



Research and
Development Center

“国内+海外”双轮驱动成长，数智化布局打造商业新模式

—爱康医疗(1789.HK)公司深度报告

2025年11月27日

唐爱金 医药行业首席分析师

S1500523080002

tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席

分析师

S1500524120003

Hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

S1500523080011

caojialin@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

爱康医疗 (1789.HK)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	5.59
52 周内股价波动区间 (元)	4.00-7.24
最近一月涨跌幅 (%)	-4.44%
总股本 (亿股)	11.23
流通 A 股比例 (%)	100%
总市值 (亿港元)	62.77

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦

B 座

邮编: 100031

“国内+海外”双轮驱动成长，数智化布局打造商业新模式

2025 年 11 月 27 日

报告内容摘要:

核心逻辑: 爱康医疗是国内人工关节的领军企业，随着国内集采续标提价落地、海外双品牌拓展成效凸显，骨科植入物业务有望保持较快发展。此外，公司积极打造骨科数智化生态闭环，K3 机器人逐步商业化，有望助力公司实现从“植入物制造商”向“智能化手术解决方案提供商”的战略升级，长期成长潜力可期。

1、国内集采续标提价+国际化程度加深，双轮驱动市占率和盈利能力提升。

①国内市场，公司积极把握集采带来的放量契机，逐步替代进口产品，医院覆盖率和市场占有率持续提升，在 2024 年的接续采购中，公司产品实现提价中标，我们认为续标提价有望增厚公司利润，给公司盈利水平修复提供较好的支撑。②在国际市场，公司针对不同市场的差异化需求，采用双品牌策略，一方面依托“JRI”的品牌积淀参与欧美高端市场竞争，另外用“AK”品牌以生产规模优势为核心竞争力，进军新兴市场，随着双品牌在海外市场持续发力，公司国外收入有望保持较快增长。

2、骨科手术数智化先行者，打造“耗材+服务+设备”商业新模式。

中国骨科机器人起步较晚，根据弗若斯特沙利文资料，2020 年中国机器人辅助关节置换手术渗透率仅为 0.03%，和美国相比存在较大的差距，预计 2026 年有望达 3.05%，市场规模有望从 2020 年 1480 万美元增长至 2026 年的 3.32 亿美元，复合年增长率为 45.6%。公司是国内数智化骨科解决方案的先行者，经过多年发展，已逐步构建起“术前规划方案提供-术中手术定位导航-术中手术机器人精准操作-个性化假体精准植入”的骨科数智生态闭环，2024 年膝关节手术机器人 K3 上市，产品力可对标手术机器人 Mako，并兼具本土化响应速度和成本优势，我们认为 K3 有望在国内实现快速装机，助力公司打造“耗材+服务+设备”商业新模式。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 15.48 亿元、18.11 亿元、21.48 亿元，同比增速分别为 15.0%、17.0%、19.0%，2025-2027 年实现归母净利润为 3.22 亿元、3.70 亿元、4.37 亿元，同比分别增长 18.0%、15.0%、18.0%，对应 2025 年 11 月 26 日股价 PE 分别为 18、16、13 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示: 集采降价超预期风险；新产品推广不及预期风险；技术升级和产品更新换代风险。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1346	1548	1811	2148
增长率 YoY %	23%	15%	17%	19%
归属母公司净利润(百万元)	274	322	370	437
增长率 YoY%	50%	18%	15%	18%
毛利率%	60.03%	60.00%	60.00%	60.00%
净资产收益率ROE%	10.38%	11.22%	11.80%	12.66%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.29	0.33	0.39
市盈率 P/E(倍)	17.75	17.84	15.53	13.15
市净率 P/B(倍)	1.89	2.00	1.83	1.67

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 11 月 26 日收盘价

目录

1. 爱康医疗：行业领先的数字化骨科企业	6
1.1. 国内人工关节领军企业，致力于打造数智化骨科手术解决方案	6
1.2. 股权较为集中，核心管理层稳定性强	6
1.3. 集采续标提价+全球化拓展成效凸显，盈利能力逐步修复	7
2. 集采放量+国际化程度加深，关节市占率不断提升	10
2.1. 老龄化催生骨科手术需求，关节手术量增速较快	10
2.2. 国内：集采加速国产化进程，非集采产品放量提振盈利能力	12
2.3. 海外：践行双品牌协同战略，国际市场发展空间可期	15
3. 强化数智化解决方案交付能力，打造新商业模式	16
3.1. 骨科手术微创化和精细化发展，推动机器人和数智化辅助系统使用	16
3.2. 他山之石：Mako 赋能，史赛克关节业务快速发展	18
3.3. 国内骨科手术数智化先行者，打造“耗材+服务+设备”商业新模式	19
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	24

表目录

表 1. 关节置换手术分类	10
表 2. 关节置换手术分类	12
表 3. 爱康医疗竞标产品及中标情况	14
表 4. 骨科机器人主要参与者情况	16
表 5. 爱康医疗业务拆分（单位：百万元、%）	22
表 6. 公司盈利预测情况	23
表 7. 可比公司估值	23

图目录

图 1. 爱康医疗发展历程	6
图 2. 爱康医疗股权架构情况（截至 2025H1）	7
图 3. 爱康医疗 2018-2025H1 营业收入情况（亿元）	7
图 4. 爱康医疗 2018-2025H1 归母净利润情况（亿元）	7
图 5. 爱康医疗 2017-2025H1 营业收入构成（分产品）	8
图 6. 爱康医疗 2018-2025H1 毛利率与净利率情况	9
图 7. 爱康医疗 2018-2025H1 费用率情况	9
图 8. 骨科植入器械分类及市场规模情况	10
图 9. 中国关节置换手术量	11
图 10. 关节植入物产品情况	12
图 11. 集采后骨科细分领域国产市占率变化	14
图 12. 爱康医疗国内收入变化情况	15
图 13. 爱康医疗国外收入变化情况	15
图 14. 全球骨科机器人市场规模变化（百万元）	17
图 15. 中国骨科机器人市场规模变化（亿元）	17
图 16. 机器人辅助关节置换手术渗透率变化	17
图 17. 美国关节置换手术机器人市场规模情况（2015-2026E，单位：百万美元）	18
图 18. 中国关节置换手术机器人市场规模情况（2015-2026E，单位：百万美元）	18
图 19. 全球骨科公司市占率变化（2017 年 vs 2024 年）	19
图 20. 史赛克骨科收入规模变化（亿美元，%）	19
图 21. 史赛克膝关节和髌关节业务收入变化（亿美元）	19
图 22. 爱康医疗 iCOS 数字骨科定制产品与服务平台	20
图 23. 爱康医疗数字化骨科全解方案	21

投资聚焦：

1、传统业务：国内+海外双轮驱动，人工关节领先地位不断夯实

在老龄化趋势下，骨关节炎患病人数持续提升，关节置换手术作为治疗重度骨关节炎的主要手段之一，随着居民医疗支付意愿提高，叠加集采降价使得关节置换手术的手术成本大幅下降，我们预计更多关节置换手术需求量将被释放。根据灼识咨询数据，2032年全髋关节置换手术（THA）、全膝关节置换手术（TKA）、单髁关节置换手术（UKA）分别有望达到505万台、527万台、24万台。

1) 国内市场：在集采推动下，人工关节国产化率不断提升，公司作为国内人工关节领军企业，紧紧把握关节接续中标带来的发展契机，加速进口产品替代，医院覆盖率持续提升，尤其是高等级医院，2025年上半年高层级医院手术量提升33%，进一步展现了公司产品在临床终端的认可度。2024年的集采续标中，公司产品实现提价中标，我们认为续标提价一方面有望增厚公司利润，给公司盈利水平修复提供较好的支撑，另一方面留给经销商利润空间增大，有望带来放量机会。展望未来国内市场，我们认为集采趋于理性，竞价规则转向质量优先，公司产品的降价空间有限，未来有望凭借产品优势和规模优势获得更大的市场份额。

2) 国际市场：公司采用双品牌战略，通过品牌、产品线和销售的互补，紧紧抓住国际市场的增长契机。一方面，依托“JRI”品牌在欧洲市场的口碑和积淀，积极参与国际高端医疗市场竞争，另一方面，以生产规模优势和相对灵活的商务政策为核心竞争力，赋能“AK”品牌，进军新兴国家市场。随着双品牌在海外市场持续发力，公司国外收入保持较快增长，2018-2024年均复合增速达20.8%。我们认为随着公司在海外的知名度和影响力不断提升，注册准入范围持续扩大，公司国际业务有望保持快速增长。

2、数智化业务：K3机器人赋能，打造“耗材+服务+设备”商业新模式

随着骨科行业朝着微创化、智能化、精准化发展，手术导航定位机器人发展应运而生，骨科手术机器人市场规模不断扩大。中国骨科机器人起步较晚，根据弗若斯特沙利文资料，2020年中国机器人辅助关节置换手术渗透率仅为0.03%，和美国相比存在较大的差距，预计2026年有望达3.05%，市场规模有望从2020年1480万美元增长至2026年的3.32亿美元，复合年增长率为45.6%。

公司是国内数智化骨科解决方案的先行者，经过多年发展，依托3D ACT三维精准构建技术平台、iCOS数字骨科定制产品与服务平台、VTS可视化智能辅助导航系统、K3智能机器人等，已逐步搭建起“术前规划方案提供-术中手术定位导航-术中手术机器人精准操作-个性化假体精准植入”的骨科数智生态闭环。我们认为公司的数智化骨科解决方案在本地化响应速度、成本等方面具有较强的竞争力，随着膝关节手术机器人K3逐步商业化，医院装机量持续提升，公司有望复刻Mako在国际市场的成功经验，打造“耗材+服务+设备”商业新模式，实现从“植入物制造商”向“智能化手术解决方案提供商”的战略升级。

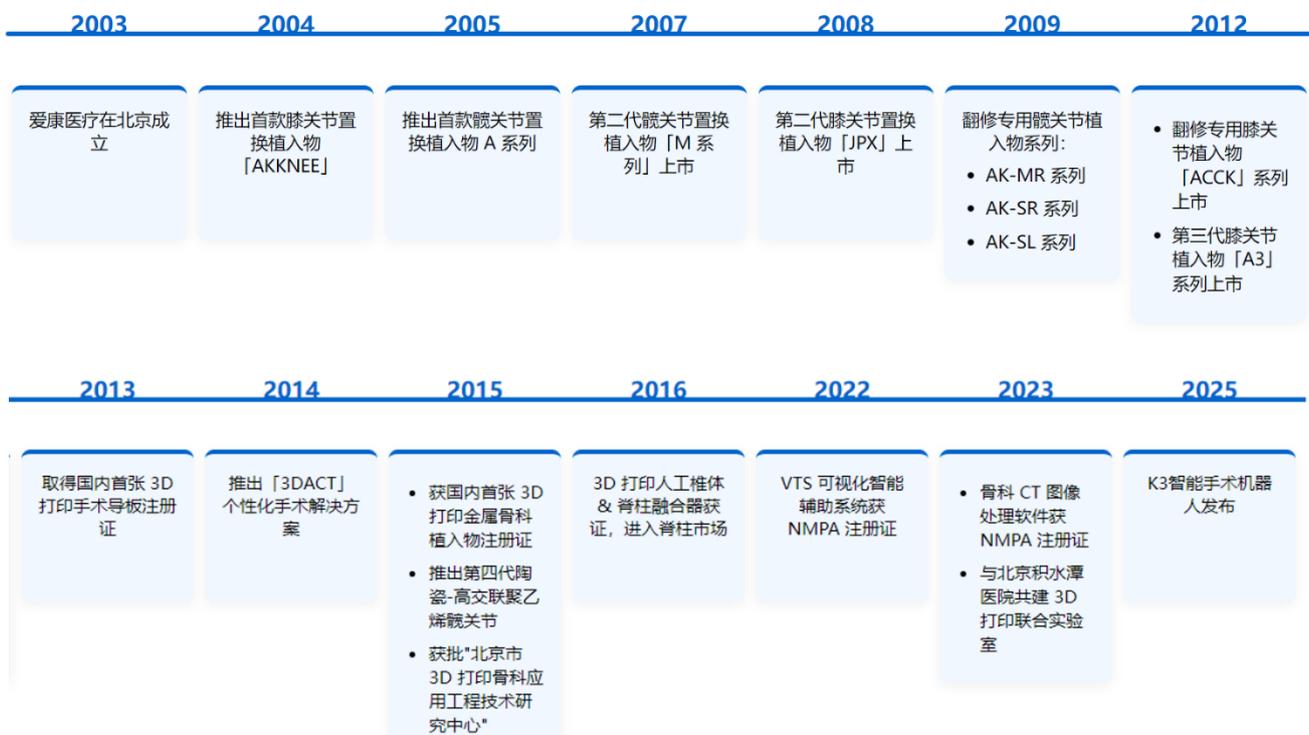
1. 爱康医疗：行业领先的数字化骨科企业

1.1. 国内人工关节领军企业，致力于打造数智化骨科手术解决方案

爱康医疗成立于 2003 年，逐步成长为国内人工关节领域的领军企业。爱康医疗专注于骨科植入物，特别是髌关节和膝关节置换植入物，经过多年发展，爱康医疗已构建起多元化的业务体系，产品线覆盖了用于初次手术的髌、膝关节植入物，以及专门为翻修手术设计的植入物，并延伸至脊柱和创伤植入物领域。

作为国内人工关节领军企业，爱康医疗积极探索数智化骨科手术解决方案，是全球最早将增材制造技术（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。近年来，公司打造了 iCOS 数字骨科平台，结合自主研发的 K3 智能手术机器人，实现“术前规划-术中导航-术后监测”的全流程智能化解决方案。

图1. 爱康医疗发展历程

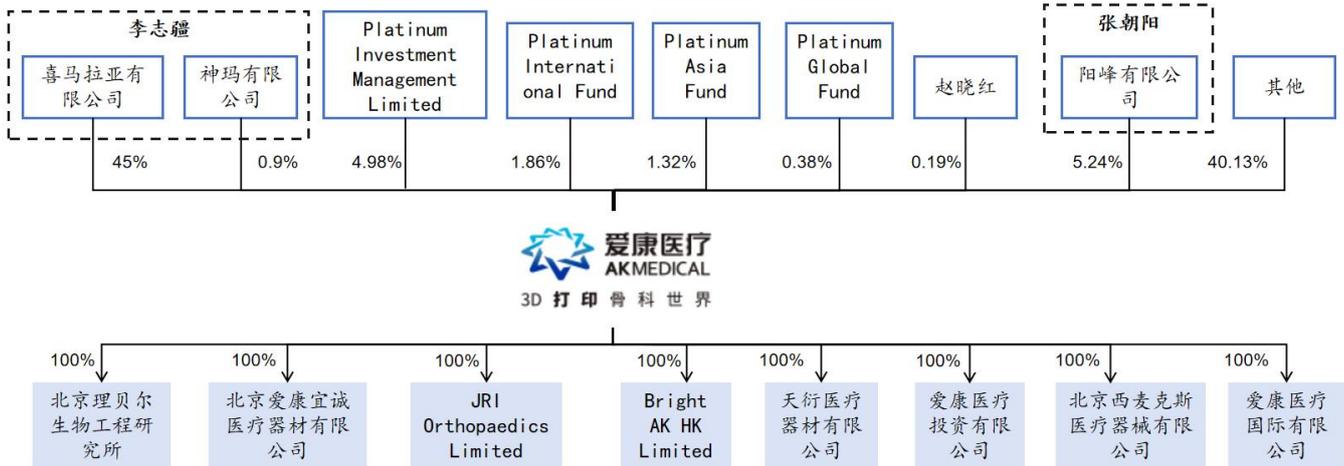


资料来源：爱康医疗招股说明书，爱康医疗官网，信达证券研发中心

1.2. 股权较为集中，核心管理层稳定性强

公司股权集中度较高，为稳定经营奠定基础。爱康医疗的股权较为集中，第一大股东喜馬拉亚有限公司持股 45%（最终控制人为创始人及行政总裁李志疆），创始人持股比例较高保证了公司经营策略的稳定性和连续性，第二大股东阳峰有限公司持股 5.24%，阳峰有限公司最终实际控制人为张朝阳（爱康医疗执行董事及高级副总裁），为创始人李志疆先生的内弟。

从管理层情况来看，创始人李志疆先生曾为骨科医生，是中国骨科植入物行业的先驱之一，拥有深厚的行业技术背景和企业管理经验，对骨科植入物的技术原理、生产工艺、临床需求有敏锐的洞察力，在李志疆先生的领导下，公司核心高管层稳定，核心高管大多在公司服务多年，对公司和行业有深刻的理解，为公司稳定发展提供支持。

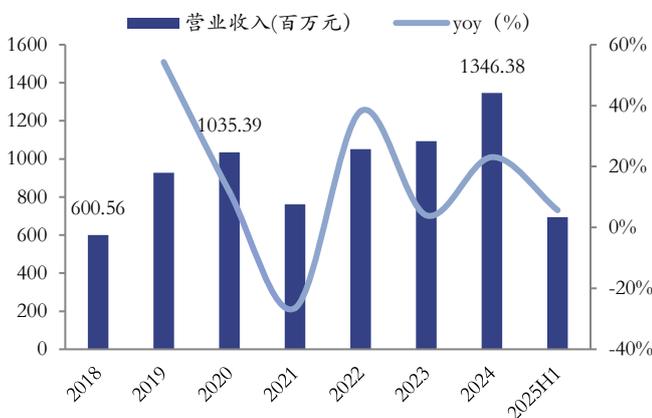
图2. 爱康医疗股权架构情况（截至 2025H1）


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

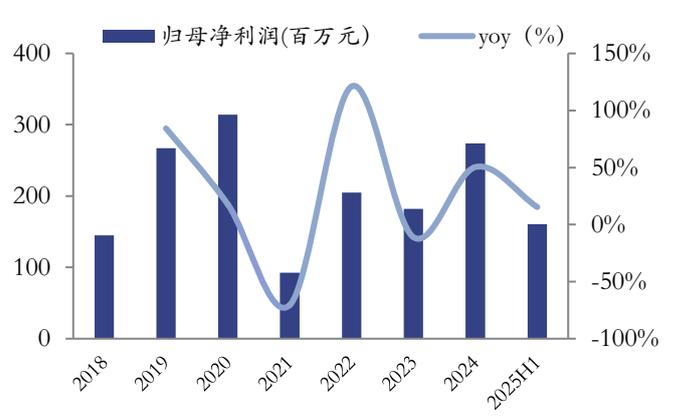
1.3. 集采续标提价+全球化拓展成效凸显，盈利能力逐步修复

集采影响出清+续标提价，公司收入和利润重回增长轨道。2018-2020 年，公司营业收入从 6.01 亿元增长至 10.35 亿元，年复合增速超 31%。2021 年下半年受关节国采影响，公司收入下降 26%至 7.61 亿元，随着集采陆续执行，公司产品入院数量不断增多，市占率不断提升，叠加海外市场拓展成效凸显，公司收入逐渐回归增长轨道，2024 年公司实现收入 13.46 亿元 (yoy+23.08%)。从利润端来看，2018-2020 年间公司归母净利润复合增速达 47%，2021 年受集采影响，收入下降，叠加公司计提价格折让的拨备 1.04 亿，归母净利润大幅下滑，2022 年在低基数下利润逐渐恢复，2023 年受行业整顿影响，非集采产品及定制化新产品入院受阻，归母净利润下滑 11%至 1.82 亿元。2024 年随着收入规模扩大，公司实现归母净利润 2.74 亿元 (yoy+50.42%)，盈利能力逐步修复。

