



爱康医疗 (1789.HK): 短期行业扰动不改长期成长逻辑, 数字骨科+国际化打开发展空间

公司作为国产骨科关节龙头, 在年内落地的关节国采接续中延续了首轮集采优异中标表现。短期维度, 公司2024年虽仍受行业反腐影响, 但随着反腐影响消退叠加关节集采风险出清, 公司业绩增长能见度提升, 2025年收入增长有望提速。长期维度, 公司重视技术研发, 为国内首家将金属3D打印用于骨科植入物的企业, 未来可借助3D打印、ICOS及手术机器人打造数字骨科平台, 进一步拓展中高端市场, 兼具短中长期发展潜力。首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价6.8港元。

• **骨科行业短期虽因反腐承压, 但长期仍将受益于“患者基数大+手术渗透率提升+国产替代”。**参考A股骨科企业数据, 9M24行业收入及净利同比+3%/+1%, 短期仍受反腐影响, 但医疗反腐大规模开展已超过一年, 1Q/2Q/3Q24收入同比-9%/+3%/+17%, 收入增速已有回暖趋势。反腐常态化开展虽对骨科行业影响深远, 但我们认为骨科行业发展大逻辑并未改变。长期看, 骨科手术量预计将随着我国人口老龄化程度加深及手术渗透率提升而稳步增长。此外, 外资品牌集采后资源投放更聚焦头部标杆医院, 对中国整体投入有所减少, 国产替代有望提速。

• **公司核心产品集采风险出清, 2025年业绩能见度提升。**髌、膝关节类产品为爱康最核心的收入来源(1H24贡献收入85%), 在年内落地的关节国采接续采购中, 爱康在各个产品分组中均以A组中选, 中标价维度, 除需求量较小的金对聚髌关节(占髌+膝总报量2%)中标价有所下降外, 其余产品中标价均实现上调, 出厂价维度个别产品实现出厂价上调。随着关节集采风险出清且出厂价基本持平, 叠加反腐进一步常态化, 公司2025年收入有望在今年较低的基数下实现复苏增长, 净利端则有望享受接续采购后更显著的规模效应及持续的费用率优化。

• **长期通过“数字骨科+国际化”打开成长空间。**爱康为国内首家将金属3D打印用于骨科植入物的企业, 在骨科3D打印领域具备先发优势。公司基于3D精确构建技术(3DACT)及ITI医工交互平台推出的ICOS定制化平台, 可满足患者定制化、缩短手术及康复时长等核心需求, 中高端市场推广潜力大。此外, 公司VTS及手术机器人产品陆续上市, 后续将结合ICOS打造数字骨科平台, 借助数字骨科平台进一步拉动耗材销售。此外, 公司在海外拥有爱康及JRI双品牌, 具备全产品线优势及规模化潜力, 海外市场有望成为公司长期增长第二引擎。

• **首予“买入”评级, 目标价6.8港元。**我们预计公司2023-2026E收入CAGR 22%, 给予公司22x 2025E PE目标估值倍数, 该目标估值倍数与公司过去3年均值持平。首次覆盖, 并给予“买入”评级。

• **投资风险:** 后续批次集采续约价格降幅较大、手术量增速不及预期、反腐等政策影响持续、国际化进展慢于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,052	1,094	1,305	1,625	1,990
同比增速 (%)	38.2%	4.0%	19.3%	24.5%	22.5%
归母净利润	205	182	261	324	399
同比增速 (%)	121.1%	-11.1%	43.1%	24.5%	22.9%
PE (x)	27.4	30.8	21.7	17.5	14.2

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

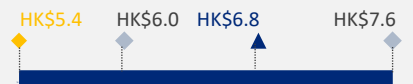
2024年12月5日

评级

买入

目标价 (港元)	6.8
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价 (港元)	5.4
52周内股价区间 (港元)	3.5-7.1
总市值 (百万港元)	6,029
近3月日均成交额(百万港元)	22

市场预期区间

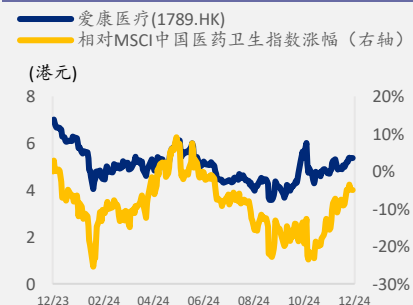


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

截至2024年12月2日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

目录

骨科行业：2024 年继续受反腐影响，长期有望受益于“患者基数大+手术渗透率提升+国产替代”逻辑.....	5
公司关节类产品布局完善，研发+国际化驱动公司未来发展.....	12
财务预测与估值.....	23
投资风险.....	25
SPDBI 乐观与悲观情景假设.....	27

图表目录

图表 1：盈利预测和财务指标.....	1
图表 2：骨科上市企业收入同比变动.....	5
图表 3：骨科上市企业净利润同比变动.....	5
图表 4：医疗反腐以来骨科上市企业收入同比变动（季度数据）.....	5
图表 5：医疗反腐以来骨科上市企业净利润同比变动（季度数据）.....	5
图表 6：我国主要骨科耗材国家及省际联盟集采概况.....	6
图表 7：骨科耗材主要细分赛道及概况.....	7
图表 8：我国骨科耗材市场规模.....	7
图表 9：我国骨科耗材子板块市场规模占比（2022 年）.....	7
图表 10：我国骨科植入物国产化率（2022 年）.....	7
图表 11：中国市场骨科市场市占率 Top5 - 外资品牌.....	8
图表 12：中国市场骨科市场市占率 Top5 - 国产品牌.....	8
图表 13：骨科疾病出院病人年龄分布（2021 年）.....	8
图表 14：我国骨科专科医院诊疗人次数.....	8
图表 15：我国骨科专科医院入院人数.....	8
图表 16：我国骨科专科医院住院病人手术人次.....	8
图表 17：国产骨科企业主要创新方向.....	9
图表 18：3D 打印骨科产品示意图.....	10
图表 19：骨科手术机器人示意图.....	10
图表 20：国内骨科手术机器人累计获批注册证数量.....	10
图表 21：主要国产骨科器械厂商对比.....	11
图表 22：爱康医疗旗下 4 大骨科子公司.....	12
图表 23：爱康医疗主要骨科植入物产品.....	13
图表 24：人工关节国采接续采购&首轮国采 - 爱康中标结果.....	14
图表 25：人工关节国采接续采购 - 主要骨科上市公司中标结果.....	14
图表 26：关节国采接续 - 髌&膝合计各品牌需求量分布.....	14
图表 27：关节国采接续 - 髌关节各品牌需求量分布.....	14

图表 28: 关节国采接续 - 膝关节各品牌需求量分布	14
图表 29: 爱康 3D 打印技术发展历程	15
图表 30: ICOS 流程示意图	16
图表 31: 我国不同年龄段人群骨关节炎患病率	17
图表 32: 我国髌、膝关节置换手术量	17
图表 33: 我国关节翻修手术量	17
图表 34: 目前我国初次、翻修骨关节手术占比	17
图表 35: 爱康膝关节产品示意图	18
图表 36: 单髁置换术 vs 全膝关节置换术	18
图表 37: 我国膝关节置换手术量 (2021 年)	19
图表 38: 单髁及半髁产品挂网限价 (天津)	19
图表 39: 我国膝关节置换术主要适应症患者人数	19
图表 40: 健康膝盖 vs 骨关节炎 vs 类风湿性关节炎	19
图表 41: 爱康数字骨科平台全流程解决方案示意图	20
图表 42: 爱康 VTS 产品示意图	20
图表 43: 爱康 iBot 髌膝关节手术机器人	20
图表 44: 脊柱国采中标情况	21
图表 45: 脊柱国采报量情况 (按厂家)	21
图表 46: 脊柱国采报量情况 (按产品)	21
图表 47: 爱康海外收入及增速	22
图表 48: 爱康海外收入占比	22
图表 49: 爱康海外覆盖地区 (截至 1H24)	22
图表 50: 爱康医疗 PE Band	23
图表 51: 骨科耗材企业估值表	24
图表 52: SPDBI 目标价: 爱康医疗	25
图表 53: SPDBI 医药行业覆盖公司	26
图表 54: 爱康医疗市场普遍预期	27
图表 55: 爱康医疗 SPDBI 情景假设	27

财务报表分析与预测 - 爱康医疗

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,052	1,094	1,305	1,625	1,990
营业成本	-416	-419	-505	-626	-762
毛利润	636	674	800	999	1,228
销售费用	-180	-219	-241	-294	-356
管理费用	-118	-133	-157	-192	-231
研发费用	-111	-137	-137	-167	-201
核心营业利润	227	185	265	346	440
利息支出	-2	-1	-2	-2	-2
利息收入	18	23	24	16	13
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	-2	25	20	22	18
利润总额	240	231	307	382	469
所得税	-36	-49	-46	-57	-70
净利润	205	182	261	324	399
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	205	182	261	324	399

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	626	331	448	420	411
应收票据及应收账款	580	617	714	889	1,089
存货	402	596	601	744	907
其他流动资产	457	431	431	431	431
流动资产合计	2,065	1,975	2,194	2,484	2,836
固定资产	367	575	575	575	575
无形资产	199	201	201	201	201
其他非流动资产	144	252	252	252	252
非流动资产合计	709	1,028	1,028	1,028	1,028
短期借款	0	21	21	21	21
应付票据及应付账款	155	175	199	246	300
应交税费	49	18	18	18	18
其他流动负债	232	284	284	284	284
流动负债合计	436	498	522	569	623
长期借款	0	32	32	32	32
其他非流动负债	94	81	81	81	81
非流动负债合计	94	113	113	113	113
实收资本(或股本)	9	10	10	10	10
未分配利润	2,234	2,382	2,577	2,820	3,119
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	2,244	2,392	2,587	2,830	3,129

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	205	231	261	324	399
固定资产折旧	81	91	0	0	0
营运资本变动	-40	-236	-78	-271	-308
其他	-3	-53	0	0	0
经营活动现金流量净额	243	34	183	53	91
资本开支	-122	-196	0	0	0
其他	39	-122	0	0	0
投资活动现金流量净额	-82	-318	0	0	0
股权融资	0	9	0	0	0
债务融资	0	54	0	0	0
其他	-37	-68	-65	-82	-100
筹资活动现金流量净额	-37	-14	-65	-82	-100
现金及现金等价物净增加额	150	-295	117	-28	-10
期初现金及现金等价物	476	626	331	448	420
期末现金及现金等价物	626	331	448	420	411

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.18	0.16	0.23	0.29	0.35
每股销售额	0.94	0.98	1.16	1.44	1.76
每股股息	0.00	0.00	0.06	0.07	0.09
同比变动					
收入	38.2%	4.0%	19.3%	24.5%	22.5%
核心营业利润	143.1%	-18.5%	43.1%	30.7%	27.1%
归母净利润	121.1%	-11.1%	43.1%	24.5%	22.9%
费用与利润率					
毛利率	60.5%	61.7%	61.3%	61.5%	61.7%
核心经营利润率	21.6%	16.9%	20.3%	21.3%	22.1%
归母净利率	19.5%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%
回报率					
平均股本回报率	9.6%	7.9%	10.5%	12.0%	13.4%
平均资产回报率	7.6%	6.3%	8.4%	9.6%	10.8%
资产效率					
应收账款周转天数	197.5	199.7	199.7	199.7	199.7
库存周转天数	362.4	434.2	434.2	434.2	434.2
应付账款周转天数	108.9	143.6	143.6	143.6	143.6
财务杠杆					
流动比率 (x)	4.7	4.0	4.2	4.4	4.6
速动比率 (x)	3.8	2.8	3.1	3.1	3.1
现金比率 (x)	1.4	0.7	0.9	0.7	0.7
负债/权益	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率 (x)	27.4	30.8	21.7	17.5	14.2
股息率	0.0%	0.0%	1.2%	1.4%	1.8%

