

2023年11月23日

公司研究•证券研究报告

春立医疗 (688236.SH)

集采影响逐步出清，关注公司业绩拐点

投资要点

- ◆ 集采影响逐步出清，**23Q3 单季度营收增速转正**。2023Q1-3 公司实现收入 7.92 亿元 (+4%，同比增速，下同)、归母净利润 1.81 亿元 (-14%)、扣非归母净利润 1.62 亿元 (-11%)；2023Q3 单季度实现收入 2.51 亿元 (+33%)、归母净利润 0.55 亿元 (+3%)、扣非归母净利润 0.51 亿元 (+106%)。2023Q3 单季度来看，公司营收增速由负转正，主要系国家集采政策利好影响，为公司带来渗透率提升，相关产品销售数量增加所致。
- ◆ **国产关节龙头企业，集采加快进口替代**。公司深耕骨科行业多年，专注于关节、脊柱及运动医学产品的研发、生产和销售。公司骨科产品系列丰富，目前主要营收来源于关节和脊柱，2022 年关节营收占比为 87%，脊柱营收占比 10%。因国家关节和脊柱集中带量采购政策，集采价格陆续落地执行后受到渠道退换货影响，导致 2022-2023H1 公司业绩部分承压，2023Q3 单季度来看，公司营收增速由负转正。集采常态化下，公司通过内部节本增效及外部积极开拓市场、建设营销网络等措施，相关产品以价换量，使得公司营业收入维稳上升。2021 年 9 月关节国采落地，公司中标三个髋关节产品。膝关节产品虽未中标，但公司和中标的贝思达合作生产膝关节产品减小失标的影响，随着国采关节续约推进，公司产品有望中标为公司带来业绩增量。脊柱业务方面，脊柱国采于 2023Q2 起陆续落地执行，预计库存渠道补差会对公司脊柱业务收入造成影响，未来随着渠道库存清理完成，公司脊柱业务将恢复新增长。集采前国内关节、脊柱耗材以进口厂商为主，集采中标降价使得进口厂商的供应意愿和经销商渠道代理意愿下降，进而推动经销商代理国产产品，加快国产产品放量。未来随着公司膝关节产品有望续标带来业绩弹性，脊柱库存影响逐步出清，公司基本盘业务有望重回新增长。
- ◆ 布局运动医学、创伤、口腔、PRP 等赛道，多款新品获批丰富产品线。截至 2023H1，在运动医学领域，公司获得 PEEK 材料带线锚钉、一次性刨削刀头、界面螺钉、不可吸收带线锚钉、非吸收性外科缝线、带祥钛板、门型钉 7 个运动医学注册证，进一步丰富了公司运动医学产品线；创伤系列产品已有多款产品获批上市，包括接骨板、髓内钉、外固定支架、金属骨针等；在口腔领域，公司获得正畸丝、正畸托槽、正畸颊面管、隐形矫治器 4 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 2 个颌面外科注册证，标志着公司正式进入口腔领域；加强 PRP 产品的研发，公司先后获批上市富血小板血浆制备套装以及医用离心机，其中富血小板血浆制备套装是国内首家全自动富血小板血浆制备系统，医用离心机获批，标志着公司在有源设备领域的布局逐渐开始。多品类注册证的获取，进一步丰富公司的产品线，扩充了公司在医疗领域的布局，不断满足多元化的市场及临床需求，有利于进一步提高公司的市场拓展能力，增强公司的综合竞争力。
- ◆ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.75/3.66/4.82 亿元，增速分别为 -11%/33%/32%，对应 PE 分别为 39/29/22 倍。考虑到公司膝关节产品有望续标带来业绩弹性，脊柱库存影响逐步出清，公司基本盘业务有望重回新增长，同时布局新产品拓展营收增长点，有望带动公司业务恢复增长。首次覆盖，给予“买入”

公司快报

医药 | 医疗器械III

投资评级

买入-A(首次)

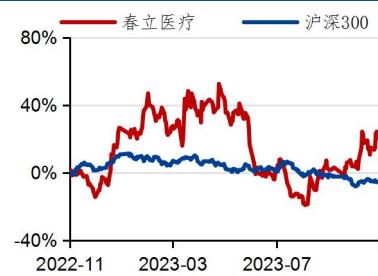
股价(2023-11-22)

27.90 元

交易数据

总市值 (百万元)	10,701.56
流通市值 (百万元)	2,169.44
总股本 (百万股)	383.57
流通股本 (百万股)	77.76
12 个月价格区间	35.60/20.19

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.93	40.73	18.32
绝对收益	10.89	35.04	12.34

分析师

赵宁达

SAC 执业证书编号: S0910523060001
zhaoningda@huajinsc.cn

相关报告



-A”评级。

◆ **风险提示:** 产品销售不及预期风险、集中带量采购风险、市场竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,108	1,202	1,285	1,603	2,049
YoY(%)	18.2	8.4	6.9	24.8	27.8
净利润(百万元)	322	308	275	366	482
YoY(%)	13.8	-4.5	-10.8	33.2	31.9
毛利率(%)	77.1	76.0	70.8	70.1	69.5
EPS(摊薄/元)	0.84	0.80	0.72	0.95	1.26
ROE(%)	13.1	11.3	9.6	11.4	13.3
P/E(倍)	33.2	34.8	39.0	29.3	22.2
P/B(倍)	4.3	3.9	3.7	3.3	3.0
净利率(%)	29.1	25.6	21.4	22.8	23.5

数据来源: 聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **关节类业务：**公司关节产品国采中标降价导致关节业务承压，随着渠道库存影响出清，同时公司膝关节产品有望续约中标带来一定业绩弹性，标外市场如单髁、半髋、翻修、肩关节等产品持续为公司贡献业绩增量，预计 2023-2025 年关节产品营收增速分别为 8%、25%、27%，毛利率分别为 72.80%、72.30%、71.80%。
- (2) **脊柱类业务：**随着 2023Q2 公司脊柱国采中标陆续落地执行，库存渠道补差预计对公司业绩造成一定影响，随着渠道库存出清，公司脊柱业务将重新恢复增长，预计 2023-2025 年脊柱产品营收增速分别为 -20%、25%、30%，毛利率分别为 52.32%、51.32%、50.32%。

综上，随着骨科集中带量采购范围持续扩大，公司主要产品关节或脊柱陆续被纳入国家集采，使得公司营收和利润部分承压。考虑到公司膝关节产品有望续标带来业绩弹性，脊柱库存影响逐步出清，公司基本盘业务有望重回新增长，同时布局新产品拓展营收增长点，有望带动公司业绩恢复增长。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为 7%、25%、28%，毛利率分别为 70.80%、70.07%、69.46%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

细分业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
关节类产品	902.35	1,039.13	1,046.39	1130.10	1412.63	1794.04
YOY	9%	15%	1%	8%	25%	27%
毛利率	73.51%	78.08%	76.80%	72.80%	72.30%	71.80%
脊柱类产品	27.73	68.10	115.86	92.69	115.86	150.62
YOY	62%	146%	70%	-20%	25%	30%
毛利率	51.81%	62.02%	72.32%	52.32%	51.32%	50.32%
运动医学			36.77	58.83	70.60	98.84
YOY				60%	20%	40%
毛利率			65.18%	65.18%	60.18%	59.88%
其他业务收入	7.61	0.91	2.58	3.10	4.02	5.31
YOY	-30%	-88%	184%	20%	30%	32%
毛利率	41.01%	98.73%	84.97%	61.97%	60.97%	59.97%
营业总收入	937.69	1108.14	1201.60	1284.72	1603.11	2048.80
YOY	10%	18%	8%	7%	25%	28%
毛利率	72.60%	77.11%	76.03%	70.80%	70.07%	69.46%

资料来源：Wind，华金证券研究所

2. 可比公司估值

公司主营业务系医用高值耗材的生产、研发与销售，主要产品包括骨科脊柱类植入耗材、关节类植入耗材、运动医学及口腔种植类植入耗材等，因此选取主营业务相似的骨科领域相关上市公司威高骨科、大博医疗及三友医疗进行估值对比。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688161.SH	威高骨科	41.93	1.36	1.52	1.87	2.32	38	28	22	18
002901.SZ	大博医疗	36.73	0.22	0.45	0.99	1.42	154	81	37	26
688085.SH	三友医疗	21.87	0.84	0.56	0.69	0.89	33	39	32	25
平均值							75	49	30	23
688236.SH	春立医疗	27.90	0.80	0.72	0.95	1.26	35	39	29	22

