

增持 (首次)

01789.HK 爱康医疗

港股通 (沪/深)

## 2023 年年报点评：业绩短期承压，续约边际向好

2024 年 5 月 22 日

## 市场数据

日期	2024/5/21
收盘价 (港元)	6.00
总股本 (百万股)	1,121.92
流通股本 (百万股)	1,121.92
净资产 (百万港元)	2,639.48
总资产 (百万港元)	3,313.79
每股净资产 (港元)	2.35

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 事件:** 近日, 爱康医疗发布了 2023 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 10.94 亿元, 同比增长 3.97%; 实现毛利 6.74 亿元, 同比增长 5.98%; 实现归母净利润 1.82 亿元, 同比下降 11.07%。
- 点评:** 2023 年上半年, 院端就诊数显著提升, 手术量在二季度迎来高峰。2023 年下半年, 全国开展医药行业整治工作, 短期内影响手术量及创新高附加值产品的应用, 公司收入承压。报告期内, 公司脊柱和创伤植入物快速放量, 同比增长约 105.4%。公司积极拓展海外业务, 2023 年内关节业务进一步拓展到越南、乌兹别克斯坦等国家, 其中东南亚市场的增长超过 50%。2024 年 4 月 30 日, 关节续约申报价格及中选规则公布, 相较首轮集采规则较为温和, 公司竞争格局有望改善。
- 盈利预测:** 随着医疗行业整治常态化, 骨科行业手术量增长逐步恢复稳态, 随着 2024 年关节续约落地, 公司竞争格局有望改善。我们首次对公司进行盈利预测, 预计 2024-2026 年实现营业收入 14.25、18.38、23.17 亿元, 同比增长 30.2%、29.0%、26.0%; 实现归母净利润 2.61、3.46、4.38 亿元, 同比增长 43.1%、32.6%、26.6%, EPS 分别为 0.23 元、0.31 元和 0.39 元, 对应 2024 年 05 月 21 日收盘价, PE 分别为 23.2 倍、17.5 倍和 13.8 倍, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 业绩增长不及预期, 行业政策变动, 研发进度不及预期, 海外销售低于预期。

## 海外研究

## 分析师:

## 张忆东

全球首席策略师

经济与金融研究院联席院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFCHK: BIS749

SAC: S0190510110012

## 孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

SFCHK: BUN498

SAC: S0190515090001

## 主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,094	1,425	1,838	2,317
同比增长 (%)	4.0	30.2	29.0	26.0
归母净利润(百万元)	182	261	346	438
同比增长 (%)	-11.1	43.1	32.6	26.6
毛利率 (%)	61.7	61.9	63.3	63.9
ROE (%)	7.6	9.8	11.5	12.7
每股收益(元)	0.16	0.23	0.31	0.39
市盈率 (倍)	33.2	23.2	17.5	13.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: EPS 均按照最新股本摊薄计算

## 报告正文

### 事件

- 近日，爱康医疗发布了 2023 年年报。报告期内，公司实现营业收入 10.94 亿元，同比增长 3.97%；实现毛利 6.74 亿元，同比增长 5.98%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比下降 11.07%。

### 点评

- **业绩短期承压，2024 年关节续约边际向好。**2023 年上半年，院端就诊恢复，手术量在 Q2 迎来高峰。2023 年下半年，全国开展医药行业整治工作，短期内影响手术量及创新高附加值产品的应用，公司收入承压，全年实现营业收入 10.94 亿元，同比增长 3.97%。**分产品来看，1) 髋关节置换内植入物板块**收入约 5.90 亿元，同比下降约 9.9%；**2) 膝关节置换内植入物板块**，收入约 3.11 亿元，同比增长约 16.9%；**3) 脊柱和创伤内植入物板块**，收入约 1.23 亿元，同比增长约 105.4%。2023 年，脊柱集采落地执行，公司凭借领先的融合技术和新推出的 3D 打印脊柱产品，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，产品广受医生认可；**4) 定制产品及服务领板块**，收入约人民币 0.50 亿元，同比增长约 5.6%。2024 年，随着行业整治工作逐步常态化，手术量有望恢复正常增长态势。此外，2024 年 4 月 30 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《人工关节集中带量采购协议期满接续采购公告（第 2 号）》，此次集采规则设置复活线，规则较为温和，公司首轮集采价格在行业中处于偏低水平，此轮续标若整体价差缩小，公司竞争格局有望改善。
- **持续产品创新，加快全球布局。**公司持续打造创新研发体系。一方面在标内产品基础上进行迭代升级，另一方面发挥 3D 打印技术优势，满足临床差异化需求；同时布局数字智能骨科和四肢小关节板块。2023 年，本集团获得了 18 个 NMPA 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，以及髋关节手术机器人等。报告期内，iBot 髋关节手术机器人的注册获批，帮助集团形成了从骨科 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。**海外市场方面**，公共卫生事件之后，海外新兴市场的手术量快速恢复，跨国公司由于供应链问题导致供应不足，公司抓住机遇，2023 积极以爱康品牌和 JRI 品牌进行拓展，关节业务进一步拓展到越南、乌兹别克斯坦等国家，其中东南亚市场的增长超过 50%。后续海外业务有望成为公司第二增长引擎。
- **费用方面：**2023 年，公司销售费用 2.19 亿元，同比增长 21.49%；销售费用率 20.0%，同比增长 2.88pp；管理费用 1.33 亿元，同比增长 12.79%，管理费

