

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

医药生物

骨科行业：集采影响逐步出清，国产化率持续提升

➤ 骨科有望迎来恢复性成长

骨科耗材为我国高值耗材领域最重要的子行业之一，主要分为创伤、脊柱、人工关节和运动医学四大类。目前骨科四大品类均已进行不同范围集采。随着政策落地，整体风险已逐步释放，后集采时代有望迎来恢复性增长。

➤ 骨科行业市场空间广阔，处于快速发展阶段

2020年我国骨科医疗器械市场空间为367亿元，其中创伤类为108亿元，脊柱类为105亿元，关节类为102亿元，运动医学类为27亿元。预计2025年整体市场空间达698亿元，2020-2025年复合增速为13.72%，快于全球增速（7.42%）。分产品线看，脊柱类和关节类市场空间大，且未来增速较快，2020-2025E市场空间CAGR分别为17%和13%。同时其国产化率（49%和55%）仍有提升空间，未来国产厂家有望迎来发展机遇。

➤ 集采推动国产化率不断提升

目前骨科四大品类已进行大规模集采。集采规则逐步科学、合理。企业中选率从最初河南12省联盟的70%提升至2023年运动医学国采的98%。同时价格降幅也更加温和，低价恶性竞争情况逐步减少。随着集采政策逐步落地，国产化率快速提升，如关节类产品国产化率从2020年的30%提升至2022年的55%，集采后国产化率和行业集中度有望快速提升。

➤ 投资建议：关注具备精细化管理能力，产品线齐全的国产企业

集采背景下，各公司面临激烈的竞争和成本管控压力，对其运营效率、渠道库存管控等提出较高要求。我们认为具备精细化管理能力，实现成本可控，同时具有丰富产线的龙头厂家，有望在市场中持续成长并保持竞争力。威高骨科为我国骨科耗材龙头，产品线齐全；大博医疗为创伤领域龙头，脊柱持续贡献营收增量。春立医疗为关节品类龙头之一，积极拓展新品类。爱康医疗深耕关节领域，创新技术领先。

风险提示：集采落地不及预期，集采续约规则收紧，新品研发和产品推广不及预期

相对大盘走势



作者

分析师：郑薇
 执业证书编号：S0590521070002
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

1、《医药生物：门诊统筹有望带动处方外流至零售药店》2024.04.21
 2、《医药生物：AACR 2024：SKB-264 肺癌数据亮眼，展现泛瘤种治疗潜力》2024.04.14

投资聚焦

骨科耗材属于医疗高值耗材领域，长期价格较高，被外资企业垄断。近年来骨科四大类产品的集采政策执行已相继落地，政策推进国产化率快速提升，国产企业有望迎来发展新机遇。

核心逻辑

- 1) **骨科行业市场空间广阔。**2020 年我国骨科医疗器械市场空间为 367 亿元，未来随着老龄化程度加深，预计 2025 年市场空间达 698 亿元，2020-2025 年复合增速为 13.72%，快于全球增速（7.42%）。
- 2) **集采推动国产化率不断提升。**目前创伤类和关节类集采已逐步落地，国产化率提升较快，关节类国产化率从 2020 年的 30% 提升至 2022 年的 55%。由于脊柱类产品集采落地时间为 2023 年，仍在落地执行阶段，未来国产化率有望快速提升。
- 3) **高运营效率、品类丰富厂家更具优势。**集采政策推行的背景下，成本控制变得尤为重要。各公司需要通过精细化管理，降低生产成本，并强化供应链管理，减少库存积压风险。同时产品线齐全厂家能够实现渠道协同，打开营收天花板。因此，具有高运营效率和多品类协同发展的骨科厂家在发展中更具优势。

不同于市场的观点

市场普遍认为，骨科各品类被集采之后，价格降幅较大，企业难以盈利，会对业绩造成负面影响。我们认为，虽然短期内集采会对国产企业造成一定影响，但集采本质是挤压经销商利润，促进国产替代，未来随着国产化率逐步提升，国产企业有望享受外资企业出清的行业红利。

投资看点

我们认为骨科行业在国产替代的背景下，具备精细化管理能力，实现成本可控，同时并具有丰富产线的龙头厂家，有望在市场实现强者恒强。我国相关企业有望迎来发展机遇。

正文目录

1. 骨科行业概览	5
1.1 中游耗材端为骨科核心品类	5
1.2 成本可控、品类丰富厂家更具优势	7
2. 骨科行业市场空间广阔	9
2.1 我国骨科增速较快，部分品类外资仍占据主导	9
2.2 老龄化推动骨科耗材扩容	10
2.3 集采促进国产替代加速	11
3. 关注具备精细化管理能力，产品线齐全的国产企业	18
3.1 威高骨科：骨科耗材龙头，产品线齐全	20
3.2 大博医疗：创伤领域龙头，不断补齐产品线	21
3.3 春立医疗：国产关节产品领先企业	22
3.4 爱康医疗：关节优秀企业，3D 打印技术领先	23
4. 风险提示	24

图表目录

图表 1：骨科行业发展历程	5
图表 2：骨科耗材上下游产业链	6
图表 3：骨科上游原材料发展历程	6
图表 4：各类骨科植入材料优劣势	6
图表 5：中游骨科耗材分类	7
图表 6：骨科植入物材料价格情况（以威高骨科为例）	8
图表 7：骨科各厂家产品线布局	8
图表 8：不同集采政策的竞价单元规则	9
图表 9：2015-2025E 全球骨科医疗器械市场空间	9
图表 10：2015-2025E 中国骨科医疗器械市场空间	9
图表 11：2015-2025E 骨科不同品类市场空间情况	9
图表 12：2019-2022 年骨科植入器械竞争格局	10
图表 13：1990-2022 年中国 65 岁人口数量和占比	10
图表 14：1950-2030E 中国各年龄组人数	10
图表 15：2021 年骨科疾病出院病人各年龄段占比情况	11
图表 16：2011-2021 年我国骨科医院住院手术人次	11
图表 17：集采政策规则对比	12
图表 18：2020 年中国骨科医疗器械市场份额情况	13
图表 19：2022 年中国骨科医疗器械市场份额情况	13
图表 20：创伤类集采基本情况梳理	13
图表 21：创伤类集采中选规则对比	13
图表 22：河南 12 省、28 省骨科联盟集采各厂家中标价对比	14
图表 23：2019 年创伤类植入医疗器械细分市场（按金额）	14
图表 24：河南 12 省骨科创伤类各厂家份额占比（按首年意向采购量）	14
图表 25：国家人工关节类集采品种及最高有效申报价	14
图表 26：2019 年关节类植入医疗器械细分市场（按金额）	15
图表 27：2021 年关节类国家集采中各厂家份额占比（按首年意向采购量）	15
图表 28：国家脊柱类集采品种及最高有效申报价	15
图表 29：2019 年脊柱类植入医疗器械细分市场（按金额）	16
图表 30：2022 年脊柱类国家集采中各厂家份额占比（按首年意向采购量）	16
图表 31：国家脊柱类集采各厂家中标价	16

图表 32: 国家运动医学类集采品种及最高有效申报价.....	17
图表 33: 2022 年运动类植入医疗器械细分市场 (按金额)	17
图表 34: 2023 年运动医学类国家集采中各厂家份额占比 (按首年意向采购量)	17
图表 35: 国家运动医学类各厂家中标价.....	18
图表 36: 2020-2023 年各骨科厂家毛利率对比.....	19
图表 37: 2020-2023 年各骨科厂家净利率对比.....	19
图表 38: 2020-2023 年各骨科厂家存货周转天数.....	19
图表 39: 2020-2023 年各骨科厂家应收账款周转天数.....	19
图表 40: 2017 年以来骨科各公司股价复盘.....	20
图表 41: 威高骨科发展历程	20
图表 42: 2013-2023 年威高骨科营收和归母净利润.....	21
图表 43: 2014-2023 年威高骨科各产品线营收.....	21
图表 44: 大博医疗发展历程	21
图表 45: 2014-2023 年大博医疗营收和归母净利润.....	22
图表 46: 2014-2023 年大博医疗各产品线营收.....	22
图表 47: 春立医疗发展历程	22
图表 48: 2011-2023 年春立医疗营收和归母净利润.....	23
图表 49: 2011-2023 年春立医疗各产品线营收.....	23
图表 50: 爱康医疗发展历程	23
图表 51: 2014-2023 年爱康医疗营收和归母净利润.....	24
图表 52: 2014-2023 年爱康医疗各产品线营收.....	24

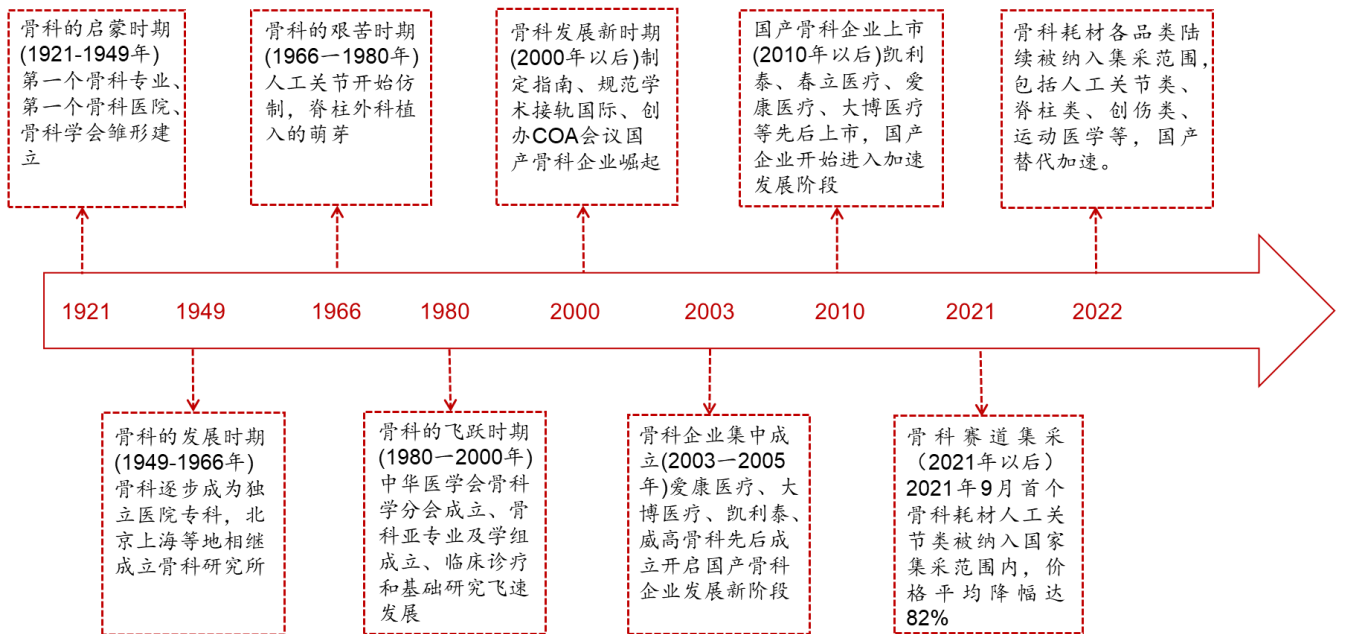
1. 骨科行业概览

我国骨科行业发展较为成熟，包括上游原材料端，中游产品端和下游医疗服务端。产品端根据不同应用场景分为创伤类、脊柱类、人工关节类和运动医学类产品。目前该行业已存在较多公司，竞争激烈。我们认为只有掌握核心技术，实现成本可控，同时产品线丰富的厂家才更具竞争优势。

