

爱康医疗 (01789.HK) ——2023 年半年报点评

23H1 营收增长 22%，海外收入显著增长

买入

核心观点

上半年收入增长 22%，膝关节高速放量。2023 年上半年实现收入 6.49 亿元 (+22.1%)，在集采政策推动下进一步加速进口替代，丰富的产品线有效满足差异化市场的需求，进一步促进收入增长，上半年归母净利润实现 1.33 亿(+5.2%)。分品类来看，髌关节 3.41 亿(+4.16%)，膝关节 2.11 亿(+64.7%)，髌膝关节植入量复苏势头明显，单髁等新产品拉动增长。脊柱及创伤产品收入 0.50 亿 (+10.8%)，通过领先的 3D 打印技术提供更加丰富的选择，进入更多高等级医院，提升市场份额。定制产品收入 0.28 亿 (+31.5%)，构建定制化生产订单系统，搭建定制化影像数据库，实现了 ICOS 骨科定制平台不断完善成熟。上半年通过积极的市场开拓，海外收入实现 1.13 亿(+78.3%)。

毛净利率环比回升，销售费用率同比下降。2023 年上半年毛利率为 61.9% (yoy-1.8pp)，主要由于集采范围内髌膝关节内植入物产品的销售价格同比下降导致。销售费用率 18.1% (yoy-0.5pp)，公司积极进行市场开拓和新产品培训，相关市场费用以及销售人员人工成本增加，但收入规模效应进一步体现。管理费用率 11.6% (yoy+1.4pp)，管理人员人工成本增加以及根据应收账款账龄及余额计提的信用亏损拨备所致。研发费用率 10.2%，财务费用率-2.2% (yoy+0.5pp)。净利率为 20.4% (yoy-3.1pp)，环比 22H2 有显著提升。

定位创新技术赋能融合专家，发挥 3D 打印定制化产品的技术优势。公司获得金属 3D 打印胫骨平台注册证，这是在膝关节 3D 打印产品上的又一重大突破，正式将国产膝关节产品引入 3D 打印时代。公司定位创新技术赋能融合专家形象，于上半年基于 3D 打印技术围绕脊柱和创伤领域推出一系列创新产品。在创新材料方面，公司牵头申报的生物医用超高分子量聚乙烯材料入围工信部和药监局联合组织的“创新任务揭榜挂帅”项目，助力高端生物医用耐磨聚乙烯材料的国产化。在智能化设备方面，公司获得骨科 CT 图像处理软件注册证，既可独立使用，也可配合关节置换手术导航系统、手术机器人系统使用。

投资建议：略下调盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润为 2.67/3.48/4.56 亿元（原为 2.67/3.51/4.63 亿），同比增长 30.2%/30.6%/30.8%；EPS 为 0.24/0.31/0.41 元，当前股价对应 PE 24/19/14 倍。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业将维持高景气度，集采风险出清，看好公司长期成长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：关节产品放量低于预期；市场竞争风险；集采续约降价风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	761	1,052	1,358	1,766	2,261
(+/-%)	-26.5%	38.2%	29.1%	30.0%	28.0%
净利润(百万元)	93	205	267	348	456
(+/-%)	-70.5%	121.1%	30.2%	30.6%	30.8%
每股收益(元)	0.08	0.18	0.24	0.31	0.41
EBIT Margin	12.3%	21.6%	20.0%	20.5%	21.5%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	9.1%	10.9%	12.7%	14.7%
市盈率 (PE)	69.7	31.5	24.1	18.5	14.1
EV/EBITDA	80.3	24.3	23.8	18.8	14.7
市净率 (PB)	3.18	2.88	2.62	2.35	2.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.18 港元
总市值/流通市值	6931/6931 百万港元
52 周最高价/最低价	11.08/5.33 港元
近 3 个月日均成交额	19.15 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