2025 年上半年，公司收入和利润均保持增长，营业收入达 6.94 亿元，同比增长 5.65%；归母净利润达 1.61 亿元，同比增长 15.34%，我们认为随着公司定制化 3D 打印等高毛利率产品放量、海外业务不断拓展，叠加 VTS 和手术机器人等智能化产品赋能下关节业务市占率有望持续提升，公司有望保持较好的发展态势。

图3. 爱康医疗 2018-2025H1 营业收入情况（亿元）


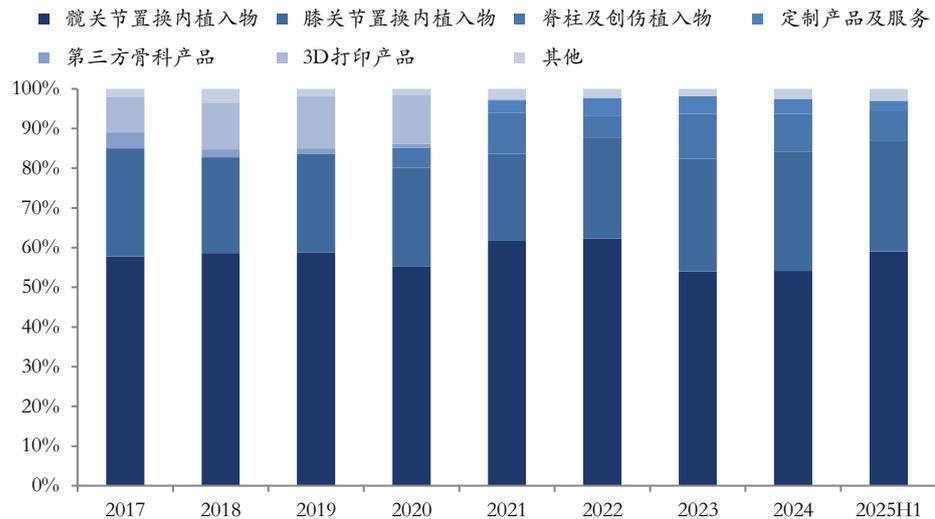
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图4. 爱康医疗 2018-2025H1 归母净利润情况（亿元）


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

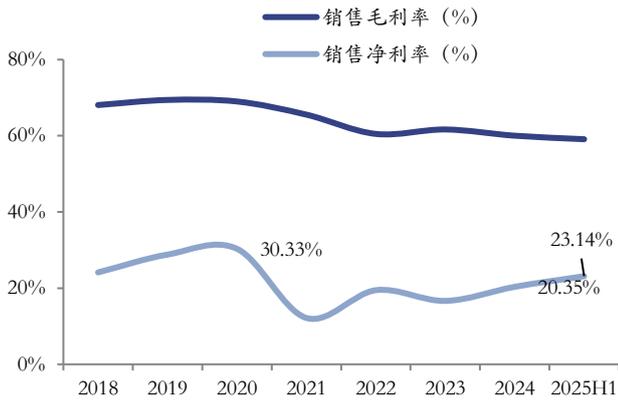
关节置换内植入物为公司主要产品，占比在 80%以上。公司产品包括髋关节、膝关节置换内植入物、脊柱及创伤植入物、定制产品及服务等，其中髋关节和膝关节置换内植入物是公司最核心的收入来源，两者合计占比一直在 80%以上。2020 年，公司收购美敦力康辉旗下理贝尔品牌所有股权，补齐脊柱和创伤植入物产品线，脊柱和创伤植入物收入占比逐步提升至 10%左右，定制产品及服务虽然占比较低，但为公司未来的重要增长潜力和差异化竞争优势所在，在国家带量采购政策的逐步实施的背景下，传统关节产品价格承压，我们认为有定价优势的创新产品(如 3D 打印定制化解决方案)有望成为公司新的利润增长点。

图5. 爱康医疗 2017-2025H1 营业收入构成（分产品）

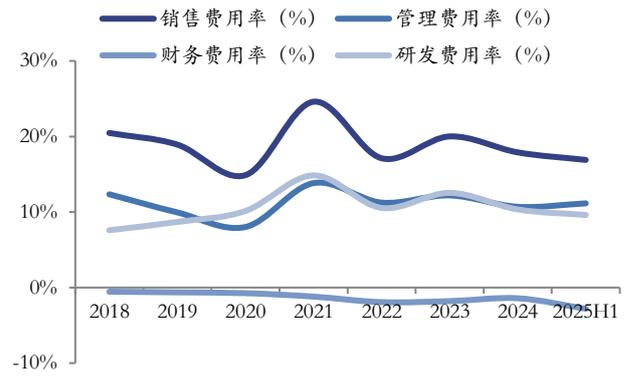


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

集采影响逐步消退，盈利能力稳步提升。2018-2020 年间随着公司收入规模扩大，销售及管理费用率逐步下降，销售净利率稳步提升，2020 年公司销售净利率达 30.33%。集采落地后，公司销售毛利率显著下滑，随着收入增长，以及公司精细化管理等降本增效措施成效凸显，销售净利率稳步提升，2024 年销售净利率达 20.35%，2025H1 公司销售净利率进一步修复至 23.14%。从费用端来看，2021 年因收入规模下滑，导致销售、研发及管理费用率均显著上升，近年来随着数字化转型及市场活动效率提升，公司销售费用率有所下降，2025H1 公司销售费用率为 16.90%（相较于 2024 年末下降 1 个百分点），研发费用率较为稳定，2024 年末和 2025H1 分别为 10.34%和 9.61%。我们认为随着公司传统产品集采后价格趋于稳定，并随着规模扩大，规模效应凸显，叠加创新产品放量带来毛利率提升，费用率逐步优化，公司盈利能力有望不断增强。

图6. 爱康医疗 2018-2025H1 毛利率与净利率情况


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图7. 爱康医疗 2018-2025H1 费用率情况


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

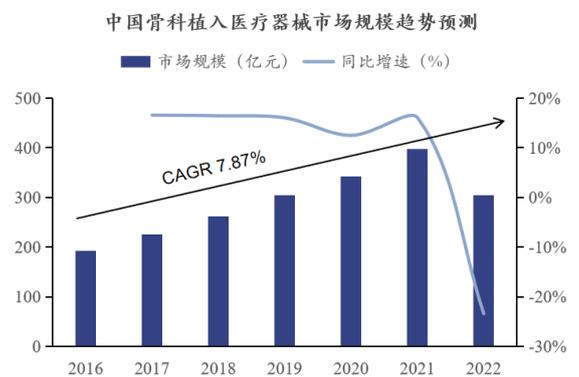
2. 集采放量+国际化程度加深，关节市占率不断提升

2.1. 老龄化催生骨科手术需求，关节手术量增速较快

老龄化驱动骨科市场持续扩容。骨科植入器械即通过手术被植入人体内用以维持、支撑及修补人体骨骼的器件和材料，可进一步细分为脊柱类、创伤类、关节类及运动医学类。骨科疾病发病率与年龄相关性极高，随着年龄的增长，人体发生骨折、脊柱侧弯、脊椎病、关节炎、关节肿瘤等骨科疾病的概率大幅上升，驱动骨科医疗器械市场持续成长，根据器械汇《蓝皮书》数据，我国骨科植入物市场规模从 2016 年的 193 亿元增长到 2021 年的 397 亿元，2022 年受集采落地影响，市场规模缩小至 304 亿元，2016-2022 年复合增速为 7.87%。虽然骨科主要细分领域产品均已纳入集采范围，但考虑到人口老龄化趋势下，整体骨科患病人群有望持续扩大，骨科疾病的诊疗需求驱动骨科植入物市场持续扩容。

图8. 骨科植入器械分类及市场规模情况

分类	主要产品内容	主要用途
脊柱类	颈椎及胸腰椎内固定系统、颈椎前路钢板、椎间融合器等	用于脊柱退变性疾病、脊柱骨折、脊柱畸形、肿瘤及感染等脊柱疾病的治疗
创伤类	接骨板、中空螺钉、髓内钉、外固定支架等	用于人体四肢、肋骨、手指、足踝、骨盆等部位的创伤性骨折、骨骼畸形的治疗
关节类	髌、膝、肩、肘等人工关节假体	用于骨关节炎、类风湿性关节炎、股骨头坏死、关节周围的重度骨折等疾病的治疗
其他	运动医学、骨修复材料	用于运动损伤及其他骨损伤的治疗



资料来源：威高骨科招股说明书，爱得科技招股说明书，器械汇《蓝皮书》，信达证券研发中心

骨关节炎患病人群和治疗率双重提升，驱动关节手术量快速增长。在老龄化趋势下，骨关节炎患病人数持续提升，据沙利文研究，2020 年我国重度骨关节炎患病人数达到 3220 万，预计 2030 年将达 4010 万，关节置换手术作为治疗重度骨关节炎的主要手段之一，随着居民医疗支付意愿提高，叠加集采降价使得关节置换手术的手术成本大幅下降，我们预计更多关节置换手术需求量将被释放。

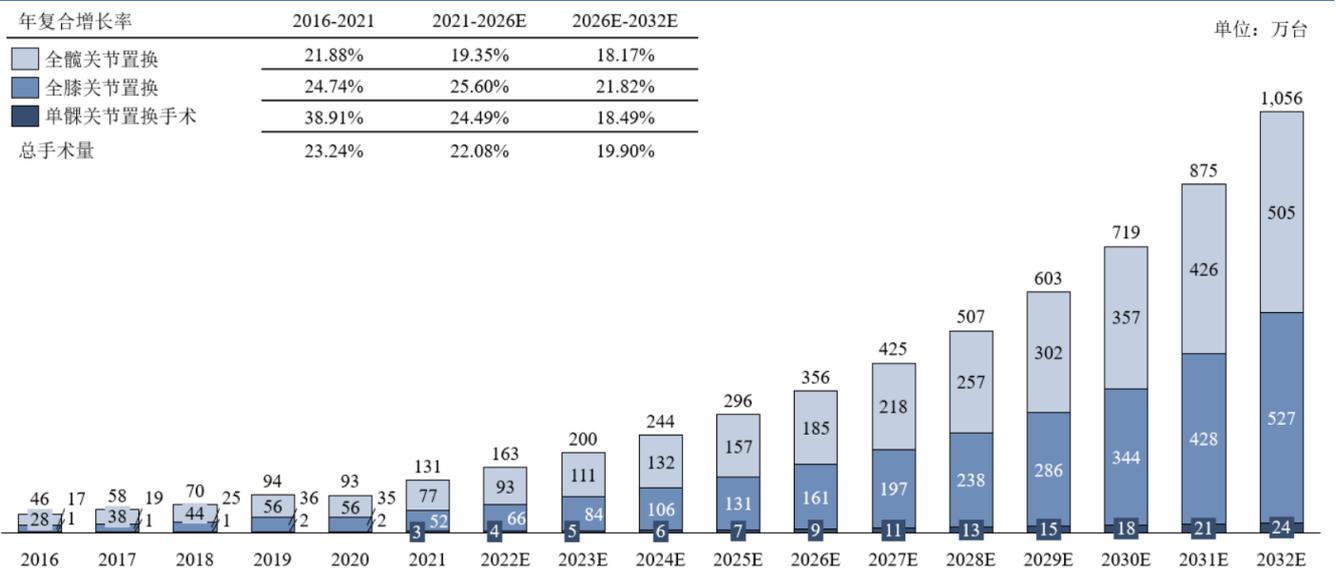
表1. 关节置换手术分类

手术类型	适应人群	手术难点	术后并发症
全髌关节置换术 (THA)	我国需要进行髌关节置换的患者数量约有 750 万，市场空间大	THA 在手术难度分级中为最高级 4 级。难点在于髌关节假体的精准安装、手术视野暴露要求高，不当安装易造成术后髌关节早期脱位及假体的早期松动。	髌关节脱位、假体松动、深静脉血栓、感染、压疮等
全膝关节置换术 (TKA)	适用于全膝关节置换术的患者 70% 左右是老年人，我国人口基数庞大，随着人口老龄化程度日益加深，严重关节炎患者数量不断增加	TKA 在手术难度分级中为最高级 4 级。依赖手术工具和医生手术经验，难以实现精准截骨，易造成下肢力线恢复不良、关节间隙不平衡，患者术后满意度较低。	感染、假体位置不良、假体松动、假体下沉、髌骨轨迹不良等
单髌关节置换术 (UKA)	传统 UKA 主要适用于膝关节单间室退行性病变的患者	UKA 在手术难度分级中为最高级 4 级，学习曲线较长，小切口下手术操作难度高，UKA 术后早期脱位率、翻修率较高	假体脱位、假体松动、平台骨折、血栓栓塞、感染、髌股关节并发症、血管神经并发症等

资料来源：健嘉医疗招股说明书，信达证券研发中心

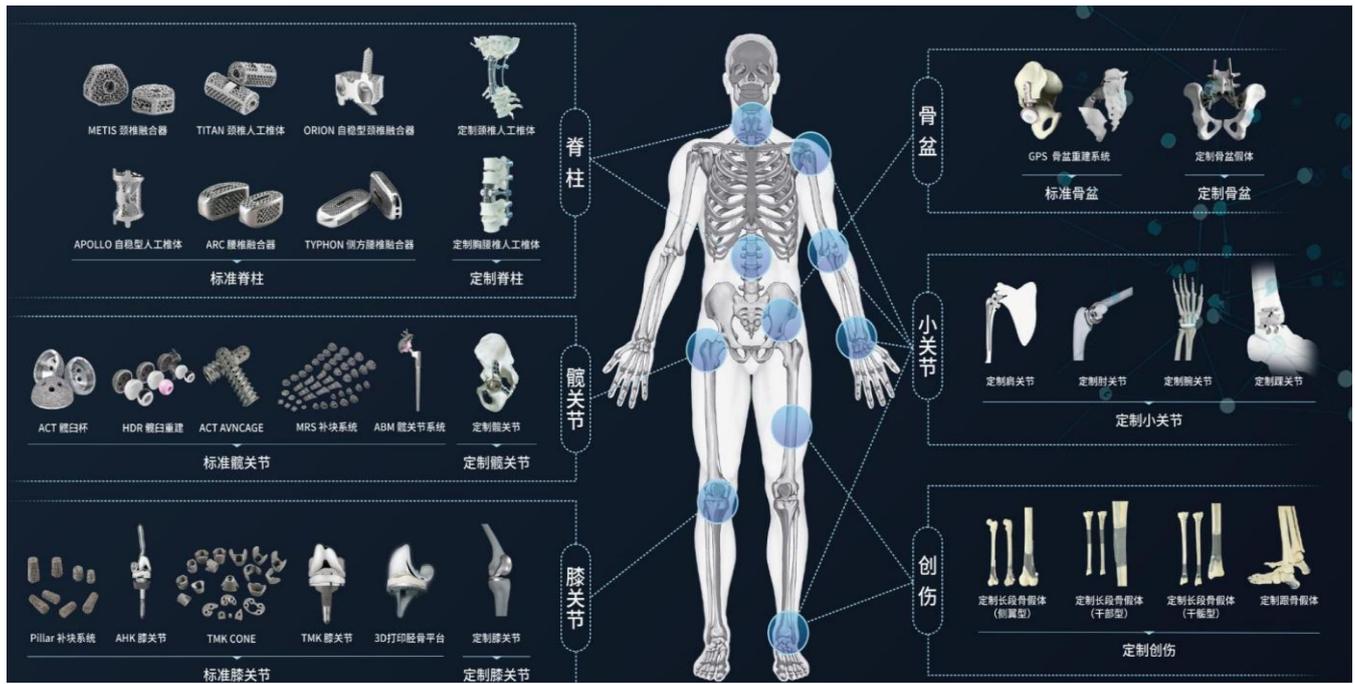
根据灼识咨询数据,2021年我国关节置换手术量131万台,其中全髋关节置换手术(THA)总计约77万台,全膝关节置换手术(TKA)总计约52万台,单髁关节置换手术(UKA)共计约3万台,预计2032年分别达到505万台、527万台、24万台,预计2026-2032年间的年复合增速分别为18.17%、21.82%、18.49%,关节置换手术总量预计达到1056万台,2026-2032年间的年复合增速约为19.9%,保持较快增长速度。

图9. 中国关节置换手术量



资料来源: 健嘉医疗招股说明书, 灼识咨询, 信达证券研发中心

关节置换手术中用到骨科植入物为关节假体产品,按涉及的部位不同,可分为髋、膝、肩、肘以及部分小关节,主要以髋关节假体产品(股骨柄、髋臼、内衬、球头、双极头)和膝关节假体产品(平台垫、平台托、股骨髁、髓针、调整垫)为主。髋关节产品结构设计的主要创新点相对集中在髋臼杯、股骨柄及髋臼杯与内衬之间的配合机制,而膝关节在产品结构上往往考虑股骨髁与髌骨之间的配合、股骨髁与胫骨垫之间的配合、胫骨垫与胫骨托之间的配合,以及股骨髁及胫骨托改良设计。

图10. 关节植入物产品情况


资料来源：爱康医疗 AKMedical 公众号、信达证券研发中心

2.2. 国内：集采加速国产化进程，非集采产品放量提振盈利能力

我国骨科行业发展较晚，早期史赛克、强生、美敦力、捷迈邦美、施乐辉等欧美等外资企业凭借较强的技术优势、品牌影响力及资本实力，占据主要的市场地位。2021年6月，《国家组织人工关节集中带量采购公告(第1号)》正式发布，拉开骨科耗材全国集采的序幕，随后河南十二省创伤带量采购、京津冀“3+N”创伤带量采购、骨科脊柱类耗材国家集采相继推进，截止2023年底，包括关节、创伤、脊柱、运动医学在内的骨科四大领域基本实现集采全覆盖，骨科耗材带量采购改革已进入常态化阶段。

表2. 关节置换手术分类

集采项目	主要数据	结果与影响
人工关节集中带量采购 (2021年9月)	首年意向采购量：54万套（占全国需求量90%） 髌关节价格：从3.5万元降至7000元 膝关节价格：从3.2万元降至5000元 - 平均降价幅度：82%	44家企业870个产品中选 总需求量：57.54万套 国产需求量：28.91万套（50.2%） 进口需求量：28.63万套（49.8%）
河南十二省联盟骨科创伤类医用耗材带量采购 (2021年11月)	中选情况：71家企业，20751个产品中选 - 平均降价幅度：88.65%	每年节省金额：75.83亿元 国产需求量：939190套（96.7%） 进口需求量：32115套（3.3%） 覆盖5.6亿人

京津冀“3+N”联盟骨科

创伤类医用耗材带量联动
 采购
 (2022年2月)

中选情况：89家企业，20026个产品中选
 - 平均降价幅度：83.48%

节省金额：每年节省59.17亿元
 -天津市预计节省：1.39亿元

脊柱类耗材集中带量采购
 (2022年9月)

医疗机构：6426家申报
 申报需求量：120万套（不含骨水泥），171家企业参与申报，152家脊柱集采中选企业
 - 平均降价幅度：84%

节省费用：每年节省约260亿元
 国产需求量：101万套（84%）
 进口需求量：19万套（16%）

运动医学类集中带量采购
 (2023年9月)

参与企业：128家参与，126家中选
 - 平均降价幅度：74%

市场规模：约90亿元（19个品种）
-节省费用：每年节省约67亿元

人工关节集中带量采购协议
 期满后接续采购
 (2024年4月)

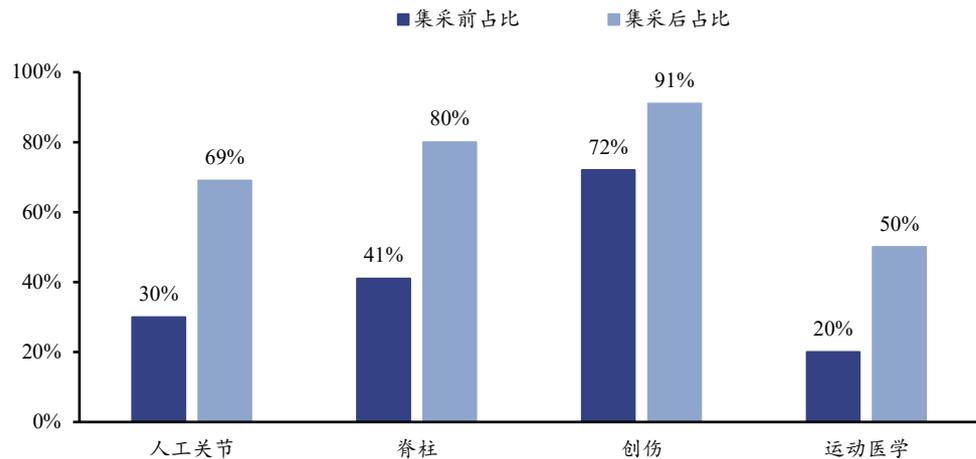
医疗机构：6281家填报
 采购需求达58.16万套
 54家企业中选

市场份额分布示例：

-陶对陶髋关节：正天医疗(22%)、爱康医疗(14%)、春立医疗(11%)
 -陶对聚髋关节：爱康医疗(14%)、春立医疗(13%)
 -膝关节：正天医疗(16%)、爱康医疗(16%)
备注：部分企业（如爱康医疗、威高骨科）实现提价

资料来源：新型生物材料与高端医疗器械广东研究院，信达证券研发中心

集采之下，骨科国产化率大幅提升。随着骨科集采推进，耗材价格大幅下降，平均降幅在70%-90%之间，终端产品入院价格大幅下降传导至出厂端，给骨科生产企业的盈利水平造成了压力，企业的成本控制能力面临较大的挑战，外资产品的市场份额逐渐被高性价比的国产产品侵占，骨科国产化率逐步提升，其中人工关节国产占比从30%增长到69%，脊柱国产占比从41%增长到80%，运动医学国产占比从20%增长到50%，创伤国产占比从72%增长到91%，骨科耗材市场呈现朝着“国产头部品牌集中”的趋势。

图11. 集采后骨科细分领域国产市占率变化


资料来源: Medtrend 医趋势, 信达证券研发中心

公司作为国内关节置换植入物头部企业, 把握集采机遇的同时, 积极丰富产品种类, 加速非集采产品入院, 国内业务保持较快增长。

①**集采产品有望保持稳定发展。**公司紧紧把握关节接续中标带来的发展契机, 在带量采购政策推动下, 逐步替代进口产品, 医院覆盖率持续提升, 公司已完成上海、广东、浙江、江苏等重点城市三甲医院的覆盖, 2025 年上半年高层级医院手术量提升 33%, 进一步展现了公司产品在临床终端的认可度。我们认为目前国内集采规则趋于温和、理性, 竞价规则转向质量优先, 且在“反内卷”政策倡导下, 骨科头部企业面临的价格下降压力较小, 比如公司髌、膝关节产品在 2024 年的《人工关节集中带量采购协议期满接续采购》中实现提价, 陶瓷-陶瓷(全陶)、陶瓷-聚乙烯(半陶)两类髌关节产品系统分别提价 15%和 12%, 膝关节产品系统提价近 16%。

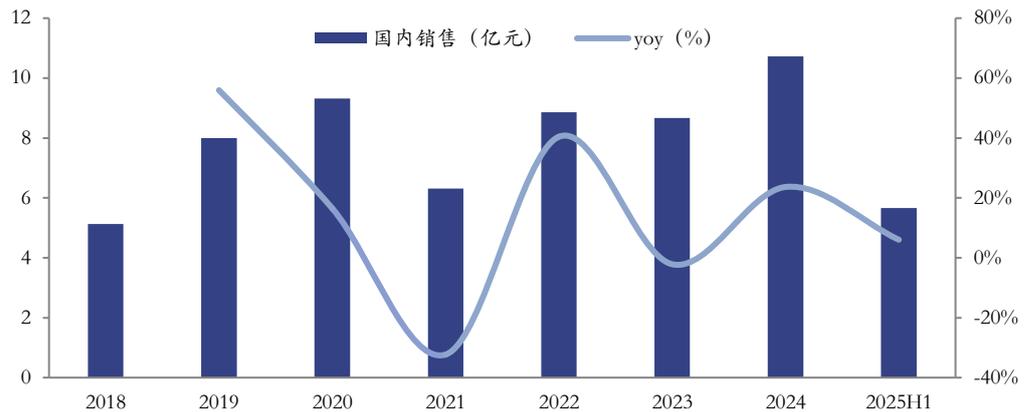
表3. 爱康医疗竞标产品及中标情况

爱康关节系统类别	2021 申报价(元)	2024 申报价(元)	差价(元)	价格变动幅度
陶瓷-陶瓷类	6,890	7,946	1,056	15.33%
陶瓷-聚乙烯类	6,290	7,041	751	11.94%
膝关节	4,599	5,323	724	15.74%

资料来源: 国家组织医用耗材联合采购平台, 爱康医疗 AKMedical 公众号, 信达证券研发中心

②**非集采产品放量, 有望提振公司盈利能力。**公司依托国家批准的定制产品资质和 3D 打印技术, 为复杂病例提供定制化植入物, 并持续推进技术替代进程, 提升国内产品的质量与竞争力, 丰富公司产品种类, 高附加值的非集采产品收入占比持续提升, 收入结构优化, 有望提振公司盈利能力。

随着集采产品和非集采产品销售进一步增长, 2024 年和 2025 年上半年公司国内收入分别为 10.72 亿元 (yoy+23.64%) 和 5.66 亿元 (yoy+6.03%)。

图12. 爱康医疗国内收入变化情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

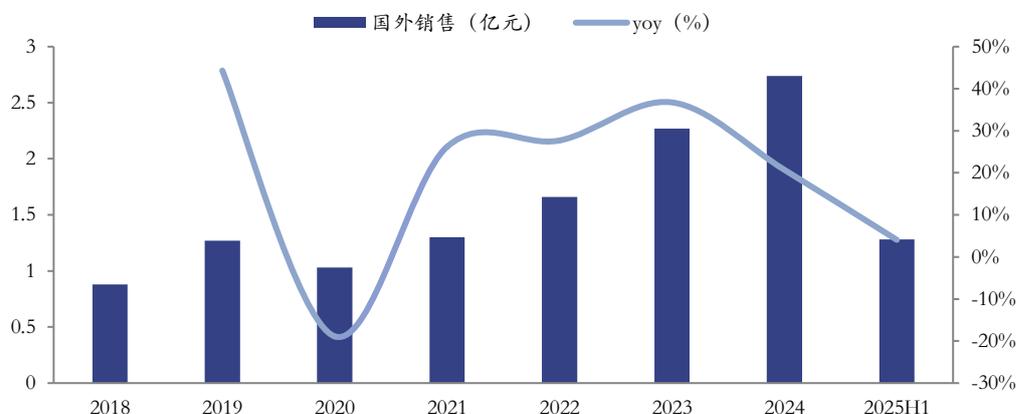
2.3. 海外：践行双品牌协同战略，国际市场发展空间可期

在海外市场，针对不同市场的差异化需求，公司采用双品牌战略，通过品牌、产品线和销售的互补，紧紧抓住国际市场的增长契机，实现海外市场增长。

“JRI”品牌源于2018年收购的JRI Orthopaedics Limited（世界上第一家生产带有羟基磷灰石涂层的髌关节植入物公司），作为植根欧洲市场的专业品牌，“JRI”品牌凭借逾50年的行业积淀及经临床验证的可靠产品性能，在国际高端医疗市场建立了卓越的品牌公信力，在英国拥有广大的客户群及延伸至众多国际市场的成熟分销网络，依托JRI品牌，公司在欧美高端市场竞争优势逐渐提升。

