

爱康医疗 (01789.HK)

以数字骨科技术为引领，大力拓展海外市场

买入

核心观点

2023 年收入略增，脊柱及创伤植入物高速放量。2023 年实现收入 10.94 亿元 (+4.0%)，归母净利润 1.82 亿 (-11.1%)；其中下半年实现收入 4.45 亿 (-14.5%)，归母净利润 0.50 亿 (-37.1%)。2023 年上半年病人就医数量显著提升，医院端骨科手术量在二季度迎来高峰，但三季度开展的全国医药领域集中整治工作在短期内一定程度上影响了公立医院的手术量，以及创新性高附加值产品在医院的推广和应用。分品类来看，髌关节收入 5.90 亿 (-9.9%)，膝关节收入 3.11 亿 (+16.9%)，脊柱和创伤植入物收入 1.23 亿 (+105.4%)，定制产品及服务收入 0.5 亿 (+5.6%)。分区域看，2023 年国内实现收入 8.67 亿 (-2.2%)，海外实现收入 2.27 亿 (+37.1%)，公司将整合爱康和 JRI 的市场资源协同发展，将海外业务打造为第二增长引擎。

毛利率同比回升，各项费用率均有不同程度增长。2023 年毛利率为 61.9% (同比+1.2pp)，主要是由于公司积极进行成本管控和海外收入占比提升拉动，且 2022 年同期计提了特定脊柱产品的价格折让拨备导致毛利基数较低。销售费用率 19.9% (同比+2.8pp)，市场开拓和推广活动增加，销售人员人工成本及差旅增加。管理费用率 12.1% (同比+0.9pp)，研发费用率 12.5% (+2.0pp)，财务费用率-1.8% (同比+0.1pp)，净利率为 16.6% (同比-2.8pp)。

持续打造创新引领、技术与市场结合的研发体系。2023 年公司获得 18 个国家药监局批准的新三类医疗器械注册证，包括 3D 打印膝关节假体、3D 打印二代椎间融合器、3D 打印匹配式长段骨和胸腰椎假体，以及髌关节手术机器人等。创新型单髌产品 HAUKE、3D 打印先骰产品系统等市场反响良好。新推出的 Apollo 自稳椎体产品为全国首个 3D 打印自稳型椎体产品。假体弹性模量适配骨模量的产品系统 Osteo Match 包含椎间融合器及人工椎体系统是国际首创的骨模量生物力学匹配的脊柱融合假体系统。3D 打印 TC Bridge 的推出有效地解决了四肢复杂大段骨缺损的修复重建难题，使得公司对 3D 打印技术的探索达到新的高度和领域。

投资建议：下调 2024-25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润为 2.65/3.48/4.43 亿元 (2024-25 年原为 3.48/4.56 亿)，同比增长 45.7%/31.0%/27.3%；EPS 为 0.24/0.31/0.40 元，当前股价对应 PE 21/16/13 倍。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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,052	1,094	1,390	1,770	2,221
(+/-%)	38.2%	4.0%	27.1%	27.3%	25.4%
净利润(百万元)	205	182	265	348	443
(+/-%)	121.1%	-11.1%	45.7%	31.0%	27.3%
每股收益(元)	0.18	0.16	0.24	0.31	0.40
EBIT Margin	21.6%	16.9%	20.4%	21.2%	21.9%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	7.6%	10.3%	12.3%	14.1%
市盈率 (PE)	27.4	30.8	21.0	16.0	12.6
EV/EBITDA	21.5	36.1	19.6	15.4	12.6
市净率 (PB)	2.50	2.34	2.16	1.98	1.78

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	5.41 港元
总市值/流通市值	6070/6070 百万港元
52 周最高价/最低价	11.08/3.89 港元
近 3 个月日均成交额	19.41 百万港元

市场走势



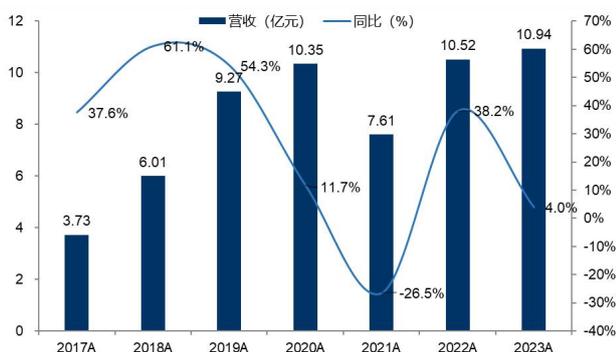
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《爱康医疗 (01789.HK) —2023 年半年报点评：23H1 营收增长 22%，海外收入显著增长》——2023-10-08
- 《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

2023 年收入略增，归母净利润于下半年出现较大下滑。2023 年实现收入 10.94 亿元（+4.0%），归母净利润 1.82 亿（-11.1%）；其中下半年实现收入 4.45 亿（-14.5%），归母净利润 0.50 亿（-37.1%）。2023 年上半年病人就医数量显著提升，医院端骨科手术量在二季度迎来高峰，但三季度开展的全国医药领域集中整治工作在短期内一定程度上影响了公立医院的手术量，以及创新性高附加值产品在医院的推广和应用。公司在国内积极进行市场开拓，于浙江、广东、上海、北京等传统以进口品牌为主的市场中，公司的市场份额明显上升。例如，2023 年公司于北京已实现超过 20%的关节植入市场份额。2023 年，脊柱产品在全国范围内执行集采结果，公司产品凭借领先的融合技术和良好的术后效果受到临床医生的欢迎。

