

大博医疗（002901.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月26日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	医疗健康	价值	127.66亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	45.77	DDM估值 上行空间	-33%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	189.50亿	状态	偏高估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	29.47	价值	121.55亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	5.09	动态估值 上行空间	-36%		
		状态	高估		

核心评级结论

大博医疗是国内骨科植入行业产品种类齐全、规模领先、具有市场竞争力的企业之一，在国内骨科高值耗材行业位居龙头地位。

公司的成长空间良好，随着骨科耗材核心产品均已经历集采降价、定价机制趋于合理、行业需求稳步增长，未来核心产品集采需求量增长可期，集采外产品业务市场预期增长良好。公司的盈利趋势良好，由于集采价格策略趋于温和，公司过去几年的产品毛利率水平已经证明未来产品盈利有望维持较高水平。公司的产业格局良好，作为国内骨科高值耗材行业的龙头公司，大博医疗在集采中处于优势地位，市占率领先，竞争力较强。最后，凭借公司构建的相对便利的院端销售渠道与国内领先的技术优势，公司构建了相对稳固的护城河。

以公司未来各产品线市占率企稳为基准，结合市场空间增长、价格变动假设分析可以得出结论：公司当前DDM估值处于偏高估水平。

我们区别于市场的观点

市场在高耗行业集采后对业内公司未来的业绩持悲观态度，近年来普遍缺乏对大博医疗业务的深入研究。我们重整了公司业务类别，在对未来国内外高值耗材的业务环境进行合理评估后，认为公司整体基本面相对良好，市占率领先，技术、渠道优势显著，未来具备增长潜力，但当前公司股价已一定程度透支预期，需要谨慎关注。

风险提示

国内高耗行业集采规则存在进一步调整可能性，从而导致公司核心产品的价格存在下滑风险；公司在研产品存在研发失败风险；国际形势存在显著改变可能性，因此存在公司海外业绩恶化风险；医疗反腐政策常态化风险；新产品注册审批不及预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	10
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2026年收入占比	5
图2：预测2026年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	13
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	14
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

大博医疗2004年成立于福建厦门，2017年在深交所上市，是国内医用高值耗材领域的龙头企业。公司以骨科植入耗材为核心主业，创伤、脊柱类产品市占率均居全国第一，同时布局关节、运动医学、微创外科、神经外科、齿科、创面修复等多赛道，形成全品类高值耗材矩阵。公司拥有国家级企业技术中心，累计超千项医疗器械注册证与专利，产品通过FDA、CE等国际认证，远销近80个国家和地区。公司在集采后凭借全产业链成本优势与广覆盖渠道，持续加速国产替代，是骨科赛道增长韧性最强的国产厂商之一。

2. 业务介绍

对于大博医疗公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

创伤骨科耗材业务：

创伤骨科耗材业务对应财报创伤类植入耗材分项，为公司第一大核心业务。产品覆盖成人及儿童全身各部位骨折治疗，包含髓内钉、锁定接骨板、手足微型钉板、外固定支架、骨针线缆等2000余种规格，是国内产品矩阵最完整的创伤耗材厂商。核心产品在集采接续落地后价格企稳回升，依托广覆盖的基层渠道持续替代外资与中小厂商，是公司稳定的现金牛业务。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的创伤骨科耗材业务。

脊柱与关节耗材业务：

脊柱与关节耗材业务对应财报脊柱类植入耗材与关节类植入耗材两大分项。脊柱产品覆盖颈胸腰段前路钉板、后路钉棒、椎间融合器、椎体成形系统等全节段全术式；关节产品包含人工髌、膝关节初次置换及翻修假体。该业务是集采后国产替代的核心受益赛道，为公司第二增长支柱。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的脊柱与关节耗材业务。

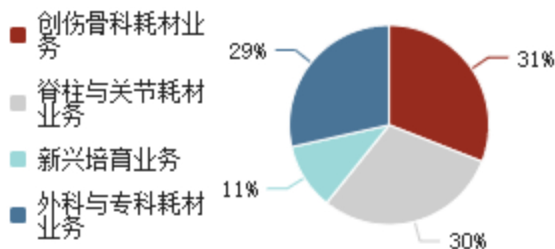
新兴培育业务：

新兴培育业务对应财报其他产品中的剩余品类，包含配套手术工具器械、创面修复材料、骨修复与再生材料、脊柱内镜配套器械等培育期品类。产品多处于市场导入与快速放量阶段，基数小、增速弹性大，部分细分赛道已实现国产技术突破。该板块承担公司长期管线布局功能，随产品注册落地与渠道拓展逐步贡献营收增量。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的新兴培育业务。

外科与专科耗材业务：

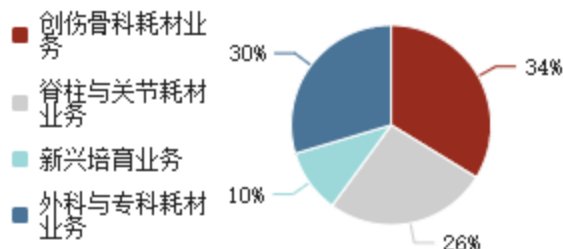
外科与专科耗材业务对应财报微创外科类、神经外科类、齿科类及运动医学类植入耗材。微创外科以一次性穿刺器、筋膜闭合器等腔镜耗材为核心；神经外科主打颅骨修补钛网、颅颌面固定系统；齿科覆盖种植体、基台全系列；运动医学包含带线锚钉、带袢钛板等产品。各赛道均处于国产替代加速期，是公司跨科室拓展的核心增长极。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的外科与专科耗材业务。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

大博医疗作为国内骨科高值耗材及综合医用耗材龙头，主要通过骨科植入、微创外科、神经外科、齿科等全品类高值耗材的研发、生产与境内外销售实现盈利。公司在植入材料、精密加工与全产业链制造领域的深厚技术积累，保障了全产品线的临床可靠性与成本优势，持续为各级医疗机构提供从基础创伤到复杂骨科手术的完整耗材解决方案。公司构建“核心耗材全产业链自研自产+经销为主、配送商模式为辅，覆盖三级医院至基层医疗机构的全域渠道网络”模式，依托集采环境下的产品与成本壁垒持续加速国产替代，通过学术推广、临床跟台与全国化物流平台配套服务深化终端合作粘性，同时通过管线拓展布局运动医学、3D打印植入物等新兴赛道，叠加海外产品注册与本地化渠道建设推进全球化发展，实现主业深耕、赛道延伸与海外市场的协同增长。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品的拓宽产品种类、提升产品质量需要持续的研发投入，2025年公司的研发费率达到12.73%，研发强度高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品的市场知名度与渠道优势需要较高的销售行为支撑，2025年公司销售费率达到26.61%，销售强度较高。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司业务众多，开展业务活动需要大量生产人员、销售人员与技术人员的分工合作。2025年公司人均创收55.29万元，人均薪酬17.29万元。单位收入薪酬较高，人力资源密集度较高。

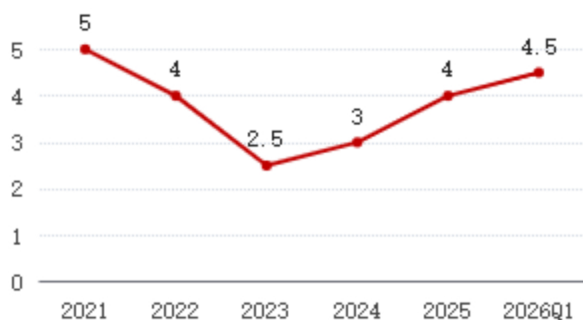
4. 历史经营绩效

大博医疗作为骨科高值耗材及综合医用耗材龙头，在行业内深耕多年，盈利能力较强。随着集采规则趋向温和，公司的盈利能力增强向好，表现优秀。公司的成长能力较好，集采范围内与范围外业务均稳健发展。公司的业务控制力总体良好，上下游话语权较强。公司往年股东回报评级一般，近年来显著向好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



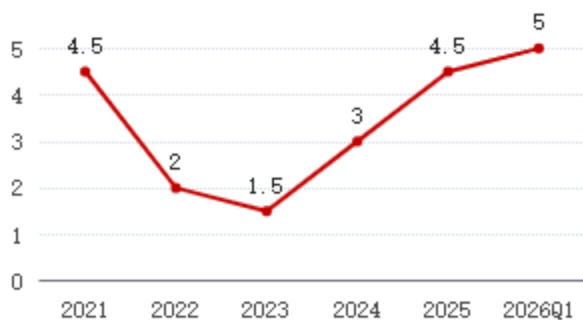
数据来源：公司财报，壹评级

公司2021年盈利水平处于高位，随着骨科耗材集中带量采购全面落地，产品价格承压，盈利能力持续下行，2023年降至阶段低点。后续公司依托中标产品放量、产品结构优化升级与精细化成本管控，盈利水平稳步修复，回升态势明确。公司2023年至2025年三年的毛利率分别为67.89%、68.75%及70.50%。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力自2022年开始下滑，至2023年达到阶段低点，随后持续回升，主要受骨科耗材集中带量采购落地影响营收短期承压所致。2025年公司营收同比增长21.79%，业绩随中标产品放量及多品类创新业务拓展而持续修复，增长动能重回高位。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历年经营性现金流表现稳健向好，经营性现金流/营业总收入在2023年至2025年分别为4.82%、20.71%和31.96%。公司占款能力处于行业优秀水平，净占款占净资产比重在2023年至2025年分别为6.18%、3.4%和2.07%，显著高于同期行业平均。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2022年，公司股东回报评级大幅回落，伴随骨科耗材集采全面落地冲击主业盈利能力及经营性现金流承压，公司显著缩减现金分红力度，资金优先投向新品研发与产能优化整合。2022年至2024年，公司股东回报评级维持低位平稳，集采影响持续消化阶段公司分红政策保持审慎，股东回报水平处于近年偏低区间。2025年至2026年一季度，公司股东回报评级持续回升，在集采影响逐步出清、微创骨科与运动医学等新品类放量带动盈利修复的支撑下，公司逐步加大现金分红力度，股东回报水平重回上行通道。

5. 四维评级

作为国内骨科高值耗材及综合医用耗材龙头，近年来公司凭借广泛种类的耗材产品销售维持业绩稳健复苏，在集采规则与中标价格趋于稳定的环境下，未来成长能力良好。近几年，公司的毛利率随着核心产品纳入集采而有所下滑，但依然维持行业相对高水平，创新型产品毛利率表现良好，整体盈利趋势较好。随着国内高耗集采的逐步推广，行业内国产品牌龙头有望占据市场优势地位；作为其中代表，公司的市占率预计将会持续巩固，竞争优势凸显。公司凭借以创伤类、脊柱类、关节类耗材为代表的核心产品构建了便利的线下院端渠道与坚实的技术优势，护城河较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间依赖于集采标内及标外产品的采购需求增长与公司市占率的持续提升。当前公司业务的增长空间呈现分化：集采占比较高的业务细分预期增长较缓；以新兴培育业务为代表的未纳入集采产品细分预期增速较快。综上所述，公司整体成长空间良好。

创伤骨科耗材业务(2.5星):

目前创伤骨科耗材类产品中的大部分均已纳入集采,未来五年收入CAGR预期约为2.66%。公司创伤骨科耗材的增长主要依赖于国内集采规划采购量随着国内需求的逐年增长而增加,以及海外业务的顺利拓展。总体来说,该业务的成长空间一般。

脊柱与关节耗材业务(3星):

脊柱与关节耗材类产品中的部分已纳入集采,未来五年收入CAGR预期约为7.61%。公司脊柱类和关节类业务的产品广泛布局,业绩增长主要依赖于国内集采规划采购量随着国内需求的逐年增长而增加,以及海外业务的顺利拓展。总体来说,该业务的成长空间一般。

新兴培育业务(5星):

新兴培育业务中纳入集采的比例很低,未来五年收入CAGR预期约为18.79%,远期保持高增长。在公司重点培育该业务,未来预期逐步增加产品种类的假设下,业务的国内外市场规模增长相对乐观,市占率预期保持稳健增长。总体来说,公司业务的成长空间优秀。

