

爱康医疗 (1789.HK): 主要集采风险出清, 2025 年业绩能见度提升

公司 2024 年业绩符合市场预期, 年内骨科行业虽继续受到反腐冲击, 但 2H24 关节国采接续结果执行后公司收入增长实现复苏, 全年集采产品收入同比+30%。展望 2025 年, 随着贡献公司绝大部分收入的关节类产品集采降价风险出清, 叠加反腐常态化下翻修及 iCOS 产品增长回暖, 我们认为公司 2025 年业绩具备较高的能见度。维持“买入”评级, 上调目标价至 8.0 港元。

• **2024 业绩符合市场预期, 2H24 国内收入增速回暖。**2024 年收入人民币 13.5 亿元 (+23% YoY), 国内/海外收入+24%/+21% YoY, 其中国内收入在 1H24 同比略有下滑后, 于 2H24 增速显著回暖 (+62% YoY), 主要受益于去年同期低基数及公司在关节国采接续中标情况理想; 毛利率 60.0% (-1.6pcts YoY), 主要受到集采产品占比提升所致; 归母净利润 2.7 亿元 (+50% YoY), 归母净利率 20.3% (+3.7pcts), 业绩表现符合市场预期。分产品类型看: 1) 髌关节产品 2024 年收入+24% YoY; 2) 膝关节产品收入+30% YoY; 3) 脊柱及创伤产品收入+3% YoY; 4) 定制产品及服务收入+4% YoY。此外, 公司宣布派发末期股息 0.072 港元/股 (派息率 27%; 按公告当日收盘价计算, 股息率 1.3%)。

• **集采产品收入同比增长 30%, 集采风险出清后 2025 年业绩增长具备较高的能见度。**关节国采接续结果已于 2024 年 7 月起在各省陆续执行, 截至 2024 年末已有 29 个省份及地区开始执行中标结果, 爱康在此次国采接续中继续表现优异: 1) **量**: 采购数量较首轮集采上涨约 10%; 2) **价**: 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 (上调幅度 1,511-2,224 元/套)。年内集采产品收入同比增长 30%, 占公司收入比例同比提升 9pcts 至 61%。关节类产品作为公司最核心的业务线 (2024 年占公司收入 84%) 集采风险基本出清, 叠加翻修产品及 iCOS 产品 2H24 起在反腐常态化下逐步实现复苏增长, 公司 2025 年业绩增长具备较高的能见度。

• **国内业务重点发力头部医院, 海外业务稳健增长。**对于国内业务, 除了争取集采产品继续放量, 公司策略重点将放在更高附加值的翻修手术及 iCOS 产品上。由于此类产品主要应用场景集中在各地头部医院, 头部医院也将成为公司重点发力的方向。2024 年头部医院植入量占公司产品中植入量的比例由去年占 16% 提升至 19%。此外, 公司海外收入 2024 年同比+21% (vs 2019-24 CAGR 17%), 继续维持稳健增长。此外, 公司预期海外收入占公司收入比例五年内有望提升至 30% (vs 2024 年: 21%)。

• **维持“买入”评级, 上调目标价至 8.0 港元。**我们预计公司 2024-2027E 归母净利 CAGR 28%, 给予公司 23x 2025E PE 目标估值倍数, 该目标估值倍数与公司过去 3 年均值大致持平。

• **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。

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

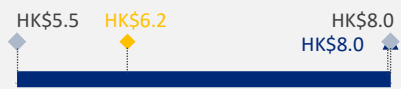
2025 年 3 月 28 日

评级

买入

目标价 (港元)	8.00
潜在升幅/降幅	+28%
目前股价 (港元)	6.24
52 周内股价区间 (港元)	3.49-6.46
总市值 (百万港元)	7,005
近 3 月日均成交额 (百万港元)	27

市场预期区间

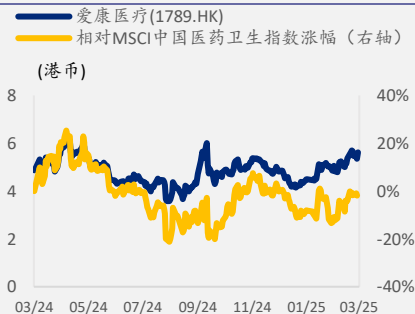


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*截至 2025 年 3 月 27 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



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,094	1,346	1,690	2,078	2,514
同比增速 (%)	4.0%	23.1%	25.5%	23.0%	21.0%
归母净利润	182	274	364	463	573
同比增速 (%)	-11.1%	50.4%	33.0%	27.2%	23.8%
PE (x)	35.8	24.3	18.0	14.2	11.4

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 爱康医疗

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,094	1,346	1,690	2,078	2,514
营业成本	-419	-538	-672	-823	-990
毛利润	674	808	1,018	1,256	1,524
销售费用	-219	-241	-299	-360	-425
管理费用	-133	-144	-161	-193	-234
研发费用	-137	-139	-157	-189	-229
核心营业利润	185	284	401	514	637
利息支出	-1	0	-3	-3	-3
利息收入	23	19	12	15	21
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	25	17	15	15	15
利润总额	231	320	425	541	669
所得税	-49	-46	-61	-78	-96
净利润	182	274	364	463	573
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	182	274	364	463	573

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	331	352	462	643	915
应收票据及应收账款	617	577	648	740	827
存货	596	489	589	676	759
其他流动资产	431	761	768	776	784
流动资产合计	1,975	2,178	2,467	2,835	3,284
固定资产	575	684	696	712	730
无形资产	201	197	198	200	203
其他非流动资产	252	277	280	283	285
非流动资产合计	1,028	1,157	1,174	1,195	1,219
短期借款	21	60	60	60	60
应付票据及应付账款	175	152	184	225	271
应交税费	18	25	30	36	43
其他流动负债	284	359	363	366	370
流动负债合计	498	596	637	688	744
长期借款	32	18	18	18	18
其他非流动负债	81	83	84	85	86
非流动负债合计	113	101	102	102	103
实收资本(或股本)	10	10	10	10	10
未分配利润	2,382	2,629	2,893	3,230	3,646
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	2,392	2,638	2,903	3,239	3,655

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	231	274	364	463	573
固定资产折旧	91	94	107	109	112
营运资本变动	-236	125	-140	-138	-124
其他	-53	-271	-1	0	1
经营活动现金流量净额	34	222	330	435	562
资本开支	-196	-115	-121	-127	-133
其他	-122	5	0	0	0
投资活动现金流量净额	-318	-110	-121	-127	-133
股权融资	9	0	0	0	0
债务融资	54	0	0	0	0
其他	-68	-91	-100	-127	-157
筹资活动现金流量净额	-14	-91	-100	-127	-157
现金及现金等价物净增加额	-295	21	109	181	272
期初现金及现金等价物	626	331	352	462	643
期末现金及现金等价物	331	352	462	643	915

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.16	0.24	0.32	0.41	0.51
每股销售额	0.98	1.20	1.50	1.85	2.23
每股股息	0.04	0.07	0.09	0.11	0.14
同比变动					
收入	4.0%	23.1%	25.5%	23.0%	21.0%
核心营业利润	-18.5%	53.5%	41.1%	28.2%	23.9%
归母净利润	-11.1%	50.4%	33.0%	27.2%	23.8%
费用与利润率					
毛利率	61.7%	60.0%	60.2%	60.4%	60.6%
核心经营利润率	16.9%	21.1%	23.7%	24.7%	25.3%
归母净利率	16.6%	20.3%	21.5%	22.3%	22.8%
回报率					
平均股本回报率	7.9%	10.9%	13.1%	15.1%	16.6%
平均资产回报率	6.3%	8.6%	10.4%	12.1%	13.4%
财务杠杆					
流动比率 (x)	4.0	3.7	3.9	4.1	4.4
速动比率 (x)	2.8	2.8	2.9	3.1	3.4
现金比率 (x)	0.7	0.6	0.7	0.9	1.2
负债/权益	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
估值					
市盈率 (x)	35.8	24.3	18.0	14.2	11.4
股息率	0.7%	1.1%	1.5%	1.9%	2.4%

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：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)	2025E	2026E	2027E
A 股									
002901 CH	大博医疗	33.74	13,969	3.2	11.7	NA	NA	NA	NA
688161 CH	威高骨科	27.64	11,056	0.0	9.2	35.3	28.7	NA	NA
688236 CH	春立医疗	13.68	4,761	3.0	6.3	18.6	15.0	NA	NA
688085 CH	三友医疗	18.29	5,083	0.3	(14.3)	31.4	22.8	NA	NA
300326 CH	凯利泰	6.28	4,503	(8.8)	(4.3)	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						30.6	24.1	NA	NA
港股									
1858 HK	春立医疗	9.29	4,761	8.4	10.5	NA	NA	NA	NA
1789 HK	爱康医疗	6.24	6,543	26.9	26.4	18.8	15.3	14.8	14.8
市值加权平均						18.8	15.3	14.8	14.8

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2025 年 3 月 27 日；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：爱康医疗 PE Band



图表 4：SPDBI 目标价：爱康医疗（1789.HK）



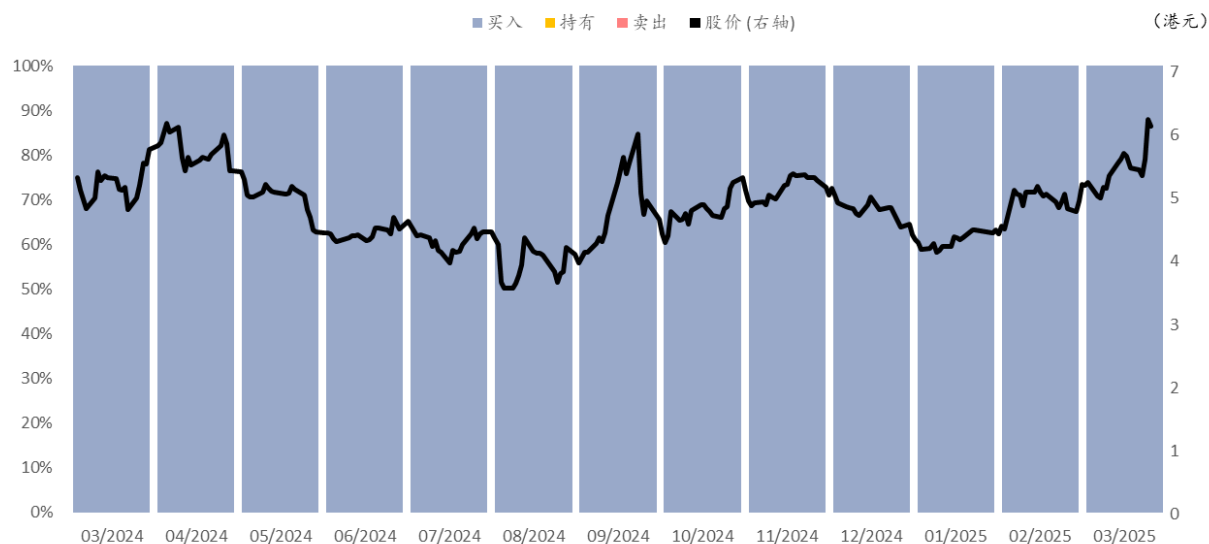
图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	288.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.1	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.2	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.8	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.9	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	250.9	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	159.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	231.7	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.8	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	53.9	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	22.3	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	39.8	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.9	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	17.8	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	45.9	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.8	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.5	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	71.0	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.4	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	44.8	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	32.7	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	40.1	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.6	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	48.4	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.7	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	70.3	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	68.0	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	16.7	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	27.7	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	27.8	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	44.5	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	242.4	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.1	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.8	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.1	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	11.7	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.7	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	15.9	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	393.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.7	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.3	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	6.2	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.9	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.3	持有	6.6	互联网医疗

注：数据截至 2025 年 3 月 27 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

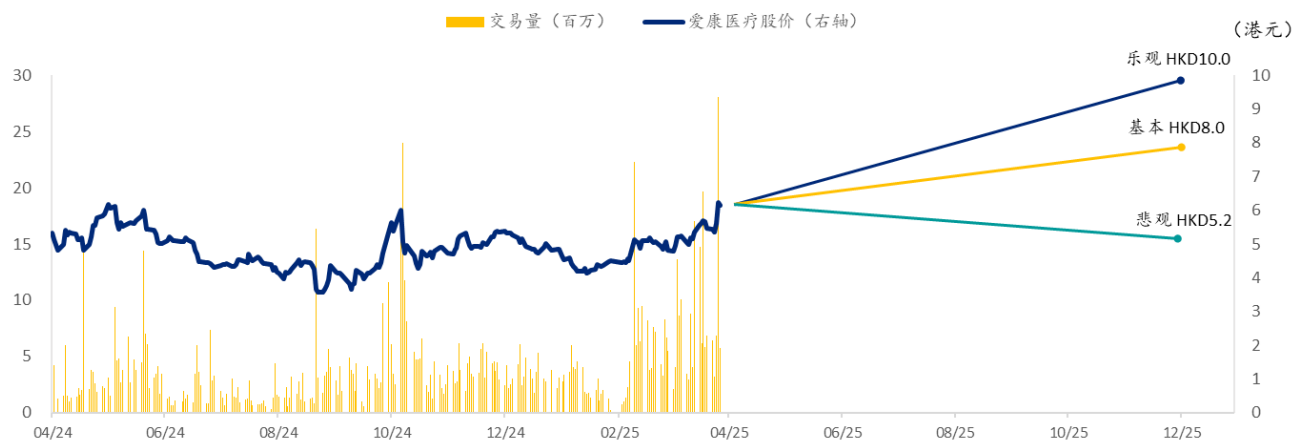
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：爱康医疗市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：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：10.0 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；
- 2024-27E 收入复合增速>28%；
- 稳态毛利率>75%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：5.2 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；
- 2024-27E 收入复合增速<15%；
- 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关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。本报告仅提供给合资格投资者(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)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

