

冬去“春”来，建功“立”事

华泰研究

2022年7月23日 | 中国内地/中国香港

首次覆盖

医疗器械

| | | |
|-------|-----------|------------|
| | 1858 HK | 688236 CH |
| 投资评级: | 买入(首评) | 买入(首评) |
| 目标价: | 港币: 26.78 | 人民币: 25.80 |

| | |
|------------------------|----------------------|
| 研究员 | 代雯 |
| SAC No. S0570516120002 | daiwen@htsc.com |
| SFC No. BF1915 | +(86) 21 2897 2078 |
| 研究员 | 孔垂岩, PhD |
| SAC No. S0570520010001 | kongchuiyan@htsc.com |
| | +(86) 21 2897 2228 |
| 联系人 | 王殷杰 |
| SAC No. S0570121060025 | wangyinjie@htsc.com |
| | +(86) 21 2897 2228 |

国产人工关节领头羊，首次覆盖给予“买入”评级

关节国家集采已落地，我们认为政策风险基本释放，关节置换手术量有望明显提高，国产龙头优势的非头部医院或为主要增量市场。公司中标髌关节有望放量增长，单髌或成为膝关节收入主力，同时新产品已开花落地。我们预测公司2022-2024年EPS为0.92/1.17/1.53元，同比+10%/+27%/+31%。考虑到关节业务高占比，参考业务构成类似的爱康医疗，我们给予公司2022年28x的A股PE估值（A股可比公司2022年Wind一致预期PE平均估值22x），对应目标价25.80元；考虑到H股流动性相对较弱，我们给予公司2022年25x的H股PE估值（H股可比公司2022年Wind一致预期PE平均估值25x），对应目标价26.78港元，首次覆盖给予“买入”评级。

关节国家集采有望推动手术量提高，国产龙头蓄势待发

我们认为“后集采时代”价格大幅降低或将刺激需求大增，手术量有望结构性高增长，国产龙头有望明显受益：1) 需求：2019年我国关节人均手术量仅0.4例/千人，显著低于欧美平均3.3例/千人，潜在需求旺盛；2) 价格：参考冠脉支架集采大幅降价后PCI手术量2021年同比+20%、2021年1-8月冠脉支架植入量同比+54%，我们预计2022年我国关节置换手术量达107万例，较2019年+30%；3) 供给：头部医院手术产能饱和，我们预期集采后关节手术量增长或集中在非头部医院，市场份额有望向国产龙头集中。

骨科业务：中标的髌关节有望快速放量，单髌崛起贡献膝关节主要收入

公司传统骨科业务进一步拓展：1) 髌关节：公司髌关节中标价处于主流厂商上游水平，争取标外用具有优势，我们预计2022年平均价格同比-30%，销量同比+70%，收入同比+19%；2) 膝关节：我们认为公司重磅新品单髌较全膝关节手术创伤少、恢复快、并发症率低，且具有先发优势，2022有望实现收入1.2亿元，有效弥补初次全膝落标风险；3) 脊柱和创伤：产品线逐步完备，备战脊柱耗材国家采购，加快海外销售拓展。

非骨科业务：PRP、运动医学、口腔等新业务构建第二增长曲线

公司新业务陆续开花结果：1) PRP：公司预计3Q22上市，我们预计2023年实现8000万元销售；2) 运动医学：我们预计今明两年公司构建完整运动医学产品线，2022年有望收入2000万元，2023年或翻倍增长；3) 口腔：金属和隐形正畸产品已提交注册，公司预计2022年内取证，口腔种植和修复等其他产品预计2022年内提交注册，2023年口腔产品线有望齐备，我们预计2022年口腔业务实现1000万元收入，2023年或达4000万元。我们预计2022-2024年非骨科耗材的新业务实现收入0.41/1.61/2.69亿元。

风险提示：新产品放量不及预期；疫情反弹超预期；集采产品放量不及预期。

经营预测指标与估值

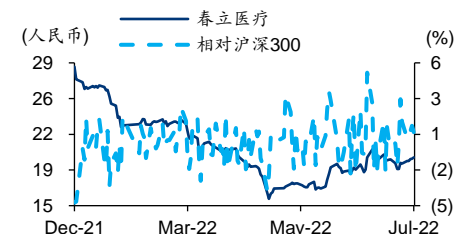
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币百万) | 937.69 | 1,108 | 1,279 | 1,641 | 2,150 |
| +/-% | 9.63 | 18.18 | 15.45 | 28.30 | 30.96 |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 283.37 | 322.36 | 354.13 | 448.62 | 586.67 |
| +/-% | 19.69 | 13.76 | 9.86 | 26.68 | 30.77 |
| EPS(人民币, 最新摊薄) | 0.74 | 0.84 | 0.92 | 1.17 | 1.53 |
| ROE(%) | 26.25 | 13.06 | 12.54 | 13.71 | 15.20 |
| PE(倍) | 26.76 | 23.52 | 21.41 | 16.90 | 12.92 |
| PB(倍) | 7.02 | 3.07 | 2.69 | 2.32 | 1.96 |
| EV EBITDA(倍) | 17.70 | 13.00 | 12.09 | 9.42 | 7.12 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

| (港币/人民币) | 1858 HK | 688236 CH |
|---------------|------------|-------------|
| 目标价 | 26.78 | 25.8 |
| 收盘价(截至7月22日) | 11.68 | 19.73 |
| 市值(百万) | 4,627 | 7,582 |
| 6个月平均日成交额(百万) | 6.21 | 11.49 |
| 52周价格范围 | 7.63-25.30 | 15.67-28.62 |
| BVPS | 6.43 | 6.62 |

股价走势图



资料来源：Wind

正文目录

| | |
|---|-----------|
| 与市场不同的观点和投资要点 | 3 |
| 与市场不同观点..... | 3 |
| 投资要点..... | 3 |
| 春立医疗：国产骨科耗材领头羊..... | 6 |
| 关节：髌关节集采后有望明显放量，单髁成膝关节主力产品 | 8 |
| 需求：我国关节手术量仅为欧美的 1/10，需求旺盛，前景广阔 | 8 |
| 价格：“后集采时代”耗材费用大幅降低，手术量有望强劲增长 | 10 |
| 供给：非头部医院或为手术增量主要市场，份额向国产龙头企业集中 | 11 |
| 春立医疗：髌关节有望快速放量，单髁崛起弥补膝关节收入下滑风险 | 13 |
| 新业务：PRP、运动医学、口腔等新业务构建公司第二增长曲线..... | 17 |
| PRP：早期骨科修复的新兴疗法，丰富公司骨科疾病整体解决方案..... | 17 |
| 运动医学：扩展运动医学全产品线，与关节产品销售高度协同 | 19 |
| 口腔：全面布局种植、正畸和修复，计划三年内实现规模化生产销售 | 20 |
| 脊柱和创伤：完善骨科产品线，充分利用渠道优势..... | 22 |
| 脊柱：产品完备，备战国家集采 | 22 |
| 创伤：补齐公司骨科业务最后一块拼图 | 23 |
| 销售：国内经销网络覆盖全面，海外市场逐步发力..... | 25 |
| 盈利预测和估值 | 27 |
| 盈利预测..... | 27 |
| 估值分析..... | 30 |
| 风险提示..... | 31 |

与市场不同的观点和投资要点

与市场不同观点

2021年人工关节占春立医疗营业收入94%，国家集采对于关节耗材行业影响重大。针对公司基本面以及集采影响，不同于部分市场观点，我们认为：

1) 国家集采后人工关节置换手术量有望明显提高。市场有观点认为，耗材集采大幅降价后医生手术动力将明显下降，手术量很可能萎缩。我们与之观点不同，参考冠脉支架国采平均降价94%情况下，2021年PCI手术量同比增长20%，而人工关节置换手术相较PCI手术，渗透率更低、可选性更强、患者对价格更敏感，因此我们预计2022年我国人工关节置换手术量有望明显超越2019年高点。

2) 国家集采后人工关节格局可能更好。仿制药集采中，出现过很多企业虽然从来没有销售过某药品，但通过低价中标销售放量的情况。不断有新药品通过一致性评价，参与集采竞标，竞争格局趋于恶化。部分投资者担心这种情况在关节集采中重现，但与之相反，我们认为竞争格局集采后反而会变好。各家关节产品差异较大，不存在一致性评价，且关节具有较高的技术壁垒和销售壁垒，新进入者需要投入大量人力物力推广产品和教育医生。在集采后，进口企业的产品溢价大幅降低，国产中小企业渠道能力、盈利空间也受到更显著挑战，市场份额有望明显向国产头部厂商集中。

3) 初次全膝关节落标对公司影响整体可控。在本轮集采中公司初次全膝关节未中标。剔除出口产品、肿瘤产品、翻修产品等，我们估计2021年集采落标的初次全膝关节约占公司收入10%。一方面，公司并没有完全放弃，与贝思达合作销售初次全膝关节，维护医生关系，另一方面大力推广重磅产品单髁，凭借先发优势，持续放量，弥补初次全膝关节收入下滑。因此我们认为初次全膝关节落标对公司影响相对有限。

投资要点

关节主要政策风险释放，公司业绩边际改善。国家人工关节集采在2021年底完成，2022年4-5月份全国大多数省份落地执行。我们认为随着关节集采关节行业主要政策风险基本释放，公司业绩或从2022下半年逐步改善，2023年价格体系稳定，有望恢复高速增长。

集采后关节行业的“变”与“不变”：

1) “不变”的是旺盛需求。人口老龄化促使我国关节骨科疾病的患病率从2013年11%提升至2020年13%，但同时我国关节人均手术量2019年仅为0.4例/千人，同期欧美平均水平3.3例/千人，存量患者池明显，需求旺盛。

2) “变”的是耗材费用大幅降低，非头部医院手术量有望明显提高，国产龙头明显受益。价格方面来看，参考冠脉支架集采后2021年PCI手术量同比+20%、冠脉支架使用量2021年1-8月同比+54%，我们认为在国家集采大幅降价后，人工关节置换手术量弹性将高于PCI手术，预计2022年我国人工关节置换手术量达107万例，相较2019年提高30%。供给方面来看，头部医院手术产能饱和，随着分级诊疗、多点执业、渠道下沉，非头部医院关节手术产能持续提高（我国炎性多关节炎出院人数中县级医院占比从2005年6.9%提高到2020年44.5%），我们认为集采后关节手术增量或集中在非头部医院。考虑到进口厂家溢价优势不再明显，国产中小厂商产品质量、渠道较弱，我们认为关节国采后市场份额有望向国产龙头集中（集采前公司在我国关节市场份额仅9%）。

公司髌关节有望快速放量，单髁崛起弥补膝关节收入下滑风险。公司髌关节国采中标价格处于主流厂商上游水平，争取标外用量具有优势，有望快速放量，我们预计2022年公司髌关节受集采影响平均价格同比-30%，销量同比+70%，收入同比+19%。公司膝关节与贝思达合作，维护医生关系，我们预计2022年公司单髁产品有望实现销售1.2亿元，明显弥补膝关节收入下滑风险。

图表1：需求+价格+供给三大因素驱动下，公司关节产品有望进一步放量



资料来源：爱康医疗半年报投资者交流资料，CCIF，公司招股书，公司年报，华泰研究预测

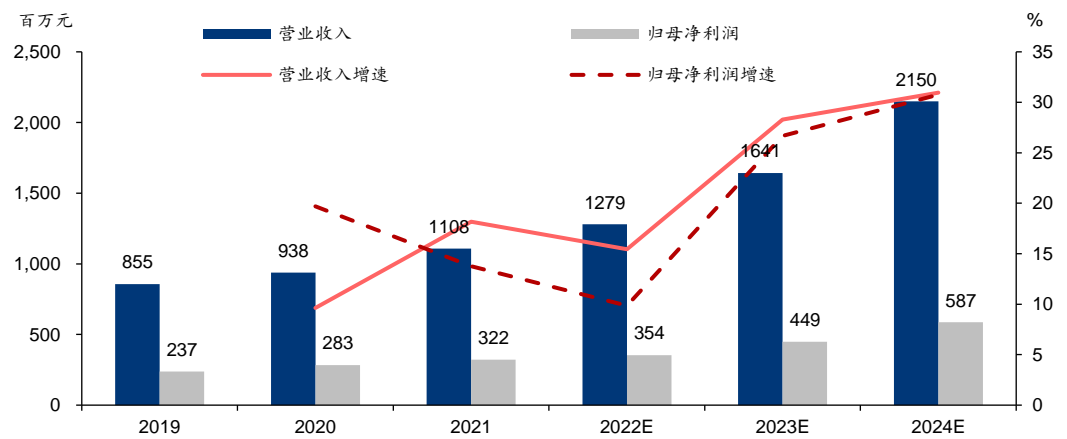
公司积极布局新业务，在后疫情时代拓展第二增长曲线。未来三年内PRP、运动医学、口腔等产品逐步贡献收入，再添增长新动力，我们预计2022-2024年公司新产品收入分别为0.41/1.61/2.69亿元。

- 1) PRP:** 公司预计3Q22上市，我们预计2023年实现8000万元销售；
- 2) 运动医学:** 我们预计今明两年公司拿全运动医学相关注册证，2022年有望实现2000万元销售，2023年或翻倍增长；
- 3) 口腔:** 公司口腔业务由单独团队运营，预计金属和隐形正畸产品2022年内取证，口腔种植和修复等其他产品预计2022年内提交注册，2023年口腔产品线有望齐备。我们预计2022年实现1000万元收入，2023年或达4000万元。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 25.80 元/26.78 港元。我们预计公司 22-24 年营业收入 12.79/16.41/21.50 亿元，同比+15.5%/+28.3%/+31.0%；22-24 年归母净利润 3.54/4.49/5.87 亿元，同比+9.9%/+26.7%/+30.8%。

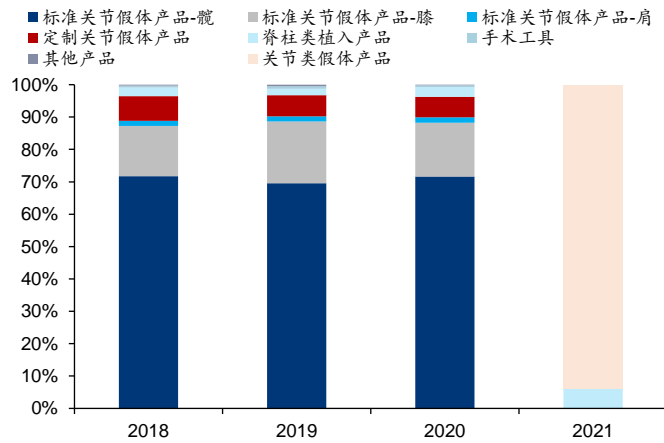
我们参考可比公司中和公司业务组成较为相似的爱康医疗 PE 估值水平（2021 年关节收入占比均在 80% 以上），给予 A 股一定溢价以反映公司合理估值水平。因此我们给予公司 2022 年 28x 的 A 股 PE 估值（A 股可比公司 2022 年 Wind 一致预期 PE 平均估值为 22x），对应目标价 25.80 元；综合考虑公司各项优势，参考爱康医疗 PE 估值水平，又考虑到 H 股流动性相对较弱，对估值有一定影响，综合考虑下我们谨慎给予 H 股平均 PE 估值，因此给予公司 2022 年 25x 的 H 股 PE 估值（H 股可比公司 2022 年 Wind 一致预期 PE 平均估值为 25x），对应目标价 26.78 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表2： 2019-2024E 年公司营业收入及归母净利润预测



资料来源：公司年报，公司招股说明书，华泰研究预测

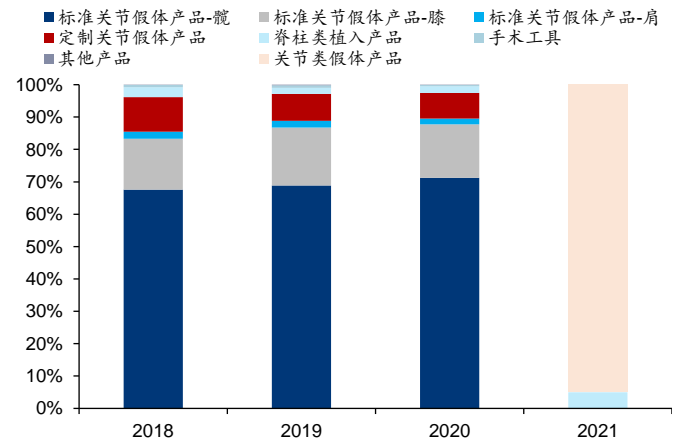
图表5: 2018-2021年公司主营业务收入拆分(按产品)



注: 2021年起公司不再披露详细产品拆分

资料来源: 公司年报, 春立医疗招股说明书, 华泰研究

图表6: 2018-2021年公司主营业务毛利润拆分(按产品)



注: 2021年起公司不再披露详细产品拆分

资料来源: 公司年报, 春立医疗招股说明书, 华泰研究

公司 2017-2019 年收入和净利润高速增长, 2020-1Q22 年疫情下收入和净利润增速承压。在我国医疗服务水平不断提高、骨科植入医疗器械市场规模持续增长的大背景下, 春立医疗面临着良好的发展机遇。2017-2019 年公司收入和净利润逐年快速增长, 保持良好的上升态势。2020-2021 年及 1Q22 受疫情影响, 公司收入和净利润增速有所下降。即使受疫情影响, 2018-2021 年公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 38.6%/47.4%, 仍保持高速增长。1Q22 公司收入和归母净利润分别为 2.57/0.74 亿元, 分别同比增长 13.5%/8.1%。

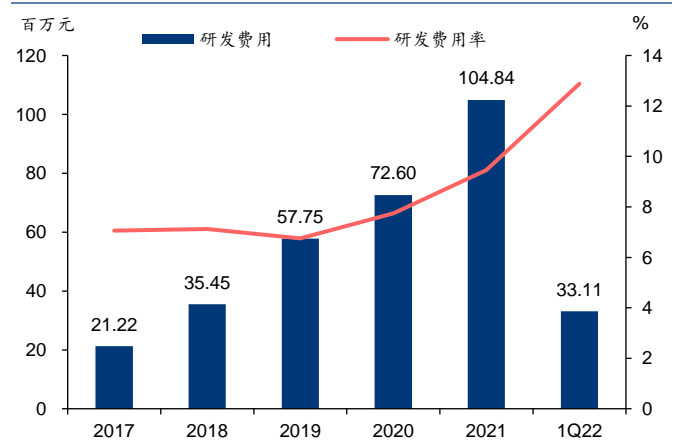
公司重视新兴技术的研究开发, 不断加大研发投入, 培养充实研发团队。截至 2021 年, 公司研发人员合计 258 人, 占公司员工总数的 27.39%。2017-2021 年, 公司研发费用分别为 0.21/0.35/0.58/0.73/1.05 亿元, 研发费用率分别为 7.06%/7.12%/6.75%/7.74%/9.46%, 保持较高水平。1Q22 公司研发费用率达 12.88%, 继续保持高研发投入。

图表7: 2017-1Q22 年公司营业收入和归母净利润及其同比增速



资料来源: 公司年报和公告, 春立医疗招股说明书, 华泰研究

图表8: 2017-1Q22 年春立医疗研发费用及其在收入占比



资料来源: 公司年报, 春立医疗招股说明书, 华泰研究

关节：髌关节集采后有望明显放量，单髌成膝关节主力产品

需求：我国关节手术量仅为欧美的 1/10，需求旺盛，前景广阔

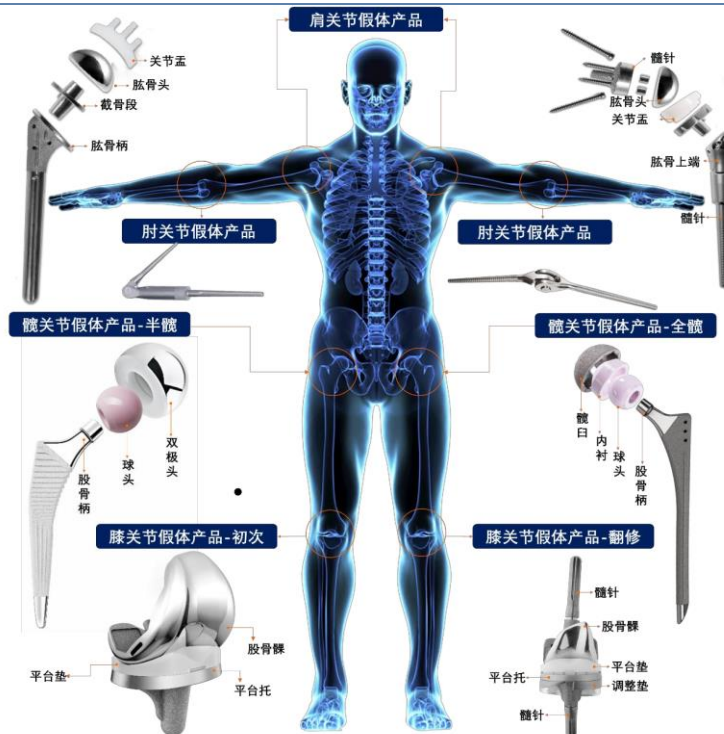
需要进行关节置换术的主要疾病是骨性关节炎（Osteoarthritis, OA）。骨关节炎是最常见的关节疾病，主要影响髌关节和膝关节，是全关节置换手术最主要的原因。骨关节炎使起骨缓冲作用的软骨软化并磨损，使得骨之间直接进行摩擦，造成关节损伤，最终发展为关节软骨退变、纤维化、断裂、缺损等。骨关节炎会使患者会出现关节酸痛、运动后关节疼痛、休息后关节僵硬、关节肿胀等症状，好发于膝、髌、颈椎和腰椎等负重关节及指间关节、腕掌关节和跖趾关节，且具有高致残性。终末期骨关节炎患者需要进行关节置换手术。

图表9：骨关节炎治疗方法

| 分类 | 具体治疗方法 | 适应症 | 详细说明 |
|------|-----------------|--------------------------------------|--|
| 保守治疗 | / | 适用于所有骨关节炎的早期患者 | 拐杖辅助活动，缓解浮肿，避免大幅度活动 |
| 药物治疗 | 非甾体类抗炎药物 | 适用于所有骨关节炎的中期患者 | 骨关节炎患者缓解疼痛、改善关节运动功能常用药物 |
| | 镇痛药物 关节腔注射药物 | | 对上述药物治疗无效的治疗方法 起到消炎、润滑、抗感染、软骨修复等功能，是有创治疗，可能会增加关节感染的风险 |
| 手术治疗 | 关节镜清理术 | 适合伴有关节内游离体或半月板损伤等症状患者，能够减轻部分早中期患者的症状 | 关节镜兼具诊断和治疗的功能 |
| | 截骨术 | 适用于膝关节骨关节炎早中期患者 | 通过改变下肢力线来改变关节面的基础面受力情况，最大限度保留患者自身关节 |
| | 关节融合术 | 适用于严重的踝关节、趾或指间关节骨关节炎患者 | 目的是解决关节疼痛，但是会造成关节功能障碍，现在已经不作为膝关节骨关节炎的常规治疗手段 |
| | 人工关节置换术 | 适用于终末期骨关节炎患者 | 对于终末期骨关节炎患者可采用人工关节置换术，可以消除缓解疼痛，恢复关节运动和平衡功能 |

资料来源：中华医学会骨科学分会关节外科学组等.中国骨关节炎诊疗指南(2021年版)[J].中华骨科杂志,2021,41(18):1291-1314., 华泰研究

图表10：关节假体产品分类及其主要组成部件示意图



资料来源：春立医疗招股说明书，华泰研究

关节假体主要产品包括髌关节、膝关节、肘关节和肩关节等，其中：

1) 髌关节假体主要用于髌关节对应部位的置换或整体置换的初次和翻修手术，以治疗股骨头（颈）骨折愈合不良、股骨头坏死、骨关节炎、髌臼发育不良等疾病。髌关节假体可分为半髌和全髌两种，主要部件包括股骨柄、髌臼、内衬、球头、双极头等。

2) 膝关节假体主要用于膝关节置换的初次或翻修手术,包括骨性关节炎,创伤性关节炎,或缺血性坏死等关节疾病。膝关节假体主要部件包括股骨髁、髓针、平台垫和平台托等。

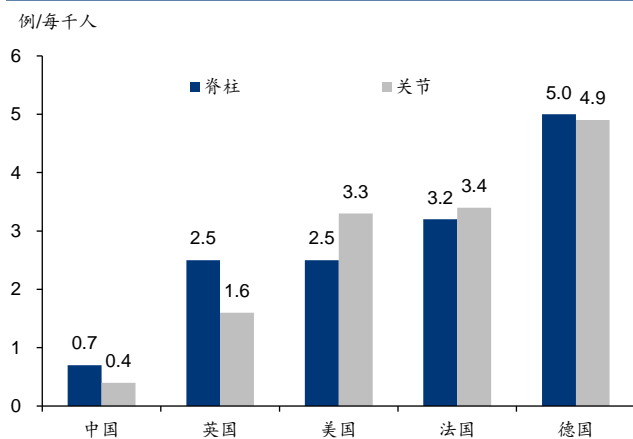
3) 肘关节假体适用于病变产生的骨缺损、肘关节骨肿瘤、严重的粉碎性骨折、类风湿性关节炎、骨性关节炎等疾病。肘关节假体主要部件包括肱骨头、肱骨上端、关节盂和髓针等。

4) 肩关节假体适用于存在骨缺损时的肩关节置换,包括肩关节骨肿瘤、严重的粉碎性骨折、类风湿性关节炎、多次人工关节翻修等疾病。肩关节假体主要部件包括肱骨头、肱骨柄、截骨段和关节盂等。

人口老龄化提高我国脊柱和关节骨科疾病的患病率。根据国家统计局数据,我国65岁以上人口从2009年1.13亿达到2021年2.01亿,总人口占比也从8.5%提高到14.2%。受到老龄化程度加深影响,我国脊柱和关节骨科疾病患病率从2013年18%和11%提高至2020年23%和13%。

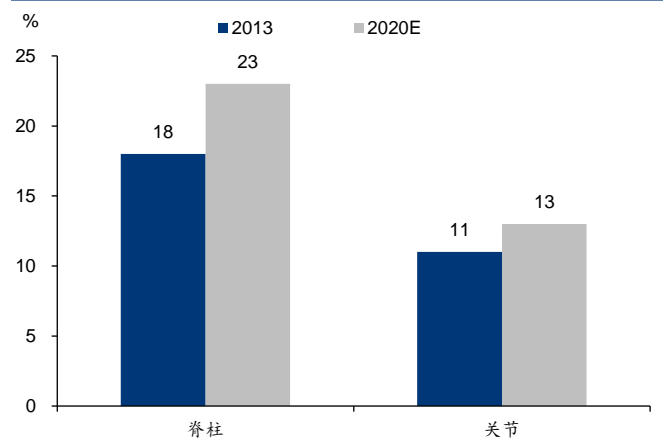
2019年我国关节手术手术量约为欧美的1/10,形成明显的存量患者池。据弗若斯特沙利文统计,2019年中国关节产品每千人植入0.4例,不足美国的1/8、德国的1/12。我国OA患病率高企,而每年手术量较少,大量存量患者并未得到有效医治。

图表11: 2019年脊柱和关节产品植入手术每千人中手术例数



资料来源:爱康医疗半年报投资者交流资料,华泰研究

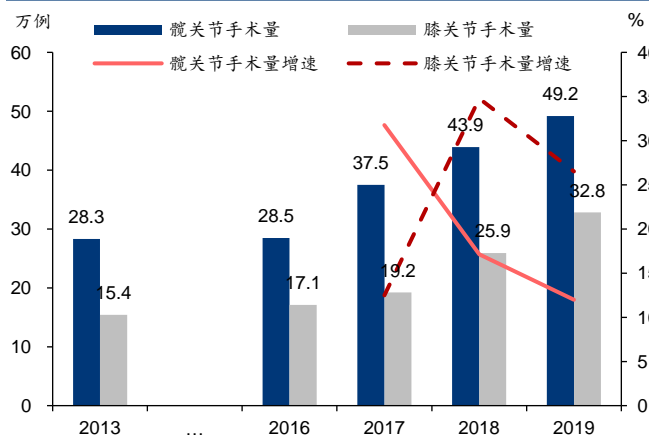
图表12: 2013和2020E年我国脊柱和关节骨科疾病患病率



资料来源:爱康医疗半年报投资者交流资料,国家统计局,华泰研究

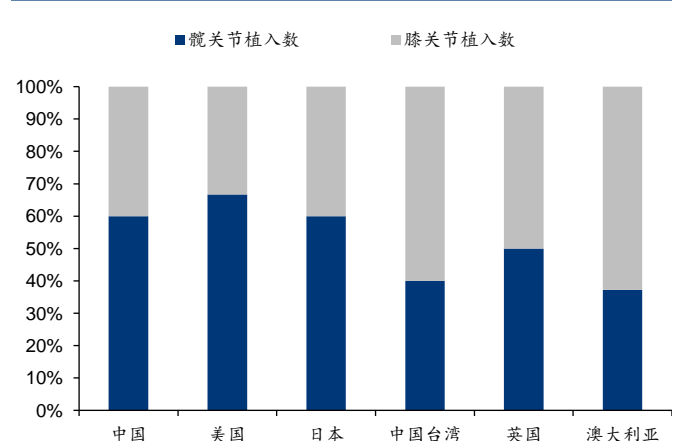
我国关节植入量占比尚落后于发达国家和地区,潜力广阔。据中国骨科论坛统计,2019年我国髋关节/膝关节手术量分别为49.2/32.8万例(+27%/12% yoy),两者比例为1.5:1。作为对比,发达国家和地区两者比例在0.6:1~2.1:1。

图表13: 2013-2019年我国髋、膝关节产品手术量及其同比增速



资料来源:中国骨科论坛,华泰研究

图表14: 2019年各经济体髋/膝关节植入数比例



资料来源:中国骨科论坛,华泰研究

价格：“后集采时代”耗材费用大幅降低，手术量有望强劲增长

患者更加关注生活质量，积极治疗意愿增强。过去骨性关节炎等骨科慢性疾病不被重视，且受限于经济水平，较多患者会选择保守治疗。但相比于适宜条件下的积极治疗（手术等），保守治疗可能把小病养大、增添患者痛苦，显著影响患者生活质量。随着居民收入提高，患者更加关注生活质量，倾向积极治疗。

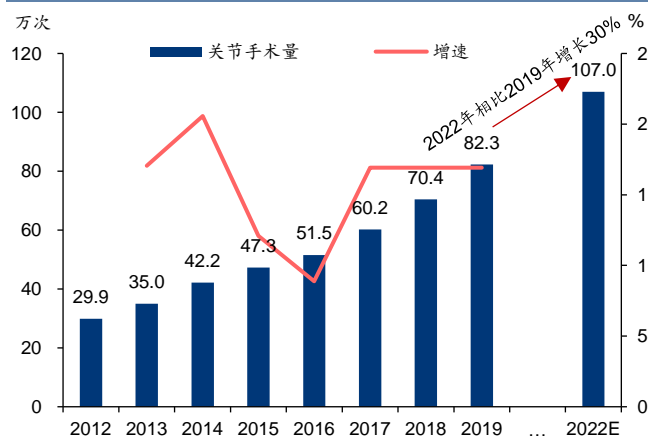
图表15：骨关节炎保守治疗与非保守治疗方式对比

| 治疗方式 | 措施 | 适用患者 | | |
|---------|------|----------------|------------------------------|-------------------|
| 保守治疗 | 基础治疗 | 健康教育 | 病变程度不重、症状较轻的 OA 患者 | |
| | | 运动治疗 | | |
| | | 物理治疗，如按摩、针灸等 | | |
| | | 行动辅助 | | |
| 非保守治疗 | 手术治疗 | 药物治理 | 根据 OA 患者病变部位及程度进行个体化、阶梯化药物治疗 | |
| | | 非甾体类抗炎药物、镇痛药物等 | | |
| | | 关节软骨修复术 | | 非手术治疗无效、影响正常生活的患者 |
| | | 关节镜清理术 | | |
| | | 截骨术 | | |
| 人工关节置换术 | | | | |

资料来源：骨关节炎诊疗指南(2018年版)[J]. 中华骨科杂志, 2018, 38(12):11., 华泰研究

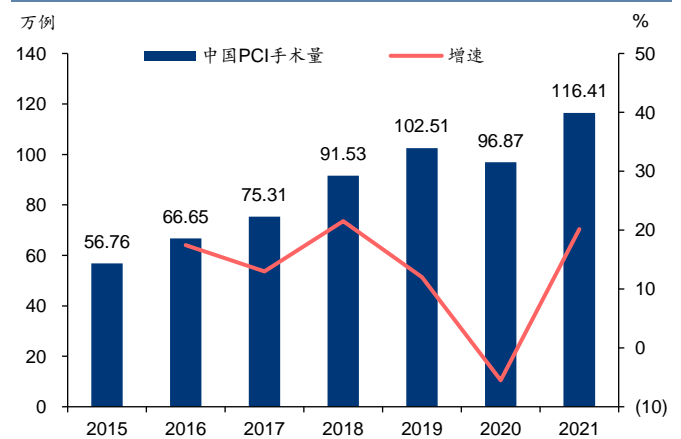
国家集采之后人工关节假体耗材价格大幅降低。2021 年关节耗材国家集采首年采购量共 53.8 万套，占总意向采购量的 90%，其中初次全髋关节和初次全膝关节首年采购量分别为 30.6 万套和 23.2 万套，价格平均降幅分别达到 80%和 84%，平均价格分别为 7000 元和 5000 元。2021 年底完成招标中选工作，2022 年 4 月底开始全国各地陆续执行。

图表16：2012-2022E 年中国人工关节置换手术量及其增速



资料来源：爱康医疗半年报投资者交流资料，弗若斯特沙利文，华泰研究预测

图表17：2015-2021 年我国 PCI 手术量及其同比增速



资料来源：CCIF，华泰研究

他山之石：冠脉支架是第一批国家集采的高值耗材，2020 年招标，2021 年全面执行，已完整执行一个年度，且 PCI 手术和关节置换手术同为择期手术，因此研究冠脉支架集采后情况对于关节产品具有明显的借鉴意义。进口和国产冠脉支架集采后价格大幅下降 95%和 92%，中选产品整体平均价格从 1.3 万元降至 700 元。我们发现冠脉支架被国家集中采购大幅降价后：

1) **PCI 手术量明显提高。**2021 年新冠疫情仍然明显干扰医院正常诊疗活动，大多数手术量仅为 2019 年同期的 80-90%左右。在这样背景下，根据 CCIF 统计，2021 年全年我国 PCI 手术量达 116 万例，同比增长 20%，较 2019 年高点也增加 12%，说明价格大幅降低明显提高患者手术意愿，增加手术量。

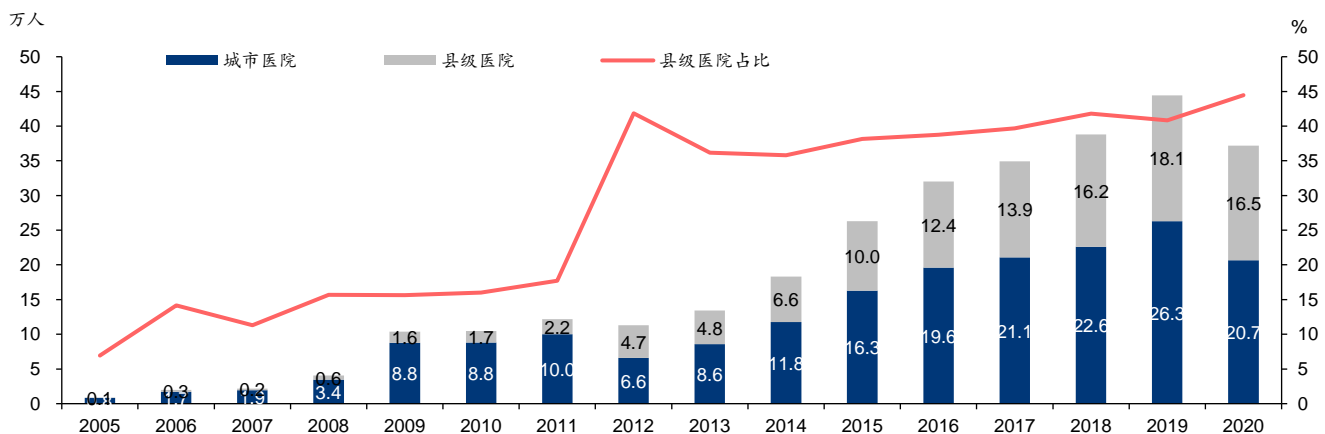
2) 冠脉支架植入量明显增加。据国家医保局数据，冠脉支架降价后，仅 2021 年 1-8 月医疗机构支架使用量就达 110 万个，使用总量已超过全国全年协议采购量 107 万个，相较集采前 2020 年同期数量增长 **54%**；企业层面，2021 年 1-8 月中选企业出厂供应中选支架 198 万个，达全年协议采购量的 1.8 倍以上，为医院实际使用量的 1.8 倍。出厂供应量扣除医疗机构使用量后，流通和库存等环节达 88 万个。冠脉支架龙头微创医疗 2021 年销售冠脉支架 122 万个，同比增长 132%。可见，冠脉支架大幅降价后使用量也明显提高。

参考 PCI 手术，我们认为在国家集采大幅降价后，人工关节置换手术量有望明显提高。相对于 PCI 手术，骨性关节炎采取保守方法治疗虽会明显影响生活质量，但基本不会危及生命，即人工关节置换手术需求刚性低于 PCI 手术，对价格更加敏感，因此在耗材价格大幅降低背景下，我们认为人工关节置换手术量弹性将高于 PCI 手术，预计 2022 年我国人工关节置换手术量相较 2019 年提高 30%，达到 107 万例。

供给：非头部医院或为手术增量主要市场，份额向国产龙头企业集中

集采后关节手术的增长对医院来说是结构性的，或集中在非头部医院。经过多年发展，患者集中在头部医院，关节手术产能饱和。随着分级诊疗、多点执业以及各厂家持续市场推广，非头部医院关节手术产能持续提高。以炎性多关节炎为例，县级医院出院人数从 2005 年 0.06 万人提高到 2020 年 16.54 万人，占比从 2005 年 6.9% 提高到 2020 年 44.5%。我们认为耗材价格大幅降低，对多数患者手术意愿提振更加明显，非头部医院或为集采后关节手术的主要增量市场。

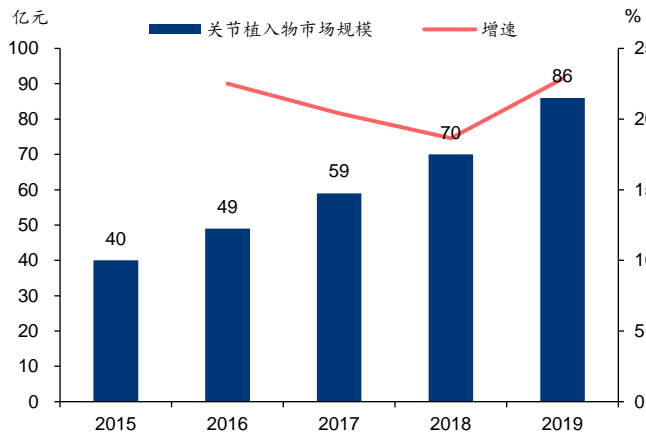
图表 18：2005-2020 年炎性多关节炎出院人数



资料来源：卫健委，Wind，华泰研究

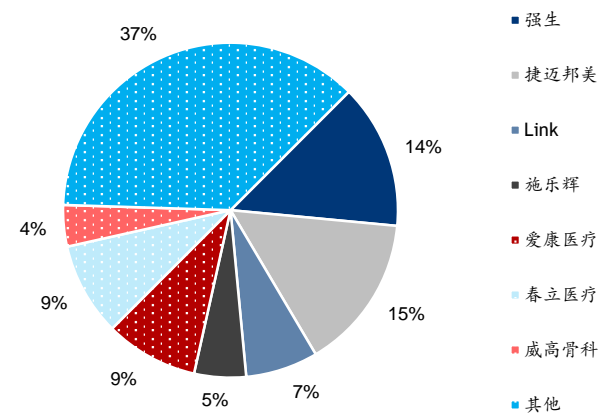
国产龙头在非头部医院优势明显，有望获得大部分增量手术份额。因为先发优势和经营策略，进口产品市场教育和营销活动主要集中在一二线城市的头部医院，相较而言国产龙头市场更加下沉，有望明显受益于非头部医院手术的放量。

图表19: 2015-2019年中国关节植入物市场规模及其同比增速



资料来源: 标点信息, 华泰研究

图表20: 2019年中国关节市场竞争格局 (按销售入口径)



资料来源: 米内网, 标点信息, 华泰研究

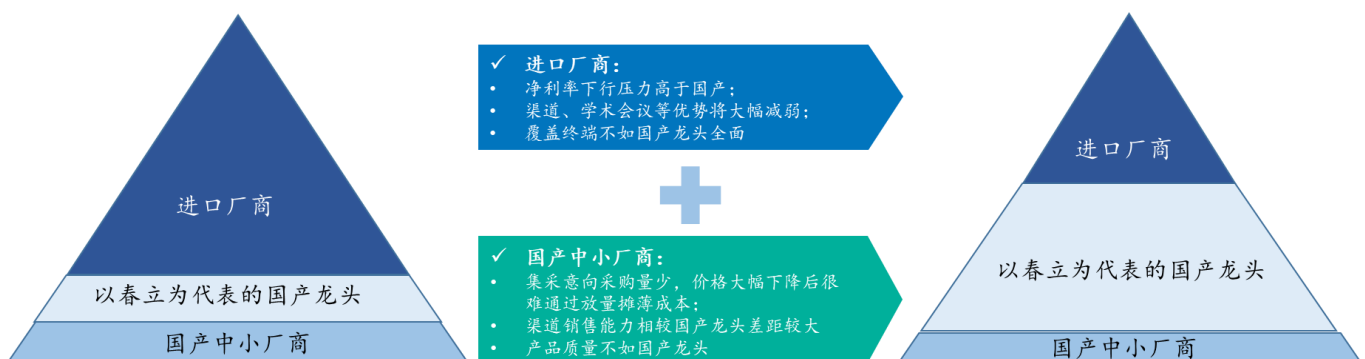
集采前关节市场规模稳健增长, 其中份额集中在进口企业。集采前, 2019年我国人工关节市场规模达到86亿元, CAGR (2016-2019) 达到21.1%。其中进口份额占明显优势, 国产前两名爱康医疗和春立医疗2019年份额仅为9.2%和9.0%。

关节国采后市场份额有望向国产龙头集中。我们认为国家集采之后, 相对于进口厂商和国产中小厂商, 国产龙头的竞争力在增强, 份额有望向国产龙头集中:

1) 进口厂商: 集采后进口厂商产品价格与国产厂商平均价格差距从几万元缩小至1000-2000元, 进口人工关节溢价大幅减少, 其产品净利率下行压力高于国产。集采后关节手术增量多集中在非头部医院, 且关节手术需要厂家提供跟台服务, 因此渠道和医生前期培训较为重要。一方面来看, 进口厂商之前并未向非头部医院进行渠道拓展和人员培训, 因此进口产品较难通过非头部医院医生选择进行放量, 而国产龙头在非头部医院渠道优势明显。另一方面, 从经销商角度来看, 由于进口产品降价幅度更高, 进口渠道经销商利润空间受到压缩更大, 跟台服务积极性也随之下滑, 许多进口经销商转向国产产品, 进口厂商产品推广也会受一定影响。

2) 国产中小厂商: 中小厂商在国家集采中意向采购量很少, 在集采价格大幅下降后, 很难通过放量摊薄成本, 盈利能力受到严重挑战。加之渠道销售能力相较国产龙头差距较大, 因此很难分享手术放量的红利。

图表21: 集采前后进口和国产企业份额变化示意图



资料来源: 华泰研究

春立医疗：髌关节有望快速放量，单髁崛起弥补膝关节收入下滑风险

春立关节产品关节假体产品分为标准关节假体产品和定制关节假体产品。标准关节假体包括标准髌关节、膝关节、肩关节和肘关节四类，适用于骨性关节炎、类风湿性关节炎、缺血性坏死、创伤性关节炎等，产品结构较简单和标准化，但不适合替代大块骨缺损；定制关节假体适用于有关节复原功能，由于根据患者损伤个性化定制，因此结构更复杂，适合替代骨缺损。

公司以骨科器械通用技术为理论和实践基础，并根据产品的临床使用需求和工艺难点总结了独有的核心技术。公司通用升级技术是以通用技术或必要技术为基础，结合中国人骨骼特征、临床需求及反馈，优化升级产品性能或工艺的技术；独有技术是公司基于研发经验及未来研发规划，自行钻研攻关实现的核心技术。其中，关节类产品核心技术如下：

- 1) 髌关节：主要包括低摩擦关节界面技术、个性化生物型股骨技术、压配式生物髌臼技术及髌关节翻修假体填充技术；
- 2) 膝关节：主要包括高抛光解剖胫骨平台技术、优化的股骨髌前髌及髌骨滑车技术、半开放式股骨髌间窝技术、多元化平台垫技术；
- 3) 肩肘关节：主要包括肱骨近端假体设计技术、肱骨远端假体设计技术。

公司依靠各项关节核心技术，根据中国人骨骼特征和临床需求设计产品，针对临床需求和工艺难点进行突破，多项技术关键指标性能达到行业最高水平。根据各项性能指标对比结果，春立医疗在髌关节、膝关节等相关的多数技术已不弱于行业最高水平。

春立医疗中标所有品类髌关节产品，且价格高于国产竞品，争取标外量具有较强竞争力。在此次国家关节集采中标初次置换人工髌关节的全部三个产品系统，且中标价格较理性，显著高于爱康医疗、威高骨科等主要国产厂商，与全球龙头强生相当。公司髌关节三类产品的首年意向采购量亦处于第一梯队。我们认为凭借技术优势和渠道优势，公司髌关节产品有望在标外市场争取更多的份额。

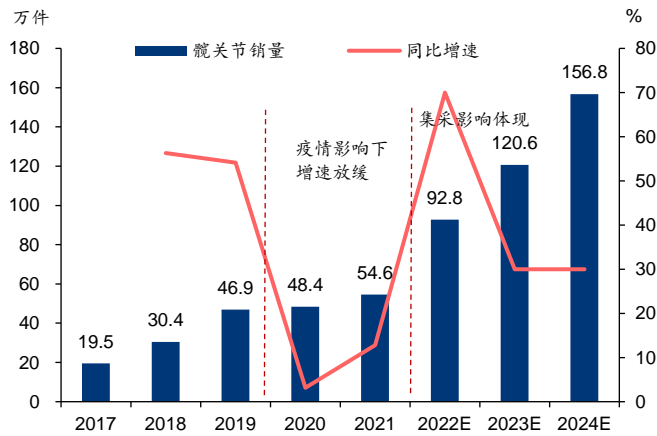
图表22：人工髌关节产品国家带量采购中标结果

| 厂商名称 | 陶瓷-陶瓷 | | | 陶瓷-聚乙烯 | | | 金属-聚乙烯 | | |
|------|-------|-------------|-------------|--------|-------------|-------------|--------|-------------|-------------|
| | 中标情况 | 中标价格 (RMB) | 首年意向采购量 (套) | 中标情况 | 中标价格 (RMB) | 首年意向采购量 (套) | 中标情况 | 中标价格 (RMB) | 首年意向采购量 (套) |
| 春立医疗 | √ | 8,000 | 21,138 | √ | 7,900 | 10,372 | √ | 8,110 | 5,056 |
| 爱康医疗 | √ | 6,896 | 15,364 | √ | 6,290 | 23,905 | √ | 6,730 | 6,648 |
| 威高骨科 | √ | 7,521/7,527 | 8,309 | √ | 6,628-6,715 | 16,600 | √ | 6,706-7,289 | 3,843 |
| 捷迈邦美 | √ | 7,987 | 15,577 | √ | 6,987 | 13,446 | √ | 4,987 | 980 |
| 强生 | √ | 8,106 | 14,998 | √ | 8,006 | 16,044 | √ | 8,206 | 2,263 |
| 林克骨科 | √ | 8,506 | 21,318 | √ | 8,500 | 10,965 | × | - | - |
| 史赛克 | × | - | - | √ | 5,519 | 6,114 | √ | 4,160 | 140 |

资料来源：天津医保局，华泰研究

我们预计公司 2022 年在集采影响下，髌关节平均价格下降 30%，销量同比增长 70%，收入同比增长 19%，2023/2024 年价格体系相对稳定，销量则保持超越行业的稳定增速 30%。我们预计 2024 年公司髌关节收入将达 13.9 亿元，2022-2024 年 CAGR 为 22%。

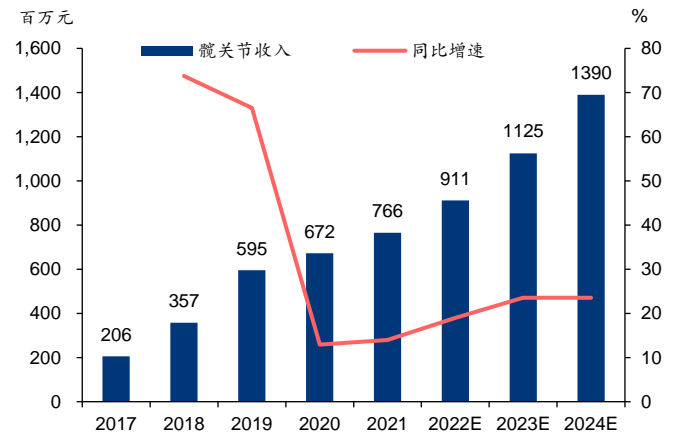
图表23: 2017-2024E 年公司髌关节产品销量及其同比增速



注: 单位是件, 并非完整一套

资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 华泰研究预测

图表24: 2017-2024E 年公司髌关节产品收入及其同比增速



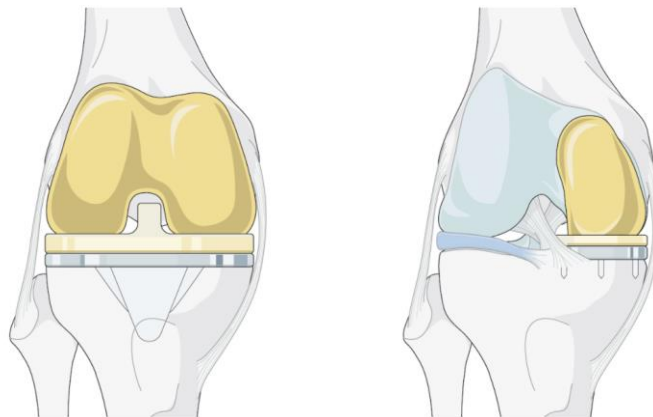
资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 华泰研究预测

