

公司业绩符合预期，看好后续关节集采

核心观点：

- **公司业绩符合预期。**根据公司 23 年业绩公告，公司 23 年实现整体营收 10.94 亿元 (YOY+4%)，归母净利润 1.82 亿元 (YOY-11.1%)。其中，髋关节置换业务实现营收 590.4 百万元 (YOY-9.9%)、膝关节置换业务实现营收 3.11 亿元 (YOY+16.9%)、脊柱与创伤植入物业务实现营收 1.23 亿元 (YOY+105.4%)、定制化产品业务实现营收 0.50 亿元 (YOY+5.6%)。营业收入轻微增速主要系 23 年国家政策影响，导致院内手术量下降；净利润下滑主要系研发和市场开拓投入增加。
- **公司主要板块业务市场份额提升。**根据公司 23 年业绩公告，关节业务，公司在浙江、广东、上海、北京等传统以进口品牌为主的市场中实现突破，例如 23 年于北京取得超过 20% 的关节植入市场份额。脊柱业务，公司积极推动 3D 打印脊柱产品市场份额提升，新入院 262 家 (省级医院 52 家)。海外业务，公司依托“一带一路”以爱康和 JRI 品牌在东南亚市场持续突破市场，市场份额增速已超 50%。
- **公司整体费用率提升。**根据公司 23 年业绩公告，公司 23 年研发费用率 13% (YOY+2pp)，管理费用率 12% (YOY+1pp)，销售费用率 20% (YOY+3pp)，整体费用率提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年对应的整体营业收入分别为 14.21 亿元、18.64 亿元、24.64 亿元，对应 EPS 为 0.22 元/股、0.29 元/股、0.42 元/股。综合考虑公司业务成长性和可比公司估值情况，给予公司 24 年 PE 25X，对应合理价值为 5.89 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**关节集采续标价格不及预期风险、新产品市场推广不及预期风险、未能维持分销商关系风险。

(*如非特殊说明，本报告货币单位为人民币，折算汇率为 0.92 人民币/港元)

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1052	1094	1421	1864	2464
增长率 (%)	38%	4%	30%	31%	32%
EBITDA (百万元)	307.26	211.54	372.25	479.28	649.31
归母净利润 (百万元)	204.77	182.10	243.12	328.68	468.08
增长率 (%)	121%	-11%	34%	35%	42%
EPS (元/股)	0.18	0.16	0.22	0.29	0.42
市盈率 (x)	47.45	32.01	29.30	21.67	15.22
ROE (%)	9.13	7.61	9.22	11.08	13.63
EV/EBITDA (x)	29.59	26.24	17.95	10.84	7.97

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

4.92 港元

合理价值

5.89 港元

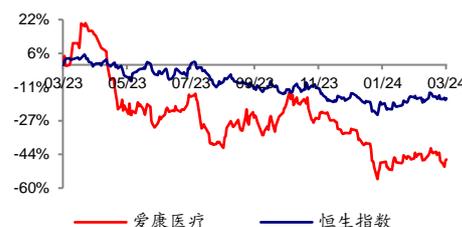
前次评级

买入

报告日期

2024-04-02

相对市场表现



相关研究：

【广发医药&海外】爱康医疗 2023-10-24 (01789.HK)：国内关节龙头，景气度及新技术驱动成长

一、盈利预测和投资建议

23年,公司在基于 ICOS 平台、3D 打印技术平台及 VTS 髌关节导航系统的加持下,提升了髌膝关节置换产品及脊柱创伤植入物产品的创新能力,加深对三甲医院的覆盖,帮助产品快速商业化植入。预计 24-26 年对应的整体营业收入分别为 14.21 亿元、18.64 亿元、24.64 亿元,对应增速为 30%、31.1%和 32.2%。具体来看:

1. 髌关节植入物: 23 年,髌关节植入物实现收入 590.4 百万元 (YOY-9.9%)。收入下滑主要由于:受到国家政策影响,院内的手术量减少,导致产品入院量受影响;同时,公司通过积极的市场开拓,公司来自海外的髌关节置换内植入物产品的收入仍保持显著的增长。预计 2024-2026 年髌关节植入物收入同比增长 32.00%/33.00%/34.00%。

2. 膝关节植入物: 23 年,膝关节植入物实现收入 311.4 百万元 (YOY+16.9%),收入增长主要由于膝关节置换产品在单踝等新品带动下增长,其它产品像出现初次膝关节置换产品也受国家政策影响导致收入下滑。预计 2024-2026 年膝关节植入物收入同比增长 34.00%/35.00%/36.00%。

3. 脊柱及创伤植入物: 23 年,脊柱及创伤植入物实现收入 123.3 百万元 (YOY+105.4%),包括常规脊柱和创伤产品及 3D 打印脊柱产品。收入增长基于:
(1) 公司利用 3D 打印技术的创新性和功能的优越性以及不断扩充的脊柱产品线,获得了市场的高度认可,进一步促进了 3D 脊柱产品的植入,因此 3D 脊柱产品的销量获得了显著的增长。
(2) 2022 年,公司为一些特定理贝尔品牌的脊柱产品计提了未来销售价格折让拨备 20.0 百万元人民币。预计 2024-2026 年脊柱及创伤植入物收入同比增长 20.00%/18.00%/15.00%。

