

春立医疗 (688236.SH)

现金流同比大幅改善, 境外收入同比增长 82%

买入

核心观点

业绩部分受集采影响, 海外业务收入大幅增长。2023 年实现营收 12.09 亿 (+0.6%), 归母净利润 2.78 亿 (-9.7%), 扣非归母净利润 2.54 亿 (-8.3%)。其中单四季度实现营收 4.16 亿 (-5.7%), 归母净利润 0.97 亿 (-0.8%)。公司业绩下滑部分受“带量采购”影响, 脊柱国家集采于 2023 年第一季度起陆续执行, 相关产品售价下降, 且第三、四季度业务部分受到行业整顿的阶段性影响。2023 年关节假体类产品收入 11.01 亿 (+5.2%), 毛利率 73.7% (-3.1pp); 其他类收入 1.07 亿 (-30.0%), 毛利率 60.2% (-10.4pp)。2023 年公司境外销售收入 1.98 亿, 同比增长 81.73%, 收入占比快速提升至 16.4%, 毛利率维持在 64%左右。

毛净利率略有下滑, 现金流同比大幅改善。2023 年公司毛利率为 72.5% (-3.6pp)。销售费用率 31.7% (-0.9pp), 主要由于市场开拓费下降所致; 管理费用率 3.7% (+0.5pp), 主要由于人员数量及租赁及物业费增加所致; 研发费用率 13.0% (-0.5pp), 主要由于公司对研发管理进行优化, 提高研发效率和成果质量所致; 财务费用率-1.4% (+0.3pp)。2023 年公司净利率为 23.0% (-2.6pp)。2023 年公司加大应收账款回款力度, 优化账期管理, 经营性现金流量净额为 5.12 亿元, 同比大幅改善, 与归母净利润的比值达到 169%。截至 2023 年底, 公司货币资金账面余额为 12.66 亿。

高强度研发投入, 产品管线不断丰富。2023 年研发投入 1.57 亿, 同比略降 3.02%, 维持高强度投入。公司在 3D 打印人工关节假体领域取得突破, 维他命 E 高交联聚乙烯髌、膝产品于国内首家获批, 不断丰富关节产品线品类。脊柱领域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等注册证。此外, 公司在运动医学、口腔、有源设备领域均在积极布局, 增强综合竞争力。

投资建议: 考虑宏观环境以及集采执行的影响, 下调 2024-25 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-26 归母净利润分别为 3.24/4.16/5.28 亿 (2024-25 年原为 4.09/5.13 亿), 同比增长 16.6%/28.3%/27.1%; EPS 为 0.84/1.08/1.38 元, 当前股价对应 PE 24/19/15 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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,202	1,209	1,488	1,879	2,332
(+/-%)	8.4%	0.6%	23.1%	26.2%	24.1%
净利润(百万元)	308	278	324	416	528
(+/-%)	-4.5%	-9.7%	16.6%	28.3%	27.1%
每股收益(元)	0.80	0.72	0.84	1.08	1.38
EBIT Margin	25.6%	23.2%	22.4%	23.1%	24.0%
净资产收益率 (ROE)	11.3%	9.7%	10.6%	12.6%	14.7%
市盈率 (PE)	25.7	28.4	24.4	19.0	14.9
EV/EBITDA	25.6	27.7	23.2	18.5	15.0
市净率 (PB)	2.91	2.74	2.58	2.39	2.19

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: 张佳博 021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

证券分析师: 张超 0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
S0980522080001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.58 元
总市值/流通市值	7894/3590 百万元
52 周最高价/最低价	38.41/14.73 元
近 3 个月日均成交额	36.08 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) - 单三季度营收增长 33%, 持续巩固关节龙头地位》——2023-11-03
- 《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

业绩部分受集采影响，2023 年归母净利润下滑 9.7%。2023 年实现营收 12.09 亿（+0.6%），归母净利润 2.78 亿（-9.7%），扣非归母净利润 2.54 亿（-8.3%）。其中单四季度实现营收 4.16 亿（-5.7%），归母净利润 0.97 亿（-0.8%）。公司业绩下滑部分受“带量采购”影响，脊柱国家集采于 2023 年第一季度起陆续执行，相关产品售价下降，且第三、四季度业务部分受到行业整顿的阶段性影响。公司积极拓宽营销推广渠道，加大产品营销力度，重视新材料、新产品、新技术、新工艺的研发，持续加大研发投入和完善产品线，提升市场竞争力。

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

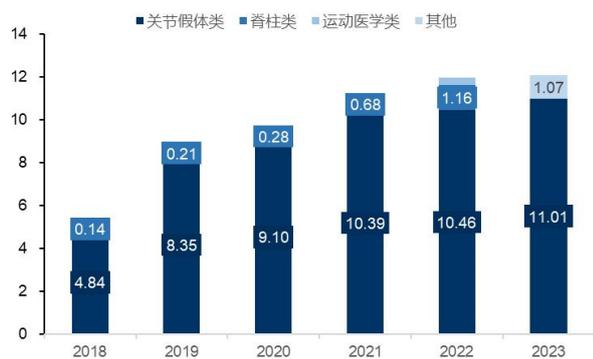
图4：春立医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

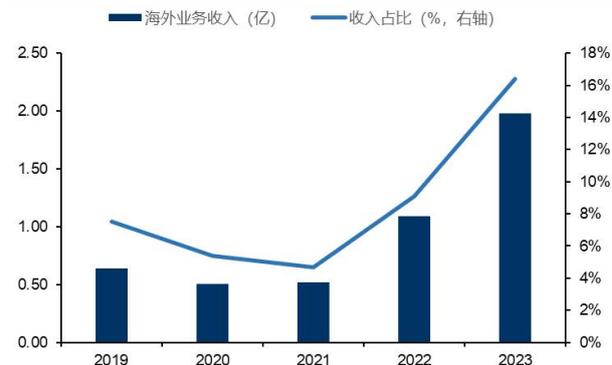
关节类产品成长性略有承压，海外业务收入大幅增长。2023 年关节假体类产品收入 11.01 亿（+5.2%），毛利率 73.7%（-3.1pp）；其他类收入 1.07 亿（-30.0%），毛利率 60.2%（-10.4pp）。2023 年公司境外销售收入 1.98 亿，同比增长 81.73%，收入占比快速提升至 16.4%，毛利率维持在 64%左右。公司 2023 年取得了多个国家的产品注册证，髌、膝、脊柱三个系列产品均顺利通过 CE 年度体系审核和监督审核。

图5: 春立医疗各产品系列的收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

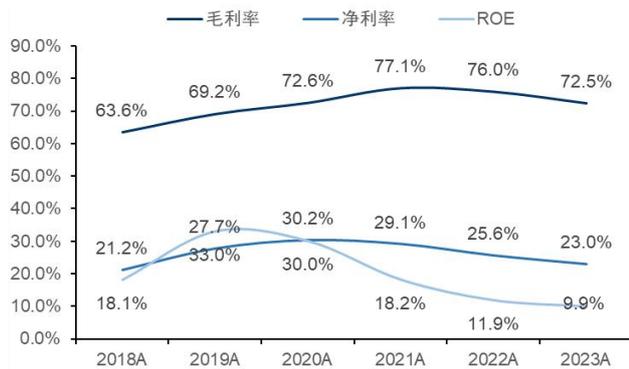
图6: 春立医疗海外收入情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

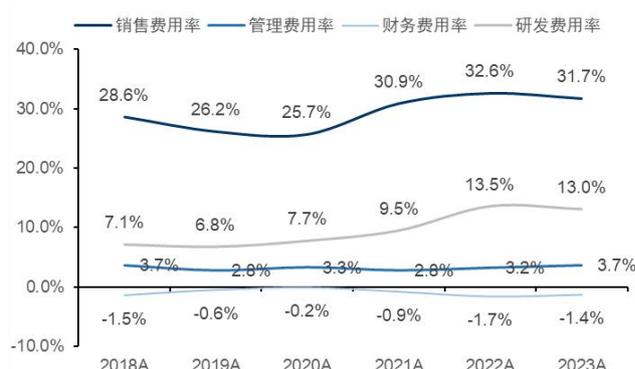
毛净利率略有下滑, 销售及研发费用率稳中有降。2023 年公司毛利率为 72.5% (-3.6pp)。销售费用率 31.7% (-0.9pp), 主要由于市场开拓费下降所致; 管理费用率 3.7% (+0.5pp), 主要由于人员数量及租赁及物业费增加所致; 研发费用率 13.0% (-0.5pp), 主要由于公司对研发管理进行优化, 提高研发效率和成果质量所致; 财务费用率-1.4% (+0.3pp)。2023 年公司净利率为 23.0% (-2.6pp)。