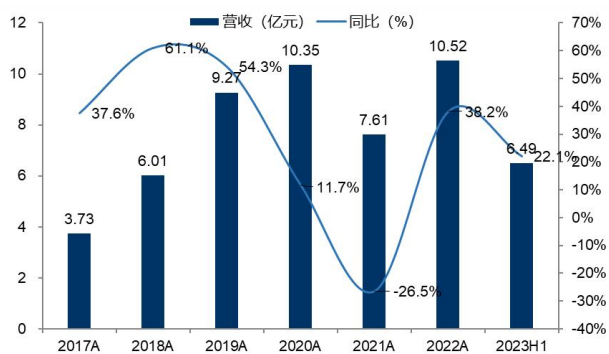
《爱康医疗 (01789.HK) ——2022 年年报点评：收入同比增长 38%，关节集采助力市场份额提升》——2023-04-17

《器械集采复盘系列 2——骨科：集采影响持续出清，发展新阶段可期》——2023-08-16

《骨科器械行业专题及财报总结：行而不辍，未来可期》——2023-06-15

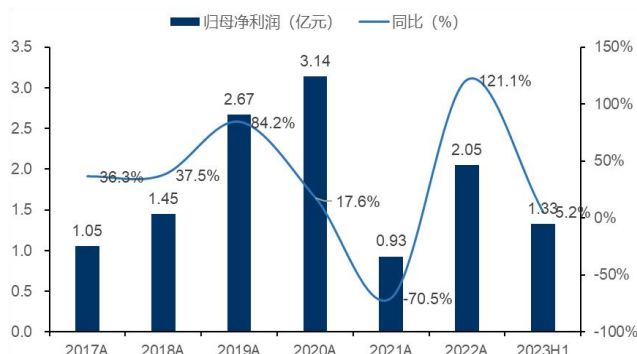
上半年收入增长 22%，膝关节高速放量。2023 年上半年实现收入 6.49 亿元（+22.1%），在集采政策推动下进一步加速进口替代，丰富的产品线有效满足差异化市场的需求，进一步促进收入增长，上半年归母净利润实现 1.33 亿（+5.2%）。分品类来看，髌关节 3.41 亿（+4.16%），膝关节 2.11 亿（+64.7%），髌膝关节植入量复苏势头明显，单髌等新产品推广进一步拉动增长。脊柱及创伤产品收入 0.50 亿（+10.8%），通过领先的 3D 打印技术为外科医生提供了更加丰富的选择，进入了更多高等级医院，提升市场份额。定制产品收入 0.28 亿（+31.5%），构建定制化生产订单系统，搭建定制化影像数据库，实现了 ICOS 骨科定制平台不断完善成熟。上半年公司通过积极的市场开拓，海外收入实现 1.13 亿（+78.3%），获得显著增长。

图1: 爱康医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

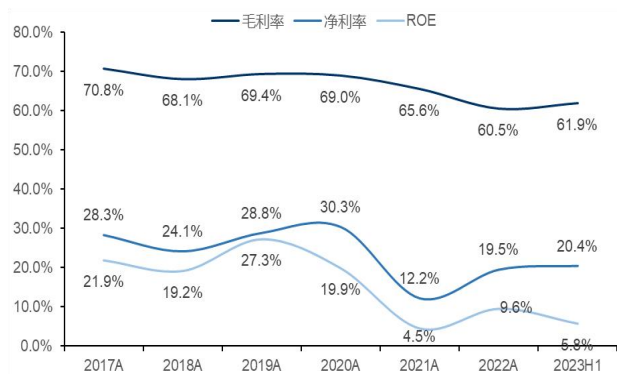
图2: 爱康医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

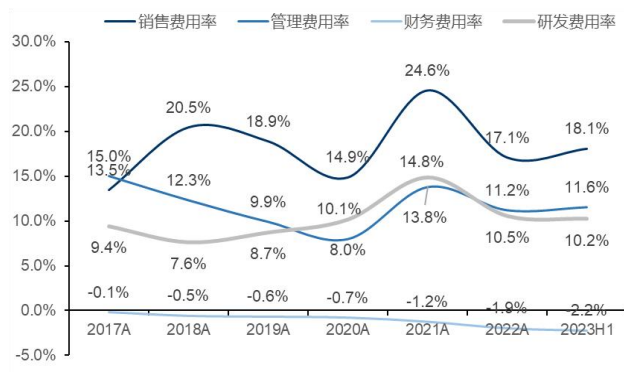
毛净利率环比回升，销售费用率同比下降。2023 年上半年毛利率为 61.9%（同比-1.8pp），主要是由于集采范围内髌膝关节内植入物产品的销售价格同比下降导致。销售费用率 18.1%（同比-0.5pp），公司积极进行市场开拓和新产品培训，相关市场费用以及销售人员人工成本增加，但收入规模效应进一步体现带动费用率下降。管理费用率 11.6%（同比+1.4pp），管理人员人工成本增加以及根据应收账款账龄及余额计提的信用亏损拨备所致。研发费用率 10.2%，财务费用率 -2.2%（同比+0.5pp），净利率为 20.4%（同比-3.1pp），环比 22H2 大幅提升。

图3: 爱康医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 爱康医疗四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年经营性现金流下滑较多。2023 年上半年经营现金流净额为 0.14 亿，与归

母净利润的比值为 11%，上半年应收账款余额有所增加，且预计向供应商付款有所增加，导致经营现金流净额短期下滑明显。截至 2023H1，货币资金账面余额为 5.26 亿，在手现金充裕。

定位创新技术赋能融合专家，发挥 3D 打印定制化产品的技术优势。公司获得金属 3D 打印胫骨平台的注册证，是在膝关节 3D 打印产品上的又一重大突破，进一步完善膝关节产品的布局，正式将国产膝关节产品引入 3D 打印时代。公司定位创新技术赋能融合专家形象，于上半年基于 3D 打印技术围绕脊柱和创伤领域推出一系列创新性新产品。在创新材料方面，公司牵头申报的生物医用超高分子量聚乙烯材料入围工信部和药监局联合组织的“创新任务揭榜挂帅”项目，助力高端生物医用耐磨聚乙烯材料的国产化。在智能化设备方面，公司获得骨科 CT 图像处理软件注册证，既可独立使用，也可配合关节置换手术导航系统、手术机器人系统使用。公司目前拥有 83 个中国药监局批准的三类医疗器械注册证，其中 17 个 3D 打印产品注册证，包括 4 个 3D 打印定制化产品注册证。

表1: 2023 年上半年推出的部分新产品

产品	用途	应用前景
金属 3D 打印胫骨平台	膝关节	将国产膝关节产品引入 3D 打印时代，缩小国内与国际水平之间的差距
Osteo Match 生物力学适配型椎间融合器	脊柱外科	国内首款具备生物力学适配功能的椎间融合器产品。该产品具备生物力学适配功能，比目前市面上已有的钛合金及 PEEK 融合器具有更低的梯度式弹性模量
Apollo 自稳型人工椎体	颈椎外科开放性内固定手术	全球首款 ACCF 零切迹 3D 打印融合产品，替代目前常规使用的钛板加钛网组合方案
TcBridge 金属增材制造匹配式长因创伤、肿瘤、感染、骨髓炎等造开的大段骨缺损重建治疗	成的大段骨缺损重建治疗	开创了长段骨定制修复的诊疗新方式，进行满足患者个性化需求的精准医疗，推动创伤骨科修复重建技术迈上新台阶
ReTruss 金属增材制造胸腰椎融合匹配式假体系统	因肿瘤或其他原因病变，需行多个通过创新医疗器械特别审批程序上市，依据患者脊柱解剖结构进行定制设计，3D 打印技术制成	节段椎体切除后的结构重建手术

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：爱康医疗是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头公司，公司产品线齐全，借助集采提升市场份额，加速进口替代，巩固龙头地位。骨生物材料和数字化骨科将成为新增长点。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业将维持高景气度。略下调盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润为 2.67/3.48/4.56 亿元（原为 2.67/3.51/4.63 亿），同比增长 30.2%/30.6%/30.8%；EPS 为 0.24/0.31/0.41 元，当前股价对应 PE 24/19/14 倍，集采风险出清，看好公司长期成长潜力，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2023/10/6	总市值 亿元/港币	EPS				PE				ROE	PEG
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
1789.HK	爱康医疗	6.18	69	0.18	0.24	0.31	0.41	31.5	24.2	18.5	14.2	9%	0.6
688161	威高骨科	40.46	162	1.36	1.25	1.58	2.03	29.7	32.3	25.6	19.9	11%	0.9
002901	大博医疗	32.53	135	0.23	0.62	1.00	1.40	142.9	52.1	32.5	23.2	3%	0.4
688085	三友医疗	22.74	56	0.93	0.71	0.91	1.16	24.5	31.9	25.0	19.6	8%	1.7
688236	春立医疗	24.89	82	0.80	0.83	1.07	1.34	31.0	29.9	23.3	18.6	11%	1.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：港股股价及市值以港币计价，其余为人民币计价，除威高骨科、爱康医疗、春立医疗外，其余为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	476	626	663	631	737	营业收入	761	1052	1358	1766	2261
应收款项	559	580	707	895	1115	营业成本	262	416	543	698	882
存货净额	423	402	489	624	773	销售费用	187	180	247	325	414
其他流动资产	112	41	108	156	156	管理费用	105	118	156	201	253
流动资产合计	1934	2065	2384	2847	3397	研发费用	113	111	140	180	226
固定资产	362	367	447	500	528	财务费用	(9)	(18)	(27)	(28)	(25)
无形资产及其他	212	199	191	183	175	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	96	144	144	144	144	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	6	(5)	15	19	25
资产总计	2605	2774	3165	3673	4243	营业利润	109	240	314	410	536
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	175	204	221	303	409	利润总额	109	240	314	410	536
其他流动负债	315	232	383	520	609	所得税费用	16	36	47	61	80
流动负债合计	489	436	603	823	1019	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	93	205	267	348	456
其他长期负债	84	94	104	114	124	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	84	94	104	114	124	净利润	93	205	267	348	456
负债合计	574	531	708	938	1143	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	73	45	48	55	60
股东权益	2032	2244	2457	2736	3100	公允价值变动损失	(20)	50	0	0	0
负债和股东权益总计	2605	2774	3165	3673	4243	财务费用	(9)	(18)	(27)	(28)	(25)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	31	(15)	(104)	(141)	(163)
每股收益	0.08	0.18	0.24	0.31	0.41	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.02	0.00	0.05	0.06	0.08	经营活动现金流	177	285	211	261	353
每股净资产	1.81	2.00	2.20	2.45	2.78	资本开支	0	(85)	(120)	(100)	(80)
ROIC	5%	11%	12%	15%	18%	其它投资现金流	(177)	(51)	0	(125)	(76)
ROE	5%	9%	11%	13%	15%	投资活动现金流	(177)	(136)	(120)	(225)	(156)
毛利率	66%	60%	60%	61%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	22%	20%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	29%	24%	24%	24%	支付股利、利息	(28)	0	(53)	(70)	(91)
收入增长	-26%	38%	29%	30%	28%	其它融资现金流	(181)	2	0	0	0
净利润增长率	-71%	121%	30%	31%	31%	融资活动现金流	(237)	2	(53)	(70)	(91)
资产负债率	22%	19%	22%	26%	27%	现金净变动	(237)	150	37	(33)	106
息率	0.4%	0.0%	0.8%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	713	476	626	663	631
P/E	69.7	31.5	24.1	18.5	14.1	货币资金的期末余额	476	626	663	631	737
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3	2.1	企业自由现金流	184	138	55	121	230
EV/EBITDA	80	24	24	19	15	权益自由现金流	10	155	78	145	252

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032