1.1 中游耗材端为骨科核心品类

20 世纪初，得益于留学归国的医生，西式骨科治疗方法被逐步引入。改革开放以后，骨科作为医疗重要分支得到快速发展。21 世纪以来，随着生物材料、骨再生医学等前沿领域研究兴起，推动中国骨科进一步发展。威高骨科、大博医疗等骨科企业逐渐成立，并相继 IPO 上市，逐步做大做强。

图表1：骨科行业发展历程



资料来源：《中国骨科发展史简要回顾与展望》，国联证券研究所

骨科产业链覆盖从原材料供应到最终医疗服务的全过程，分为上游、中游和下游三个主要环节。上游为原材料供应端，包括金属材料、生物陶瓷、高分子材料等。中游为产品端，主要生产满足各项临床应用的骨科耗材产品。下游为终端医疗服务，通过医疗器械分销商、医院直接销售等渠道将产品推向市场。

图表2：骨科耗材上下游产业链



资料来源：爱得科技招股说明书（申报稿），国联证券研究所

● 上游原材料端

骨科耗材为植入人体的高风险医疗器械，对原材料的生物相容性、力学强度、可加工性等要求较为严格，核心原材料仍以进口厂商居多。

第一代植入物只强调刚度和生物惰性，不具有降解特性，易在患者体内形成纤维组织包膜，不利于患者伤口愈合，因此第二代材料的发展主要解决可降解性问题。同时为了刺激组织再生，加速愈合，第三代生物材料被设计成三维多孔结构。未来随着技术进步，有望向着第四代仿生材料发展，更加贴合人体骨骼正常愈合过程。

图表3：骨科上游原材料发展历程



资料来源：《Biomaterials in Orthopedic Devices: Current Issues and Future Perspectives》，国联证券研究所

植入物材料各具优劣，短期内难以互相替代。目前骨科植入材料主要分为金属材料和非金属材料两类。金属材料属于第一代植入物概念，钴、镍等具有良好的机械强度和生物惰性，能够决定植入物在骨骼中的固定质量。随着高分子材料的不断发展，聚合物使用正逐步增加，同时生物陶瓷也进一步提高植入物的生物相容性、可降解性等。

图表4：各类骨科植入材料优劣势

类别	优势	劣势
金属材料		
不锈钢	易制造、价格便宜	过敏反应
钴铬基合金	高耐腐蚀性、耐磨性	早期种植体松动率高，制造困难

钛基合金	生物相容性好、耐腐蚀性	昂贵
镁基合金	生物降解性、生物相容性好	机械强度低、降解过快
非金属材料		
聚乙烯/超高分子量聚乙烯	低摩擦阻力、生物相容性好	因磨损、骨质溶解易产生碎屑
聚甲基丙烯酸甲酯	良好的拉伸性能和强度	长期使用会产生水泥破裂
生物陶瓷	生物相容性好，高硬度、高耐磨性和可降解性	生产成本高、部分材料会导致发炎

资料来源：《Biomaterials in Orthopedic Devices: Current Issues and Future Perspectives》，国联证券研究所

● 中游产品端

中游主要是生产满足各项临床应用的骨科耗材产品，根据应用场景可分其为创伤类、脊柱类、关节类和运动医学类。中游厂家需要掌握产品的生产工艺、完整的生产体系、布局完善的产品技术专利以及下游的代理商管理等，目前我国厂商包括强生、美敦力等进口厂家和威高骨科、大博医疗等国产厂家。

图表5：中游骨科耗材分类

类别	主要产品	特点	适应症	图例
创伤类	<ul style="list-style-type: none"> 植入医疗器械：接骨板、接骨螺钉、髓内钉、外国定支架、骨针骨板 	<ul style="list-style-type: none"> 创伤类骨科器械可分为内固定与外固定两种 主要应用于人体上下肢、骨盆、髌部、手部及足踝等部位的病理性、创伤性骨折 	主要用于交通事故和摔倒、跌落等意外所导致的各种四肢骨折损伤复位、固定及功能锻炼。	
脊柱类	<ul style="list-style-type: none"> 植入医疗器械：椎体植入物、钛网、融合器 手术器械：脊柱微创类、耗材(支架和导管类) 	<ul style="list-style-type: none"> 因为技术风险高且需要有丰富经验的医生操刀，早期多集中于大型三级医院类开展相关手术。 	用于各类畸形、肿瘤和骨折以及退化、椎体与椎间盘脱位等	
关节类	<ul style="list-style-type: none"> 植入医疗器械：人工髋关节、人工膝关节、人工肩关节、人工肘关节 	<ul style="list-style-type: none"> 包含各类人工关节假体，其中髋关节和膝关节是应用最广泛的两类假体，帮助患者恢复行动能力 研发门槛高、生产工艺复杂、市场准入较难且对材料的稳定性、生物相容性有较高要求 	用于置换或重建因关节炎、骨质增生、风湿、骨肿瘤或者过度运动损伤等造成骨损伤或者周围骨缺损	
运动医学类	<ul style="list-style-type: none"> 植入医疗器械：骨科修复材料、运动医学产品 手术器械：关节镜等 	<ul style="list-style-type: none"> 主要用于运动损伤如筋膜、肌肉、韧带等软组织及其他骨类损失 根据受伤部分可分为肩部、肘部、腕部、脚踝等部位损伤 	用于关节韧带损伤修复及重建和骨科内固定。	

资料来源：中国骨科耗材市场现状深度调研与投资战略预测报告，头豹研究院，国联证券研究所

● 下游医疗服务端

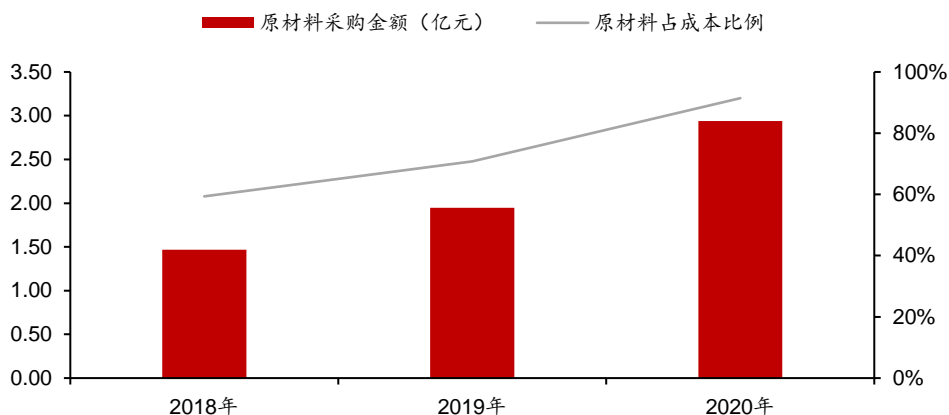
下游应用端包括经销商、配送商和医院终端。在实际销售过程中，经销商能够为医生提供品类齐全产品，同时提供跟台服务，因此骨科耗材终端销售对经销商依赖程度较高。

1.2 成本可控、品类丰富厂家更具优势

部分原材料研发壁垒较高，长期依赖进口厂商。以威高骨科为例，原材料占植

入物生产成本的比例从 2018 年的 59.36% 提升至 2020 年的 91.43%。目前我国大多数制造工厂未掌握规模化、高纯度生产的技术。上游原料如生物陶瓷、超高分子量聚乙烯等仍需从美国、欧洲等海外厂商进口，成本居高不下。因此，若国产厂家未来能实现原材料的生产突破，有望提升利润水平。

图表6：骨科植入物材料价格情况（以威高骨科为例）



资料来源：威高骨科招股书；国联证券研究所

多品类打开营收天花板。海外骨科巨头如强生、捷迈均实现脊柱、创伤、关节和运动医学品类全覆盖。国内厂家如威高骨科、大博医疗等亦具有丰富品类，单产品增长天花板较低，只有齐全的产品线才能助力公司较好发展。

图表7：骨科各厂家产品线布局

各厂家	营收* (亿美元/亿元)	脊柱类	创伤类	关节类	运动医学类
强生	\$ 152.69 ¹	✓	✓	✓	✓
史赛克	\$ 42.24 ²	✓	✓	✓	
美敦力	\$ 40.71 ³	✓	✓		
捷迈	/	✓	✓	✓	✓
威高骨科	¥ 8.05	✓	✓	✓	✓
大博医疗	¥ 7.50	✓	✓	✓	✓
爱康医疗	¥ 6.49	✓	✓	✓	
春立正达	¥ 5.41	✓	✓	✓	✓
凯利泰	¥ 5.23	✓	✓	✓	✓
三友医疗	¥ 2.82	✓	✓		
天津正天	/	✓	✓	✓	

资料来源：*为 2023 年中报数据，¹为医疗设备营收医械汇，²为骨科产品，³为医疗外科产品，国联证券研究所

单品种细分产品齐全在集采中更具优势。国家脊柱类集采文件中指出，厂家主要部件齐全才有可能进入 A 组，如果主要部件缺少特定产品，将可能被分配到 C 组。同时国家人工关节类集采也提出，根据同一产品类别下所有不同产品系统使用量，统一计算各企业对应的意向采购量，意味着品类丰富的企业，其对应采购量天花板更高，更有机会进入 A 组。

图表8：不同集采政策的竞价单元规则

政策类别	竞价单元规则
国家脊柱类集采	1.主要部件齐全且能供应全国所有地区的企业，按医疗机构采购需求量从多到少依次排序，取该产品系统类别累计采购需求量前85%(含)所涵盖的企业进入A竞价单元。 2.主要部件齐全且能供应全国所有地区但未进入A竞价单元的企业，或主要部件齐全但不能满足供应全国各地区的企业进入B竞价单元。 3.产品系统类别中,主要部件具备钉塞棒(板),但缺少“产品系统类别”中规定的其他任意主要部件的企业进入C竞价单元。
国家人工关节类集采	同时满足如下条件的申报企业进入A组，其他进入B组： 1.以申报企业为单位，合并同一申报企业同一产品系统类别下所有不同产品系统，按医疗机构意向采购量从多到少依次排序，取累计意向采购量前85%所涵盖的企业； 2.企业承诺满足所有联盟地区全部地市采购需求； 3.除陶瓷-陶瓷类髋关节产品系统和膝关节产品系统外，企业申报的陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统、合金-聚乙烯类髋关节产品系统的髌白内衬至少有一个产品系统具备高交联聚乙烯或高交联聚乙烯（含抗氧化剂）材质。

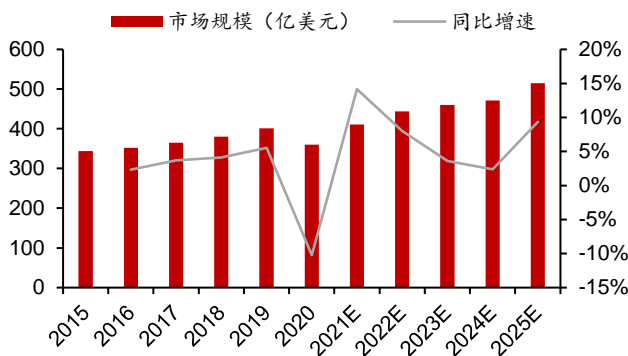
资料来源：《国家组织骨科脊柱带量集采文件》，国联证券研究所

2. 骨科行业市场空间广阔

2.1 我国骨科增速较快，部分品类外资仍占据主导

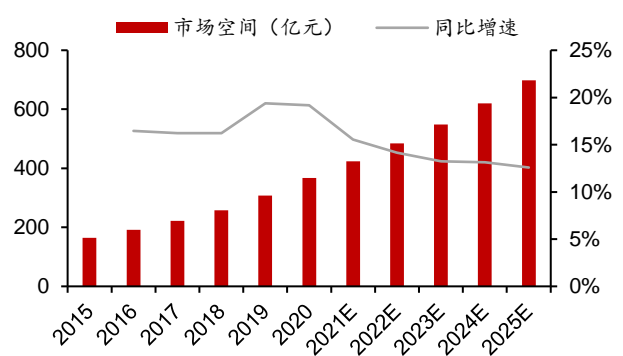
2019年全球骨科医疗器械市场空间为401亿美元，2015-2019年复合增速为3.91%，预计2020-2025年复合增速达7.42%，整体处于成熟发展态势。而我国仍处于高速发展阶段，2020年我国骨科医疗器械市场空间为367亿元，2015-2020年复合增速为17.48%，预计2021-2025年复合增速为13.72%，快于全球增速。

图表9：2015-2025E全球骨科医疗器械市场空间



资料来源：南方医药经济研究所，Evaluate MedTech，国联证券研究所

图表10：2015-2025E中国骨科医疗器械市场空间



资料来源：南方医药经济研究所，米内网，国联证券研究所

2020年我国创伤类、脊柱类和关节类产品市场空间较接近，均接近100亿元。其中关节类增速较快，预计2020-2025年复合增速为16.87%，而脊柱类和创伤类分别为12.95%和11.84%。运动医学类正处于发展起步阶段，目前市场空间较小，仅为27亿元，未来随着健康运动意识不断加强，有望迎来发展，预计2020-2025年复合增速达19.93%。

图表11：2015-2025E骨科不同品类市场空间情况

品类	市场空间 (亿元)			年复合增速	
	2015	2020	2025E	2015-2020	2020-2025E
创伤类	51	108	189	16.19%	11.84%
人工关节类	40	102	222	20.82%	16.87%

脊柱类	47	105	193	17.44%	12.95%
运动医学类	12	27	67	17.61%	19.93%

资料来源：南方经济研究所，米内网，国联证券研究所

国产厂家发展势头强劲，进口厂家市场份额逐步减少。受集采政策影响，骨科植入器械降价幅度较大，国产替代趋势明显。根据Eshare医械汇数据，骨科植入器械五大进口厂家市场份额占比从2019年的37.10%减少至2022年的33.17%。

产品线齐全厂家更具竞争优势。无论是国内外厂家，多品类有利于企业提升知名度，实现渠道协同，如海外骨科巨头强生、国产龙头威高骨科等厂家，基本实现全品类覆盖。

图表12：2019-2022年骨科植入器械竞争格局

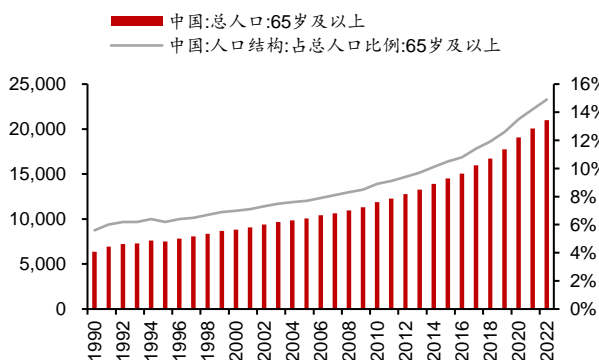
序号	类别	公司	产品线	市占率			营收(亿元)		
				2019年	2021年	2022年	2019年	2021年	2022年
1	进口	强生	关节、脊柱、创伤、运动医学	12.85%	13.00%	11.26%			
2	进口	施乐辉	关节、创伤、运动医学	4.15%	4.50%	6.64%			
3	进口	捷迈邦美	关节、脊柱、创伤	8.55%	8.00%	6.30%			
4	国产	威高骨科	关节、脊柱、创伤、球囊、运动医学	5.12%	5.26%	6.08%	15.74	21.54	18.48
5	进口	史赛克	关节、脊柱、创伤、球囊	6.52%	6.50%	4.65%			
6	国产	正天	关节、脊柱、创伤、运动医学	3.29%	3.29%	4.65%			
7	进口	美敦力	脊柱、创伤、球囊	5.03%	5.00%	4.32%			
8	国产	春立	关节、脊柱、运动医学	2.81%	2.80%	3.98%	8.55	11.08	12.02
9	国产	大博	脊柱、创伤、运动医学	3.49%	4.26%	3.56%	12.57	19.94	14.34
10	国产	爱康	关节	3.05%	1.90%	3.50%	9.28	7.63	10.54

资料来源：Eshare医械汇，国联证券研究所

2.2 老龄化推动骨科耗材扩容

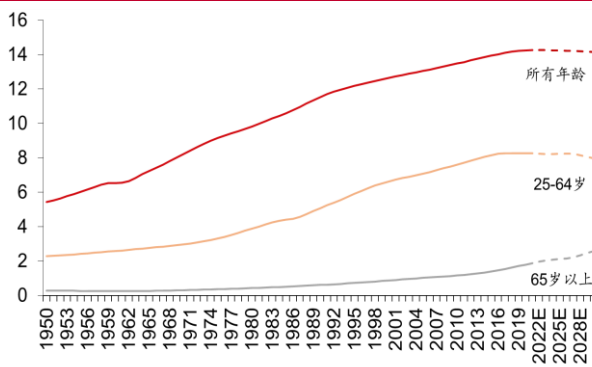
我国65岁及以上人口和占比持续提升，老龄化进程加速。2022年我国65岁及以上人口有2.10亿人，占总人口比例14.90%，相比2020年提升1.40pct。根据联合国发布的数据，未来10年中国老龄化程度将加快。

图表13：1990-2022年中国65岁人口数量和占比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：1950-2030E中国各年龄组人数

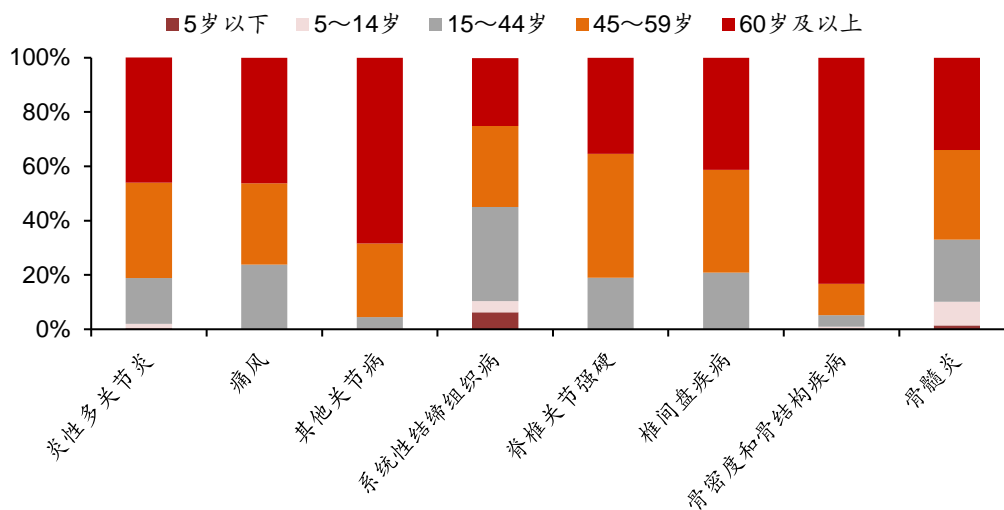


资料来源：联合国，《世界人口展望》(2022)，国联证券研究所

骨科疾病的发展与老龄化密切相关。在肌肉骨骼疾病出院病人中，60岁及以上占比最高，达到45%，其次为45~59岁(34%)，说明随着年龄增长，严重骨科类

疾病的发病率逐步提升。在细分疾病类别中，骨密度和骨结构疾病中60岁及以上人群占比最高，达到83%，骨密度减少容易引发骨折，严重者需要植入骨科医疗器械。

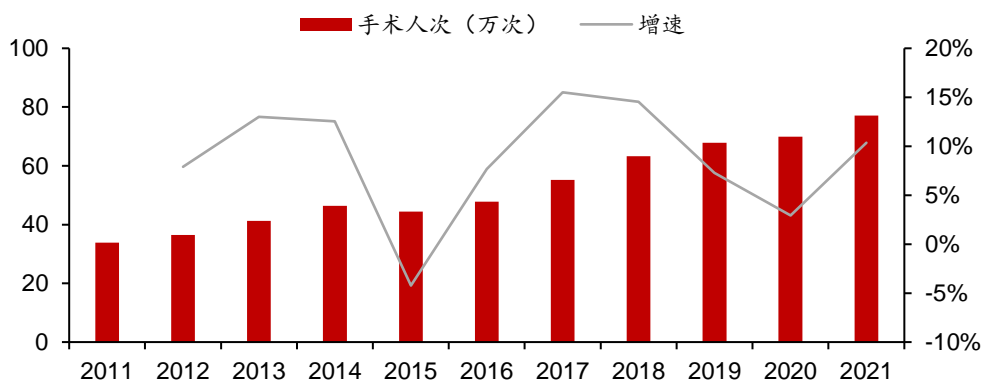
图表15：2021年骨科疾病出院病人各年龄段占比情况



资料来源：2022年中国卫生统计年鉴，国联证券研究所

我国骨科医院住院手术人数快速提升，从2011年34万人次提升至2021年的77万人次，年复合增速达8.60%。未来随着老龄化程度加深，骨科住院手术人次有望进一步得到提升。

