

春立医疗（688236.SH）——2023年半年报点评

上半年归母净利润下滑19.7%，集采影响持续出清

买入

核心观点

业绩受集采影响，上半年归母净利润下滑19.7%。2023年上半年实现营收5.41亿（-5.4%），归母净利润1.26亿（-19.7%），扣非归母净利润1.10亿（-29.6%）。其中单二季度实现营收2.94亿（-6.3%），归母净利润0.70亿（-15.4%）。公司营收下滑主要是受“带量采购”影响，脊柱国家集采于2023年第一季度起在各地陆续执行。利润下滑多于营收，主要是因为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。公司积极开拓海外市场，截至2023H1，公司共取得十九个国家的注册证。

毛净利率有所下滑，销售费用率上升较多。2023年上半年毛利率为72.4%（-2.13pp）。销售费用率30.87%（+3.74pp），主要由于突发性全球公共卫生事件结束，市场活动逐步恢复；管理费用率3.51%（+0.80pp），主要为固定资产折旧增加；研发费用率13.79%（+1.14pp），财务费用率-0.92%（+0.09pp），上半年汇兑收益有所增加。2023年上半年经营性现金流量净额为-0.39亿元，较去年同期的-0.82亿已大幅好转。

持续加大研发投入，坚定平台化发展。2023年上半年研发投入7457万，同比增长3.16%，维持高强度投入。公司已对多孔钽、镁合金、PEEK等新材料研发进行了相应布局，并加大了关节手术机器人、运动医学、PRP（富血小板血浆）、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集采、持续完善公司产品线的目的。

投资建议：考虑脊柱集采执行以及宏观环境的影响，下调盈利预测，预计2023-25年归母净利润分别为3.19/4.09/5.13亿（2023-25年原为3.54/4.46/5.63亿），同比增长3.5%/28.5%/25.3%；EPS为0.83/1.07/1.34元，当前股价对应PE 26/20/16倍。春立医疗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，运动医学、PRP、口腔等新管线等将成为新增长点。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业有望维持高景气度。集采风险出清，看好公司长期发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：关节和新产品放量低于预期，市场竞争风险，集采续约降价风险。

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	1,328	1,782	2,230
(+/-%)	18.2%	8.4%	10.5%	34.2%	25.1%
净利润(百万元)	322	308	319	409	513
(+/-%)	13.8%	-4.5%	3.5%	28.5%	25.3%
每股收益(元)	0.84	0.80	0.83	1.07	1.34
EBIT Margin	33.2%	25.6%	25.1%	24.1%	24.5%
净资产收益率(ROE)	13.1%	11.3%	10.7%	12.3%	13.6%
市盈率(PE)	25.9	27.1	26.2	20.4	16.3
EV/EBITDA	23.1	26.9	24.3	19.5	16.0
市净率(PB)	3.38	3.07	2.80	2.51	2.22

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

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：张佳博

021-60375487

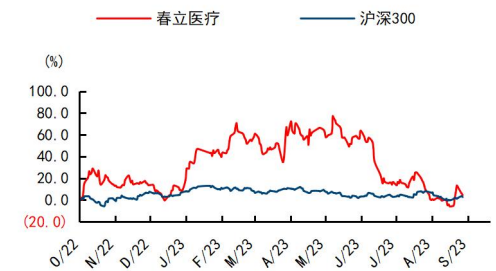
zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.73元
总市值/流通市值	8335/8335百万元
52周最高价/最低价	38.41/18.50元
近3个月日均成交额	40.02百万元

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

《春立医疗（688236.SH）——2022年年报和2023年一季报点评：2022年营收增长8.4%，脊柱和运动医学产品快速放量》——2023-05-03

《器械集采复盘系列2——骨科：集采影响持续出清，发展新阶段可期》——2023-08-16

《骨科器械行业专题及财报总结：行而不辍，未来可期》——2023-06-15

业绩受集采影响，上半年归母净利润下滑 19.7%。2023 年上半年实现营收 5.41 亿 (-5.4%)，归母净利润 1.26 亿 (-19.7%)，扣非归母净利润 1.10 亿 (-29.6%)。其中单二季度实现营收 2.94 亿 (-6.3%)，归母净利润 0.70 亿 (-15.4%)。公司营收下滑主要是受“带量采购”影响，脊柱国家集采于 2023 年第一季度起在各地区陆续执行。利润下滑多于营收，主要是因为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。公司积极开拓海外市场，截至 2023H1，公司共取得十九个国家的注册证，包括乌克兰、韩国、秘鲁、叙利亚、墨西哥、阿根廷、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等国家。