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自Wind一致预期，截止日期2023年11月22日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2448	2779	2773	3437	3689	营业收入	1108	1202	1285	1603	2049
现金	1736	957	1100	1019	1234	营业成本	254	288	375	480	626
应收票据及应收账款	528	767	617	1111	1098	营业税金及附加	9	13	12	15	20
预付账款	8	13	14	18	20	营业费用	342	391	391	454	551
存货	160	260	226	426	417	管理费用	31	39	39	56	72
其他流动资产	16	782	817	864	920	研发费用	105	162	180	208	262
非流动资产	552	631	647	726	840	财务费用	-10	-20	-18	-16	-13
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-27	-30	-30	-30	-30
固定资产	111	278	305	363	440	公允价值变动收益	0	9	2	3	4
无形资产	132	138	161	172	186	投资净收益	0	7	5	5	5
其他非流动资产	309	214	181	191	214	营业利润	368	329	300	400	527
资产总计	3000	3410	3420	4163	4529	营业外收入	0	10	3	4	4
流动负债	440	596	455	874	810	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	367	337	302	402	530
应付票据及应付账款	142	238	50	367	215	所得税	45	29	27	36	48
其他流动负债	297	358	405	507	595	税后利润	322	308	275	366	482
非流动负债	91	94	91	92	92	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	322	308	275	366	482
其他非流动负债	91	94	91	92	92	EBITDA	332	336	300	405	540
负债合计	531	690	546	966	903						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	384	384	384	384	384						
资本公积	1051	1051	1051	1051	1051						
留存收益	1034	1291	1528	1832	2211						
归属母公司股东权益	2469	2720	2874	3197	3626						
负债和股东权益	3000	3410	3420	4163	4529						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	165	41	321	100	454						
净利润	322	308	275	366	482						
折旧摊销	17	28	29	35	43						
财务费用	-10	-20	-18	-16	-13						
投资损失	0	-7	-5	-5	-5						
营运资金变动	-196	-295	41	-276	-50						
其他经营现金流	31	27	-0	-4	-4						
投资活动现金流	-190	-763	-75	-154	-199						
筹资活动现金流	1074	-59	-103	-27	-40						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.80	0.72	0.95	1.26	P/E	33.2	34.8	39.0	29.3	22.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.11	0.84	0.26	1.18	P/B	4.3	3.9	3.7	3.3	3.0
每股净资产(最新摊薄)	6.44	7.09	7.49	8.34	9.45	EV/EBITDA	27.3	27.0	29.7	22.1	16.1
主要财务比率											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
成长能力											
营业收入(%)	18.2	8.4	6.9	24.8	27.8						
营业利润(%)	11.4	-10.5	-8.8	33.2	32.0						
归属于母公司净利润(%)	13.8	-4.5	-10.8	33.2	31.9						
获利能力											
毛利率(%)	77.1	76.0	70.8	70.1	69.5						
净利率(%)	29.1	25.6	21.4	22.8	23.5						
ROE(%)	13.1	11.3	9.6	11.4	13.3						
ROIC(%)	10.8	10.0	8.3	10.3	12.2						
偿债能力											
资产负债率(%)	17.7	20.2	16.0	23.2	19.9						
流动比率	5.6	4.7	6.1	3.9	4.6						
速动比率	5.2	4.2	5.5	3.4	4.0						
营运能力											
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5						
应收账款周转率	2.5	1.9	1.9	1.9	1.9						
应付账款周转率	2.2	1.5	2.6	2.3	2.2						
估值比率											
P/E	33.2	34.8	39.0	29.3	22.2						
P/B	4.3	3.9	3.7	3.3	3.0						
EV/EBITDA	27.3	27.0	29.7	22.1	16.1						

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn