

运动医学和关节集采影响将陆续出清，Q2 有望实现高增长

核心观点

年报业绩符合预期，收入、利润下降主要由于关节续约、运动医学集采带来的渠道库存调整。一季度业绩略超预期，收入在高基数下实现正增长，利润率水平高于预期，预计主要受益于公司运营管理精细化，费用得到有效控制。考虑到 24Q2 公司在运动医学渠道库存调整影响下，业绩基数已经相对较低，预计 25Q2 公司业绩有望迎来拐点。下半年随着关节价格的基数影响也逐步出清，叠加公司海外业务有望持续放量，公司全年收入有望保持稳健增长，利润在低基数下有望实现较快增长。中长期来看，公司具有较强的研发、生产能力，有望进一步优化生产成本，运动医学、机器人、口腔等新产品陆续获批上市，海外业务保持良好的增长势头，均有望为公司带来新的业绩增长点。

事件

公司发布年报及一季报

2024 年公司实现收入 8.06 亿元（-33.3%），归母净利润 1.25 亿元（-55.0%），扣非归母净利润 0.95 亿元（-62.8%）。基本每股收益 0.33 元/股。2025 年一季度实现营收 2.30 亿元（+3.60%），归母净利润 0.58 亿元（+5.20%），扣非归母净利润 0.53 亿元（+7.81%）。基本每股收益 0.15 元/股。

简评

年报业绩符合预期，一季度业绩略超预期

2024 年公司实现收入 8.06 亿元（-33.3%），归母净利润 1.25 亿元（-55.0%），扣非归母净利润 0.95 亿元（-62.8%）。据此计算，2024Q4 实现收入 2.98 亿元（-28.5%），归母净利润 0.64 亿元（-34.3%），扣非归母净利润 0.51 亿元（-45.3%）。业绩符合预期，收入、利润下降主要由于为应对国家关节集采续约采购及国家运动医学耗材集采的价格调整，公司对相关产品进行了渠道库存价格调整。

2025 年一季度公司实现营收 2.30 亿元（+3.60%），归母净利润 0.58 亿元（+5.20%），扣非归母净利润 0.53 亿元（+7.81%）。业绩略超预期，在高基数下收入实现正增长，利润率水平高于预期，预计主要受益于公司运营管理精细化，费用得到有效控制。

春立医疗(688236.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2025 年 05 月 28 日

当前股价：16.72 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
13.20/11.63	23.49/23.46	-9.13/-17.48
12 月最高/最低价（元）		18.43/10.48
总股本（万股）		38,356.85
流通 A 股（万股）		7,929.47
总市值（亿元）		57.23
流通市值（亿元）		13.26
近 3 月日均成交量（万）		336.52
主要股东		
史春宝		30.96%

股价表现



国内业务短期受降价及库存调整影响，海外业务保持快速增长

2024 年公司境内收入 4.52 亿元，同比-55.2%，毛利率 67.23%，同比下降 6.98 个百分点。预计主要受关节、运动医学集采后渠道库存价格调整影响。境外收入 3.53 亿元，同比+78.3%，毛利率 65.90%，同比增加 2.10 个百分点。海外收入延续高增长趋势，公司近年来积极拓展海外业务，持续加强团队建设、加快海外取证速度、加强国外学术交流，为海外业务打下良好基础，2024 年公司海外收入占比提升至 43.88%。未来有望继续延续快速增长趋势。

展望 Q2 及全年，集采影响出清后公司有望迎来业绩拐点

预计运动医学集采及关节集采续约导致的渠道库存调整影响已逐步出清，但关节续约导致的终端价及出厂价下降，对 Q2 和 Q3 部分地区仍有基数影响。考虑到 24Q2 公司在运动医学渠道库存调整影响下，业绩基数已经相对较低，预计 25Q2 公司业绩有望迎来拐点。Q3 开始随着关节价格的基数影响也逐步出清，叠加公司海外业务有望持续放量，公司全年收入有望保持稳健增长，利润在低基数下有望实现较快增长。

年报毛利率有所下降，一季度销售费用率显著降低

公司 2024 年毛利率为 66.63% (-5.85pp)，主要受集采及渠道库存调整影响。销售费用率 29.81% (-1.89pp)，销售费用金额同比下降 37.3%，主要系集采落地实施的影响下市场开拓费下降所致；管理费用率 5.62% (+1.94pp)，研发费用率 16.52% (+3.49pp)，研发费用金额同比下降 15.5%，主要系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-2.12% (-0.75pp)。经营活动现金流净额-190 万元，上年同期为 5.12 亿元，主要系公司销售回款较上年同期减少，同时支付给职工的现金较上年同期增加所致。应收账款周转天数 139.50 天，同比增加 6.25 天，基本保持稳定。

2025 年一季度销售毛利率 66.69% (-7.15pp)，主要受关节集采续约价格下降影响。销售费用率 20.07% (-8.39pp)，预计主要受益于公司对费用加强管控；管理费用率 7.22% (+3.83pp)，研发费用率 11.70% (-4.07pp)，财务费用率-1.81% (-1.32pp)。经营活动现金流净额-0.75 亿元，上年同期为-1.30 亿元，较上年同期改善主要系公司合理控制经营开支，提升资金使用效能，经营活动现金流出减少所致。应收账款周转天数 95.09 天，同比减少 72.07 天，回款效率有所提升。

短期有望集采出清迎来业绩拐点，中长期有望维持关节行业龙头地位

短期来看，随着渠道库存调整及关节续约降价影响逐步出清，公司有望迎来业绩拐点，叠加公司海外业务有望持续放量，公司全年收入有望保持稳健增长，利润在低基数下有望实现较快增长。中长期来看，公司具有较强的研发、生产能力，有望进一步优化生产成本，运动医学、机器人、口腔等新产品陆续获批上市，海外业务保持良好的增长势头，均有望为公司带来新的业绩增长点。预计 2025-2027 年收入分别为 11.11 亿元、13.02 亿元、15.29 亿元，同比增长 37.9%、17.2%、17.4%；归母净利润分别为 2.38 亿元、2.80 亿元、3.31 亿元，同比增长 90.8%、17.4%、18.2%。维持“买入”评级。

风险提示

1) 行业政策变化风险：部分行业政策具有不可预见性，我们的盈利预测存在无法实现的风险，例如：目前人工关节已经进行集采续约，25 年底或 26 年初预计脊柱集采也将进行续约谈判，若续约价格有较大调整，可能

影响公司收入及利润率水平；

2) 市场竞争加剧风险：国内人工关节生产厂商较多，行业竞争逐渐加剧，不排除部分中小厂商借助集采取得市场份额，导致市场竞争进一步加剧；

3) 研发进度不及预期风险：公司目前研发布局手术机器人、口腔种植及正畸、运动医学等新产品，研发进度存在不确定性，如果研发进度不及预期，将影响公司后续新产品推出；

4) 海外业务风险：若地缘政治环境恶化或贸易冲突加剧，可能对公司海外业务带来不确定性风险；汇率波动也可能对公司利润带来一定影响。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	806	1,111	1,302	1,529
增长率(%)	-33.3%	37.9%	17.2%	17.4%
归属母公司股东净利润	125	238	280	331
增长率(%)	-55.0%	90.8%	17.4%	18.2%
每股收益(EPS)	0.33	0.62	0.73	0.86
市盈率(P/E)	51	27	23	19

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至2025 年5 月 26 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	957	1266	1140	1121	1176	1146
应收款项	768	442	379	546	640	752
存货净额	260	434	551	554	642	754
其他流动资产	26	30	25	29	34	40
流动资产合计	2779	3005	2840	2996	3238	3437
固定资产	463	463	468	541	586	634
无形资产及其他	138	136	128	122	117	112
投资性房地产	29	45	30	30	30	30
长期股权投资	0	0	0	100	120	140
资产总计	3410	3650	3466	3789	4091	4353
短期借款及交易性金融负债	1	1	1	153	429	656
应付款项	238	226	228	304	352	414
其他流动负债	357	450	318	498	575	668
流动负债合计	596	677	547	955	1357	1739
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	94	98	100	102	104
长期负债合计	94	94	98	100	102	104
负债合计	690	770	644	1055	1459	1842
少数股东权益	0	2	1	1	1	1
股东权益	2720	2877	2820	2733	2631	2510
负债和股东权益总计	3410	3650	3466	3789	4091	4353
利润表（百万元）						
营业收入	1202	1209	806	1111	1302	1529
营业成本	288	333	269	401	467	544
营业税金及附加	13	11	8	11	12	15
销售费用	391	383	240	289	332	382
管理费用	39	44	45	212	243	280
财务费用	(20)	(17)	(17)	(18)	(12)	(5)
投资收益	7	12	11	6	6	7
资产减值及公允价值变动	23	30	43	32	35	37
其他收入	(191)	(190)	(184)	0	0	0
营业利润	329	306	131	255	301	356
营业外净收支	8	(0)	1	3	1	2
利润总额	337	306	132	258	302	357
所得税费用	29	28	7	20	23	28
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	308	278	125	238	280	331

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表（百万元）						
净利润	308	278	125	238	280	331
资产减值准备	3	7	13	(27)	1	1
折旧摊销	28	33	37	46	54	59
公允价值变动损失	(23)	(30)	(43)	(32)	(35)	(37)
财务费用	(20)	(17)	(17)	(18)	(12)	(5)
营运资本变动	(182)	218	(145)	57	(59)	(73)
其它	(3)	(7)	(13)	27	(1)	(1)
经营活动现金流	131	499	(27)	309	240	280
资本开支	(117)	(60)	(87)	(54)	(59)	(65)
其它投资现金流	(768)	(64)	86	0	0	0
投资活动现金流	(884)	(124)	(1)	(154)	(79)	(85)
权益性融资	1	(0)	0	0	0	0
支付股利、利息	(50)	(120)	(171)	(325)	(382)	(451)
其它融资现金流	73	174	242	152	276	227
融资活动现金流	(26)	(66)	(99)	(173)	(105)	(224)
现金净变动	(779)	309	(127)	(19)	55	(30)
货币资金的期初余额	1736	957	1266	1140	1121	1176
货币资金的期末余额	957	1266	1140	1121	1176	1146

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk