

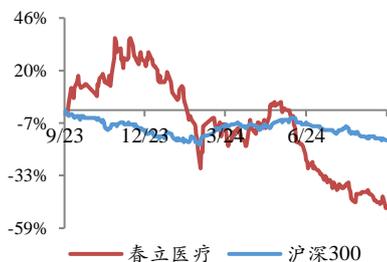
2024H1 业绩短期承压，海外市场增长亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-05

收盘价(元)	11.04
近12个月最高/最低(元)	30.77/10.73
总股本(百万股)	384
流通股本(百万股)	174
流通股比例(%)	45.48
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	9

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

1.2023年业绩短期承压，海外市场增长亮眼 2024-04-01

2.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2024年中报。2024年上半年，公司实现营收3.80亿元，同比下滑29.70%；实现归母净利润7,902.61万元，同比下滑37.32%；销售毛利率约为71.52%，销售净利率约20.77%。

2024年第二季度实现营业收入1.58亿元(yoy-46.23%)，实现归母净利润0.24亿元(yoy-66.07%)，实现扣非归母净利润0.17亿元(yoy-71.95%)。2024Q2销售毛利率68.28%，销售净利率15.07%。

✓ 点评：

● 2024年上半年库存处理影响业绩

2024年5月，人工关节集采接续采购在天津开标并公布中选结果，公司髌关节三个产品系统以及全膝关节系统全线中标，公司关节出厂价有所变动，预计髌关节2024年下半年完成退换货的财务处理。另外，国家组织的人工晶体类及运动医学类集采于2023年11月在天津开标，公司的运动医学产品全线中标，2024年上半年公司已经基本完成运动医学产品库存的出清。2024年上半年，公司实现收入3.80亿元，尤其是2024Q2公司收入下滑至1.58亿元，同比下滑46.23%。

● 海外市场：2024H1海外市场实现收入1.55亿元

截至2024年6月30日，公司取得了多个国家的产品注册证。公司髌、膝、脊柱三个系列产品均顺利通过了CE年度体系审核和监督审核。同时，公司“膝关节假体系统”获得美国FDA 510(K)批准。2024年上半年公司海外市场收入实现1.55亿元，已经基本上接近2023年全年的收入水平(2023年实现1.98亿元，同比增长82%)，我们预计公司海外市场仍保持非常高的增速。

● 国内市场：公司加大研发，拓展新领域，布局新产品

公司持续引领国内高值骨科植入物耗材，一方面持续开展关节主业的创新研发，提供更丰富、更适合国人的产品系列，保持公司在国内关节植入物领域的领先地位；另一方面拓展完善骨科领域产品线，如骨科机器人、脊柱、运动医学、创伤类产品，并加强对口腔、PRP产品、骨科动力领域的战略布局，同时也在密切关注相关新技术发展动向，如新材料等方面。

在口腔领域，公司获批了牙种植体产品注册证，舌侧扣、游离牵引钩等正畸产品注册证；颅颌面接骨板系统等颌面外科注册证；粘接型玻璃离子水门汀、临时粘接玻璃离子水门汀等齿科修复产品注册证，进一步丰富了公司口腔产品线，扩充了公司在口腔领域的布局。公司口腔以构建全方位一站式口腔生态解决方案为宗旨，规划了正畸、种植、修复、

颌面外科等多个口腔细分领域的全面解决方案。

在 PRP 领域，公司先后获批上市了富血小板血浆制备套装、富血小板血浆制备器以及医用离心机，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。医用离心机属有源设备领域，该产品的取证及成功上市，标志着公司的 PRP 产品矩阵进一步扩大。

在手术机器人领域，公司取得膝关节置换手术导航系统、髌关节置换手术导航系统注册证，为国内首个自主研发的骨科手持机器人系统，采用先进的传感控制系统和自我感知动力系统，具有精度高、操作简单、占地面积小、消毒步骤少、成本低等优点。手持骨科机器人的研发成功，提高了手术精度，推动了骨科手术微创化、智能化和数字化的进展。

● **投资建议**

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 12.85 亿元、15.77 亿元和 19.70 亿元（前值为 15.05 亿元、18.70 亿元和 22.86 亿元），收入增速分别为 6.4%、22.7%和 24.9%，2024-2026 年归母净利润分别实现 2.62 亿元、3.52 亿元和 4.51 亿元（前值为 3.44 亿元、4.42 亿元和 5.37 亿元），增速分别为-5.7%、34.2%和 28.3%，2024-2026 年 EPS 预计分别为 0.68 元、0.92 元和 1.18 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 16x、12x 和 9x，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1209	1285	1577	1970
收入同比 (%)	0.6%	6.4%	22.7%	24.9%
归属母公司净利润	278	262	352	451
净利润同比 (%)	-9.7%	-5.7%	34.2%	28.3%
毛利率 (%)	72.5%	70.9%	70.7%	70.4%
ROE (%)	9.7%	8.3%	10.1%	11.4%
每股收益 (元)	0.72	0.68	0.92	1.18
P/E	36.53	16.25	12.11	9.44
P/B	3.51	1.36	1.22	1.08
EV/EBITDA	29.18	8.78	6.01	4.12

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	3313	3817	4478	营业收入	1209	1285	1577	1970
现金	1266	1422	1714	2046	营业成本	333	375	462	583
应收账款	406	462	555	698	营业税金及附加	11	12	14	18
其他应收款	0	0	1	1	销售费用	383	398	473	591
预付账款	11	14	16	21	管理费用	44	51	57	71
存货	434	439	562	700	财务费用	-17	-19	-21	-26
其他流动资产	887	976	969	1013	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	288	387	497
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	3969	4473	5130	利润总额	306	288	387	497
流动负债	677	734	887	1092	所得税	28	26	36	46
短期借款	0	0	0	0	净利润	278	262	352	451
应付账款	226	272	329	417	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	451	462	558	675	归属母公司净利润	278	262	352	451
非流动负债	94	94	94	94	EBITDA	302	323	424	537
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	0.68	0.92	1.18
其他非流动负债	94	94	94	94					
负债合计	770	828	981	1186					
少数股东权益	2	2	2	2	主要财务比率				
股本	384	384	384	384	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1045	1045	1045	1045	成长能力				
留存收益	1449	1711	2063	2514	营业收入	0.6%	6.4%	22.7%	24.9%
归属母公司股东权	2877	3139	3491	3942	营业利润	-7.0%	-5.7%	34.2%	28.3%
负债和股东权益	3650	3969	4473	5130	归属于母公司净利	-9.7%	-5.7%	34.2%	28.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	72.5%	70.9%	70.7%	70.4%
					净利率 (%)	23.0%	20.4%	22.3%	22.9%
					ROE (%)	9.7%	8.3%	10.1%	11.4%
					ROIC (%)	8.4%	7.8%	9.5%	10.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	21.1%	20.9%	21.9%	23.1%
					净负债比率 (%)	26.8%	26.4%	28.1%	30.1%
					流动比率	4.44	4.51	4.30	4.10
					速动比率	3.75	3.87	3.63	3.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.34	0.34	0.37	0.41
					应收账款周转率	2.70	2.96	3.10	3.15
					应付账款周转率	1.44	1.50	1.54	1.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.72	0.68	0.92	1.18
					每股经营现金流薄)	1.33	0.58	0.91	1.03
					每股净资产	7.50	8.18	9.10	10.28
					估值比率				
					P/E	36.53	16.25	12.11	9.44
					P/B	3.51	1.36	1.22	1.08
					EV/EBITDA	29.18	8.78	6.01	4.12

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。