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

脊柱及创伤植入物高速放量，海外业务有望成为新增长曲线。分品类来看，髌关节收入 5.90 亿（-9.9%），膝关节收入 3.11 亿（+16.9%），髌关节受行业整顿影响较大，初次膝关节的收入同样有所下降。但在单髌等新产品的带动下，膝关节整体的销售收入仍实现增长。脊柱和创伤植入物收入 1.23 亿（+105.4%），公司不断推出新的 3D 打印脊柱产品，2023 年新进入医院 262 家，其中省级医院 52 家，实现手术植入的快速增长。定制产品及服务收入 0.5 亿（+5.6%），公司进一步利用 3D 打印定制类产品及手术增值服务的技术优势，成功开拓多家医院开展定制类手术。分区域看，2023 年国内实现收入 8.67 亿（-2.2%），海外实现收入 2.27 亿（+37.1%），公司积极以“爱康”和“JRI”品牌进行海外业务拓展，关节业务进一步拓展到越南、乌兹别克斯坦等国，其中东南亚市场的增长超过 50%。公司将整合爱康和 JRI 的市场资源协同发展，将海外业务打造为集团的第二增长引擎。

图3: 爱康医疗营业收入拆分（单位：亿元、%）

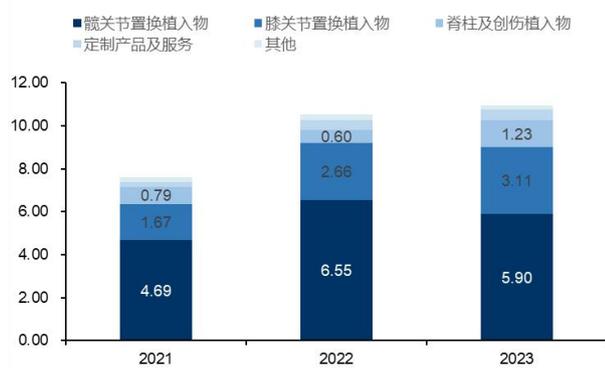
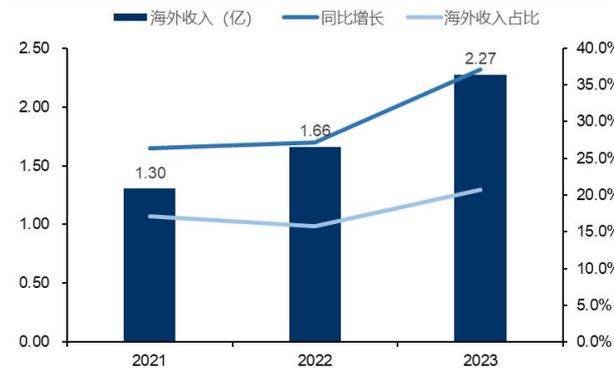


图4: 爱康医疗海外收入情况（单位：亿元、%）

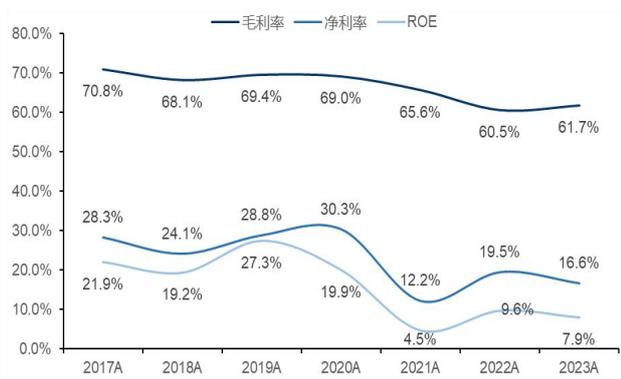


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率同比回升，各项费用率均有不同程度增长。2023年毛利率为61.9%（同比+1.2pp），主要是由于公司积极进行成本管控和海外收入占比提升拉动，且2022年同期计提了特定脊柱产品的价格折让拨备导致毛利基数较低。销售费用率19.9%（同比+2.8pp），市场开拓和推广活动增加，销售人员人工成本及差旅增加。管理费用率12.1%（同比+0.9pp），主要为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12.5%（+2.0pp），财务费用率-1.8%（同比+0.1pp），净利率为16.6%（同比-2.8pp）。

图5：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6：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

持续打造创新引领、技术与市场结合的研发体系。2023年公司获得18个国家药监局批准的新三类医疗器械注册证，包括3D打印膝关节假体、3D打印二代椎间融合器、3D打印匹配式长段骨和胸腰椎假体，以及髌关节手术机器人等。创新型单髌产品HAUK、3D打印先髌产品系统等市场反响良好。新推出的Apollo自稳椎体产品为全国首个3D打印自稳型椎体产品。假体弹性模量适配骨模量的产品系统Osteo Match包含椎间融合器及人工椎体系统是国际首创的骨模量生物力学匹配的脊柱融合假体系统。3D打印TC Bridge的推出有效地解决了四肢复杂大段骨缺损的修复重建难题，使得公司对3D打印技术的探索达到新的高度和领域。

表1：2023年注册获批的部分新产品

产品	用途	应用前景
iBot 髌关节手术机器人	髌关节	形成了从骨科3D打印到手术导航到机器人系统的数字化骨科一体化解决方案
3D打印髌臼杯和椎间融合器	关节置换、脊柱手术	3D打印二代产品，在3D打印骨小梁的基础上添加活性物质，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
3D打印匹配式长段骨和胸腰椎假体	脊柱手术	创新定制骨科解决方案（「ICOS」）骨科定制平台不断完善成熟，集团的3D打印解决方案进一步完善

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。下调2024-25年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-26年归母净利润为2.65/3.48/4.43亿元（2024-25年原为3.48/4.56亿），同比增长45.7%/31.0%/27.3%；EPS为0.24/0.31/0.40元，当前股价对应PE

21/16/13 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 2024/4/9	总市值 亿元/港币	EPS				PE			ROE(摊薄)		PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	
1789.HK	爱康医疗	5.41	61	0.16	0.24	0.31	0.39	30.8	21.1	16.1	12.7	8%	0.4
688161	威高骨科	25.80	103	0.28	0.62	0.82	0.98	91.9	41.4	31.4	26.4	3%	1.7
002901	大博医疗	32.47	134	0.14	1.14	1.57	-	228.0	28.5	20.7	-	2%	0.8
688085	三友医疗	17.07	42	0.37	0.65	0.84	-	46.5	26.3	20.4	-	5%	0.9
688236	春立医疗	20.58	68	0.72	0.84	1.08	1.38	28.4	24.4	19.0	14.9	10%	0.9

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, 除爱康医疗、春立医疗、威高骨科外, 其余为 Wind 一致预测, 三友医疗已披露 2023 年业绩快报

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	626	331	500	486	618	营业收入	1052	1094	1390	1770	2221
应收款项	580	617	724	897	1095	营业成本	416	419	529	673	840
存货净额	402	596	641	796	946	销售费用	180	219	250	315	393
其他流动资产	41	35	101	85	113	管理费用	105	118	133	161	202
流动资产合计	2065	1975	2361	2620	3110	研发费用	111	137	167	205	253
固定资产	367	575	634	666	673	财务费用	(18)	(20)	(14)	(14)	(11)
无形资产及其他	199	201	193	185	177	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	144	252	252	252	252	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	(18)	11	(13)	(21)	(22)
资产总计	2774	3003	3440	3723	4212	营业利润	240	231	312	409	521
短期借款及交易性金融负债	0	21	153	51	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	204	193	205	282	378	利润总额	240	231	312	409	521
其他流动负债	232	284	382	438	559	所得税费用	36	49	47	61	78
流动负债合计	436	498	740	771	937	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	32	32	32	32	归属于母公司净利润	205	182	265	348	443
其他长期负债	94	81	91	101	111	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	94	113	123	133	143	净利润	205	182	265	348	443
负债合计	531	611	863	904	1080	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	79	80	69	76	81
股东权益	2244	2392	2577	2820	3132	公允价值变动损失	(0)	0	0	0	0
负债和股东权益总计	2774	3003	3440	3723	4212	财务费用	(18)	(20)	(14)	(14)	(11)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(40)	(30)	(97)	(170)	(149)
每股收益	0.18	0.16	0.24	0.31	0.40	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.06	0.05	0.07	0.09	0.12	经营活动现金流	243	232	238	254	375
每股净资产	2.00	2.13	2.31	2.53	2.81	资本开支	(85)	(208)	(120)	(100)	(80)
ROIC	11%	8%	11%	13%	16%	其它投资现金流	(51)	21	0	39	18
ROE	9%	8%	10%	12%	14%	投资活动现金流	(136)	(187)	(120)	(61)	(62)
毛利率	60%	62%	62%	62%	62%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	17%	20%	21%	22%	负债净变化	0	32	0	0	0
EBITDA Margin	29%	17%	25%	25%	26%	支付股利、利息	(67)	(50)	(80)	(105)	(130)
收入增长	38%	4%	27%	27%	25%	其它融资现金流	178	(303)	131	(102)	(51)
净利润增长率	121%	-11%	46%	31%	27%	融资活动现金流	43	(340)	51	(207)	(181)
资产负债率	19%	20%	25%	24%	26%	现金净变动	150	(295)	169	(14)	132
息率	1.1%	0.8%	1.3%	1.7%	2.1%	货币资金的期初余额	476	626	331	500	486
P/E	27.4	30.8	21.0	16.0	12.6	货币资金的期末余额	626	331	500	486	618
P/B	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	147	(12)	93	125	265
EV/EBITDA	21	36	20	15	13	权益自由现金流	340	(268)	236	35	223

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 公司暂未披露 2023 年现金流量表, 2023 年现金流量数据为预测值

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