

爱得科技(920180. BJ)

——深耕脊柱微创介入手术耗材，布局骨科全领域

投资要点：

- **发行：**爱得科技本次发行价格 7.67 元/股，发行市盈率 13.5X，申购日为 2026 年 2 月 2 日。本次发行数量为 2953 万股，发行后总股本为 11812 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 295 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。爱得科技此次募集资金将主要用于：一期骨科耗材扩产项目、研发中心建设项目、营销网络建设项目，此次募集资金投资项目的建设达产预计将进一一步扩大公司产能及丰富公司现有的产品线，有望提高公司的销售规模和市场占有率。
- **专注于骨科耗材为主的医疗器械，2025 年归母净利润 7775 万元 (yoy+15.82%)。**爱得科技成立于 2006 年，主要从事以骨科耗材为主的医疗器械的研发、生产与销售，主要产品包括脊柱类、创伤类、运动医学等骨科医用耗材以及用于伤口疗愈的创面修复产品。截至 2025 年 11 月 24 日，公司及其子公司拥有各类专利 110 项，多项核心产品通过了欧盟 CE 权威认证。2024 年，公司产品中脊柱类、创伤类以及创面修复类三项产品营收占总营收的 76.84%。2025H1 毛利率有所提升；销售以经销为主，2025H1 前五大客户销售额占比 31.87%，其中最大客户重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司销售额 1675 万元。财务方面，2025 年实现营收 3.02 亿元 (yoy+9.74%)，归母净利润 7775 元 (yoy+15.82%)。
- **2024 年中国骨科植入医疗器械行业市场规模达到 246 亿元。**根据械汇数据，2023 年中国椎体成形耗材市场规模为 14.85 亿元；2022 年中国开展的运动医学关节镜手术数量约 117.7 万台，2030 年中国开展的运动医学关节镜手术数量或将达到约 350.6 万台。2016 年至 2023 年，我国运动医学类医疗器械市场规模由 14 亿元增长至 50 亿元，复合年增长率为 19.94%，高于骨科植入耗材市场的整体增速。2023 年我国创面修复类医疗器械市场规模为 14.9 亿元，2016 至 2023 年的年复合增长率为 16.55%。
- **申购建议：**公司深耕脊柱微创介入手术领域十余年，业务始于椎体成形系统和外固定支架领域，产品已覆盖脊柱类、创伤类、运动医学类、创面修复、关节类等骨科细分领域，在业内已具备较强的技术和规模优势，致力于成为国内领先的、覆盖骨科全领域产品矩阵的骨科手术综合解决方案提供商。截至 2026/1/29，可比公司 PE TTM 中值为 45.6X，建议关注。
- **风险提示：**行业监管政策变化风险、销售模式变动风险、毛利率波动风险

内容目录

1. 发行情况	4
1.1. 发行信息：发行价格 7.67 元/股，发行市盈率 13.5X	4
1.2. 募投：爱得科技募投项目预计投资总额 22282 万元	4
2. 公司：专注于医疗器械，2025 年归母净利润 7775 万元 (yoY+15.82%)	6
2.1. 产品：脊柱类、创伤类等骨科医用耗材以及用于伤口疗愈的创面修复产品	6
2.2. 模式：销售模式以经销模式为主，2025H1 最大客户销售额占比达 11.24%	12
2.3. 财务：2022–2025 年营收 CAGR 为 2%	13
3. 行业：骨科医疗器械行业由骨科植入器械和专用手术器械两部分组成	14
3.1. 产业：2024 年中国创伤类植入医疗器械市场规模为 39 亿元	14
3.2. 可比：可比公司有威高骨科、大博医疗等	17
4. 申购建议：骨科手术综合解决方案具备竞争力，建议关注	18
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 爱得科技本次发行价格 7.67 元/股	4
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 295 万股	4
图表 3: 爱得科技此次募投项目预计投资总额为 22282 万元	5
图表 4: 陆强与黄美玉夫妻控制公司合计 79.07% 的股份（截至 2025 年 11 月 24 日） .	6
图表 5: 公司脊柱类产品包括椎体成形系统和脊柱内植入产品	6
图表 6: 公司创伤类产品包括创伤内植入产品和外固定系统	7
图表 7: 创面修复类产品包括负压引流系统和脉冲冲洗系统	9
图表 8: 公司运动医学类产品主要为运动医学类医用耗材及等离子手术设备	10
图表 9: 公司骨科电动工具包括骨科医用电钻及骨科医用电锯	11
图表 10: 公司关节类产品包括生物型髋关节假体及膝关节假体	11
图表 11: 2024 年公司脊柱类产品营收 8412 万元	12
图表 12: 2024 年公司创伤类产品毛利率为 57.31%	12
图表 13: 2025 年 1-6 月公司最大客户重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司的销售额为 1675 万元	12
图表 14: 2025 年公司营收 yoy+9.74%	13
图表 15: 公司下游行业包括医疗器械经销商及各类医疗机构	14
图表 16: 2024 年中国骨科植入医疗器械市场规模达 246 亿元	15
图表 17: 2024 年中国脊柱类植入医疗器械市场规模达 72 亿元	15
图表 18: 2024 年中国椎体成形医疗器械市场规模为 14.85 亿元	15
图表 19: 2024 年中国创伤类植入医疗器械市场规模为 39 亿元	16
图表 20: 2024 年中国关节类植入医疗器械市场规模为 63 亿	16
图表 21: 2024 年中国运动医学类医疗器械市场规模为 46 亿	17
图表 22: 2023 年中国创面修复类医疗器械市场规模为 14.9 亿	17
图表 23: 同行业可比公司包括威高骨科、大博医疗和凯利泰等	17
图表 24: 可比公司 PE TTM 中值为 45.6X (数据截至 2026.1.19)	18