图表16：2011-2021年我国骨科医院住院手术人次



资料来源：2011-2021年中国卫生统计年鉴，国联证券研究所

2.3 集采促进国产替代加速

目前骨科耗材各品类已基本被集采，涵盖创伤类、关节类、脊柱类和运动医学类产品。除了创伤类产品，其它品类均已进行国家层面集采。

集采规则逐步温和、合理。在中选率上，各企业的中选率逐步提升，2021年河南12省联盟中选率仅有70%，2023年运动医学类产品集采中选率达98%。同时在价格降幅上也逐渐温和，2023年运动医学品类集采的平均降价幅度为74%，与2021年十二省联盟创伤集采的89%相比，价格降幅更为合理。

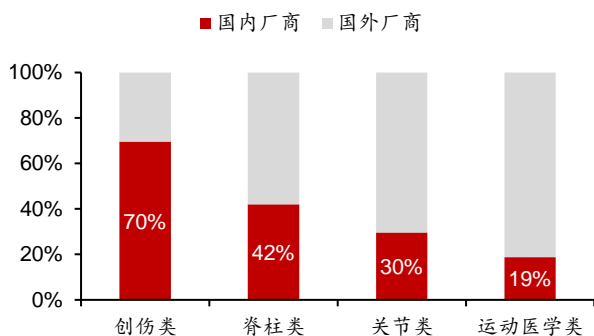
图表17：集采政策规则对比

	河南省 12 省联盟创伤集采	关节类耗材集采	脊柱类耗材集采	运动医学类集采
发布时间	2021 年 7 月	2021 年 6 月	2022 年 7 月	2023 年 9 月
执行时间	2021 年 11 月	2022 年 3 月	2023 年 2 月	预计 2024 年 4 月
覆盖省份	省际联盟	国家层面	国家层面	国家层面
集采品类	创伤类	关节类	脊柱类	运动医学类
集采产品	普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统(含方向)、髓内钉系统	髋关节产品(包含陶瓷-陶瓷类、陶瓷-聚乙烯类和合金-聚乙烯类)、膝关节产品	颈椎前路钉板固定融合系统、颈椎后路钉棒固定系统等 14 个品类	带线锚钉、免打结锚钉、固定钉、固定板等 7 个品类
集采协议量占总需求量比例	70%	90%	90%	/
上报需求量	97 万套	髋关节 30.55 万个; 膝关节产品系统 23.20 万个	109 万套	120 万个/根
参与申报企业	89 家	48 家	171 家	128 家
中选率	70%	92%	89%	98%
采购周期	1 年	2 年	3 年	2 年
降幅	89%	82%	84%	74%
拟中选规则	符合以下条件之一： (1) 申报价 ≤ 最低产品申报价 1.8 倍。	符合以下条件之一： (1) 申报价 ≤ 最低产品申报价 1.5 倍。 (2) 申报价 > 最低产品申报价 1.5 倍，但申报价 ≤ 最高有效申报价 50% 的。	符合以下条件之一： (1) 申报价 ≤ 最低产品申报价 1.3 倍。 (2) 申报价 > 最低产品申报价 1.3 倍，但申报价 ≤ 最高有效申报价 50% 的。	符合以下条件之一： (1) 申报价 ≤ 最低产品申报价 1.3 倍。 (2) 申报价 > 最低产品申报价 1.3 倍，但申报价 ≤ 最高有效申报价 50% 的。
竞价单元分组	符合条件之一可进 A 组： 1. 需求量占比累计达到 80% 进入 A 组； 2. 联盟地区之一的省(区、市)内所有医疗机构总需求量排名前 5 名的； 3. 联盟地区之一的省(区、市)内所有三级甲等医疗机构总需求量排名前 5 名的	符合条件之一可进 A 组： 1. 供应全国，按照意向采购量从多到少排序，前 85% 所进入的企业。 2. 陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统、合金-聚乙烯类髋关节产品系统的髋臼内衬至少有一个产品系统具备高交联聚乙烯或高交联聚乙烯(含抗氧化剂)材质。	1. 主要部件齐全且能供应全国，采购量累计前 85% 2. 主要部件齐全且能供应全国未进入 A 组的企业，或者主要部件齐全但无法供应全国的企业 3. 主要部件具备钉塞棒(板)，但缺少其它主要部件	符合条件之一可进 A 组： 1. 累计采购需求量前 85% 且能供应全国的企业 2. 能供应全国但未进入 A 组，或者产品不能满足供应全国，或采购文件发布后新增的有效申报企业，进入 B 组
量价关系	降价排名 分配量比例	降价排名 分配量比例	降价排名 分配量比例	降价排名 分配量比例
	/	1 100%	1 100%	1 100%
		2 90%	2、3 95%	2、3 95%
		3 85%	4、5 90%	4、5 90%
		4 80%	6、7 85%	6、7 85%
		5 75%	≥8 80%	≥8 80%
		≥6 70%	/ /	/ /
是否存在复活机制	是	是	是	是

资料来源：国家医保局官网，河南医保局官网，国联证券研究所

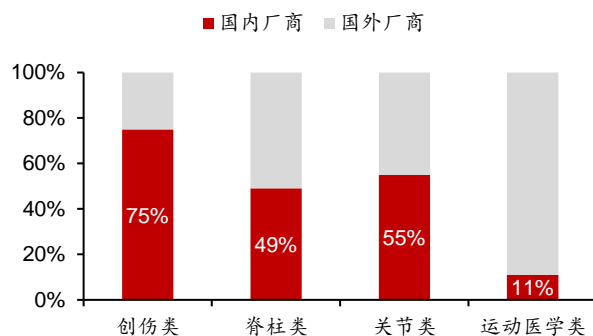
集采促进国产替代进程加快。2020-2022 年期间创伤类和关节类集采逐步落地，国产化率提升较快，关节类国产化率从 2020 年的 30% 提升至 2022 年的 55%。由于脊柱类产品集采落地时间为 2023 年，未来国产化率有望快速提升。

图表18：2020年中国骨科医疗器械市场份额情况



资料来源：南方医药经济研究所，国联证券研究所

图表19：2022年中国骨科医疗器械市场份额情况



资料来源：医械汇，国联证券研究所

2.3.1 创伤类：续约规则逐步温和，国产化率高

2021年以来骨科创伤类耗材已进行过三次大规模集采，包括河南省牵头的十二省(区、市)联盟集采、京津冀“3+N”17省份联盟和28省创伤类集采续约。采购品种包含普通接骨板系统、锁定(万向)加压接骨板系统、髓内钉系统。整体采购需求量逐步提升，价格平均降幅也逐步温和。

图表20：创伤类集采基本情况梳理

	河南12省(区、市)创伤类集采	京津冀“3+N”联盟创伤类集采	28省骨科创伤类集采续约
品类	普通接骨板系统、锁定(万向)加压接骨板系统、髓内钉系统		
发布时间	2021年	2022年	2023年
采购周期	1年	1年	2年
需求量	97万套	108.57万套	141万套
价格平均降幅	88.65%	83.48%	/

资料来源：河南省医保局，天津市医药采购中心，国联证券研究所

集采规则逐步优化，增加保底机制。河南十二省、京津冀“3+N”联盟集采均未设置最高有效申报价，部分企业为了中标，可能会采取低价恶性竞争情况。28省骨科联盟通过设置最高申报价，若企业报价不超过该价格，即可确保中标，并至少获得50%分配量，整体中标规则愈加合理、温和。

图表21：创伤类集采中选规则对比

集采政策	中选规则
河南12省(区、市)骨科创伤类医用耗材联盟	未设置最高有效申报价，按照价格由低到高确定拟中选企业，A组中选率70%，B组中选率70%
京津冀“3+N”联盟骨科创伤类集采	未设置最高有效申报价
28省骨科创伤类集采续约	若报价不超过最高有效申报价，能确保中标，至少能分配到采购需求量的50%

资料来源：天津市医药采购中心，河南省医保局，国联证券研究所

集采续约中标价进一步提升。对比各厂家在河南12省份集采和28省集采续约中标价格，各品类均增加300-400元左右，即使扣除伴随服务费(200元/套)，各厂家中标价格仍有不同程度提升。国产创伤龙头企业中武汉迈瑞和威高骨科的涨幅较大。

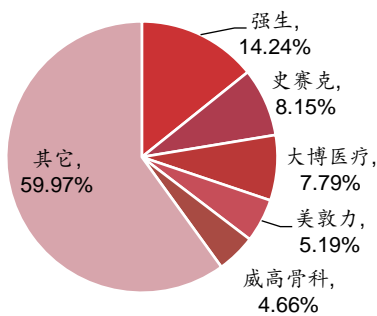
图表22：河南 12 省、28 省骨科联盟集采各厂家中标价对比

厂家名称	河南 12 省骨科创伤类医用耗材联盟			28 省骨科创伤类续约结果 (增加伴随服务费 200 元/套)			涨幅		
	普通接骨板系统	髓内钉系统	锁定加压接骨板系统 (含万向)	普通接骨板系统	髓内钉系统	锁定加压接骨板系统 (含万向)	普通接骨板系统	髓内钉系统	锁定加压接骨板系统 (含万向)
三友医疗	809	1293	1100	822	1496	1162	1.66%	15.68%	5.65%
大博医疗	688	1288	898	900	1574	1240	30.81%	22.20%	38.08%
武汉迈瑞	558	1269	798	970	1644	1310	73.84%	29.55%	64.16%
威高骨科	343		943	841	1493	1159	145.19%	/	22.91%
天津正天		1172	972	951	1619	1291	/	38.16%	32.85%

资料来源：天津市医药采购中心，河南医保局官网，国联证券研究所

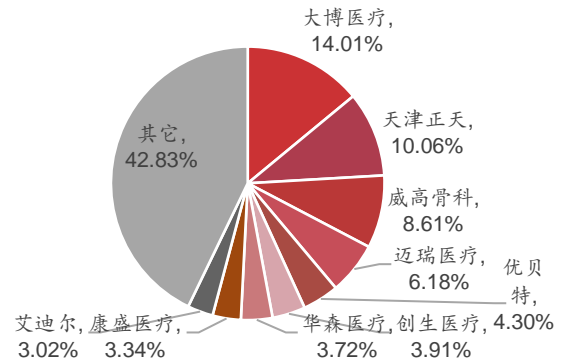
国产化率快速提升。河南 12 省集采国产厂家竞争激烈，进口企业如强生、史赛克、美敦力均不在 CR5 名单中，市场份额大幅下降。CR5 均为国产企业，占据 43% 份额，与集采前（2019 年）情况接近持平，CR5 占据 40% 市场。