4. 定制化产品及服务: 23 年,定制化产品及服务实现收入 49.6 百万元 (YOY+5.6%),包括定制的关节、骨盆和脊柱内植入物产品 (3D 打印产品) 以及定制手术增值服务。收入增长主要由于公司进一步利用 3D 打印定制类产品及手术增值服务的技术优势,成功开拓多家医院开展定制类手术。预计 2024-2026 年定制化产品及服务收入同比增长 15.00%/20.00%/25.00%。

表1: 公司收入拆分 (截止2024/3/29)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1035	761	1052	1094	1421	1864	2464
增速 (%)	11.7%	-26.5%	38.2%	3.9%	30.0%	31.1%	32.2%
毛利率	69.0%	65.6%	60.5%	61.7%	62.9%	63.0%	63.5%
关节产品	935	637	921	902	1196	1599	2155
增速 (%)	20.8%	-31.9%	44.7%	-2.2%	33%	34%	35%
髋关节置换植入物	677	469	655	590	779	1036	1388
增速 (%)	24.3%	-30.6%	39.5%	-10%	32%	33%	34%
膝关节置换植入物	258	167	266	311	417	563	766
增速 (%)	12.3%	-35.1%	59.2%	17%	34%	35%	36%
脊柱及创伤植入物	69	79	60	123	148	175	201
增速 (%)		14.5%	-24.3%	105.4%	20%	18%	15%
3D 打印产品	6	23	47	50	57	68	86
增速 (%)	-95.3%	303.1%	101.3%	6%	15%	20%	25%
第三方骨科产品	9						
增速 (%)	-37.0%						
其他	17	22	24	19	20	21	23
增速 (%)	8.6%	29.9%	8.0%	-20%	5%	6%	7%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司作为骨科的国际化领军企业, 拥有 3D 打印定制化平台、真空等离子喷涂技术平台、导航/机器人智能技术平台 (VTS/IBot)、医工交互个性化定制平台, 是全球最早将 3D 打印技术商业化且应用于关节置换、脊柱、创伤修复等植入物的企业之一。基于 3D 打印技术, 公司产品加速开拓高端医院, 同时髋关节导航系统 VTS 的获批帮助公司在定制化板块快速进入智能手术工具时代, 进一步完善公司数字骨科领域的布局。且随着集采政策的平稳执行, 我们预计公司产品进口替代进一步加速, 国产品牌继续扩大市场份额。

作为可比公司, A 股的惠泰医疗、南微医学、心脉医疗和港股的春立医疗都是各自领域领军耗材企业, 且皆具有丰富的产品线能支撑公司快速占据市场份额。同时, 惠泰医疗经过 22 年的福建省电生理集采, 电生理产品得到快速放量, 进口替代提升; 可以从南微医学和心脉医疗的估值中看出, 他们各自领域正面临集采压力, 届时传统内镜耗材产品和主动脉介入耗材产品预计将得到进一步放量, 国产品牌持续扩大市场份额; 春立医疗作为骨科耗材企业, 是最早从事人工关节假体研发、生产的企业, 同样也是定制关节及脊柱产品的领导者, 在 21 年关节和 22 年脊柱集采中相继有产品中选, 且 24 年关节集采即将面临续约, 各厂家有一定的价格提升空间, 因此预计关节集采将带动公司产品放量。

市场给予公司 PE 估值明显高于春立医疗的原因如下三方面: (1) 基于 3D 打印技术的优势, 公司通过 ICOS 定制化创新平台, 涵盖关节、脊柱、创伤、骨盆等部位, 依托 ICOS 平台与全国范围内医院共同合作开发, 建立 3D 打印骨科定制工作站, 完成相关定制产品的研发、注册及推广; (2) 2014 年, 公司推出医工交互平台, 为患者提供个性化解决方案; (3) 2022 年, 公司推出 VTS 髋关节置换手术导航系统, 全面布局数字化骨科领域。因此, 参照历史估值趋势, 我们考虑到公司 3D 打印技术优势和平台化发展潜力, 给予公司 PE 25X 估值。

综合考虑公司行业地位及业务成长性，参考可比公司，预计 24-26 年整体收入分别为 14.21 亿元、18.64 亿元、24.64 亿元，对应增速为 30%、31.1%和 32.2%，综合毛利率分别为 62.9%、63%和 63.5%；预计 24-26 年归母净利润分别为 2.43 亿元、3.29 亿元、4.68 亿元，对应增速为 34%、35%、42%；对应 24-26 年 EPS 分别为 0.22 元/股、0.29 元/股、0.42 元/股。综合考虑公司业务成长性和可比公司估值，给予公司 24 年 PE 25X，对应合理价值为 5.89 港元/股，给予“买入”评级。

表2: 爱康医疗PE估值情况可比 (截止2024.4.1收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
惠泰医疗	688617.SH	电生理和血管介入耗材提供商	292	6.98	9.42	12.34	41.83	31.00	23.66
南微医学	688029.SH	介入器械耗材提供商	131	6.28	8.11	-	20.86	16.15	-
心脉医疗	688016.SH	主动脉及外周血管介入提供商	156	6.46	8.26	10.69	24.15	18.89	14.59
春立医疗	01858.HK	骨科医疗器械厂商	36	3.5	4.41	5.56	10.29	8.16	6.47

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、风险提示

(一) 关节集采续标价格不及预期风险

24 年人工关节集采续标已经启动，国内厂家之间的价格有明显的差距，同时也打击厂家和经销商囤货的积极性，影响厂家的经营情况；而明年将开始关节续约，如续标价格没达到预期，冲击公司的价格，将显著影响公司的经营情况。

(二) 新产品市场推广不及预期风险

目前公司在研发和已上市的新产品包括3D打印产品、数字化ICOS骨科定制产品、VTS可视化智能辅助系统等，相关产品上市时间短或研发时间长，因此公司存在新产品市场推广进度不如预期的风险。

(三) 未能维持分销商关系风险

公司依靠分销网络向医院推广产品。随着业务发展，如公司未能与现有分销商维持良好关系，且之后公司寻求扩展分销网络，但不能保证将能在有关市场找到足够有能力的分销商，可能导致之后分销网络生产力的下降及导致对公司收入的影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	626	331	495	375	395	净利润	205	182	243	329	468
应收款项合计	580	617	802	1061	1398	折旧摊销	79	20	85	92	97
存货	402	596	479	712	889	营运资金变动	-40	-121	-12	-311	-312
其他流动资产	41	35	57	70	94	其他非现金调整	0	162	3	3	3
流动资产	2065	1975	2296	2756	3386	经营活动现金净流量	243	243	318	112	257
固定资产净值	367	575	565	556	548	资本开支	-122	-66	-150	-150	-150
权益性投资	0	0	0	0	0	投资	21	-201	-87	-95	-92
长期投资类	0	0	20	40	60	其他	19	-187	86	14	7
商誉及无形资产	199	201	276	344	404	投资活动现金净流量	-82	-454	-151	-231	-235
其他非流动资产	75	252	128	106	95	股权融资	0	0	1	1	1
非流动资产	709	1028	989	1045	1108	债权融资	-11	10	-1	0	0
资产总计	2774	3003	3285	3801	4493	其他	-26	10	-3	-3	-3
短期借款	0	21	20	20	20	筹资活动现金净流量	-37	0	-3	-2	-2
应付款项合计	155	175	176	246	314	现金净流量	124	-211	164	-120	20
应交税金	49	18	37	43	59	期初现金	476	485	331	495	375
其他流动负债	232	284	341	460	602	期末现金	626	274	495	375	395
流动负债	436	498	574	769	995	主要财务比率					
长期借款	0	32	32	32	32	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	94	81	42	35	31	回报率					
非流动负债	94	113	75	67	64	净资产收益率	9%	8%	9%	11%	14%
总负债	531	611	649	835	1059	总资产收益率	7%	6%	7%	9%	10%
普通股股东权益	2244	2392	2636	2966	3435	投入资本收益率	9%	7%	9%	11%	13%
少数股东权益	0	0	0	0	0	增长率					
股东权益	2244	2392	2636	2966	3435	营业总收入增长率	38%	4%	29%	31%	32%
负债股东权益合计	2774	3003	3285	3801	4493	EBIT 增长率	142%	-16%	50%	35%	42%
利润表						归母净利润增长率	121%	121%	-11%	34%	35%
单位: 百万元						总资产增长率	6%	8%	9%	16%	18%
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产管理能力					
营业收入	1052	1094	1421	1864	2464	应收款项周转天数	188.94	175.88	182.50	182.50	182.50
营业成本	416	419	527	690	899	应付款项周转天数	53.76	58.03	45.14	48.25	46.48
营业税金及附加	36	49	43	58	83	存货周转天数	139.39	197.55	123.10	139.50	131.64
销售费用	180	219	279	354	443	总资产周转率	0.38	0.37	0.43	0.49	0.55
管理费用	118	133	168	222	293	偿债能力					
研发费用	111	137	161	211	276	资产负债率	19%	20%	20%	22%	24%
财务费用	-16	-20	1	1	1	流动比率	473%	396%	400%	359%	340%
投资净收益	0	0	0	0	0	速动比率	372%	270%	307%	257%	242%
营业利润	240	231	286	387	551	估值比率					
所得税	36	49	43	58	83	P/E	47.45	32.01	29.30	21.67	15.22
净利润	205	182	243	329	468	P/B	3.85	2.02	2.53	2.25	2.07
少数股东损益	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	29.59	26.24	17.95	10.84	7.97
归属母公司净利润	205	182	243	329	468						