

# 春立医疗（688236.SH）

## 单三季度营收增长 33%，持续巩固关节龙头地位

买入

### 核心观点

**单三季度营收增长 33%，扣非归母净利润增长显著。**2023 年 Q1-3 实现收入 7.93 亿（+4.2%），归母净利润 1.81 亿（-13.9%），扣非归母净利润 1.62 亿（-10.9%）。单季度看，Q3 实现收入 2.51 亿（+33.3%），归母净利润 0.55 亿（+3.5%），扣非归母净利润 0.51 亿（+106%）。Q3 单季扣非净利润增速为连续四个季度同比下滑后首次转正，表明公司正快速走出集采影响，受益集采后所带来的行业治疗渗透率提升及国产替代进程。22Q3 同期有 1958 万的政府补助，导致表观净利率较高。

**毛利率略有下滑，销售费用率大幅下降。**2023Q3 毛利率 66.9%（-5.0pp），预计与当期处理脊柱渠道库存、行业监管趋严导致部分产品销售推广受限有关。销售费用率 26.7%（-13.0pp），管理费用率 4.0%（-0.8pp），研发费用率 15.9%（-1.5pp），财务费用率-1.6%（+4.2pp），归母净利率 21.9%（-6.1pp），扣非归母净利率 20.5%（+7.2pp）。

**坚定平台化发展，运动医学集采有望提升公司市场份额。**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，上述战略布局帮助公司积极应对集采、持续拓宽新增长点。9 月中旬，《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告（第 1 号）》发布，国采实施有助于国产头部企业提升市场份额，公司作为骨科龙头企业将集聚优势，积极推进营销网络建设，在骨科行业领域内实现长久稳定发展。

**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 2.75/3.62/4.73 亿（2023-25 年原为 3.19/4.09/5.13 亿），同比增长-10.5%/31.3%/30.8%；EPS 为 0.72/0.94/1.23 元，当前股价对应 PE 41/31/24 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	1,235	1,619	2,095
(+/-%)	18.2%	8.4%	2.8%	31.1%	29.4%
净利润(百万元)	322	308	275	362	473
(+/-%)	13.8%	-4.5%	-10.5%	31.3%	30.8%
每股收益(元)	0.84	0.80	0.72	0.94	1.23
EBIT Margin	33.2%	25.6%	22.7%	23.4%	24.0%
净资产收益率(ROE)	13.1%	11.3%	9.3%	11.1%	13.0%
市盈率(PE)	35.3	36.9	41.3	31.4	24.0
EV/EBITDA	31.0	35.9	37.7	28.7	22.6
市净率(PB)	4.60	4.18	3.85	3.49	3.11

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 zhangjiabo@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	28.38 元
总市值/流通市值	10886/10886 百万元
52 周最高价/最低价	38.41/19.40 元
近 3 个月日均成交额	38.89 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

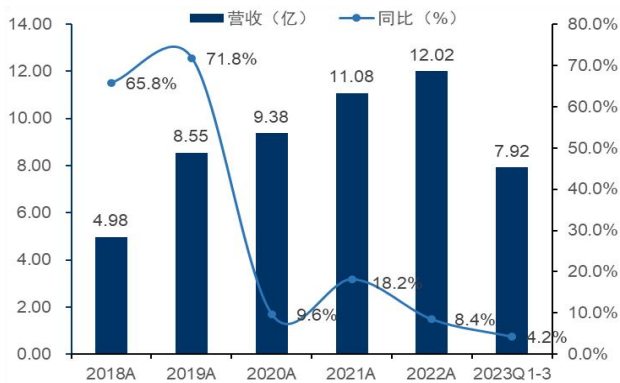
《春立医疗（688236.SH）—2023 年半年报点评：上半年归母净利润下滑 19.7%，集采影响持续出清》——2023-09-06

《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

图1：春立医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



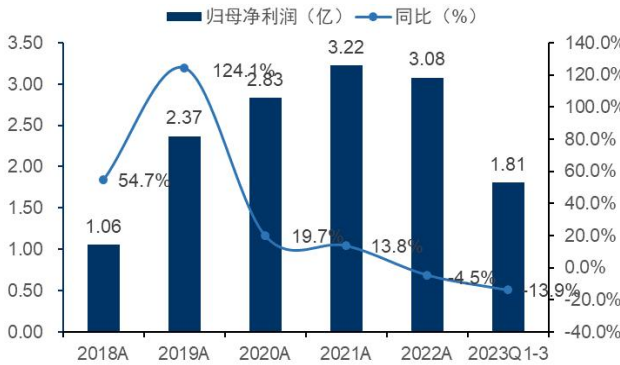
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



