

春立医疗（688236.SH）

2022 年营收增长 8.4%，脊柱和运动医学产品快速放量

买入

核心观点

业绩阶段性受集采和疫情双重影响，产品销量显著增长。2022 年实现营收 12.02 亿，同比增长 8.43%；归母净利润 3.08 亿，同比下降 4.54%；扣非归母净利润 2.74 亿，同比下降 10.88%。其中，第四季度实现营收 4.42 亿（+13.31%），归母净利润 0.98 亿（-17.07%），公司克服国内外宏观环境变化等外部因素的影响，积极应对市场变化和挑战。受益于集采政策，公司髌关节假体产品销量快速提升，脊柱和运动医学产品收入也实现高速增长。2023Q1 公司实现营收 2.46 亿（-4.18%），归母净利润 0.56 亿（-24.53%），扣非归母净利润 0.50 亿（-33.36%）。业绩下滑主要是集采影响，相关产品终端售价下降，同时公司考虑中长期发展战略规划，持续加大研发投入，推动技术创新与产品迭代。

春立医疗是国内领先的骨科器械厂商。公司主要产品为关节假体产品、脊柱类植入产品及运动医学类产品，其中关节假体产品涵盖髌、膝、肩、肘四大人体关节，脊柱类植入产品为脊柱内固定系统的全系列产品组合。公司持续引领国内高端假体产品，同时积极拓展脊柱和运动医学等创新产品，力争成为综合性骨科医疗器械生产商。公司招股书中预计 2024 年关节类植入物市场规模将增长至 187 亿元，2019-24 年的复合增长率约为 16.87%。关节类植入器械市场过往主要以进口产品为主，国产占比较低，进口替代空间广阔。

持续加大研发投入，坚定平台化发展。公司加大研发项目论证、研发人员薪酬等相关费用投入，进行新产品、新技术、新工艺的研发。2022 年研发投入 1.62 亿，同比增长 54.8%，研发投入占营收比例提升至 13.51%。公司已对多孔钽、镁合金、PEEK 等新材料研发进行了相应布局，并加大关节手术机器人、运动医学、PRP、口腔等新管线的产品研发，推进平台化战略布局主要是为了积极应对国家集采、持续完善公司产品线，提升综合竞争力。

风险提示：关节和新产品放量低于预期；市场竞争风险；医疗事故风险。

投资建议：公司是国内领先的骨科医疗器械厂商，已在关节假体产品领域建立起较高的品牌知名度和领先的市场地位，借助国采提升市场份额，巩固龙头地位。脊柱类和运动医学类产品将成为公司新增长点。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业将维持高景气度。集采风险基本出清，看好公司长期发展潜力，预计 2023-25 年归母净利润分别为 3.54/4.46/5.63 亿元，同比增长 15.0%/26.0%/26.2%；当前股价对应 PE 37/29/23 倍。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为 38.28-41.76 元，相较当前股价（23-04-28）有 12.5-22.8%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

cnchenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入（首次评级） |
| 合理估值 | 38.28 - 41.76 元 |
| 收盘价 | 34.02 元 |
| 总市值/流通市值 | 13073/5906 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 38.41/15.90 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 48.47 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,108 | 1,202 | 1,507 | 1,925 | 2,419 |
| (+/-%) | 18.2% | 8.4% | 25.4% | 27.8% | 25.7% |
| 净利润(百万元) | 322 | 308 | 354 | 446 | 563 |
| (+/-%) | 13.8% | -4.5% | 15.0% | 26.0% | 26.2% |
| 每股收益(元) | 0.84 | 0.80 | 0.92 | 1.16 | 1.47 |
| EBIT Margin | 33.2% | 25.6% | 24.3% | 24.6% | 25.3% |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.1% | 11.3% | 11.7% | 13.2% | 14.6% |
| 市盈率 (PE) | 40.6 | 42.5 | 36.9 | 29.3 | 23.2 |
| EV/EBITDA | 35.4 | 41.0 | 34.3 | 27.1 | 21.7 |
| 市净率 (PB) | 5.29 | 4.81 | 4.33 | 3.86 | 3.39 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩阶段性受集采和疫情双重影响，集采推动产品销量快速增长。2022 年实现营收 12.02 亿，同比增长 8.43%；归母净利润 3.08 亿，同比下降 4.54%；扣非归母净利润 2.74 亿，同比下降 10.88%。其中，第四季度实现营收 4.42 亿(+13.31%)，归母净利润 0.98 亿(-17.07%)，公司克服国内外宏观环境变化等外部因素的影响，积极应对市场变化和挑战。受益于集采政策，公司髌关节假体产品销量快速提升，脊柱和运动医学产品收入也保持高速增长。2023 年第一季度实现营收 2.46 亿，同比下降 4.18%；归母净利润 0.56 亿，同比下降 24.53%；扣非归母净利润 0.50 亿，同比下降 33.36%。业绩下滑主要是集采影响，相关产品终端售价下降，同时公司考虑中长期发展战略规划，重视新产品、新技术、新工艺的研发，持续加大研发投入，推动技术创新与产品迭代。