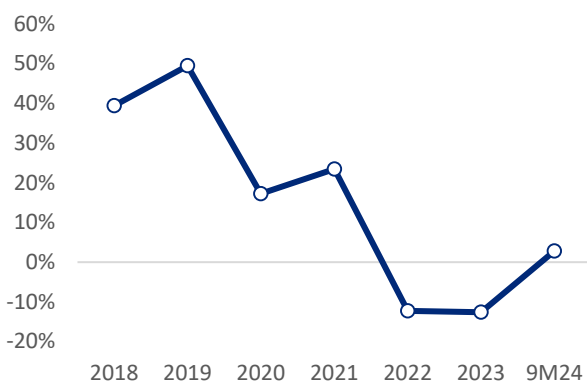
E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

骨科行业：2024 年继续受反腐影响，长期有望受益于“患者基数大+手术渗透率提升+国产替代”逻辑

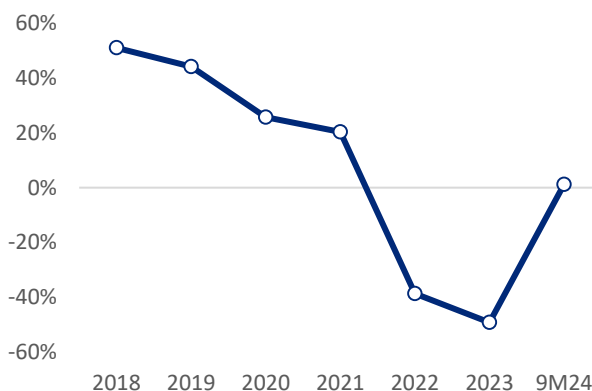
骨科耗材 2024 年仍受反腐冲击，但影响已逐步常态化。参考披露季报的 A 股骨科上市企业数据，9M24 骨科耗材企业收入及净利合计同比+3%/+1%，2024 年业绩增长仍受反腐影响，但相较 2023 年收入及净利双双下滑已有改善。且从单季度同比变动数据看，1Q/2Q/3Q24 收入同比-9%/+3%/+17%，业绩表现已逐步回暖。医疗反腐大规模开展已超过一年，随着反腐逐步常态化，我们认为骨科上市企业 2025 年有望在今年较低的基数下实现明显复苏增长。

图表 2：骨科上市企业收入同比变动



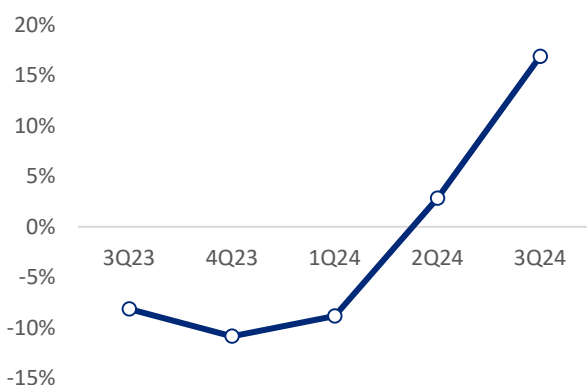
注：包含大博医疗、威高骨科、春立医药、三友医疗数据；爱康未披露季度数据
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：骨科上市企业净利润同比变动



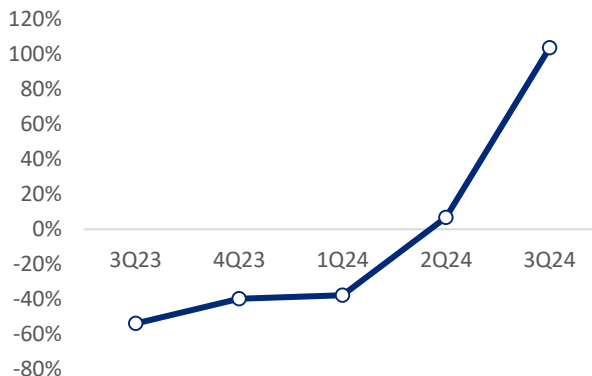
注：包含大博医疗、威高骨科、春立医药、三友医疗数据；爱康未披露季度数据
资料来源：中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

图表 4：医疗反腐以来骨科上市企业收入同比变动（季度数据）



注：包含大博医疗、威高骨科、春立医药、三友医疗数据；爱康未披露季度数据
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：医疗反腐以来骨科上市企业净利润同比变动（季度数据）



注：包含大博医疗、威高骨科、春立医药、三友医疗数据；爱康未披露季度数据
资料来源：中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

骨科关节类产品完成国采接续，集采压力率先出清。我国骨科耗材领域目前已基本实现集采全覆盖，其中关节类、脊柱类、运动医学类产品国家集采已成功落地，创伤类产品则经过河南 12 省联盟、京津冀“3+N”、江苏、上海集采后也基本实现全覆盖。

2024 年 5 月人工关节国采接续采购开标，整体价格降幅 6%，降幅温和，各地已从 7 月起陆续执行接续采购结果。考虑到首轮集采中较充分的降价以及近期集采中不一味强调低价的政策趋势，预计在后续轮次的脊柱、创伤和运动医学产品接续采购中大幅降价的可能性较低，骨科耗材领域集采大幅降价的风险基本出清。

人工关节作为骨科领域首个进行国采的细分赛道，集采执行时间最长，预计各家骨科企业对集采接续采购后的渠道补差价工作将于 2H24 完成，集采造成的收入增长压力将率先出清，利好以关节产品为主要收入来源的骨科企业。

图表 6：我国主要骨科耗材国家及省际联盟集采概况

品类	参与集采省份	开始执行日期	采购周期	主要产品类别	中标均价（元）	平均降幅（%）
关节	全国（第二批高耗国采）	2022 年 3 月	2 年	髌关节	7,000	80
				膝关节	5,000	84
	全国（国采接续）	2024 年 7 月	3 年	髌、膝关节	-	6
脊柱	全国（第三批高耗国采）	2023 年 2 月	3 年	共 14 个产品系统	760-11,148	84
创伤	河南 12 省联盟	2021 年 11 月	1 年	普通接骨板系统	606	87
				锁定（万向）加压接骨板系统	987	89
				髓内钉系统	1,271	89
	京津冀“3+N” 18 省联盟	2022 年 10 月	1 年	普通接骨板系统	641	83
				锁定（万向）加压接骨板系统	907	
				髓内钉系统	1,117	
	河南 12 省联盟+京津冀“3+N”联盟（共 27 省）	2024 年 7 月	2 年	普通接骨板系统	680-1,076	89
				锁定（万向）加压接骨板系统	780-1,362	
运动医学	全国（第四批高耗国采）	2024 年 5 月	2 年	髓内钉系统	1,493-1,696	74
				带线锚钉	300-2,152	
				免打结锚钉	1,150-1,863	
				固定钉	777-1,868	
				固定板	1,250-2,108	
				人工韧带	16,085	
人工合成骨	116-342/cm ³					

资料来源：各地医保局、浦银国际

国产化率整体仍有提升空间。集采前我国骨科植入耗材市场国产份额较低，随着国家与省级联盟集采逐步落地，国产品牌市场份额迅速提升。我们根据《中国医疗器械蓝皮书》中的核心细分赛道国产化率测算，我国骨科植入物国产化率约为 50%，整体仍有提升空间。

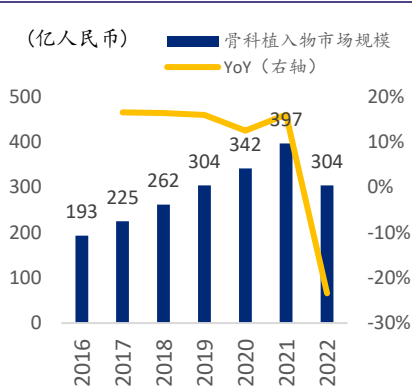
细分赛道国产化率由高至低分别为：1) **创伤类**：产品技术壁垒较低，经过多次省级联盟集采后，国产化率在骨科细分赛道中最高，2022 年国产化率约 75%，多数进口厂商因利润较低减少了对中国市场的投入或退出中国市场；2) **关节类**：外资品牌此前参与国采的积极性相对较高，2022 年国产化率为 55%；3) **脊柱类**：产品技术水平要求较高，但随着国内企业技术更新迭代和集采落地，国产化率提升迅速，2022 年国产化率约 49%，因脊柱国采结果自 2023 年起执行，预计国产化率将有较明显的提升；4) **运动医学类**：技术壁垒较高，国内起步较晚，2022 年国产化率仅 11%；随着第四轮国家集采结果于 2024 年 5 月陆续执行，国产化率有望实现快速提升。

图表 7：骨科耗材主要细分赛道及概况

类型	关节类	脊柱类	创伤类	运动医学类
主要适应症	骨关节炎、类风湿性关节炎、骨肿瘤、粉碎性骨折等	颈/胸/腰椎的椎体骨折、畸形、椎间盘突出、骨肿瘤等	闭合性骨折、开放性骨折	韧带、关节囊、肌腱等软组织损伤
主要产品	髌、膝、肩、肘等人工关节假体	颈椎及胸腰椎内固定系统、椎间融合器等	接骨板、接骨螺钉、髓内钉等	锚钉、界面螺钉、半月板修复系统等
产品植入期	>10 年	>10 年	0.5-2 年	>10 年
国产化率 (2022 年)	55%	49%	75%	11%
中国市场规模 (2022 年；RMB)	74 亿	117 亿	47 亿	45 亿

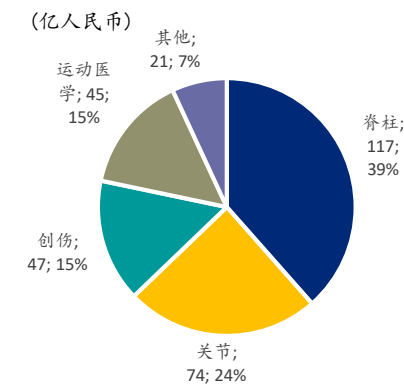
资料来源：中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

图表 8：我国骨科耗材市场规模



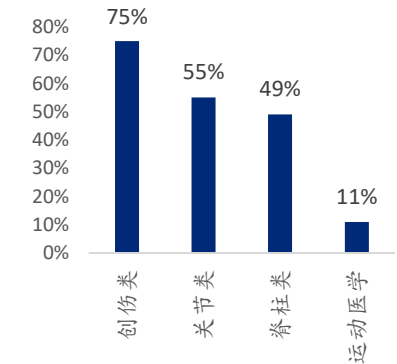
资料来源：中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

图表 9：我国骨科耗材子板块市场规模占比 (2022 年)



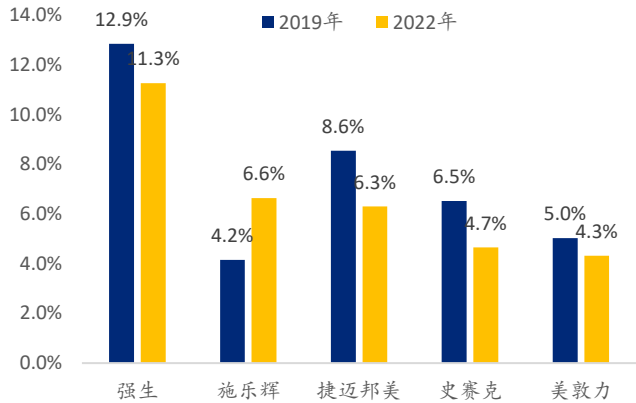
注：2022 年脊柱、运动医学国采暂未落地
资料来源：中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