外科与专科耗材业务(1.5星):

外科与专科耗材类产品部分纳入集采,未来五年收入CAGR预期约为13.55%,至远期,业务的业绩增速随着预期纳入集采比例大幅增加而显著回落。远期业绩增长主要依赖于国内集采规划采购量随着国内需求的逐年增长而增加,以及海外业务的顺利拓展。总体来说,该业务的成长空间较差。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司核心产品受行业集采降价因素影响,毛利率水平处在相对低位。从行业未来发展趋势与集采扩面进展预期上看,公司标内产品毛利率将有所下滑;另一方面,创新产品预计获得较长时间的价格豁免,结合公司新产品研发进展,未来综合盈利趋势尚可。

创伤骨科耗材业务(3星):

创伤类耗材的集采比例高,价格降幅较大,受此影响业务利润率水平近年来出现下滑。未来随着集采规则趋于温和,价格降幅趋缓,创伤类耗材的毛利率水平预计维持小幅年降状态。当前经壹评级调整后的ROE水平为24.3%,未来盈利趋势一般。

脊柱与关节耗材业务(3星):

脊柱类与关节类耗材的集采比例相对较高,价格降幅大,受此影响业务利润率水平近年来出现较大幅度下滑。未来随着集采规则趋于温和,价格降幅趋缓,创伤类耗材的毛利率水平预计维持小幅年降状态。当前经壹评级调整后的ROE水平为12.3%,未来盈利趋势一般。

新兴培育业务(3.5星):

业务包含医用手术器械、医用敷料以及其他新兴培育的产品种类,暂不受集采影响,毛利率逐年提升。未来随着成熟产品纳入集采的可能性提升,同时创新产品的逐步推出,该业务毛利率预期维持稳定。当前经壹评级调整后的ROE水平为20.2%,未来盈利趋势较好。

外科与专科耗材业务(3星):

业务包含神经外科耗材、微创外科耗材、口腔种植耗材及运动医学耗材等,集采比例适中,但受市场竞争等因素影响毛利率呈现下滑态势。未来随着集采扩面,以及价格竞争的日益激烈,毛利率水平预计维持小幅下降状态。当前经壹评级调整后的ROE水平为19.7%,未来盈利趋势一般。

5.3 产业格局



大博医疗作为国内骨科耗材龙头企业,标内产品市占率随集采推进而逐年提升。公司持续研发多种新产品,市场综合竞争力强,相对竞争优势显著。另一方面,高值耗材领域新进入者在当前环境下面临显著的价格与销量压力,其挑战公司地位的难度大。公司的上下游行业相对分散,无垂直一体化战略威胁。模式变革及行业品类替代风险低,产业格局良好。

创伤骨科耗材业务(4星):

创伤类耗材产品的研发迭代需要深厚的临床经验积累,公司与众多医院建立了稳固的合作机制,有助于产品持续迭代,受新进入者挑战的风险较低。同时,相关产品在骨科治疗方面具备极强的不可替代性,模式变革及行业品类替代风险较低,产业格局良好。

脊柱与关节耗材业务(4星):

脊柱与关节类耗材产品的研发迭代需要深厚的临床经验积累,公司与众多医院建立了稳固的合作机制,有助于产品持续迭代,受新进入者挑战的风险较低。同时,相关产品在骨科治疗方面具备极强的不可替代性,模式变革及行业品类替代风险较低,产业格局良好。

新兴培育业务(4星):

公司除传统骨科等高值耗材产品之外的手术器械、医用敷料等产品以及新产品线均拥有良好的市场口碑,从当前公司产品更新迭代的情况分析,未来新兴培育业务作为公司的重要增长极,产业格局向好。这些产品细分种类具备较强的不可替代性,模式变革及行业品类替代风险较低,产业格局良好。

外科与专科耗材业务(4星):