图1：春立医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



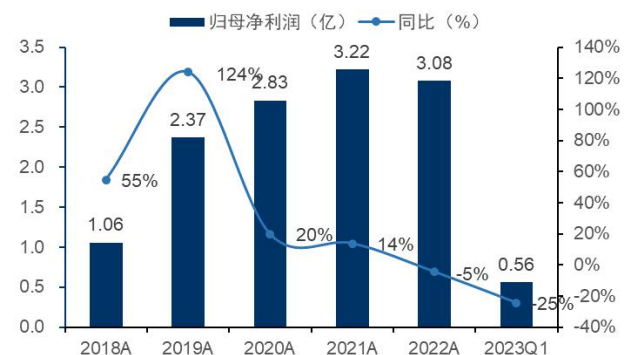
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：春立医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



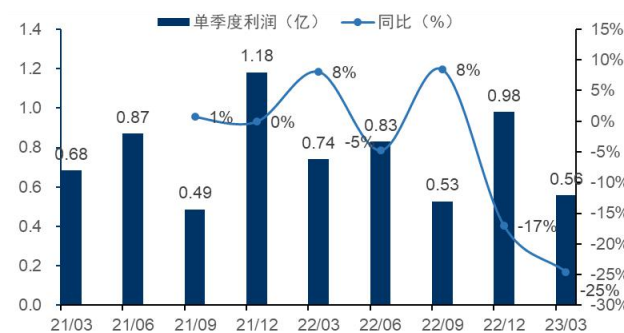
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：春立医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：春立医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

脊柱和运动医学产品快速放量。2022 年关节假体类产品收入 10.46 亿(+1.05%)，毛利率 76.80%(-1.43pp)；脊柱类产品收入 1.16 亿(+70.14%)，毛利率 72.32% (+10.30pp)；运动医学类产品收入 0.37 亿(+927.13%)，毛利率 65.18% (+30.11pp)。规模效应开始显现。境外销售收入 1.09 亿，同比增长 109.76%，加速放量。

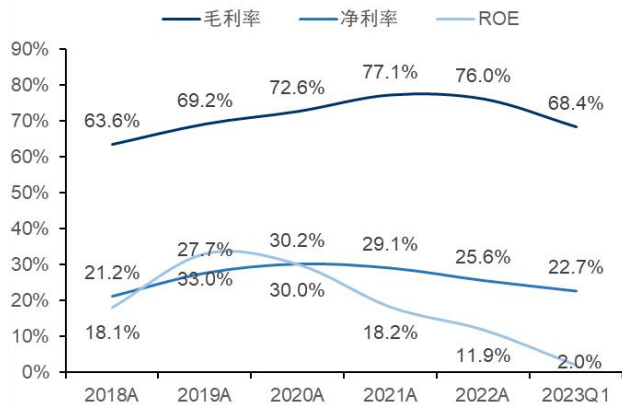
图5：春立医疗各产品系列的收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

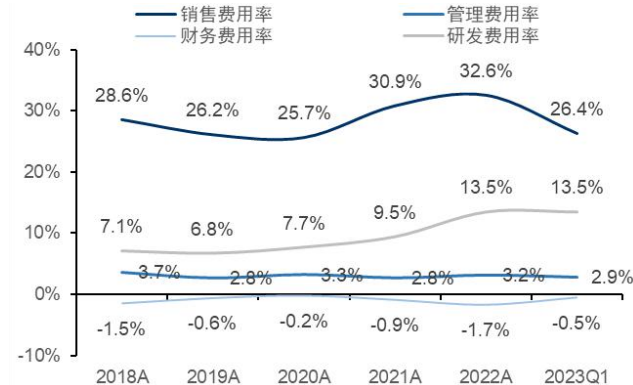
毛净利率有所下滑，销售和管理费用率略有上升。2022 年毛利率为 76.03%（-1.09pp）。销售费用率 32.58%（+1.71pp），公司加强市场推广力度，重视销售渠道的拓展和医院的开发；管理费用率 3.23%（+0.46pp），主要因为固定资产折旧增加；研发费用率 13.51%（+4.05pp），财务费用率-1.68%（-0.81pp），主要由于理财收益提高。

图6：春立医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：春立医疗四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流受集采和研发投入影响。2022 年经营性现金流量净额为 0.41 亿元，同比降低 75.11%，主要由于公司加大研发投入，同时集采影响购买原材料等付现支出增加。截止 2022 年底，公司货币资金账面余额为 9.57 亿。