图1: 春立医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



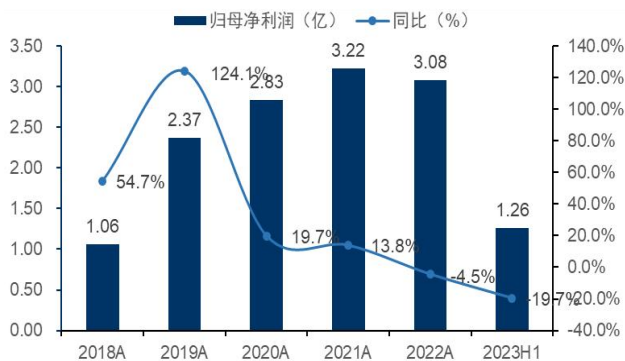
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 春立医疗单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



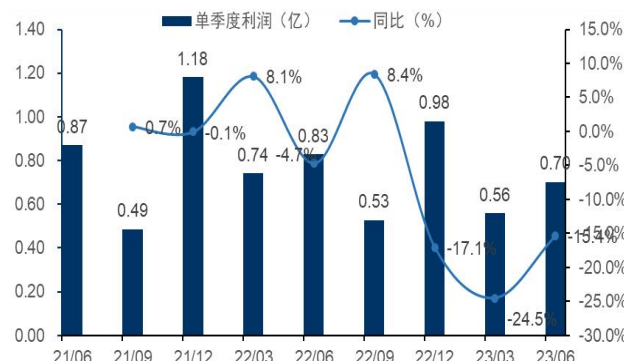
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)

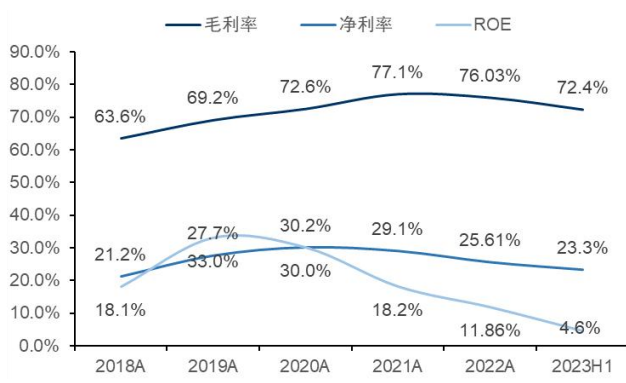


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

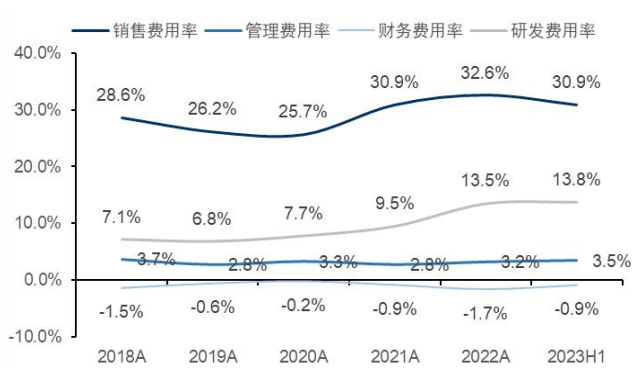
毛净利率有所下滑，销售费用率上升较多。2023 年上半年毛利率为 72.4% (-2.13pp)。销售费用率 30.87% (+3.74pp)，主要由于突发性全球公共卫生事件结束，市场活动逐步恢复；管理费用率 3.51% (+0.80pp)，主要为固定资产折旧增加；研发费用率 13.79% (+1.14pp)，财务费用率-0.92% (+0.09pp)，上半年汇兑收益有所增加。

图5: 春立医疗毛利率、净利率变化情况

图6: 春立医疗三项费用率变化情况



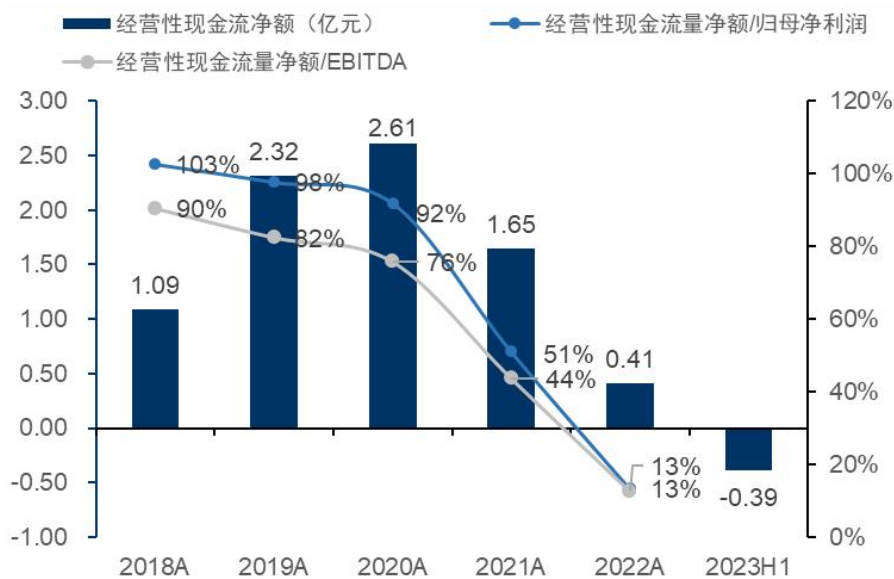
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流表现较去年同期大幅好转。2023 年上半年经营性现金流量净额为 -0.39 亿元，较去年同期的 -0.82 亿已大幅好转，公司经营活动流入的现金与收入较为匹配，但由于公司加大研发投入，同时付现费用支出增加，导致经营性现金流为负。截止 2023 年上半年，公司货币资金账面余额为 8.55 亿。

图7：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。2023 年上半年研发投入 7457 万，同比增长 3.16%，维持高强度投入。公司已对多孔钽、镁合金、PEEK 等新材料研发进行了相应布局，并加大了关节手术机器人、运动医学、PRP（富血小板血浆）、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 2023 年半年报）

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	851	9693	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	710	7948	改进类：小批量试生产阶段、改进后临床试用阶段。	开发创新单髁膝关节假体结构，以减少对神经的损伤； 开发髌股关节假体结构，其保留了胫股关节、半月板、

代码	产品系列	数量	数量	数量	研发阶段	研发重点
3	钽技术系列产品研发	945	320	1861	新产品注册类：送检阶段、注册阶段、发交叉韧带等绝大部分膝关节生理结构，最大程度保全了膝关节自身动力学机制。开发维他命E超高分子量聚乙烯材料平台垫，增加假体耐磨性，提高假体使用寿命。 新产品注册类：注册阶段、发补正阶段 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	289	1995	肩关节假体：设计、改进阶段、送检阶段； 肘关节假体：设计、改进阶段； 踝关节假体：送检阶段	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	329	2627	创伤截骨产品：设计阶段； 创伤髓内固定产品：送检阶段； 创伤金属骨钉：注册阶段； 创伤锁定钢板：送检阶段； 创伤外固定：注册阶段	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	926	3692	运动医学产品研发：改进阶段、注册阶段、上市阶段； 人工韧带：取得注册证上市阶段； 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：取得注册证产品上市阶段	研发带线锚钉、界面钉、损伤修复等运动医学系列品，降低产品售价
7	定制个体化假体系列产品研发	2415	778	5029	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	722	5262	颈椎后路钉板固定系统（定制）产品：临床阶段； 脊柱弹性固定系统：检测阶段； 骨水泥脊柱钉产品：批量生产阶段； 枕颈胸椎板棒固定系统产品：检测阶段	创新研发全品种脊柱类植入产品，满足不同临床患者需求
9	齿科系列产品研发	642	700	3007	设计、送检阶段	设计多孔钽定制个体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	801	3867	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； X1 型富血小板血浆制备系统：注册阶段	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	652	3843	改进、检测阶段	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

投资建议：考虑脊柱集采执行以及宏观环境的影响，下调盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润分别为 3.19/4.09/5.13 亿（2023-25 年原为 3.54/4.46/5.63 亿），同比增长 3.5%/28.5%/25.3%；EPS 为 0.83/1.07/1.34 元，当前股价对应 PE 26/20/16 倍。春立医疗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，运动医学、PRP、口腔等新管线等将成为新增长点。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业有望维持高景气度。集采风险出清，看好公司长期发展潜力，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2023/9/5	总市值 亿元/港币	EPS				PE			ROE	PEG	投资评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E				
688236	春立医疗	21.73	74	0.80	0.83	1.07	1.34	27.1	26.2	20.4	16.2	11%	1.1	买入
688161	威高骨科	37.45	150	1.36	1.49	1.89	2.35	27.5	25.1	19.8	16.0	11%	0.8	增持
002901	大博医疗	30.37	126	0.22	0.77	1.15	1.55	136.3	39.6	26.4	19.6	3%	0.6	无
688085	三友医疗	21.14	53	0.77	0.75	0.96	1.19	27.5	28.1	22.1	17.7	8%	1.4	无
1789.HK	爱康医疗	6.52	73	0.18	0.24	0.32	0.42	33.1	25.3	19.0	14.5	9%	0.6	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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1736	957	1316	1591	2013	营业收入	1108	1202	1328	1782	2230
应收款项	532	768	764	977	1161	营业成本	254	288	344	486	609
存货净额	160	260	283	392	465	营业税金及附加	9	13	15	20	23
其他流动资产	19	26	28	36	47	销售费用	342	391	408	545	681
流动资产合计	2448	2779	3159	3763	4453	管理费用	31	39	52	64	75
固定资产	393	463	430	421	398	研发费用	105	162	182	242	301
无形资产及其他	132	138	134	129	125	财务费用	(10)	(20)	(13)	(14)	(16)
投资性房地产	27	29	29	29	29	投资收益	0	7	27	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	(22)	(16)	(16)
资产总计	3000	3410	3752	4342	5005	其他收入	(125)	(191)	(176)	(237)	(296)
短期借款及交易性金融负债	1	1	0	0	0	营业利润	368	329	352	454	571
应付款项	142	238	274	380	465	营业外净收支	(0)	8	(2)	(1)	(1)
其他流动负债	296	357	393	530	672	利润总额	367	337	350	452	570
流动负债合计	440	596	667	909	1137	所得税费用	45	29	32	43	57
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	319	409	513
长期负债合计	91	94	98	103	108	现金流量表 (百万元)					
负债合计	531	690	765	1013	1246	净利润	322	308	319	409	513
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	2987	3329	3759	折旧摊销	17	28	41	49	53
负债和股东权益总计	3000	3410	3752	4342	5005	公允价值变动损失	(11)	(23)	22	16	16
关键财务与估值指标						财务费用	(10)	(20)	(13)	(14)	(16)
每股收益	0.84	0.80	0.83	1.07	1.34	营运资本变动	(73)	(182)	61	(82)	(36)
每股红利	0.00	0.13	0.13	0.17	0.22	其它	(10)	(3)	(6)	(0)	1
每股净资产	6.43	7.08	7.77	8.66	9.78	经营活动现金流	255	131	442	392	546
ROIC	19%	14%	16%	22%	27%	资本开支	0	(117)	(31)	(51)	(41)
ROE	13%	11%	11%	12%	14%	其它投资现金流	0	(768)	0	0	0
毛利率	77%	76%	74%	73%	73%	投资活动现金流	0	(884)	(31)	(51)	(41)
EBIT Margin	33%	26%	25%	24%	24%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	28%	28%	27%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	8%	11%	34%	25%	支付股利、利息	0	(50)	(52)	(66)	(83)
净利润增长率	14%	-5%	4%	28%	25%	其它融资现金流	793	74	(1)	0	0
资产负债率	18%	20%	20%	23%	25%	融资活动现金流	791	(26)	(52)	(66)	(83)
息率	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	现金净变动	1046	(779)	359	275	422
P/E	25.9	27.1	26.2	20.4	16.3	货币资金的期初余额	690	1736	957	1316	1591
P/B	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2	货币资金的期末余额	1736	957	1316	1591	2013
EV/EBITDA	23.1	26.9	24.3	19.5	16.0	企业自由现金流	-	10	374	306	467
						权益自由现金流	-	84	386	318	481

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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