图表23：2019 年创伤类植入医疗器械细分市场（按金额）



资料来源：南方医药经济研究所，国联证券研究所

图表24：河南 12 省骨科创伤类各厂家份额占比（按首年意向采购量）



资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

2.3.2 人工关节类：行业集中度逐步提升

人工关节类为国家级层面集采，涉及髋关节和膝关节品类，总需求量为 537518 个，其中髋关节占比 57%，膝关节占比 43%。采购周期为 2 年，集采协议量占总需求量的 90%。膝关节申报价为 19000 元，而髋关节根据不同材质，申报价范围为 16000-19000 元。最终企业的中选率达到了 92%，平均降价幅度达 82%。

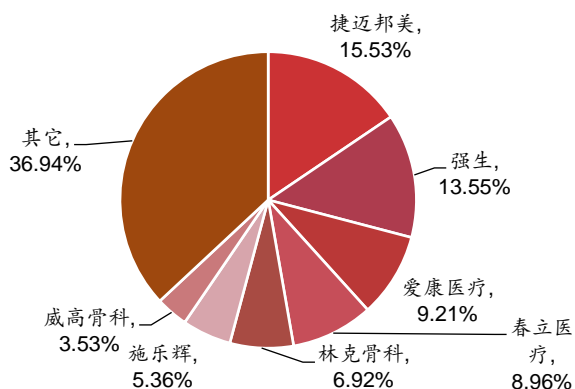
图表25：国家人工关节类集采品种及最高有效申报价

产品系统类别	采购需求量 (个)	最高有效申报价 (元)
髋关节产品系统		
陶瓷-陶瓷类	126797	19000
陶瓷-聚乙烯类	142757	18000
合金-聚乙烯类	35988	16000
膝关节产品系统		
	231976	19000

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

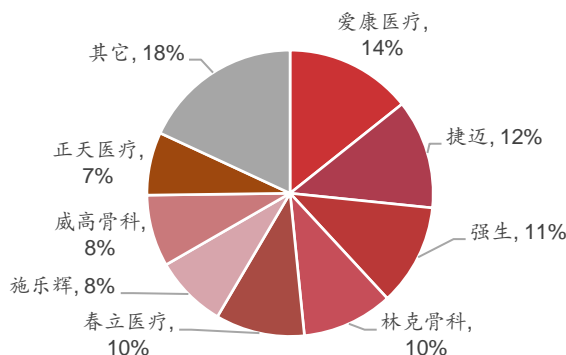
人工关节集中度、国产厂家份额快速提升。国产厂家如爱康医疗、威高骨科和正天医疗份额均有较大提升。同时集采加快行业集中度提高，集采前人工关节类 CR5 份额占比达 40%，而在国家集采报量中 CR5 份额达 58%，实现强者恒强态势。

图表26：2019年关节类植入医疗器械细分市场（按金额）



资料来源：南方医药经济研究所，国联证券研究所

图表27：2021年关节类国家集采中各厂家份额占比（按首年意向采购量）



资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

2.3.3 脊柱类：国产替代进程加速

与关节相比，脊柱集采品类更丰富。脊柱产品为国家级层面集采，产品根据手术类型、手术部分、入路方式等组建产品系统进行采购，包括颈椎前路钉板固定融合系统、颈椎后路钉棒固定系统等14个品类，总需求量为1,208,401个（不包含骨水泥）。采购周期为3年，集采协议量占总需求量的90%。最终企业的中选率达到89%，平均降价幅度达84%。

图表28：国家脊柱类集采品种及最高有效申报价

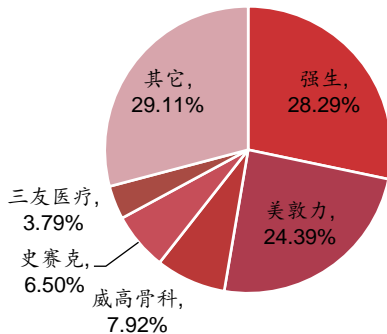
产品系统类别	采购需求量	最高有效申报价(含伴随服务费)
颈椎前路钉板固定融合系统	68307个	11360元，其中固定螺钉500元/个，融合器3500元/个
颈椎后路钉棒固定系统	21442个	10000元，其中万向螺钉1000元/个，螺塞300元/个
胸腰椎前路钉棒固定融合系统	3992个	17000元，其中万向螺钉1000元/个，螺塞300元/个，垫片350元/个，融合器3500元/个
胸腰椎前路钉板固定融合系统	2315个	9430元，其中固定螺钉800元/个，融合器3500元/个
胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	392785个	12130元，其中万向螺钉1000元/个，螺塞300元/个，融合器3500元/个
胸腰椎后路微创钉棒固定融合系统	78182个	14430元，其中万向螺钉1600元/个，螺塞300元/个，融合器3500元/个
颈椎后路椎管扩大钉板固定系统	32097个	2950元
椎体成形系统	231289个	2000元，其中传统系统骨水泥注射器200元/个
椎体后凸成形系统	215737个	3500元，其中传统系统骨水泥注射器200元/个，传统系统含扩张系统的椎体成形球囊900元/个
经皮内窥镜下腰椎髓核摘除系统	115262个	2400元
椎间盘系统	1495个	28000元
单独用颈椎融合器系统	25221个	6500元
单独用胸腰椎融合器系统	20277个	7000元
脊柱用骨水泥	457938包， 10528437.5克	625元/10g；812.5元/13g；1250元/20g； 1312.5元/21g；1406.25元/22g；1375元/22.5g；1562.5元/25g；1625元/26g

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

国产厂家逐步占据主导地位，集中度较为分散。国家脊柱类集采中，进口厂家份额占比大幅降低，强生和美敦力份额总和从53%下降至9%，国产替代进程加速。目前CR5均为国产厂家，但整体份额较为分散，CR5份额仅为37%，与2019年的

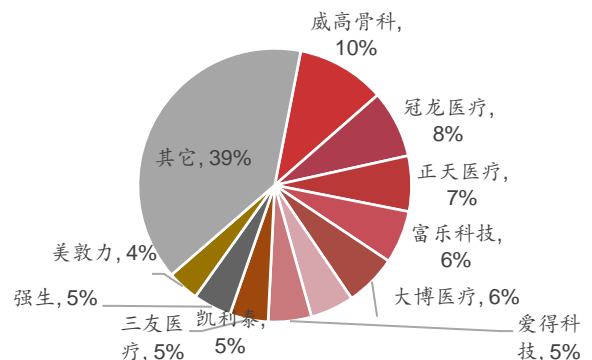
71%相比，集中度大幅降低。

图表29：2019年脊柱类植入医疗器械细分市场（按金额）



资料来源：南方医药经济研究所，国联证券研究所

图表30：2022年脊柱类国家集采中各厂家份额占比（按首年意向采购量）



资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

头部各厂家间中标价差异不大，竞价温和。集采文件中提到若申报价达到最高限价的40%及以下，即可确认中标，因此很多厂家按此标准报价，确保能够中标。外资和内资企业厂家价格差异不大，差距低于100元。国产企业威高骨科降价幅度较大，多数产品中选价低于其它厂家，有望快速提升市场份额。

图表31：国家脊柱类集采各厂家中标价

品类	最高有效限价	威高骨科	冠龙医疗	天津正天	富乐科技	大博医疗	凯利泰	爱得科技	三友医疗	强生	美敦力
单独用颈椎融合器系统	6500	2489	/	2576	2587	2549	/	/	2587	2588	2597
单独用胸腰椎融合器系统	7000	/	/	2786	2789	2766	/	/	2716	/	2797
经皮内窥镜下腰椎髓核摘除系统	2400	/	959	/	/	/	958	/	/	/	/
颈椎后路钉棒固定系统	10000	3839	/	3976	3894	3938	/	/	3696	3951	3997
颈椎后路椎管扩大钉板固定系统	2950	1091	/	1161	1111	1154	/	/	1077	1089	1177
颈椎前路钉板固定融合系统	11360	4176	/	4391	4428	4440	4543	/	4379	4490	4527
胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	12130	4544	/	4713	4694	4642	4851	4850	4667	4671	4822
胸腰椎后路微创钉棒固定融合系统	14430	5550	/	5691	5576	5668	5771	5770	5597	5730	5747
胸腰椎前路钉板固定融合系统	9430	/	/	3741	3764	3716	/	/	3666	/	3769
胸腰椎前路钉棒固定融合系统	17000	6715	/	/	6792	6770	/	/	6798	6800	7437
椎间盘系统	28000	/	/	/	/	/	/	/	/	/	11187
椎体成形系统	2000	781	789	787	791	758	799	666	/	798	/
椎体后凸成形系统	3500	1381	1399	1387	1397	1398	1399	1296	/	/	/

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

2.3.4 运动医学类：外资仍占主要份额

产品分类更加细致、科学。2023年国家层面开展运动医学类产品集采，共涉及7个品种，其中包括带线锚钉、修复用缝线、免打结锚钉等主要耗材，总需求量为1,202,109个/根（不包含骨类重建物），占全国总需求量的90%。本次采购周期为2年，同时此次集采对产品不同材质、不同功能以及设计方式等进行详细分类，分别确定不同最高有效申报价，保证集采的科学性。

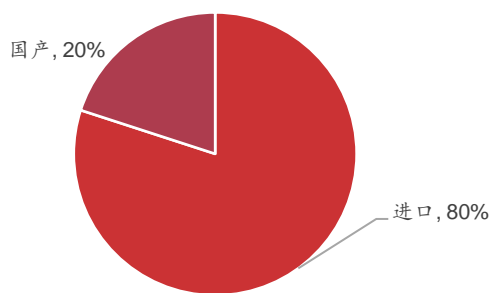
图表32：国家运动医学类集采品种及最高有效申报价

耗材品种	产品类别	最高有效申报价	耗材品种	产品类别	最高有效申报价
带线锚钉 (461820个)	钛合金带线锚钉	3090元/个(1根缝线) 3400元/1个(多根缝线)	固定钉 (114629个)	PEEK界面固定钉	3340元/个(不带鞘) 4670元/个(带鞘)
	PEEK带线锚钉	3590元/个(1根缝线) 3950元/1个(多根缝线)		可吸收界面固定钉	1330元/个(鞘) 3450元/个(不带鞘)
	可吸收带线锚钉	4270元/个(1根缝线) 4700元/1个(多根缝线)		软组织固定钉	4830元/个(带鞘) 1380元/个(鞘)
	全缝线带线锚钉	4970元/个(1根缝线) 5470元/1个(多根缝线)		固定板	2280元/个 可调式固定板 5270元/个
	钛合金免打结锚钉	3690元/1个(不含缝线) 4060元/1个(含缝线)		(109687个) 不可调式固定板	4290元/个
免打结锚钉 (139245个)	PEEK免打结锚钉	3990元/1个(不含缝线) 4390元/个(含缝线)	软组织重建物 (167507个)	修复用缝线 (209221个)	760元/根(超高分子量聚乙烯) 920元/根(可吸收) 610元/根(聚酯)
	可吸收免打结锚钉	4270元/1个(不含缝线) 4700元/1个(含缝线)		人工韧带	23440元/个
	全缝线免打结锚钉	4970元/1个(不含缝线) 5470元/1个(含缝线)		半月板修复缝合耗材	7780元/两个(一体式, 3890元/个)
	钛合金界面固定钉	2020元/个(不带鞘) 2820元/个(带鞘) 800元/个(鞘)		半月板修复双针耗材	2640元/个
固定钉 (114629个)	钛合金界面固定钉	2020元/个(不带鞘) 2820元/个(带鞘) 800元/个(鞘)	骨类重建物	人工合成骨	856元/cm ³
				异种骨	312元/cm ³