图8：春立医疗经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续加大研发投入，坚定平台化发展。公司通过新产品、新技术、新工艺的研发，持续加大研发项目论证、研发人员薪酬等相关费用投入，例如已对多孔钽、镁合金、PEEK 等新材料研发进行了相应布局，并加大了关节手术机器人、运动医学、PRP、口腔等新管线的产品研发，上述战略布局都是为了达到积极应对国家集采、持续完善公司产品线的目的。

表1：春立医疗在研项目情况（万元，截止 2022 年年报）

| 序号 | 项目名称 | 预计总投资 规模 | 本期投入 金额 | 累计投入 金额 | 进展或阶段性成果 | 拟达到目标 |
|----|----------------|-------------|------------|------------|--|--|
| 1 | 髌关节系列产品研发 | 8146 | 2734 | 8843 | 改进类：改进后临床试用阶段。 上市阶段新产品注册类：送检阶段、注册阶段、发补补正阶段、新产品备货阶段 | 开发创新摩擦界面材料、骨小梁结构，提高骨长入效果和延长假体使用寿命 |
| 2 | 膝关节系列产品研发 | 6646 | 1799 | 7238 | 改进类：小批量试生产阶段、器械改进阶段。 新产品注册类：送检阶段、注册阶段、发补补正阶段 | 开发创新单髁膝关节假体结构，以减少对神经的损伤；开创新摩擦界面材料 |
| 3 | 钽技术系列产品研发 | 945 | 565 | 1542 | 新产品注册类：送检阶段、注册阶段、发补补正阶段 | 创新研发生物相容性更好的骨科植入物，延长假体使用寿命 |
| 4 | 肩肘踝关节系列产品研发 | 1075 | 774 | 1705 | 肩关节假体：补正阶段、送检阶段； 肘关节假体：提交注册阶段、改进阶段； 踝关节假体：补正阶段 | 创新肩肘踝关节假体技术，更接近人体骨骼结构，延长假体使用寿命，提升稳定性及术后恢复速度 踝关节填补国产空白 |
| 5 | 创伤系列产品研发 | 930 | 1048 | 2297 | 创伤截骨产品：补正阶段； 创伤髓内固定产品：取证阶段； 创伤金属骨钉：备货阶段； 创伤锁定钢板：补正阶段； 创伤外固定：备货阶段 | 研发用于骨折、肢体畸形矫正、骨延长矫正、短肢畸形及关节畸形矫正的产品 |
| 6 | 运动医学系列产品研发 | 1644 | 1294 | 2765 | 运动医学产品研发：送检阶段、注册阶段、上市阶段； 人工韧带：送检阶段，GMP 审查取得注册证阶段； 运动医学工具研发：GMP 审查取得注册证阶段、小批量生产阶段； 螺钉系统产品研发：送检阶段、批量生产阶段； | 研发带线锚钉、界面钉、损伤修复等运动医学系列产品，降低产品售价 |
| 7 | 定制个性化假体系列产品研发 | 2415 | 1494 | 4251 | 定制个性化骨盆、踝：临床阶段； 定制个性化髌、膝：送检阶段、注册阶段 | 创新研发个性化假体，满足临床手术需求 |
| 8 | 脊柱系列产品研发 | 3112 | 1276 | 4539 | 颈椎后路钉板固定系统（定制）产品：检测阶段； 脊柱弹性固定系统：补正阶段； 枕颈胸椎板棒固定系统产品：发补阶段 | 创新研发全品，满足不同临床患者需求 |
| 9 | 齿科系列产品研发 | 642 | 1366 | 2307 | 设计、送检阶段 | 设计多孔钽定制个性化牙种植体产品并完成生产转换 |
| 10 | 新型生物医用材料系列产品研发 | 1020 | 1617 | 3066 | 创新研发生物可降解医用镁合金、锌合金材料产品：设计阶段、送检阶段； X1 型富血小板血浆制备系统：取证阶段、备货阶段 | 创新研发生物可降解医用镁合金、锌合金材料产品。完成使用部位内固定需求后，可实现产品完全降解并被安全吸收或排泄。 |
| 11 | 手术机器人研发 | 1205 | 1603 | 3191 | 开发、检测阶段、注册阶段 | 与公司的关节假体产品相结合 |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

春立医疗是国内领先的骨科器械厂商

公司是国内领先的骨科医疗器械厂商，主营业务是植入性骨科医疗器械的研发、生产与销售。公司主要产品为关节假体产品、脊柱类植入产品及运动医学类产品，其中关节假体产品涵盖髋、膝、肩、肘四大人体关节，脊柱类植入产品为脊柱内固定系统的全系列产品组合。公司持续引领国内高端假体产品，同时积极拓展创伤、运动医学、PRP、齿科等创新产品，力争成为综合性骨科医疗器械生产商。

