

业绩符合预期，集采有望助力市占率提升

核心观点

公司 24 年业绩符合预期。短期来看，人工关节集采续约结果执行，公司中标价格有一定上涨，带来一定的市场竞争优势，骨科行业手术量有望逐渐回暖，有望带动今年全年公司业务高速增长。中长期来看，公司标外创新产品布局逐渐丰富，有望快速放量并带动公司整体关节业务市占率进一步提升；公司积极布局数字骨科平台、骨生物材料，未来有望维持骨科行业国内龙头地位；海外市场上，随着公司产品注册和销售体系逐渐完善，覆盖区域和海外业务占比有望进一步提升，提升公司全球市场市占率。

事件

公司发布 2024 年度业绩公告

2024 年公司收入 13.46 亿元，同比+23.1%；净利润 2.74 亿元，同比+50.4%。EPS 为 0.24 元。

简评

业绩符合预期，集采标内产品销售进一步增长

公司 24 年实现营业收入 13.46 亿元 (+23.1%)，净利润 2.74 亿元 (+50.4%)，业绩增长符合预期。在带量采购政策推动下，进一步加速进口替代，公司产品的手术量需求持续增长，进一步提升了产品在医院的覆盖率，也使得带量内产品销售获得进一步增长。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，海外收入获得显著的增长，2024 年海外收入达到 2.74 亿元 (+20.8%)。海外业务推广方面，公司对 JRI 和 AK 两个品牌明确定位，针对不同市场实现品牌、产品线和销售的互补，并建立了海外销售、海外商务、海外市场三线并行的管理架构。24 年公司海外新增产品注册国家 5 个，注册准入进行中的国家有 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，并实现海外首台销售。

分产品来看，24 年公司髌关节收入 7.29 亿元 (+23.5%)；膝关节收入 4.05 亿元 (+30.1%)；脊柱及创伤收入 1.27 亿元 (+3.3%，受集采影响)；数字骨科定制产品及服务收入 0.51 亿元 (+3.5%)，VTS 可视化智能辅助导航系统辅助完成国内外累计超过 1,000 台手术；其他收入 0.34 亿元，同比+74.1%。

爱康医疗(1789.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

010-56135307

SAC 编号:S1440523050001

发布日期：2025 年 06 月 15 日

当前股价：5.62 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	15.88/13.93	12.18/-4.67	19.57/-22.98
12 月最高/最低价 (港元)			6.18/3.58
总股本 (万股)			112,267.14
流通 H 股 (万股)			112,267.14
总市值 (亿港元)			63.09
流通市值 (亿港元)			63.09
近 3 月日均成交量 (万)			543.52
主要股东			
喜马拉雅有限公司			45.01%

股价表现



相关研究报告

【中信建投医疗器械】爱康医疗(1789):
业绩增长符合预期，下半年有望实现高速增长
24.09.23

25 年关节集采续约逐步执行，公司业绩有望实现高速增长

展望 2025H1，关节集采续约政策逐步落地执行，公司本轮集采续约中全产品线中标，且主要产品（全陶髋关节、半陶髋关节、膝关节）中标价格均有一定程度上涨，同时在医疗合规性边际影响减弱后，骨科行业手术量有望逐渐回暖，公司收入利润有望稳定增长，但 2024H1 公司业绩基数相对较高，预计 2025 年上下半年公司业绩呈现前低后高趋势，全年公司有望借助集采执行进一步提升国内市占率，全年收入、利润有望实现高速增长。

国内领先的骨科关节公司，3D 打印领域先发优势明显

公司旗下拥有北京爱康（关节、3D 定制）、常州天衍（关节、工具）、英国 JRI（关节、国际市场）、北京理贝尔（脊柱、创伤）四大平台，具有完善的骨科产品线和前瞻的研发布局。国家人工关节集采中，公司初次置换髋膝关节产品全线中标，自 2022 年执行人工关节集采政策以来，行业进口替代趋势明显，公司产品以价换量趋势明显，产品进入多家核心三甲医院，提高了中高端市场的占有率。2022 年 9 月脊柱类耗材国家层面集采开展，公司理贝尔和爱康两个品牌的脊柱产品均中标，公司通过领先的 3D 打印技术和丰富的产品线，为医生提供更丰富的选择，进入了更多高等级医院，提升了脊柱产品市场份额。

财务指标基本正常，费用控制良好

2024 年公司毛利率为 60.03%，同比下降 1.63 个百分点，预计主要由于产品结构有所调整，部分非集采的高毛利产品占比有所下降；销售费用率 17.89%，同比下降 2 个百分点，公司主动控制销售费用投入，有序开展国内海外市场推广活动；管理费用率 10.69%，同比下降 1.44 个百分点，主要是来自于公司对于费用的积极管控；研发费用率 10.34%，同比下降 2.19 个百分点，预计主要与公司研发项目的进度安排相关。截至 2024 年 12 月 31 日，公司流动资产净值为约 15.82 亿元，较 2023 年末增加约 1.05 亿元，主要是由于公司经营端改善所致。

盈利预测与投资评级

短期来看，人工关节集采续约结果执行，公司中标价格有一定上涨，带来一定的市场竞争优势，有望带动今年全年公司业务高增长。中长期来看，公司标外创新人工关节产品布局逐渐丰富，有望快速放量并带动公司整体关节业务市占率进一步提升；公司积极布局数字骨科平台（导航系统、手术机器人等）、骨生物材料，未来有望凭借较强的研发能力、渠道优势、品牌优势，维持骨科行业国内龙头地位；海外市场上，随着公司产品注册和销售体系逐渐完善，覆盖区域和海外业务占比有望进一步提升，提升公司全球市场市占率。预计公司 2025-2027 年实现收入分别为 16.23、19.12、22.13 亿元，对应增速分别为 20.55%、17.83%、15.70%；净利润分别为 3.33、3.89、4.53 亿元，对应增速分别为 21.71%、16.79%、16.34%，维持“买入”评级。

表 1: 财务摘要（单位：百万元）

会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	1052.05	1093.86	1346.38	1623.03	1912.39	2212.55
增长率(%)	38.17%	3.97%	23.08%	20.55%	17.83%	15.70%
归属于母公司股东利润	204.77	182.10	273.93	333.39	389.35	452.98
增长率(%)	121.09%	-11.07%	50.42%	21.71%	16.79%	16.34%
每股收益 EPS(元)	0.18	0.16	0.24	0.30	0.35	0.40
市盈率(P/E)	34.21	38.47	25.57	21.01	17.99	15.46

资料来源: iFind, 中信建投证券

风险分析：

1) 行业政策变化风险：目前人工关节已经进行集采品种续约，后续政策变化可能影响厂家产品的利润率水平；由于医疗行业合规性加强等行业政策因素导致部分地区招标需求延后及新产品推广活动开展受阻，存在我们给的业绩预测可能达不到的风险。2) 市场竞争加剧风险：国内人工关节生产厂商较多，不排除部分中小厂商借助集采取得市场份额，导致市场竞争进一步加剧。3) 研发进度不及预期风险：公司目前研发布局导航系统、手术机器人等数字骨科平台及骨生物材料，新产品的研发存在不确定性，如果研发进度不及预期，可能将会一定程度上影响公司未来的成长天花板。

表 2:财务报表

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	666.72	336.43	360.19	382.83	537.13	725.22
应收账款	545.35	530.18	576.68	774.39	912.45	1055.67
预付款项、按金及其他应收款项	33.01	40.75	39.33	52.93	62.37	72.16
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	402.33	595.51	488.67	686.53	798.42	923.74
其他流动资产	417.95	471.94	713.19	734.92	865.95	1001.86
流动资产总计	2065.36	1974.82	2178.06	2631.60	3176.31	3778.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	435.63	509.10	620.74	523.49	426.24	328.99
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	85.28	153.84	146.22	121.85	97.48	73.11
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	188.23	365.27	390.39	390.39	390.39	390.39
非流动资产合计	709.14	1028.21	1157.34	1035.72	914.11	792.49
资产总计	2774.49	3003.02	3335.40	3667.33	4090.42	4571.13
短期借款	0.00	21.39	60.45	0.00	0.00	0.00
应付账款	155.17	174.92	152.10	223.51	259.93	300.73
其他流动负债	281.22	301.86	383.87	440.69	518.87	599.89
流动负债合计	436.38	498.17	596.42	664.20	778.81	900.62
长期借款	0.00	32.26	17.67	17.67	17.67	17.67
其他非流动负债	94.35	80.69	83.13	83.13	83.13	83.13
非流动负债合计	94.35	112.95	100.80	100.80	100.80	100.80
负债合计	530.73	611.12	697.21	765.00	879.60	1001.42
股本	9.45	9.51	9.52	1009.52	2009.52	3009.52
储备	2234.31	2382.40	2628.67	1628.67	628.67	-371.33
留存收益	0.00	0.00	0.00	264.14	572.63	931.53
归属于母公司股东权益	2243.76	2391.90	2638.19	2902.33	3210.81	3569.71
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益合计	2243.76	2391.90	2638.19	2902.33	3210.81	3569.71
负债和权益合计	2774.49	3003.02	3335.40	3667.33	4090.42	4571.13
利润表 (百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	1052.05	1093.86	1346.38	1623.03	1912.39	2212.55
销售成本	415.61	419.38	538.18	624.87	726.71	840.77
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	180.11	218.81	240.91	284.03	328.93	376.13
管理费用	229.18	270.57	283.16	324.61	401.60	464.64
财务费用	-20.31	-19.63	-19.04	0.87	-0.75	-1.35

其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	247.46	204.75	303.17	388.66	455.90	532.37
其他非经营损益	-7.17	26.37	16.65	11.95	11.95	11.95
税前利润	240.29	231.12	319.82	400.61	467.85	544.32
所得税	35.52	49.01	45.90	67.22	78.50	91.33
税后利润	204.77	182.10	273.93	333.39	389.35	452.98
现金流量表（百万元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	210.88	161.33	259.66	323.44	379.40	443.04
折旧与摊销	80.40	90.94	96.33	121.62	121.62	121.62
财务费用	-20.31	-19.63	-19.04	0.87	-0.75	-1.35
其他经营资金	-28.05	-198.70	114.12	-302.68	-275.80	-292.43
经营性现金净流量	242.92	33.94	451.07	143.25	224.47	270.87
投资性现金净流量	-82.29	-318.15	-393.35	9.95	9.95	9.95
筹资性现金净流量	-36.80	-14.02	-39.43	-130.56	-80.11	-92.73
现金流量净额	123.83	-298.23	18.30	22.64	154.30	188.09

资料来源：iFind，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3年医院投资并购、学科运营经验，2021年8月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk