

春立医疗（688236.SH）

优于大市

2025 年一季度归母净利同比增长 5%，集采影响逐步出清

核心观点

业绩受国家集采执行影响，2025 年一季度开始企稳。2024 年公司实现营收 8.06 亿（-33.3%），归母净利润 1.25 亿（-55.0%），扣非归母净利润 0.95 亿（-62.8%）。单四季度实现营收 2.98 亿（-28.5%），归母净利润 0.64 亿（-34.3%），2024 年 5 月，人工关节国采接续采购项目于天津开标，公司旗下髌关节的三个产品系统以及全膝关节系统均成功中标。公司全力保障中选产品稳定供应，但相关产品面临价格和毛利率下降的压力，同时公司对集采实施前的渠道库存进行价格调整，也对业绩造成影响。另一方面，2024 年境外收入达 3.53 亿（+78.31%），占整体营收比例提升至 43.8%，已成为支撑公司发展的重要驱动力。2025 年一季度公司实现营收 2.30 亿（+3.6%），归母净利润 0.58 亿（+5.20%），随着渠道库存调整趋于尾声，业绩表现预计将逐步企稳回升。

毛利率下滑，销售费用率下降。2024 年公司毛利率为 66.6%（-5.9pp）。销售费用率 29.8%（-1.9pp），主要由于市场开拓费下降；管理费用率 5.6%（+1.9pp）；研发费用率 16.5%（+3.5pp），保持高强度研发投入；财务费用率-2.1%（-0.8pp）。公司净利率下降至 15.5%（-7.5pp）。2025 年一季度毛利率环比回升至 66.7%，净利率回升至 25.2%，预计集采影响正在出清。

研发投入保持高强度，公司产品线不断丰富。2024 年研发投入 1.33 亿，同比下降 15.5%，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。公司股骨头重建棒块、钽金属填充、髌关节假体组件经国家药监局批准上市，标志着公司打破国外垄断，成为国内首家也是唯一一家拥有化学气相沉积制造多孔钽金属植入物的企业。此外，公司获得 3D 打印钛合金带线锚钉、钽涂层带线锚钉、带线锚钉（插入型）等多个注册证，进一步丰富运动医学产品线。公司还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。

投资建议：考虑集采降价影响，下调 2025-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 2.22/2.73/3.31 亿（2025-26 年原为 2.99/3.56 亿），同比增长 77.5%/23.1%/21.2%，当前股价对应 PE 为 30/24/20 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，运动医学、PRP、口腔等新管线等将成为新增增长点。集采风险正逐步出清，维持“优于大市”评级。

风险提示：人工关节和新产品放量低于预期、市场竞争风险、集采降价风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,209	806	1,091	1,299	1,527
(+/-%)	0.6%	-33.3%	35.3%	19.1%	17.6%
净利润(百万元)	278	125	222	273	331
(+/-%)	-9.7%	-55.0%	77.5%	23.1%	21.2%
每股收益(元)	0.72	0.33	0.58	0.71	0.86
EBIT Margin	23.2%	13.7%	21.5%	22.8%	24.0%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	4.4%	7.5%	8.8%	10.0%
市盈率 (PE)	23.6	52.4	29.5	24.0	19.8
EV/EBITDA	23.4	48.8	26.2	21.3	17.7
市净率 (PB)	2.27	2.32	2.22	2.10	1.98

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：张超 0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
cnchenxibing@guosen.com.cn
S0980522080001 S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.80 元
总市值/流通市值	6444/2931 百万元
52 周最高价/最低价	18.16/10.31 元
近 3 个月日均成交额	50.15 百万元

市场走势



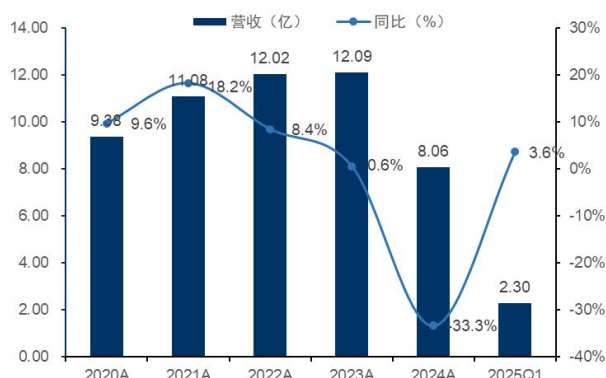
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《春立医疗（688236.SH）-业绩受集采执行影响有所承压，研发投入保持高强度》——2024-09-10
- 《春立医疗（688236.SH）-现金流同比大幅改善，境外收入同比增长 82%》——2024-04-10
- 《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
- 《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