表2：2019 年国内骨科植入物及各细分领域排名和份额情况

| 排名 | 骨科植入物 | 脊柱 | 创伤 | 关节 |
|----|-------------|-------------|-------------|--------------------|
| 1 | 强生（17.24%） | 强生（28.29%） | 强生（14.24%） | 捷迈邦美（15.53%） |
| 2 | 美敦力（9.70%） | 美敦力（24.39%） | 史赛克（8.15%） | 强生（13.55%） |
| 3 | 捷迈邦美（5.97%） | 威高骨科（7.92%） | 大博医疗（7.79%） | 爱康医疗（9.21%） |
| 4 | 史赛克（5.19%） | 史赛克（6.50%） | 美敦力（5.19%） | 春立医疗（8.96%） |
| 5 | 威高骨科（4.61%） | 三友医疗（3.97%） | 威高骨科（4.66%） | 林克骨科（6.92%） |
| 6 | | | | 施乐辉（5.36%） |
| 7 | | | | 威高骨科（3.53%） |

资料来源：威高骨科招股书，国信证券经济研究所整理

关节类产品的成长潜力大。根据部位不同，人工关节可以分为人工髋、膝、肩、肘关节等。受益于日益增长的医疗需求，关节市场规模保持较快增长，根据春立医疗招股书，2018-19 年国内关节类植入器械市场规模分别为 70 和 86 亿元，预计 2024 年将增长至 187 亿元，2019-24 年的复合增长率约为 16.87%。由于关节类植入器械技术难度相对较高、生产工艺复杂、植入人体后使用寿命较长，关节类植入器械市场过往主要以进口产品为主，国产产品占比较低。

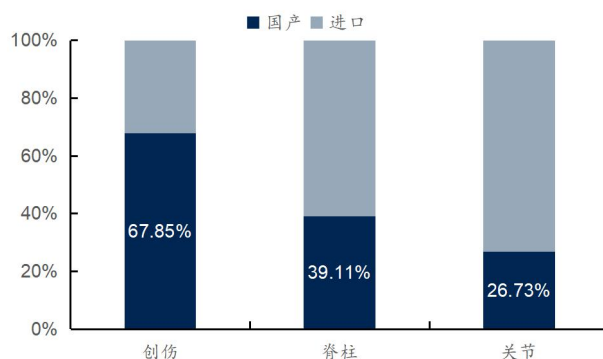
进口替代趋势明显。在价格优势、渠道把控及设计与质量改善的推动下，国内骨科市场进口替代趋势显现，且受益于支持国产设备的医保报销政策，创伤脊柱类国产耗材占比进一步提高，到 2018 年已占据 68% 的份额，比例超过进口。然而在关节领域里，进口产品于 2018 年依然占据 73% 的市场份额，国产替代存在很大空间，在国家医保局推动各品类的集采后国产品牌的份额有望加速提升。

图9：中国骨科植入物细分市场规模（亿人民币）



资料来源：威高骨科招股书、米内网、标点信息、国信证券经济研究所整理

图10：2018 年中国骨科植入物市场国产进口占比

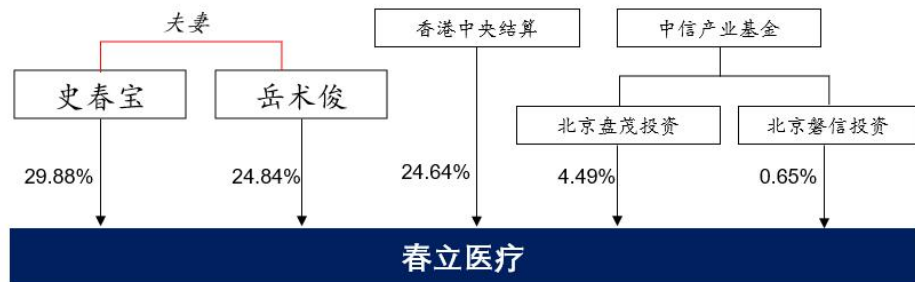


资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》、国信证券经济研究所整理

公司创始人为控股股东和实控人。公司创始人为史春宝和岳术俊夫妇，史春宝拥

有近 30 年医疗器械生产研发及管理经验。1991 年至 1997 年历任北京市和平人工关节厂等离子喷涂技术员、销售科销售代表、销售科科长。岳术俊拥有近 30 年行业管理经验。1994 年至 1997 年，任北京市和平人工关节厂销售。两人于 1998 年 2 月共同创立春立有限。截止 2023 年一季报，史春宝和岳术俊合计持有 54.72% 的股权。