该业务包含微创外科、神经外科、齿科等产品种类,是相关医院科室中重要的耗材种类。该细分产品的研发迭代需要深厚的临床经验积累,公司与众多医院建立了稳固的合作机制,有助于产品持续迭代,受新进入者挑战的风险较低。同时,相关产品在相关科室的治疗方面具备极强的不可替代性,模式变革及行业品类替代风险较低,产业格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较好，主要由于公司长期深耕高值耗材相关赛道，长期积累了技术优势与相对稳固的线下渠道（院端）。公司海外市场布局稳扎稳打，未来有望持续贡献业绩增量。公司的ROE从2021年至2025年分别为41.7%、4.3%、2.5%、15.3%、23.7%，在集采降价后呈现良好的逐年修复态势。从长远看，公司与国内各医院建立长期合作机制、创新产品的研发有助于公司在国内外推广产品种类、建立良好的线下渠道与技术优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
创伤骨科耗材业务	(3.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为24.3%，ROIC为22.1%，表现良好。该业务市占率10.8%，在行业排行前三。公司的业务控制力为4星。公司护城河宽度良好。	(4星) 公司业务护城河由线下渠道和技术优势构成。公司创伤类耗材的研发过程与下游医院建立了深度的技术合作，同时国内业务在集采的背景下精准匹配院端需求，线下渠道便利。海外市场逐步建立销售渠道。未来国产龙头企业的线下渠道优势将会维持，而随着产品逐步走向成熟后阶段，竞争对手技术水平提升，公司技术优势将会减弱。
脊柱与关节耗材业务	(2.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为12.3%，ROIC为11.0%，表现一般。该业务市占率4.44%，在行业排行前五。公司的业务控制力为4星。公司护城河宽度一般。	(4星) 公司业务护城河由线下渠道和技术优势构成。公司脊柱类与关节类耗材的研发过程与下游医院建立了深度的技术合作，同时国内业务在集采的背景下精准匹配院端需求，线下渠道便利。海外市场逐步建立销售渠道。未来国产龙头企业的线下渠道优势将会维持，而随着产品逐步走向成熟后阶段，竞争对手技术水平提升，公司技术优势将会减弱。
新兴培育业务	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为20.2%，ROIC为17.9%，表现良好。该业务市占率6.26%，在行业排行前三。公司的业务控制力为4星。公司护城河宽度一般。	(4.5星) 公司业务护城河由线下渠道和技术优势构成。产品包含其他种类的医用耗材，从公司研发进度看，未来多产品推广可期，具备技术护城河。凭借公司与医院建立的良好合作关系，未来线下渠道便利。
外科与专科耗材业务	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为19.7%，ROIC为18.2%，表现良好。该业务市占率0.74%，在行业排行中游。公司的业务控制力为4星。公司护城河宽度一般。	(4星) 公司业务护城河由线下渠道和技术优势构成。公司在外科与专科耗材的研发过程与下游医院建立了深度的技术合作，同时国内业务在集采的背景下精准匹配院端需求，线下渠道便利。海外市场逐步建立销售渠道。未来国产龙头企业的线下渠道优势将会维持，而随着产品逐步走向成熟后阶段，竞争对手技术水平提升，公司技术优势将会减弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们结合当前行业环境、公司业务战略布局、未来市场空间等因素综合考量，认为公司未来基本面预期良好，当前估值偏高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务重新调整为创伤骨科耗材业务、脊柱与关节耗材业务、外科与专科耗材业务和新兴培育业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

在营收预测中，所有品类可以依照属性分为成熟集采、成长集采和成长非集采三种。这三种类别的产品对应不同的行业量价变化率与市占率提升情况。

从行业需求增长情况出发，成熟集采、成长集采和成长非集采的量年增长率分别为6%、5%和8%；三类产品的价格降幅综合整体市场竞争与集采降价情况，分别为-2.5%、-3%和-2%；三类产品的市占率年提升情况在线性化假设下分别为0.2%、0.08%和0.1%。其中，公司成长非集采产品的价格年变化率为-1%，降幅预期低于行业平均水平。