图表 10：我国骨科植入物国产化率 (2022 年)



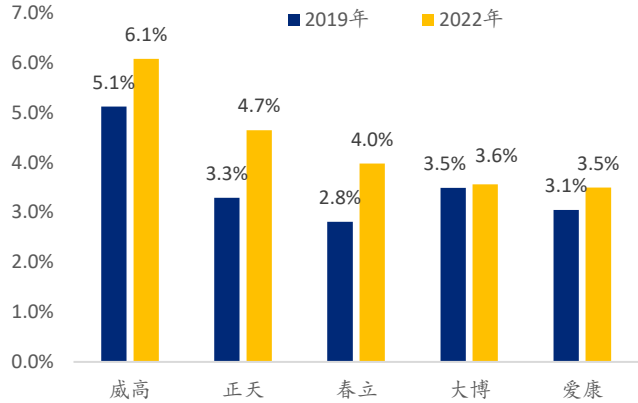
注：2022 年脊柱、运动医学国采暂未落地
资料来源：中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

图表 11: 中国市场骨科市场市占率 Top5 - 外资品牌



资料来源: 中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

图表 12: 中国市场骨科市场市占率 Top5 - 国产品牌



资料来源: 中国医疗器械蓝皮书、浦银国际

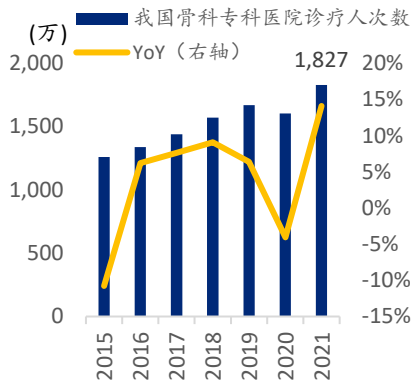
骨科疾病发病率与年龄相关，老龄化趋势下治疗需求巨大。根据《2022 中国卫生健康统计年鉴》(链接) 骨科疾病出院病人年龄分布数据，骨科疾病患者中 60 岁及以上年龄段患者人群占比明显高于年轻患者占比。分析我国骨科专科医院诊疗人次、入院人数及手术人次，除 2020 年因疫情导致增速出现放缓或稍有所下降外，其余年份均维持正增长。随着我国老龄化程度逐步提升，骨科疾病早期诊断、防治和康复需求有望长期保持增长态势，预计将带动骨科耗材市场规模扩张。

图表 13: 骨科疾病出院病人年龄分布 (2021 年)

骨科疾病	5 岁以下	5-14 岁	15-44 岁	45-59 岁	60 岁及以上
类风湿关节炎	0.0	0.1	12.7	39.5	47.7
痛风	0.0	0.1	23.7	30.0	46.2
椎关节炎僵硬	0.0	0.1	18.9	45.6	35.4
椎间盘疾病	0.0	0.1	20.8	37.8	41.3
骨质疏松	0.0	0.0	0.7	9.1	90.2
骨髓炎	1.4	8.7	22.9	33.0	34.0
骨折	1.0	4.5	23.8	31.4	39.2

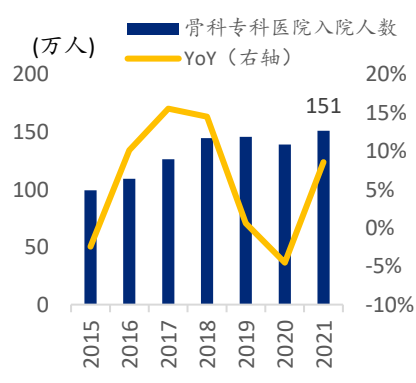
资料来源: 《2022 中国卫生健康统计年鉴》、浦银国际整理

图表 14: 我国骨科专科医院诊疗人次



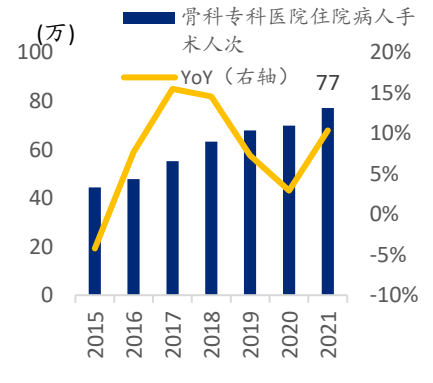
资料来源: 中国卫生统计年鉴、浦银国际

图表 15: 我国骨科专科医院入院人数



资料来源: 中国卫生统计年鉴、浦银国际

图表 16: 我国骨科专科医院住院病人手术人次



资料来源: 中国卫生统计年鉴、浦银国际

新材料、新工艺、新工具为骨科企业主要创新方向。梳理国内主要骨科耗材类上市企业的在研产品，我们观察到目前核心的研发方向包括：1) 新材料（多孔钽金属、可降解镁合金等）；2) 新工艺（3D 打印等）；3) 新工具（手术机器人等）。

图表 17：国产骨科企业主要创新方向

发展方向	主要产品及应用场景	技术特点
新材料	生物可降解金属、多孔钽、多孔钛等	独特的理化性质、优异的生物惰性与生物兼容性
3D 打印	可用于个性化假体与植入物生产、定制外固定支具、制作手术导航模板等	外形和结构可根据患者需要定制；可缩短生产周期及简化步骤
手术机器人	可用于术前全局规划及在术中实现精准切除、缝合等步骤	可用于对精准度要求较高的手术，可避免人手无法避免的如颤抖等劣势

资料来源：各骨科企业资料、浦银国际整理

- **新材料：**目前热门研究方向为生物可降解金属及用于 3D 打印的多孔钛、多孔钽。

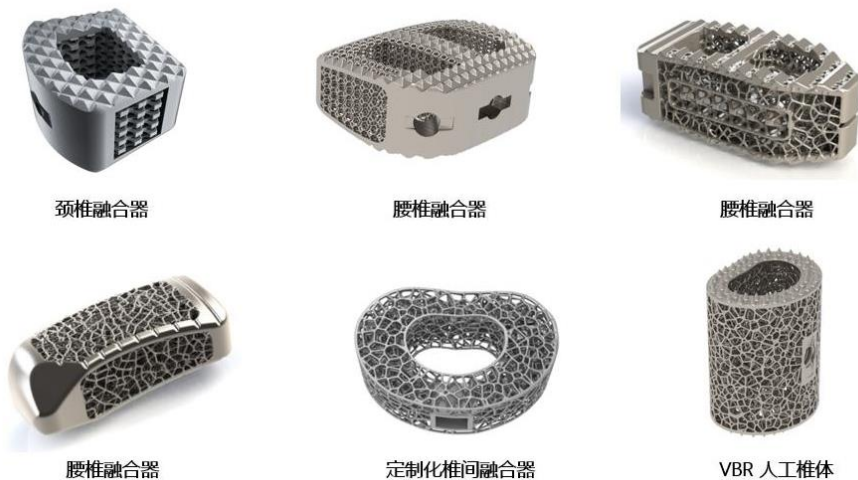
1) 生物可降解金属：目前研究主要包括镁、锌、铁三个体系：1) 镁基可降解金属：力学性能与人体骨骼最相近，且镁离子在促进骨组织愈合过程中发挥积极作用；2) 锌基可降解金属：降解速率介于镁和铁之间，且降解过程中不释放氢气。可降解锌合金较可降解镁合金的力学性能更佳，但锌离子对于不同细胞的安全阈值要比镁离子低；3) 铁及其合金：在可降解金属体系中有最优异的力学性能。

2) 多孔钛：钛及钛合金是目前 3D 打印金属植入物最常用的原材料，多孔钛即钛或钛合金中引入孔隙形成的多孔结构，大量的孔隙结构使得生物细胞更容易长入且与人骨结合。多孔钛具有生物兼容性好、高比强度、低弹性模量的特点，相关临床试验证明其支撑可靠，骨修复效果良好。

3) 多孔钽：钽金属具有与钛金属类似的理化性质，相关研究显示其具有良好的骨诱导性。多孔钽相比于其他假体材料具有独一无二的近似骨的结构，高孔隙率有助于骨生长，高度互联的蜂窝结构提供广泛的骨长入，高摩擦系数提供植入物良好的初始稳定性，物理和机械学特性接近于骨，是一种理想的骨替代材料。

- **3D 打印：**与传统制备工艺相比，3D 打印技术可根据患者的个性化特点实现骨科植入物的定制，可实现孔径大小、形态和孔隙率的精准控制，同时有效降低植入物的弹性模量，从而实现更好的骨整合。

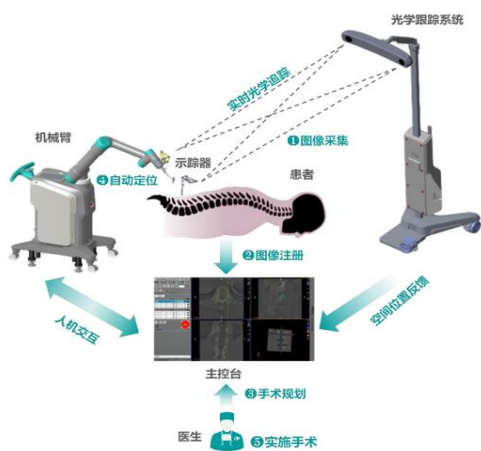
图表 18: 3D 打印骨科产品示意图



资料来源: 智望健康、浦银国际

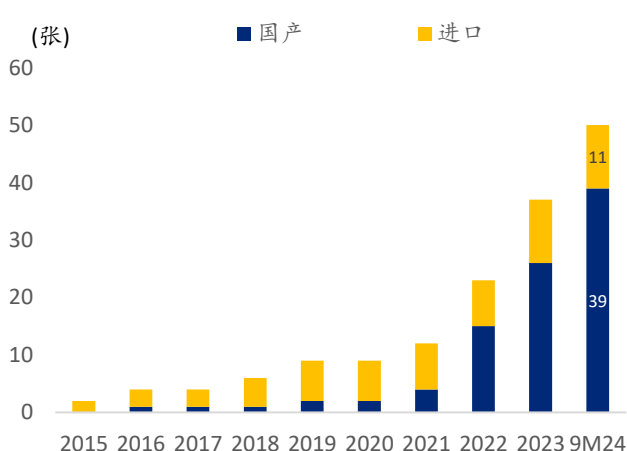
● **骨科手术机器人:** 主要用于辅助骨科手术, 其带来的好处包括精准、定制三维术前方案、手术部位更清楚、减少震颤和提高手术精准度。使用骨科手术机器人亦有助减少对健康骨骼及组织的损伤、减少失血、缩短住院时间及加快康复。骨科手术机器人自 2022 年起在国内迎来获批高峰, 截至 2024 年 9 月末, 国内已有 50 张骨科手术机器人注册证获批。政策上, 对骨科机器人的支持政策仍在陆续出台中, 但整体进度并不快, 如 2021 年 8 月, 北京市医保局发布《关于规范调整物理治疗类医疗服务价格项目的通知》, 将机器人辅助骨科手术费用分为两部分, 并对骨科机器人相关耗材单独收费, 其中: 1) 手术费规定为 8,000 元/次, 且列入甲类目录, 可 100% 报销; 2) 一次性机器人专用器械部分被列入乙类目录, 报销比例 70%。

图表 19: 骨科手术机器人示意图



资料来源: 天智航招股说明书、浦银国际

图表 20: 国内骨科手术机器人累计获批注册证数量



资料来源: MedPlus、浦银国际

图表 21：主要国产骨科器械厂商对比

	爱康医疗 1789.HK	春立医疗 1858.HK 688236.CH	威高骨科 688161.CH	三友医疗 688085.CH	大博医疗 002901.CH	凯利泰 300326.CH	微创 ⁽²⁾ 853.HK
总部	北京	北京	威海	上海	厦门	上海	上海
上市时间	2017年	港股/A股： 2015/2021年	2021年	2020年	2017年	2012年	2010年
1H24 财务数据							
- 收入 YoY	▲1%	▼30%	▼7%	▼25%	▲29%	▼9%	中国骨科▲ 33%
- 归母净利 YoY	▲5%	▼37%	▼17%	▼97%	▲48%	▼74%	
2023 年财务数据							
收入 (人民币) (同比变动)	10.9 亿 (▲4%)	12.1 亿 (▲0.6%)	12.8 亿 (▼38%)	4.6 亿 (▼29%)	15.3 亿 (▲7%)	9.6 亿 (▼18%)	骨科：2.4 亿美元 (剔除汇率 ▲7%)
- 关节类	9 亿 (▼2%； 占比 82%； 髌 54%+膝 28%)	11 亿 (▲5%；占 比 91%)	2.9 亿 (▼ 35%；占比 22%)	-	1.6 亿 (▲ 167%；占比 10%)	-	
- 脊柱类	脊柱+创伤 1.2 亿 (▲105%； 占比 11%)	-	4.7 亿 (▼ 48%；占比 37%)	3.5 亿 (▼ 34%；占比 77%)	2.8 亿 (▼ 40%；占比 19%)	脊柱+创伤 (艾迪尔)： 7,073 万 (▼ 33%；占比 7%)	
- 创伤类	-	-	1.9 亿 (▼ 54%；占比 15%)	1350 万 (▼ 44%；占比 3%)	5.7 亿 (▲ 6%；占比 37%)		骨科占总收入 25%
- 运动医学	-	-	2.3 亿 (▲ 3%；占比 18%)	-	-		
- 其他	定制产品&其他 7%	-		有源类设备及 耗材 20%	微外、神外等 34%	椎体成形微创 产品、 射频消融、消 毒等 93%	
收入按地区分							
- 国内	8.7 亿 (▼2%；占比 79%)	10.1 亿 (▼7%；占比 84%)	12.2 亿 (▼39%；占 比 59%)	4.5 亿 (▼30%；占 比 98%)	13.2 亿 (▼3%；占 比 86%)	7.5 亿 (▼25%；占 比 78%)	12% (特指骨科)
- 海外	2.2 亿 (▲37%；占比 21%)	2.0 亿 (▲78%；占比 16%)	6158 万 (▲37%；占 比 5%)	763 万 (▲79%；占 比 2%)	2.2 亿 (▲174%； 占比 14%)	2.1 亿 (▲24%；占 比 22%)	88% (特指骨科)
收入按销售模式分							
经销	-	占国内收入 87%	77%	-	77%	88% ⁽³⁾	
配送	-	合计占国内收入	16%	-	23%	-	
直销	-	13%	7%	-	-	12% ⁽³⁾	
毛利率 (同比变动)	61.7% (▲1.2pcts)	72.5% (▼3.5pcts)	66.5% (▼8.2pcts)	-	67.9% (▼8.8pcts)	51.7% (▼12.1pcts)	
- 关节类	-	73.7% (▼3.1pcts)	41.9% (▼9.3pcts)	-	38.8% (▼4.2pcts)	-	
- 脊柱类	-	-	78.2% (▼8.8pcts)	84.0% (▼8.2pcts)	68.7% (▼17.0pcts)	-	
- 创伤类	-	-	57.9% (▼19.9pcts)	40.6% (▼24.9pcts)	71.7% (▼2.7pcts)	-	
- 运动医学类	-	-	91.8% (▲0.4pcts)	-	-	-	
销售费用 (费用率)	2.2 亿 (20%)	3.8 亿 (32%)	5.6 亿 (44%)	1.6 亿 (35%)	5.7 亿 (37%)	1.9 亿 (20%)	
研发费用 (费用率)	1.4 亿 (13%)	1.6 亿 (13%)	1.3 亿 (10%)	6522 万 (14%)	2.9 亿 (19%)	5,934 万 (6%)	
管理费用 (费用率)	1.3 亿 (12%)	4447 万 (4%)	6099 万 (5%)	3198 万 (7%)	1.3 亿 (8%)	1.6 亿 (17%)	
归母净利/亏损 (同比变动；利润率)	1.8 亿 (▼11%； 17%)	2.8 亿 (▼10%；23%)	1.1 亿 (▼79%； 9%)	9558 万 (▼50%； 21%)	5897 万 (▼36%； 4%)	1.1 亿 (2022 年：亏 损 2,128 万)	
市值⁽¹⁾							
市值 (亿人民币)	56.4	48.8	114.8	54.4	137.4	49.6	103.6
YTD 股价变动	-15%	A/H: -46%/-32%	-32%	+12%	-19%	+9%	-31%

注：(1) 市值数至 2024 年 12 月 2 日；港股市值按当日港币兑人民币汇率换算；(2) 微创数据特指骨科板块；(3) 占比不考虑凯利泰其他服务收入；

资料来源：公司资料、Bloomberg、浦银国际

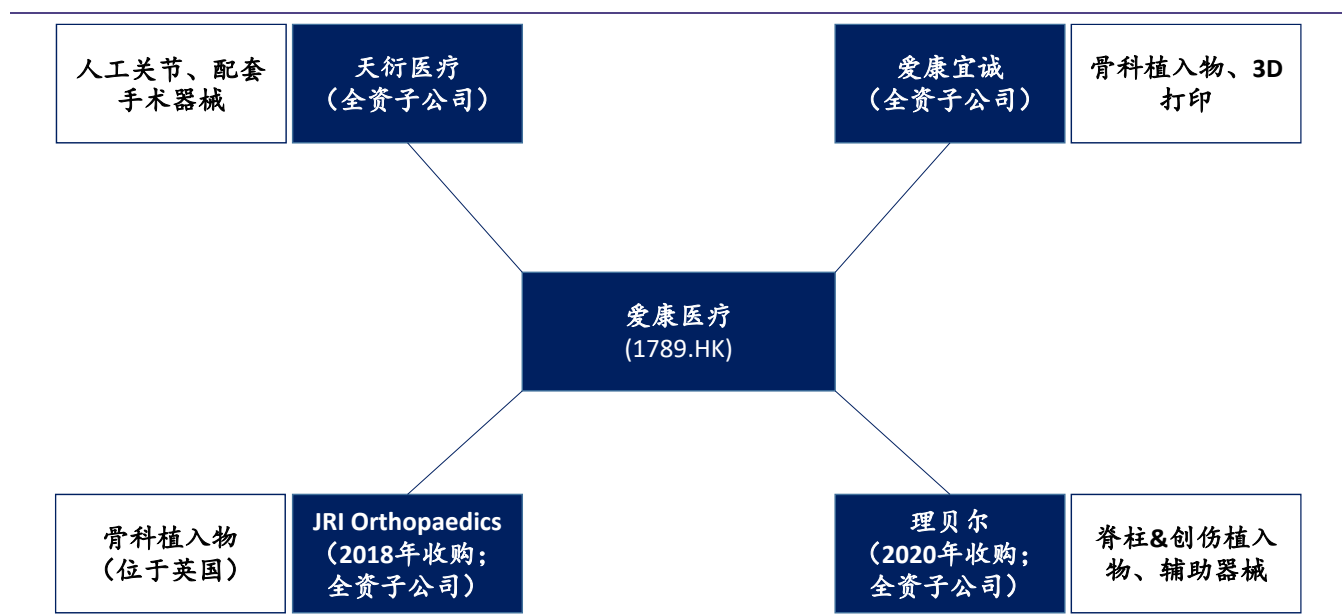
公司关节类产品布局完善，研发+国际化驱动公司未来发展

爱康医疗深耕关节行业多年，旗下 4 大骨科子公司协同销售。爱康早在 2004 年便推出第一代膝关节置换产品 AK KNEE 系列，并随后于 2005 年推出第一代髋关节置换产品 A 系列。公司于 2009 年起陆续推出翻修手术专用的 AK-MR、AK-SR、AK-SL、ACCK 系列，并于 2015 年/2021 年推出 3D 打印髋关节/全膝关节产品（均为国内首个获批的 3D 打印骨科产品）。

2018 年以前，公司主要通过爱康宜诚与天衍医疗两家全资子公司进行产品销售及研发，其中爱康宜诚专注于骨科植入物及 3D 打印，而天衍则专注于人工关节及配套手术器械的研发及销售。2018 年起，公司陆续收购英国 JRI 及理贝尔实现产品线及覆盖市场范围的拓展：

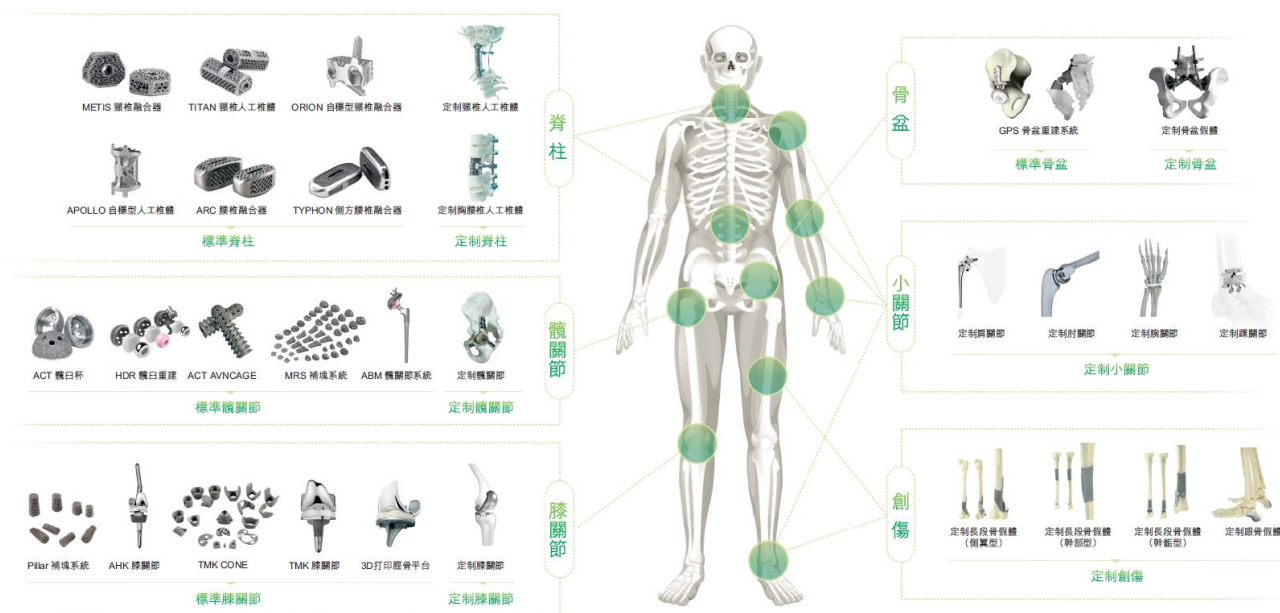
- **收购英国 JRI，获得全球先进的涂层技术并开拓海外市场。**2018 年 4 月，爱康以 1673.2 万英镑收购英国 JRI Orthopaedics 全部股权。JRI 的 Furlong H-A.C.柄是世界上最早的羟基磷灰石涂层（骨骼中一种天然矿物质）髋关节植入物之一。爱康通过收购 JRI，加速进军海外市场，并获得了 JRI 的涂层技术及研发、设计、生产能力，为公司生产高端产品提供技术支持；
- **收购北京理贝尔，补充脊柱及创伤产线。**爱康于 2020 年 4 月以 4020 万美元的价格从美敦力手中收购北京理贝尔全部股权（美敦力于 2012 年收购理贝尔）。理贝尔主营创伤和脊柱产品线，爱康通过收购理贝尔，产品线由骨科关节拓宽至更多细分骨科赛道。此外，爱康将 3D 技术应用到理贝尔的产品上，推动脊柱与创伤创新产品的推出。