图 11：春立医疗股权结构（截止 2023 年一季报）



资料来源：公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3：公司部分核心管理层简介

| 姓名 | 职务 | 职业背景 |
|-----|-----------|---|
| 史春宝 | 董事、核心技术人员 | 美国威斯康星协和大学工商管理学硕士，拥有近 30 年医疗器械生产研发及管理经验。1991 年至 1997 年，历任北京市和平人工关节厂等离子喷涂技术员、销售科销售代表、销售科科长。1998 年 2 月起与其妻岳术俊共同创立春立有限 |
| 岳术俊 | 董事、副总经理 | 高级国际财务管理师，拥有近 30 年行业管理经验。1994 年至 1997 年，任北京市和平人工关节厂销售。1998 年 2 月起与其夫史春宝共同创立春立有限 |
| 史文玲 | 董事、董事长 | 美国俄亥俄州立大学市场营销与运营管理双学位。2021 年任职于字节跳动用户增长部门，2022 年 3 月起加入春立医疗 |
| 史春生 | 总经理 | 北京理工大学工商管理专业。2001 年加入春立有限，历任车间技术工、质量工程师、质量部经理、企管部经理、生产部经理及厂长助理 |
| 李喜旺 | 副总经理 | 北京理工大学工商管理专业。2004 年起加入春立有限，历任车间工人、工艺员、生产部主任、生产部副总监、生产总监 |
| 李玉梅 | 财务总监 | 北京化工大学会计学专业。2009 年 2 月起加入春立有限，历任库管员、总账会计、财务经理 |
| 王建良 | 副总经理 | 北京理工大学工商管理专业。2000 年 6 月起加入春立有限，历任河北地区销售员，湖南、广西、广东、海南区域经理，南方区域经理 |
| 翟志永 | 副总经理 | 北京理工大学工商管理专业。2000 年起加入春立有限，历任山东省级经理、华北大区经理和南方战区总监（或者神龙战区总监） |
| 孙源 | 董事会秘书 | 中国农业大学工商管理专业。2011 年 06 月至 2014 年 4 月任北京中成仁达会计师事务所项目经理，2014 年 04 月至 2017 年 01 月任深圳市怡亚通供应链股份有限公司管理会计，2017 年 01 月至 2020 年 6 月任北京太和妇产医院财务经理 |

资料来源：Wind、公司年报、公司招股书、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

关节假体类产品：治疗渗透率持续增长，公司市场份额上升，前期积压择期手术需求释放；单髁膝关节快速增长，膝关节产品线竞争力不断提升；

脊柱类：2023 年执行国采需对产品价格进行一定调整，后续借助公司在关节领域的领先地位助推脊柱产品放量；

运动医学类：产品组合不断齐全，加速进口替代，成为新增长点。

表 4：春立医疗营收拆分

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 关节类假体产品 | | | | | |
| 收入（百万元） | 1,039.13 | 1,046.39 | 1,232.23 | 1,538.29 | 1,913.15 |
| 增速 | 15.2% | 0.7% | 17.8% | 24.8% | 24.4% |
| 脊柱类产品 | | | | | |
| 收入（百万元） | 68.10 | 115.9 | 150.6 | 188.3 | 229.7 |
| 增速 | 145.6% | 70.1% | 30.0% | 25.0% | 22.0% |
| 运动医学类产品 | | | | | |
| 收入（百万元） | | 36.8 | 80.9 | 113.2 | 152.9 |
| 增速 | | | 120.0% | 40.0% | 35.0% |
| 其他产品和业务 | | | | | |
| 收入（百万元） | 0.91 | 2.58 | 2.84 | 3.12 | 3.44 |
| 增速 | | | | | |
| 合计 | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 1108.14 | 1201.60 | 1506.58 | 1924.94 | 2418.97 |
| 增速 | 18.18% | 8.43% | 25.38% | 27.77% | 25.66% |
| 毛利率 | 77.11% | 76.03% | 70.82% | 70.81% | 71.46% |

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-25 年营收 15.07/19.25/24.19 亿元，同比增长 25.4%/27.8%/25.7%，毛利率分别为 70.8%/70.8%/71.5%。

未来 3 年业绩预测

表5: 未来3年盈利预测表(百万元)

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1202 | 1507 | 1925 | 2419 |
| 营业成本 | 288 | 440 | 562 | 690 |
| 销售费用 | 391 | 444 | 570 | 718 |
| 管理费用 | 39 | 50 | 61 | 74 |
| 研发费用 | 162 | 196 | 243 | 302 |
| 财务费用 | -20 | -23 | -19 | -12 |
| 利润总额 | 337 | 395 | 501 | 633 |
| 归属于母公司净利润 | 308 | 354 | 446 | 563 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2023-25 年营收 15.07/19.25/24.19 亿元, 同比增长 25.4%/27.8%/25.7%; 归母净利润分别为 3.54/4.46/5.63 亿元, 同比增长 15.0%/26.0%/26.2%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2023-25 年净利润分别为 3.89/4.95/6.32 亿元, 同比增长 26.4%/27.4%/27.5%; 2) 中性假设下, 公司 2023-25 年净利润分别为 3.54/4.46/5.63 亿元, 同比增长 15.0%/26.0%/26.2%; 3) 悲观假设下, 公司 2023-25 年净利润分别 3.15/3.88/4.80 亿元, 同比增长 2.3%/23.4%/23.7%。

