

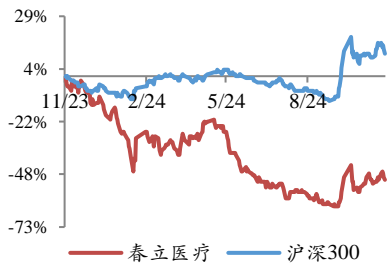
2024Q3 业绩短期继续承压，2025 年有望改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-18

收盘价(元)	14.17
近12个月最高/最低(元)	29.70/10.31
总股本(百万股)	384
流通股本(百万股)	79
流通股比例(%)	20.67
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	11

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.【华安医药】公司点评：春立医疗（688617）：2024H1 业绩短期承压，海外市场增长亮眼 2024-09-05
- 2.2023 年业绩短期承压，海外市场增长亮眼 2024-04-01

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度，公司营业收入 5.08 亿元 (yoy-35.84%)，归母净利润 0.61 亿元 (yoy-66.14%)，扣非净利润 0.44 亿元 (yoy-72.82%)。

其中，2024Q3，公司营业收入 1.28 亿元 (yoy-49.03%)，归母净利润-0.18 亿元，扣非净利润-0.22 亿元。

✓ 点评：

● 集采政策影响公司出厂价，24Q3 毛利率下降

2024 年第三季度，公司的关节（膝关节、髌关节）执行新一轮的集采价格，我们预计公司产品的出厂价有所下调，对渠道存货的补差价处理影响了公司的收入水平和毛利率水平。2024Q3 公司销售毛利率约为 62.70%，较前几个季度均有明显下降。公司毛利率水平一方面取决于产品结构的变化，一方面取决于公司降本增效的效果。公司通过集采产品可以扩大空白医院的覆盖，预计能够带动公司非集采产品快速入院，同时公司已逐步布局上游原材料，实现自给自足，通过降低原材料成本等方式来控制成本，毛利率预计未来不会再继续下降。

● 公司持续增强研发，拓展新领域和新产品

2024Q3 公司研发费用 0.32 亿元，连续 13 个季度研发费用在 3000 万元以上，2024Q3 的研发费用率高达 24.98%（同比+9.00pct）。截至 2024 年第三季度，公司在国内持有 174 项产品的注册证或备案凭证，其中第三季度取得将近 20 项注册证或备案凭证，丰富了公司骨科、齿科等产品的多元化布局，为公司未来业绩增长提供了动力。

另外，公司积极拓展骨科前沿领域。2024 年 8 月，工业和信息化部与国家药品监督管理局联合公布“人工智能医疗器械创新任务揭榜优胜单位”名单，公司的骨科手术导航系统长江 INS-1 项目成功上榜。

● 投资建议

我们调整了业绩预测，预计 2024-2026 年公司收入分别为 7.75 亿元、10.19 亿元和 13.02 亿元（前值为 12.85 亿元、15.77 亿元和 19.70 亿元），收入增速分别为-35.9%、31.5%和 27.8%，2024-2026 年归母净利润分别实现 1.17 亿元、2.04 亿元和 2.74 亿元（前值为 2.62 亿元、3.52 亿元和 4.51 亿元），增速分别为-57.7%、73.9%和 34.0%，2024-2026 年 EPS 预计分别为 0.31 元、0.53 元和 0.71 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 45x、26x 和 19x，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	775	1019	1302
收入同比 (%)	0.6%	-35.9%	31.5%	27.8%
归属母公司净利润	278	117	204	274
净利润同比 (%)	-9.7%	-57.7%	73.9%	34.0%
毛利率 (%)	72.5%	69.1%	69.1%	69.1%
ROE (%)	9.7%	4.2%	6.8%	8.3%
每股收益 (元)	0.72	0.31	0.53	0.71
P/E	36.53	45.22	26.00	19.40
P/B	3.51	1.89	1.76	1.61
EV/EBITDA	29.18	24.71	14.78	10.72

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	2755	3088	3515	营业收入	1209	775	1019	1302
现金	1266	1260	1407	1598	营业成本	333	239	315	402
应收账款	406	279	358	461	营业税金及附加	11	7	9	12
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	383	248	316	391
预付账款	11	9	11	14	管理费用	44	47	41	48
存货	434	280	383	483	财务费用	-17	-19	-19	-21
其他流动资产	887	927	928	958	资产减值损失	-21	0	0	0
非流动资产	644	653	654	648	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	8	10	13
固定资产	313	370	409	445	营业利润	306	129	225	301
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	145	107	66	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3650	3408	3741	4164	利润总额	306	129	225	301
流动负债	677	492	621	770	所得税	28	12	21	28
短期借款	0	0	0	0	净利润	278	117	204	274
应付账款	226	174	224	288	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	451	318	398	482	归属母公司净利润	278	117	204	274
非流动负债	94	98	98	98	EBITDA	302	164	264	346
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	0.31	0.53	0.71
其他非流动负债	94	98	98	98					
负债合计	770	590	719	868					
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	1388	1592	1865	营业收入	0.6%	-35.9%	31.5%	27.8%
归属母公司股东权	2877	2816	3020	3294	营业利润	-7.0%	-57.8%	73.9%	34.0%
负债和股东权益	3650	3408	3741	4164	归属于母公司净利	-9.7%	-57.7%	73.9%	34.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	72.5%	69.1%	69.1%	69.1%
					净利率 (%)	23.0%	15.1%	20.0%	21.0%
					ROE (%)	9.7%	4.2%	6.8%	8.3%
					ROIC (%)	8.4%	3.6%	6.2%	7.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	21.1%	17.3%	19.2%	20.8%
					净负债比率 (%)	26.8%	20.9%	23.8%	26.3%
					流动比率	4.44	5.60	4.97	4.56
					速动比率	3.75	4.97	4.30	3.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.34	0.22	0.29	0.33
					应收账款周转率	2.70	2.26	3.20	3.18
					应付账款周转率	1.44	1.20	1.58	1.57
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.72	0.31	0.53	0.71
					每股经营现金流薄)	1.33	0.59	0.51	0.62
					每股净资产	7.50	7.34	7.87	8.59
					估值比率				
					P/E	36.53	45.22	26.00	19.40
					P/B	3.51	1.89	1.76	1.61
					EV/EBITDA	29.18	24.71	14.78	10.72

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达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。