

爱康医疗 (01789.HK) 2023年中报点评

产品放量显著，3D打印技术持续精进

2023年09月20日

【投资要点】

- ◆ **总体营收增长显著，净利润稳定增长。**23H1 爱康医疗实现营业收入 6.49 亿元，同比增长 22.10%；净利润 1.33 亿元，同比增长 5.2%。其中髌关节产品收入 3.41 亿元，同比+4.2%；膝关节产品收入 2.11 亿元，同比+64.7%；脊柱和创伤产品收入 0.50 亿元，同比+10.8%；定制产品及服务收入 0.28 亿元，同比+31.5%；其他类产品收入 0.18 亿元，同比+107.5%。
- ◆ **产线多点开花，产品放量显著。**公司于人工关节集采后报量总医院共 5902 家，较集采前新进入 2405 家，其在关节市场的市占率提升至 20.2%。23H1 公司产品的手术量需求持续增长，在单髌等新产品的带动下，膝关节收入增长尤为显著。23H1 公司初次关节产品销量增长达 33.3%，其中初次膝关节销量增长达 107%。标外产品方面，公司单髌产品收入达 3377.5 万元，国内翻修产品收入增长达 60%。脊柱方面，国内 3D 打印脊柱产品收入增长 39.5%。从市占率和产品销量情况来看，公司产品 23H1 放量显著，集采后的以价换量规划正持续向好落实。
- ◆ **3D 打印优势引领创新研发持续精进。**公司目前拥有 83 个三类医疗器械注册证，包括 17 个 3D 打印产品注册证。关节方面，23H1 公司获得的金属 3D 打印胫骨平台注册证是其在膝关节 3D 打印产品的重大突破，正式将国产膝关节产品引入 3D 打印时代，缩小了与国际水平的差距。在脊柱和创伤方面公司也推出一系列基于 3D 打印新品，包括 Osteo Match 生物力学适配型椎间融合器、Apollo 自稳型人工椎体、TCBridge 金属增材制造匹配式长段骨缺损修复体、ReTruss 金属增材制造胸腰椎融合匹配式假体系统等，获得市场瞩目。23H1 公司积极参与国家骨科中心建设，共建 3D 联合实验室，开展假体与技术合作开发，填补领域内空白。此外在数字骨科产品方面，公司的髌关节机器人系统和髌关节手持导航系统预计也有望在今年四季度获证。公司 23H1 研发布局进一步完善，在集采覆盖产线的基础上迭代升级，以市场需求驱动关节产品创新的同时，发挥了 3D 打印技术优势，研发出差异化和定制化的产品以满足临床差异化的需求。
- ◆ **业务扩张费控良好，盈利水平保持稳定。**23H1 公司销售、管理、研发费用率分别为 18.10%、11.59%、10.22%，同比分别-0.67pct、+1.32pct、-0.02pct。23H1 公司毛利率、净利率分别为 61.90%、20.44%，同比分别-1.83pct、-3.29pct。公司在营收增长显著的同时费率管控良好，在集采产品价格下降的冲击下总体盈利能力依旧维持在相对稳定的高位水平。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

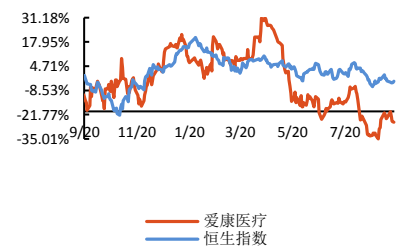
证券分析师：侯伟青

证书编号：S1160522110001

联系人：侯伟青

电话：021-23586362

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	7388.83
流通市值 (百万港元)	7388.83
52周最高/最低 (港元)	11.18/5.33
52周最高/最低 (PE)	90.72/27.03
52周最高/最低 (PB)	4.92/2.40
52周涨幅 (%)	-11.46
52周换手率 (%)	77.95

相关研究

【投资建议】

- ◆ 企业上半年营收增长可观，净利润稳步提升，盈利能力维持在较高水平。坐拥行业领先的 3D 打印技术，企业持续推进创新产品的开拓研发，标内外产品在集采背景下均放量显著，关节总体市占率和终端医院覆盖量进一步提升。我们给予公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 13.03/16.48/21.32 亿元，归母净利润分别为 2.57/3.27/4.38 亿元，EPS 分别为 0.23/0.29/0.39 元，对应 PE 分别为 25/20/15 倍，给予公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1052.05	1302.51	1648.23	2131.97
增长率 (%)	38.17%	23.81%	26.54%	29.35%
归母净利润 (百万元)	204.77	257.44	327.42	437.73
增长率 (%)	121.09%	25.72%	27.18%	33.69%
EPS (元/股)	0.18	0.23	0.29	0.39
市盈率 P/E	50.53	25.17	19.79	14.80
市净率 P/B	4.52	2.61	2.32	2.02
EV/EBITDA	31.39	17.95	13.79	9.80

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 集中带量采购政策变化风险
- ◆ 外汇风险

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,065.36	2,512.85	2,982.23	3,596.32
现金	625.83	766.82	1,004.93	1,358.66
应收账款及票据	545.35	651.25	732.55	829.10
存货	402.33	453.71	480.73	525.89
其他	491.85	641.07	764.03	882.67
非流动资产	709.14	706.18	711.16	720.88
固定资产	366.76	359.73	349.68	341.82
无形资产	198.69	187.59	172.62	160.20
其他	143.69	158.87	188.87	218.87
资产总计	2,774.49	3,219.03	3,693.40	4,317.20
流动负债	436.38	645.54	810.20	1,015.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	155.17	188.23	230.89	296.42
其他	281.22	457.30	579.31	719.15
非流动负债	94.35	93.18	93.18	93.18
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	94.35	93.18	93.18	93.18
负债合计	530.73	738.72	903.38	1,108.75
普通股股本	9.45	9.45	9.45	9.45
储备	2,239.08	2,475.62	2,785.33	3,203.76
归母公司股东权益	2,243.76	2,480.31	2,790.02	3,208.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,243.76	2,480.31	2,790.02	3,208.45
负债和股东权益	2,774.49	3,219.03	3,693.40	4,317.20

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,052.05	1,302.51	1,648.23	2,131.97
其他收入	1.47	1.83	2.19	2.55
营业成本	415.61	494.95	618.09	788.83
销售费用	180.11	222.98	282.17	364.99
管理费用	118.31	150.70	195.13	248.38
研发费用	110.87	155.11	196.83	249.37
财务费用	-15.58	-9.39	-11.50	-15.07
除税前溢利	240.29	303.06	384.75	514.57
所得税	35.52	45.63	57.34	76.84
净利润	204.77	257.44	327.42	437.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	204.77	257.44	327.42	437.73
EBIT	224.71	293.68	373.25	499.50
EBITDA	303.35	318.19	396.93	522.29
EPS (元)	0.18	0.23	0.29	0.39

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	242.92	251.26	355.84	467.31
净利润	204.77	257.44	327.42	437.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	78.64	24.51	23.68	22.80
营运资金变动及其他	-40.49	-30.68	4.75	6.78
投资活动现金流	-82.29	-89.38	-100.03	-94.27
资本支出	-121.72	-6.38	1.34	-2.52
其他投资	39.42	-83.01	-101.37	-91.76
筹资活动现金流	-36.80	-30.33	-27.14	-28.73
借款增加	-10.72	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
已付股利	-23.96	-30.33	-27.14	-28.73
其他	-2.12	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	150.22	140.99	238.10	353.74
期初现金余额	475.61	625.83	766.82	1,004.93
期末现金余额	625.83	766.82	1,004.93	1,358.66

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	38.17%	23.81%	26.54%	29.35%
归属母公司净利润	121.09%	25.72%	27.18%	33.69%
获利能力				
毛利率	60.49%	62.00%	62.50%	63.00%
销售净利率	19.46%	19.76%	19.86%	20.53%
ROE	9.13%	10.38%	11.74%	13.64%
ROIC	8.53%	10.06%	11.38%	13.24%
偿债能力				
资产负债率	19.13%	22.95%	24.46%	25.68%
净负债比率	-27.89%	-30.92%	-36.02%	-42.35%
流动比率	4.73	3.89	3.68	3.54
速动比率	3.72	3.03	2.93	2.88
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.43	0.48	0.53
应收账款周转率	1.96	2.18	2.38	2.73
应付账款周转率	3.35	2.88	2.95	2.99
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.23	0.29	0.39
每股经营现金流	0.22	0.22	0.32	0.42
每股净资产	2.01	2.21	2.49	2.86
估值比率				
P/E	50.53	25.17	19.79	14.80
P/B	4.52	2.61	2.32	2.02
EV/EBITDA	31.39	17.95	13.79	9.80

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。