表6: 情景分析(乐观、中性、悲观)

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 乐观预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 1,202 | 1,522 | 1,966 | 2,495 |
| (+/-%) | 8.4% | 26.6% | 29.2% | 26.9% |
| 归母净利润(百万元) | 308 | 389 | 495 | 632 |
| (+/-%) | -4.5% | 26.4% | 27.4% | 27.5% |
| 中性预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 1,202 | 1,507 | 1,925 | 2,419 |
| (+/-%) | 8.4% | 25.4% | 27.8% | 25.7% |
| 归母净利润(百万元) | 308 | 354 | 446 | 563 |
| (+/-%) | -4.5% | 15.0% | 26.0% | 26.2% |
| 悲观预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 1,202 | 1,476 | 1,845 | 2,271 |
| (+/-%) | 8.4% | 22.8% | 25.0% | 23.1% |
| 归母净利润(百万元) | 308 | 315 | 388 | 480 |
| (+/-%) | -4.5% | 2.3% | 23.4% | 23.7% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：38.07-42.02 元

基于公司完善的产品布局和关节行业的龙头地位，创新产品陆续上市，市场份额不断提升，且国内关节手术渗透率不断提升，我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表7：公司盈利预测假设条件（%）

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 18.18% | 8.43% | 25.38% | 27.77% | 25.66% | 24.66% | 23.66% |
| 营业成本/营业收入 | 22.89% | 23.97% | 29.18% | 29.19% | 28.54% | 28.54% | 28.54% |
| 管理费用/营业收入 | 2.44% | 2.58% | 2.92% | 2.88% | 2.85% | 2.85% | 2.85% |
| 研发费用/营业收入 | 9.46% | 13.51% | 13.00% | 12.60% | 12.50% | 12.50% | 12.50% |
| 销售费用/销售收入 | 30.87% | 32.58% | 29.50% | 29.60% | 29.70% | 29.70% | 29.70% |
| 税金及附加/营业收入 | 0.83% | 1.11% | 1.05% | 1.10% | 1.10% | 1.10% | 1.10% |
| 所得税税率 | 12.25% | 8.66% | 10.30% | 11.00% | 11.00% | 11.00% | 11.00% |
| 股利分配比率 | 0.00% | 16.23% | 16.23% | 16.23% | 16.23% | 16.23% | 16.23% |

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和预测

表8：资本成本假设

| | | | |
|--------------|-------|-------------|---------|
| 无杠杆 Beta | 1.1 | T | 10.30% |
| 无风险利率 | 2.83% | Ka | 9.76% |
| 股票风险溢价 | 6.30% | 有杠杆 Beta | 1.10 |
| 公司股价（元） | 32.7 | Ke | 9.76% |
| 发行在外股数（百万） | 384 | E/(D+E) | 100.00% |
| 股票市值(E, 百万元) | 12566 | D/(D+E) | 0.00% |
| 债务总额(D, 百万元) | 0 | WACC | 9.76% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率（10年后） | 2.0% |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 38.07-42.02 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港币）

| | | WACC 变化 | | | | |
|---------------------|------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | | |
| 39.52 | | 9.3% | 9.5% | 9.76% | 10.0% | 10.3% |
| 永续 增长 率变 化 | 2.8% | 46.08 | 44.11 | 42.29 | 40.61 | 39.04 |
| | 2.5% | 44.88 | 43.03 | 41.31 | 39.70 | 38.21 |
| | 2.3% | 43.78 | 42.02 | 40.38 | 38.86 | 37.43 |
| | 2.0% | 42.75 | 41.08 | 39.52 | 38.07 | 36.70 |
| | 1.8% | 41.79 | 40.20 | 38.71 | 37.32 | 36.02 |
| | 1.5% | 40.89 | 39.37 | 37.95 | 36.62 | 35.37 |
| | 1.3% | 40.05 | 38.60 | 37.24 | 35.96 | 34.76 |

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

相对估值：38.28-41.76 元

春立医疗作为国内领先的骨科医疗器械厂商，已在关节假体产品领域建立起较高的品牌知名度和领先的市场地位，借助国采提升市场份额，巩固龙头地位。脊柱类和运动医学类产品将成为公司新增长点。关节行业治疗渗透率低，潜在成长空间大。可比公司为创伤龙头大博医疗、关节龙头爱康医疗、脊柱龙头三友医疗和威高骨科，考虑到集采风险已经出清，国产替代进程加速，增长确定性高，给予 2024 年 PE 33-36X，一年期合理目标区间为 38.28-41.76 元。