图表 22：爱康医疗旗下 4 大骨科子公司



资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 23：爱康医疗主要骨科植入物产品



资料来源：公司资料、浦银国际整理

爱康在关节国采接续中标理想，多款产品中标价实现提升，出厂价基本持平。人工关节国采接续采购于2024年5月开标，并于7月起在各省陆续执行集采结果。此次接续采购的主要特点为：1) 价格降幅较为温和，中选产品价格平均下降6%左右；2) 高低价差明显缩小（首轮国采：2.8倍 vs 接续采购：1.1倍）；3) 骨科上市企业在各大组别中均实现中标，进口厂商报量占比由首轮的48%下降至32%，国产厂商市占率进一步提升。

在国采接续采购中，爱康延续了首轮国采中的出色表现，爱康宜诚继续在各个产品分组中以A组中选，且在陶对陶、陶对聚髁关节产品上实现中标价分别上调15%、12%，在膝关节产品上实现中标价上调16%。

髁、膝关节类产品为爱康最核心的收入来源（1H24贡献收入85%，其中髁/膝分别贡献收入55%/30%）。公司作为国产关节产品龙头（在国采接续采购报量中在所有厂家中排第2，报量占比15%），关节类产品布局完善且临床认可度高。随着关节类国采接续后的渠道补差价将于2H24完成，我们预计公司面对的集采风险已基本出清，业绩可见度明显提高。

图表 24：人工关节国采接续采购&首轮国采 - 爱康中标结果

类型	国采接续				首轮国采		
	竞价单元&中选排名	需求量 (个)	中选价格 (元)	中选价变动	首年意向采购量	中选价格 (元)	
髌	陶对陶	爱康宜诚: A 组 (第 3)	14,569	7,946	+15%	15,364	6,890
		天衍: B 组 (第 5)	240	7,976	+3%	13	7,719
		理贝尔/JRI: B 组 (第 10)	134	7,987	-2%	9	8,119
	陶对聚	爱康宜诚: A 组 (第 3)	24,909	7,041	+12%	23,905	6,290
		天衍: B 组 (第 6)	327	7,106	+13%	-	6,299
		理贝尔/JRI: B 组 (第 14)	72	7,117	-2%	6	7,299
	金对聚	爱康宜诚: A 组 (第 4)	1,193	5,889	-12%	6,648	6,730
		天衍: B 组 (第 10)	37	5,899	+118%	-	2,700
		理贝尔/JRI: B 组 (第 30)	0	5,910	+41%	-	4,200
膝	爱康宜诚: A 组 (第 2)	46,491	5,323	+16%	30,933	4,599	
	天衍: B 组 (第 34)	183	5,434	+36%	5	4,000	

资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际整理

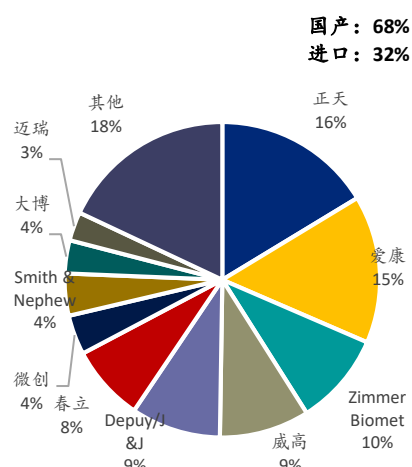
图表 25：人工关节国采接续采购 - 主要骨科上市公司中标结果

	部件材料			平均中中标价 (元/套)	骨科上市企业									
	股骨头	髌白内衬	占髌+膝总报量比例*		爱康宜诚	爱康天衍	理贝尔/JRI	春立	威高亚华	威高海星	大博	微创骨科	微创关节	
髌	陶瓷	陶瓷	18% (10.2 万套)	7,954	A 组	B 组	B 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组	B 组	
	陶瓷	聚乙烯	30% (17.3 万套)	7,069	A 组	B 组	B 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组	B 组	
	合金	聚乙烯	2% (1.0 万套)	5,890	A 组	B 组	B 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组	B 组	
膝	NA	NA	51% (29.6 万套)	5,379	A 组	B 组	-	A 组	A 组	A 组	A 组	A 组	B 组	

*按年度意向采购量套数计算；

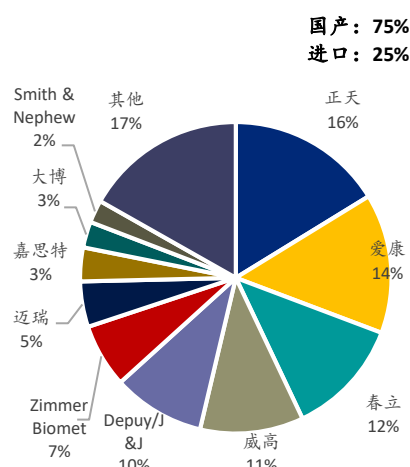
资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际整理

图表 26：关节国采接续 - 髌&膝合计各品牌需求量分布



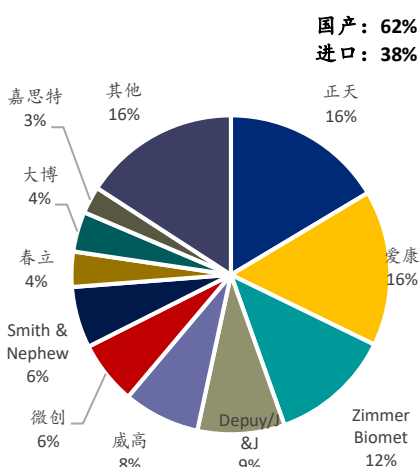
资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际

图表 27：关节国采接续 - 髌关节各品牌需求量分布



资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际

图表 28：关节国采接续 - 膝关节各品牌需求量分布



资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际

爱康基于 3DACT Bio 专利技术推出第二代 3D 打印产品，保证植入物的长期安全有效。爱康于 2015 年获得中国第一张 3D 打印骨科植入物注册证，并在后续开发了 3DACT Bio 技术。对于目前广泛应用的 3D 打印钛合金产品，由于钛合金为生物惰性材料，植入体内后与骨组织之间难以实现生物活性结合，因此第一代的 3D 打印钛合金骨科植入物仍需要进一步提高其生物功能。3DACT Bio 是爱康针对 3D 打印多孔钛合金骨科植入物的表面改性专利技术。通过在植入物表面形成含有生物活性物质的 TiO₂ 膜层，实现快速的新生骨组织与假体的生物性键合，诱导周围骨组织生长，促进组织骨质增殖，从而实现了骨整合，使假体与骨组织融合成一体。基于 3DACT Bio 技术，爱康医疗开发了经过表面改性的第二代 3D 打印多孔椎间融合器、金属髌白外杯及髌白加强块等产品，实现了 3D 打印多孔钛合金植入物从生物惰性到生物活性功能化的升级。

图表 29：爱康 3D 打印技术发展历程

日期	发展历程
2009 年	引进 EBM 制造技术，开拓了 3D 打印技术在骨科产品中的临床应用。
2014 年	爱康创建了 Image To Implant (ITI) 医工交互平台，提供包括 3D 成像、3D 建模、3D 打印模型及 3D 打印骨科植入物等服务的一站式骨科手术解决方案，实现了由影像到植入的创新，为 3D 打印定制式金属植入物的开发与临床应用提供了技术平台。
2015 年	爱康基于 3D ACT (Accurate Constructive Technology) 技术平台的金属 3D 打印髌关节系统正式上市，为中国首个获得 NMPA 注册证的金属 3D 打印骨科植入物产品。
2020 年	爱康“金属 3D 打印定制化颈椎融合器”、“金属 3D 打印骨盆缺损匹配假体”相继获 NMPA 批准上市许可。
2021 年	“金属 3D 打印全膝关节系统”获 NMPA 上市批准许可。爱康金属 3D 打印全膝关节系统是国内首个金属 3D 打印膝关节假体系统，也是国际上首个通过临床验证后获得注册的 3D 打印人工膝关节假体。
2023 年	新获批基于 3DACT Bio 技术的 3D 打印二代产品：3D 打印髌白杯和椎间融合器，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为代表的定制假体的推出，标志着 ICOS 骨科定制平台不断完善。

资料来源：公司资料、浦银国际整理

创新定制骨科解决方案 (ICOS) 定制化平台仍在发展和推广期，有望帮助公司开拓中高端市场。爱康于 2021 年基于 3D 精确构建技术 (3D ACT) 及 ITI (Impact To Impact) 医工交互平台推出 ICOS 定制化平台 (Innovative Customized Orthopedic Solution)，该平台可根据患者需求提供定制化 3D 打印产品 (覆盖关节、脊柱、创伤、骨盆等部位)，并可实现术前规划、骨骼模型打印、制定手术方案等功能。

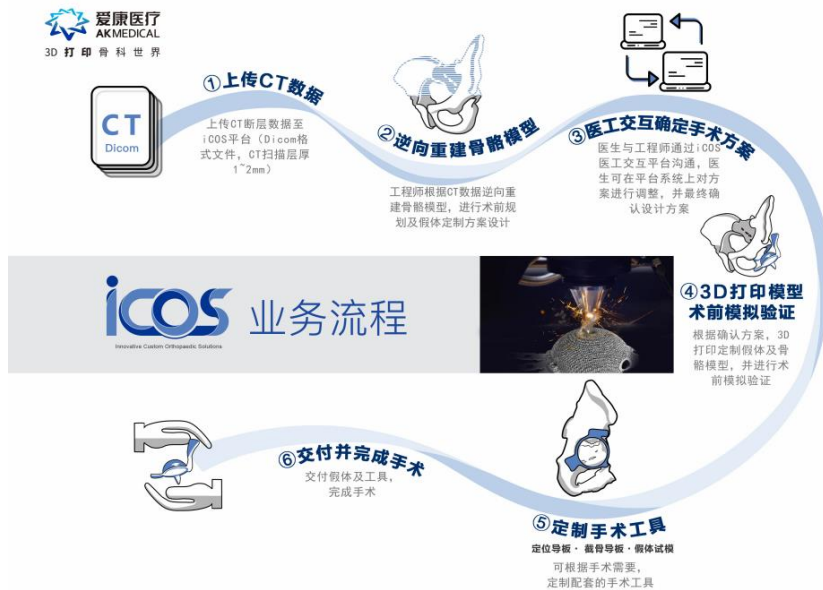
在定制化产品出现以前，骨科手术中使用的植入物均按一定规格批量生产，不能适应个体差异，骨科医生只能依靠经验在手术中选择规格最适合病人的置入物，或现场进行打磨，调整成较为合适的尺寸。而定制化产品的出现，使得医生可以提前备好符合病人个性化特点的植入物及耗材，可降低手术风险及手术时间。