资料来源：国家医保局官网，国联证券研究所

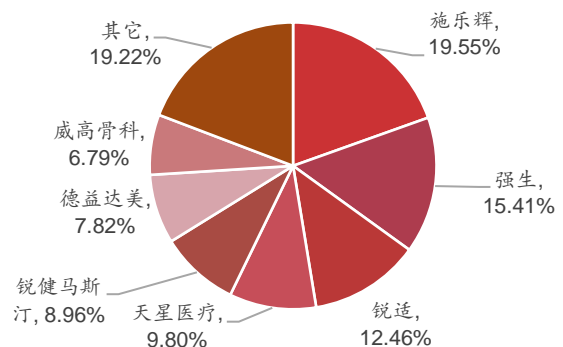
外资占据主导地位，国产替代加速。2023年国家运动医学类集采报量中，施乐辉、强生和锐适3家进口厂家占据近50%份额。天星医疗、锐健、德益达美和威高骨科4家国产厂家占比接近35%，与集采前20%市占率相比，国产化率得到较大提升。

图表33：2022年运动类植入医疗器械细分市场（按金额）



资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

图表34：2023年运动医学类国家集采中各厂家份额占比（按首年意向采购量）



资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

在报价策略上，各厂家差距不大。外资企业也积极应对集采政策，施乐辉产品价格降幅排名大部分位于前8位，价格低于大部分国产厂家，体现外企对中国市场的重视。天星医疗和威高骨科整体报价较为合理，为后续经销商让利留有一定利润空间。

图表35：国家运动医学类各厂家中标价

品类/元	施乐辉	强生	锐适	天星医疗	威高骨科	春立医疗	大博医疗	三友医疗
钛合金带线锚钉（1根缝线）	1187	1227	1233	1206	1223	886	1226	1235
PEEK带线锚钉（1根缝线）	1377	1418	1428	1380	1425	1428	1425	/
可吸收带线锚钉（1根缝线）	1687	1687	1684	1660	1633	/	/	/
全缝线带线锚钉（1根缝线）	1977	/	/	1978	1983	/	1977	/
钛合金免打结锚钉（含缝线）	/	1621	1618	/	/	1614	/	1598
PEEK免打结锚钉（不含缝线）	1537	1753	1584	1556	1585	1751	1744	/
可吸收免打结锚钉（不含缝线）	/	1863	1648	1688	1633	/	/	/
钛合金界面固定钉（不带鞘）	/	/	/	/	800	/	/	/
PEEK界面固定钉（不带鞘）	1277	1332	1318	1306	1325	1328	1325	/
可吸收界面固定钉（不带鞘）	1337	1357	1378	1346	1343	/	/	/
软组织固定钉	/	/	908	906	/	908	/	/
可调式固定板	2097	2091	2049	2050	2097	2103	2096	2088
不可调式固定板	1627	1706	1708	1700	1716	1713	1706	1715
修复用缝线（超高分子量聚乙烯）	297	353	293	290	299	303	298	/
人工韧带	/	/	/	/	/	/	/	/
半月板修复缝合耗材（一体式）	1497	3092	1554	1506	1548	1555	1539	/
人工合成骨	/	1695元 (5cm ³)	/	/	/	/	/	/

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，国联证券研究所

3. 关注具备精细化管理能力，产品线齐全的国产企业

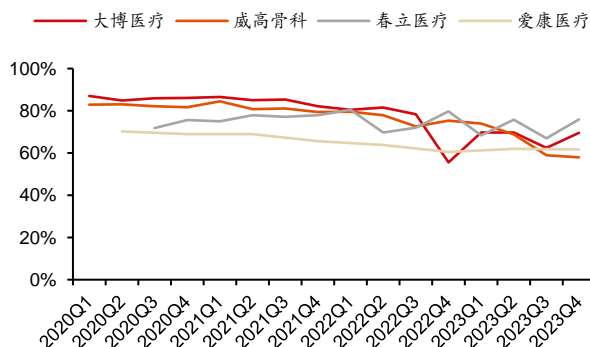
在集采背景下，企业所处的市场环境日益复杂多变，竞争的激烈程度和成本控制的压力不断加剧。企业要想在市场中获得持续的成长并保持竞争力，必须不断提升自身的运营效率和渠道库存的管控能力。

同时拥有丰富产品线的龙头企业在市场中更具优势。多元化的产品组合可以帮助企业分散风险，满足不同客户的需求，增强市场适应性和抗风险能力。此外，龙头企业通常拥有较强的研发能力和品牌影响力，能够不断创新和升级产品，引领市场趋势，从而在激烈的市场竞争中保持领先地位。

因此，我们认为具备精细化管理能力，实现成本可控，同时具有丰富产线的龙头企业，有望在市场中持续成长并保持竞争力。

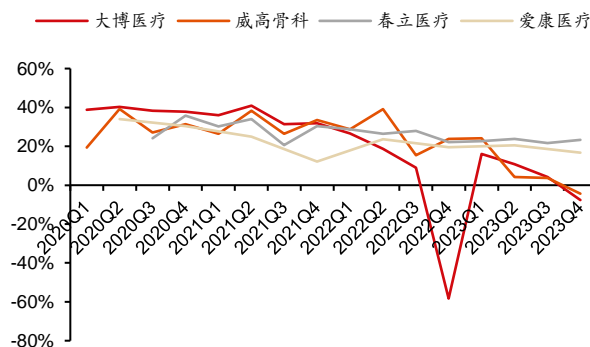
各厂家毛利率和净利率短期承压。随着集采政策逐步落地执行，各厂家毛利率和净利率均呈现下降趋势，且各个季度波动较大。同时各厂家存在渠道存货补差价情况，短期数据有一定失真。未来随着集采政策完全落地，各厂家毛利率和净利率有望回归稳定发展态势。

图表36：2020-2023年各骨科厂家毛利率对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

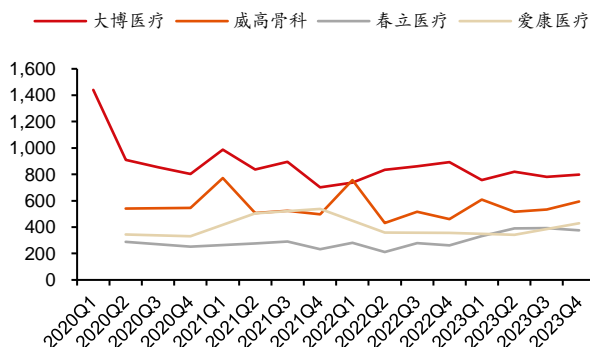
图表37：2020-2023年各骨科厂家净利率对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

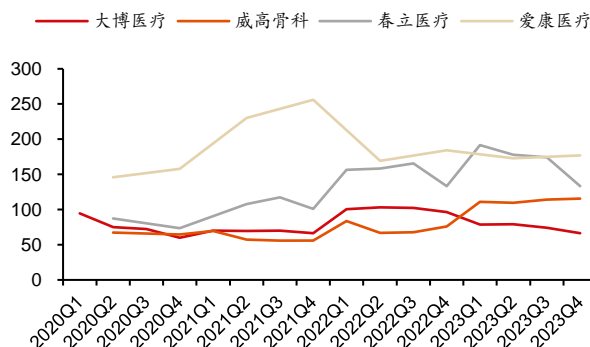
各厂家存货和应收账款周转天数受集采政策实际落地进度影响。大博医疗核心品类为创伤产品，2022年集采政策开始落地，目前公司存货和应收账款周转天数均有一定改善。而威高骨科核心品类为脊柱类产品，2023年集采政策逐步落地，目前公司存货周转天数和应收账款周转天数均有一定增长。

图表38：2020-2023年各骨科厂家存货周转天数



资料来源：Wind，国联证券研究所

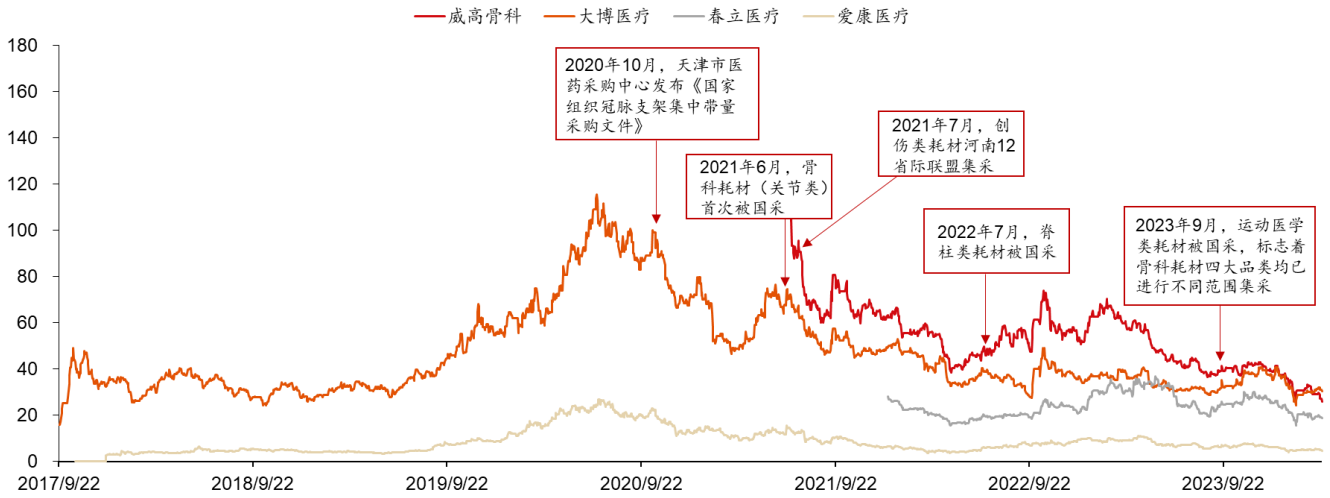
图表39：2020-2023年各骨科厂家应收账款周转天数



资料来源：Wind，国联证券研究所

各公司发展有望迎来拐点。2020年10月《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》发布，标志着国家层面开始对高值耗材品类进行集采。2021年6月关节类产品被集采，短期内各公司股价有一定下滑。2023年9月国家发布运动医学类集采文件，标志着骨科四大类耗材均已进行不同范围集采。该政策发布后，各公司股价有一定上调，集采加速国产替代，利好国产厂家。后续随着集采影响逐步出清，国产厂家有望迎来发展新机遇。

