

爱康医疗(01789)

报告日期: 2026年04月24日

利润稳增, 看好机器人放量拉动

——爱康医疗 2025 年报点评报告

投资要点

2025 年度, 爱康医疗实现营业收入 14.82 亿元 (同比+10.1%), 归母净利润 3.39 亿元 (同比+23.8%), 业绩符合预期。髌膝关节集采续标量价提升效果持续释放, 数字骨科定制产品收入持续增长, 自主研发的 K3 智能手术机器人于 2025 年 5 月获 NMPA 批准并实现商业化首销, 更高规格的 K3+ (覆盖翻修手术) 于 2026 年 1 月获批, 手术机器人有望快速放量, 形成新增长曲线。

□ 成长性:

1. 髌膝关节集采续标量价增长, 髌关节领跑增长。2025 年全年, 爱康医疗髌膝关节业务合计实现收入 12.81 亿元, 同比+13.0%, 为公司最核心的增长引擎。公司收入结构分产品来看, 髌关节植入物收入 8.45 亿元 (占比 57.0%), 同比+15.9%, 得益于 2024 年接续采购后医院植入量提升及中高端产品比例改善; 膝关节植入物收入 4.36 亿元 (占比 29.4%), 同比+7.6%, 单髌集采价格压力在年内逐步消化, 全年增速企稳; 脊柱和创伤植入物收入 1.02 亿元 (占比 6.9%), 同比-20.2%, 受带量采购价格冲击及市场竞争加剧影响; 数字骨科定制产品及服务收入 0.63 亿元, 同比+22.8%, 个性化定制需求持续释放, 手术机器人推广加速带动该板块高增。我们认为, 随着公司现有髌膝产品的稳步放量, 存量业务稳健增长可期。

2. 海外收入增长, 有望形成新增长曲线。分区域看, 2025 年爱康医疗国内收入约 11.53 亿元 (同比+7.5%), 海外收入约 3.30 亿元 (同比+20%), 海外下半年增速明显回升。海外市场拓展加速主要拉动为 (1) 新市场拓展: 2025 年新增注册 8 个国家, 注册准入进行中 15 个国家; (2) 经销商网络扩张: 新增 10 家经销商, 并进行了产品线拓展, 新增翻修、单髌、肿瘤、创伤等业务; (3) 新增手术机器人出海拉动, 2025 年至今手术机器人实现 3 台海外销售 (1 台 K3, 2 台 K3+)。我们认为, 爱康医疗在 3D 打印工艺和手术机器人方面的技术壁垒不断强化, 海外业务有望在 2026-2027 年保持较高增速, 成为公司重要的第二增长曲线。

3. K3/K3+双产品获批, 手术机器人快速放量可期。2025 年 5 月, 公司 K3 手术机器人 NMPA 批准上市, 年内实现商业化首销; 2026 年 1 月, K3+翻修版机器人获批, 为国内首个覆盖翻修手术的全关节机器人, 显著拓展应用场景。2025 年公司投放近百台导航与机器人设备, 累计完成手术量约 4000 台。我们认为, 手术机器人收费目录落地有望助推国内手术机器人渗透率提升, 叠加爱康医疗手术机器人+3D 打印+iCOS 平台的数字骨科三位一体全流程能力, 在骨科机器人领域有望占据独特竞争优势, 手术机器人有望快速放量。

□ 盈利能力: 净利率有望维持较高水平

净利率有望维持 20%以上较高水平。(1) 毛利率有望维持较高水平。2025 年全年公司毛利率 60.5%, 较 2024 年 (60.0%) 提升约 0.5pct, 我们认为, 即使市场竞争加剧, 但在公司海外收入占比提升/高端产品持续放量等拉动下, 公司毛利率仍有望维持较高水平; (2) 净利率有望维持 20%以上较高水平。2025 年全年公司净利率 22.9%, 较 2024 年 20.4%明显提升, 规模效应体现以及产品进入收获期, 管理费用率与研发费用率下降, 且公司现金流充足, 财务费用为负, 我们认为, 2026 年公司规模效应下费用率仍有望下行, 净利率有望提升。

□ 盈利预测与投资建议

综上, 在机器人协同与海外拓展等拉动下, 我们预计公司 2026-2028 年收入 16.99/20.00/23.41 亿元, 分别同比增长 14.58%、17.73%、17.07%; 归母净利润分

投资评级: 买入(维持)

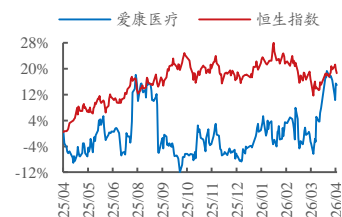
分析师: 王班
 执业证书号: S1230525070003
 wangban@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
 执业证书号: S1230523080006
 siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|-----------|----------|
| 收盘价 | HK\$6.86 |
| 总市值(百万港元) | 7,710.09 |
| 总股本(百万股) | 1,123.92 |

股票走势图



相关报告

- 《看好下半年收入利润增长》 2025.09.05
- 《集采重构下创新突围的关节龙头》 2025.07.30

别为 4.06/4.88/5.99 亿元，分别同比增长 19.77%、20.15%、22.68%。对应 EPS 分别为 0.36/0.43/0.53 元，对应公司 2026 年约 17 倍 PE，估值仍处低位，维持“买入”评级。

□ 风险提示

手术量恢复不及预期的风险；政策变动的风险；海外市场拓展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

财务摘要

| (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1482 | 1699 | 2000 | 2341 |
| (+/-) (%) | 10.11% | 14.58% | 17.73% | 17.07% |
| 归母净利润 | 339 | 406 | 488 | 599 |
| (+/-) (%) | 23.79% | 19.77% | 20.15% | 22.68% |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.36 | 0.43 | 0.53 |
| P/E | 17.16 | 17.37 | 14.46 | 11.78 |

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2,700 | 3,246 | 3,888 | 4,682 |
| 现金 | 357 | 435 | 467 | 640 |
| 应收账款及票据 | 694 | 812 | 972 | 1,138 |
| 存货 | 459 | 557 | 696 | 834 |
| 其他 | 1,189 | 1,442 | 1,752 | 2,070 |
| 非流动资产 | 963 | 928 | 870 | 811 |
| 固定资产 | 700 | 680 | 635 | 589 |
| 无形资产 | 195 | 180 | 166 | 153 |
| 其他 | 69 | 69 | 69 | 69 |
| 资产总计 | 3,663 | 4,174 | 4,758 | 5,492 |
| 流动负债 | 658 | 763 | 864 | 1,000 |
| 短期借款 | 72 | 72 | 52 | 52 |
| 应付账款及票据 | 197 | 232 | 272 | 316 |
| 其他 | 389 | 459 | 540 | 632 |
| 非流动负债 | 92 | 92 | 87 | 87 |
| 长期债务 | 5 | 5 | 0 | 0 |
| 其他 | 87 | 87 | 87 | 87 |
| 负债合计 | 750 | 855 | 950 | 1,087 |
| 普通股股本 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 储备 | 2,903 | 3,310 | 3,798 | 4,396 |
| 归属母公司股东权益 | 2,913 | 3,319 | 3,807 | 4,406 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 2,913 | 3,319 | 3,807 | 4,406 |
| 负债和股东权益 | 3,663 | 4,174 | 4,758 | 5,492 |

利润表

| (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,482 | 1,699 | 2,000 | 2,341 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 585 | 668 | 783 | 910 |
| 销售费用 | 266 | 306 | 356 | 410 |
| 管理费用 | 152 | 161 | 174 | 188 |
| 研发费用 | 136 | 139 | 170 | 199 |
| 财务费用 | (21) | (20) | (20) | (22) |
| 除税前溢利 | 395 | 474 | 569 | 698 |
| 所得税 | 56 | 67 | 81 | 99 |
| 净利润 | 339 | 406 | 488 | 599 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 339 | 406 | 488 | 599 |
| EBIT | 374 | 454 | 548 | 676 |
| EBITDA | 374 | 548 | 636 | 756 |
| EPS (元) | 0.30 | 0.36 | 0.43 | 0.53 |

主要财务比率

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 10.11% | 14.58% | 17.73% | 17.07% |
| 归属母公司净利润 | 23.79% | 19.77% | 20.15% | 22.68% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 60.54% | 60.64% | 60.83% | 61.13% |
| 销售净利率 | 22.87% | 23.91% | 24.40% | 25.57% |
| ROE | 11.64% | 12.24% | 12.82% | 13.59% |
| ROIC | 10.73% | 11.46% | 12.19% | 13.02% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 20.47% | 20.48% | 19.98% | 19.78% |
| 净负债比率 | -9.61% | -10.79% | -10.91% | -13.34% |
| 流动比率 | 4.10 | 4.26 | 4.50 | 4.68 |
| 速动比率 | 3.02 | 3.19 | 3.35 | 3.50 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.43 | 0.45 | 0.46 |
| 应收账款周转率 | 2.33 | 2.26 | 2.24 | 2.22 |
| 应付账款周转率 | 3.35 | 3.11 | 3.11 | 3.10 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.30 | 0.36 | 0.43 | 0.53 |
| 每股经营现金流 | 0.00 | 0.32 | 0.27 | 0.36 |
| 每股净资产 | 2.59 | 2.95 | 3.39 | 3.92 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 17.16 | 17.37 | 14.46 | 11.78 |
| P/B | 2.01 | 2.13 | 1.85 | 1.60 |
| EV/EBITDA | 14.93 | 12.21 | 10.43 | 8.56 |

现金流量表

| (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 0 | 359 | 306 | 401 |
| 净利润 | 339 | 406 | 488 | 599 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 0 | 95 | 88 | 79 |
| 营运资金变动及其他 | (339) | (142) | (270) | (277) |
| 投资活动现金流 | 0 | (280) | (248) | (228) |
| 资本支出 | 0 | (60) | (30) | (20) |
| 其他投资 | 0 | (220) | (218) | (208) |
| 筹资活动现金流 | 0 | (1) | (26) | (1) |
| 借款增加 | 0 | 0 | (25) | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | 0 | (1) | (1) | (1) |
| 其他 | 0 | 0 | (0) | 0 |
| 现金净增加额 | 0 | 78 | 32 | 172 |

资料来源: wind, 浙商证券研究所
 注: 2025 年现金流量表未披露

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>