“AK”品牌以生产规模优势和相对灵活的商务政策为核心竞争力，主要针对新兴国家市场，公司依托“丝路健康国际交流项目”，积极开展国际交流，提升“AK”品牌在海外的知名度和影响力，持续扩大产品注册国别范围，2024年公司新增海外注册国家5个，注册准入进行中的国家有10个。

随着双品牌在海外市场持续发力，公司国外收入保持较快增长，2018-2024年均复合增速达20.8%，2024年公司国外收入达2.74亿元（yoy+20.70%），国外收入占比20.36%。

图13. 爱康医疗国外收入变化情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3. 强化数智化解决方案交付能力，打造新商业模式

3.1. 骨科手术微创化和精细化发展，推动机器人和数智化辅助系统使用

针对骨科疾患，手术是主要的治疗手段，而国内骨科手术多采用传统的“徒手操作”模式，存在“结构复杂、位置深、创伤大、判断难”的痛点，手术风险比较高，手术效果严重依赖于医生经验，复杂术式难普及。此外，骨科医生的学习曲线和成长周期较长，从而造成具有丰富临床经验的外科医生数量较少，无法满足市场需求。

随着微创化、智能化等先进临床理念的应用和推广，骨科微创外科手术和智能外科手术快速发展，骨科手术导航定位机器人发展应运而生，在术前可以实现个性化手术方案设计、在术中实现精准磨削、切割、钻孔操作，提高骨处理精度，降低对医生经验和技巧的依赖，实现植入假体的位置与术前规划更接近，提升手术质量，缩短术后康复周期，并从总体上降低医疗费用。此外，机器人操作难度不高，各级医疗机构的骨科医生经过短期培训即可学会对骨科手术导航定位机器人的使用，进而延长了骨科医生的“黄金执业时间”。

从行业发展来看，手术机器人于 20 世纪 90 年代中期进入骨科领域，1986 年，IBM 和加州大学戴维斯分校联合开发了髋关节置换术的智能系统，1992 年，美国 Integrated Surgical Systems 公司研发出用于关节置换的 ROBODOC，是第一个被 FDA 批准的主动性骨科手术机器人。2010 年前后，全球骨科领先企业如史赛克、捷迈邦美、施乐辉、美敦力等陆续通过收购合作补充了骨科机器人产品。国内如天智航、微创机器人、键嘉医疗、爱康医疗等企业也陆续推出了骨科机器人产品。

表4. 骨科机器人主要参与者情况

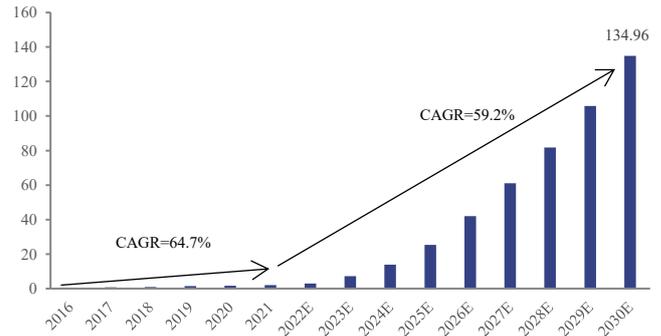
公司	名称	手术机器人主要适应领域	装机量	累计年手术量（万台）
史赛克	MAKO	关节	2000	200
捷迈邦美	ROSA	脊柱/关节	2000	-
施乐辉	CORI	关节	-	-
强生	VELYS	关节	-	-
美敦力	MAZOR	脊柱	-	-
天智航	天玑	脊柱/创伤/关节	-	12
微创医疗	鸿鹄	关节	-	-
键嘉医疗	ARTHROBOT	关节/创伤	-	-
爱康医疗	ibot、K3	关节	-	-

资料来源：MedRobot，史赛克官网，PR Newswire，天智航公告，MedicalExpo、键嘉医疗招股说明书，信达证券研发中心

从市场规模来看，随着医生对手术机器人产品功能、适用范围、临床精度、手术效果的认知加深，骨科医生对机器人智能辅助手术的接受度正逐步提升。根据沙利文数据，全球骨科手术机器人市场从 2016 年的 17.17 亿元增长到 2021 年的 122.75 亿元，年复合增速为 48.2%，预计 2030 年将达 567.40 亿元。国内骨科机器人发展较晚，2016 年市场规模约为 1700 万，2021 年达 2.06 亿元，预计 2030 年将达 134.96 亿元，保持快速发展趋势。

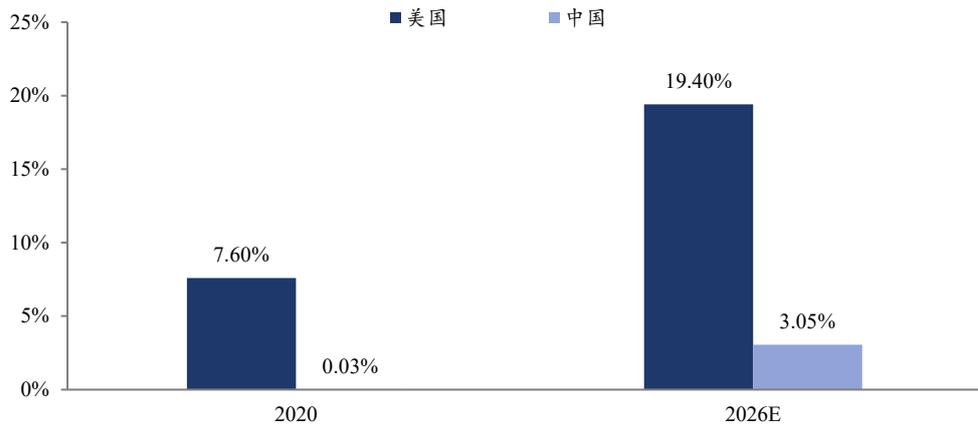
图14. 全球骨科机器人市场规模变化（百万元）


资料来源：精锋医疗招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图15. 中国骨科机器人市场规模变化（亿元）


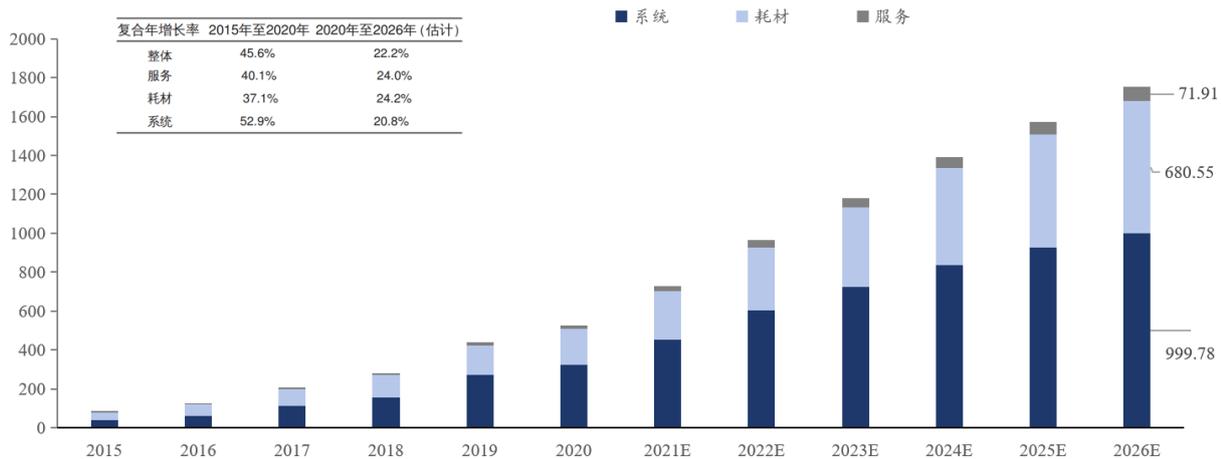
资料来源：键嘉医疗招股说明书，灼识咨询，信达证券研发中心

骨科机器人主要应用于关节、脊柱和创伤手术中，其中机器人辅助关节置换手术在这三个手术中属于应用最广泛且最复杂的一类。受关节炎患病率上升及对提升植入物存活率的需求提升所推动，全球关节置换手术机器人市场规模快速增长，其中美国市场发展较早，1990年开始进行机器人辅助关节置换手术，根据弗若斯特沙利文资料，美国机器人辅助关节置换手术2020年已达10万例，渗透率为7.6%，预计2026年渗透率有望提升至19.40%。而我国第一例机器人辅助关节置换手术发生在2016年，2020年约有243例机器人辅助关节置换手术，渗透率仅为0.03%，和美国相比存在较大的差距，预计2026年有望达3.05%。