1. 发行情况

1.1. 发行信息：发行价格 7.67 元/股，发行市盈率 13.5X

爱得科技本次发行价格 7.67 元/股，发行市盈率 13.5X，申购日为 2026 年 2 月 2 日。本次发行数量为 2953 万股，发行后总股本为 11812 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：爱得科技本次发行价格 7.67 元/股

基本信息	股票代码	920180.BJ	所属国民经济行业	其他医疗设备及器械制造
	股票简称	爱得科技	发行代码	920180
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	7.67
	募集资金(万元)	22,650	主承销商	德邦证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	2,953	占发行后总股本比例	25.00%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
日期与申购限制	路演日	2026-01-30	申购日	2026-02-02
	申购款退回日	2026-02-04	网上最高申购量(万股)	132.88
基本面信息	2024 年总营收(亿元)	2.75	2024 年归母净利润(万元)	6,713.05
	2024 年毛利率	58.05%	2024 年加权 ROE%	14.23%
股本信息	2024 年营收增速	4.87%	2024 年归母净利润增速	5.60%
	发行前总股本(万股)	8,859.23	发行前限售股(万股)	8,859.23
价格信息	发行后预计可流通比例	25.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
	发行 PE(LYR)(倍)	13.5	发行后 2024EPS(元)	0.57

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

注：除发行后预计可流通比例，其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 295 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 295 万股

序号	战略投资者名称	承诺认购股数(股)	限售期安排
1	德邦资管爱得科技 1 号员工战略配售集合资产管理计划	2,353,076	12 个月
2	德邦星睿投资管理有限公司	300,000	12 个月
3	张家港产业资本投资有限公司	300,000	6 个月
合计		2,953,076	-

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：爱得科技募投项目预计投资总额 22282 万元

爱得科技此次募集资金将主要用于：一期骨科耗材扩产项目、研发中心建设项目、营销网络建设项目。此次募集资金投资项目的建设达产预计将进一步扩大公司产能及丰富公司现有的产品线，有望提高公司的销售规模和市场占有率，从而更好地满足市场需求、提升公司的盈利水平。

图表 3：爱得科技此次募投项目预计投资总额为 22282 万元

序号	项目名称	投资总额(万元)	募集资金投入金额(万元)
1	一期骨科耗材扩产项目	12,828.59	10,248.24
2	研发中心建设项目	5,265.75	5,265.75
3	营销网络建设项目	4,187.90	4,187.90
	合计	22,282.24	19,701.89

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

2. 公司：专注于医疗器械，2025年归母净利润7775万元 (yoY+15.82%)

爱得科技成立于2006年，主要从事以骨科耗材为主的医疗器械的研发、生产与销售，主要产品包括脊柱类、创伤类、运动医学等骨科医用耗材以及用于伤口疗愈的创面修复产品。截至2025年11月24日，陆强先生直接持有爱得科技34.99%的股份，黄美玉女士直接持有爱得科技38.78%的股份，同时通过苏州市禾禾稼企业管理有限公司控制爱得科技5.29%的股份，两人直接持有和控制的公司股份比例共计79.07%；陆强与黄美玉夫妻二人为公司控股股东及实际控制人。

图表4：陆强与黄美玉夫妻控制公司合计79.07%的股份（截至2025年11月24日）



资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

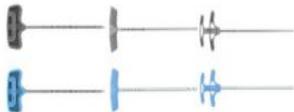
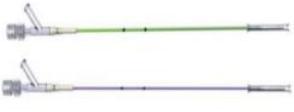
2.1. 产品：脊柱类、创伤类等骨科医用耗材以及用于伤口疗愈的创面修复产品

爱得科技坚持以骨科临床需求为导向，致力于成为国内领先的、覆盖骨科全领域产品矩阵的骨科手术综合解决方案提供商。截至2025年11月24日，公司已经掌握椎体成形系统、髓内钉系统、外固定手术系统、负压引流系统、接骨板系统、等离子手术系统、脊柱内固定系统等多项核心技术。公司及其子公司拥有各类专利110项，其中发明专利45项；拥有128项产品备案或注册证，其中I类产品备案60项，II类产品注册证34项，III类产品注册证33项，代理进口医疗器械产品1项，其中多项核心产品通过了欧盟CE权威认证。

公司产品包括脊柱类、创伤类、创面修复类、运动医学类、关节类等制造类产品和骨水泥、关节假体等贸易类产品。脊柱类产品包括椎体成形系统和脊柱内植入产品。椎体成形系统主要用于因骨质疏松导致的椎体压缩性骨折的临床微创手术治疗，可进一步划分为腰椎工具和胸椎工具，主要产品包括椎体成形工具包、椎体扩张球囊导管、球囊扩张压力泵及骨科活检取样器等。脊柱内植入产品主要用于脊柱创伤、脊柱退变性疾病、脊柱畸形等各类脊柱疾病的外科治疗，主要产品包括脊柱后路内固定系统、颈椎前路固定系统及椎间融合器系统。

图表5：公司脊柱类产品包括椎体成形系统和脊柱内植入产品

产品类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
------	------	------	------	----

椎体成形工具包	II类		由组合式探针套管、扩张保护套、钻头、骨水泥填充器等构成，用于胸腰椎椎体成形手术
			用于PKP手术，通过扩张套管的单向阀进入病损椎体后，对其增压使其扩张在椎体内形成一个中空的、可供填充骨水泥的灌注腔
椎体扩张球囊导管	III类		用于PKP手术，配合球囊导管使用，往球囊中注入显影剂
			用于椎体成形手术作经皮穿刺，建立工作通道
椎体成形系统	II类		用于椎体活检取样，同时外部套管可用于建立腰椎的椎体成形通道
			定向推注骨水泥，实现可控的骨水泥注入
球囊扩张压力泵	II类		在塌陷的椎体内，使用可扩张的金属支架来复位椎体高度并加以保持，通过机械结构恢复椎体高度，用于胸腰椎椎体成形手术
			用于脊柱后路内固定系统
经皮穿刺针	II类		用于胸腰椎后路的畸形、滑脱等内固定手术，通常配合融合器使用
			用于颈椎前路固定系统
骨科活检取样器	II类		用于椎间融合器
			用于椎间融合手术，通常适用于椎间盘突出后的融合固定
椎体成形定向引导系统	II类		脊柱内植入产品
			用于脊柱后路内固定系统
椎体成形支撑系统	III类		颈椎前路固定系统
			椎间融合器

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

创伤内植入产品主要用于将各类骨折损伤进行复位、固定并维持其稳定，医生待患者痊愈恢复后可择时通过手术取出，主要产品包括金属锁定接骨板系统、交锁髓内钉、肋骨接骨板系统、金属空心接骨螺钉等。**外固定系统**主要用于在体外对骨折部位进行固定，通过与金属骨针配合使用，促进骨折部位的快速复位，主要产品包括单臂一体式外固定支架、组合式外固定支架、环式外固定系统、金属骨针及无菌骨牵引针。

图表 6：公司创伤类产品包括创伤内植入产品和外固定系统

类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
创伤内植入产品	金属锁定接骨板系统	III类		用于骨折块锁定加压固定的内固定治疗

交锁髓内钉

III类



适用于股骨、肱骨、胫骨骨折的髓腔内固定治疗

金属空心接骨螺钉

III类



用于四肢大小骨折块的加压固定

金属接骨螺钉

III类



用于四肢大小骨折块的加压固定，配合锁定接骨板使用

肋骨接骨板

III类



适用于肋骨骨折的内固定治疗

肋骨接骨板系统

III类



适用于肋骨骨折的内固定治疗

胸骨接骨板

III类



适用于成人胸骨正中切开术后胸骨内固定治疗

金属髓内针

III类



适用于四肢骨折的内固定治疗

金属缆索与骨针内固定系统

III类



用于四肢骨折复位时部分植入人体做牵引或四肢骨折内固定

股骨颈动力交叉钉系统

III类



适用于股骨颈骨折的内固定治疗

外固定系统

单臂一体式外固定支架

II类



适用于四肢骨折的微创外固定手术，用于骨折部位的体外固定复位，与金属骨针配合使用

组合式外固定支架	II类		适用于四肢骨折的微创外固定手术，用于骨折部位的体外固定复位，与金属骨针配合使用
环式外固定系统	II类		适用于四肢骨折的微创外固定手术，用于骨折部位的体外固定复位，与金属骨针配合使用
横向骨搬运外固定支架	II类		适用于慢性下肢缺血性疾病的外固定手术，配套专属截骨板用于微创截骨和安装
金属骨针	III类		用于四肢骨折的骨折固定，配合外固定支架使用或单独使用
无菌骨牵引针	II类		用于骨折复位的临时固定
HA涂层金属骨针	III类		与外固定支架配合，适用于四肢骨折复位时部分植入人体做牵引固定

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

创面修复类产品主要用于各类开放手术的创面伤口、烧伤、糖尿病足溃烂等慢性难愈性创面的修复。负压引流系统主要产品包括一次性使用负压引流护创材料包、聚氨酯封闭式负压引流材料、真空负压引流装置及附件；脉冲冲洗系统主要产品包括脉冲冲洗器及一次性脉冲冲洗管。

图表 7：创面修复类产品包括负压引流系统和脉冲冲洗系统

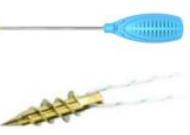
类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
负压引流系统	一次性使用负压引流护创材料包	III类		用于创面及腔隙性分泌物的冲洗与引流，促进肉芽生长和创面修复
	聚氨酯封闭式负压引流材料	II类		用于创面深层组织脓性分泌物的引流，并促进肉芽生长和创面修复
	真空负压引流装置及附件	II类		用于外科手术后对分泌物的引流与收集

脉冲冲洗器	II类		用于外科手术术中冲洗创面及腔隙使用
脉冲冲洗系统			用于外科手术术中冲洗创面及腔隙使用，一般与脉冲冲洗泵配套使用

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

运动医学类产品主要用于运动损伤导致的韧带、关节囊、肌腱等软组织损伤治疗，主要产品包括不可吸收带线锚钉、一次性射频等离子手术电极、一次性使用刨削刀头、带袢钛板、聚醚醚酮钉鞘固定系统及等离子手术设备等。

图表 8：公司运动医学类产品主要为运动医学类医用耗材及等离子手术设备

类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
运动医学产品	不可吸收带线锚钉	III类		用于软组织从骨性结构撕脱或撕裂的修复手术，可以牢靠的将软组织与骨性结构固定在一起
	一次性射频等离子手术电极	II类		用于关节镜下软组织的消融与关节腔内止血；也可用于椎间孔镜下组织的消融、止血及纤维环的挛缩
	一次性使用刨削刀头	II类		用于关节镜下软组织，软骨及骨面的刨削与打磨
	带袢钛板	III类		适用于骨科重建术中韧带或肌腱与骨的固定
	聚醚醚酮钉鞘固定系统	III类		产品适用于韧带重建术固定，骨-肌腱-骨或软组织与骨之间的移植固定
	U型钉	III类		产品适用于四肢骨折、膝关节和手部软组织与骨的固定
	超高分子量聚乙烯缝线	III类		产品适用于关节镜下及开放性手术的软组织缝合
	聚醚醚酮带线锚钉	III类		产品适用于肩、肘、膝、髋、腕、指、踝、趾关节手术中软组织损伤修复，骨与肌腱、韧带的固定修复

等离子手术设备

III类



与一次性射频等离子手术电极配套使用，
适用于关节部位软组织的切割和凝血

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

骨科电动工具为主要用于骨科手术的工具器械，主要产品包括骨科医用电钻及骨科医用电锯。

图表 9：公司骨科电动工具包括骨科医用电钻及骨科医用电锯

类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
骨科电动工具	医用电动钻锯	II类		适用于骨科手术，主要针对骨组织进行切割、钻孔用

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

关节类产品主要用于骨关节炎、骨性关节病或相关部位损伤后的关节置换，主要产品包括生物型髋关节假体及膝关节假体。

图表 10：公司关节类产品包括生物型髋关节假体及膝关节假体

类别	产品名称	注册分类	产品图例	用途
关节类产品	生物型髋关节假体	III类		适用于髋关节置换
	膝关节假体	III类		适用于膝关节假体置换

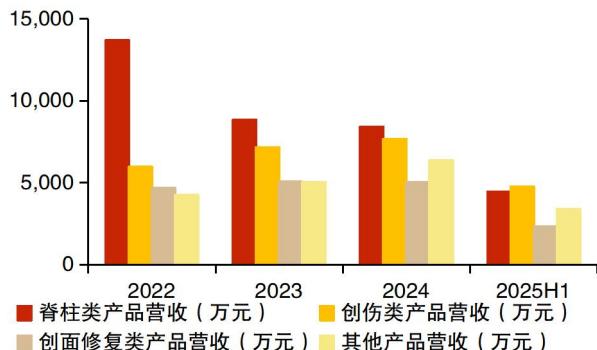
资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

收入情况：2022–2025 年 1–6 月公司脊柱类产品收入分别为 13681 万元、8838 万元、8412 万元、4449 万元，占总营收的比例分别为 47.92%、33.88%、30.62% 和 29.87%。其中 2023 年椎体成形系统销售额下降主要系 2023 年脊柱国采政策在各地逐步正式实施，受产品终端价格下降影响，公司相关产品出厂销售单价产生一定程度的下降，椎体成形系统销售单价同比减少了 48.74%。2024 年椎体成形系统销售单价较 2023 年下降 28.09%，较 2023 年下半年下降 3.71%，降幅收窄主要系脊柱国采政策自 2023 年下半年在全国完全执行，上半年受集采影响相对较小导致。2025 年 1–6 月，椎体成形系统产品销售单价整体保持稳定。脊柱内植入产品销售单价方面，2023 年受脊柱国采政策落地影响，由于产品中标价格大幅下降导致当年度产品销售单价下降幅度明显，脊柱内植入产品销售单价同比减少 49.22%。2024 年脊柱内植入产品销售单价与 2023 年基本持平。2025 年 1–6 月产品销售单价有所下降主要与低单价脊柱后路内固定系统销售占比上升有关。**2022 年至 2025 年 1–6 月，公司创伤内植入产品销量持续增长**，主要原因为随着公司创伤内植入产品结构的丰富，同时公司内植入产品先后中标多项采购，导致创伤内植入产品销量增长较快。

毛利率情况：脊柱类产品中，2023 年随着脊柱国采全面落地，集采后脊柱类产品销售价格大幅下降导致其毛利率进一步下降。集采导致当年度主要产品脊柱后路内固定系统和椎间

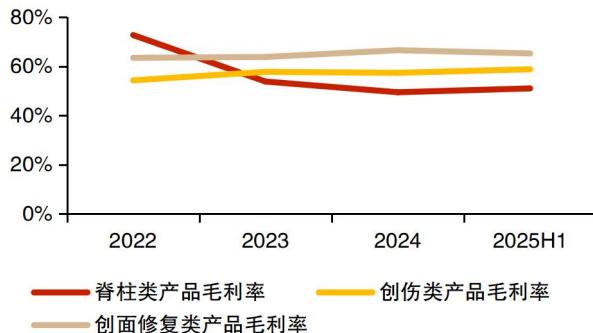
融合器销售单价下降，单位成本虽然受产品结构及直接材料采购单价下降影响亦有所减少，但由于降幅有限，整体脊柱内植入产品毛利率仍有所下降。

图表 11：2024 年公司脊柱类产品营收 8412 万元



资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

图表 12：2024 年公司创伤类产品毛利率为 57.31%



资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

2.2. 模式：销售模式以经销模式为主，2025H1 最大客户销售额占比达 11.24%

公司销售模式主要包括经销模式、配送模式和直销模式三种，**其中以经销模式为主**。经销模式下，公司产品通过经销商或经销商下游的分销商最终销往终端医院。在经销模式下，经销商承担渠道开发和客户维护等职责，并向终端客户提供术前咨询、货物运输、跟台指导等服务。**2022–2025H1 公司向前三名客户的合计销售收入占营业收入的比例分别为 33.37%、30.47%、29.13% 和 31.87%**。公司在 2025H1 的前五大客户分别是：**重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司、杭州融誉医疗科技有限公司及其关联公司、港宏医疗器械(昆明)有限公司及其关联公司、武汉赛洛麦德科技发展有限公司、贵州骨箍固医疗科技有限公司**。

图表 13：2025 年 1–6 月公司最大客户重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司的销售额为 1675 万元

	序号	客户名称	销售收入(万元)	占主营业务收入比例	是否新增客户
2025 年 1–6 月	1	重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司	1674.79	11.24%	否
	2	杭州融誉医疗科技有限公司及其关联公司	1111.89	7.46%	否
	3	港宏医疗器械(昆明)有限公司及其关联公司	817.76	5.49%	否
	4	武汉赛洛麦德科技发展有限公司	602.92	4.05%	否
	5	贵州骨箍固医疗科技有限公司	540.88	3.63%	否
合计			4,748.24	31.87%	
2024 年度	1	重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司	2625.45	9.56%	否
	2	杭州融誉医疗科技有限公司及其关联公司	1687.38	6.14%	否
	3	港宏医疗器械(昆明)有限公司及其关联公司	1493.92	5.44%	否
	4	武汉赛洛麦德科技发展有限公司	1318.27	4.80%	否
	5	成都弘汇康商贸有限公司及其关联公司	876.49	3.19%	否
合计			8,001.52	29.13%	
2023 年度	1	重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司	2549.28	9.77%	否
	2	杭州融誉医疗科技有限公司及其关联公司	1953.44	7.49%	否
	3	武汉赛洛麦德科技发展有限公司	1329.57	5.10%	否
	4	港宏医疗器械(昆明)有限公司及其关联公司	1135.39	4.35%	否
	5	成都弘汇康商贸有限公司及其关联公司	979.74	3.76%	否

		合计	7,947.42	30.47%
2022 年度	1	重庆市鼎翀医疗器械有限公司及其关联公司	2370.15	8.30%
	2	杭州融誉医疗科技有限公司及其关联公司	2302.63	8.07%
	3	港宏医疗器械(昆明)有限公司及其关联公司	2210.96	7.74%
	4	武汉赛洛麦德科技发展有限公司	1340.31	4.69%
	5	成都弘汇康商贸有限公司及其关联公司	1303.94	4.57%
		合计	9,527.99	33.37%

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2022-2025 年营收 CAGR 为 2%

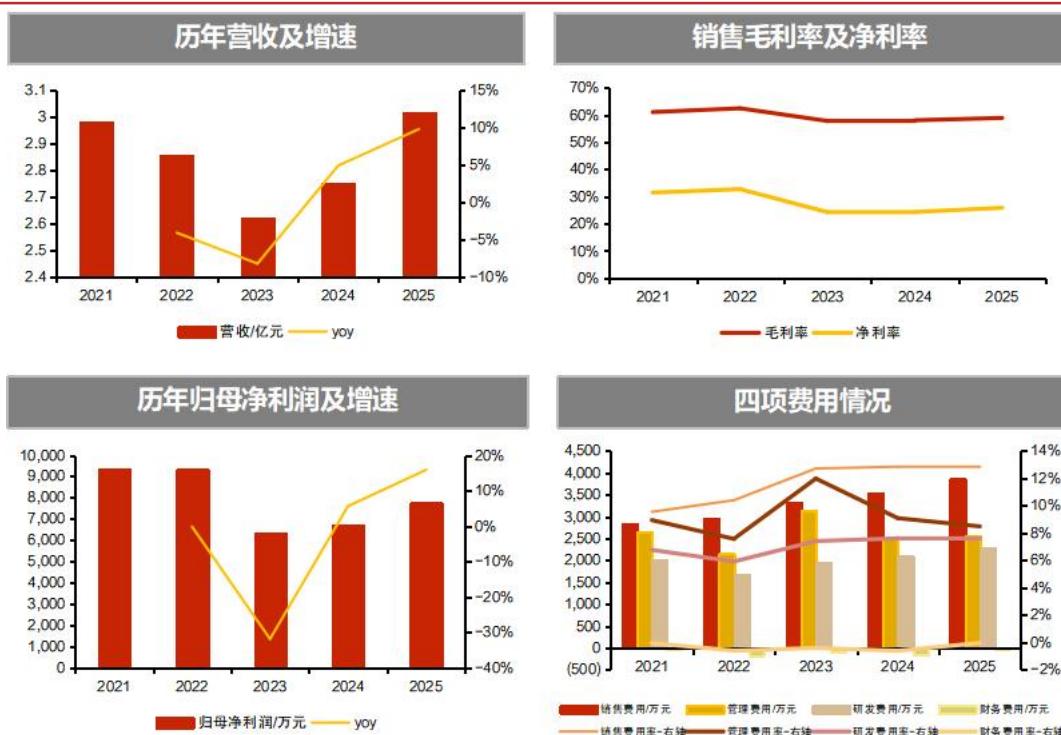
营收方面：2022 年营收为 2.86 亿元 (yoy-4.11%), 2023 年营收为 2.62 亿元 (yoy-8.22%), 2024 年营收增长至 2.75 亿元 (yoy+4.87%), 2025 年营收达 3.02 亿元 (yoy+9.74%)。

利润方面：2022 年归母净利润为 9328 万元 (yoy-0.21%), 2023 年为 6357 万元 (yoy-31.85%), 2024 年增至 6713 万元 (yoy+5.60%), 2025 年达到 7775 万元 (yoy+15.82%)。

盈利能力方面：毛利率从 2022 年的 62.45% 略微下降至 2025 年的 58.90% ; 净利率则从 2022 年的 32.70% 略降至 2025 年的 25.85% 。

费用方面：公司各项费用率总体略有上升。2022-2025 年，销售费用率维持在 10% 以上，管理费用率维持在 7.57% 以上，研发费用率维持在 5.91% 以上，期间费用率分别为 23.29% 、 31.70% 、 28.93% 和 28.85% 。

图表 14：2025 年公司营收 yoy+9.74%



资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 行业：骨科医疗器械行业由骨科植入器械和专用手术器械两部分组成

3.1. 产业：2024 年中国创伤类植入医疗器械市场规模为 39 亿元

骨科是研究骨骼肌肉系统的解剖、生理和病理的一门学科，诊疗范围覆盖脊柱损伤、四肢骨折、关节脱位、肌腱断裂等与骨修复相关的疾病。作为医疗器械行业最大的子行业之一，**骨科医疗器械行业由骨科植入器械和专用手术器械两部分组成，其中骨科植入器械占比约 90%。**公司所处行业为骨科医疗器械行业的中游。其上游为各类原材料供应商。主要原材料为医用金属材料、医用高分子材料等。其下游为医疗器械经销商及国内外各级医疗机构和患者者。

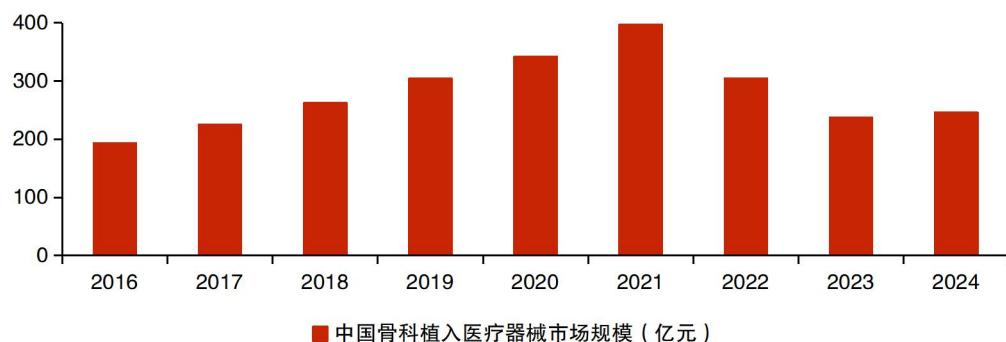
图表 15：公司下游行业包括医疗器械经销商及各类医疗机构



资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

中国骨科医疗器械行业的发展起步较晚但成长迅猛，改革开放以后大量海外头部骨科器械公司进入中国市场扩展在华业务，与跨国企业竞争和学习的过程中，国内企业的技术、工艺、研发和管理水平得到了较大的提升，并逐渐改变行业被外资龙头垄断的竞争格局。目前我国骨科医疗器械行业正处于持续发展的成长时代。根据械汇研究院数据，按照收入口径计算，我国骨科植入医疗器械的市场规模由 2016 年的 193 亿元增长至 2024 年的 246 亿元。

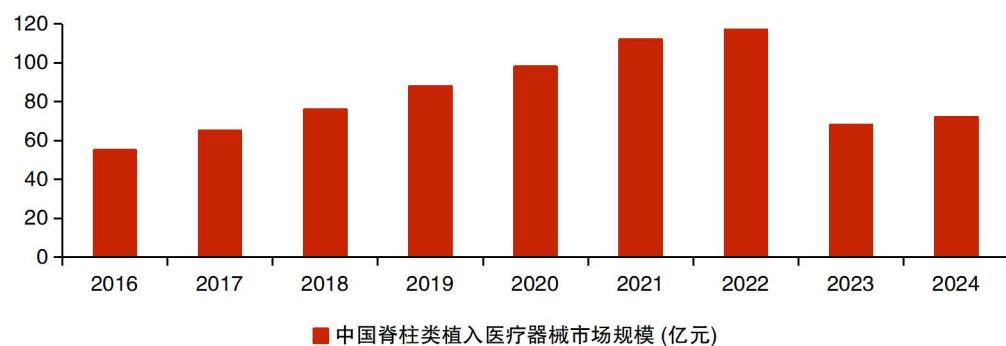
图表 16: 2024 年中国骨科植入医疗器械市场规模达 246 亿元



资料来源：械汇、爱得科技招股书、华源证券研究所

据械汇研究院数据，2016 年至 2022 年，我国**脊柱类植入医疗器械**市场规模由 55 亿元增长至 117 亿元，复合年增长率为 13.41%，高于骨科植入耗材市场的整体增速。2023 年受国家脊柱带量采购政策执行影响，脊柱类植入医疗器械市场规模下降至 68 亿元。2024 年脊柱类植入医疗器械市场规模提升至 72 亿元，同比增长 5.88%。

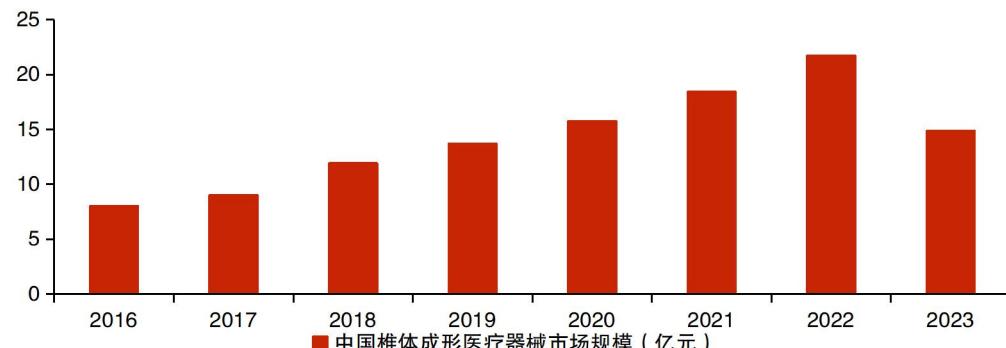
图表 17: 2024 年中国脊柱类植入医疗器械市场规模达 72 亿元



资料来源：械汇、爱得科技招股书、华源证券研究所

据械汇研究院数据，2016–2022 年，我国**椎体成形耗材**的市场规模从 8 亿元增长到 21.71 亿元，复合增长率为 18.10%。2023 年受国家脊柱带量采购政策执行影响，椎体成形耗材市场规模下降至 14.85 亿元。

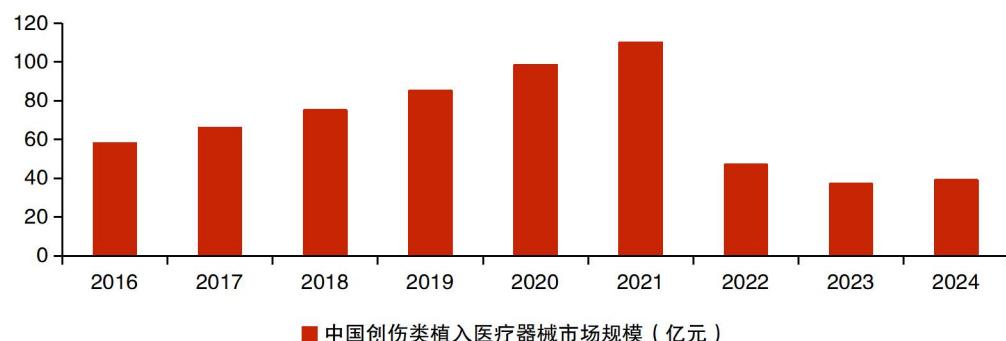
图表 18: 2024 年中国椎体成形医疗器械市场规模为 14.85 亿元



资料来源：械汇、爱得科技招股书、华源证券研究所

据医械汇研究院数据，2016–2021 年，我国**创伤类植入医疗器械市场规模**由 58 亿元至 110 亿元，2022 年由于河南十二省带量采购、京津冀“3+N”带量采购相继在全国范围内执行，2022 年创伤类植入医疗器械市场规模整体下降至 47 亿元，2023 年进一步下降至 37.6 亿元。集采执行后两年，2024 年创伤类植入医疗器械市场规模提升至 39 亿元，较 2023 年同比增长 5%。创伤类产品的生产技术相对成熟，整体市场开发较充分。

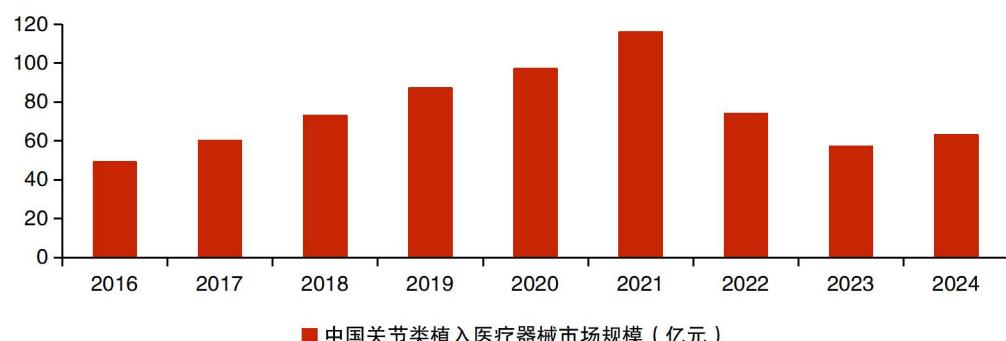
图表 19：2024 年中国创伤类植入医疗器械市场规模为 39 亿元



资料来源：医械汇、爱得科技招股书、华源证券研究所

据医械汇研究院数据，2016–2023 年，我国**关节类植入医疗器械市场规模**由 49 亿元增长至 56.8 亿元。2022 年、2023 年关节类细分市场规模下降，主要系关节类耗材国家带量采购执行所致。2024 年，骨科关节类产品已完整执行完第一轮国采，进入到第二轮关节国采的续约周期，2024 年度关节类细分市场规模上升至 63 亿元，同比增长 11%。

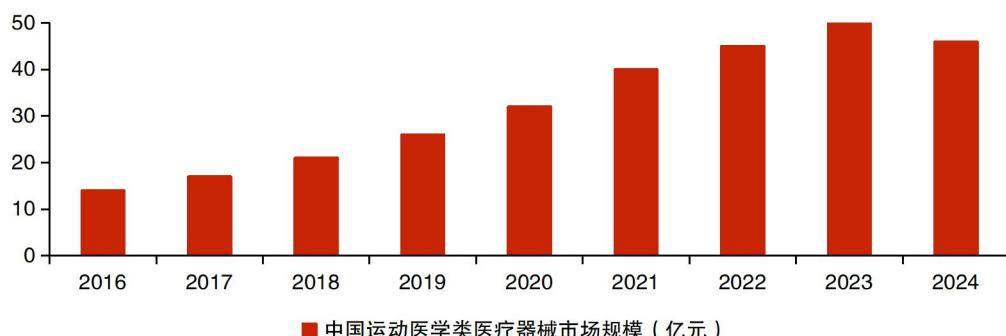
图表 20：2024 年中国关节类植入医疗器械市场规模为 63 亿



资料来源：医械汇、爱得科技招股书、华源证券研究所

根据医械汇研究院数据，2022 年中国开展的运动医学关节镜手术数量约 117.7 万台，医械汇预测于 2030 年中国开展的运动医学关节镜手术数量将达到约 350.6 万台。2016 年至 2023 年，我国**运动医学类医疗器械市场规模**由 14 亿元增长至 50 亿元，复合年增长率为 19.94%，高于骨科植入耗材市场的整体增速。2024 年受运动医学国采执行影响，运动医学类医疗器械市场规模下降至 46 亿元。

图表 21：2024 年中国运动医学类医疗器械市场规模为 46 亿



资料来源：医械汇、爱得科技招股书、华源证券研究所

据医械汇研究院数据，2023 年我国创面修复类医疗器械市场规模为 14.9 亿元，2016 至 2023 年的年复合增长率为 16.55%。

图表 22：2023 年中国创面修复类医疗器械市场规模为 14.9 亿



资料来源：医械汇、爱得科技招股书、华源证券研究所

3.2. 可比：可比公司有威高骨科、大博医疗等

参考公司业务范围，可比公司包括威高骨科、大博医疗、凯利泰、三友医疗、春立医疗等等。从国内厂商市场竞争格局来看，我国骨科医疗器械企业分为三个梯队。其中：第一梯队为销售规模 10 亿元以上的全产品线布局具有较强竞争优势的行业龙头企业，如威高骨科、大博医疗、春立医疗、爱康医疗等；第二梯队为销售规模在 3-5 亿元且在某一细分领域具有较强竞争力的综合性骨科企业，如凯利泰、三友医疗等；第三梯队为数量众多的小规模生产厂商，其通常产品线单一，竞争力较弱，易被大型厂商收并购或面临淘汰。

图表 23：同行业可比公司包括威高骨科、大博医疗和凯利泰等

公司名称	成立时间	上市时间	上市板块	主营业务及主要产品
威高骨科	2005 年	2021 年	科创板	威高骨科专注于生产及销售脊柱、创伤及关节骨科植入物，是国内骨科医疗器械领域的主要企业之一，在创伤和脊柱领域均占有一定的市场份额，近年在运动医学领域也有新的开拓布局。
大博医疗	2004 年	2017 年	中小板	主要产品包括创伤类产品、脊柱类产品、关节类产品、运动医学类产品、创面修复类产品、微创外科类产品、神经外科类产品、手术器械等，其在创伤领域长期占据国内厂商排名第一的市场份额。

凯利泰	2005 年	2012 年	创业板	主营业务为椎体成形微创介入手术系统的研发、生产和销售，产品主要用于因骨质疏松导致的椎体压缩性骨折的临床微创手术治疗。凯利泰于 2013 年收购北京易生、江苏艾迪尔，拓展心血管微创、脊柱与创伤等医疗领域，2018 年收购美国 Ellquence 公司，开拓骨科能量平台领域。
三友医疗	2005 年	2020 年	科创板	主营业务系医用骨科植入耗材的研发、生产与销售，主要产品为脊柱类植入耗材、创伤类植入耗材，在脊柱植入物耗材领域已建立起较高的品牌知名度，具有较为领先的市场地位。
春立医疗	1998 年	2021 年	科创板	主要产品包括关节假体产品及脊柱产品，是国内骨科关节假体领域的主要企业之一，在关节假体领域的医疗器械注册证获取齐备，涵盖肩、肘、髋及膝四大人体关节假体产品，具有较为领先的市场地位。

资料来源：爱得科技招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：骨科手术综合解决方案具备竞争力，建议关注

公司深耕脊柱微创介入手术领域十余年，业务始于椎体成形系统和外固定支架领域，产品已覆盖脊柱类、创伤类、运动医学类、创面修复、关节类等骨科细分领域，在业内已具备较强的技术和规模优势，致力于成为国内领先的、覆盖骨科全领域产品矩阵的骨科手术综合解决方案提供商。截至 2026/1/29，可比公司 PE TTM 中值为 45.6X，建议关注。

图表 24：可比公司 PE TTM 中值为 45.6X（数据截至 2026.1.19）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元
威高骨科	688161.SH	121.80	45.6	14.53	22,375
大博医疗	002901.SZ	210.53	38.9	21.36	35,680
三友医疗	688085.SH	75.36	116.2	4.54	1,147
	均值	135.90	66.89		
	中值	121.80	45.64		
爱得科技	920180.BJ	—	—	2.75	6,713

资料来源：Wind、华源证券研究所

5. 风险提示

行业监管政策变化风险：生物医药行业是我国重点发展的行业之一，同时由于医疗器械产品是关系社会公众健康和安全的特殊消费品，医疗器械行业也是监管程度较高的行业。近年来随着国家医疗体制改革的持续深化，我国多项行业政策相继出台。2018 年 3 月，国家卫计委、财政部、国家发改委等部委联合发布《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》，提出要持续深化药品耗材领域改革，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”。由于医用耗材与药品之间的差别及其临床使用和售后服务的复杂性，“两票制”尚未在医疗器械领域全面实施。但未来如果“两票制”在医疗器械领域全面实施，对医疗器械企业的销售模式、销售价格、销售回款、销售费用率等将产生较大影响。此外，国家持续制定和实施医

疗控费的相关措施，包括医保政策变化、医疗器械医保目录制定、“DRGs 医保控费”等政策，也或将对医疗器械企业的产品生产与销售产生较大影响。

销售模式变动风险：2022–2025H1，公司的销售模式以经销模式为主，较为稳定。在经销模式下，由医疗器械经销商负责授权区域内的市场开拓、渠道维护和产品配送等。同时，根据产品特性和市场情况，公司针对内植入产品在部分经销商中采用委托代销模式。随着国家医改的不断推进，“带量采购”、医保控费、高值耗材两票制等一系列政策不断出台实施，对骨科医疗器械行业的发展产生了深远影响。医改政策推进尤其“带量采购”落地执行导致医疗器械产品终端价格下降，价格下降压力传导至经销商及医疗器械企业，由此或将导致经销商与医疗器械企业业务终止或合作模式调整。因此，未来公司传统经销模式的收入占比可能进一步降低，若公司不能及时适应销售模式的变动，增强销售模式的转变能力，可能将面临销售渠道受阻和客户流失的风险。

毛利率波动风险：2022–2025H1，公司主营业务毛利率分别为 62.43%、57.79%、58.02% 和 58.86%，保持较高水平。2022–2025H1，主营业务毛利率变动趋势与同行业可比公司一致，毛利率波动系受行业政策、产品销售价格、原材料价格、产品产量、产品结构、市场竞争程度等因素变动的影响所致。2022–2025H1，公司脊柱类、创伤类主要产品受相关“带量采购”政策实施影响较大，由于带量采购中标产品的终端价格下降幅度较大，降幅主要由公司、经销商和下游分销商共同承担，导致公司相关产品的出厂价格和毛利率下降。若未来行业政策、市场竞争程度、原材料价格等发生重大不利变化，公司未能通过提高生产效率、工艺革新、扩大销售规模等方式降低生产成本，亦未能持续推出盈利能力较强的新产品，公司毛利率或将面临下降的风险，从而可能对公司盈利能力造成不利影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存 在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。