

春立医疗（688236.SH）

优于大市

2025 年第三季度营收翻倍增长，出海业务成为第二增长曲线

核心观点

收入保持高速增长，归母净利润增长超预期。2025 年前三季度公司实现营收 7.56 亿（+48.8%），归母净利润 1.92 亿（+213.2%），扣非归母净利润 1.81 亿（+311.1%）。单三季度实现营收 2.68 亿（+109.5%），环比增长 4%；归母净利润 0.77 亿，同比扭亏为盈，环比增长 37%，利润表现超预期。公司各产品线在纳入集采后，已逐步进入新的增长态势。公司坚持产品创新与国际化发展双轮驱动战略，并通过精细化运营管理、优化资源配置等举措，进一步释放利润增长空间，为整体经营业绩注入强劲动力。

净利率显著提升，销售费用率大幅下降。2025 年前三季度毛利率为 67.3%（-2.0pp），国内关节国采续约后对于集采内产品的价格调整一定程度上影响毛利率水平。销售费用率 19.3%（-12.8pp），随着业务体量增长及精细化运营大幅下降，并已显著低于集采前水平；管理费用率 5.1%（-1.1pp），研发费用率 11.4%（-8.2pp），财务费用率-1.3%（+0.1pp），费用率显著下降带动净利率提升至 25.3%（+13.3pp）。前三季度经营性现金流为 1.7 亿，与归母净利润的比值为 91%，保持健康优质水平。

公司产品线不断丰富，海外业务增长亮眼。2025 年 4 月，公司的生物型全膝关节假体获批上市，其为国内首款“双涂层”生物型全膝关节假体。2024 年美国非骨水泥假体市场总规模约为 18 亿美元，预计未来 10 年内，复合增长率约为 5.8%，此类技术将逐步成为膝关节置换领域的重要发展方向。此外，公司积极开拓国际市场，产品已远销至全球五十多个国家和地区，公司于 2025 年 6 月在土耳其成功完成海外首次手持式机器人辅助髌、膝关节置换手术，并计划在未来三年内，在海外建立多个机器人辅助手术培训中心。

投资建议：考虑海外业务的亮眼表现，上调盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 2.77/3.66/4.49 亿（原为 2.22/2.73/3.31 亿），同比增长 121.5%/32.3%/22.4%，当前股价对应 PE 为 38/29/24 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，集采影响已出清，出海成为第二增长曲线，运动医学、PRP、口腔等新管线等增长潜力大，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	1,130	1,379	1,645
(+/-%)	0.6%	-33.3%	40.2%	22.1%	19.3%
净利润(百万元)	278	125	277	366	449
(+/-%)	-9.7%	-55.0%	121.5%	32.3%	22.4%
每股收益(元)	0.72	0.33	0.72	0.96	1.17
EBIT Margin	23.2%	13.7%	29.3%	29.2%	30.3%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	4.4%	9.3%	11.4%	12.9%
市盈率 (PE)	38.1	84.6	38.2	28.9	23.6
EV/EBITDA	36.2	76.1	30.1	25.2	20.9
市净率 (PB)	3.68	3.75	3.54	3.30	3.05

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
S0980522080001

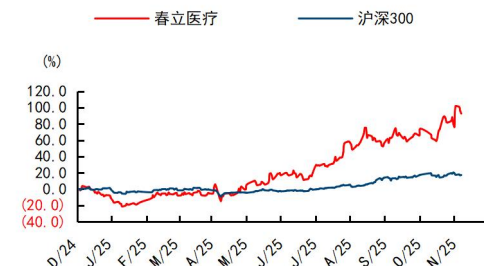
证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

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 27.57 元
总市值/流通市值 10575/10575 百万元
52 周最高价/最低价 29.67/11.18 元
近 3 个月日均成交额 77.14 百万元

市场走势

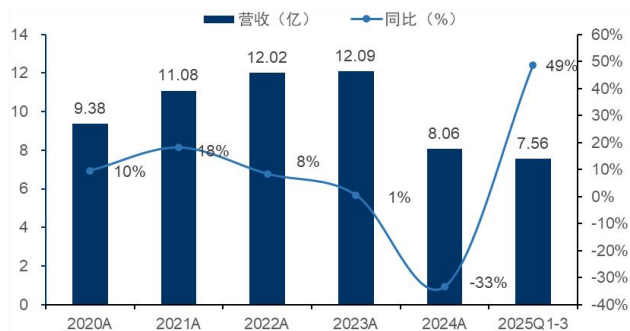


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《春立医疗（688236.SH）-2025 年一季度归母净利润同比增长 5%，集采影响逐步出清》——2025-06-03
《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
《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

图1：春立医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



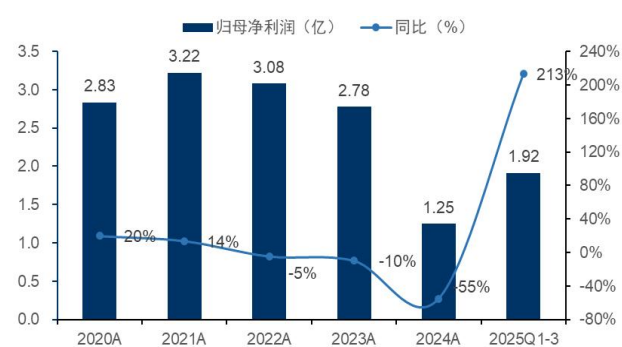
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



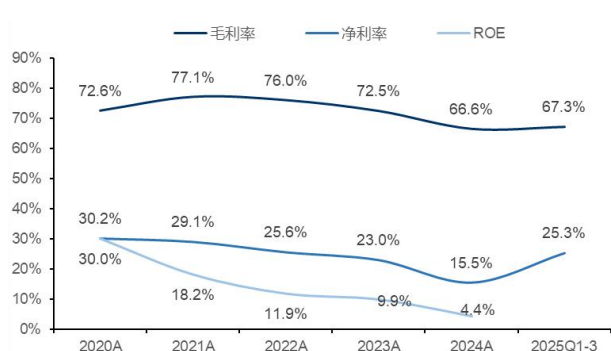
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：春立医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



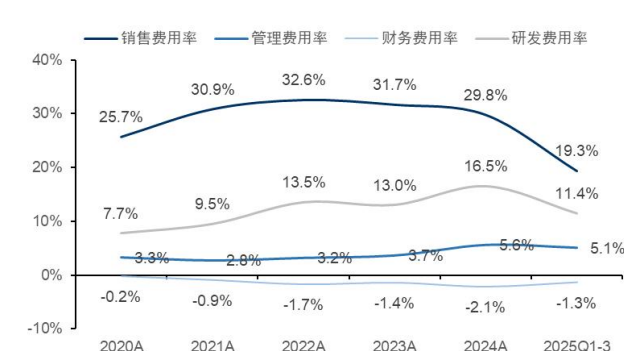
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：春立医疗毛利率、净利率变化情况



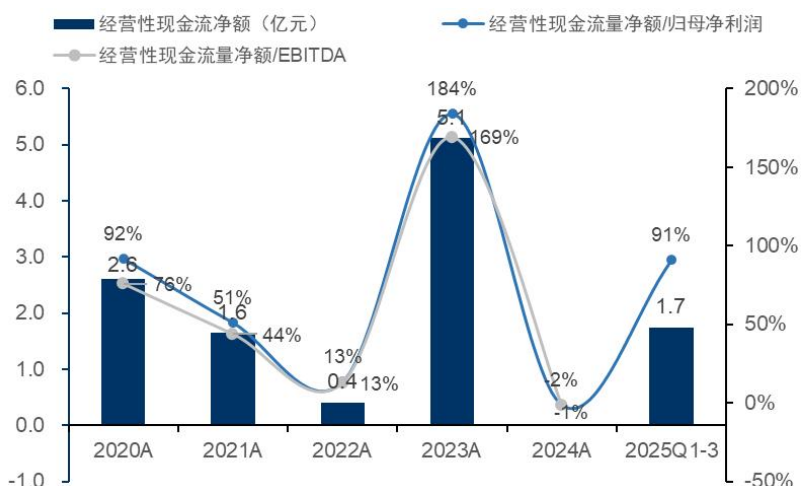
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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

投资建议：考虑海外业务的亮眼表现，上调盈利预测，预计 2025–27 年归母净利润为 2.77/3.66/4.49 亿（原为 2.22/2.73/3.31 亿），同比增长 121.5%/32.3%/22.4%，当前股价对应 PE 为 38/29/24 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，集采影响已出清，出海成为第二增长曲线，运动医学、PRP、口腔等新管线等增长潜力大，维持“优于大市”评级。

表1：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	
		2025/11/5	亿元/港币	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)		(25E)
688236	春立医疗	27.57	96	0.72	0.72	0.96	1.17	38.1	38.2	28.9	23.6	3%	0.7	优于大市
688161	威高骨科	29.06	116	0.28	0.63	0.78	0.94	103.5	45.9	37.2	30.8	5%	2.4	优于大市
002901	大博医疗	49.50	205	0.14	1.10	1.29	1.48	347.6	45.1	38.5	33.4	9%	2.3	无
688085	三友医疗	19.85	66	0.38	0.25	0.40	0.58	51.6	80.2	50.1	34.3	0%	0.5	无
1789.HK	爱康医疗	5.74	64	0.16	0.30	0.36	0.43	33.4	18.0	14.9	12.4	11%	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	1242	1521	1823	营业收入	1209	806	1130	1379	1645
应收款项	442	379	495	567	676	营业成本	333	269	377	464	555
存货净额	434	551	668	706	712	营业税金及附加	11	8	11	14	16
其他流动资产	30	25	29	38	47	销售费用	383	240	218	268	314
流动资产合计	3005	2840	3181	3578	4003	管理费用	44	45	67	81	92
固定资产	463	468	401	375	337	研发费用	157	133	130	156	174
无形资产及其他	136	128	123	119	115	财务费用	(17)	(17)	(11)	(14)	(16)
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	(60)	(30)	(30)
资产总计	3650	3466	3736	4102	4486	其他收入	(190)	(184)	(125)	(151)	(169)
短期借款及交易性金融负债	1	1	0	0	0	营业利润	306	131	307	411	510
应付款项	226	228	286	330	356	营业外净收支	(0)	1	0	0	0
其他流动负债	450	318	361	461	546	利润总额	306	132	308	412	510
流动负债合计	677	547	648	791	902	所得税费用	28	7	31	45	61
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
其他长期负债	94	98	102	107	112	归属于母公司净利润	278	125	277	366	449
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	749	897	1014	净利润	278	125	277	366	449
少数股东权益	2	1	2	2	2	资产减值准备	7	13	7	(2)	(3)
股东权益	2877	2820	2985	3203	3470	折旧摊销	33	37	45	53	56
负债和股东权益总计	3650	3466	3736	4102	4486	公允价值变动损失	(30)	(43)	60	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	(17)	(17)	(11)	(14)	(16)
每股收益	0.72	0.33	0.72	0.96	1.17	营运资本变动	218	(145)	(126)	29	(11)
每股红利	0.36	0.13	0.29	0.39	0.47	其它	(7)	(13)	(7)	2	4
每股净资产	7.50	7.35	7.78	8.35	9.05	经营活动现金流	499	(27)	256	478	524
ROIC	14%	6%	15%	19%	25%	资本开支	0	(87)	(41)	(51)	(41)
ROE	10%	4%	9%	11%	13%	其它投资现金流	(64)	86	0	0	0
毛利率	72%	67%	67%	66%	66%	投资活动现金流	(64)	(1)	(41)	(51)	(41)
EBIT Margin	23%	14%	29%	29%	30%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	18%	33%	33%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	1%	-33%	40%	22%	19%	支付股利、利息	(139)	(51)	(112)	(148)	(181)
净利润增长率	-10%	-55%	121%	32%	22%	其它融资现金流	152	2	(1)	0	0
资产负债率	21%	19%	20%	22%	23%	融资活动现金流	(126)	(99)	(113)	(148)	(181)
息率	1.3%	0.5%	1.1%	1.4%	1.7%	现金净变动	309	(127)	103	279	301
P/E	38.1	84.6	38.2	28.9	23.6	货币资金的期初余额	957	1266	1140	1242	1521
P/B	3.7	3.8	3.5	3.3	3.0	货币资金的期末余额	1266	1140	1242	1521	1823
EV/EBITDA	36.2	76.1	30.1	25.2	20.9	企业自由现金流	506	(91)	176	389	442
						权益自由现金流	658	(89)	186	401	457

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

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