

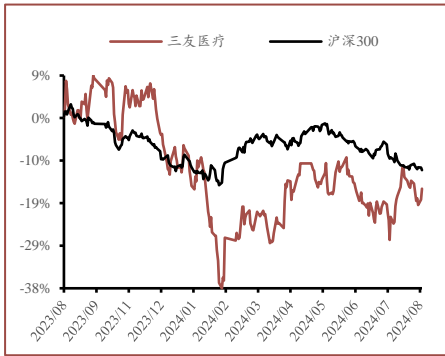
## 脊柱集采影响逐步减弱，国际化拓展顺利

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-08-27</b>
收盘价(元)	17.56
流通股本(亿股)	2.48
每股净资产(元)	7.66
总股本(亿股)	2.48

最近 12 月市场表现



分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001  
zhangwenlu@ctsec.com

分析师 赵则芬

SAC 证书编号: S0160524040003  
zhaozf@ctsec.com

### 相关报告

- 《脊柱集采短期影响业绩，长期市占率有望提升》 2023-08-28
- 《脊柱业务稳步增长，运动医学取得进展》 2023-04-25

### 核心观点

- ❖ **事件:** 2024 年上半年，公司实现收入 2.12 亿元，同比下滑 24.86%；实现归母净利润 167.61 万元，同比下滑 97.34%。
- ❖ **脊柱集采降价影响公司业绩:** 2024 年上半年国家脊柱高值耗材带量采购和创伤联盟采购已基本在各个省市落地实施，较 2023 年上半年（2023 年 4 月份开始脊柱高值耗材带量采购在国内各省市陆续落地实施）相比收入端略有下滑。利润下滑主要由于公司脊柱产品集采降价；控股子公司水木天蓬的研发人员 2024 年 4 月的股权激励一次性确认股份支付费用金额 723.85 万元；控股孙公司 Implanet 于 2024 年 2 月纳入公司合并范围，Implanet 公司尚未实现盈利且公司国际业务刚起步，其经营亏损对公司的归母净利润的影响为-872.06 万元。
- ❖ **水木天蓬销量稳健增长，Implanet 助力国际化拓张:** 2024 年上半年，水木天蓬整体发货量同比增长超 100%，实现营收 4,488.78 万元，同比增长 21.45%；其中，耗材收入 3,364.80 万元，同比增长 60.40%，营收比重超 50%。超声骨刀在欧洲、美国及拉美等国际市场的销售取得突破性进展，在法国、希腊、意大利、瑞士和美国等地持续销售的基础上，新增荷兰、西班牙和澳大利亚的临床销售。2024 年上半年，公司完成对法国骨科上市公司 Implanet 公司的收购，对 Implanet 公司的持股占比达 74.56%，自 2024 年 2 月 1 日开始，Implanet 纳入公司合并报表范围内。目前 Implanet 公司 JAZZ Spinal System 脊柱系统已获得美国 FDA510 (K) 的认证通过，进一步补充国际产品线。
- ❖ **投资建议:** 脊柱集采影响逐步减弱，国际化拓展顺利。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 5.43/6.89/9.25 亿元，归母净利润 1.19/1.56/2.15 亿元。对应 PE 分别为 35.53/27.11/19.74 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 核心技术人才流失的风险；研发进展不及预期；脊柱集采续标降价超预期

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	649	460	543	689	925
收入增长率(%)	9.40	-29.08	18.00	26.77	34.36
归母净利润(百万元)	191	96	119	156	215
净利润增长率(%)	2.39	-49.91	24.81	31.03	37.37
EPS(元/股)	0.77	0.38	0.48	0.63	0.86
PE	36.04	51.32	35.53	27.11	19.74
ROE(%)	10.37	4.99	5.90	7.27	9.21
PB	3.41	2.53	2.10	1.97	1.82

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 27 日收盘价计算)

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>649.15</b>	<b>460.39</b>	<b>543.26</b>	<b>688.71</b>	<b>925.32</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	63.77	92.30	122.78	159.78	216.52	营业收入增长率	9.4%	-29.1%	18.0%	26.8%	34.4%
营业税费	7.68	6.01	7.12	9.02	12.12	营业利润增长率	12.3%	-47.4%	9.4%	34.4%	40.4%
销售费用	296.96	161.49	190.14	234.16	314.61	净利润增长率	2.4%	-49.9%	24.8%	31.0%	37.4%
管理费用	36.68	31.98	40.74	46.14	60.15	EBITDA 增长率	24.4%	-22.1%	2.1%	30.4%	34.2%
研发费用	60.38	65.22	76.06	96.42	120.29	EBIT 增长率	25.0%	-37.7%	20.9%	35.2%	39.3%
财务费用	-9.06	-16.08	-11.74	-9.84	-10.07	NOPLAT 增长率	18.3%	-38.2%	22.0%	35.2%	39.3%
资产减值损失	-12.78	-12.49	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	10.2%	6.7%	5.3%	6.4%	8.2%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>41.48</b>	<b>16.80</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>10.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>8.2%</b>
投资和汇兑收益	5.28	-22.70	2.72	10.33	18.51	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>229.09</b>	<b>120.43</b>	<b>131.75</b>	<b>177.12</b>	<b>248.71</b>	毛利率	90.2%	80.0%	77.4%	76.8%	76.6%
加:营业外净收支	10.45	14.44	14.45	14.45	14.45	营业利润率	35.3%	26.2%	24.3%	25.7%	26.9%
<b>利润总额</b>	<b>239.54</b>	<b>134.87</b>	<b>146.20</b>	<b>191.57</b>	<b>263.16</b>	净利润率	31.4%	24.7%	22.9%	23.6%	24.2%
减:所得税	35.99	21.23	21.93	28.74	39.47	EBITDA/营业收入	32.8%	36.0%	31.1%	32.0%	32.0%
<b>净利润</b>	<b>190.82</b>	<b>95.58</b>	<b>119.30</b>	<b>156.32</b>	<b>214.74</b>	EBIT/营业收入	27.5%	24.2%	24.7%	26.4%	27.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	340.43	654.35	548.33	561.49	566.49	固定资产周转天数	134	260	225	184	145
交易性金融资产	193.10	19.63	24.63	29.63	34.63	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>261</b>	<b>198</b>	<b>119</b>	<b>155</b>	<b>149</b>
应收账款	275.37	61.53	211.27	252.53	321.29	流动资产周转天数	595	759	667	595	511
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	145	132	90	121	112
预付账款	8.93	4.49	6.14	9.59	12.99	存货周转天数	781	647	604	611	603
存货	155.08	176.66	235.32	307.13	418.01	总资产周转天数	1161	1741	1556	1326	1081
其他流动资产	20.26	28.82	38.82	48.82	58.82	投资资本周转天数	1015	1551	1393	1163	929
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	10.4%	5.0%	5.9%	7.3%	9.2%
长期股权投资	32.02	25.04	25.04	25.04	25.04	ROA	8.7%	4.2%	4.9%	5.9%	7.4%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.9%	4.6%	5.3%	6.7%	8.7%
固定资产	333.53	331.61	346.07	358.51	387.08	费用率					
在建工程	4.62	6.53	11.41	20.21	31.89	销售费用率	45.7%	35.1%	35.0%	34.0%	34.0%
无形资产	40.98	85.59	110.59	139.59	173.59	管理费用率	5.7%	6.9%	7.5%	6.7%	6.5%
其他非流动资产	170.61	158.38	160.37	160.37	160.37	财务费用率	-1.4%	-3.5%	-2.2%	-1.4%	-1.1%
<b>资产总额</b>	<b>2191.37</b>	<b>2261.50</b>	<b>2436.03</b>	<b>2637.24</b>	<b>2919.97</b>	三费/营业收入	50.0%	38.5%	40.3%	39.3%	39.4%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	144.80	100.71	133.01	159.78	195.47	资产负债率	12.7%	9.7%	11.6%	13.2%	15.1%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	权益权益比	14.6%	10.7%	13.2%	15.2%	17.8%
其他流动负债	1.26	0.62	0.62	0.62	0.62	流动比率	4.06	4.87	4.17	3.79	3.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.31	3.79	3.07	2.65	2.24
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	879.68	414.85	4028.12	5444.61	7582.22
<b>负债总额</b>	<b>278.35</b>	<b>218.80</b>	<b>283.80</b>	<b>347.56</b>	<b>441.48</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>73.27</b>	<b>126.51</b>	<b>131.48</b>	<b>137.99</b>	<b>146.94</b>	DPS(元)	0.09	0.08	0.08	0.10	0.14
股本	225.87	248.45	248.45	248.45	248.45	分红比率	0.20	0.20	0.16	0.16	0.16
留存收益	579.19	655.57	754.51	885.44	1065.29	股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
<b>股东权益</b>	<b>1913.02</b>	<b>2042.70</b>	<b>2152.24</b>	<b>2289.68</b>	<b>2478.49</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.77	0.38	0.48	0.63	0.86
净利润	190.82	95.58	119.30	156.32	214.74	BVPS(元)	8.15	7.71	8.13	8.66	9.38
加:折旧和摊销	34.22	54.38	34.66	38.76	42.76	PE(X)	36.0	51.3	35.5	27.1	19.7
资产减值准备	15.68	3.82	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.4	2.5	2.1	2.0	1.8
公允价值变动损失	-41.48	-16.80	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.09	-0.06	0.03	0.03	0.03	P/S	9.7	10.5	7.8	6.2	4.6
投资收益	-5.28	22.70	-2.72	-10.33	-18.51	EV/EBITDA	27.9	25.3	21.8	16.7	12.4
少数股东损益	12.74	18.06	4.97	6.51	8.95	CAGR(%)					
营运资金的变动	-53.73	75.15	-158.13	-63.04	-99.56	PEG	15.1	—	1.4	0.9	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>155.97</b>	<b>267.43</b>	<b>-14.24</b>	<b>113.81</b>	<b>133.96</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-156.15</b>	<b>68.80</b>	<b>-77.82</b>	<b>-75.22</b>	<b>-94.04</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-41.90</b>	<b>-22.75</b>	<b>-12.97</b>	<b>-25.43</b>	<b>-34.92</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 27 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。