

2023 年 12 月 16 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

集采影响逐步出清，业绩有望迎来拐点

—春立医疗（688236.SH）公司动态研究报告

买入（维持）

投资要点

分析师：俞家宁 S1050523070002

yu.jn@cfsc.com.cn

分析师：胡博新 S1050522120002

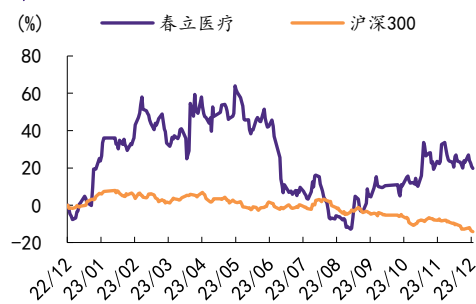
hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2023-12-15

当前股价（元）	26.97
总市值（亿元）	103
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）	39.43

市场表现



相关研究

- 1、《春立医疗（688236）：集采影响逐步消化，市场拓展能力稳步提高》2023-09-30

业绩逐步回暖，集采影响有望逐步出清

2023 年前三季度，公司实现营收 7.92 亿元，同比增长 4.24%；扣非归母净利润 1.62 亿元，同比下降 10.94%。受益于集采背景下渗透率的持续提升，公司产品销量显著增长。第三季度，公司实现营收 2.51 亿元，同比增长 33.34%；扣非归母净利润 0.51 亿元，同比提升 106.11%；经营性现金流为 0.53 亿元，同比增长 924.95%。费用端，公司前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 29.51%/3.65%/-1.08%，保持稳定水平。

产品布局加快丰富，长期增长动力强劲

公司立足骨科耗材优势领域，持续增强研发投入力度，拓展高端医疗耗材布局。2023 年前三季度，公司研发投入 1.15 亿元，同比增长 9.26%；研发费用率达 14.49%，较年初增长 0.98pct。2023 年 1 月 1 日至 7 月 27 日期间，公司产品储备加快丰富，新增 29 款产品的医疗器械注册证或备案凭证，其中，包括膝关节骨水泥定型模具等 3 项关节产品注册证、增材制造椎间融合器等 4 项脊柱产品注册证、半月板修复系统等 2 项运动医学注册证、骨科定位器等 6 项运动医学备案证和 3D 打印颌面截骨导板等 5 项齿科注册证。目前，公司业务已涵盖关节、脊柱、运动医学、齿科、PRP 等多个板块，有望持续贡献业绩边际增量。

运动医学前景广阔，集采落地有望加速国产替代

自 2019 年公司开始正式进入运动医学领域以来，公司运动医学产品线日益齐备，拥有半月板修复系统、关节镜入路套管、PEEK 材料带线锚钉等多项运动医学注册证，目前已基本完成运动医学领域布局。运动医学领域前景广阔，而国内运动医学处于发展初期，随着 2023 年 9 月《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）》的发布，运动医学的国采正式启动，有望加速运动医学领域国产替代进程。公司作为国内骨科龙头企业，有望受益政策落地，实现运动医学产品快速放量。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 12.58、15.96、20.27 亿元，EPS 分别为 0.72、0.96、1.23 元，当前股价对应 PE 分别为 37.3、28.1、21.9 倍，公司为骨科领域龙头企业，产品质量突出、创新力强，看好集采政策常态化执行下公司的市占率提升与新品放量，维持“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、产品价格进一步下降风险、市场竞争加剧、原材料成本上升、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	1,258	1,596	2,027
增长率（%）	8.4%	4.7%	26.9%	27.0%
归母净利润（百万元）	308	278	368	473
增长率（%）	-4.5%	-9.8%	32.5%	28.5%
摊薄每股收益（元）	0.80	0.72	0.96	1.23
ROE（%）	11.3%	9.4%	11.3%	12.9%

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
流动资产：				
现金及现金等价物	957	1,175	1,309	1,474
应收款	768	804	1,020	1,295
存货	260	337	415	527
其他流动资产	794	795	803	812
流动资产合计	2,779	3,112	3,547	4,109
非流动资产：				
金融类资产	768	768	768	768
固定资产	278	371	391	382
在建工程	185	74	30	12
无形资产	138	131	124	118
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	29	29	29	29
非流动资产合计	631	605	574	541
资产总计	3,410	3,717	4,121	4,650
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	238	308	380	483
其他流动负债	272	272	272	272
流动负债合计	596	670	766	900
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	94	94	94	94
非流动负债合计	94	94	94	94
负债合计	690	765	860	994
所有者权益				
股本	384	384	384	384
股东权益	2,720	2,952	3,260	3,656
负债和所有者权益	3,410	3,717	4,121	4,650

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	308	278	368	473
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	28	25	31	32
公允价值变动	9	9	9	9
营运资金变动	-304	-40	-206	-263
经营活动现金净流量	41	273	202	251
投资活动现金净流量	-763	19	25	26
筹资活动现金净流量	940	-45	-60	-77
现金流量净额	218	246	167	200

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,202	1,258	1,596	2,027
营业成本	288	360	443	562
营业税金及附加	13	14	18	22
销售费用	391	403	503	628
管理费用	39	42	51	63
财务费用	-20	-33	-37	-41
研发费用	162	179	225	284
费用合计	572	590	742	934
资产减值损失	-13	-13	-13	-13
公允价值变动	9	9	9	9
投资收益	7	7	7	7
营业利润	329	296	395	509
加：营业外收入	10	10	10	10
减：营业外支出	2	2	2	2
利润总额	337	304	403	517
所得税费用	29	26	35	45
净利润	308	278	368	473
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	308	278	368	473

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	8.4%	4.7%	26.9%	27.0%
归母净利润增长率	-4.5%	-9.8%	32.5%	28.5%
盈利能力				
毛利率	76.0%	71.4%	72.3%	72.3%
四项费用/营收	47.6%	46.9%	46.5%	46.1%
净利率	25.6%	22.1%	23.0%	23.3%
ROE	11.3%	9.4%	11.3%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	20.2%	20.6%	20.9%	21.4%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
存货周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.80	0.72	0.96	1.23
P/E	33.7	37.3	28.1	21.9
P/S	8.6	8.2	6.5	5.1
P/B	3.8	3.5	3.2	2.8

■ 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。

■ 免责条款

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。