

2023年09月28日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 集采影响逐步消化，市场拓展能力稳步提高

## —春立医疗（688236.SH）公司事件点评报告

### 买入(首次) 事件

分析师：俞家宁 S1050523070002

✉ yujn@cfsc.com.cn

分析师：胡博新 S1050522120002

✉ hubx@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-09-28

当前股价(元)	24.89
总市值(亿元)	95
总股本(百万股)	384
流通股本(百万股)	78
52周价格范围(元)	19.55-37.23
日均成交额(百万元)	39.64

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

春立医疗发布 2023 年半年度公告：2023 年上半年，实现营业收入 5.41 亿元，同比下降 5.37%；归母净利润 1.26 亿元，同比下降 19.69%；扣非归母净利润 1.10 亿元，同比下降 29.58%。

### 投资要点

#### ■ 集采影响逐步出清，手术需求恢复有望拉升业绩

2023 年上半年，公司实现营业收入 5.41 亿元，同比下降 5.37%，归母净利润 1.26 亿元，同比下降 19.69%，主要受“带量采购”下关节、脊柱产品售价的下降影响。报告期内，集采执行带来的退换货影响集中释放。公司产品质量优势突出，集采政策常态化下，公司产品渗透率有望持续提高。同时，下半年择期手术需求有望逐步恢复，订单有望实现环比改善。

#### ■ 骨科耗材布局深化，新品陆续落地贡献增长动力

公司深度布局骨科耗材，积极推进产品研发，产线持续丰富。其中：关节领域，维生素 E 高交联聚乙烯髌、膝产品为国内首批上市，填补了国内市场空白，骨小梁髌白垫块、3D 打印“髌关节假体”先后获证，实现我国 3D 打印人工假体的突破；脊柱领域，公司取得自稳型颈椎椎间融合器、人工椎体固定系统和椎板固定板系统的产品注册证；创伤领域，接骨板、髓内钉、外固定支架、金属骨针等多款产品获批上市；运动医学领域，公司获得了 PEEK 材料带线锚钉、一次性刨削刀头、界面螺钉等七个注册证。口腔领域，公司已获正畸丝、正畸托槽、正畸颊面管、隐形矫治器四个正畸产品注册证和颌面接骨板系统、3D 打印颌面截骨导板两个颌面外科注册证。

#### ■ 医疗器械布局有序推进，市场拓展能力稳步提高

报告期内，公司研发投入持续加大，医疗领域布局稳步扩充。其中研发投入共计 7457 万元，同比增长 3.16%，重点布局了多孔钽、镁合金、PEEK 等新材料研发。PRP 产品研发方面，公司先后获批上市了全国首家富血小板血浆制备套装、医用离心机以及电动脉冲冲洗器、膝关节骨水泥定型模具等产品。截至中报发布日，公司国内供持有 102 项医疗器械注册证与备案凭证、19 个国际注册证，同时髌、膝、脊柱三个

系列产品均顺利通过了 CE 年度体系审核和监督审核，后续国际市场份额有望持续扩大。

### ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 13.28、17.27、21.76 亿元，EPS 分别为 0.82、1.03、1.30 元，当股价对应 PE 分别为 30.4、24.1、19.1 倍。公司为骨科领域龙头之一，产品质量突出、创新力强，看好集采政策常态化执行下公司市占率的同步提升与新品放量。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

新品推广不达预期、集采影响超预期风险、产品价格下降风险、市场竞争加剧风险、原材料成本上升风险、行业政策及监管风险

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,202	1,328	1,727	2,176
增长率（%）	8.4%	10.5%	30.0%	26.0%
归母净利润（百万元）	308	315	396	501
增长率（%）	-4.5%	2.3%	25.8%	26.5%
摊薄每股收益（元）	0.80	0.82	1.03	1.30
ROE（%）	11.3%	10.6%	12.0%	13.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,202</b>	<b>1,328</b>	<b>1,727</b>	<b>2,176</b>
现金及现金等价物	957	1,165	1,284	1,461	营业成本	288	358	475	609
应收款	768	849	1,104	1,391	营业税金及附加	13	15	19	24
存货	260	336	445	571	销售费用	391	430	556	679
其他流动资产	794	797	806	815	管理费用	39	41	52	65
流动资产合计	2,779	3,148	3,639	4,238	财务费用	-20	-33	-36	-41
<b>非流动资产:</b>					研发费用	162	181	237	300
金融类资产	768	768	768	768	费用合计	572	620	808	1,003
固定资产	278	371	391	382	资产减值损失	-13	-13	-13	-13
在建工程	185	74	30	12	公允价值变动	9	9	9	9
无形资产	138	131	124	118	投资收益	7	7	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>329</b>	<b>337</b>	<b>426</b>	<b>541</b>
其他非流动资产	29	29	29	29	加:营业外收入	10	10	10	10
非流动资产合计	631	605	574	541	减:营业外支出	2	2	2	2
资产总计	3,410	3,753	4,213	4,779	<b>利润总额</b>	<b>337</b>	<b>345</b>	<b>434</b>	<b>549</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	29	30	38	47
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>308</b>	<b>315</b>	<b>396</b>	<b>501</b>
应付账款、票据	238	308	408	522	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	272	272	272	272	<b>归母净利润</b>	<b>308</b>	<b>315</b>	<b>396</b>	<b>501</b>
流动负债合计	596	675	803	950					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	94	94	94	94	营业收入增长率	8.4%	10.5%	30.0%	26.0%
非流动负债合计	94	94	94	94	归母净利润增长率	-4.5%	2.3%	25.8%	26.5%
负债合计	690	769	897	1,044	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	76.0%	73.0%	72.5%	72.0%
股本	384	384	384	384	四项费用/营收	47.6%	46.6%	46.8%	46.1%
股东权益	2,720	2,983	3,315	3,735	净利率	25.6%	23.7%	22.9%	23.0%
负债和所有者权益	3,410	3,753	4,213	4,779	ROE	11.3%	10.6%	12.0%	13.4%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	20.2%	20.5%	21.3%	21.8%
净利润	308	315	396	501	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
折旧摊销	28	25	31	32	应收账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
公允价值变动	9	9	9	9	存货周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
营运资金变动	-304	-81	-244	-276	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	41	269	193	267	EPS	0.80	0.82	1.03	1.30
投资活动现金净流量	-763	19	25	26	P/E	31.1	30.4	24.1	19.1
筹资活动现金净流量	930	-51	-64	-81	P/S	8.0	7.2	5.5	4.4
现金流量净额	208	236	153	212	P/B	3.5	3.2	2.9	2.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 医药组介绍

**胡博新：**药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

**俞家宁：**美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

**谷文丽：**中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

**吴景欢：**中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。