

25H2 公司业绩环比改善，看好机器人新业务发展

爱康医疗(1789.HK)

核心观点

公司 25H2 业绩环比改善，利润增长略超预期。25 年公司骨科手术机器人收入增长超过 200%，公司智能辅助设备累计辅助完成临床手术量已突破 4000 台次。展望 2026 年，人工关节集采续约后价稳量升，为公司传统业务提供稳固增长基础。同时，公司在数字化骨科业务和手术机器人领域的前瞻性布局，正逐步构建起“设备+耗材+服务”的新商业模式，有望打开新的成长空间；海外市场上，随着“爱康+JRI”双品牌战略深化和机器人等创新产品的出海，海外业务有望成为公司强劲的增长引擎。

事件

公司发布 2025 年度业绩公告

2025 年公司收入 14.82 亿元，同比+10.1%；归母净利润 3.39 亿元，同比+23.8%。EPS 为 0.30 元。

简评

利润增长略超预期，机器人业务进展顺利

公司 2025 年实现营业收入 14.82 亿元（同比+10.1%），归母净利润 3.39 亿元（同比+23.8%），业绩实现稳健增长。公司通过“爱康+天衍”双品牌战略，深化不同层级市场覆盖，其中爱康品牌在高端医疗机构的临床应用持续突破，在长三角、珠三角等重点区域植入量同比提升约 40%；天衍品牌则在 2025 年下半年新增覆盖近 500 家医院。同时，公司积极开拓海外市场，2025 年海外收入达 3.30 亿元（同比+20.1%），增长显著。海外业务推广方面，全年新增产品注册国家 8 个，新增经销商 10 家。

分产品来看，2025 年髌关节收入 8.45 亿元（+15.9%）；膝关节收入 4.36 亿元（+7.6%）；脊柱及创伤收入 1.02 亿元（-20.2%），受政策影响仍处于调整期。数字骨科定制产品及服务收入 0.63 亿元（+22.8%），其中骨科手术机器人收入增长超过 200%，公司智能辅助设备累计辅助完成临床手术量已突破 4000 台次。

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

刘慧彬

liuhuabin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523050001

SFC 编号:BXF087

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 04 月 29 日

当前股价：6.89 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
	19.41/15.91	11.13/12.72	16.78/-5.51
12 月最高/最低价 (港元)			7.12/5.24
总股本 (万股)			112,392.03
流通 H 股 (万股)			112,392.03
总市值 (亿港元)			77.44
流通市值 (亿港元)			77.08
近 3 月日均成交量 (万)			490.80
主要股东			
喜马拉雅有限公司			45.00%

股价表现



数字化与国际化双轮驱动，新增长曲线逐步清晰

在国内市场，随着人工关节集采续约政策全面落地，价格体系趋于稳定，公司部分产品续标价格有所提升，为业绩增长提供了支撑。公司依托 iCOS 数字骨科平台，构建了覆盖术前、术中、术后的全流程解决方案。随着 K3、K3+手术机器人相继获批上市并进入北京协和医院等多家标杆医院，以及相关手术辅助操作收费政策的出台，公司“设备+植入物+数据”的商业闭环有望加速落地，协同带动植入物业务增长。国际化是公司明确的第二增长曲线，通过“爱康+JRI”双品牌战略，公司有效覆盖海外不同层级市场。2025 年 12 月至 2026 年 3 月，公司已在国际市场实现 3 台手术机器人销售，显示出产品在海外市场的增长潜力。

盈利能力持续改善，费用结构保持稳健

2025 年公司毛利率为 60.5%，同比提升 0.5 个百分点，主要得益于成本管控以及海外、数字骨科等高毛利业务收入占比提升。费用控制方面，销售费用率 17.9%，同比基本持平，公司在增加市场推广活动的同时有效控制费用；管理费用率 10.3%，同比略有下降，绝对值增加主要来自搬迁产生的一次性费用；研发费用率 9.2%，同比降低 1.1 个百分点，公司年内新增 4 项产品进入创新医疗器械特别审查程序。截至 2025 年 12 月 31 日，公司流动资产净值约 20.42 亿元，较 2024 年末增加约 4.60 亿元，主要是由于公司经营改善所致。