图16. 机器人辅助关节置换手术渗透率变化


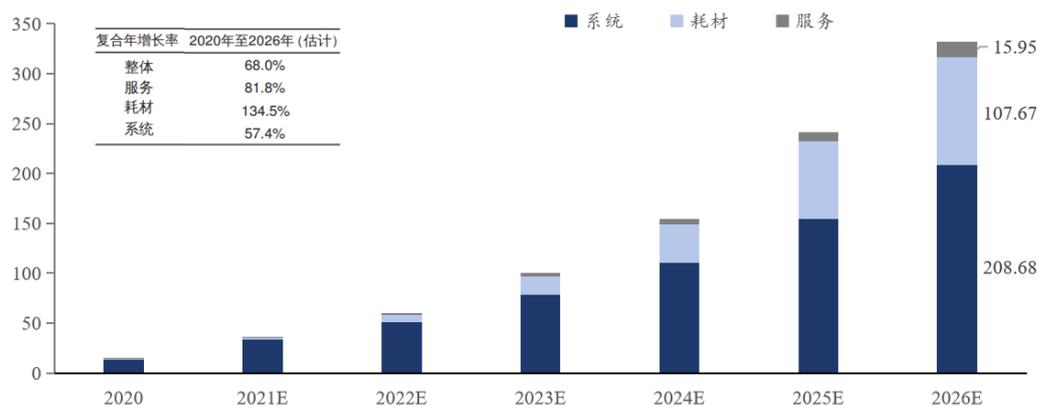
资料来源：微创机器人招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

目前手术机器人行业主流的商业模式为“系统+耗材+服务”，产品推广初期主要通过销售设备系统产生收入，随着手术机器人入院数量的增长和机器人辅助手术渗透率的提升，适配的植入假体、手术工具、服务收入持续提升，成为收入持续稳健增长的最主要驱动。根据弗若斯特沙利文的资料，美国关节置换手术机器人的市场规模由2015年的80.5百万美元增至2020年的526.7百万美元，复合年增长率为45.6%，预计2026年美国关节置换手术机器人的市场规模有望达17.54亿美元，其中服务市场规模约为0.72亿美元（占比4.1%），耗材市场规模约为6.81亿美元（占比38.8%），机器人系统规模约为10亿美元（占比57.0%）。

图17. 美国关节置换手术机器人市场规模情况 (2015-2026E, 单位: 百万美元)


资料来源: 微创机器人招股说明书, 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

中国关节机器人市场起步较晚, 但随着机器人辅助关节置换手术迅速普及, 市场规模快速扩大, 增长潜力较高。根据弗若斯特沙利文的资料, 中国关节置换手术机器人的市场规模 2020 年约为 1480 万美元, 预计 2026 年将增长到 3.32 亿美元, 复合年增长率为 45.6%, 其中服务市场规模约为 1595 万美元 (占比 4.8%), 耗材市场规模约为 1.08 亿美元 (占比 32.4%), 机器人系统规模约为 2.09 亿美元 (占比 62.8%)。

图18. 中国关节置换手术机器人市场规模情况 (2015-2026E, 单位: 百万美元)


资料来源: 微创机器人招股说明书, 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

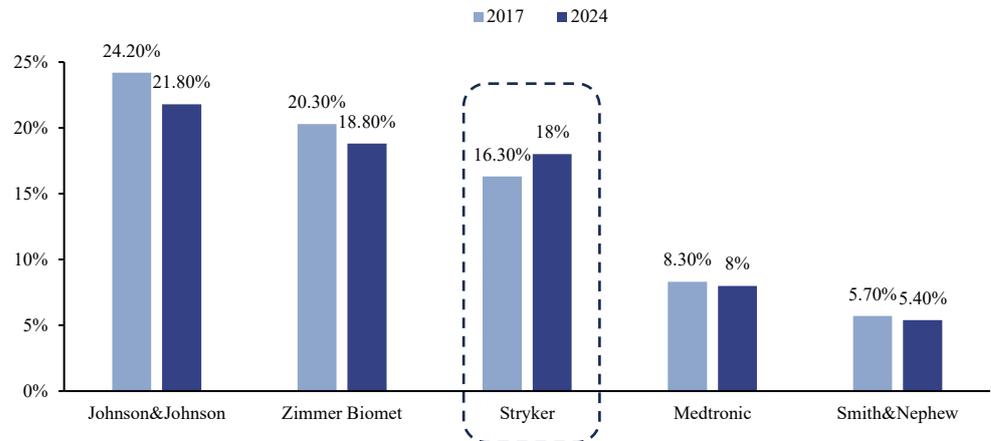
3.2. 他山之石: Mako 赋能, 史赛克关节业务快速发展

史赛克成立于 1941 年, 是全球骨科领域的领先企业之一, 史赛克骨科产品线主要包括膝盖、胯骨、脊柱等关节类和创伤类产品等。2013 年, 史赛克开始了对骨科手术机器人的探索, 收购了骨科手术机器人公司 Mako Surgical, Mako Surgical 公司的主要产品是 RIO 机器人, 应用于关节置换手术。并购完成后, 史赛克凭借其强大的全球商业渠道、临床培训体系和研发能力, 对 Mako 系统进行了持续的技术迭代和适应症拓展, 逐步将机器人技术、智能规划、植入物和动力工具全面整合, 搭建完整的数字化骨科解决方案。

随着与 Mako 手术机器人结合的深入, 史赛克打破传统行业内卷竞争, 成功开拓了骨科手术机器人的蓝海市场, 关节业务快速发展, 市占率持续提升, 根据 statista 数据, 史赛

克骨科市占率从 2017 年的 16.3% 提升至 2024 年的 18%，其中膝关节和髋关节市占率已达 25%。

图19. 全球骨科公司市占率变化（2017年 vs 2024年）



资料来源: statista, 信达证券研发中心

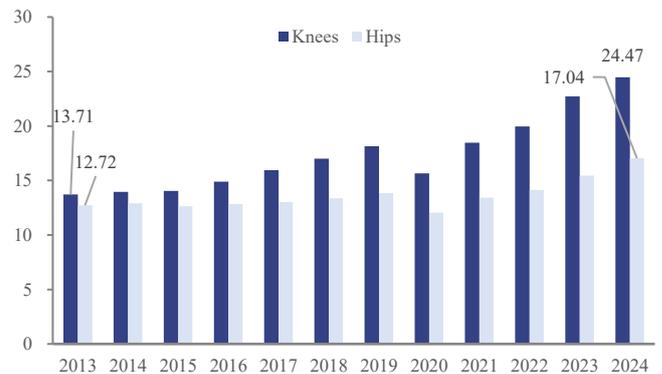
从公司收入变化来看，史赛克骨科业务收入从 2013 年的 40.04 亿美元增长到 2024 年的 90.77 亿美元，年复合增速 7.72%。其中膝关节业务收入从 2013 年的 13.71 亿美元增长到 2024 年的 24.47 亿美元，髋关节业务收入从 2013 年的 12.72 亿美元增长到 2024 年的 17.04 亿美元，保持较快的增长。我们认为史赛克在骨科行业地位不断提升，离不开以 Mako 为核心的数智化骨科生态系统赋能，根据公司 2024 年年报介绍，Mako 机器人目前已销往全球 45 个国家或地区，累计完成超过 100 万例 Mako 全膝机器人手术，以及 150 万例全髋机器人手术，未来随着 Mako 手术量持续上升，史赛克在传统关节市场的领导地位有望进一步夯实。

图20. 史赛克骨科收入规模变化（亿美元，%）



资料来源: ifind, 史赛克年报, 信达证券研发中心

图21. 史赛克膝关节和髋关节业务收入变化（亿美元）



资料来源: ifind, 史赛克年报, 信达证券研发中心

3.3. 国内骨科手术数智化先行者，打造“耗材+服务+设备”商业新模式

公司是国内数智化骨科解决方案的先行者，经过多年发展，已逐步构建起“术前规划方案提供-术中手术定位导航-术中手术机器人精准操作-个性化假体精准植入”的骨科数智生态闭环。

①2009 年开始布局 3D 打印技术，搭建了 3D ACT 三维精准构建技术平台，借数字化驱动

实现标准化假体制造与个性化医疗方案相结合，3D ACT 能够基于患者的 CT 数据，进行精准的三维骨骼模型重建、手术虚拟规划、植入物匹配以及 3D 打印定制化植入物设计，提供精准手术解决方案服务。

②2014 年，公司推出国内首个医工交互平台——iCOS 数字骨科定制产品与服务平台，基于 2 万余病例特征库，和医生进行实时交互，提供术前规划、病变区域模型打印、手术模拟、手术导板定制及个性化假体设计制造等一站式服务，提升术前准备精准度，降低手术风险。

图22. 爱康医疗 iCOS 数字骨科定制产品与服务平台



资料来源：爱康医疗 AKMedical 公众号，信达证券研发中心

③2022 年，公司推出国内首款关节 VTS 可视化智能辅助导航系统，运用可视化技术与智能算法，实时监测手术，整合术前影像数据处理、三维手术规划、术中可视化追踪功能，在髌白假体植入时达亚毫米级精准操作，提升全髌关节置换术疗效，缩短康复周期，助力关节置换手术从传统“经验依赖”模式向“数据驱动”精准化模式转变。截至 2024 年 12 月 31 日，VTS 可视化智能辅助导航系统辅助完成国内外累计超过 1000 台手术，服务全球 20 多个城市、30 多家医院，超 100 位医生，此外，VTS 可视化智能辅助导航系统于 2024 年 9 月实现首台海外销售，成功进军国际市场，同时彰显了 VTS 可视化智能辅助导航系统在全球医疗市场的竞争力和技术优势，助力公司海外业务拓展。

④2023 年，公司自主研发的髌关节手术机器人获批上市，2024 年膝关节手术机器人 K3 再获批，至此公司在数字骨科髌膝赛道完成全面布局。K3 智能手术机器人使用全自主研发机械臂，三轴机械臂操作可以将截骨量误差控制在 1 毫米以内，截骨面角度误差控制在 1° 以内，极大地提升了手术的一致性与可预测性，且具备独特的软组织平衡功能，使术者可以更好地进行术前计划，并切实有效地指导术中操作。

我们认为 K3 智能机器人上市将进一步提升爱康医疗的数智化骨科解决方案竞争能力，是公司数智化战略的关键落子，参考 Mako 对史赛克关节业务的赋能情况，我们认为爱康的

K3 机器人有望凭借着国产品牌优势，在国内快速装机，带动关节植入销售。此外，随着各省陆续发布手术规划、3D 模型、3D 导板、手术机器人的收费条目，公司有望打造“耗材+服务+设备”商业新模式，实现从“植入物制造商”向“智能化手术解决方案提供商”的战略升级。

图23. 爱康医疗数字化骨科全解方案



资料来源：爱康医疗 AKMedical 公众号，信达证券研发中心

4. 盈利预测与投资建议

综合以上分析,我们结合行业发展趋势和公司经营情况,分业务类别做出如下的关键假设:

(1) **髋关节置换内植入物**: 随着关节手术量逐步增长,叠加公司市场份额持续提升,我们预计 2025-2027 年销售额增速分别为 14.0%, 16.0%, 16.0%。

(2) **膝关节置换内植入物**: 随着关节手术量逐步增长,叠加公司 K3 机器人带动植入物销量提升,以及市场份额持续提升,我们预计 2025-2027 年销售额增速分别为 16.0%, 20.0%, 22.0%。

(3) **脊柱及创伤植入物**: 随着公司品牌力持续提升,我们预计 2025-2027 年销售额增速分别为 5.0%。

(4) **定制产品及服务**: 我们预计 2025-2027 年销售额增速分别为 3.0%。

(5) **其他**: 我们预计 2025-2027 年销售额增速分别为 20.0%

(6) **K3 骨科机器人**: 我们预计 2025-2027 年销售台数分别为 5、10、20 台,销售额增速分别为 100%。

表5. 爱康医疗业务拆分 (单位: 百万元、%)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计收入(百万元)	761.45	1052.06	1093.86	1346.38	1547.88	1811.17	2147.79
yoy (%)	-26.46%	38.17%	3.97%	23.09%	14.97%	17.01%	18.59%
毛利率 (%)	65.56%	60.49%	61.66%	60.03%	60.00%	60.00%	60.00%
分业务情况:							
1、髋关节置换内植入物	469.49	655.00	590.40	729.08	831.15	964.14	1,118.40
yoy (%)	-17.77%	39.51%	-9.86%	23.49%	14%	16%	16%
2、膝关节置换内植入物	167.39	266.42	311.35	405.11	469.93	563.91	687.97
yoy (%)	-35.13%	59.16%	16.86%	30.11%	16%	20%	22%
3、脊柱及创伤植入物	79.32	60.01	123.27	127.33	133.70	140.38	147.40
yoy (%)	53.10%	-24.34%	105.42%	3.29%	5%	5%	5%
4、定制产品及服务	23.32	46.95	49.59	51.34	52.88	54.47	56.10
yoy (%)		101.33%	5.62%	3.53%	3%	3%	3%
5、第三方骨科产品	1.54						
yoy (%)	-86.08%						
6、3D 打印产品							
yoy (%)							
7、其他	20.39	23.68	19.25	33.52	40.22	48.27	57.92
yoy (%)	17.86%	16.14%	-18.71%	74.13%	20%	20%	20%
8、K3 骨科机器人					20.00	40.00	80.00
单价 (百万元)					4	4	4
数量					5	10	20

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

根据以上假设,我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 15.48 亿元、18.11 亿元、21.48 亿元,同比增速分别为 15.0%、17.0%、19.0%,2025-2027 年实现归母净利润为 3.22 亿元、3.70 亿元、4.37 亿元,同比分别增长 18.0%、15.0%、18.0%,对应 2025 年

11月26日股价PE分别为18、16、13倍。

表6. 公司盈利预测情况

单位/百万	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1346	1548	1811	2148
(+/-)(%)	23%	15%	17%	19%
归母净利润	274	322	370	437
(+/-)(%)	50%	18%	15%	18%
毛利率 (%)	60.03%	60.00%	60.00%	60.00%
ROE(%)	10.38%	11.22%	11.80%	12.66%
EPS(元)	0.25	0.29	0.33	0.39
P/E	17.75	17.84	15.53	13.15
P/B	1.89	2.00	1.83	1.67

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (数据更新时间为 2025.11.26)

我们选取业务相关的春立医疗、威高骨科作为可比企业, 在 PE 估值法下, 2025-2027 年可比公司平均 PE 约为 35、29、24 倍。相较而言, 爱康医疗国内骨科数智化领先企业, 当前正处于快速发展期, 首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

表7. 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	币种	归母净利润 (亿元, 人民币)			2025PE	2026PE	2027PE
				2025E	2026E	2027E			
1858.HK	春立医疗	85.27	港币	2.58	3.33	4.14	30	23	19
688161.SH	威高骨科	119.20	人民币	2.93	3.44	4.03	41	35	30
均值							35	29	24
1789.HK	爱康医疗	62.77	港币	3.22	3.70	4.37	18	16	13

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 1. 市值截至 20251126; 2. 可比公司归母净利润数据来自 ifind 一致预期; 3. 汇率: 1 港币=0.917 人民币)

5. 风险提示

(1) 集采降价超预期风险。目前国家骨科耗材集采已常态化，随着集采规则趋于理性，在反内卷政策引导下，大幅降价可能性比较大，但部分地方联盟或接续采购若因财政压力而追求更低价，可能会进一步挤压出厂价和利润空间，影响公司盈利能力。此外，若集采扩面至3D打印定制化产品等，公司收入和利润增长也会受到扰动。

(2) 新产品推广不及预期风险。公司在3D打印、手术机器人等高端领域的前瞻布局是增长关键，但新产品市场推广存在不及预期的风险，以K3手术机器人为例，其在品牌认可度、临床使用案例积累上暂时处于劣势，若公司无法有效证明其产品的临床优势与成本效益，形成足够的标杆案例，可能导致装机速度变慢。此外，医院采购高端设备决策周期长、资本开支大，在医保控费背景下，其装机放量速度可能慢于预期。

(3) 技术升级和产品更新换代风险。如果公司未来不能准确判断市场对骨科行业发展趋势和产品的的需求，或者未能及时掌握新需求应具备的新的关键技术，公司将面临产品竞争力下降的风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,178	2,674	2,969	3,343	
现金	352	383	407	465	
应收账款及票据	577	623	664	716	
存货	489	516	574	644	
其他	761	1,152	1,324	1,518	
非流动资产	1,157	1,038	1,098	1,149	
固定资产	621	703	769	825	
无形资产	197	195	193	191	
其他	340	139	136	133	
资产总计	3,335	3,712	4,067	4,492	
流动负债	596	751	840	951	
短期借款	60	136	126	111	
应付账款及票据	152	172	199	234	
其他	384	443	514	606	
非流动负债	101	91	91	91	
长期债务	18	6	6	6	
其他	83	85	85	85	
负债合计	697	842	931	1,043	
普通股股本	10	10	10	10	
储备	2,611	2,843	3,109	3,423	
归属母公司股东权益	2,638	2,870	3,136	3,450	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	2,638	2,870	3,136	3,450	
负债和股东权益	3,335	3,712	4,067	4,492	
重要财务指标 单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1346	1548	1811	2148	
同比 (%)	23%	15%	17%	19%	
归属母公司净利润	274	322	370	437	
同比 (%)	50%	18%	15%	18%	
毛利率 (%)	60.03%	60.00%	60.00%	60.00%	
ROE%	10.38%	11.22%	11.80%	12.66%	
EPS (摊薄)(元)	0.25	0.29	0.33	0.39	
P/E	17.75	17.84	15.53	13.15	
P/B	1.89	2.00	1.83	1.67	
EV/EBITDA	12.00	11.97	10.27	8.72	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	1,346	1,548	1,811	2,148	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	538	619	724	859	
销售费用	241	263	312	369	
管理费用	144	160	187	221	
研发费用	139	170	196	232	
财务费用	-22	-24	-19	-20	
除税前溢利	320	374	430	508	
所得税	46	52	60	71	
净利润	274	322	370	437	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	274	322	370	437	
EBIT	297	351	411	487	
EBITDA	392	460	532	619	
EPS (元)	0.25	0.29	0.33	0.39	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	451	179	463	547	
净利润	274	322	370	437	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	95	109	121	131	
营运资金变动及其他	82	-253	-29	-21	
投资活动现金流	-393	-122	-319	-346	
资本支出	-162	-190	-185	-185	
其他投资	-231	68	-134	-161	
筹资活动现金流	-39	-26	-119	-142	
借款增加	8	64	-10	-15	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	-46	-90	-109	-127	
其他	-2	0	0	0	
现金净增加额	21	31	24	59	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。