膝关节方面, 公司与贝思达达成战略合作, 维持医生合作关系。公司由于报价较高未能中标膝关节产品, 但已与贝思达在膝关节产品达成战略合作。贝思达此次中标膝关节价格较高, 仅低于强生, 高于其他主要国产厂商。公司具备较强的膝关节生产与销售能力, 与贝思达合作共享膝关节市场, 有望实现双赢。

膝关节炎病人早期病变仅限于内侧间室, 单髁置换应运而生, 这是公司在膝关节局部的重磅产品。根据膝关节形状和功能可把膝关节分成内外两部分, 内侧由股骨内髁、内侧半月板和外侧胫骨平台构成, 外侧由股骨外侧髁和外侧半月板以及外侧胫骨平台组成。由于人的膝关节内外髁形状和功能不同, 一般内侧髁承受压力大, 而外侧髁多负责旋转功能。因此 1/3 的膝关节炎病人早期病变仅局限于内侧间室, 膝关节内侧髁磨损, 外侧髁依然完好, 所以只需要治疗内侧髁的老化磨损。

膝关节单髁置换术的目的是尽可能保留正常的关节结构, 以期获得更好的功能恢复。膝单髁人工关节置换可分内侧室和外侧室两种情况, 但仍以内侧为主。目前单髁置换主要适用于: 1) 膝关节单侧间室间隙变窄, 无对侧间室病变, 无严重髌骨关节病变; 2) 膝内翻小于 10° , 屈曲畸形小于 10° ; 3) 膝关节诸韧带结构完整; 4) 非炎症性关节炎, 如骨性关节炎、创伤性关节炎等。

图表25: 全膝关节置换术(左)和单髁置换术(右)示意图



资料来源: AO RECON, 华泰研究

与全膝关节置换手术相比，单髁膝关节置换手术创伤小、运动功能恢复快、并发症少、手术安全度高。通过更加精准和微创的手术仅对单间室磨损软骨面置换，保留正常关节韧带、软骨等固有的内在结构，病人在单髁置换术后更容易感知关节活动过程中位置及力量变化，关节活动范围接近正常，在经过康复训练后，运动更加协调、自如。而全膝关节置换术要将患者的全部膝关节软骨和交叉韧带切除，用金属假体代替膝关节胫骨及股骨关节面，并在两金属之间配合衬垫，易发生患者本体感觉差、关节不稳定等情况。

由于上述优势，目前单髁置换手术可部分替代全膝关节置换手术。目前 UKA 在国外应用较多，大约占全部膝关节置换的 10%，根据不同国家和不同阶段，替代率从 3%~30% 不等。中国目前单髁置换应用较少，2021 年仅 2-3 万例，多集中在北京、上海等大城市，渗透率提升空间广阔。

集采后单髁产品价格高于膝关节平均价格。单髁产品不在国家集采范围中，但政策要求其价格限制在 9360 元，高于膝关节平均中标价格 5000 元。

公司同时拥有活动平台单髁和固定平台单髁产品。2021 年 8 月，春立固定平台和活动平台单髁膝关节产品获批上市。活动平台和固定平台两类单髁产品优势互补，春立单髁产品极具竞争力。

公司固定平台单髁填补了国内市场没有国产常规单髁假体产品的空白。公司固定单髁假体可减少磨损，具有更高的容错率，可更好的复制和还原膝关节结构。同时还进行了多项优化，使产品具有屈膝时平滑稳定、增加关节活动度、给予更合适的韧带张力、减少微动、有效防止胫骨平台横向及纵向移动、增加假体稳定型、降低术后胫骨平台松动等技术优势。

图表26：活动平台和固定平台单髁的优势对比

| 活动平台单髁 | 固定平台单髁 |
|------------------------------------|---|
| 活动平台的聚乙烯衬垫在光滑的金属底座表面滑动，接触面积大、磨损率更小 | 固定平台的聚乙烯衬垫和金属底座之间是固定的，无衬垫脱位风险 |
| 活动平台单髁假体的吻合性更高，不易磨损 | 固定平台单髁较活动平台有更广泛的适应证选择 |
| 活动平台单髁垫片选择可以更薄，实现术中截骨量最小化 | 固定平台单髁假体是多半径设计 |
| 活动平台能更好恢复下肢力线 | 固定平台单髁手术操作更简单，容错率高，没有脱位风险，适合初学者从 TKA 到 UKA 过渡 |

资料来源：骨科在线，华泰研究

单髁产品国产竞争格局较好。目前国内获批注册的单髁膝关节假体以国外品牌为主，国产仅春立、爱康、大博和正天四家获批，竞争格局较好。

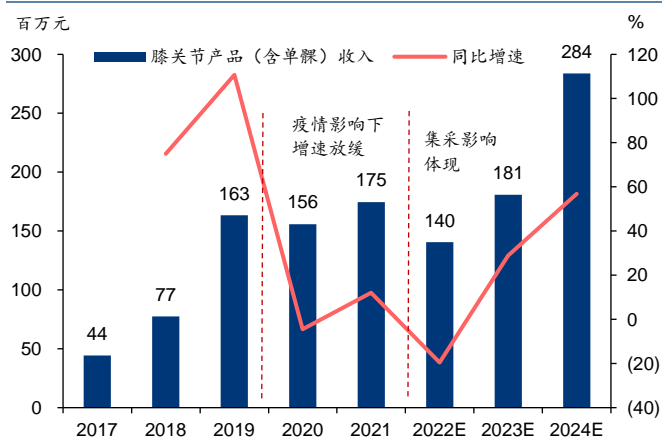
图表27: 单髁膝关节产品在国内注册情况 (截至 2022 年 7 月 15 日)

| 注册公司名称 | 国家 | 注册时间 | 注册产品名称 | 适用症范围 |
|----------------------------|-----|------------|-----------|--|
| 北京市春立正达医疗器械股份有限公司 | 中国 | 2021/8/6 | 单髁膝关节假体 | 与骨水泥配合使用, 适用于膝关节单侧髁置换 |
| 天津正天医疗器械有限公司 | 中国 | 2020/12/3 | 单髁膝关节系统 | 作为骨水泥型膝关节假体使用, 适用于单髁膝关节置换 |
| 大博医疗科技股份有限公司 | 中国 | 2021/7/29 | 单髁膝关节假体系统 | 作为骨水泥型膝关节假体使用, 适用于膝关节内侧髁置换 |
| PERMEDICA S.P.A. | 意大利 | 2019/10/16 | 单髁膝关节假体 | 与企业同系列组件配合, 用于骨水泥固定的膝关节置换 |
| Waldemar Link GmbH & Co.KG | 德国 | 2021/9/15 | 单髁膝关节系统 | 作为骨水泥型膝关节假体使用, 适用于单髁膝关节置换 |
| | | 2016/12/20 | 单髁膝关节系统 | 作为骨水泥型膝关节假体使用, 适用于单髁膝关节置换 |
| Biomet UK LTD. | 英国 | 2021/3/15 | 单髁膝关节系统组件 | 与本企业生产的同一系统组件配合使用, 仅供患有内侧膝关节骨关节炎或缺血性坏死的病人使用, 非骨水泥固定 |
| | | 2021/8/12 | 单髁膝关节系统 | 与骨水泥配合使用, 适用于膝关节单侧髁置换 |
| Smith & Nephew, Inc. | 美国 | 2020/1/15 | 膝关节单髁置换系统 | 与骨水泥配合使用, 适用于下列膝关节疾病的单髁置换 1.风湿性关节炎 2.创伤后关节炎、骨关节炎或老年患者的退行性关节炎 |
| MAKO SURGICAL CORP. | 美国 | 2020/3/30 | 单髁膝关节系统 | 骨水泥型, 适用于配合骨科手术导航系统 (RIO) 进行单髁膝关节置换术一次性使用 |
| Exactech, Inc. | 美国 | 2019/12/2 | 单髁膝关节系统 | 作为骨水泥型膝关节假体使用, 适用于膝关节内侧或外侧关节面的初次置换 |
| DePuy Orthopaedics, Inc. | 美国 | 2019/12/4 | 单髁膝关节系统 | 该产品适用于单间室膝关节置换术, 仅适用于骨水泥固定 |

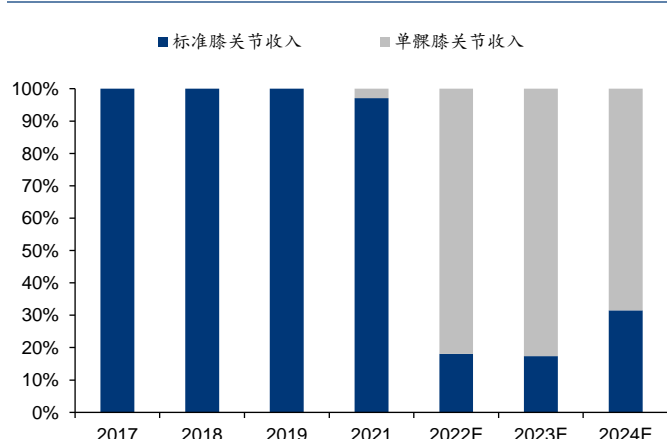
注: 爱康医疗公告其单髁产品于 2022 年 7 月 14 日获批, 但目前尚未在 NMPA 官网更新

资料来源: 国家药品监督管理局, 华泰研究

单髁有望成为公司弥补初次全膝关节落标的重要布局。我国单髁需求旺盛, 且公司产品拥有固定和活动两大平台, 优势明显, 因此我们预计公司 2022 年单髁产品有望实现 1.2 亿元收入, 显著弥补初次全膝关节落标的影响。

图表28: 2017-2024E 年公司膝关节产品收入及其同比增速


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 华泰研究预测

图表29: 2017-2024E 年公司膝关节产品中标准膝关节和单髁占比


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 华泰研究预测

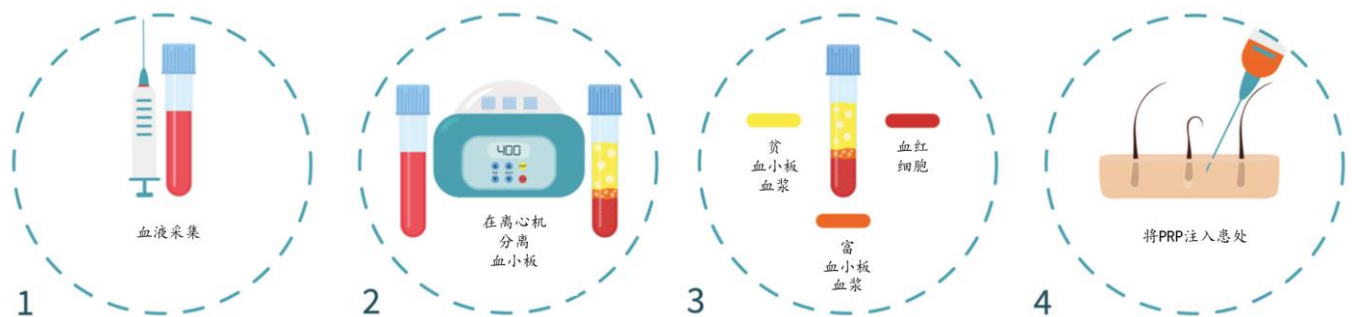
新业务：PRP、运动医学、口腔等新业务构建公司第二增长曲线

PRP：早期骨科修复的新兴疗法，丰富公司骨科疾病整体解决方案

PRP (Platelet Rich Plasma, 富血小板血浆) 是取全血经离心移除红血球, 成为富含血小板的血浆蛋白浓缩液。PRP 来源于自体血液、利用自体愈合机制进行组织修复, 较为安全且操作简单, 已应用于运动创伤、退行性病变、骨关节炎、整形美容、口腔颌面等多领域。

目前一般采用二次离心法制备 PRP。抽取血液并做抗凝处理后, 初次离心主要将下层红细胞分离, 将上层血浆清液转移至新的无菌试管; 取上层血浆进行二次离心后再弃去上层贫血小板血浆 (PPP), 即可获得 PRP。二次离心法操作不需专用制备套装也可完成, 但由于全程需要严格无菌环境、步骤较繁琐, 且在开放空间制备, 不能在门诊使用。以上海市曙光医院为例, 其骨关节科采用此方法制备的 PRP 收费约 500 元一次。

图表30：富血小板血浆制备示意图



资料来源：MY HAIR CLINIC，华泰研究

PRP 中富集的血小板激活释放生长因子促进自体组织再生修复。血小板除凝血作用外, 其被激活后还会释放出众多生长因子, 如 PGDF 血小板衍生生长因子、EGF 表皮生长因子、FGF 纤维生长因子、VEGF 血管内皮生长因子、TGF 转化因子等。这些生长因子可以促进骨愈合、肌腱修复、清除坏死组织、减轻炎症反应和术后疼痛、加速关节软骨修复及再生等。由于 PRP 提取自自体血液成分, 大大减少了排异可能和传染病风险。

PRP 在骨科的应用广泛, 一方面促进骨损伤修复, 另一方面加速骨再生。PRP 在骨科适应症主要包括骨性关节炎、慢性筋膜炎、肌腱病和慢性肌腱炎、软组织损伤、关节内软骨和半月板损伤、股骨头坏死、慢性骨髓炎、骨不连、慢性难愈合伤口等。大量临床研究表明 PRP 可以加快骨折愈合、促进软骨再生与修复、促进软组织创面修复, 且关节注射方式具有微创穿刺、患者痛苦小、费用低廉等特点, 可减少术中出血、术后伤口渗出和术后并发症, 促进术后功能恢复。

图表31：PRP 在人体主要关节部位适应症

| 部位 | 适应症 |
|----|----------------------------|
| 肩部 | 肩周炎、旋转肌破裂、冲撞症候群 |
| 手肘 | 网球肘炎、高尔夫球肘炎 |
| 手腕 | 手腕韧带损伤 |
| 骨盆 | 腰部韧带损伤、盆骨痛症、骶髂关节症候群 |
| 膝盖 | 内/外侧韧带损伤、关节炎、膝盖骨韧带损伤、半月板损伤 |
| 脚踝 | 跟腱炎、脚踝韧带损伤 |

资料来源：王瑞含, 范金波, 周国均, 等. PRP 治疗膝骨关节炎的临床应用研究进展[J]. 临床输血与检验, 2020, 22(6): 659., 华泰研究

已有文献证明 PRP 在骨科修复的临床效果。海南西部中心医院和上海交通大学附属第九人民医院对 70 例 TKA 患者进行研究, 研究组进行 PRP 治疗而对对照组不接受。结果表明 PRP 对老年膝骨关节炎行假体置换术患者可有效降低术中失血量和术后引流量; 各时间点 KSS 评分均明显高于治疗前, VAS 评分均显著低于治疗前, 且较对照组均有明显改善, 说明 PRP 可明显改善患膝关节功能, 缓解膝关节疼痛, 成为除药物治疗外针对 OA 的又一新兴疗法。

图表32: PRP 对于 TKA 手术的改善效果对比

| 各项指标 | 研究组 (n=32) | 对照组 (n=38) |
|----------------|--------------|--------------|
| 切口长度(cm) | 14.85±3.60 | 13.91±3.22 |
| 手术时间(min) | 59.67±14.34 | 57.01±12.89 |
| 术中失血量(ml) | 311.56±77.24 | 492.03±70.84 |
| 术后引流量(ml) | 261.20±64.33 | 354.71±60.99 |
| 术前 KSS 评分 | 35.12±8.66 | 35.94±8.79 |
| 术后 6 个月 KSS 评分 | 80.25±18.13 | 71.58±19.26 |
| 末次随访 KSS 评分 | 88.73±10.41 | 91.02±8.84 |
| 术前 VAS 评分 | 7.68±1.90 | 7.55±1.86 |
| 术后 6 个月 VAS 评分 | 2.83±0.95 | 3.69±0.84 |
| 末次随访 VAS 评分 | 1.07±0.51 | 2.27±0.40 |
| 术前股骨角 | 84.95±4.90 | 85.67±4.72 |
| 术后 6 个月股骨角 | 80.34±4.55 | 83.02±4.36 |
| 末次随访股骨角 | 75.06±4.27 | 79.99±4.13 |

资料来源: 胡文雄等. 富血小板血浆对老年膝关节炎假体置换术疗效的影响[J]. 中国老年学杂志, 2021, 41(19): 4271-4274, 华泰研究

PRP 除在骨科应用外, 在医美领域的的应用越来越广泛。目前, PRP 已在改善肤质、祛斑、去皱纹、去除黑眼圈、治疗脱发、创面修复、脂肪辅助移植等医美方面得到应用。其中, 填充除皱、脱发治疗、激光术后恢复以及提高脂肪存活率是目前 PRP 在医美领域的重点应用方向。

目前 PRP 在国内处于起步阶段。PRP 国内目前多为医生院内手动操作制备, 制备步骤较繁琐且存在一定污染风险。就 PRP 专用制备系统来看, NMPA 获批的 PRP 制备系统仅五家。其中国产厂家仅威高集团的富血小板血浆 (PRP) 制备用套装获批。国内 PRP 制备系统处于起步阶段, 公司机会明显。

公司预计 PRP 制备系统于 3Q22 上市销售, 我们预计 2023 年实现 8000 万元销售。公司 PRP 产品已进入注册阶段, 公司预计 2022 年三季度上市销售。公司 PRP 产品由设备、耗材组装联合使用, 运行过程为全自动半封闭运行, 安全可靠, 制备时间短, 提取浓度高; 与国内上市同种类产品相比性能更好、效率更高、感染风险更低, 且可同时用于骨关节炎、创伤和脊柱治疗。我们预计 2023 年 PRP 有望实现 8000 万元销售。

图表33: 国内获批的部分厂家主流 PRP 产品对比

| 各项指标和优劣势 | 山东威高 | RegenLab (瑞珍) | 韩国瑞维 | Arthrex (锐适) |
|----------|--|---|---------------------------------|--|
| 生产企业 | 山东威高 | RegenLab | REV MED | 锐适医疗 |
| 注册时间 | 2021/2/18 | 2017/11/29 | 2021/3/17 | 2020/9/7 |
| 适用范围 | 制备自体富血小板血浆 (PRP): 在临床医生指导下, 富血小板血浆 (PRP) 用于创伤闭合性骨折手术 (注: 本器械分离的富血小板血浆仅用于创面的修复, 不能用于静脉注射) | 适用于抽取患者自体血液制备富血小板血浆 (PRP), 用于治疗慢性伤口 | 通过离心方式, 从自体血血样中制备自体富血小板血浆 | 与 Rotofix 32A 离心机共同使用, 用于从人体自体血血样中制备自体富血小板血浆 |
| 采血量 | 50ml | 8ml | 35ml | 10ml |
| PRP | 10ml | 2-4.5ml | 4ml | 4ml |
| 离心次数 | 2 | 1 | 2 | 1 |
| 血小板浓度 | 因操作不同, 误差较大 | 1.7x-3.8x | 5x | 2x |
| 血小板回收率 | 因操作不同, 误差较大 | >95 | <60% | <60% |
| 优势 | 1.上市较早 2.品牌受国内医生认可度较高 3.型号多, 可选型适配, 招标有优势 | 1.简单, 一次离心减少感染风险 2.采血量少, 血小板回收率高 3.套装及离心机价格便宜 | 1.分离过程全封闭无污染 2.三轮一体式操作便捷 | 1.简单, 一次离心, 减少感染风险 2.采血量少, 血小板回收率高 |
| 劣势 | 1.产品需要医生手动抽取, 操作要求较高 2.涉及到一次离心后抽取红细胞, 增加产品感染源风险, 使用环境有约束。 3.产品价格偏高 | 1.PR.P 浓度偏低 2.适用范围较小 | 1.每个人的血小板含量不同, 该制备套装制备出来的效果也不同。 | 1.产品价格偏高 2.PR.P 浓度偏低 |

资料来源: 国家药品监督管理局, 华泰研究

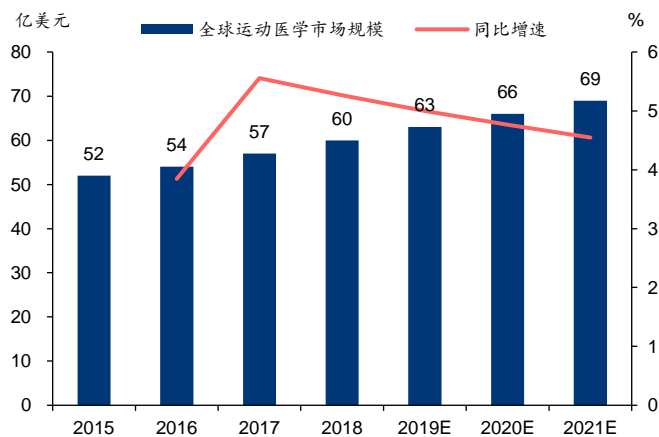
运动医学：扩展运动医学全产品线，与关节产品销售高度协同

运动医学是新兴重磅骨科方向。运动医学起源于骨科创伤学，处理与运动有关的创伤，但在发病规律、诊疗原则和预后等方面又区别于传统骨科创伤，因而分离出来。运动医学属于交叉性学科，主要是关节镜辅助下的微创技术，对韧带、关节囊、肌腱等软组织的形态修复和功能重建，是新兴的重磅骨科方向。

运动医学医疗器械主要用于关节、软组织相关的损伤治疗与康复。运动医学疾病按关节部位可分为：1) 膝关节：骨关节炎、半月板损伤、交叉韧带损伤、游离体等；2) 肩关节：冻结肩、肩袖损伤、肩峰撞击征、肩关节复发性脱位、肩关节 SLAP 损伤；3) 肘关节：骨关节炎、踝关节撞击症、踝关节不稳以及臀肌挛缩症等。运动医学医疗器械产品以关节镜为核心，相关耗材分为有源手术器械、无源手术工具、植入器械和康复固定器械四大类。

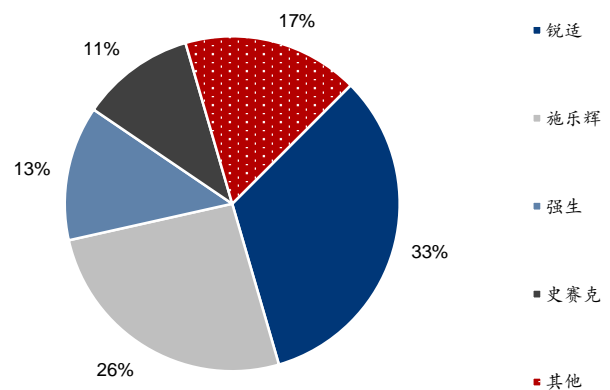
全球运动医学市场增速快于传统骨科，且被四大巨头垄断。2018 年，全球运动医学市场规模达到 60 亿美元，同比增长 5.26%，其增速快于传统骨科。全球运动医学市场高度集中，2019 年 CR4 达到 83%，锐适、施乐辉、史赛克和强生分别占据 33%、26%、13% 和 11% 的市场份额。

图表34：2015-2021E 年全球运动医学市场规模及其同比增速



资料来源：OrthoWorld, Orthopaedic Industry Annual Report 2018, 华泰研究

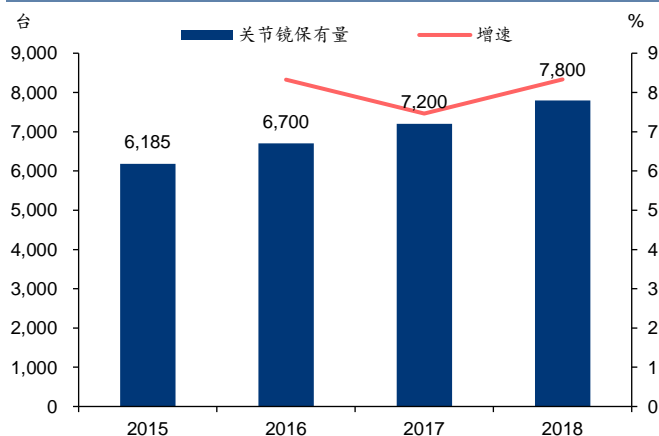
图表35：2019 年全球运动医学竞争格局



资料来源：施乐辉年报, 华泰研究

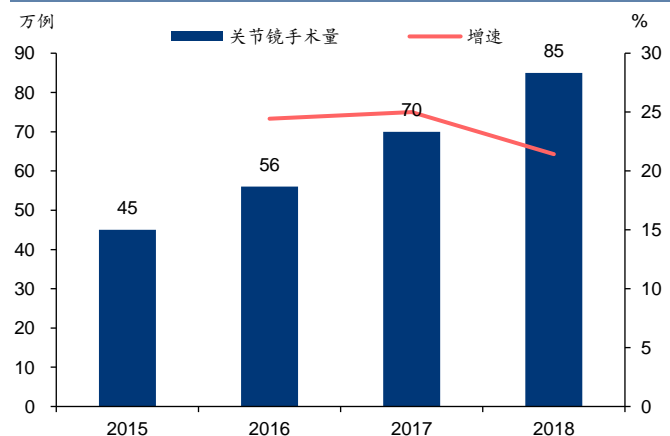
居民运动意识提高和患者治疗意愿强推动我国运动医学蓬勃发展。我国运动医学发展相对较晚，但近年随着人们运动意识加强，且运动损伤的患者中青年占比高、治疗意愿强，因此以关节镜为核心的运动医学在我国正处于快速发展阶段，我国 2018 年关节镜保有量 7800 台，手术量达到 85 万例，同比增长 21%。

图表36：2015-2018 年我国关节镜保有量及其同比增速



资料来源：Millennium Research, 华泰研究

图表37：2015-2018 年我国关节镜手术量及其同比增速



注：包括植入手术和非植入手术
资料来源：IQVIA, 华泰研究

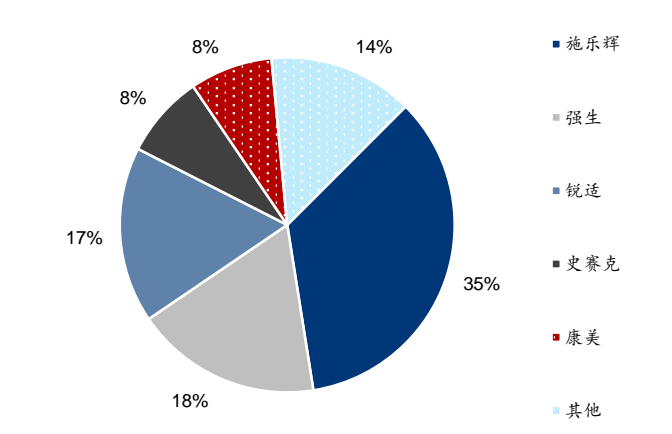
我国运动医学市场增长较快，但被进口垄断。我国 2018 年运动医学市场规模 21.2 亿元，同比增长 24%，其中关节镜系统市场规模 7.1 亿元，同比增长 25%，植入物及工具市场规模 14.1 亿元，同比增长 24%，属于发展较快的医疗器械子行业。目前我国运动医学市场基本被施乐辉、强生等国际骨科巨头垄断，进口市占率超过 86%。

图表38：2015-2021E 年我国运动医学市场规模及其同比增速



资料来源：Millennium Research, IQVIA, 华泰研究

图表39：2018 年我国运动医学市场竞争格局



资料来源：Millennium Research, IQVIA, 华泰研究

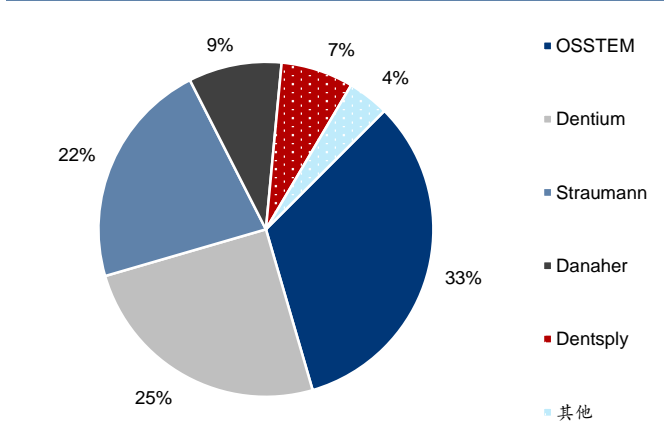
公司布局运动医学拓展骨科创新产品线。公司目前运动医学产品线已有前期布局，不可吸收带线铆钉、非吸收性外科缝线、带袢钛板和一次性刨削器已取得注册证，多个产品已进入 GMP 审查取得注册证阶段，我们预计今明两年公司拿全运动医学相关注册证，2022 年实现 2000 万元收入，2023 年销售有望翻倍。

口腔：全面布局种植、正畸和修复，计划三年内实现规模化生产销售

种植牙是牙齿缺失目前较有效和持久的解决方案。缺牙的治疗方式主要包括活动假牙、固定假牙和种植牙三类。种植牙是一种以植入骨组织内的下部结构为基础支持上部牙修复体的缺牙修复方式。由于固定原理不同，前两类假牙均会损伤缺牙两边正常牙齿，且有异物感、磨损两侧基牙、牙龈不受力导致萎缩、持续周期较短等缺点。种植牙对两边牙齿损害最小，咀嚼力最佳，使用寿命也较长，是目前效果最好的解决方案。

2019 年我国种植牙数量达 312 万颗、种植体市场达 23 亿元，种植体国产化率低。据智研咨询，我国种植牙数量 2019 年达 312 万颗，CAGR (2012-2019) 为 48.2%，老龄化下高需求驱动种植牙数量高速增长。种植体为种植牙的核心部件，根据 Osstem 公司统计，2019 年我国种植体市场以国外企业为主，CR5 超 90%，国产化率较低。2019 年 Osstem 中国区营收 7.56 亿元，可测算 2019 年我国种植体市场规模约 23 亿元，国产渗透空间广阔。

图表40：2019 年中国牙种植体市场竞争格局



资料来源：OSSTEM, 华泰研究

图表41：2011-2019 年中国种植牙数量及其同比增速



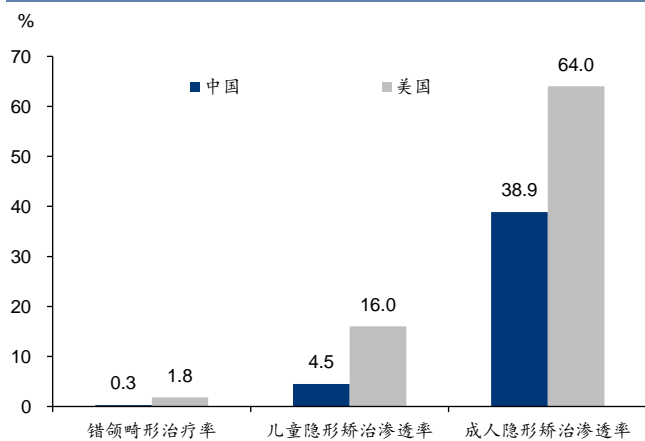
资料来源：前瞻经济学人, 智研咨询, 华泰研究

正畸是牙科下对颌畸形进行诊断、预防及矫正的专科，正畸治疗主要包括传统正畸疗法及隐形矫治疗法。正畸治疗持续对牙齿朝一个特定方向施加轻柔外力，使牙齿移动到最佳位置。在对牙齿诊断后，牙科医生通常根据患者颌畸形情况、问题严重程度及预期治疗效果以及患者的喜好确定合适特定患者的正畸矫治方案。

中国正畸治疗渗透率低，增长潜力广阔。根据灼识咨询统计，2020年中国和美国颌畸形整体患病率分别约为74%和73%，其中中国第二级及第三级颌畸形患病率约为49%，美国为23%。然而，中国仅0.3%颌畸形患病人群接受治疗，其中隐形矫治器在中国儿童青少年及成人正畸治疗病例中渗透率分别仅4.5%和38.9%；相比之下美国颌畸形治疗率为1.8%，儿童和成人隐形矫治器渗透率为16.0%/64.0%。中国复杂颌畸形的高患病率和低治疗渗透率使正畸治疗具有广阔的增长潜力。

三大因素驱动高速增长，中国正畸市场规模2030年有望达296亿美元。中国正畸市场发展受三大核心因素驱动：1) 居民可支配收入增加，消费者有能力承担、且更愿意花费更多费用在正畸治疗等牙科护理服务上；2) 消费者对牙齿健康和牙齿美学的意识提高；3) 政策推动下提供正畸治疗的医疗机构和正畸医师增加。2020年中国正畸市场达79亿美元，灼识咨询预计2030年将达296亿美元，2021-2030年CAGR为14.2%。