图7: 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8: 春立医疗三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流表现大幅好转。2023 年经营性现金流量净额为 5.12 亿元，同比大幅改善，与归母净利润的比值达到 169%，公司加大应收账款回款力度，优化账期管理。截至 2023 年底，公司货币资金账面余额为 12.66 亿。

图9: 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

高强度研发投入, 产品管线不断丰富。2023 年研发投入 1.57 亿, 同比略降 3.02%, 维持高强度投入。公司在 3D 打印人工关节假体领域取得突破, 维他命 E 高交联聚乙烯髌、膝产品于国内首家获批, 不断丰富关节产品线品类。脊柱领域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等注册证。此外, 公司在运动医学、口腔、有源设备领域均在积极布局, 增强综合竞争力。

表1: 春立医疗在研项目情况 (万元, 截止 2023 年年报)

序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标
1	髌关节系列产品研发	8146	1854	10697	改进类: 改进后临床试用阶段。 新产品注册类: 送检阶段、注册阶段、发补补正阶段、新产品备货阶段	开发创新摩擦界面材料、骨小梁结构, 提高骨长入效果和延长假体使用寿命
2	膝关节系列产品研发	6646	1384	8622	改进类: 小批量试生产阶段、改进后临床试用阶段。 新产品注册类: 送检阶段、注册阶段、发补补正阶段	开发创新单髁膝关节假体结构, 以减少对神经的损伤; 开发髌股关节假体结构, 其保留了股关节、半月板、交叉韧带等绝大部分膝关节生理结构, 最大程度保全了膝关节自身动力学机制。开发维他命 E 超高分子量聚乙烯材料平台垫, 增加假体耐磨性, 提高假体使用寿命。
3	钽技术系列产品研发	945	345	1886	新产品注册类: 注册阶段、发补补正阶段	创新研发生物相容性更好的骨科植入物, 延长假体使用寿命
4	肩肘踝关节系列产品研发	1075	574	2279	肩关节假体: 设计、改进阶段、送检阶段; 肘关节假体: 设计、改进阶段; 踝关节假体: 送检阶段	创新研发肩肘踝关节假体技术, 更接近人体骨骼结构, 延长假体使用寿命, 提升稳定性及术后恢复速度
5	创伤系列产品研发	930	703	3000	创伤截骨产品: 设计阶段; 创伤髓内固定产品: 送检阶段; 创伤金属骨钉: 注册阶段; 创伤锁定钢板: 送检阶段; 创伤外固定: 注册阶段	研发用于骨折、肢体畸形矫正、骨延长矫正、短肢畸形及关节畸形矫正的产品
6	运动医学系列产品研发	1644	1817	4583	运动医学产品研发: 改进阶段、注册阶段、上市阶段; 人工韧带: 取得注册证上市阶段; 运动医学工具研发: GMP 审查取得注册证阶段、小批量生产; 螺钉系统产品研发: 取得注册证产品上市阶段	研发带线锚钉、界面螺钉、损伤修复等运动医学系列产品, 提升产品竞争力
7	定制个性化假体系列产品研发	2415	1397	5648	定制个性化骨盆、踝: 临床阶段; 定制个性化髌、膝: 送检阶段、注册阶段	创新研发个性化假体, 满足临床手术需求
8	脊柱系列产品研	3112	1590	6129	颈椎后路钉板固定系统 (定制) 产品: 临床阶段;	创新研发全品种脊柱类植入产品, 满足不同临床

发					脊柱弹性固定系统：检测阶段； 骨水泥脊柱钉产品：批量生产阶段； 枕颈胸椎板棒固定系统产品：检测阶段	床患者需求
9	齿科系列产品研发	642	1324	3631	设计、送检阶段	设计多孔钽定制个性化牙种植体产品并完成生产转换
10	新型生物医用材料系列产品研发	1020	1630	4696	创新研发生物可降解医用镁合金、锌合金材料产品：设计阶段； 富血小板血浆制备系统：注册阶段	创新研发生物可降解医用镁合金、锌合金材料产品。完成使用部位内固定需求后，可实现产品完全降解并被安全吸收或排泄。
11	手术机器人研发	1205	1708	4899	注册阶段	与公司的关节假体产品相结合，提升产品匹配性

