

# 爱康医疗 (01789.HK)

## 上半年归母净利润增长 5%，加速提升国内中高端市场市占率

优于大市

### 核心观点

**2024年上半年收入微增，费用管控下推动归母净利润增长 5%。**2024年上半年实现收入 6.57 亿 (+1.3%)，归母净利润 1.39 亿 (+5.0%)，在带量采购推动下，进口替代加速，公司产品的手术量需求持续增长，集采产品销售进一步增长，同时通过积极的市场开拓，公司海外收入持续增长。人工关节接续采购于上半年完成，根据续约结果，各中标厂家价格趋于一致，公司产品全线中标，且主流中标产品价格有明显提升，公司在所有品牌中医院需求报量保持第一梯队，巩固了市场份额。随着医疗行业监管整顿的推进，行业的透明度和规范性得到显著提升，上半年手术量较 2023 年下半年有所恢复。

**通过集采加速提升国内中高端市场的市占率，大力拓展海外市场。**分品类看，上半年髌关节植入物实现收入 3.59 亿 (+5.2%)，膝关节植入物实现收入 1.96 亿 (-7.2%)，上半年髌膝关节植入手术量环比有所复苏，公司通过常规集采产品配合高端 3D 打印产品，加速进口替代，三甲医院手术量贡献逐年提升，在经济发达省份如广东、上海、浙江等的手术植入市场占比显著上升。24H1 脊柱和创伤类植入物实现收入 0.69 亿 (+37.6%)，公司推出 3DACT Bio 具有生物活性功能的第二代 3D 打印脊柱产品，上半年新进入医院 56 家，其中省级医院 30 家，3D 脊柱产品在国家级和省级重点医院的植入数量明显上升。24H1 定制产品及服务实现收入 0.17 亿 (-40.6%)，主要受到国内医保政策的影响，但凭借 ICOS 个性化定制化服务策略快速拓展海外市场。上半年公司海外收入达 1.23 亿 (+8.7%)，占比达 18.8% (+1.3pp)。

**净利率同比回升，除财务费用率外的三费率均有所下降。**2024年上半年公司毛利率为 60.6% (同比-1.3pp)，主要是集采产品占收入比重的增加导致毛利率小幅下降。销售费用率 17.1% (同比-0.9pp)，主要是由于市场开拓和推广活动在上半年有所减少。管理费用率 9.7% (同比-0.6pp)，研发费用率 11.0% (-0.6pp)。财务费用率-1.5% (同比+1.2pp)，主要是受汇率变动的影响。净利率为 21.2% (同比+0.8pp)，在变化的宏观环境和行业政策下公司积极进行费用管控，推动盈利能力回升。

**投资建议：**公司是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头，借助集采提升市场份额，巩固龙头地位，海外业务和数字化骨科将成为新增长点。维持盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润为 2.65/3.48/4.43 亿元，同比增长 45.7%/31.0%/27.3%，当前股价对应 PE 为 14.8/11.3/8.9 倍，公司集采风险出清，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**关节产品放量低于预期；市场竞争风险；研发不及预期。

### 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	0.39
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)	19.2	21.5	14.8	11.3	8.9
EV/EBITDA	15.7	17.8	15.0	11.8	9.7
市净率 (PB)	1.75	1.64	1.52	1.39	1.25

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.83 港元
总市值/流通市值	4298/4298 百万港元
52 周最高价/最低价	7.91/3.49 港元
近 3 个月日均成交额	10.01 百万港元

#### 市场走势



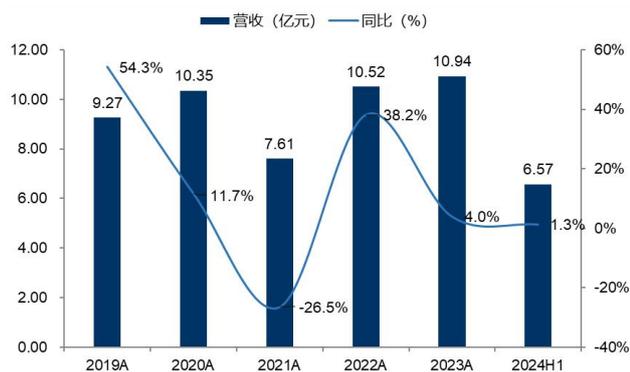
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《爱康医疗 (01789.HK)——以数字骨科技术为引领，大力拓展海外市场》——2024-04-10
- 《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

**2024 年上半年收入微增，费用管控下推动归母净利润增长 5%。**2024 年上半年实现营业收入 6.57 亿（+1.3%），归母净利润 1.39 亿（+5.0%），在带量采购推动下，进口替代加速，公司产品的手术量需求持续增长，集采产品销售进一步增长，同时通过积极的市场开拓，公司海外收入持续增长。在首轮集采的基础上，人工关节接续采购于上半年完成，根据续约结果，各中标厂家价格趋于一致，公司产品全线中标，且主流中标产品价格有明显提升，公司在所有品牌中医院需求报量保持第一梯队，巩固了市场份额。随着医疗行业监管整顿的推进，行业的透明度和规范性得到显著提升，上半年手术量较 2023 年下半年有所恢复。

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

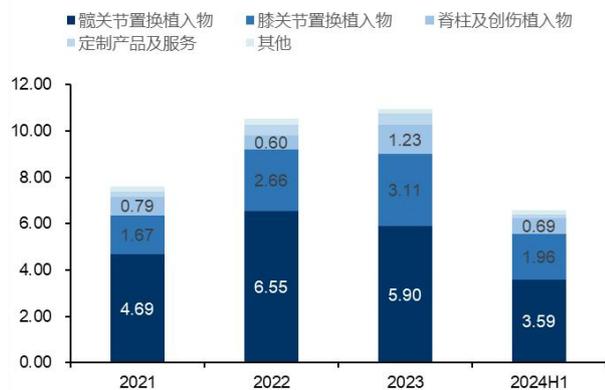
图2：爱康医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

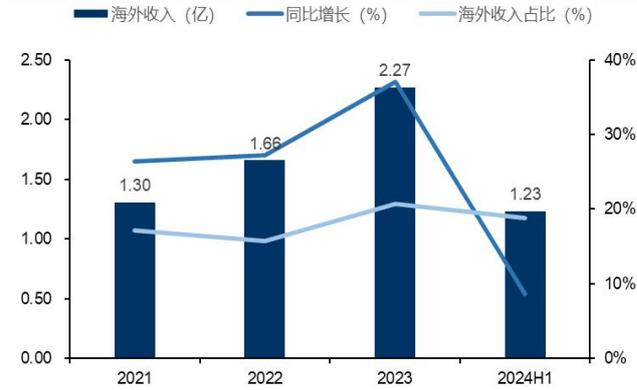
**通过集采加速国内中高端市场的市占率，大力拓展海外市场。**分品类来看，上半年髌关节植入物实现收入 3.59 亿（+5.2%），膝关节植入物实现收入 1.96 亿（-7.2%），上半年髌膝关节植入手术量环比有所复苏，公司通过常规集采产品配合高端 3D 打印产品，加速进口替代，三甲医院手术量贡献逐年提升，公司在传统进口品牌占统治地位的经济发达省份如广东、上海、浙江等的手术植入市场占比显著上升，覆盖当地大部分的重点医院。24H1 脊柱和创伤类植入物实现收入 0.69 亿（+37.6%），公司推出 3DACT Bio 具有生物活性功能的第二代 3D 打印脊柱产品，并凭借独特的 3D 打印颈椎产品和零切迹 ACCF 术式，成功引领了进口替代的加速进程，上半年新进入医院 56 家，其中省级医院 30 家，3D 脊柱产品在国家级和省重点医院的植入数量明显上升。24H1 定制产品及服务实现收入 0.17 亿（-40.6%），主要受到国内医保政策的影响，但凭借 ICOS 个性化定制服务策略快速拓展海外市场，为墨西哥、巴基斯坦等国家或地区提供超过 20 例个性化定制假体，标志着其在国际定制产品服务领域取得新突破。上半年公司海外收入达 1.23 亿（+8.7%），占比达 18.8%（+1.3pp）。

图3: 爱康医疗营业收入拆分 (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

**净利率同比回升, 除财务费用率外的三费率均有所下降。**2024 年上半年公司毛利率为 60.6% (同比-1.3pp), 主要是集采产品占收入比重的增加导致毛利率小幅下降。销售费用率 17.1% (同比-0.9pp), 主要是由于市场开拓和推广活动在上半年有所减少。管理费用率 9.7% (同比-0.6pp), 主要是因为公司对于费用进行积极管控。研发费用率 11.0% (-0.6pp), 小幅下降主要与公司研发项目的进度安排相关。财务费用率-1.5% (同比+1.2pp), 主要是受汇率变动的影响。净利率为 21.2% (同比+0.8pp), 在变化的宏观环境和行业政策下公司积极进行费用管控, 推动盈利能力回升。