盈利预测与投资评级

短期来看，人工关节集采续约后价稳量升，为公司传统业务提供稳固增长基础。中长期来看，公司在数字化骨科业务和手术机器人领域的前瞻性布局，正逐步构建起“设备+耗材+服务”的商业新模式，有望打开新的成长空间；海外市场上，随着“爱康+JRI”双品牌战略深化和机器人等创新产品的出海，海外业务有望成为公司强劲的增长引擎。预计公司 2026-2028 年实现收入分别为 16.40、18.35、20.52 亿元；归母净利润分别为 4.04、4.64、5.24 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：

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：公司目前研发布局手术机器人，新产品的研发存在不确定性，若研发进度不及预期，可能一定程度上影响公司未来增长。

表 1: 财务摘要 (百万元)

会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业额	1093.86	1346.38	1482.44	1639.77	1835.34	2051.82
增长率(%)	3.97%	23.08%	10.11%	10.61%	11.93%	11.80%
归属于母公司股东利润	182.10	273.93	339.09	404.02	464.07	523.89
增长率(%)	-11.07%	50.42%	23.79%	19.15%	14.86%	12.89%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.24	0.30	0.36	0.41	0.47
市盈率(P/E)	42.52	28.27	22.84	19.17	16.69	14.78

资料来源: iFind, 中信建投证券, PE 为 2026/04/22 收盘价计算

表 2:财务报表

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	336.43	360.19	614.17	852.27	1165.60	1509.94
应收账款	530.18	576.68	694.16	754.98	845.03	944.70
预付款项、按金及其他应收款项	40.75	39.33	80.50	66.01	73.89	82.60
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	595.51	488.67	459.22	638.06	710.35	787.75
其他流动资产	471.94	713.19	851.92	839.47	939.59	1050.42
流动资产总计	1974.82	2178.06	2699.97	3150.79	3734.46	4375.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	509.10	620.74	699.74	590.11	480.49	370.86
无形资产	153.84	146.22	81.13	67.61	54.09	40.57
其他非流动资产	365.27	390.39	181.91	181.91	181.91	181.91
非流动资产合计	1028.21	1157.34	962.78	839.63	716.49	593.34
资产总计	3003.02	3335.40	3662.75	3990.42	4450.95	4968.75
短期借款	21.39	60.45	71.96	0.00	0.00	0.00
应付账款	174.92	152.10	197.11	212.48	236.55	262.33
其他流动负债	301.86	383.87	388.88	437.28	487.94	544.46
流动负债合计	498.17	596.42	657.94	649.75	724.49	806.78
长期借款	32.26	17.67	5.22	5.22	5.22	5.22
其他非流动负债	80.69	83.13	86.67	86.67	86.67	86.67
非流动负债合计	112.95	100.80	91.89	91.89	91.89	91.89
负债合计	611.12	697.21	749.83	741.64	816.38	898.67
归属于母公司股东权益	2391.90	2638.19	2912.91	3248.78	3634.56	4070.08
权益合计	2391.90	2638.19	2912.91	3248.78	3634.56	4070.08
负债和权益合计	3003.02	3335.40	3662.75	3990.42	4450.95	4968.75
利润表（百万元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业额	1093.86	1346.38	1482.44	1639.77	1835.34	2051.82
销售成本	419.38	538.18	585.04	614.91	684.58	759.18
销售费用	218.81	240.91	265.62	262.36	288.15	322.14
管理费用	270.57	283.16	287.98	303.36	334.03	371.38
财务费用	-19.63	-19.04	-21.10	-0.75	-3.28	-4.43
营业利润	204.75	303.17	364.89	459.88	531.86	603.56
其他非经营损益	26.37	16.65	30.09	24.37	24.37	24.37
税前利润	231.12	319.82	394.98	484.25	556.23	627.93
所得税	49.01	45.90	55.89	80.23	92.16	104.04
税后利润	182.10	273.93	339.09	404.02	464.07	523.89
归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东利润	182.10	273.93	339.09	404.02	464.07	523.89

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	161.33	259.66	313.27	383.69	443.74	503.56
折旧与摊销	90.94	96.33	0.00	123.15	123.15	123.15
财务费用	-19.63	-19.04	-21.10	-0.75	-3.28	-4.43
其他经营资金	-198.70	114.12	-292.17	-148.95	-195.60	-214.32
经营性现金净流量	33.94	451.07	0.00	357.13	368.01	407.95
投资性现金净流量	-318.15	-393.35	0.00	20.33	20.33	20.33
筹资性现金净流量	-14.02	-39.43	0.00	-139.36	-75.01	-83.95
现金流量净额	-298.23	18.30	0.00	238.10	313.33	344.34

资料来源: iFind, 中信建投证券

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

王在存

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。

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。

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。

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