

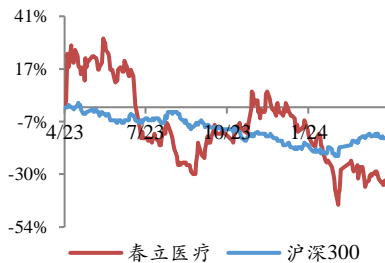
2023 年业绩短期承压，海外市场增长亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-01

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 18.84 |
| 近12个月最高/最低(元) | 38.10/14.73 |
| 总股本(百万股) | 384 |
| 流通股本(百万股) | 174 |
| 流通股比例(%) | 45 |
| 总市值(亿元) | 72 |
| 流通市值(亿元) | 15 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 国产关节龙头，集采出清后重回增长轨道 2023-11-10

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营业收入 12.1 亿元 (yoy+0.6%)，归母净利润 2.8 亿元 (yoy-9.7%)，扣非归母净利润 2.5 亿元 (yoy-8.3%)。销售毛利率 72.5% (-3.55pp)，销售净利率 23% (-2.6pp)。

2023 年第四季度实现营业收入 4.2 亿元 (yoy-5.7%)，实现归母净利润 0.97 亿元 (yoy-0.83%)，实现扣非归母净利润 0.92 亿元 (yoy-0.23%)。2023Q4 销售毛利率 75.92%，净利率 23.38%。

✓ 点评：

● 关节：2023 年销量增长 3%，收入增长 5%，2024 年公司膝关节有望进入关节国采续标名单

2023 年公司关节假体类产品实现收入 11.01 亿元，同比增长 5.26%，销售毛利率约为 73.70%，较 2022 年的 76.80% 下滑约 3.1 个百分点。2023 年公司关节假体销量约 113 万件，较 2022 年增长约 3%，从公司核心关节品类看，由于 2023 年下半年医疗合规政策的影响，预计髌关节 2023 年销量基本与 2022 年持平，膝关节 2023 年销量仍保持双位数增速增长。

展望 2024 年，关节行业集采正在进行，集采 1 号文件规则设置相对温和，公司膝关节有望进入关节国采续标名单，市场份额有望回到其集采前水平。同时，医疗行业合规要求提升，时间持续已经接近 1 年，预计后续也会呈现常态化，对行业内医生的临床行为影响冲击逐渐结束，我们预计 2024 年下半年终端手术量、植入量均较 2023 年同期有较高增长。

公司在关节领域深耕多年，竞争优势突出，解决方案丰富。公司关节业务已经覆盖髌、膝、肩、肘四大人体关节，同时拥有 PRP、3D 打印植入物、VE 植入物、半肩、全肩、反肩、肘关节、桡骨小头、肿瘤关节、双动全髌、单髌、翻修髌膝系列、个性化定制、黑晶球头、趾关节、截骨导板等产品的企业，并且上述产品均已在阳光采购平台挂网。除此之外，公司布局关节机器人领域，研发了全膝置换导航机器人设备“长江 INS”智能机器人系统。其次，公司在生产供应链方面，也在打造自给自足的上游产业链，涵盖锻造、铸造和涂层等领域，预计在 2024 年实现 100% 的自给自足，以此来持续降低生产成本。

● 海外市场：2023 年海外市场实现收入 1.98 亿元 (yoy+ 81.7%)，2024 年预计高速增长持续

随着国家带量采购的落地执行，公司加速了国际化的进程，海外市

场快速增长, 2023 年收入同比增长约 81.73%, 海外收入占公司营收比例也提升至 16.41%。

2023 年公司陆续取得了多个国家的注册证, 同时公司髌、膝、脊柱三个系列的产品均顺利通过 CE 年度体系审核和监督审核。公司已在全球 50 多个国家和地区建立了广泛的销售网络, 关节产品出口量及销售额连续多年位列国产第一。

● **投资建议**

我们增加了对公司 2026 年的盈利预测, 预计 2024-2026 年公司收入分别为 15.05 亿元、18.70 亿元和 22.86 亿元, 收入增速分别为 24.6%、24.2%和 22.2%, 2024-2026 年归母净利润分别实现 3.44 亿元、4.42 亿元和 5.37 亿元, 增速分别为 23.8%、28.5%和 21.5%, 2024-2026 年 EPS 预计分别为 0.90 元、1.15 元和 1.40 元, 对应 2024-2026 年的 PE 分别为 21x、16x 和 13x, 维持“买入”评级。

● **风险提示**

- 公司手术量增长不及预期风险。
- 公司行业竞争格局恶化风险。
- 公司非集采产品拓展不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1209 | 1505 | 1870 | 2286 |
| 收入同比 (%) | 0.6% | 24.6% | 24.2% | 22.2% |
| 归属母公司净利润 | 278 | 344 | 442 | 537 |
| 净利润同比 (%) | -9.7% | 23.8% | 28.5% | 21.5% |
| 毛利率 (%) | 72.5% | 71.5% | 71.4% | 71.2% |
| ROE (%) | 9.7% | 10.7% | 12.1% | 12.8% |
| 每股收益 (元) | 0.72 | 0.90 | 1.15 | 1.40 |
| P/E | 36.53 | 21.01 | 16.35 | 13.46 |
| P/B | 3.51 | 2.24 | 1.97 | 1.72 |
| EV/EBITDA | 29.18 | 14.01 | 10.37 | 7.96 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 3005 | 3495 | 4123 | 4878 | 营业收入 | 1209 | 1505 | 1870 | 2286 |
| 现金 | 1266 | 1437 | 1803 | 2213 | 营业成本 | 333 | 429 | 536 | 659 |
| 应收账款 | 406 | 541 | 658 | 810 | 营业税金及附加 | 11 | 14 | 17 | 21 |
| 其他应收款 | 0 | 1 | 1 | 1 | 销售费用 | 383 | 467 | 561 | 686 |
| 预付账款 | 11 | 16 | 19 | 23 | 管理费用 | 44 | 56 | 67 | 82 |
| 存货 | 434 | 503 | 652 | 791 | 财务费用 | -17 | -19 | -22 | -27 |
| 其他流动资产 | 887 | 998 | 991 | 1039 | 资产减值损失 | -21 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 644 | 656 | 657 | 652 | 公允价值变动收益 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 313 | 370 | 409 | 445 | 营业利润 | 306 | 379 | 487 | 591 |
| 无形资产 | 136 | 137 | 137 | 137 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 195 | 149 | 111 | 70 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3650 | 4151 | 4780 | 5529 | 利润总额 | 306 | 379 | 487 | 591 |
| 流动负债 | 677 | 834 | 1021 | 1234 | 所得税 | 28 | 35 | 45 | 54 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 278 | 344 | 442 | 537 |
| 应付账款 | 226 | 312 | 381 | 472 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 451 | 522 | 641 | 762 | 归属母公司净利润 | 278 | 344 | 442 | 537 |
| 非流动负债 | 94 | 94 | 94 | 94 | EBITDA | 302 | 413 | 523 | 630 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.72 | 0.90 | 1.15 | 1.40 |
| 其他非流动负债 | 94 | 94 | 94 | 94 | | | | | |
| 负债合计 | 770 | 928 | 1115 | 1327 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 2 | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 股本 | 384 | 384 | 384 | 384 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 1045 | 1045 | 1045 | 1045 | 营业收入 | 0.6% | 24.6% | 24.2% | 22.2% |
| 留存收益 | 1449 | 1793 | 2235 | 2772 | 营业利润 | -7.0% | 23.8% | 28.5% | 21.5% |
| 归属母公司股东权 | 2877 | 3221 | 3663 | 4200 | 归属于母公司净利 | -9.7% | 23.8% | 28.5% | 21.5% |
| 负债和股东权益 | 3650 | 4151 | 4780 | 5529 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 72.5% | 71.5% | 71.4% | 71.2% |
| | | | | | 净利率 (%) | 23.0% | 22.8% | 23.6% | 23.5% |
| | | | | | ROE (%) | 9.7% | 10.7% | 12.1% | 12.8% |
| | | | | | ROIC (%) | 8.4% | 10.1% | 11.5% | 12.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 21.1% | 22.4% | 23.3% | 24.0% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 26.8% | 28.8% | 30.4% | 31.6% |
| | | | | | 流动比率 | 4.44 | 4.19 | 4.04 | 3.95 |
| | | | | | 速动比率 | 3.75 | 3.54 | 3.36 | 3.28 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.34 | 0.39 | 0.42 | 0.44 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 2.70 | 3.18 | 3.12 | 3.12 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 1.44 | 1.60 | 1.55 | 1.55 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.72 | 0.90 | 1.15 | 1.40 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 1.33 | 0.62 | 1.11 | 1.23 |
| | | | | | 每股净资产 | 7.50 | 8.40 | 9.55 | 10.95 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 36.53 | 21.01 | 16.35 | 13.46 |
| | | | | | P/B | 3.51 | 2.24 | 1.97 | 1.72 |
| | | | | | EV/EBITDA | 29.18 | 14.01 | 10.37 | 7.96 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李婵, 医药行业研究员, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。