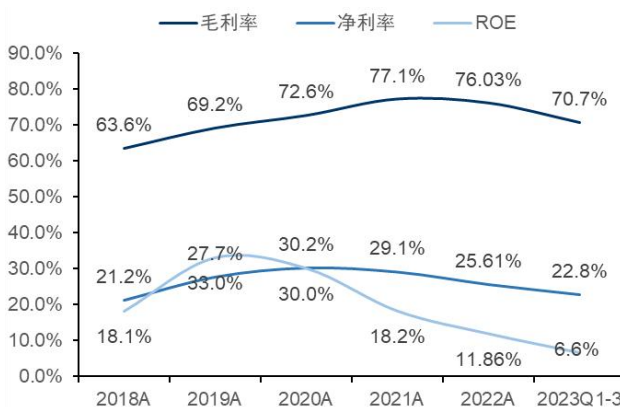
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：春立医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



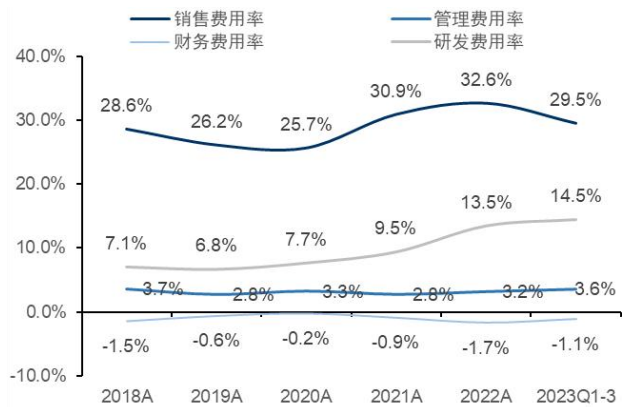
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：春立医疗毛利率、净利率变化情况



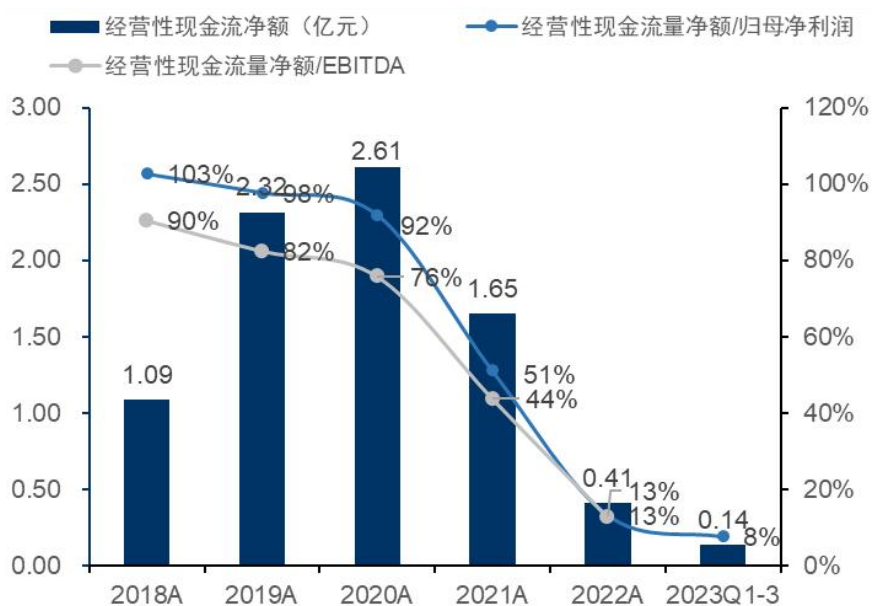
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：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

