市場打開，費用固定後便能提升獲利
- 人工關節變化雖不大，但還是可以做出差異，比如說手術必須搭配器械，聯合不只賣人工關節，也提供適合聯合所售人工關節相關手術器械，且符合當地醫師使用習慣，大大提升當地醫師手術的便利性與採用聯合產品的意願
- 美國市場最大，單價最高，但醫師由於選擇多，心態最保守也不易切入，除了長時間與 KOL 建立關係，也共同開發 6 項利基產品，現已有 2 項利基型產品在美銷售，其中一個是腫瘤關節產品(2021 年底-2022 年初上市)，另一個是股骨柄，其餘還有高端股骨水泥膝關節，肩關節產品，雙動式髌臼系統等在取證階段
- 菲律賓、阿根廷、哥倫比亞、巴西、越南都是快速成長的國家，歐洲法國成長最快，近期俄羅斯因為受到制裁，大廠退出，對人工關節需求也大幅提升，西班牙、伊朗最近也有大幅需求
- 有時候競爭廠商斷供或缺貨是很好的機會，例如聯合本來只佔台灣林口長庚 10%，有一年 Zimmer Biomet 缺貨，聯合進入，至今聯合已佔長庚將近 70%
- 中國市場由於集中採購關係，導致價格大幅下滑，許多大廠已經準備退出，但因為中國營收佔比從原來的 9%到現在不到 4%，影響愈來愈小

#### 競爭者狀況與展望

- Zimmer Biomet、Stryker、Depuy Synthes、Smith+Nephew 為全球前四大，佔全世界 194 億美元規模中的 74.9%(154 億美元)，而且都是百年企業，而聯合只有 30 年，規模目前為 1 億美元，佔比 0.5%，相當不容易
- 以台灣來說，Zimmer Biomet 市佔第一，約 45%，聯合市佔第二，也有 30%
- 拓展期間，毛利高，費用也高是不得已，因為現在是高速成長期，但如果詳細與 Zimmer Biomet 獲利結構做比較，毛利率與費用率兩者其實很類似
- 現今開始流行的細胞治療、生長因子等，由於尚缺乏明確數據，很難威脅人工關節的市場
- 人口老化是全球皆然，換關節的需求只會不斷增加
- 也有與義大利廠商開發手術機器人
- 全球排名第 10 的 Microport，年營收 2 億美元，佔比 1%，為聯合 2 倍，聯合會先以擠進十大為目標，挑戰全球營收成長翻倍

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。