在此基础上，我们对公司细分产品分别测算市场量价与公司市占率、量价情况后，按照四类业务分类汇总，得出市场规模与公司预期营收。

对于创伤骨科耗材业务：

按照详细产品种类划分，该业务包含外固定支架系统、空心钉及普通接骨螺钉、金属带锁髓内钉、锁定接骨板系统、其他创伤配件等。

收入假设：

- 1) 未来产品市场空间稳健提升：未来该业务市场规模CAGR预期为3.21%，总体稳健提升。
- 2) 公司市占率保持稳定：公司在创伤骨科业务的市占率已处在较高水平，未来预期保持平稳，CAGR约为0.98%。
- 3) 公司海外营收预期稳健增长：主要受行业市场空间提升影响，叠加公司海外市场扩张，公司未来海外营收CAGR预期约为5.77%。

盈利能力假设：

公司创伤骨科耗材业务的毛利率很高（约77.6%）。未来行业集采的价格预期小幅调整，预计未来公司创伤骨科耗材的毛利率水平将会持续下降（至稳态约65.3%）。

对于脊柱与关节耗材业务：

按照详细产品种类划分，脊柱产品覆盖颈胸腰段前路钉板、后路钉棒、椎间融合器、椎体成形系统等全节段全术式；关节产品包含人工髋、膝关节初次置换及翻修假体等。

收入假设：

- 1) 未来产品市场空间稳健提升：未来该业务市场规模CAGR预期为2.95%，总体稳健提升。
- 2) 公司市占率提升较快：公司在脊柱与关节类业务的市占率依然存在较大提升空间，未来预期稳步提升，CAGR约为4.00%。
- 3) 公司海外营收预期稳健增长：主要受行业市场空间提升影响，叠加公司海外市场扩张，公司未来海外营收CAGR预期约为5.77%。

盈利能力假设：

公司创伤骨科耗材业务的毛利率相对较低（约61.0%）。未来行业集采的价格预期持续调整，预计未来公司脊柱与关节耗材的毛利率水平将会持续下降（至稳态约51.1%）。

对于外科与专科耗材业务：

按照详细产品种类划分，微创外科以一次性穿刺器、筋膜闭合器等腔镜耗材为核心；神经外科主打颅骨修补钛网、颅颌面固定系统；齿科覆盖种植体、基台全系列；运动医学包含带线锚钉、带袢钛板等产品。

收入假设：

- 1) 未来产品市场空间稳健提升：未来该业务市场规模CAGR预期为3.94%，总体稳健提升。
- 2) 公司市占率提升较快：公司在外科与专科耗材业务的市占率依然存在较大提升空间，未来预期稳步提升，CAGR约为4.97%。
- 3) 公司海外营收预期稳健增长：主要受行业市场空间提升影响，叠加公司海外市场扩张，公司未来海外营收CAGR预期约为5.77%。

盈利能力假设：

公司外科与专科耗材业务的毛利率相对较高（约72.9%）。未来行业集采的价格预期持续调整，预计未来公司外科与专科耗材的毛利率水平将会有一定程度下降（至稳态约65.36%）。

对于新兴培育业务：

按照详细产品种类划分，包含配套手术工具器械、创面修复材料、骨修复与再生材料、脊柱内镜配套器械等培育期品类。

收入假设：

- 1) 未来产品市场空间迅速提升：未来该业务市场规模CAGR预期为5.84%，作为未来行业增长的重要构成，预期市场空间提升较为迅速。
- 2) 公司市占率提升较快：公司新兴培育业务业务的市占率依然存在很大的提升空间，未来预期大幅提升，CAGR约为8.38%。
- 3) 公司海外营收预期稳健增长：主要受行业市场空间提升影响，叠加公司海外市场扩张，公司未来海外营收CAGR预期约为5.77%。

盈利能力假设：

公司外科与专科耗材业务的毛利率相对一般（约67.03%）。未来主要受市场竞争因素影响，预计未来公司新兴培育业务的毛利率水平将会小幅下降（至稳态约65.26%）。

表2：公司整体业绩预测

大博医疗	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.3	21.4	26.0	30.0	32.4	34.9	37.5	40.4
归母净利润(亿)	0.6	3.6	6.0	6.5	6.8	7.2	7.5	7.9
归母净利润增速(%)	-36.8	531.7	68.5	8.4	5.0	5.1	5.3	5.4
经营性净利润(亿)	0.6	3.5	5.8	6.8	7.2	7.5	7.9	8.4
经营性净利润增速(%)	-30.5	539.6	63.9	18.0	5.0	5.1	5.3	5.4
经营性归母净利润(亿)	0.4	3.3	5.5	6.5	6.8	7.2	7.5	7.9
经营性归母净利润增速(%)	-43.8	767.2	66.6	19.1	5.0	5.1	5.3	5.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