图表40：2017年以来骨科各公司股价复盘



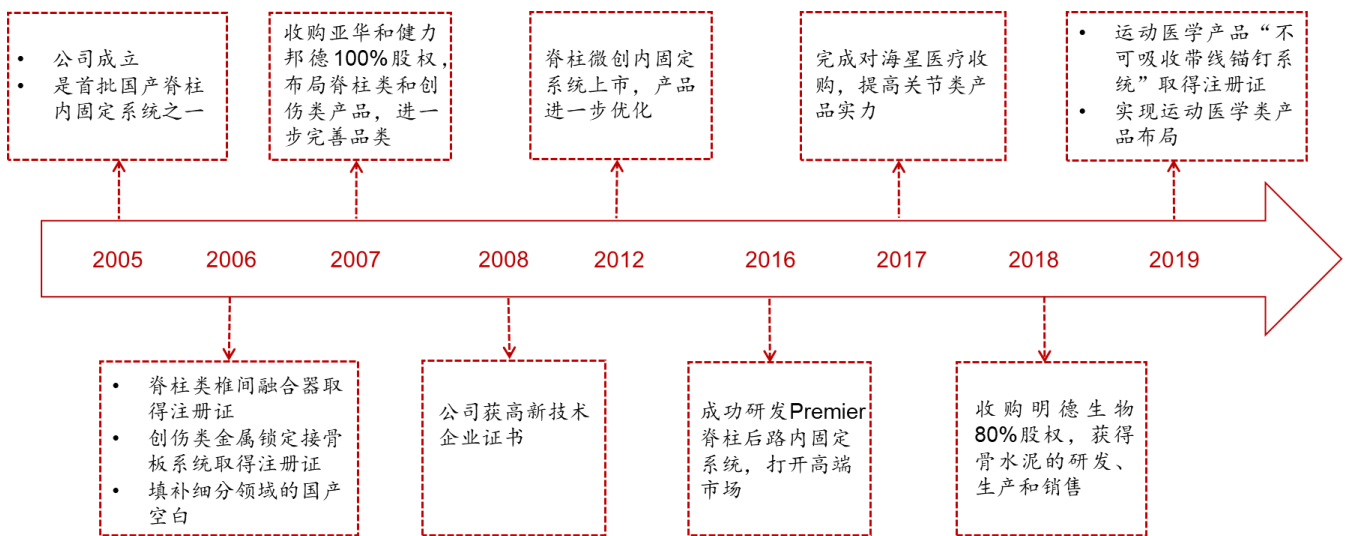
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.1 威高骨科：骨科耗材龙头，产品线齐全

公司为国内骨科植入医疗器械的龙头厂家之一，拥有齐全的产品线，涵盖脊柱类、创伤类、关节类和运动医学等产品。

自研和并购实现全产品线布局。公司成立于 2005 年，拥有脊柱类和创伤类产品。2007 年通过收购亚华和健力邦德 100% 股权，进一步布局关节类产品，并补全脊柱和创伤类产品线。2017 年公司通过收购海星医疗提高关节类产品实力，突破高端市场。2019 年公司运动医学产品“不可吸收带线锚钉系统”取得注册证，标志着实现骨科全产品线布局。

图表41：威高骨科发展历程

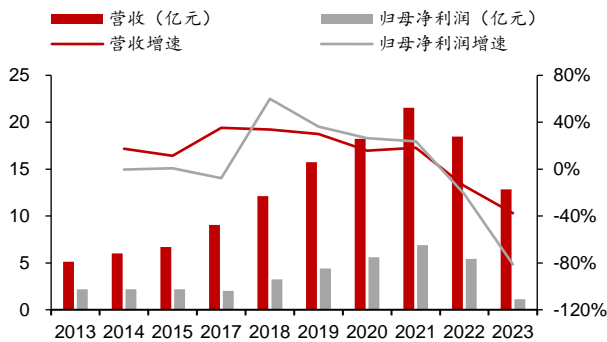


资料来源：威高骨科招股书，国联证券研究所

脊柱产品为核心业务。集采政策影响公司短期业绩表现，2023 年公司营收为

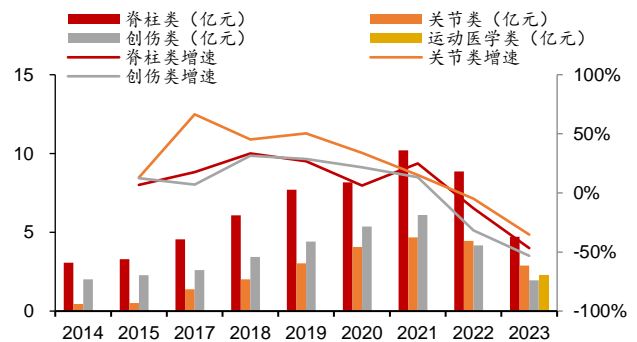
12.84 亿元 (yoy-38%)，归母净利润为 1.12 亿元 (yoy-81%)。分产品线，2023 年脊柱类营收为 4.72 亿元 (yoy-47%)，占比达 37%，其次为关节类和运动医学类产品。

图表42：2013-2023 年威高骨科营收和归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表43：2014-2023 年威高骨科各产品线营收



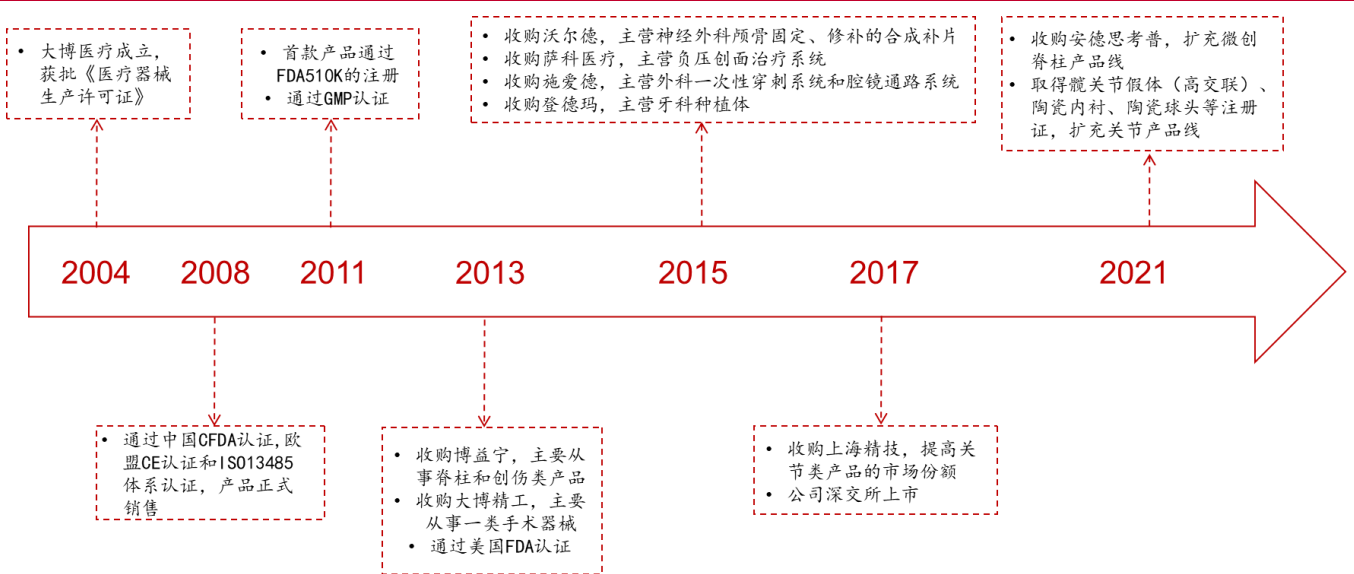
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 大博医疗：创伤领域龙头，不断补齐产品线

公司成立于 2004 年，以创伤类产品起家，主营产品包括骨科创伤类植入耗材、脊柱类植入耗材以及神经外科类植入耗材。

公司通过并购主要实现两点，第一是扩充现有品类的产品线，如 2013 年公司收购博益宁 100% 股权补充创伤类产品。第二是补全骨科品类，如 2021 年收购安德思考普扩充微创脊柱产品线。2017 年收购美国精技全资子公司上海精技，获得其关节类产品在中国的销售业务，布局关节中高端市场，至此，公司拥有创伤、脊柱和关节三大骨科产品线。

图表44：大博医疗发展历程

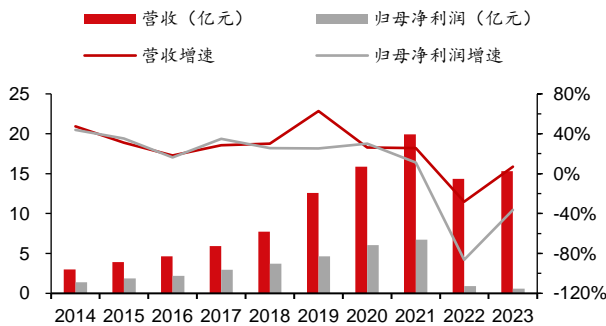


资料来源：大博医疗招股书，国联证券研究所

随着集采政策逐步落地，公司营收重回上升态势，但受渠道去库存影响，短期

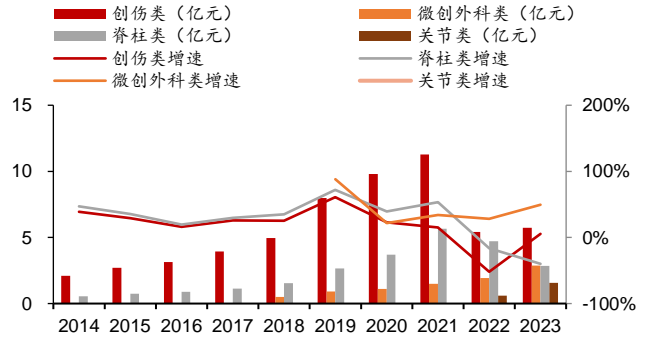
业绩仍受扰动。2023 年公司营收为 15.33 亿元 (yoy+7%)，归母净利润为 0.59 亿元 (yoy-36%)。分产品线看，创伤类营收占比最高，其次为微创外科类和脊柱类。