ICOS 主要流程为：

- 爱康工程师基于 CT 或 MRI 扫描的数据构建 3D 模型，医生及工程师可在 3D 临床数据库搜索先前病例手术方案作为参考；
- 医生和爱康工程师通过 ICOS 共同设计手术方案，模拟假体的植入以及安放位置，医生可观察模拟的术前及术后假体状态并最终确定手术方案；
- 协助医生选择个性化的手术器械与植入物：医生可选择爱康的 3D 打印或常规手术器械、植入物进行手术。3D 打印手术器械（如手术导板）与植入物可更好的匹配与患者解剖结构，从而减少移除骨头、组织及软骨的需要。

ICOS 的优势在于：1) 对患者而言：借助 3D 成像及 3D 建模，手术时长缩短，且个性化手术器械及植入物可提升患者康复体验，缩短康复时间及留院时间；2) 对医生而言：3D 临床数据库降低了医生的临床经验要求，并可降低手术难度、降低外科医生学习曲线及提高植入物的手术后完好度。

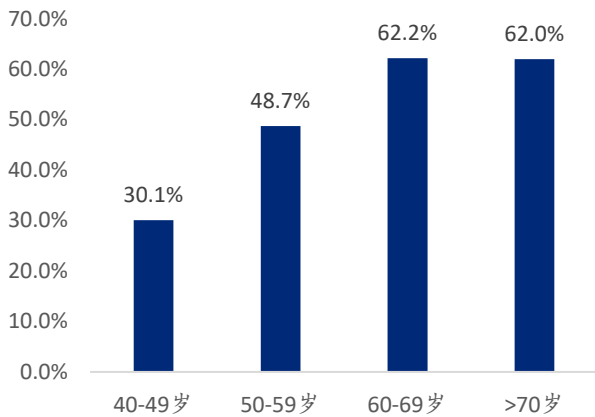
图表 30：ICOS 流程示意图



资料来源：公司资料、浦银国际

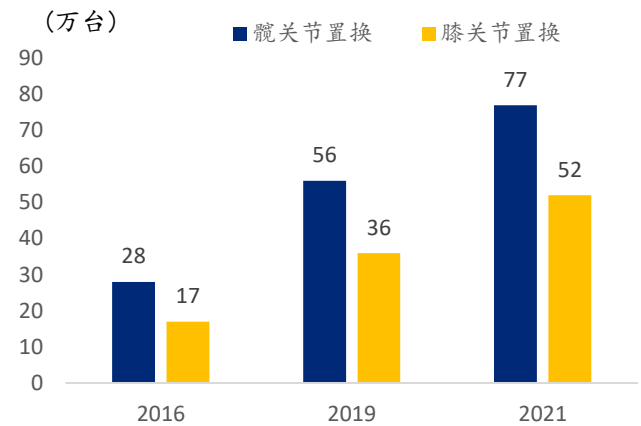
爱康作为国产关节龙头，长期有望受益老龄化下关节手术量增加。骨关节炎为骨科关节类产品主要适应症之一，根据《中国 40 岁以上人群原发性骨关节炎患病状况调查》，40-49 岁/50-59 岁/60-69 岁/70 岁以上人群原发性骨关节炎的患病率分别为 30.1%/48.7%/62.2%/62.0%，发病率随年龄增长而逐渐增长。随着我国老龄化的加深，关节炎发病人数或将呈现增长态势，预计拉动骨关节手术量持续增长，爱康作为关节领域的国产龙头，有望更充分享受行业发展红利。

图表 31：我国不同年龄段人群骨关节炎患病率



资料来源：《中国40岁以上人群原发性骨关节炎患病状况调查》、浦银国际

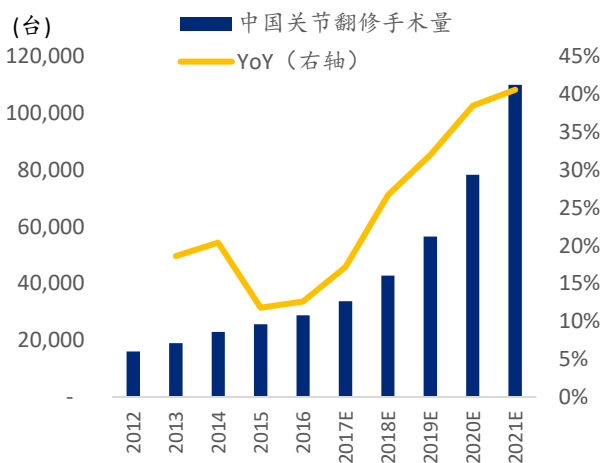
图表 32：我国髌、膝关节置换手术量



资料来源：CIC、浦银国际整理

关节翻修手术需求持续增长。初次置换手术后部分患者需要进行翻修手术更换或翻修植入物。随着曾经接受过初次手术的患者逐步进入翻修期，翻修手术的需求亦不断提升，根据我们的专家访谈，目前国内关节翻修手术量占比仅约为 10%。据弗若斯特沙利文测算，我国关节翻修手术量 2016-2021 年复合增长率达到 30.7%。翻修产品的技术门槛较高，竞争格局相对较好，爱康已推出用于髌、膝、肩关节翻修手术的丰富产品线，随着新产品陆续上市，在翻修市场的份额有望不断提升。

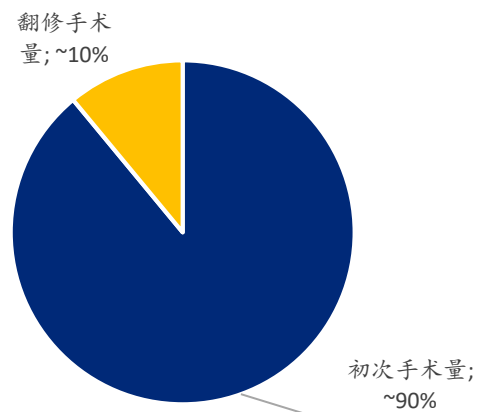
图表 33：我国关节翻修手术量



E=Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 34：目前我国初次、翻修骨关节手术占比



资料来源：专家访谈、浦银国际

公司膝关节产品布局完善，单髌产品拉动收入增长。爱康于 2004 年便推出第一代人工膝关节假体 AK Knee，也是第一款国产膝关节产品，此后便维持着 4 年左右更新一代的速度逐步打磨产品：2008 年研制出第二代膝关节系统 JPX，2012 年推出第三代人工膝关节假体 A3 全膝关节置换系统，2016 年又推出 A3 的高端升级版 A3 GT。

此外，公司于 2022 年推出 AKUKA 单髁系列产品，膝关节布局已较完善。AKUKA 系列、包含活动平台单髁及固定平台单髁，既适用于膝关节内侧磨损，也可用于外侧，也是中国首个高交联、双系统解决方案的单髁系统。相比同类产品，AKUKA 骨界面标配钛喷涂层，提升骨水泥固定效果，降低假体松动率；假体摩擦界面全系标配高交联超耐磨垫片，优异的骨界面和摩擦界面可有效提高假体使用寿命。

图表 35：爱康膝关节产品示意图



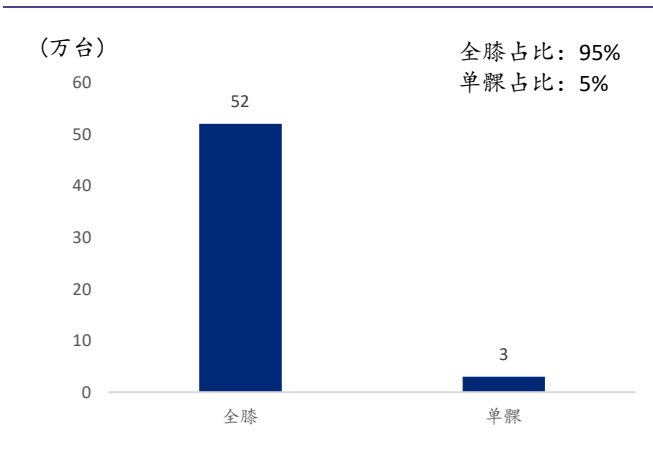
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 36：单髁置换术 vs 全膝关节置换术

	单髁置换术 (UKA)	全膝关节置换术 (TKA)
手术流程示意图		
技术难点	高	高
平均手术时间	35 分钟	45 分钟
平均住院时间	1-3 天	3 天
软骨切除范围	只置换磨损关节软骨，保留较好部分	切除全部关节软骨
韧带切除范围	保留交叉韧带，不做韧带松解	切除交叉韧带并松解侧副韧带
手术创伤	创伤小，出血量少	手术切口大
术后恢复	无需专门训练，恢复快，住院费用及时间更少	术后需关节功能锻炼

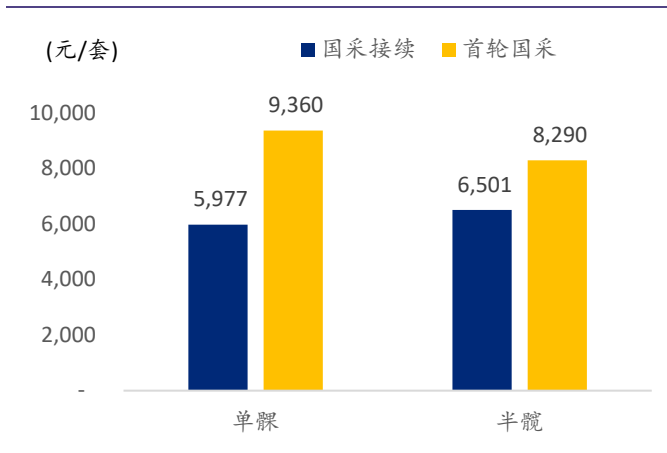
资料来源：中华骨科、厚朴方舟、浦银国际整理

图表 37：我国膝关节置换手术量（2021 年）



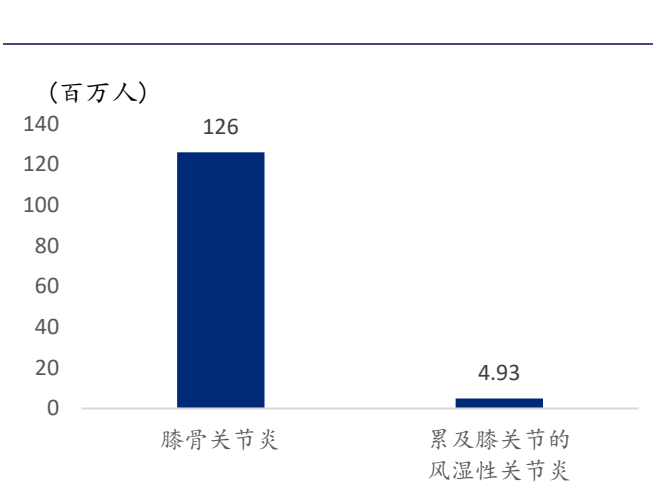
资料来源：CIC、浦银国际

图表 38：单髁及半髁产品挂网限价（天津）



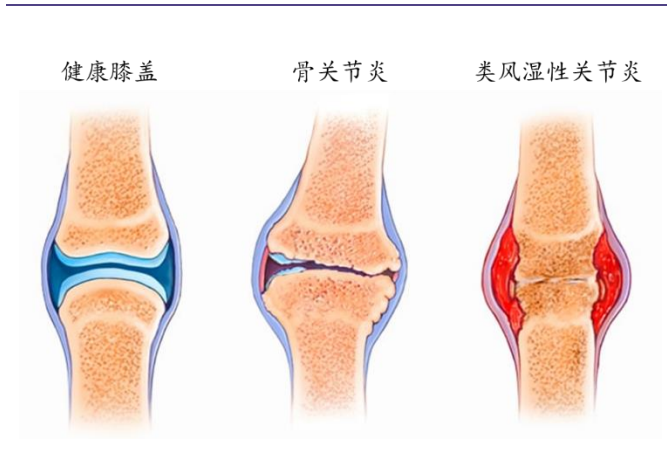
资料来源：天津药采办、浦银国际

图表 39：我国膝关节置换术主要适应症患者人数



资料来源：CIC、浦银国际

图表 40：健康膝盖 vs 骨关节炎 vs 类风湿性关节炎



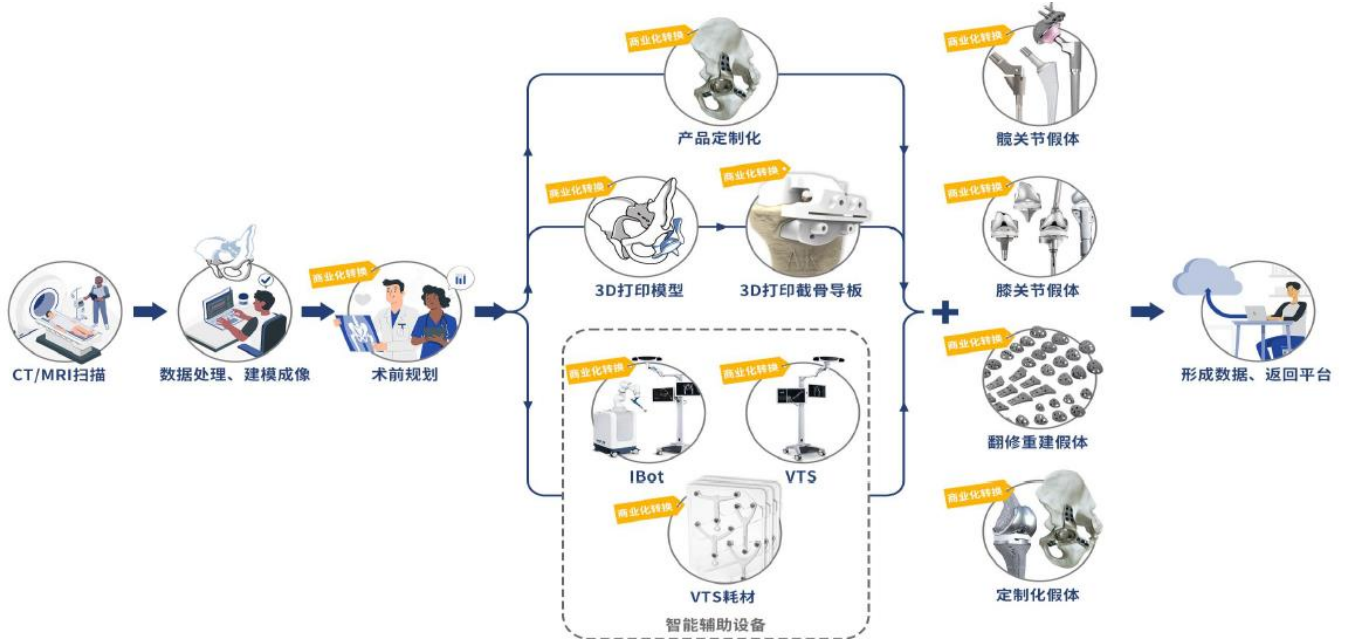
资料来源：Mayo、浦银国际

公司髌膝骨科手术机器人已获批上市，后续将助力打造数字骨科全流程解决方案。当前国内获批的骨科手术机器人已较多，但相较于其他品牌，爱康医疗深耕国内关节领域多年，积累了丰富的骨科手术数据，在手术机器人的研发上具备数据优势，公司后续策略为通过手术机器人拉动耗材销售，并结合 ICOS、3D 打印技术综合打造数字骨科平台全流程解决方案。公司目前在手术机器人领域主要产品包括：

- **手术导航系统：**公司髌关节可视化智能辅助系统（Visual Solution Treatment，简称 VTS）于 2022 年 12 月国内获批，该产品将 3D 打印数字化技术与可视化智能辅助技术相结合，可用于从术前 CT 数据处理、3D 手术规划，到术中的实时可视化追踪及髌白假体植入等全流程。对手术经验丰富的医生，VTS 系统操作流畅，学习曲线短；而对于年轻医生，VTS 系统有效降低了术前的不确定性和对个人经验的依赖，使得术中安全区率相较于传统手术方法提高了 42.2%，有助于医生获得高质量、可复制、标准化的术后结果。公司 VTS 系统已于 2024 年 3 月在北京友谊医院实现首台装机。

- **iBot 手术机器人:**公司 iBot 髌关节/膝关节手术机器人分别于 2023 年 11 月/2024 年 4 月于国内获批，在 VTS 的基础上引入机械臂，增加工具把持的稳定性，减少人为误差，进一步提高手术精准度和便捷度。

图表 41: 爱康数字骨科平台全流程解决方案示意图



资料来源: 公司资料、浦银国际整理

图表 42: 爱康 VTS 产品示意图



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 43: 爱康 iBot 髌膝关节手术机器人



资料来源: 公司资料、浦银国际

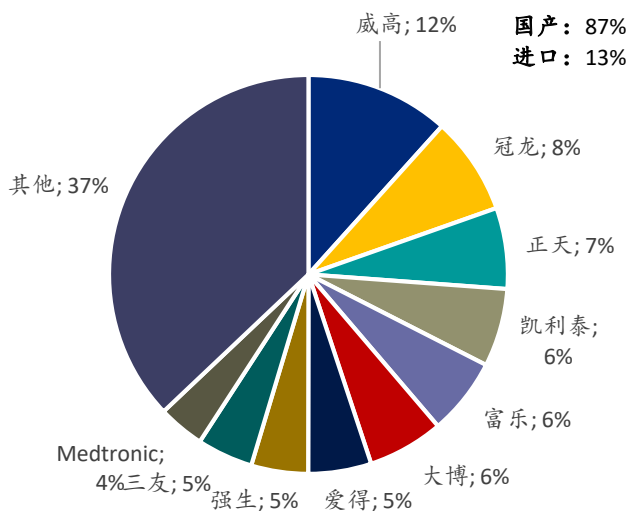
爱康脊柱类产品占公司收入比例较低，国采落地影响相对有限。公司脊柱产品主要通过爱康宜诚及 2020 年收购而来的理贝尔进行销售。脊柱国采于 1Q23 起落地，平均中标价降幅 84%，爱康与理贝尔共在 7 个产品系统类别中标，爱康脊柱类收入占比较小（2022 年及 2023 年脊柱+创伤收入占公司收入 6%及 11%），脊柱降价影响相对有限。

图表 44：脊柱国采中标情况

产品系统类别	平均中标价(元)	春立	爱康		威高			大博	凯利泰	三友	微创
			爱康	理贝尔	威高亚华	威高骨科	威高海星				
1) 单独用颈椎融合器系统	2,426	B		B		A		A		A	
2) 单独用胸腰椎融合器系统	2,765	A						A		A	
3) 脊柱用骨水泥	24 元/g								A		
4) 经皮内窥镜下腰椎髓核摘除系统	895								A&B		
5) 颈椎后路钉棒固定系统	3,954	A		B	A	A		A		A	
6) 颈椎后路椎管扩大钉板固定系统	1,158	A	B		A	A		A		A	A
7) 颈椎前路钉板固定融合系统	4,463	A	C	B	A	A		A	B	A	
8) 胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	4,755	A	C	B	A	A	B	A	B	A	B
9) 胸腰椎后路微创钉棒固定融合系统	5,702	A		B	A	A	A	A	B	A	B
10) 胸腰椎前路钉板固定融合系统	3,751	A			A			A		A	
11) 胸腰椎前路钉棒固定融合系统	7,075			A	A	A		A		A	
12) 椎体成形系统	760					A		A	A	A	B
13) 椎体后凸成形系统	1,379					A		A	A	A	
14) 椎间盘系统	11,148										

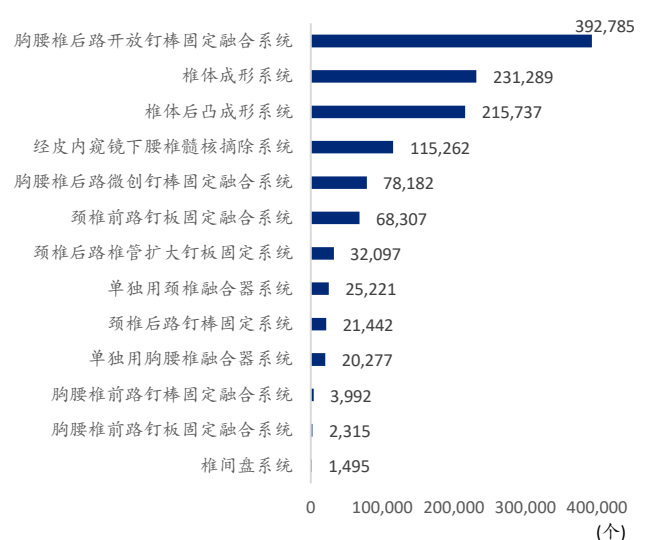
注：凯利泰含 Elliquance、Tecres 中标
资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际整理

图表 45：脊柱国采报量情况（按厂家）



注：凯利泰数据含 Elliquance、Tecres 中标
资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际整理

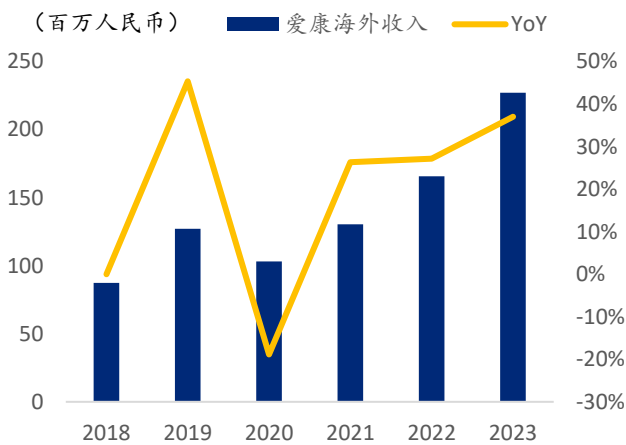
图表 46：脊柱国采报量情况（按产品）



资料来源：国家医用高耗联采办、浦银国际整理

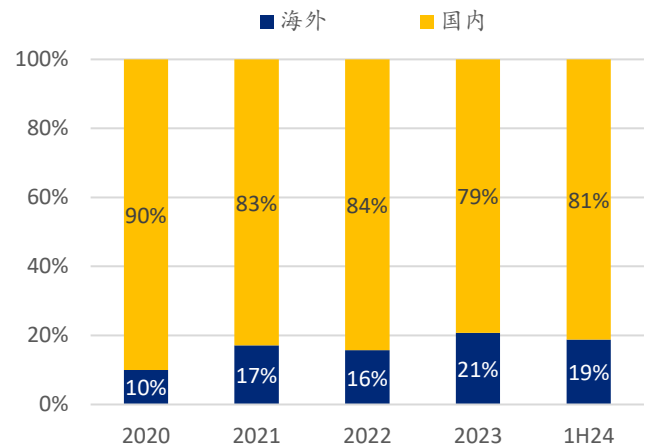
海外市场采用“爱康+JRI”双品牌策略，突出性价比优势及稳定产品质量。公司海外收入主要来自拉美、东盟、英国的关节产品销售，近三年均维持了15+%增速，1H24/2023 年海外收入占比达 19%/21%，公司计划中长期将海外收入占比提升至 30+%。策略上，公司同时通过爱康自有品牌出口以及由英国收购来的 JRI 品牌进行市场推广，目前海外收入中 JRI 及爱康自有品牌各自贡献约 50%。此外公司也在境外推广 ICOS 个性化定制化服务策略，截至 1H24 末，已经为墨西哥、巴基斯坦及中国香港提供了超过 20 例个性化定制假体并受到了较好的医生及患者反馈。

图表 47：爱康海外收入及增速



资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 48：爱康海外收入占比



资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 49：爱康海外覆盖地区（截至 1H24）



资料来源：公司资料、浦银国际整理

财务预测与估值

我们采用 PE 对公司进行估值，给予爱康医疗 2025E 目标 PE 22x，得出目标价 6.8 港元。该目标估值倍数与公司过去 3 年历史均值持平。

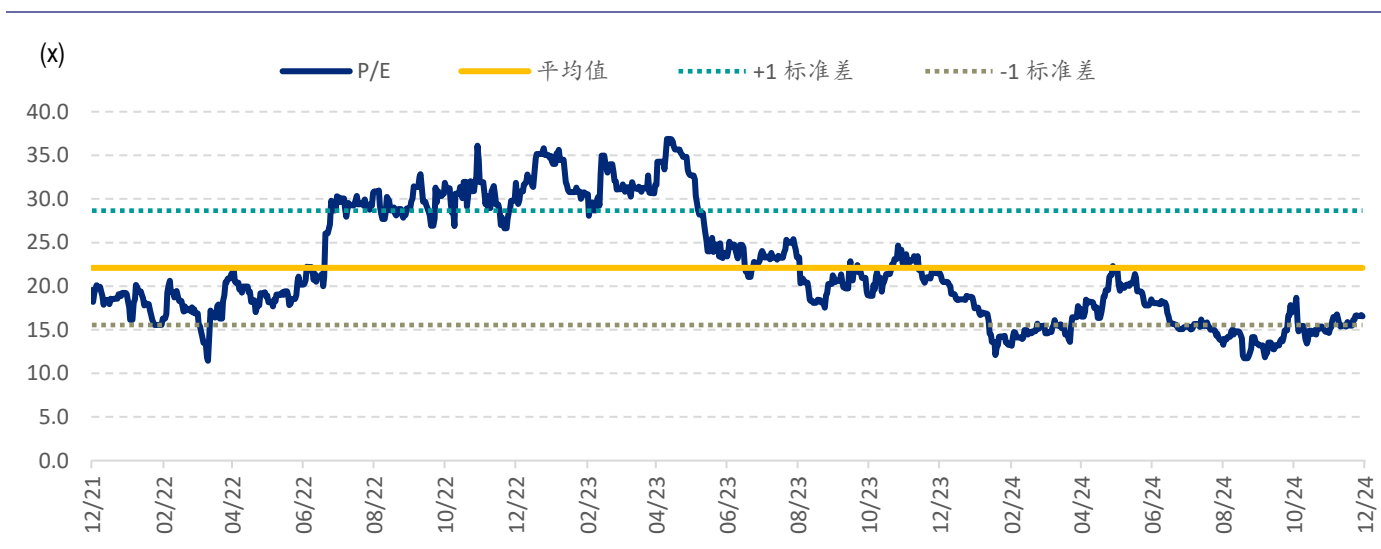
核心财务预测如下：

收入：预计 2024E 收入同比+19%至人民币 13.1 亿元，我们预期 2H24 收入同比将录得较大幅度增长，主因 2H23 反腐下公司收入低基数。随着反腐进入常态化以及公司收入占比最大的关节类产品出厂价于集采接续后有一定幅度提升，公司收入增速有望在 2025E 年回升至约 25%，我们预计公司收入 2023-2026E CAGR 22%；

毛利率：预计 2024E 毛利率同比下滑 0.4pcts 至 61.3%，主因受到集采产品占比有所提升影响，我们预计 2024-2026E 毛利率稳定在 61%-62%区间；

归母净利润/亏损：预计 2024/25/26E 归母净利分别为人民币 2.6 亿/3.2 亿/4.0 亿元。2024-2026E 销售、管理、研发费用率之和在 39%-41%区间。

图表 50：爱康医疗 PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 51: 骨科耗材企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (人民币百万)	过去1个 月股价变 动 (%)	YTD 股 价变动 (%)	市盈率 PE (x)			PEG (x)	2023-26E CAGR		
						2024E	2025E	2026E		收入	净利	
A 股												
002901 CH	大博医疗	33.19	13,741	(4.5)	(19.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
688161 CH	威高骨科	28.70	11,480	(1.4)	(31.7)	48.2	35.6	28.7	0.7	17%	51%	
688236 CH	春立医疗	14.35	4,881	5.3	(45.6)	38.7	19.6	15.7	2.2	2%	9%	
688085 CH	三友医疗	21.90	5,441	4.0	12.6	92.6	40.6	28.0	1.2	27%	34%	
300326 CH	凯利泰	6.91	4,955	30.9	9.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
市值加权平均						57.1	33.3	25.6	1.2			
港股												
1858 HK	春立医疗	8.46	4,881	6.5	(31.9)	11.5	9.6	8.1	NA	NA	NA	
1789 HK	爱康医疗	5.37	5,636	12.7	(15.0)	21.3	16.2	13.1	0.5	23%	31%	
市值加权平均						16.7	13.1	10.8	0.8			

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 12 月 2 日;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

投资风险

- **后续批次骨科集采续约价格降幅超预期。**关节产品为公司核心产品，若后续集采续标中，中标价仍有较大幅度下降，或对骨科耗材厂商利润率及经销商体系带来较大压力；
- **骨科手术渗透率未如预期提升。**若后续骨科手术渗透率因支付能力或其他因素影响未如预期提升，或导致骨科耗材销售增速低于预期；
- **反腐等政策影响持续。**若后续反腐等政策影响持续对行业手术量造成冲击，公司业绩增长动能或较弱。
- **海外市场拓展未如预期。**海外市场拓展为公司重要的业务发展策略之一，若后续海外业务增速较慢，公司整体收入增长或受到拖累。

图表 52：SPDBI 目标价：爱康医疗（1789.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

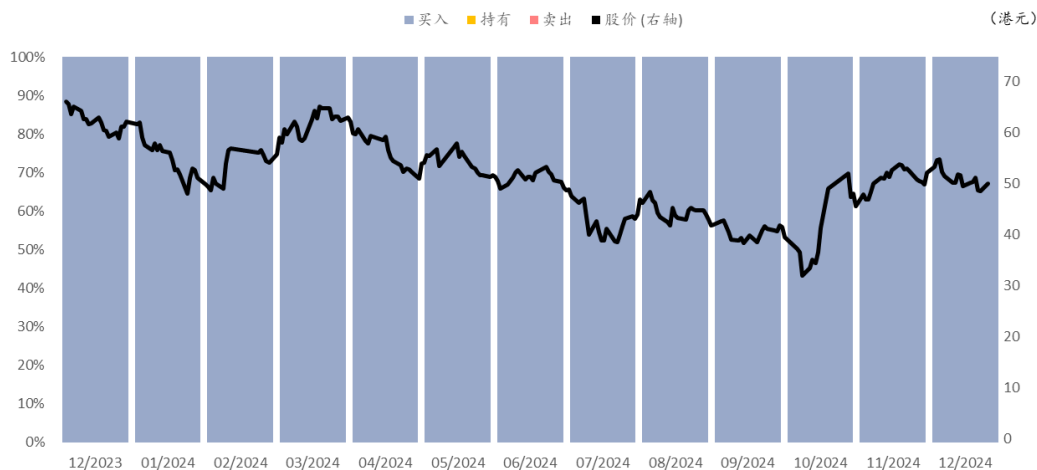
图表 53: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	185.1	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	27.3	买入	40.5	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.4	买入	26.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	22.5	买入	55.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	29.2	买入	43.0	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	205.8	买入	255.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	126.9	买入	153.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	181.3	持有	181.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.7	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	40.6	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	18.1	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	37.7	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.7	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	14.8	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.7	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.3	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	72.0	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.0	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	41.4	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.0	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	21.5	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	42.0	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	4.8	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.5	买入	6.1	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	50.5	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.3	买入	5.5	制药
2359 HK Equity	药明康德	49.1	买入	56.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	51.2	买入	62.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.6	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	28.0	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	15.5	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	27.5	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	263.2	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	9.8	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.9	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.7	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.0	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	22.2	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.8	买入	16.4	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	363.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.4	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.5	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.4	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	7.2	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.7	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	14.9	持有	11.4	互联网医疗

注: 数据截至 2024 年 12 月 2 日。资料来源: Bloomberg、浦银国际

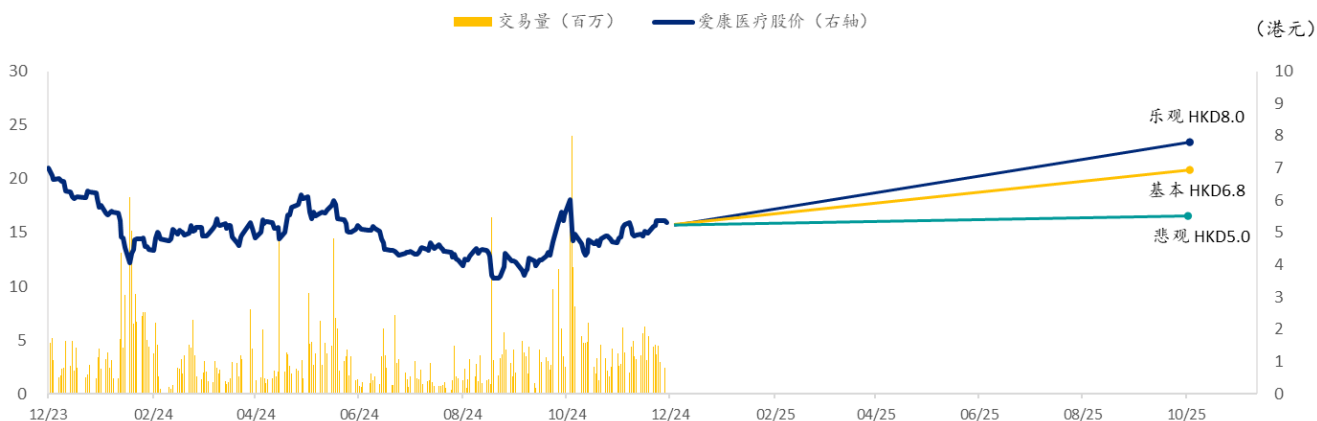
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 54: 爱康医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 55: 爱康医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 8.0 港元

- 后续骨科集采续约及反腐常态化影响可控;
- 骨科手术量增速高于预期;
- 2024-26E 收入复合增速>25%;
- 稳态毛利率>75%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 5.0 港元

- 后续骨科集采续约及反腐常态化影响较大;
- 骨科手术量增速低于预期;
- 2024-26E 收入复合增速<10%;
- 稳态毛利率<65%。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、嘉和生物 6998.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