图表42：2020年中美治疗正畸和隐形正畸渗透率对比



资料来源：时代天使招股说明书，华泰研究

图表43：2015-2030E年中国正畸市场规模



资料来源：时代天使招股说明书，灼识咨询，华泰研究

口腔产品线今明年逐步开花结果。公司2020年开始涉足口腔业务，目前全面布局种植、正畸和修复等方向，并且有独立团队运营。金属和隐形正畸产品已提交注册，公司预计2022年内取证，口腔种植和修复等其他产品预计2022年内提交注册，2023年口腔产品线有望齐备。我们预计公司2022年口腔产品实现1000万元销售收入，2023年预计放量至4000万元。

脊柱和创伤：完善骨科产品线，充分利用渠道优势

脊柱：产品完备，备战国家集采

脊柱疾病患病率逐年提高。脊柱的功能为支持体重、保护脊髓和内脏器官、完成躯干运动。正常脊柱侧面观可见四个生理弯曲：颈椎前凸、胸椎后凸、腰椎前凸、骶椎后凸。脊柱疾病包括颈椎、胸椎和腰椎等部位发生椎体骨折、畸形、椎管狭窄、椎间盘突出以及骨肿瘤等。脊柱疾病除脊柱骨折外多由不良生活习惯引起，如长期保持不正确的坐姿、使用不合理的寝具等造成，多为慢性疾病。据爱康医疗统计，我国脊柱骨科疾病患病率从 2013 年 18% 提高至 2020 年 23%，脊柱疾病相关耗材市场空间广阔。

图表44：部分脊柱疾病介绍

| 疾病类型 | 疾病名称 | 说明 | 发病率或患病率 (2019年) |
|---------|--------|--------------------------------|-------------------|
| 脊柱退变性疾病 | 椎间盘突出 | 椎间盘退化、突出、脱出、高度减少、钙化 | 中国发病率 18% |
| | 骨质增生 | 骨刺形成，椎管狭窄，甚至形成骨桥、纤维强直乃至骨性强直。 | 中国发病率 20% |
| | 骨质疏松 | 表现为骨皮质变薄、骨小梁稀疏、间隙增宽、椎体中央上下双向凹陷 | 65 岁以上人口发病率 32% |
| | 退变性滑脱 | 滑脱后脊椎受力平衡被打破，脊椎间不稳定 | - |
| 脊柱创伤 | 压缩性骨折 | 主要由骨质疏松导致 | 50 岁以上患病率 15%-18% |
| | 爆裂性骨折 | 主要由交通意外和高处坠落导致 | - |
| 畸形 | - | 冠状位、矢状位、或轴向位偏离正常位置 | - |
| 脊柱结核 | 强直性脊柱炎 | 下腰痛、脊椎僵硬及运动范围受限 | 患病率 0.25%-0.5% |
| | 脊柱结核 | 早期无明显症状，活动期则出现食欲不振、消瘦、乏力 | 在骨与关节结核发病率为首位 |
| 脊柱肿瘤 | 原发性肿瘤 | - | 总发病率为 0.4% |
| | 继发性肿瘤 | 属于转移型肿瘤 | - |

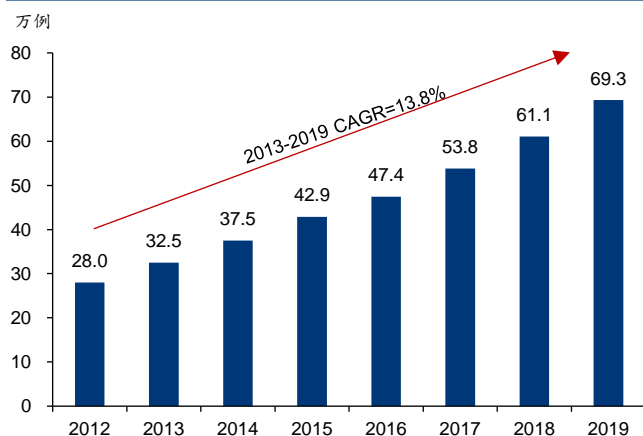
资料来源：Wind，卫健委，公司招股说明书，陈仲强，刘忠军，党耕町. 脊柱外科学[J]. 人民卫生出版社, 2013. 华泰研究

脊柱类植入物主流产品主要为两大类，一类为由接骨板、固定棒、螺钉等单独或组合而成的脊柱内固定系统，另一类为椎间融合器。市场上常见的内固定系统主要包括胸腰椎后路内固定系统和颈椎前路钢板系统；椎间融合器则根据其材料可以分为金属类融合器和非金属类融合器，后者主要如高分子聚醚醚酮（PEEK）等。

中国脊柱手术量快速增长，我们预计集采后手术量或进一步提高。根据弗若斯特沙利文统计，中国脊柱手术量 2019 年达 69 万次，2013-2019 年 CAGR 为 13.8%。我们预计 2023 年脊柱产品执行国家集采后手术量有望进一步提高。

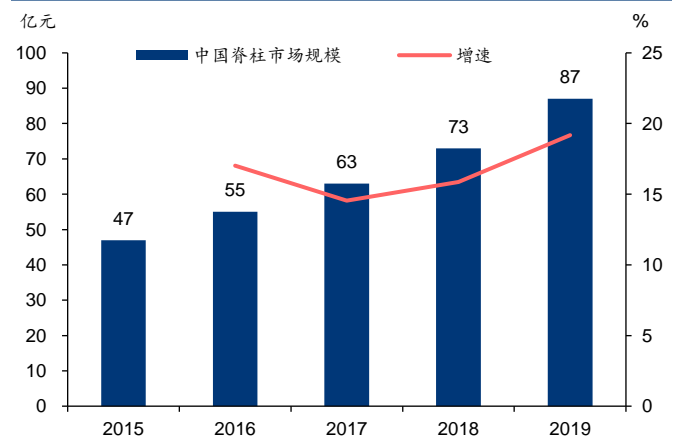
我国脊柱植入物市场规模增长持续提速。据标点信息统计，2019 年中国脊柱市场规模达 87 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 16.6%。近年来我国脊柱植入物市场增速呈上升趋势，我们预期未来中国脊柱市场规模将进一步提高，主因：1) 脊柱疾病高发病率，且手术因操作复杂集中在高等级医院，未来渗透空间广阔；2) 市场集中度高，主要市场份额集中于国际和国内大厂商，且国产替代态势加速；3) 微创手术等新术式发展推动改善性治疗需求的提升。

图表45：2012-2019 年中国脊柱手术量



资料来源：爱康医疗半年报投资者交流资料，弗若斯特沙利文，华泰研究

图表46：2015-2019 年中国脊柱市场规模及其同比增速



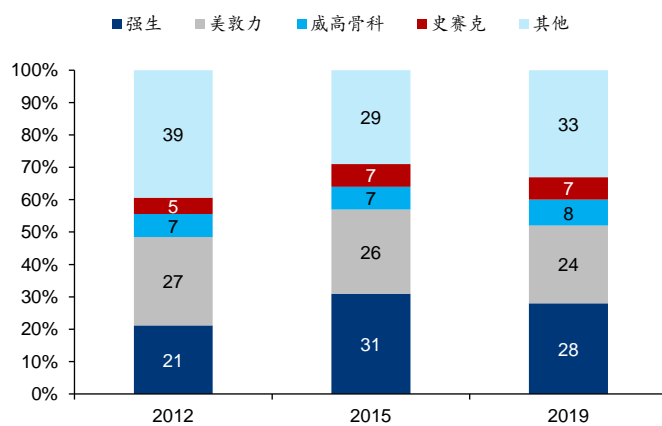
资料来源：米内网，标点信息，华泰研究

我国脊柱植入物市场为进口厂商主导，集中度高，国产化率低。2019年，中国脊柱市场中，进口产品份额高达60.9%，其中强生、美敦力和史赛克分别为占比前三的海外龙头厂商；国产品牌中威高骨科占比7.9%，三友医疗占比3.8%，为脊柱行业市场份额最高的国内企业。我们看好随着降价及医保拓宽覆盖，后续广阔的国产替代空间。

公司两类脊柱植入物均有布局。公司脊柱类植入产品为具有椎体切除后的矫正、复位、融合等功能的内固定人体植入物，分为内固定系统和椎间融合器两大产品线，可用于由创伤、退变、畸形或其他病理原因造成的各类脊柱疾患的外科治疗。

公司脊柱产品收入快速增长。即使疫情下2020年公司脊柱类产品仍实现收入0.28亿元，同比增长62.4%。2021年公司脊柱类产品收入0.68亿元，同比增长145.6%。2018-2021年公司脊柱产品收入CAGR为88.2%。

图表47：2012-2019年中国脊柱植入物市场竞争格局



资料来源：大博医疗招股说明书，威高骨科招股说明书，华泰研究

图表48：2017-2021年春立医疗脊柱产品收入及其同比增速



资料来源：公司年报，春立医疗招股说明书，华泰研究

我们预计脊柱耗材国家集采结果或在2023年内执行。《国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购公告(第1号)》已于2022年7月11日出台，此次脊柱带量采购共分14个产品系统，采购周期3年，分为A、B、C三个竞价单元分别竞价，申报价格包含产品系统内各部件价格、配送和配套工具及伴随服务费用。

创伤：补齐公司骨科业务最后一块拼图

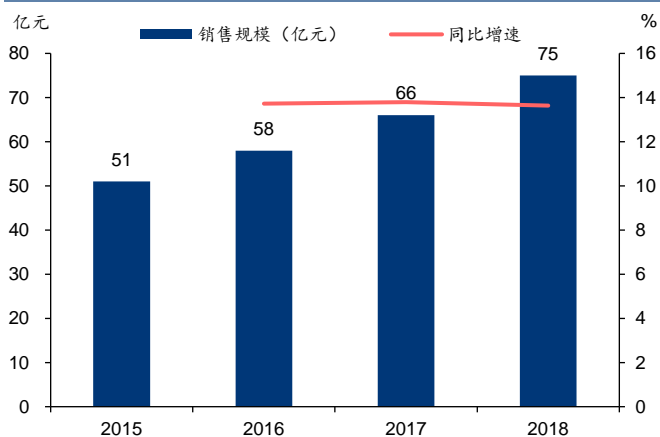
创伤类植入耗材产品主要用于成人及儿童上、下肢、骨盆、髌部、手部及足踝等部位的病理性、创伤性骨折修复或畸形需要等的外科治疗。创伤类产品包括髓内钉、金属接骨板及骨针、螺钉等内固定系统及外固定支架等。

创伤手术多为急性手术。不同于其他骨科疾病，创伤性骨科疾病常由交通事故等意外因素引发，且手术风险小，患者常选择就近就医，需求稳定且对医院级别要求不高。根据2007年骨科创伤流行病学研究(DOI: 10.3969/j.issn.1005-8478.2007.06.012)，我国骨科创伤原因中交通事故/摔倒或滑倒/建筑物跌落/其他原因的占比分别为45.0%/29.5%/7.1%/18.4%，以前两者为主要原因。

创伤类耗材生产技术壁垒低。创伤耗材的作用主要为静态固定，一般植入0.5-2年创伤愈合后即可取出。对比脊柱和关节需要长时间植入(一般10-15年)，创伤耗材对材料生物相容性和结构稳定性要求较低，所需耗材要求强度高且短期不排异即可。

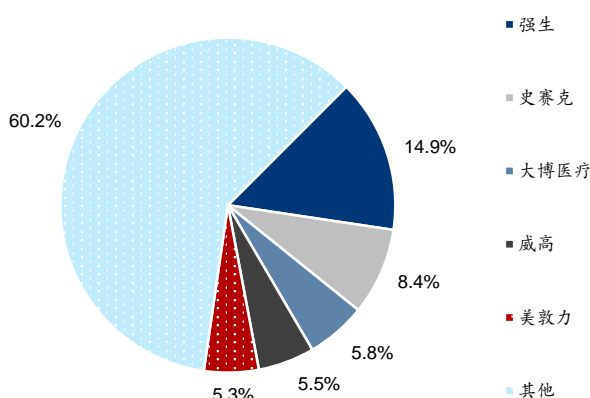
创伤产品差异化小，我国市场格局分散，渠道依赖度高。根据医械研究院数据，2018年我国创伤市场规模约为75亿，较2017年增长13.64%。国内创伤类市场CR5从2012年的28.8%上升至2018年的39.9%。多数创伤企业市占率不高，产品差异小，销售主要依赖渠道优势。据招股书，国内龙头大博、威高市占率从2012年的3%提升到2018年的6%左右。

图表49：2015-2018年我国创伤耗材市场销售规模及其同比增速



资料来源：南方医药经济研究院，华泰研究

图表50：2018年中国创伤行业主要厂商市占率



资料来源：南方医药经济研究所，华泰研究

创伤“小国采”价格降幅明显。2021年7月12日，豫晋赣鄂渝黔滇桂宁青湘冀十二省（区、市）骨科创伤类医用耗材联盟采购办公室公布创伤类集采拟中选结果，各省从2021年11月1日起陆续开始执行。本次集中带量采购共有89家企业参与投标，其中国内企业76家，外资企业13家。71家企业的147个产品拟中选，平均降幅88.65%。其中：1）普通接骨板系统均价从4683元左右下降至606元左右，降幅87.05%；2）锁定（万向）加压接骨板系统均价从9360元左右下降至987元左右，降幅89.45%；3）髓内钉系统均价从11687元左右下降至1271元左右，降幅89.12%。

京津冀“3+N”联盟骨科创伤类医用耗材集采尘埃落定，平均降价83.5%。2022年3月9日京津冀联盟公布本次创伤集采结果，产品包括各类接骨板、髓内钉和螺钉等，共89家企业的20026个产品中选，平均降幅为83.48%。其中，1）普通接骨板系统中选产品平均价为每套640.99元；2）锁定加压接骨板系统（含万向）中选产品平均价为每套907.48元；3）髓内钉系统中选产品平均价为每套1117.30元。

公司布局创伤业务覆盖骨科全产品线。公司已有骨科关节和脊柱两大业务，新布局创伤业务，补齐骨科传统业务全产品线。公司创伤产品持续推进落地，多个产品已处于送检和注册阶段，我们预计公司未来三年取得多张创伤产品注册证。同时，公司重视创伤产品海外布局，未来会进一步加快海外销售拓展。

销售：国内经销网络覆盖全面，海外市场逐步发力

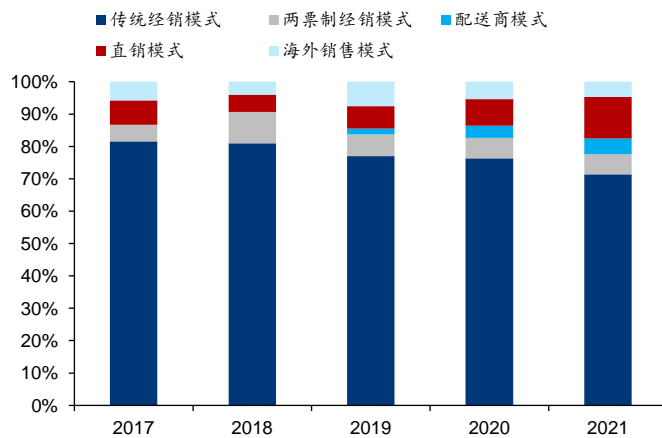
公司主营收入主要来自经销，两票制和配送商模式逐渐推广。公司境内销售模式主要包括传统经销模式、两票制经销模式、配送商模式和直销模式。2021年传统经销模式收入分别占主营收入的71.35%，是公司的主要销售模式。受“两票制”政策影响，两票制经销模式、直销模式和配送商模式收入占比不断提升。

公司已建立全覆盖的销售网络，构建渠道壁垒。公司销售网络建设具有如下优势：

- 1) 公司构建了覆盖全国所有省份、直辖市和自治区的销售网络；
- 2) 公司成功打通了4000余家终端医院的进院渠道，与终端医院的良好关系维护有助于帮助公司产品更多触达终端医院，并不断提升其在已有终端医院中同类产品的占有率；
- 3) 公司与700多家经销商建立了长期、稳定的合作关系，并建立了经销商准入机制，主要经销商均为行业内具备较强资金实力与销售能力的经销商；
- 4) 公司在全国各主要省市均组建了本地化的专业销售团队，核心销售骨干均具备多年的医疗器械营销经验。