图表45：2014-2023 年大博医疗营收和归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表46：2014-2023 年大博医疗各产品线营收

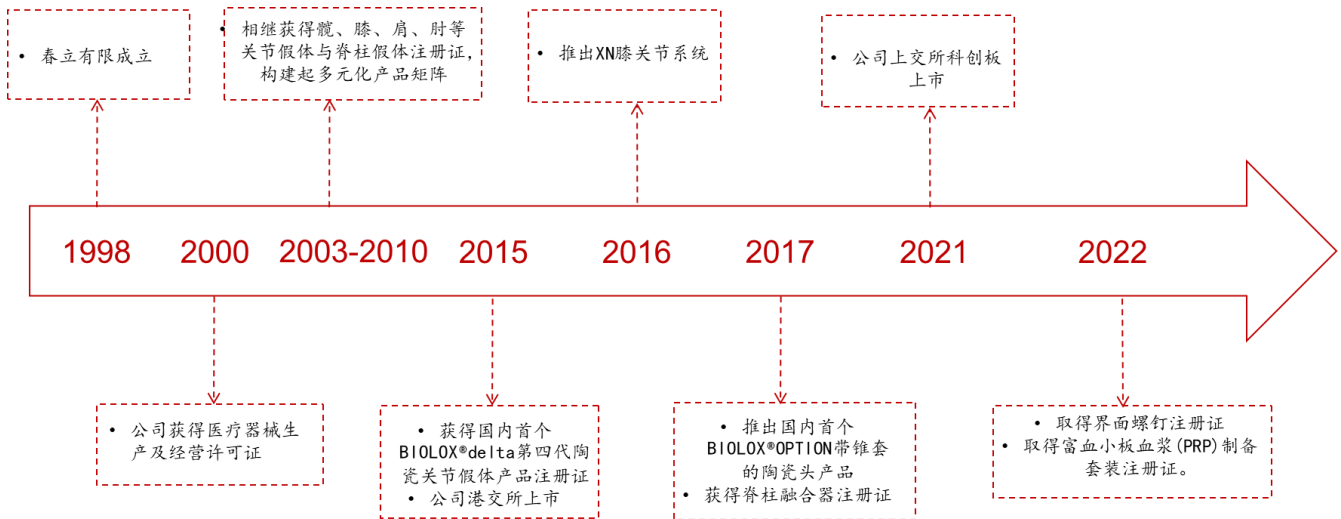


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.3 春立医疗：国产关节产品领先企业

以关节类产品起家，逐步补齐产品线。公司成立于 1998 年。2003-2010 年期间，公司相继获得髌、膝、肩、肘等关节假体与脊柱假体注册证。2017 年作为国内首家获得 BILOX delta 第四代陶瓷关节假体产品注册证的企业，进一步将产品覆盖范围扩大到半陶及全陶关节假体。2022 年取得界面螺钉注册证、富血小板血浆 (PRP) 制备套装注册证后，标志着运动医学成为公司第三大营收增长点。

图表47：春立医疗发展历程

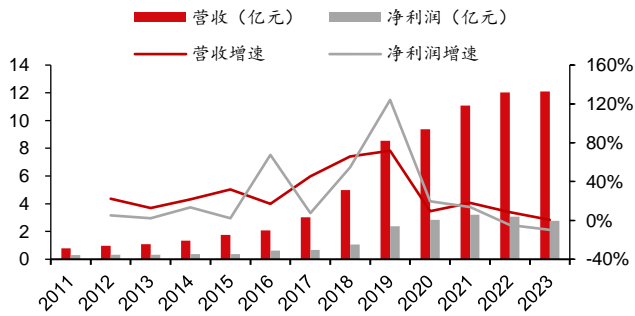


资料来源：春立医疗招股书，公司官网，国联证券研究所

政策影响逐步出清。2017-2019 年期间公司处于高速发展态势，营收从 3.02 亿元增长至 8.55 亿元，年复合增速达 68.76%。2020-2022 年期间受公共卫生事件和产品降价影响，公司营收略有增长。2023 年公司营收为 12.09 亿元 (yoy+0.58%)，归母净利润为 2.78 亿元 (yoy-10%)，未来随着政策影响逐步出清，行业步入健康发展态势，公司作为关节类优秀厂家有望持续获利。

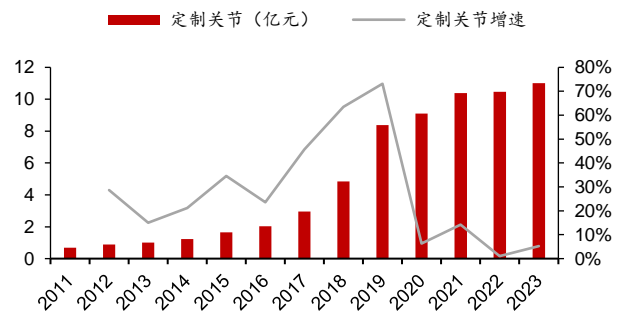
关节类产品为核心产品，占总营收比例接近 90%。2022 年集采政策逐步落地，即使在降价的背景下，公司仍凭借自身产品实力，以量换价实现关节类产品营收正增长，2023 年公司关节类产品营收为 11.01 亿元 (yoy+5%)。

图表48：2011-2023 年春立医疗营收和归母净利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表49：2011-2023 年春立医疗各产品线营收

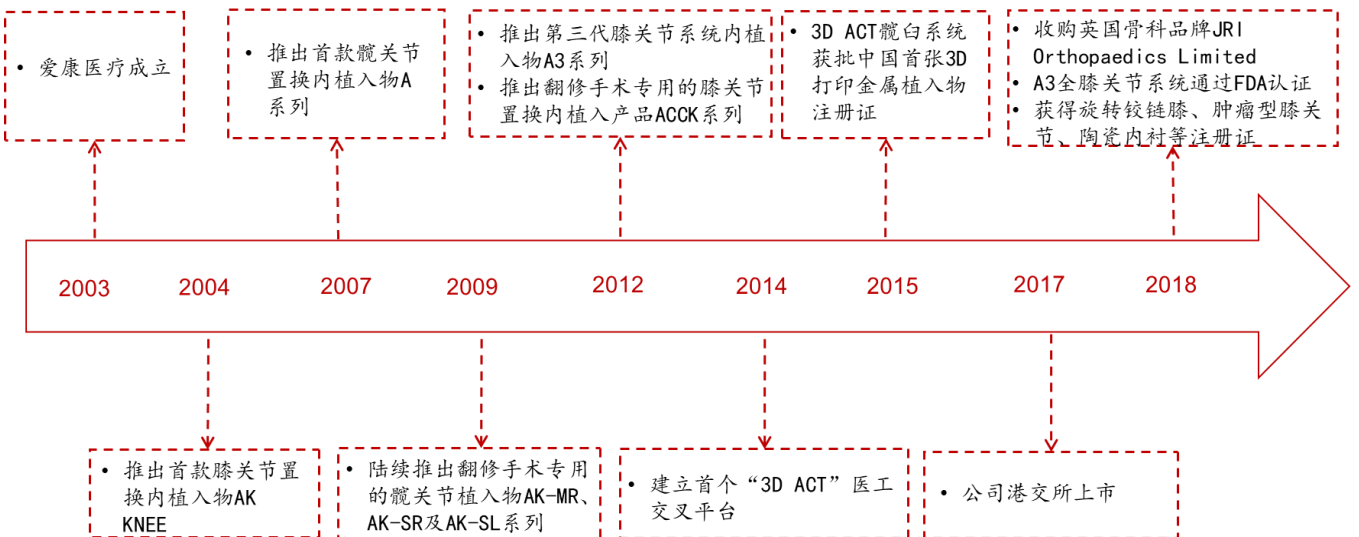


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.4 爱康医疗：关节优秀企业，3D 打印技术领先

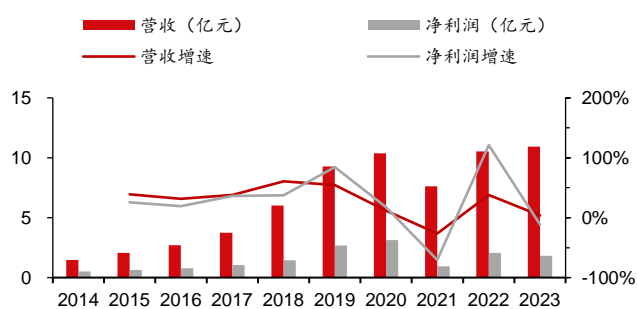
以关节产品起家，3D 打印技术领先。公司成立于 2003 年，2004-2007 年，公司先后推出首款膝关节和髌关节置换内植物，奠定在关节赛道的领先地位。同时公司为国内首家 3D 打印骨科植入物的生产商，技术在行业内领先。2015 年取得国内首张 3D 打印金属植入物注册证，2018 年公司收购英国骨科品牌 JRI Orthopaedics Limited，逐渐布局国内外高端市场。

图表50：爱康医疗发展历程

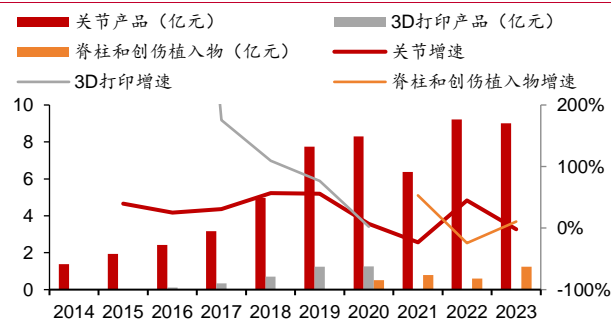


资料来源：爱康医疗招股书，公司官网，国联证券研究所

集采为公司带来发展机遇。2023 年公司营收为 10.94 亿元 (yoy+3.97%)，归母净利润为 1.82 亿元 (yoy-11.07%)。关节为公司核心业务，2023 年营收占比达 82%。2022 年随着关节国采逐步落地，公司业绩仍实现亮眼表现，2022 年关节类营收为 9.21 亿元 (yoy+44.68%)，说明公司关节产品在集采中实现以量换价。

图表51：2014-2023 年爱康医疗营收和归母净利润


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表52：2014-2023 年爱康医疗各产品线营收


资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 风险提示

集采落地不及预期：若集采政策落地执行时间缓慢，国产替代速度可能出现放缓。

集采政策续约规则收紧：后续关节等其它品类集采续约政策可能收紧，最高有效申报价若再降低，行业空间存在缩小风险

新品研发和产品推广不及预期：若公司新品研发和产品推动不及预期，单一品类营收具有一定天花板，可能会影响公司业绩。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