用率 12.20%，同比增长 0.95pp；研发费用 1.37 亿元，同比增长 23.69%，研发费用率 12.54%，同比增长 2.00pp，财务费用 0.20 亿元，同比下降 3.31%。财务费用率 1.79%，同比减少 0.14pp。

- **盈利预测：**随着医疗行业整治常态化，骨科行业手术量增长逐步恢复稳态，随着 2024 年关节续约落地，公司竞争格局有望改善。我们首次对公司进行盈利预测，预计 2024-2026 年实现营业收入 14.25、18.38、23.17 亿元，同比增长 30.2%、29.0%、26.0%；实现归母净利润 2.61、3.46、4.38 亿元，同比增长 43.1%、32.6%、26.6%，EPS 分别为 0.23 元、0.31 元和 0.39 元，对应 2024 年 05 月 21 日收盘价，PE 分别为 23.2 倍、17.5 倍和 13.8 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**业绩增长不及预期，行业政策变动，研发进度不及预期，海外销售低于预期。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,975</b>	<b>2,221</b>	<b>2,584</b>	<b>3,025</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,094</b>	<b>1,425</b>	<b>1,838</b>	<b>2,317</b>
存货	596	506	481	529	营业成本	419	542	675	836
贸易应收款项及应收票据	530	535	537	537	毛利润	674	883	1,163	1,481
按金、预付款项及其他应收款项	87	36	37	38	销售费用	219	267	347	438
现金及现金等价物	331	712	1,099	1,491	管理费用	133	160	213	270
<b>非流动资产</b>	<b>1,028</b>	<b>1,045</b>	<b>1,046</b>	<b>1,052</b>	研发费用	137	179	230	290
物业、厂房及设备	575	574	578	586	<b>营业利润</b>	<b>185</b>	<b>277</b>	<b>373</b>	<b>482</b>
无形资产	88	91	94	97	财务费用	20	10	10	10
商誉	113	113	113	113	<b>税前盈利</b>	<b>231</b>	<b>306</b>	<b>405</b>	<b>513</b>
递延税项资产	76	75	67	73	所得税	49	45	59	75
已质押及定期存款	185	194	189	185	<b>净利润</b>	<b>182</b>	<b>261</b>	<b>346</b>	<b>438</b>
<b>资产合计</b>	<b>3,003</b>	<b>3,266</b>	<b>3,630</b>	<b>4,077</b>	少数股东损益	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>498</b>	<b>490</b>	<b>509</b>	<b>519</b>	<b>归母净利润</b>	<b>182</b>	<b>261</b>	<b>346</b>	<b>438</b>
贸易应付款项及应付票据	175	184	193	202	<b>EPS (元)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.23</b>	<b>0.31</b>	<b>0.39</b>
合约负债	85	83	84	83					
应计费用和其他应付款项	185	175	180	177					
银行贷款	21	17	21	24					
<b>非流动负债</b>	<b>113</b>	<b>123</b>	<b>122</b>	<b>123</b>					
递延收益	10	12	11	12					
其他应付款项	6	7	7	7					
租赁负债	16	21	19	20					
银行贷款	32	35	38	37					
递延税项负债	48	48	48	48					
<b>负债合计</b>	<b>611</b>	<b>613</b>	<b>632</b>	<b>641</b>					
母公司拥有人应占权益	2,392	2,653	2,998	3,436					
股本	10	10	10	10					
储备	2,382	2,643	2,989	3,426					
非控股权益	0	0	0	0					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,392</b>	<b>2,653</b>	<b>2,998</b>	<b>3,436</b>					
<b>负债及权益合计</b>	<b>3,003</b>	<b>3,266</b>	<b>3,630</b>	<b>4,077</b>					

  

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
归母净利润	182	261	346	438	<b>成长性 (%)</b>				
折旧和摊销	91	108	108	108	营业收入增长率	4.0	30.2	29.0	26.0
存货变动	-193	89	25	-48	营业利润增长率	-3.9	39.7	33.7	27.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>80</b>	<b>547</b>	<b>550</b>	<b>582</b>	归母净利润增长率	-11.1	43.1	32.6	26.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-318</b>	<b>-120</b>	<b>-110</b>	<b>-116</b>	<b>盈利能力 (%)</b>				
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-14</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	毛利率	61.7	60.5	61.7	61.9
现金净变动	-298	381	387	392	归母净利率	16.6	18.3	18.8	18.9
现金的期初余额	626	331	712	1,099	ROE	7.6	9.8	11.5	12.7
现金的期末余额	<b>331</b>	<b>712</b>	<b>1,099</b>	<b>1,491</b>	<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	20.4	18.8	17.4	15.7
					流动比率	4.0	4.5	5.1	5.8
					速动比率	2.9	3.4	4.0	4.8
					<b>营运能力 (%)</b>				
					资产周转率	36.4	43.6	50.6	56.8
					应收账款周转率	140.6	195.6	203.4	267.4
					存货周转率	205.1	190.1	208.6	200.5
					<b>每股资料 (元)</b>				
					每股收益	0.16	0.23	0.31	0.39
					每股经营现金	-0.27	0.34	0.35	0.35
					每股净资产	2.14	2.37	2.68	3.07
					<b>估值比率 (倍)</b>				
					PE	33.2	23.2	17.5	13.8
					PB	3.0	2.7	2.5	2.3

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: EPS 均按照最新股本摊薄计算

**【信息披露】**

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

**【有关财务权益及商务关系的披露】**

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co., Ltd、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南通桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市国营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO., LTD、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司有投资银行业务关系。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料,本公司未有参阅有关网站,

**请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明**

也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。