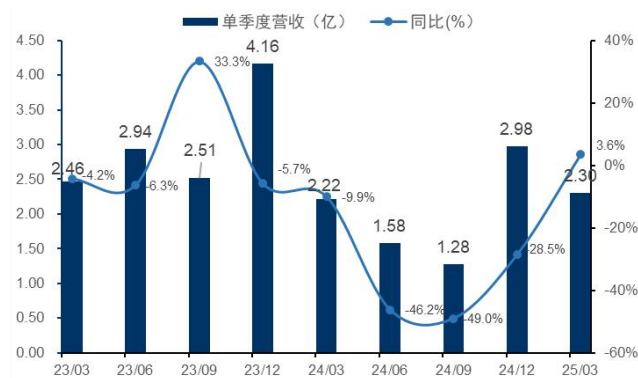
业绩受国家集采执行影响，2025 年一季度开始企稳。2024 年公司实现营收 8.06 亿（-33.3%），归母净利润 1.25 亿（-55.0%），扣非归母净利润 0.95 亿（-62.8%）。单四季度实现营收 2.98 亿（-28.5%），归母净利润 0.64 亿（-34.3%），2024 年 5 月，人工关节国采接续采购项目于天津开标，公司旗下膝关节的三个产品系统以及全膝关节系统均成功中标。公司全力保障中选产品稳定供应，但相关产品面临价格和毛利率下降的压力，同时公司对集采实施前的渠道库存进行价格调整，也对业绩造成影响。另一方面，2024 年境外收入达 3.53 亿（+78.31%），占整体营收比例提升至 43.8%，已成为支撑公司发展的重要驱动力。2025 年一季度公司实现营收 2.30 亿（+3.6%），归母净利润 0.58 亿（+5.20%），随着渠道库存调整趋于尾声，业绩表现预计将逐步企稳回升。

图1：春立医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



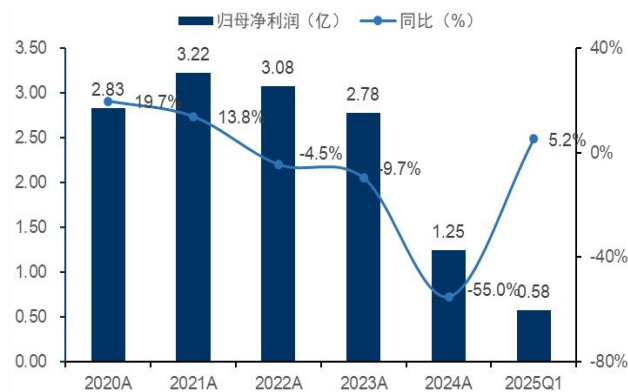
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

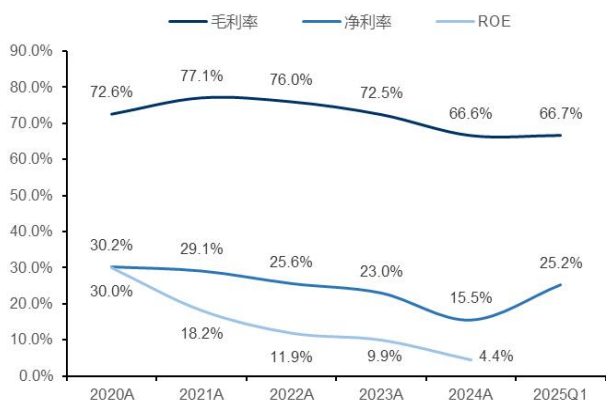


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

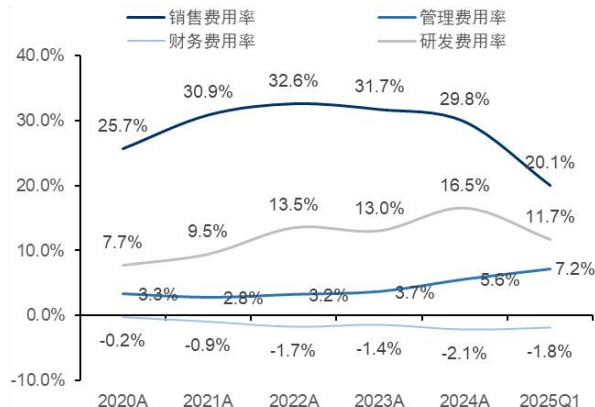
毛净利率下滑，销售费用率下降。2024 年公司毛利率为 66.6%（-5.9pp）。销售费用率 29.8%（-1.9pp），主要由于市场开拓费下降；管理费用率 5.6%（+1.9pp）；研发费用率 16.5%（+3.5pp），保持高强度研发投入；财务费用率-2.1%（-0.8pp）。公司净利率下降至 15.5%（-7.5pp）。2025 年一季度毛利率环比回升至 66.7%，净利率回升至 25.2%，预计集采影响正在出清。

图5：春立医疗毛利率、净利率变化情况

图6：春立医疗四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流大幅下降。2024 年经营性现金流量净额为-0.02 亿，主要由于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。截至 2024 年 12 月末，公司货币资金账面余额为 11.40 亿。

图7: 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

研发投入保持高强度，公司产品线不断丰富。2024 年研发投入 1.33 亿，同比下降 15.5%，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。公司股骨头重建棒块、钽金属填充、髌关节假体组件经国家药监局批准上市，标志着公司打破国外垄断，成为国内首家也是唯一一家拥有化学气相沉积制造多孔钽金属植入物的企业。此外，公司获得 3D 打印钛合金带线锚钉、钽涂层带线锚钉、带线锚钉（插入型）等多个注册证，进一步丰富运动医学产品线。公司还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。

表1: 春立医疗在研项目情况（万元，截至 2024 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	12,400	1,760	12,457	改进类：改进后临床试用阶段。 新产品注册类：产品上市阶段。	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	10,300	1,562	10,184	改进类：小批量试生产阶段、改进后临床试用阶段。	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，其保留了胫

新产品注册类：产品上市阶段

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	2,300	243	2,129	新产品注册类：产品上市阶段	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	2,700	375	2,654	肩关节假体：产品上市阶段； 肘关节假体：产品上市阶段； 踝关节假体：注册阶段	创新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	3,700	616	3,616	创伤截骨产品：产品上市阶段； 创伤髓内固定产品：产品上市阶段； 创伤金属骨针：产品上市阶段； 创伤锁定钢板：产品上市阶段； 创伤外固定：产品上市阶段	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	5,700	978	5,560	运动医学产品研发：产品上市阶段； 人工韧带：产品上市阶段； 螺钉系统产品研发：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	定制个体化假体系列产品研发	6,700	888	6,536	定制个性化骨盆、踝：临床阶段； 定制个性化髌、膝：产品上市阶段	创新研发个性化假体，满足临床手术需求
8	脊柱系列产品研发	7,500	1,542	7,671	颈椎后路钉板固定系统（定制）：临床阶段； 脊柱弹性固定系统：注册阶段； 骨水泥脊柱钉产品：上市阶段； 枕颈胸椎板棒固定系统产品：产品上市阶段	创新研发全品种脊柱类植入产品，满足不同临床患者需求
9	齿科系列产品研发	4,600	1,079	4,710	临床阶段	设计多孔钽定制个体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	5,900	2,145	6,841	送检阶段	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	5,800	778	5,677	产品上市阶段	与公司的关节假体相结合，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：考虑集采降价影响，下调 2025-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 2.22/2.73/3.31 亿(2025-26 年原为 2.99/3.56 亿)，同比增长 77.5%/23.1%/21.2%，当前股价对应 PE 为 30/24/20 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，运动医学、PRP、口腔等新管线等将成为新增长点。集采风险正逐步出清，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE (摊薄)	PEG	投资评级
		2025/5/28	亿元/港币	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)	
688236	春立医疗	17.06	59	0.72	0.58	0.71	0.86	23.6	29.5	24.0	19.8	4%	1.3	优于大市
688161	威高骨科	25.69	103	0.28	0.64	0.78	0.94	91.5	40.5	32.9	27.3	6%	1.9	优于大市
002901	大博医疗	38.09	158	0.14	1.24	1.64	1.99	267.5	30.7	23.3	19.2	12%	1.0	无
688085	三友医疗	19.83	55	0.38	0.43	0.64	0.88	51.5	46.2	30.8	22.6	1%	0.9	无
1789.HK	爱康医疗	5.69	64	0.16	0.30	0.36	0.43	33.1	17.8	14.7	12.3	10%	0.9	优于大市

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、威高骨科外，其余为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1266	1140	1239	1476	1710	营业收入	1209	806	1091	1299	1527
应收款项	442	379	478	534	628	营业成本	333	269	365	430	507
存货净额	434	551	643	650	644	营业税金及附加	11	8	11	13	15
其他流动资产	30	25	28	36	43	销售费用	383	240	260	301	344
流动资产合计	3005	2840	3135	3441	3771	管理费用	44	45	81	93	104
固定资产	463	468	428	404	370	研发费用	157	133	145	170	196
无形资产及其他	136	128	123	119	115	财务费用	(17)	(17)	(16)	(13)	(8)
投资性房地产	45	30	30	30	30	投资收益	12	11	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	30	43	(30)	(28)	(25)
资产总计	3650	3466	3716	3994	4287	其他收入	(190)	(184)	(140)	(165)	(190)
短期借款及交易性金融负债	1	1	0	0	0	营业利润	306	131	246	306	375
应付款项	226	228	276	303	322	营业外净收支	(0)	1	0	0	0
其他流动负债	450	318	386	468	541	利润总额	306	132	246	306	375
流动负债合计	677	547	661	772	863	所得税费用	28	7	25	34	45
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	94	98	102	107	112	归属于母公司净利润	278	125	222	273	331
长期负债合计	94	98	102	107	112	现金流量表（百万元）					
负债合计	770	644	763	878	975	净利润	278	125	222	273	331
少数股东权益	2	1	1	1	0	资产减值准备	7	13	10	(1)	(3)
股东权益	2877	2820	2952	3115	3312	折旧摊销	33	37	45	53	56
负债和股东权益总计	3650	3466	3716	3994	4287	公允价值变动损失	(30)	(43)	30	28	25
关键财务与估值指标						财务费用	(17)	(17)	(16)	(13)	(8)
每股收益	0.72	0.33	0.58	0.71	0.86	营运资本变动	218	(145)	(66)	44	(2)
每股红利	0.36	0.13	0.23	0.29	0.35	其它	(7)	(13)	(10)	1	2
每股净资产	7.50	7.35	7.70	8.12	8.63	经营活动现金流	499	(27)	231	398	409
ROIC	14%	6%	11%	15%	19%	资本开支	0	(87)	(41)	(51)	(41)
ROE	10%	4%	8%	9%	10%	其它投资现金流	(64)	86	0	0	0
毛利率	72%	67%	67%	67%	67%	投资活动现金流	(64)	(1)	(41)	(51)	(41)
EBIT Margin	23%	14%	21%	23%	24%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	18%	26%	27%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	1%	-33%	35%	19%	18%	支付股利、利息	(139)	(51)	(90)	(110)	(134)
净利润增长率	-10%	-55%	77%	23%	21%	其它融资现金流	152	2	(1)	0	0
资产负债率	21%	19%	21%	22%	23%	融资活动现金流	(126)	(99)	(90)	(110)	(134)
息率	2.1%	0.8%	1.4%	1.7%	2.0%	现金净变动	309	(127)	99	237	235
P/E	23.6	52.4	29.5	24.0	19.8	货币资金的期初余额	957	1266	1140	1239	1476
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	货币资金的期末余额	1266	1140	1239	1476	1710
EV/EBITDA	23.4	48.8	26.2	21.3	17.7	企业自由现金流	506	(91)	149	309	336
						权益自由现金流	658	(89)	163	321	343

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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