创伤骨科耗材业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5.7	8.2	10.0	9.3	9.8	10.3	10.8	11.4
收入增速(%)	5.5	43.5	21.7	-7.0	5.3	5.2	5.2	5.2
经营性净利润(亿)	0.4	1.9	2.8	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6
经营性净利率(%)	6.8	23.0	27.9	26.3	25.4	24.4	23.6	22.7
经营性净利润增速(%)	-11.2	385.7	47.2	-12.4	1.6	1.5	1.4	1.3
脊柱与关节耗材业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.4	5.8	7.5	8.9	9.6	10.2	10.9	11.6
收入增速(%)	-17.1	31.1	29.1	20.1	6.8	6.7	6.6	6.5
经营性净利润(亿)	-0.2	0.3	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
经营性净利率(%)	-4.8	5.1	14.0	16.3	15.0	13.8	12.6	11.4
经营性净利润增速(%)	-166.0	238.1	254.8	40.0	-1.5	-2.1	-2.6	-3.4
新兴培育业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.0	2.0	2.6	3.2	3.9	4.6	5.4	6.2
收入增速(%)	-18.7	104.0	28.9	22.4	20.1	18.4	17.1	16.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.2	0.5	1.0	1.2	1.4	1.7	2.0
经营性净利率(%)	1.6	8.4	19.6	29.9	30.4	30.9	31.5	32.0
经营性净利润增速(%)	128.5	987.1	201.0	86.8	22.3	20.5	19.1	18.0
外科与专科耗材业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.2	5.3	5.9	8.6	9.2	9.8	10.5	11.2
收入增速(%)	75.7	26.9	11.4	44.0	7.0	7.0	7.0	7.0
经营性净利润(亿)	0.4	1.2	1.4	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5
经营性净利率(%)	8.6	22.1	24.4	23.1	22.7	22.5	22.2	22.0
经营性净利润增速(%)	299.1	227.3	23.2	36.1	5.6	5.7	5.8	6.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
创伤骨科耗材业务	5.1%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	2.6
脊柱与关节耗材业务	6.2%	中等	较好	强	8.3%	17.16	1.3
新兴培育业务	13.8%	中高	较好	强	8.5%	18.62	1.9
外科与专科耗材业务	7.0%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	2.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
创伤骨科耗材业务(亿)	6.8	29.3	36.1	6.1	0.5	-	41.6
脊柱与关节耗材业务(亿)	0.2	16.7	16.8	4.5	0.4	-	21.0
新兴培育业务(亿)	0.6	25.7	26.4	1.6	0.3	-	27.7
外科与专科耗材业务(亿)	0.2	27.6	27.8	3.6	0.1	-	31.3
公司整体测算(亿)	7.8	99.3	107.1	15.8	1.3	-	121.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
创伤骨科耗材业务(亿)	16.4	17.9	34.3	6.1	0.5	-	39.9
脊柱与关节耗材业务(亿)	2.3	9.6	11.9	4.5	0.4	-	16.0
新兴培育业务(亿)	9.1	27.9	37.0	1.6	0.3	-	38.3
外科与专科耗材业务(亿)	9.0	20.9	29.9	3.6	0.1	-	33.4
公司整体测算(亿)	36.9	76.3	113.2	15.8	1.3	-	127.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖与公司财报以及公开市场资料、专业论文等。其中，公开市场资料的更新频率较低，统计数据可能存在一定的滞后性。专业论文并非时效性新闻，其采用的统计数据存在时间差。对于估值假设的国内外市场规模、市占率及销售价格等数据，可能会随着行业竞争加剧、新政策的出台及国际形势发生变化而产生偏差。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。