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

**以数字骨科技术为引领, 加强骨科创新践行者的形象。**2024 年上半年公司膝关节手术机器人成功获证, 填补了公司在膝关节智能设备产品线的空白, 也标志着公司在髌膝关节数字骨科领域的全面布局完成。此前获批的 VTS 可视化智能辅助系统和 iBot 髌关节手术机器人系统在临床应用中已获得广泛医生认可, 尤其在处理复杂髌关节手术及翻修手术方面表现卓越。此外, 公司新获批的 3D 打印髌臼杯和椎间融合器代表了 3D 打印技术的第二代产品, 这些产品在 3D 打印骨小梁的基础上, 通过添加活性物质, 具备了独特的微纳结构, 实现从生物惰性到生物活性的升级, 进一步推动了骨科植入物技术的进步。

**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。海外业务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。维持盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润为 2.65/3.48/4.43 亿元，同比增长 45.7%/31.0%/27.3%，当前股价对应 PE 为 14.8/11.3/8.9 倍，集采风险出清，看好公司长期成长潜力，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/9/9	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	3.83	43	0.16	0.24	0.31	0.39	21.8	14.8	11.3	8.9	7%	0.3
688161	威高骨科	22.22	89	0.28	0.55	0.73	0.86	79.1	40.0	30.5	25.9	2%	1.3
002901	大博医疗	24.00	99	0.14	0.76	1.25	1.65	168.5	31.6	19.2	14.5	0%	0.2
688085	三友医疗	18.13	45	0.38	0.51	0.74	0.94	47.1	35.3	24.6	19.2	3%	0.7
688236	春立医疗	10.87	38	0.72	0.65	0.78	0.93	15.0	16.7	13.9	11.7	9%	1.6

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。

## 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	637	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	650	805	954	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
<b>流动资产合计</b>	<b>2065</b>	<b>1975</b>	<b>2370</b>	<b>2629</b>	<b>3137</b>	研发费用	111	137	167	205	253
固定资产	367	509	575	614	627	财务费用	(18)	(23)	(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	318	318	318	318	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)	8	(13)	(21)	(22)
<b>资产总计</b>	<b>2774</b>	<b>3003</b>	<b>3456</b>	<b>3745</b>	<b>4259</b>	营业利润	240	231	312	409	521
短期借款及交易性金融负债	0	21	133	42	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	204	198	208	285	382	<b>利润总额</b>	<b>240</b>	<b>231</b>	<b>312</b>	<b>409</b>	<b>521</b>
其他流动负债	232	278	415	466	603	所得税费用	36	49	47	61	78
<b>流动负债合计</b>	<b>436</b>	<b>498</b>	<b>756</b>	<b>793</b>	<b>984</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>205</b>	<b>182</b>	<b>265</b>	<b>348</b>	<b>443</b>
其他长期负债	94	81	91	101	111	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>94</b>	<b>113</b>	<b>123</b>	<b>133</b>	<b>143</b>	净利润	205	182	265	348	443
<b>负债合计</b>	<b>531</b>	<b>611</b>	<b>879</b>	<b>926</b>	<b>1127</b>	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	62	69	75
股东权益	2244	2392	2577	2820	3132	公允价值变动损失	(0)	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2774</b>	<b>3003</b>	<b>3456</b>	<b>3745</b>	<b>4259</b>	财务费用	(18)	(23)	(14)	(14)	(11)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(40)	(30)	(70)	(175)	(132)
每股收益	0.18	0.16	0.24	0.31	0.39	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.06	0.04	0.07	0.09	0.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>243</b>	<b>232</b>	<b>258</b>	<b>242</b>	<b>386</b>
每股净资产	2.00	2.13	2.30	2.51	2.79	资本开支	(85)	(233)	(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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(136)</b>	<b>(212)</b>	<b>(120)</b>	<b>(61)</b>	<b>(62)</b>
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%	25%	25%	25%	25%	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	(278)	111	(90)	(42)
净利润增长率	121%	-11%	46%	31%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>43</b>	<b>(315)</b>	<b>31</b>	<b>(195)</b>	<b>(173)</b>
资产负债率	19%	20%	25%	25%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>150</b>	<b>(295)</b>	<b>169</b>	<b>(14)</b>	<b>151</b>
息率	1.6%	1.2%	1.9%	2.4%	3.0%	货币资金的期初余额	476	626	331	500	486
P/E	19.2	21.5	14.8	11.3	8.9	货币资金的期末余额	626	331	500	486	637
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	147	(37)	113	113	276
EV/EBITDA	16	18	15	12	10	权益自由现金流	340	(265)	236	35	243

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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