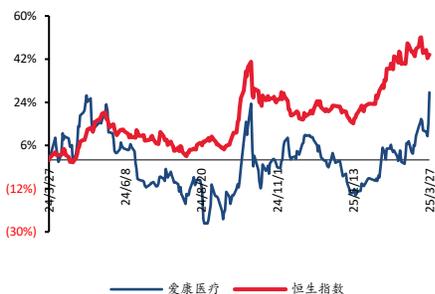


## 爱康医疗点评报告：海外业务稳步推进，数字化骨科赋能成长

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(亿股)	11.23/11.23
总市值/流通(亿港元)	70.05/70.05
12个月内最高/最低价(港元)	6.46/3.49

### 相关研究报告

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：17717408201

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

**事件：**3月26日晚，公司发布2024年业绩报告：2024年公司营业收入13.46亿元，同比增加22.37%，受益于集采下手术量增长；扣非归母净利润2.74亿元，同比增加68.92%，受益于收入增长与公司的费用管控。

### 关节续采跑赢行业，业务增长表现亮眼

人工关节第二轮接续采购中，公司中标数量同比增长10%（高于整体增速8%）。截至2024年12月31日，29个省份及地区开始执行第二轮中标结果，叠加国产替代加速带动手术量增长。2024年，公司髋关节业务收入7.29亿元，同比增长23.49%；膝关节业务收入4.05亿元，同比+30.11%；脊柱及创伤业务收入1.27亿元，同比增长3.29%。

### 海外业务稳步推进，VTS系统实现首台销售

2024年公司海外收入2.74亿元，同比增长20.77%。此外，海外新增产品注册国家5个，准入进行的国家10个，新增经销商12家。除常规产品外，VTS可视化智能辅助导航系统分别在美国、墨西哥和泰国展出，获得了海外医生的关注和高度认可，并于2024年实现海外首台销售。

### 费用管控效果显现，盈利能力增强

2024年，公司的综合毛利率同比下降1.63pct至60.03%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为17.89%、10.69%、10.33%、-1.41%，同比变动幅度分别为-2.00pct、-1.44pct、-2.19pct、+0.38pct。综合影响下，公司整体净利率同比上涨3.80pct至20.35%。

### 数字骨科髋膝赛道全面布局完成，构建骨科数字生态闭环

2014年，公司推出iCOS数字骨科定制产品与服务平台，通过患者影像资料和医生交互，提供术前规划、病变区域模型打印、手术模拟、手术导板定制及个性化假体设计制造等一站式服务。此外，公司陆续推出关节VTS可视化智能辅助导航系统（至2024年末，VTS辅助完成国内外累计超过1,000台手术）、髋关节手术机器人。2024年膝关节手术机器人获批，至此公司完成了在数字骨科髋膝赛道的全面布局。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为16.88亿/20.62亿/24.59亿元，同比增速分别为25%/22%/19%；归母净利润分别为3.35亿/4.32亿/5.47亿元；分别增长22%/29%/27%；EPS分别为0.30/0.38/0.49，按照2025年3月27日收盘价对应2025年21倍PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**手术量增速低于预期的风险，出海进展低于预期的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1346	1688	2062	2459
营业收入增长率(%)	23%	25%	22%	19%
归母净利润（百万元）	274	335	432	547
净利润增长率(%)	50%	22%	29%	27%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.30	0.38	0.49
市盈率（PE）	19.40	20.91	16.23	12.80

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2,178	2,423	2,774	3,219
现金	352	410	542	807
应收账款及票据	577	656	745	820
存货	489	573	666	731
其他	761	784	821	861
<b>非流动资产</b>	1,157	1,261	1,370	1,485
固定资产	684	803	926	1,055
无形资产	197	181	167	153
其他	277	277	277	277
<b>资产总计</b>	3,335	3,684	4,144	4,704
<b>流动负债</b>	596	699	844	1,004
短期借款	60	40	20	0
应付账款及票据	152	203	266	339
其他	384	456	557	664
<b>非流动负债</b>	101	97	93	89
长期债务	18	14	10	6
其他	83	83	83	83
<b>负债合计</b>	697	796	936	1,093
普通股股本	10	10	10	10
储备	2,629	2,879	3,198	3,602
<b>归属母公司股东权益</b>	2,638	2,888	3,208	3,611
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	2,638	2,888	3,208	3,611
<b>负债和股东权益</b>	3,335	3,684	4,144	4,704

**现金流量表 (百万)**

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营性现金流</b>	/	334	444	619
投资性现金流	/	-164	-175	-186
融资性现金流	/	-111	-137	-169
现金增加额	/	58	132	265

**利润表 (百万)**

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	1,346	1,688	2,062	2,459
其他收入	0	1	3	2
<b>营业成本</b>	538	665	799	940
销售费用	241	300	363	420
管理费用	144	176	208	236
研发费用	139	174	212	253
财务费用	-19	-3	-5	-8
除税前溢利	320	394	508	644
所得税	46	59	76	97
<b>净利润</b>	274	335	432	547
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	274	335	432	547
<b>EBIT</b>	301	391	503	636
<b>EBITDA</b>	301	469	590	732
<b>EPS (元)</b>	0.25	0.30	0.38	0.49

**预测指标**

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>毛利率</b>	60.03%	60.60%	61.25%	61.77%
<b>销售净利率</b>	20.35%	19.85%	20.94%	22.25%
<b>ROE</b>	10.38%	11.60%	13.46%	15.15%
<b>ROIC</b>	9.48%	11.30%	13.21%	14.95%
<b>资产负债率</b>	20.90%	21.61%	22.59%	23.23%
<b>净负债比率</b>	-10.39%	-12.33%	-15.97%	-22.18%
<b>流动比率</b>	3.65	3.46	3.29	3.21
<b>速动比率</b>	2.72	2.55	2.40	2.38
<b>每股收益</b>	0.25	0.30	0.38	0.49
<b>每股净资产</b>	2.35	2.57	2.86	3.22
<b>P/E</b>	19.40	20.91	16.23	12.80
<b>P/B</b>	2.06	2.43	2.18	1.94
<b>EV/EBITDA</b>	17.19	14.19	11.01	8.48

资料来源：携宁，太平洋证券（“/”代表未披露相关数据）

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。