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

表1: 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
		2023/11/2	亿元/港币	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E (22A)	(23E)	(23E)	
688236	春立医疗	29.58	97	0.80	0.72	0.94	1.23	36.9	41.3	31.4	24.0	11%	1.0	买入
688161	威高骨科	41.53	166	1.36	1.49	1.89	2.35	30.5	27.8	21.9	17.7	11%	0.9	增持
002901	大博医疗	39.53	164	0.22	0.62	1.00	1.40	177.5	63.3	39.5	28.2	3%	0.8	无
688085	三友医疗	22.20	55	0.77	0.56	0.69	0.89	28.9	39.4	32.0	24.9	8%	1.2	无
1789.HK	爱康医疗	7.65	86	0.18	0.24	0.31	0.41	39.2	29.8	23.1	17.5	9%	0.8	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）	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	1064	1257	1549	营业收入	1108	1202	1235	1619	2095
应收款项	532	768	880	1109	1378	营业成本	254	288	332	445	571
存货净额	160	260	323	401	493	营业税金及附加	9	13	14	18	23
其他流动资产	19	26	26	32	44	销售费用	342	391	383	495	640
<b>流动资产合计</b>	<b>2448</b>	<b>2779</b>	<b>3060</b>	<b>3568</b>	<b>4232</b>	管理费用	31	39	51	61	75
固定资产	393	463	454	445	422	研发费用	105	162	180	227	289
无形资产及其他	132	138	134	129	125	财务费用	(10)	(20)	(10)	(11)	(13)
投资性房地产	27	29	29	29	29	投资收益	0	7	21	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	(7)	(15)	(15)
<b>资产总计</b>	<b>3000</b>	<b>3410</b>	<b>3676</b>	<b>4170</b>	<b>4808</b>	其他收入	(125)	(191)	(175)	(221)	(284)
短期借款及交易性金融负债	1	1	0	0	0	营业利润	368	329	304	401	526
应付款项	142	238	255	332	419	营业外净收支	(0)	8	(2)	(1)	(1)
其他流动负债	296	357	373	482	632	<b>利润总额</b>	<b>367</b>	<b>337</b>	<b>303</b>	<b>400</b>	<b>525</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>440</b>	<b>596</b>	<b>628</b>	<b>814</b>	<b>1050</b>	所得税费用	45	29	27	38	53
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>322</b>	<b>308</b>	<b>275</b>	<b>362</b>	<b>473</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>91</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>108</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>531</b>	<b>690</b>	<b>726</b>	<b>917</b>	<b>1159</b>	<b>净利润</b>	322	308	275	362	473
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	3	7	0	(1)
股东权益	2469	2720	2950	3253	3649	折旧摊销	17	28	41	49	53
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3000</b>	<b>3410</b>	<b>3676</b>	<b>4170</b>	<b>4808</b>	公允价值变动损失	(11)	(23)	7	15	15
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	(10)	(20)	(10)	(11)	(13)
每股收益	0.84	0.80	0.72	0.94	1.23	营运资本变动	(73)	(182)	98	(73)	(49)
每股红利	0.00	0.13	0.12	0.15	0.20	其它	(10)	(3)	(7)	(0)	1
每股净资产	6.43	7.08	7.68	8.47	9.50	<b>经营活动现金流</b>	<b>255</b>	<b>131</b>	<b>421</b>	<b>353</b>	<b>491</b>
ROIC	19%	14%	14%	19%	25%	资本开支	0	(117)	(31)	(51)	(41)
ROE	13%	11%	9%	11%	13%	其它投资现金流	0	(768)	0	0	0
毛利率	77%	76%	73%	73%	73%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(884)</b>	<b>(31)</b>	<b>(51)</b>	<b>(41)</b>
EBIT Margin	33%	26%	23%	23%	24%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	28%	26%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	8%	3%	31%	29%	支付股利、利息	0	(50)	(45)	(59)	(77)
净利润增长率	14%	-5%	-11%	31%	31%	其它融资现金流	793	74	(1)	0	0
资产负债率	18%	20%	20%	22%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>791</b>	<b>(26)</b>	<b>(45)</b>	<b>(59)</b>	<b>(77)</b>
息率	0.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	<b>现金净变动</b>	<b>1046</b>	<b>(779)</b>	<b>345</b>	<b>243</b>	<b>374</b>
P/E	35.3	36.9	41.3	31.4	24.0	货币资金的期初余额	690	1736	957	1302	1545
P/B	4.6	4.2	3.9	3.5	3.1	货币资金的期末余额	1736	957	1302	1545	1919
EV/EBITDA	31.0	35.9	37.7	28.7	22.6	企业自由现金流	0	10	363	269	416
						权益自由现金流	0	84	372	279	427

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