

2025 年 03 月 27 日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(HKD)

7.3

#### 公司基本资讯

|                  |                          |
|------------------|--------------------------|
| 产业别              | 医药生物                     |
| H 股价(2025/03/26) | 5.62                     |
| 恒生指数(2025/03/26) | 23,483.3                 |
| 股价 12 个月高/低      | 6.12/3.58                |
| 总发行股数(百万)        | 1,122.67                 |
| H 股数(百万)         | 1,122.67                 |
| H 市值(亿元)         | 48.37                    |
| 主要股东             | 恒泰信托(香港)有限公司<br>(50.25%) |
| 每股净值(元)          | 2.35                     |
| 股价/账面净值          | 2.39                     |
|                  | 一个月 三个月 一年               |
| 股价涨跌(%)          | 13.77% 19.07% 8.97%      |

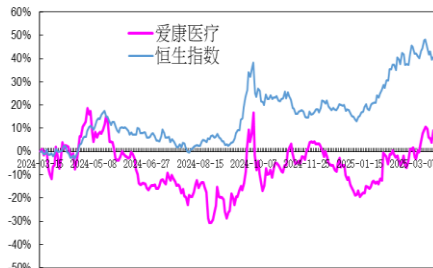
#### 近期评等

|            |      |    |
|------------|------|----|
| 出刊日期       | 前日收盘 | 评等 |
| 2024-09-25 | 4.8  | 买进 |

#### 产品组合

|          |     |
|----------|-----|
| 髋关节置换植入物 | 55% |
| 膝关节置换植入物 | 30% |
| 脊柱及创伤植入物 | 10% |
| 定制产品及服务  | 4%  |

#### 股价相对大盘走势



## 爱康医疗 (01789.HK)

买进 (Buy)

2024 年净利 YOY+50%，符合预期，看好 25H1 继续快速增长

#### 结论及建议：

- **公司业绩：**公司发布 2024 年业绩，实现营收 13.5 亿元，YOY+23.1%，录得归母净利润 2.7 亿元，YOY+50.4%。公司业绩与业绩预告相符，符合预期。以此测算，公司 24H2 营收 6.9 亿元，YOY+54.8%，录得归母净利润 1.3 亿元，YOY+172%，低基期叠加集采续约 Q4 陆续实施后公司集采价的修复，使得公司业绩恢复显著。公司拟派息每股 7.2 港仙。
- **集采续约后髌膝关节收入恢复显著：**(1) 公司髌关节置换植入物实现营收 7.3 亿元，YOY+23.5%；(2) 膝关节植入物实现营收 4.1 亿元，YOY+30.1%；(3) 脊柱及创伤植入物实现营收 1.3 亿元，YOY+3.3%；(4) 定制产品及服务实现营收 0.5 亿元，YOY+3.5%。伴随集采续约的陆续执行，公司髌膝关节收入增长较好，公司处于集采数量第一梯队，首轮上报量增长约 10%，市占率约 20%，并且公司在集采后更好的开拓高层级医院，T1 级医院对爱康手术贡献度从 2021 年的 8%提升至 19%，发达省份市占提升显著。
- **毛利率略降，期间费用率下降明显：**公司 2024 年度综合毛利率为 60.0%，主要是毛利率偏低的集采产品上量，营收占比增加影响了综合毛利率，2025 年预计将保持稳定。公司期间费用率为 37.5%，同比下降 5.4 个百分点，主要是集采后销售费用率下降较多，另外公司管理费用率也有明显的下降。整体来看，公司 2024 年净利率为 20.3%，同比提升 3.7 个百分点。
- **盈利预测及投资建议：**集采续约公司价格恢复，24H2 业绩已开始体现，我们继续看好公司 25H1 业绩在低基期下的快速增长 (24H1 净利 YOY+5%)。我们预计公司 2025-2027 年分别实现净利 3.5/4.4/5.3 亿元，分别 YOY+28.8%/+24.9%/+19.4%，折合 EPS 分别为 0.31/0.39/0.47 元。目前股价对应的 PE 分别 17X、13X 和 11X，估值偏低，业绩快速恢复，维持“买进”的投资建议。
- **风险提示：**集采上量不及预期、进口替代不及预期、定制产品增长不及预期、研发进度不及预期、原材料价格上涨

..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2023    | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 182     | 274    | 353    | 440    | 526    |
| 同比增减            | %       | -11.07% | 50.42% | 28.76% | 24.86% | 19.43% |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.16    | 0.25   | 0.31   | 0.39   | 0.47   |
| 同比增减            | %       | -11.11% | 56.25% | 25.67% | 24.86% | 19.43% |
| H 股市盈率 (P/E)    | X       | 33      | 21     | 17     | 13     | 11     |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.05    | 0.07   | 0.14   | 0.18   | 0.21   |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.80%   | 1.28%  | 2.52%  | 3.14%  | 3.75%  |

### 【投资评等说明】

| 评等                 | 定义                               |
|--------------------|----------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$               |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$ |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$  |
|                    | 无法由基本面给予投资评等                     |
| 中立 (Neutral)       | 预期近期股价将处于盘整                      |
|                    | 建议降低持股                           |

#### 附一：合并损益表（合并后）

| 人民币百万元     | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 1094 | 1346 | 1754  | 2122  | 2500  |
| 营业总支出      | 419  | 538  | 693   | 828   | 975   |
| 营业利润       | 211  | 301  | 389   | 486   | 581   |
| 除税前利润      | 231  | 320  | 415   | 518   | 619   |
| 持续经营净利润    | 182  | 274  | 353   | 440   | 526   |
| 归属普通股股东净利润 | 182  | 274  | 353   | 440   | 526   |

#### 附二：合并资产负债表

| 人民币百万元  | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金    | 331  | 352  | 598   | 937   | 1387  |
| 存货      | 596  | 489  | 503   | 518   | 534   |
| 应收账款及票据 | 530  | 577  | 692   | 830   | 996   |
| 流动资产合计  | 1975 | 2178 | 2461  | 2781  | 3143  |
| 固定资产    | 575  | 684  | 690   | 697   | 704   |
| 非流动资产合计 | 1028 | 1157 | 1250  | 1350  | 1458  |
| 资产总计    | 3003 | 3335 | 3711  | 4131  | 4601  |
| 流动负债合计  | 498  | 596  | 692   | 803   | 931   |
| 非流动负债合计 | 113  | 101  | 223   | 364   | 528   |
| 负债合计    | 611  | 697  | 915   | 1167  | 1459  |
| 少数股东权益  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计  | 2392 | 2638 | 2796  | 2964  | 3142  |

#### 附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----|------|------|-------|-------|-------|
|-----|------|------|-------|-------|-------|

|               |      |      |      |      |      |
|---------------|------|------|------|------|------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 34   | 431  | 561  | 679  | 800  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -318 | -390 | -175 | -170 | -150 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -14  | -20  | -140 | -170 | -200 |
| 现金及现金等价物净增加额  | -298 | 21   | 246  | 340  | 450  |

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。