表10：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG | 投资评级 |
|---------|------|-----------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|-------|------|
| | | 2023/4/28 | 亿元/港币 | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | (22A) | (23E) | |
| 688236 | 春立医疗 | 34.02 | 115 | 0.80 | 0.92 | 1.16 | 1.47 | 42.5 | 36.9 | 29.3 | 23.2 | 11% | 1.3 | 买入 |
| 688161 | 威高骨科 | 57.22 | 229 | 1.36 | 1.49 | 1.89 | 2.35 | 42.1 | 38.3 | 30.2 | 24.4 | 11% | 1.2 | 增持 |
| 002901 | 大博医疗 | 39.00 | 161 | 0.22 | - | - | - | 175.1 | - | - | - | 3% | | 无 |
| 688085 | 三友医疗 | 32.03 | 72 | 0.84 | 1.04 | 1.37 | 1.61 | 37.9 | 30.8 | 23.3 | 19.9 | 8% | 1.0 | 无 |
| 1789.HK | 爱康医疗 | 10.50 | 117 | 0.18 | 0.24 | 0.32 | 0.42 | 50.5 | 38.6 | 28.9 | 22.1 | 9% | 0.9 | 买入 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：港股股价及市值以港币计价，其余为人民币计价，除威高骨科、爱康医疗、春立医疗外，其余为 Wind 一致预测

投资建议

春立医疗作为国内领先的骨科医疗器械厂商，已在关节假体产品领域建立起较高的品牌知名度和领先的市场地位，借助国采提升市场份额，巩固龙头地位。脊柱类和运动医学类产品将成为公司新增长点。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业将维持高景气度。集采风险出清，看好公司长期发展潜力，预计 2023-25 年归母净利润分别为 3.54/4.46/5.63 亿元，同比增长 15.0%/26.0%/26.2%；EPS 为 0.92/1.16/1.47 元，当前股价对应 PE 37/29/23 倍。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为 38.28-41.76 元，相较当前股价（23-04-28）有 12.5-22.8%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.83%、风险溢价6.30%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司33-36倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

集采续约降价或落标冲击公司营收和盈利能力的风险:当前关节首年国采执行接近尾声,预计续约将在2023年下半年展开,若后续关节续约的降价幅度超预期或者公司的髌膝关节掉标,将显著影响公司的营收增长和盈利能力,存在经营业绩下滑的风险。

创新产品拓展不及预期风险:公司积极开发创新产品,目前在研发和已上市的新产品包括运动医学产品、富血小板血浆(PRP)技术、口腔类产品等,相关产品上市时间短或研发时间长,存在产品成熟度可能达不到目标,市场推广进度不如预期的风险。

成本费用上升的风险:公司为进一步提高市场占有率,巩固行业领导地位,销售费用、管理费用、研发费用等费用相应增加,且劳动力成本不断上升、原材料成本上升压力加大,将导致经营成本的上升,对公司经营业绩产生不利影响。

行业竞争加剧的风险:关节领域进口占比高,且临床认可度高于国产企业,进口企业可能会在非集采领域加大学术推广力度。另外,部分国内龙头器械公司如迈瑞医疗也在布局骨科业务。若竞争对手大幅降价,将加剧行业竞争,对公司经营业绩产生不利影响。

核心材料依赖境外单一供应商的风险。公司陶瓷关节假体产品所用到的陶瓷球头、陶瓷内衬均自 CeramTecGmbH 采购。CeramTecGmbH 是一家总部位于德国的先进陶瓷材料供应商，包括强生、捷迈邦美等在内的主流国内外关节厂商均自该公司采购陶瓷材料。由于国际政治及其他不可抗力等因素，进口原材料供应可能会出现延迟交货、限制供应或提高价格的情况。如果公司出现不能及时获得足够的原材料供应，正常生产经营可能会受到不利影响。

财务风险。在“带量采购”大环境下，若主要客户经营状况、行业结算方式等情况发生重大不利变化，可能导致公司应收账款发生逾期、坏账或进一步延长应收账款回收周期，从而给公司持续盈利能力造成不利影响。2022 年底的应收账款账面余额为 4.89 亿元，应收票据账面余额为 2.79 亿。

技术风险

核心技术人员流失风险：公司坚持自主创新，通过持续研发投入，已积累了多项核心技术，大部分核心技术处于国内领先水平，这些技术是公司核心竞争力的主要体现。若公司核心技术人员流失，将会在一定程度上削弱公司的持续研发能力和产品在市场上的竞争力，从而对公司发展造成不利影响。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1736 | 957 | 1299 | 1614 | 2070 | 营业收入 | 1108 | 1202 | 1507 | 1925 | 2419 |
| 应收款项 | 532 | 768 | 867 | 1055 | 1259 | 营业成本 | 254 | 288 | 440 | 562 | 690 |
| 存货净额 | 160 | 260 | 368 | 458 | 532 | 营业税金及附加 | 9 | 13 | 16 | 21 | 27 |
| 其他流动资产 | 19 | 26 | 31 | 39 | 51 | 销售费用 | 342 | 391 | 444 | 570 | 718 |
| 流动资产合计 | 2448 | 2779 | 3334 | 3933 | 4680 | 管理费用 | 31 | 39 | 50 | 61 | 74 |
| 固定资产 | 393 | 463 | 434 | 424 | 402 | 研发费用 | 105 | 162 | 196 | 243 | 302 |
| 无形资产及其他 | 132 | 138 | 134 | 129 | 125 | 财务费用 | (10) | (20) | (23) | (19) | (12) |
| 投资性房地产 | 27 | 29 | 29 | 29 | 29 | 投资收益 | 0 | 7 | 25 | 25 | 25 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 11 | 23 | (18) | (16) | (16) |
| 资产总计 | 3000 | 3410 | 3930 | 4515 | 5235 | 其他收入 | (125) | (191) | (190) | (237) | (297) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 368 | 329 | 396 | 503 | 633 |
| 应付款项 | 142 | 238 | 357 | 443 | 532 | 营业外净收支 | (0) | 8 | (2) | (1) | (1) |
| 其他流动负债 | 296 | 357 | 459 | 579 | 734 | 利润总额 | 367 | 337 | 395 | 501 | 633 |
| 流动负债合计 | 440 | 596 | 816 | 1022 | 1266 | 所得税费用 | 45 | 29 | 41 | 55 | 70 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 91 | 94 | 98 | 103 | 108 | 归属于母公司净利润 | 322 | 308 | 354 | 446 | 563 |
| 长期负债合计 | 91 | 94 | 98 | 103 | 108 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 531 | 690 | 914 | 1126 | 1374 | 净利润 | 322 | 308 | 354 | 446 | 563 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 10 | 3 | 6 | 0 | (1) |
| 股东权益 | 2469 | 2720 | 3016 | 3390 | 3862 | 折旧摊销 | 17 | 28 | 41 | 49 | 53 |
| 负债和股东权益总计 | 3000 | 3410 | 3930 | 4515 | 5235 | 公允价值变动损失 | (11) | (23) | 18 | 16 | 16 |
| | | | | | | 财务费用 | (10) | (20) | (23) | (19) | (12) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (73) | (182) | 18 | (73) | (43) |
| 每股收益 | 0.84 | 0.80 | 0.92 | 1.16 | 1.47 | 其它 | (10) | (3) | (6) | (0) | 1 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.13 | 0.15 | 0.19 | 0.24 | 经营活动现金流 | 255 | 131 | 431 | 438 | 589 |
| 每股净资产 | 6.43 | 7.08 | 7.85 | 8.82 | 10.05 | 资本开支 | 0 | (117) | (31) | (51) | (41) |
| ROIC | 19% | 14% | 18% | 23% | 29% | 其它投资现金流 | 0 | (768) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 13% | 11% | 12% | 13% | 15% | 投资活动现金流 | 0 | (884) | (31) | (51) | (41) |
| 毛利率 | 77% | 76% | 71% | 71% | 71% | 权益性融资 | (2) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 33% | 26% | 24% | 25% | 25% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 35% | 28% | 27% | 27% | 27% | 支付股利、利息 | 0 | (50) | (57) | (72) | (91) |
| 收入增长 | 18% | 8% | 25% | 28% | 26% | 其它融资现金流 | 793 | 74 | (1) | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 14% | -5% | 15% | 26% | 26% | 融资活动现金流 | 791 | (26) | (58) | (72) | (91) |
| 资产负债率 | 18% | 20% | 23% | 25% | 26% | 现金净变动 | 1046 | (779) | 342 | 314 | 457 |
| 息率 | 0.0% | 0.4% | 0.4% | 0.6% | 0.7% | 货币资金的期初余额 | 690 | 1736 | 957 | 1299 | 1614 |
| P/E | 40.6 | 42.5 | 36.9 | 29.3 | 23.2 | 货币资金的期末余额 | 1736 | 957 | 1299 | 1614 | 2070 |
| P/B | 5.3 | 4.8 | 4.3 | 3.9 | 3.4 | 企业自由现金流 | - | 10 | 357 | 347 | 514 |
| EV/EBITDA | 35.4 | 41.0 | 34.3 | 27.1 | 21.7 | 权益自由现金流 | - | 84 | 377 | 364 | 525 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032