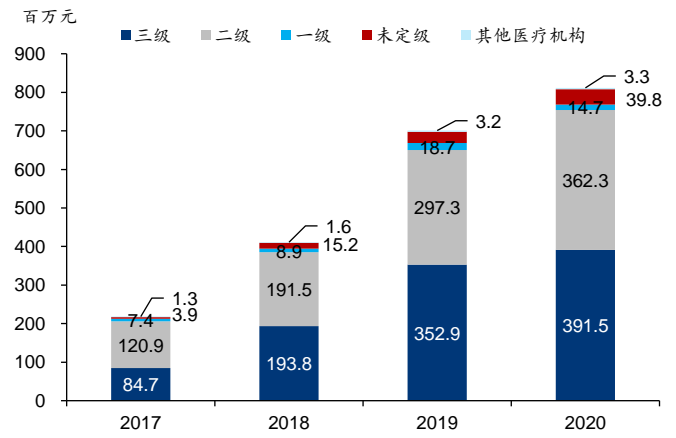
春立医疗经销网络庞大，终端销售以三级和二级医院为主。公司凭借完善的产品布局、富有竞争力的性能和价格加强各级医院的覆盖。公司已成功与北京积水潭医院、四川大学华西医院、北京大学人民医院、中国人民解放军总医院等骨科领域的顶尖医院建立直销合作，并成为北京积水潭医院的第一大国产人工关节供应商，产品质量与销售服务受到业内的广泛认可和好评。从终端医院贡献收入来看，2017-2020年，三级和二级医院销售收入合计占比超90%。

图表51：2017-2021年春立医疗主营业务收入按销售模式拆分



资料来源：公司年报，立医疗招股说明书，华泰研究

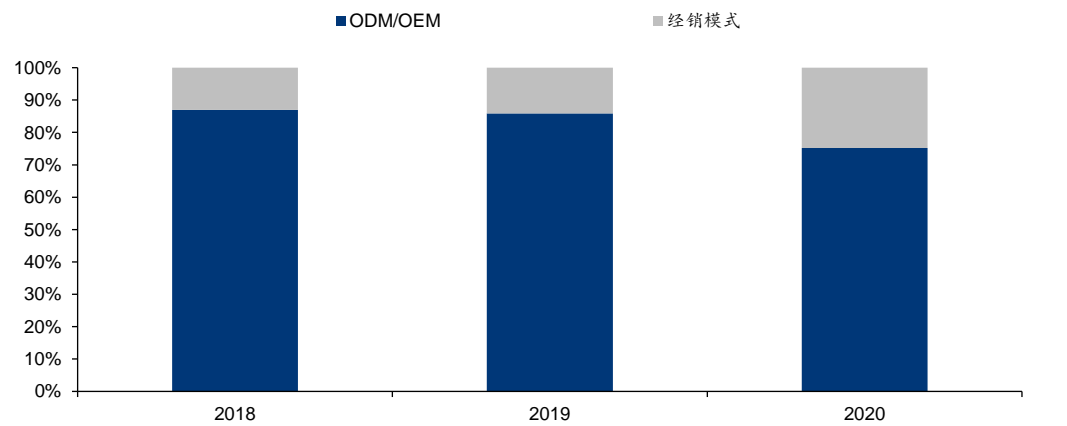
图表52：2017-2020年春立医疗终端各级医院收入



资料来源：春立医疗招股说明书，华泰研究

公司海外客户分布在亚洲、南美洲、非洲、大洋洲及欧洲等，过去以ODM/OEM模式为主，未来将加大海外自主品牌建设。2018-2020年公司海外收入以ODM/OEM模式为主，2018-2020年占比分别为87%/86%/75%。2020年由于海外疫情影响，客户ODM/OEM需求下降，ODM/OEM收入占比因而减少，未来公司将加大海外自主品牌建设。

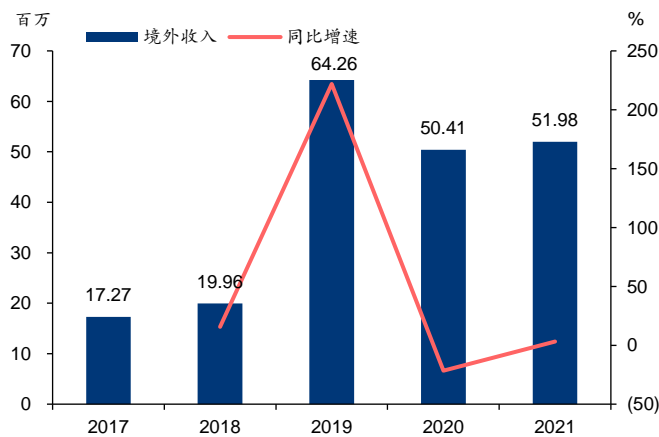
图表53： 2018-2020年春立医疗境外收入按销售模式拆分



资料来源：春立医疗招股说明书，华泰研究

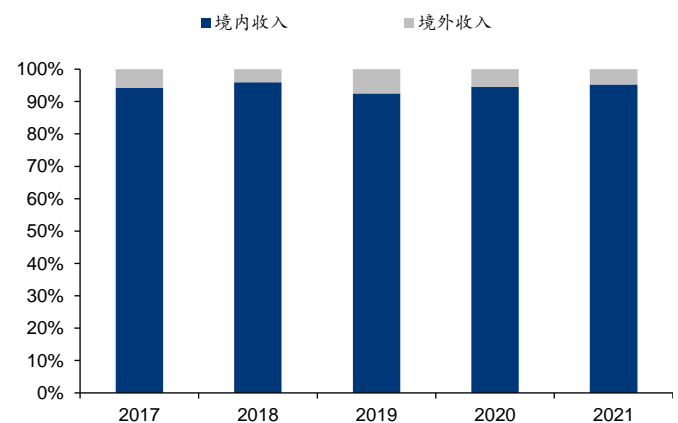
公司对出海进行战略化布局，未来有望高速增长。2022年1月公司对海外市场进行战略性策划，包括薪酬体系、人员架构、销售策略等，加大国际销售建设和新市场开发。效果明显，公司1Q22海外收入同比增长超过100%。我们预计公司未来三年海外收入增速将明显快于国内。

图表54： 2017-2021年春立医疗主营业务境外收入及其同比增速



资料来源：公司年报，春立医疗招股说明书，华泰研究

图表55： 2017-2021年春立医疗境内境外收入拆分



资料来源：公司年报，春立医疗招股说明书，华泰研究

盈利预测和估值

盈利预测

公司营业收入、毛利率和费用率关键假设：

1. 公司营业收入和毛利率：

1) 关节假体：

a) 标准髌关节：

2019年标准髌关节销量同比增速为54.1%，2020年疫情影响下销量同比增速3.2%。2021年疫情影响减小，但国家开展集采，经销商主动降低库存，销量同比增长12.8%。公司髌关节中标国家关节集采，2022年开始执行，有望加速放量；2023年后增速随着基数提高有所下降，但增速仍高于行业（据标点信息，2020-2024年我国关节市场规模CAGR为16.9%）。因此我们预计2022-2024年标准髌关节销量同比增速为70%/30%/30%。

国家人工关节带量采购髌关节价格平均降幅80%。由于集采降价主要压缩渠道利润，公司出厂价仅占终端价约20-30%，因此公司出厂价降价较有限。关节国采结果2022年4月开始执行，我们预计公司标准髌关节产品2022年平均单价下滑30%，2023年一季度同比还有明显降价影响，我们预计2023年价格下降5%，2024年将开展续标，我们预计还会缓和降价5%。因此我们预计2022-2024年标准髌关节平均单价同比增速为-30%/-5%/-5%。

b) 标准膝关节：

2019年标准膝关节销量同比增速为121.8%。2020年疫情影响下销量同比下降14.1%。2021年因疫情造成影响逐渐消退，销量同比增长10.1%。由于公司膝关节国家集采未中标，2022年销量预计大幅下降，2023年在低基数下销量逐步恢复，2024年膝关节国采公司有望补标，销量或高速增长。因此我们预计2022-2024年标准膝关节销量同比增速为-70%/30%/200%。

考虑到国家人工关节带量采购膝关节平均价格降幅84%，高于髌关节降幅80%，且公司初次全膝关节与中标企业贝思达合作，为其代工膝关节产品，会再让利一部分，我们预计公司标准膝关节产品2022年平均单价相较髌关节降幅更大，2023-2024年集采影响持续，平均单价可能再略有下降。因此我们预计2022-2024年标准膝关节平均单价同比增速为-50%/-5%/-5%。

公司膝关节新产品单髌关节于2021年8月获批，2021年产生收入较少。单髌关节市场需求广阔，2022年有望快速放量，2023-2024年继续保持高速增长。因此我们预计2022-2024年单髌膝关节收入同比增速为2200%/30%/30%。

公司关节假体2019-2021年毛利率分别为69.5%/73.5%/78.1%。2022年起因集采降价影响，公司关节产品整体毛利率有所下降；考虑到规模效应逐渐体现，我们预计2023-2024年公司关节假体毛利率逐步上升，因此我们预计2022-2024年关节假体毛利率达75%/76%/77%。

2) 脊柱类植入产品：

2019-2021年公司脊柱类植入产品收入同比增速分别为30.3%/62.4%/145.6%。我们预计脊柱耗材国家集采或在2022年进行，经销商主动降低库存，2023年落地，收入增速进一步下降，2024年恢复增长。因此我们预计2022-2024年脊柱类植入产品收入同比增速为0%/-50%/30%。

2019-2021年,公司脊柱类植入产品毛利率分别为63.5%/51.8%/62.0%。鉴于2023年起集采结果执行可能带来的降价压力,我们预计2022年毛利率保持稳定,2023-2024年因集采毛利率下滑。因此我们预计2022-2024年脊柱类植入产品毛利率为62%/50%/43%。

3) PRP:

我们预计公司于2022年三季度获取PRP制备系统注册证,2022年开始开展市场推广、进院招标等工作,我们预计2023年以后产品会快速放量。因此我们预计2022年PRP产品收入1000万元,考虑到基数较小,预计2023-2024年同比增长700%/60%。

公司PRP产品为协同目前骨科产品线布局,我们预计上市爬坡阶段毛利率略低于目前关节产品。随着规模效应逐渐体现,以及仪器逐渐铺开带动高毛利的耗材销售,我们预计毛利率逐步上升。因此我们预计2022-2024年PRP产品毛利率为50%/70%/75%。

4) 运动医学:

公司目前运动医学产品线已有前期布局,我们预计今明两年公司拿全运动医学相关注册证。因此我们预计2022年公司运动医学产品收入2000万元,考虑到基数较小,2023-2024年收入同比增速为100%/100%。

公司运动医学产品为协同目前骨科产品线布局,我们预计上市爬坡阶段毛利率略低于目前关节产品。随着规模效应逐渐体现,毛利率逐渐升高,因此我们预计2022-2024年运动医学产品毛利率为60%/70%/75%。

5) 口腔:

公司2023年口腔产品线有望齐备。我们预计2022年为市场突破阶段,收入规模较小,2023-2024年公司口腔产品有望快速放量。因此我们预计2022年口腔产品收入1000万元,考虑到基数较小,2023-2024年收入同比增速为300%/50%。

我们参考主营业务为口腔产品的时代天使2021年毛利率65%,预计2022-2023年产能爬坡和市场突破阶段毛利率略低,随着规模效应逐渐体现,2024年毛利率进一步升高。因此我们预计2022-2024年口腔产品毛利率为50%/60%/70%。

2. 费用率:

- 1) 销售费用率:** 2019-2020年公司销售费用率呈下降趋势。2021年公司增加销售投入,费用率有所上升。2022年公司受集采影响,人工关节产品销售费用预计部分缩紧,销售费用率有所降低。随着2023-2024年新产品陆续上市,销售投入预计逐步提高。因此,我们预计2022-2024年销售费用率为27.0%/27.5%/28.0%。
- 2) 管理费用率:** 2019-2021年公司管理费用率整体呈下降趋势。随着规模效应逐渐体现,我们预计2022年略下滑,2023和2024年基本保持稳定。因此,我们预计2022-2024年管理费用率为2.7%/2.7%/2.7%。
- 3) 研发费用率:** 2019-2021年公司持续加强研发投入,研发费用率逐步上升。随着公司进一步拓宽产品线、加大研发项目和人员投入,我们预计2022-2024年研发费用率为13.0%/13.5%/14.0%。

在以上假设基础上,我们预计公司2022-2024年营业收入分别为12.79/16.41/21.50亿元,同比+15.5%/+28.3%/+31.0%,2022-2024年归母净利润分别为3.54/4.49/5.87亿元,同比+9.9%/+26.7%/+30.8%。

图表56： 2019-2024E 年公司盈利预测

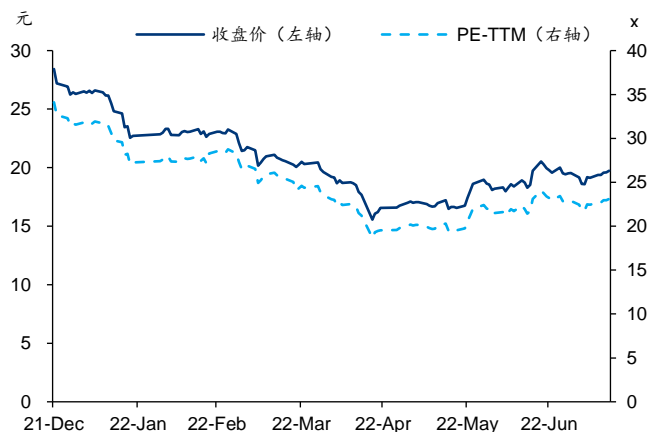
| 单位：百万元 | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 855.3 | 937.7 | 1108.1 | 1279.4 | 1641.4 | 2149.5 |
| YOY | 71.8% | 9.6% | 18.2% | 15.5% | 28.3% | 31.0% |
| 毛利率 | 69.2% | 72.6% | 77.1% | 73.7% | 74.6% | 75.9% |
| 关节假体 | 827.5 | 902.3 | 1039.1 | 1170.3 | 1446.2 | 1836.0 |
| YOY | 72.3% | 9.1% | 15.2% | 12.6% | 23.6% | 27.0% |
| 在收入占比 | 96.7% | 96.2% | 93.8% | 91.5% | 88.1% | 85.4% |
| 毛利率 | 69.5% | 73.5% | 78.1% | 75.0% | 76.0% | 77.0% |
| 标准髌关节 | 594.8 | 671.7 | 765.7 | 911.2 | 1125.3 | 1389.7 |
| YOY | 66.5% | 12.9% | 14.0% | 19.0% | 23.5% | 23.5% |
| 占比 | 69.5% | 71.6% | 69.1% | 71.2% | 68.6% | 64.7% |
| 销量 (万套) | 46.9 | 48.4 | 54.6 | 92.8 | 120.6 | 156.8 |
| YOY | 54.1% | 3.2% | 12.8% | 70.0% | 30.0% | 30.0% |
| 单价 (元) | 1268 | 1389 | 1403 | 982 | 933 | 887 |
| YOY | 8.0% | 9.5% | 1.1% | -30.0% | -5.0% | -5.0% |
| 标准膝关节 | 163.3 | 155.9 | 174.6 | 140.4 | 180.9 | 283.9 |
| YOY | 110.7% | -4.6% | 12.0% | -19.5% | 28.8% | 56.9% |
| 占比 | 19.1% | 16.6% | 15.8% | 11.0% | 11.0% | 13.2% |
| 其中：标准膝关节 | 163.3 | 155.9 | 169.6 | 25.4 | 31.4 | 89.5 |
| YOY | 110.7% | -4.6% | 8.8% | -85.0% | 23.5% | 185.0% |
| 销量 (万套) | 13.4 | 11.5 | 12.6 | 3.8 | 4.9 | 14.8 |
| YOY | 121.8% | -14.1% | 10.1% | -70.0% | 30.0% | 200.0% |
| 单价 (元) | 1221 | 1357 | 1341 | 670 | 637 | 605 |
| YOY | -5.0% | 11.2% | -1.2% | -50.0% | -5.0% | -5.0% |
| 其中：单髁 | | | 5.0 | 115.0 | 149.5 | 194.4 |
| YOY | | | | 2200.0% | 30.0% | 30.0% |
| 肩关节等其他 | 69.4 | 74.8 | 98.9 | 118.7 | 140.0 | 162.4 |
| YOY | 52.2% | 7.8% | 32.2% | 20.0% | 18.0% | 16.0% |
| 占比 | 8.1% | 8.0% | 8.9% | 9.3% | 8.5% | 7.6% |
| 脊柱类植入产品 | 17.1 | 27.7 | 68.1 | 47.7 | 68.1 | 34.0 |
| YOY | 30.3% | 62.4% | 145.6% | 0.0% | -50.0% | 30.0% |
| 在收入占比 | 2.0% | 3.0% | 6.1% | 5.3% | 2.1% | 2.1% |
| 毛利率 | 63.5% | 51.8% | 62.0% | 62.0% | 50.0% | 43.0% |
| 其他及新产品 | 10.8 | 7.6 | 0.9 | 51.0 | 41.0 | 161.1 |
| YOY | 137.6% | -29.5% | -88.1% | 4405.2% | 292.9% | 67.1% |
| 在收入占比 | 1.3% | 0.8% | 0.1% | 3.2% | 9.8% | 12.5% |
| 毛利率 | 52.0% | 41.0% | 100.0% | 54.9% | 67.4% | 73.8% |
| PRP (富血小板血浆) | | | | 10.0 | 80.0 | 128.0 |
| YOY | | | | | 700.0% | 60.0% |
| 在收入占比 | | | | 0.8% | 4.9% | 6.0% |
| 毛利率 | | | | 50.0% | 70.0% | 75.0% |
| 运动医学 | | | | 20.0 | 40.0 | 80.0 |
| YOY | | | | | 100.0% | 100.0% |
| 在收入占比 | | | | 1.6% | 2.4% | 3.7% |
| 毛利率 | | | | 60.0% | 70.0% | 75.0% |
| 口腔 | | | | 10.0 | 40.0 | 60.0 |
| YOY | | | | | 300.0% | 50.0% |
| 在收入占比 | | | | 0.8% | 2.4% | 2.8% |
| 毛利率 | | | | 50.0% | 60.0% | 70.0% |
| 销售费用率 | 26.2% | 25.7% | 30.9% | 27.0% | 27.5% | 28.0% |
| 管理费用率 | 2.8% | 3.3% | 2.8% | 2.7% | 2.7% | 2.7% |
| 研发费用率 | 6.8% | 7.7% | 9.5% | 13.0% | 13.5% | 14.0% |
| 归母净利润 | 236.8 | 283.4 | 322.4 | 354.1 | 448.6 | 586.6 |
| YOY | 124.1% | 19.7% | 13.8% | 9.9% | 26.7% | 30.8% |

资料来源：春立医疗招股说明书，公司年报，华泰研究预测

估值分析

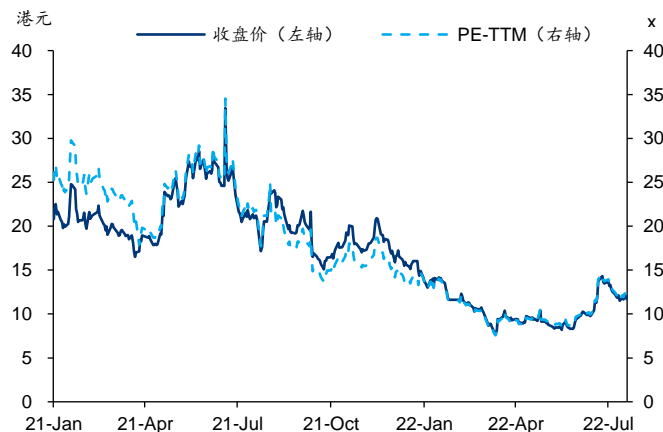
春立医疗 A/H 股价 2021 年下半年开始承压，主要因为之前国家集采存在较大不确定性，市场投资者担心国家关节集采短期内对公司业绩有一定压力，可能会影响公司未来发展。目前国家关节集采已正式落地，我们认为公司在国家集采后公司产品降价基本符合预期，明后年价格基本稳定，集采放量有望推动销售进一步增长，因此我们认为公司基本面迎来好转、政策风险基本出清，重点推荐。

图表57：公司 A 股收盘价及 PE（上市日至 2022.7.22）



资料来源：Wind，华泰研究

图表58：公司 H 股收盘价及 PE（2021.1.1-2022.7.22）



资料来源：Wind，华泰研究

我们选取大博医疗、三友医疗、威高骨科 3 家 A 股上市公司作为春立医疗的 A 股可比公司，选取爱康医疗、康德莱医械、康基医疗 3 家 H 股上市公司作为春立医疗的 H 股可比公司，主要依据是他们均为我国高值医疗器械行业的领先企业，主营业务与公司相似。

我们认为春立医疗在可比公司中具有独特优势：

- 1) 公司以关节业务收入为主，2021 年关节收入占比 93.8%。而可比公司除爱康医疗外均在关节业务布局不多。目前关节国家集采已经落地，公司政策风险基本出清，且公司集采中标价处于国产厂商中较高水平，高占比的关节业务相对具有更好的长期发展优势；
- 2) 据我们计算，公司 2022 年 PEG 低于可比公司，我们认为公司估值目前处于较低水平；
- 3) 公司 2021 年营业周期和应收账款周转天数均优于可比公司平均水平，说明公司周转能力相对较好，经营质量较高。

图表59：春立医疗和可比公司 PEG 和周转能力对比

| | PEG | 营业周期 (天) | 应收账款周转天数 (天) |
|-----------|-------------|------------|--------------|
| | 2022E | 2021/12/31 | 2021/12/31 |
| 大博医疗 | 0.74 | 768 | 66 |
| 三友医疗 | 1.08 | 821 | 135 |
| 威高骨科 | 1.21 | 553 | 56 |
| 爱康医疗 | 0.67 | 794 | 256 |
| 康德莱医械 | 0.63 | 180 | 40 |
| 康基医疗 | 2.95 | 231 | 132 |
| 平均 | 1.21 | 558 | 114 |
| 春立医疗 | 0.73 | 334 | 101 |

注：除春立医疗外，其余 PEG 计算来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 25.80 元/26.78 港元。根据盈利预测，我们预计公司 22-24 年营业收入为 12.79/16.41/21.50 亿元，CAGR 为 24.7%；22-24 年归母净利润为 3.54/4.49/5.87 亿元，CAGR 为 22.1%。公司当前 A 股股价对应 22-24 年 PE 为 21x/17x/13x，H 股股价对应 22-24 年 PE 为 11x/9x/7x。

公司是国产骨科龙头企业，关节国采落地，政策风险充分释放，且公司积极拓展运动医学、PRP、齿科等新产品，为后疫情时代提供持续增长空间。我们参考可比公司中和公司业务组成较为相似的爱康医疗 PE 估值水平（2021 年关节收入占比均在 80% 以上），给予 A 股一定溢价以反映公司合理的估值水平。因此我们给予公司 2022 年 28x 的 A 股 PE 估值（A 股可比公司 2022 年 Wind 一致预期 PE 平均估值为 22x），对应目标价 25.80 元；综合考虑公司各项优势，参考爱康医疗 PE 估值水平，又考虑到 H 股流动性相对较弱，对估值有一定影响，综合考虑下我们谨慎给予 H 股平均 PE 估值，因此给予公司 2022 年 25x 的 H 股 PE 估值（H 股可比公司 2022 年 Wind 一致预期 PE 平均估值为 25x），对应目标价 26.78 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

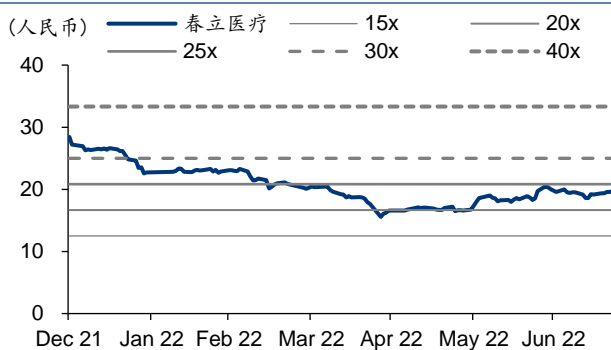
图表60: A/H 可比公司估值

| | | 收盘价 (元) | | 总市值 (亿元) | | 归母净利润 CAGR(%) | | P/E (x) | |
|-----------|------|-----------|-----------|-------------|-------|---------------|-------|---------|--|
| A 股彭博代码 | 公司名称 | 2022/7/22 | 2022/7/22 | 2022E-2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 002901 CH | 大博医疗 | 36.70 | 153 | 24.8 | 23x | 18x | 14x | 12x | |
| 688085 CH | 三友医疗 | 22.49 | 51 | 22.0 | 27x | 24x | 19x | 15x | |
| 688161 CH | 威高骨科 | 50.90 | 204 | 20.9 | 29x | 25x | 21x | 17x | |
| | 平均 | | 136 | 22.5 | 26x | 22x | 18x | 14x | |

| | | 收盘价 (港元) | | 总市值 (亿港元) | | 归母净利润 CAGR(%) | | P/E (x) | |
|---------|-------|-----------|-----------|-------------|-------|---------------|-------|---------|--|
| H 股彭博代码 | 公司名称 | 2022/7/22 | 2022/7/22 | 2022E-2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 1789 HK | 爱康医疗 | 6.10 | 68 | 54.0 | 63x | 36x | 25x | 17x | |
| 1501 HK | 康德莱医械 | 24.65 | 41 | 30.5 | 25x | 19x | 14x | 11x | |
| 9997 HK | 康基医疗 | 7.10 | 88 | 6.5 | 17x | 19x | 16x | 14x | |
| | 平均 | | 66 | 30.3 | 35x | 25x | 18x | 14x | |

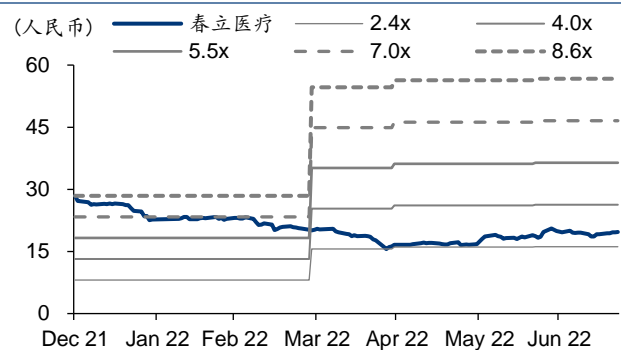
注：可比公司预测均来自 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

图表61: 春立医疗 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表62: 春立医疗 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

- 新产品放量不及预期。**公司布局 PRP、运动医学、口腔等多个新业务，若各新业务获批和上市进度不如预期，则公司业绩增长可能受到影响。
- 疫情反弹超预期。**2021 年国内多地疫情仍有反弹。若疫情持续出现反弹，则公司产品可能会因疫情影响导致销量不如预期。
- 集采产品放量不及预期。**公司髌关节产品中标国家关节带量采购。若中标产品在医院使用量放量不达预期，则公司业绩增长可能受到影响。

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 1,252 | 2,448 | 2,673 | 2,941 | 3,286 |
| 现金 | 690.12 | 1,736 | 1,851 | 1,901 | 1,941 |
| 应收账款 | 221.29 | 400.19 | 453.99 | 582.03 | 766.46 |
| 其他应收账款 | 0.52 | 4.49 | 5.18 | 6.65 | 8.71 |
| 预付账款 | 10.67 | 7.66 | 10.17 | 12.58 | 15.64 |
| 存货 | 168.61 | 159.68 | 193.90 | 237.86 | 294.89 |
| 其他流动资产 | 160.99 | 139.25 | 158.97 | 200.65 | 259.16 |
| 非流动资产 | 287.79 | 551.89 | 763.81 | 1,040 | 1,407 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 107.72 | 111.39 | 97.88 | 84.36 | 70.85 |
| 无形资产 | 101.49 | 131.97 | 161.52 | 190.16 | 217.92 |
| 其他非流动资产 | 78.58 | 308.53 | 504.41 | 765.43 | 1,118 |
| 资产总计 | 1,540 | 3,000 | 3,437 | 3,981 | 4,692 |
| 流动负债 | 367.66 | 439.62 | 522.50 | 617.74 | 743.00 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 90.29 | 142.42 | 189.22 | 233.99 | 290.97 |
| 其他流动负债 | 277.37 | 297.20 | 333.28 | 383.75 | 452.03 |
| 非流动负债 | 92.75 | 90.96 | 90.96 | 90.96 | 90.96 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 92.75 | 90.96 | 90.96 | 90.96 | 90.96 |
| 负债合计 | 460.41 | 530.58 | 613.46 | 708.70 | 833.96 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 345.85 | 384.28 | 384.28 | 384.28 | 384.28 |
| 资本公积 | 22.53 | 1,051 | 1,051 | 1,051 | 1,051 |
| 留存公积 | 711.21 | 1,034 | 1,388 | 1,836 | 2,423 |
| 归属母公司股东权益 | 1,080 | 2,469 | 2,823 | 3,272 | 3,859 |
| 负债和股东权益 | 1,540 | 3,000 | 3,437 | 3,981 | 4,692 |

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 260.68 | 164.79 | 323.80 | 323.55 | 404.39 |
| 净利润 | 283.37 | 322.36 | 354.13 | 448.62 | 586.67 |
| 折旧摊销 | 15.17 | 16.77 | 18.31 | 19.22 | 20.09 |
| 财务费用 | (1.64) | (9.64) | (20.58) | (21.95) | (22.55) |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (50.20) | (94.57) | (47.82) | (144.06) | (203.73) |
| 其他经营现金 | 13.98 | (70.13) | 19.76 | 21.74 | 23.91 |
| 投资活动现金 | (21.54) | (190.35) | (230.22) | (295.36) | (386.80) |
| 资本支出 | (24.00) | (199.41) | (230.22) | (295.36) | (386.80) |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 2.47 | 9.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金 | (11.88) | 1,074 | 20.58 | 21.95 | 22.55 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 207.51 | 38.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (207.51) | 1,029 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (11.88) | 6.53 | 20.58 | 21.95 | 22.55 |
| 现金净增加额 | 225.94 | 1,046 | 114.16 | 50.14 | 40.14 |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 937.69 | 1,108 | 1,279 | 1,641 | 2,150 |
| 营业成本 | 256.93 | 253.60 | 336.94 | 416.67 | 518.12 |
| 营业税金及附加 | 9.45 | 9.20 | 10.62 | 13.63 | 17.85 |
| 营业费用 | 241.01 | 342.05 | 345.43 | 451.38 | 601.86 |
| 管理费用 | 31.22 | 30.67 | 34.54 | 44.32 | 58.04 |
| 财务费用 | (1.64) | (9.64) | (20.58) | (21.95) | (22.55) |
| 资产减值损失 | (0.16) | (10.51) | (5.67) | (6.23) | (6.86) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 330.10 | 367.59 | 403.80 | 511.48 | 668.82 |
| 营业外收入 | 0.77 | 0.14 | 0.14 | 0.14 | 0.14 |
| 营业外支出 | 1.01 | 0.35 | 0.35 | 0.35 | 0.35 |
| 利润总额 | 329.85 | 367.38 | 403.59 | 511.27 | 668.60 |
| 所得税 | 46.47 | 45.02 | 49.45 | 62.65 | 81.93 |
| 净利润 | 283.37 | 322.36 | 354.13 | 448.62 | 586.67 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 283.37 | 322.36 | 354.13 | 448.62 | 586.67 |
| EBITDA | 341.41 | 384.32 | 403.60 | 512.79 | 672.58 |
| EPS (人民币, 基本) | 0.74 | 0.84 | 0.92 | 1.17 | 1.53 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 9.63 | 18.18 | 15.45 | 28.30 | 30.96 |
| 营业利润 | 20.68 | 11.36 | 9.85 | 26.67 | 30.76 |
| 归属母公司净利润 | 19.69 | 13.76 | 9.86 | 26.68 | 30.77 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 72.60 | 77.11 | 73.66 | 74.61 | 75.90 |
| 净利率 | 30.22 | 29.09 | 27.68 | 27.33 | 27.29 |
| ROE | 26.25 | 13.06 | 12.54 | 13.71 | 15.20 |
| ROIC | 58.92 | 39.49 | 32.00 | 29.77 | 28.60 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 29.90 | 17.69 | 17.85 | 17.80 | 17.77 |
| 净负债比率 (%) | (55.76) | (66.81) | (62.48) | (55.44) | (48.05) |
| 流动比率 | 3.41 | 5.57 | 5.12 | 4.76 | 4.42 |
| 速动比率 | 2.89 | 5.16 | 4.70 | 4.34 | 3.99 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.49 | 0.40 | 0.44 | 0.50 |
| 应收账款周转率 | 4.90 | 3.57 | 3.00 | 3.17 | 3.19 |
| 应付账款周转率 | 2.91 | 2.18 | 2.03 | 1.97 | 1.97 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.74 | 0.84 | 0.92 | 1.17 | 1.53 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.68 | 0.43 | 0.84 | 0.84 | 1.05 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.81 | 6.43 | 7.35 | 8.51 | 10.04 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 26.76 | 23.52 | 21.41 | 16.90 | 12.92 |
| PB (倍) | 7.02 | 3.07 | 2.69 | 2.32 | 1.96 |
| EV EBITDA (倍) | 17.70 | 13.00 | 12.09 | 9.42 | 7.12 |

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 春立医疗（1858 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 春立医疗（1858 HK）、春立医疗（688236 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 春立医疗（1858 HK）、春立医疗（688236 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 春立医疗（1858 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司