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑宏观环境以及集采执行的影响，下调 2024-25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-26 归母净利润分别为 3.24/4.16/5.28 亿（2024-25 年原为 4.09/5.13 亿），同比增长 16.6%/28.3%/27.1%；EPS 为 0.84/1.08/1.38 元，当前股价对应 PE 24/19/15 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。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/4/9	总市值 亿元/港币	EPS				PE			ROE (摊薄) (23A)	PEG (24E)	投资评级	
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E				
688236	春立医疗	20.58	68	0.72	0.84	1.08	1.38	28.4	24.4	19.0	14.9	10%	0.9	买入
688161	威高骨科	25.80	103	0.28	0.62	0.82	0.98	91.9	41.4	31.4	26.4	3%	1.7	增持
002901	大博医疗	32.47	134	0.14	1.14	1.57	-	228.0	28.5	20.7	-	2%	0.8	无
688085	三友医疗	17.07	42	0.37	0.65	0.84	-	46.5	26.3	20.4	-	5%	0.9	无
1789.HK	爱康医疗	5.41	61	0.16	0.24	0.31	0.39	30.8	21.1	16.1	12.7	8%	0.7	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，除爱康医疗、春立医疗外，其余为 Wind 一致预测，三友医疗已披露 2023 年业绩快报

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	957	1266	1276	1460	1734	营业收入	1202	1209	1488	1879	2332
应收款项	768	442	612	772	958	营业成本	288	333	434	548	678
存货净额	260	434	562	684	804	营业税金及附加	13	11	15	19	23
其他流动资产	26	30	32	43	54	销售费用	391	383	461	575	700
流动资产合计	2779	3005	3314	3791	4382	管理费用	39	44	56	67	80
固定资产	463	463	442	431	408	研发费用	162	157	193	240	296
无形资产及其他	138	136	132	127	123	财务费用	(20)	(17)	(15)	(15)	(14)
投资性房地产	29	45	45	45	45	投资收益	7	12	25	25	25
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	23	30	(15)	(15)	(15)
资产总计	3410	3650	3933	4394	4957	其他收入	(191)	(190)	(188)	(235)	(291)
短期借款及交易性金融负债	1	1	0	0	0	营业利润	329	306	358	460	584
应付款项	238	226	281	356	446	营业外净收支	8	(0)	(1)	(1)	(0)
其他流动负债	357	450	491	636	804	利润总额	337	306	357	459	584
流动负债合计	596	677	772	993	1251	所得税费用	29	28	33	44	55
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	94	94	98	103	108	归属于母公司净利润	308	278	324	416	528
长期负债合计	94	94	98	103	108	现金流量表 (百万元)					
负债合计	690	770	869	1095	1358	净利润	308	278	324	416	528
少数股东权益	0	2	2	2	2	资产减值准备	3	7	7	(0)	(1)
股东权益	2720	2877	3061	3297	3598	折旧摊销	28	33	44	52	55
负债和股东权益总计	3410	3650	3933	4394	4957	公允价值变动损失	(23)	(30)	15	15	15
关键财务与估值指标						财务费用	(20)	(17)	(15)	(15)	(14)
每股收益	0.80	0.72	0.84	1.08	1.38	营运资本变动	(182)	218	(192)	(68)	(55)
每股红利	0.13	0.31	0.36	0.47	0.60	其它	(3)	(7)	(7)	0	1
每股净资产	7.08	7.50	7.98	8.60	9.38	经营活动现金流	131	499	191	415	544
ROIC	14%	14%	16%	21%	27%	资本开支	0	(60)	(41)	(51)	(41)
ROE	11%	10%	11%	13%	15%	其它投资现金流	(768)	(64)	0	0	0
毛利率	76%	72%	71%	71%	71%	投资活动现金流	(768)	(124)	(41)	(51)	(41)
EBIT Margin	26%	23%	22%	23%	24%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	25%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	8%	1%	23%	26%	24%	支付股利、利息	(50)	(120)	(140)	(180)	(228)
净利润增长率	-5%	-10%	17%	28%	27%	其它融资现金流	(44)	174	(1)	0	0
资产负债率	20%	21%	22%	25%	27%	融资活动现金流	(142)	(66)	(141)	(180)	(228)
息率	0.6%	1.5%	1.8%	2.3%	2.9%	现金净变动	(779)	309	9	184	274
P/E	25.7	28.4	24.4	19.0	14.9	货币资金的期初余额	1736	957	1266	1276	1460
P/B	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	957	1266	1276	1460	1734
EV/EBITDA	25.6	27.7	23.2	18.5	15.0	企业自由现金流	127	446	114	327	466
						权益自由现金流	83	620	126	340	479

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提及的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