

2024年03月26日

证券研究报告·2023年年报点评

爱康医疗 (1789.HK) 医疗保健

当前价: 4.60 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩短期承压，看好 24 年重整旗鼓

投资要点

- **事件:** 2024年3月26日公司发布公告, 2023年实现营业收入 10.9 亿元(+3.8%), 实现归母净利润 1.8 亿元 (-11.1%), 实现扣非归母净利润 1.8 亿元 (-6.6%)。
- **受医疗反腐影响, 医院手术量下滑导致公司业绩短期承压。**公司 2023 年收入端增速减慢主要系 2023 年 7 月国家反腐政策出台, 关节类高值耗材医院手术量有所下降所致。利润端下滑主要系公司研发以及市场开拓投入增加所致。从盈利能力上看, 公司 2023 年毛利率为 61.7% (+1.2pp), 净利率为 16.6% (-2.9pp), 净利率有所下降主要系公司研发投入加大。
- **关节业务整体平稳, 脊柱业务增加较快。**分产品来看, 公司 2023 年髋关节产品实现收入 5.9 亿元 (-10%), 受医疗反腐影响较大。膝关节产品实现收入 3.1 亿元 (+17%), 膝关节实现增长主要系单髁产品的增长对冲了初次置换膝关节产品的下滑。脊柱及创伤产品实现收入 1.2 亿元 (+105%), 主要系 22 年脊柱国采公司为若干特定理贝尔品牌计提了未来销售价格折价准备 2000 万元所造成的基数较低, 以及 3D 打印新产品的带动。定制产品及服务实现收入 0.5 亿元 (+6%), 基本保持平稳增长。
- **海外增长仍然强劲, 研发投入持续拓展。**公司 2023 年实现海外收入 2.3 亿元 (+37%), 其中英国 JRI 实现收入 0.55 亿元 (+29%), 其他海外地区实现收入 1.7 亿元 (+40%), 其中东南亚市场增长超过 50%。2023 年公司共获得 18 个 CDE 批准的新三类医疗器械注册证, 包括 3D 打印髋膝关节假体、3D 打印二代椎间融合器, 其在 3D 打印骨小梁基础上添加了活性物质, 具有特殊的微纳结构, 实现了由生物惰性向生物活性的升级。以及 3D 打印匹配式长段骨和胸腰椎假体以及髋关节手术机器人等。
- **盈利预测:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.5/3.2/4 亿元。
- **风险提示:** 产品销售不及预期、行业政策超预期等风险。

指标/年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	1052.05	1093.86	1437.50	1858.00	2313.46
增长率	38.17%	3.97%	31.42%	29.25%	24.51%
归属母公司净利润(百万元人民币)	204.77	182.10	251.48	320.94	404.38
增长率	121.09%	-11.07%	38.10%	27.62%	26.00%
每股收益 EPS	0.18	0.16	0.22	0.29	0.36
净资产收益率	9.13%	7.61%	9.36%	10.47%	11.42%
PE	22.86	25.70	18.61	14.58	11.58

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

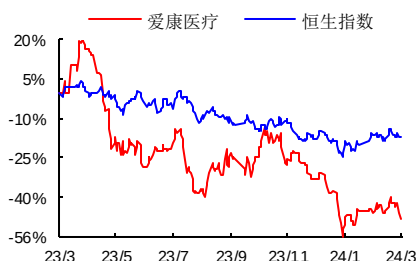
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	4.05-11.08
3 个月平均成交量(百万)	3.84
流通股数(亿)	11.22
市值(亿)	51.61

相关研究

1. 爱康医疗 (1789.HK): 关节置换龙头, 集采后国产替代加速 (2023-11-28)

关键假设:

假设 1: 公司髋关节产品价格保持平稳, 销售量 2024-2026 年分别上涨 20%、20%、15%。

假设 2: 公司膝关节产品价格保持平稳, 关节国采续标在即, 公司有望凭借此次续标提价给予经销商更多渠道空间, 从而实现销量增长, 销售量预计 2024-2026 年分别上涨 53%、40%、35%;

假设 3: 脊柱类产品价格预计保持稳定, 销售量预计 2024-2026 年分别上涨 20%、30%、20%;

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
关节	收入	901.7	1184.8	1517.1	1878.0
	增速	-2.1%	31.4%	28.0%	23.8%
脊柱及创伤	收入	123.3	147.9	192.3	230.8
	增速	105%	20%	30%	20%
其他	收入	68.8	104.5	148.6	204.7
	增速	-2.6%	51.9%	42.2%	37.8%
合计	收入	1093.9	1437.5	1858.0	2313.5
	增速	3.97%	31.42%	29.25%	24.51%
	毛利率	61.66%	63.55%	63.86%	64.38%

数据来源: Wind, 西南证券

附：财务报表

损益表					现金流量表				
12月31年结(百万CNY)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	12月31年结(百万CNY)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
收入	1094	1437	1858	2313	税前利润	231	301	384	484
毛利	674	914	1187	1489	税项	49	49	63	79
EBIT	211	301	384	483	营运资本变动	1477	1877	2359	2940
财务收入(费用)	-20	1	0	0	经营现金流量	0	4	-9	43
联营公司	0	0	0	0	资本开支	0	7	7	7
非经常性项目	53	17	17	17	自由现金流量	0	4	-9	43
税前利润	231	301	384	484	股息	0	-44	-57	-71
税项	49	49	63	79	其他非流动资产变动	915	811	706	601
非控股权益	0	0	0	0	股本变动	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
净利润(归属母公司)	182	251	321	404	净现金流量	0	33	55	122
资产负债表					期初净现金(负债)	0	366	399	454
12月31年结(百万CNY)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E	期末净现金(负债)	0	0	0	0
现金及现金等价物	366	399	454	576	财务比率				
应收账款	530	814	1053	1311	12月31年结	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
存货	596	699	896	1099	增长(%)				
其他流动资产	483	665	859	1070	收入	3.97	31.42	29.25	24.51
物业、厂房及设备	575	485	395	305	EBITDA	-29.60	92.06	20.30	20.36
无形资产	88	73	59	44	EBIT	-3.86	42.54	27.35	25.91
其他非流动资产	365	365	365	365	净利润	-11.07	38.10	27.62	26.00
总资产	3003	3501	4080	4769	每股盈利	-11.07	38.10	27.62	26.00
应付账款	175	200	256	314	利润率(%)				
短期借款	21	0	0	0	毛利	61.66	63.55	63.86	64.38
其他流动负债	302	500	646	801	EBITDA	19.33	28.26	26.30	25.42
长期借款	32	32	32	32	EBIT	19.33	20.97	20.66	20.89
递延税项负债	0	0	0	0	净利润	16.65	17.49	17.27	17.48
其他非流动负债	81	81	81	81	其他比率				
总负债	611	813	1015	1229	ROE(%)	7.61	9.36	10.47	11.42
股本	9.5	9.5	9.5	9.5	ROA(%)	6.06	7.18	7.87	8.48
储备	2382	2382	2382	2382	净负债率	-0.13	-0.14	-0.14	-0.15
股东权益	2392	2688	3065	3541	利息覆盖率(倍)	-10.77	436.93	5400.93	-2030.43
非控股权益	0	0	0	0	应收账款周转天数	176.91	206.80	206.80	206.80
总权益	2392	2688	3065	3541	应付账款周转天数	152.24	139.21	139.21	139.21
净现金(负债)	366	399	454	576	存货周转天数	518.30	486.82	486.82	486.82
					有效税率(%)	21.2	16.4	16.4	16.4

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn