

爱康医疗 (01789.HK)

2024 年归母净利同比增长 50%，打造骨科数字生态闭环

优于大市

核心观点

2024 年公司实现收入 13.46 亿 (+23.1%)，归母净利润 2.74 亿 (+50.4%)。在集采推动下，人工关节行业进一步加速进口替代，公司产品的手术量需求持续增长，并提升医院覆盖率，也使得带量内产品销售进一步增长。同时，公司通过积极的市场开拓，以及在数字骨科全流程解决方案的带动下，海外手术量提升，海外收入获得显著增长。业绩的强劲复苏主要是由于收入增长以及费用管控。

髌膝关节进口替代成效显著，大力拓展海外市场。分品类来看，2024 年髌关节植入物实现收入 7.29 亿 (+23.5%)，膝关节植入物实现收入 4.05 亿 (+30.1%)，髌膝关节植入手术量呈现稳步复苏态势，进口替代进程成效显著，高层级医院手术量贡献呈现持续增长趋势。脊柱和创伤类植入物实现收入 1.27 亿 (+3.3%)，受政策影响，脊柱业务短期内维持稳定。得益于 3D 脊柱产品的独特优势，公司依靠合作研究与国家级和省级重点医院建立合作，聚焦在头部医院开展业务。定制产品及服务实现收入 0.51 亿 (+3.5%)，下半年环比改善明显。继 2024H1 在国内成功实现 VTS 可视化智能辅助导航系统销售后，2024 年 9 月实现首台海外销售，成功进军国际市场。截至 2024 年末，VTS 已辅助完成国内外累计超过 1000 台手术。2024 年公司海外收入达 2.74 亿 (+20.8%)，占比达 20.4%，保持快速增长态势。

净利率同比回升，除财务费用率外的三费率均有所下降。2024 年公司毛利率为 60.0% (同比-1.6pp)，主要是由于集采产品占收入比重的增加。销售费用率 17.9% (同比-2.0pp)，公司有效开展国内和国际的市场活动。管理费用率 10.7% (同比-1.4pp)，研发费用率 10.3% (-2.2pp)，公司继续积极进行数字骨科的研发投入、加强研发团队建设、积极推进研发项目及新产品开发。财务费用率-1.4% (同比+0.4pp)，主要是受汇率变动的影响。净利率为 20.3% (同比+3.7pp)，公司在宏观环境和行业政策承压下积极进行费用管控，推动盈利能力快速回升。

投资建议：公司作为中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节龙头，产品管线兼具纵深，借助集采巩固行业龙头地位，公司 3D 打印/iCOS/智能设备已形成技术闭环，出海成为新增长点。略下调 2025-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 3.34/4.04/4.84 亿 (2024-25 年原为 3.48/4.43 亿元)，同比增长 21.9%/20.8%/20.0%，当前股价对应 PE 为 19.2/15.9/13.2 倍，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,094	1,346	1,624	1,941	2,269
(+/-%)	4.0%	23.1%	20.6%	19.5%	16.9%
净利润(百万元)	182	274	334	404	484
(+/-%)	-11.1%	50.4%	21.9%	20.8%	20.0%
每股收益(元)	0.16	0.24	0.30	0.36	0.43
EBIT Margin	38.0%	42.9%	22.1%	22.6%	23.3%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	10.4%	11.5%	12.6%	13.6%
市盈率 (PE)	35.2	23.4	19.2	15.9	13.2
EV/EBITDA	14.6	13.0	17.5	15.8	14.5
市净率 (PB)	2.68	2.43	2.21	2.01	1.79

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：陈曦宇 0755-81982939
cnchenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

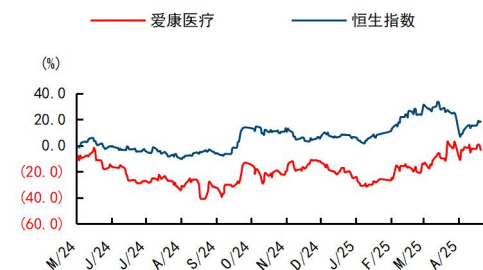
证券分析师：彭思宇

0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 5.85 港元
总市值/流通市值 6568/6568 百万港元
52 周最高价/最低价 6.43/3.49 港元
近 3 个月日均成交额 42.86 百万港元

市场走势



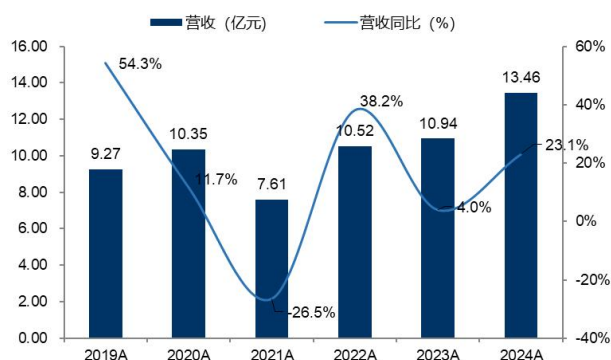
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《爱康医疗 (01789.HK) - 以数字骨科技术为引领，国产关节龙头扬帆启航》——2025-01-03
《爱康医疗 (01789.HK) - 上半年归母净利增长 5%，加速提升国内中高端市场市占率》——2024-09-10
《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
《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 年收入增长 23%，归母净利强劲增长 50%。2024 年实现收入 13.46 亿（+23.1%），归母净利润 2.74 亿（+50.4%）。在集采推动下，人工关节行业进一步加速进口替代，公司产品的手术量需求持续增长，并提升医院覆盖率，也使得带量内产品销售进一步增长。同时，公司通过积极的市场开拓，以及在数字骨科全流程解决方案的带动下，海外手术量提升，海外收入获得显著增长。业绩的强劲复苏主要是由于收入增长以及费用管控。

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

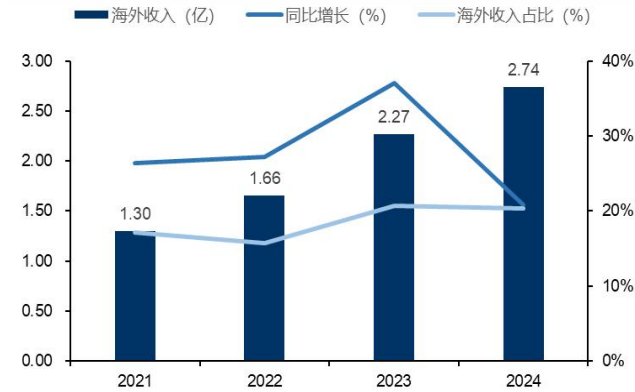
髌膝关节进口替代成效显著，大力拓展海外市场。分品类来看，2024 年髌膝关节植入物实现收入 7.29 亿（+23.5%），膝关节植入物实现收入 4.05 亿（+30.1%），髌膝关节植入手术量呈现稳步复苏态势，公司与多家国家级和省级医院等重点医疗机构构建深度合作格局，借助研发合作与学术合作等多元手段，有效提升品牌知名度与认可度，进口替代进程成效显著，高层级医院手术量贡献呈现持续增长趋势。在传统进口品牌占据主导地位的经济发达地区，如广东、上海、浙江等省份，公司的手术植入量显著提升，已广泛覆盖当地大部分重点医院。2024 年脊柱和创伤类植入物实现收入 1.27 亿（+3.3%），受政策影响，脊柱业务短期内维持稳定。得益于 3D 脊柱产品的独特优势，公司依靠合作研究与国家级和省级重点医院建立合作，聚焦在头部医院开展业务，新开发医院超过 108 家医院（含 10 家省级医院），未来有望取得进一步放量增长。2024 年定制产品及服务实现收入 0.51 亿（+3.5%），下半年环比改善明显。继 2024H1 在国内成功实现 VTS 可视化智能辅助导航系统销售后，2024 年 9 月，VTS 实现首台海外销售，成功进军国际市场，彰显 VTS 在全球医疗市场的竞争力和技术优势。截至 2024 年末，VTS 已辅助完成国内外累计超过 1000 台手术。2024 年公司海外收入达 2.74 亿（+20.8%），占比达 20.4%，保持快速增长态势。

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

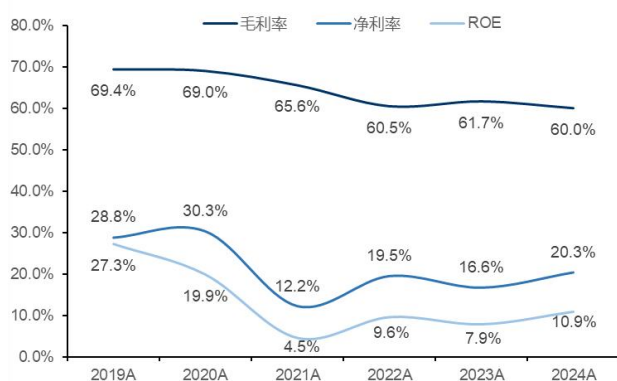
图4: 爱康医疗海外收入情况 (单位: 亿元、%)



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 年公司毛利率为 60.0%（同比-1.6pp），主要是由于集采产品占收入比重的增加。销售费用率 17.9%（同比-2.0pp），公司有效开展国内和国际的市场活动。管理费用率 10.7%（同比-1.4pp），研发费用率 10.3%（-2.2pp），公司继续积极进行数字骨科的研发投入、加强研发团队建设、积极推进研发项目及新产品开发。财务费用率-1.4%（同比+0.4pp），主要是受汇率变动的影响。净利率为 20.3%（同比+3.7pp），公司在宏观环境和行业政策承压下积极进行费用管控，推动盈利能力快速回升。

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

数字化与智能化技术正引领骨科诊疗模式发生变革，公司前瞻打造 iCOS 生态系统。公司于 2009 年开始布局 3D 打印技术，专注金属 3D 打印技术在骨科植入物的研究与应用，并搭建了 3DACT 三维精准构建技术平台。通过 iCOS 数字骨科平台已构建起骨科个性化服务的核心框架，依托现有 3D 打印技术平台、生物力学平台、医工交互平台与影像数字处理平台，完成了个性化植入物从术前、术中到术后的全生命周期管理系统。VTS 系统历经 8 年研发磨砺，已经服务全球 20 多个城市、30 多家医院、100 余位医生。2024 年 12 月，公司全自主研发机器人系统——K3 智能手术机器人正式发布，具备在术前术中术后全流程帮助医生的能力，展现出“全自研机械臂”的独特优势。公司正在从医疗器械制造商向骨科智能健康管理

平台转型，构建“精准诊断-智能生产-全程服务”的骨科数字生态闭环。

投资建议：爱康医疗作为中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头，产品管线兼具纵深，借助集采加速进口替代，提升市场份额，在新一轮接续采购中核心关节假体实现中标提价，有望进一步巩固行业龙头地位。公司数字骨科领域拥有领先优势，3D 打印/iCOS/智能设备已形成技术闭环。双品牌战略下，出海成为新增长点。略下调 2025-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 3.34/4.04/4.84 亿（2024-25 年原为 3.48/4.43 亿元），同比增长 21.9%/20.8%/20.0%，当前股价对应 PE 为 19.2/15.9/13.2 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	总市值	EPS				PE				ROE(摊薄)	PEG
		2025/4/24	亿元/港币	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E
1789.HK	爱康医疗	6.06	68	0.24	0.30	0.36	0.43	23.8	19.2	15.9	13.2	11%	0.8
688161	威高骨科	27.00	108	0.56	0.73	0.87	0.95	48.3	36.9	30.9	28.3	5%	2.2
002901	大博医疗	33.94	141	0.86	-	-	-	39.4	-	-	-	9%	-
688085	三友医疗	18.20	51	0.04	0.48	0.67	-	447.6	38.1	27.3	-	1%	-0.3
688236	春立医疗	13.96	48	0.33	0.51	0.64	0.80	42.8	27.4	21.6	17.5	3%	0.6

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，除爱康医疗外，其余为 Wind 一致预测，。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	331	352	519	344	349	营业收入	1094	1346	1624	1941	2269
应收款项	617	657	801	957	1119	营业成本	419	538	643	764	884
存货净额	596	489	549	621	726	销售费用	117	101	281	334	386
其他流动资产	35	65	73	81	102	管理费用	105	118	133	144	174
流动资产合计	1975	2178	2557	3493	4613	研发费用	111	137	139	167	200
固定资产	509	684	712	715	694	财务费用	(23)	(19)	(16)	(16)	(16)
无形资产及其他	201	197	189	181	173	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	318	277	277	277	277	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	(133)	(151)	(51)	(73)	(71)
资产总计	3003	3335	3735	4666	5757	营业利润	231	320	393	475	570
短期借款及交易性金融负债	21	60	0	434	1003	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	198	177	235	282	330	利润总额	231	320	393	475	570
其他流动负债	278	359	499	646	740	所得税费用	49	46	59	71	85
流动负债合计	498	596	734	1362	2072	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	32	18	18	18	18	归属于母公司净利润	182	274	334	404	484
其他长期负债	81	83	88	93	98	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	113	101	106	111	116	净利润	182	274	334	404	484
负债合计	611	697	840	1473	2188	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	87	80	79	85	89
股东权益	2392	2638	2895	3193	3569	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3003	3335	3735	4666	5757	财务费用	(23)	(19)	(16)	(16)	(16)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(236)	(30)	(9)	(37)	(141)
每股收益	0.16	0.24	0.30	0.36	0.43	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.06	0.04	0.07	0.09	0.10	经营活动现金流	34	324	404	451	432
每股净资产	2.13	2.35	2.58	2.84	3.18	资本开支	(233)	(175)	(100)	(80)	(60)
ROIC	17%	24%	14%	17%	20%	其它投资现金流	21	(220)	0	(874)	(828)
ROE	8%	10%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(212)	(394)	(100)	(954)	(888)
毛利率	62%	60%	60%	61%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	38%	43%	22%	23%	23%	负债净变化	32	(15)	0	0	0
EBITDA Margin	46%	43%	27%	27%	27%	支付股利、利息	(67)	(50)	(77)	(105)	(109)
收入增长	4%	23%	21%	20%	17%	其它融资现金流	(46)	221	(60)	434	569
净利润增长率	-11%	50%	22%	21%	20%	融资活动现金流	(116)	91	(137)	328	460
资产负债率	20%	21%	22%	32%	38%	现金净变动	(295)	21	167	(175)	4
息率	1.0%	0.7%	1.1%	1.5%	1.6%	货币资金的期初余额	626	331	352	519	344
P/E	35.2	23.4	19.2	15.9	13.2	货币资金的期末余额	331	352	519	344	349
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	(54)	370	275	339	338
EV/EBITDA	15	13	17	16	15	权益自由现金流	(51)	594	228	787	920

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