

春立医疗（688236）深度研究报告

骨科集采落地，迈入成长新阶段

- ❖ **国内领先的骨科医疗器械厂商。**公司主要产品为关节假体产品及脊柱类植入产品，其中关节假体产品涵盖髌、膝、肩、肘四大人体关节，脊柱类植入产品为脊柱内固定系统的全系列产品组合。关节类假体产品占营业收入的比重超过90%。公司国内收入占比超过90%。在国内，随着公司经销网络的逐步完善和产品竞争力的不断提升，公司产品销往的终端医疗机构数量呈现增长趋势。在海外，公司也在积极推进产品拿证和渠道扩张。
- ❖ **关节：集采后加速放量。**公司在关节假体产品领域拥有领先的市场地位。公司拥有众多关节创新产品，如全陶和半陶关节、定制化关节、单髁膝关节、髌股关节、3D打印产品等。21年9月，关节全国集采开标，公司在三个髌关节产品系统竞标中均实现中标，预计髌关节产品的销售量将在短期内实现显著提升；且中标价格在主要厂商中相对较高，有利于公司保持盈利能力，更好的提升研发实力、维持竞争优势。公司的膝关节产品因为报价较高未能实现中标，但是公司通过积极开发高端“非带量”膝关节产品、拓展海外膝关节市场、开拓民营医院市场、与已中标膝关节产品厂商贝思达合作等措施以减轻膝关节产品未中标的影响。关节集采降价后预计国内关节手术量有望提升，公司关节业务有望借助集采加速放量。
- ❖ **脊柱和创伤：实现骨科植入物全面布局。**1) 脊柱：22年9月，脊柱全国集采开标。公司提交的八个产品系统类别全部中标，各地区于2023年1-2月起执行。公司将积极推进营销网络建设，进一步提升脊柱产品市占率。2) 创伤：公司在积极补齐创伤业务领域的产品管线。截至22H1，公司创伤系列产品研发已取得一定进展，其中，创伤截骨产品处于设计阶段，创伤髓内固定产品处于送检阶段，创伤金属骨钉处于注册阶段，创伤锁定钢板处于送检阶段，创伤外固定处于注册阶段。
- ❖ **拓展新业务，建立第二成长曲线。**1) **运动医学：**不可吸收带线锚钉于19年获批。非吸收性外科缝线系列产品、门型钉、带袢钛板于21年获批。PEEK材料带线锚钉、一次性刨削刀头、界面螺钉于22H1获批。公司在运动医学领域的布局已经基本完成。2) **PRP：**富血小板血浆制备套装于22年获批，是国内首家全自动富血小板血浆制备系统。医用离心机也于22年获批。3) **口腔：**颌面接骨板系统、正畸颊面管、正畸托槽于22年获批，正畸丝于23年1月获批，标志公司金属正畸产品注册证已齐备。
- ❖ **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司22-24年收入分别为12.28、17.19、22.34亿元，同比增长11%、40%、30%，归母净利润分别为3.44、4.47、5.81亿元，同比增长7%、30%、30%，对应22-24年EPS分别为0.89、1.16、1.51元，以2023年2月2日股价为参考，对应PE分别为34、26、20倍。可比公司2023年平均PE为29，考虑到公司关节和脊柱业务集采后将加速放量，并且积极拓展运动医学、PRP、口腔等新业务，建立第二成长曲线。我们给予公司2023年35倍估值，对应目标价约41元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**1、关节产品集采后放量不达预期；2、新业务放量不达预期；3、海外业务增长不达预期。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	1,108	1,228	1,719	2,234
同比增速(%)	18%	11%	40%	30%
归母净利润(百万)	322	344	447	581
同比增速(%)	14%	7%	30%	30%
每股盈利(元)	0.84	0.89	1.16	1.51
市盈率(倍)	36	34	26	20
市净率(倍)	5	4	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年2月2日收盘价

推荐（首次）

目标价：41元

当前价：30.61元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

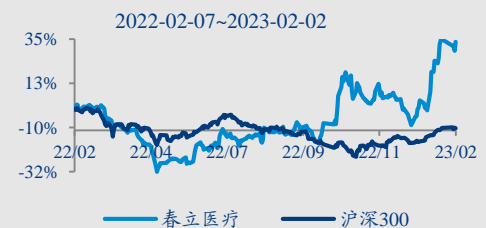
邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

公司基本数据

总股本(万股)	38,428.00
已上市流通股(万股)	7,775.75
总市值(亿元)	117.63
流通市值(亿元)	23.80
资产负债率(%)	15.69
每股净资产(元)	6.82
12个月内最高/最低价	30.89/15.67

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告从公司业务结构出发，分析了公司关节、脊柱和创伤、新业务（运动医学、PRP、口腔）的发展前景、公司竞争优势等。报告对春立医疗的业务进行了深入剖析，结构完整、逻辑清晰、内容详实。

投资逻辑

1) 公司是国内领先的骨科医疗器械厂商。在国内，随着公司经销网络的逐步完善和产品竞争力的不断提升，公司产品销往的终端医疗机构数量呈现增长趋势。在海外，公司也在积极推进产品拿证和渠道扩张。2) 关节集采中标后有望加速放量。3) 脊柱集采中标后有望提升市占率，创伤产品线补齐中。3) 拓展运动医学、PRP、口腔等新业务，建立第二成长曲线。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设：1、公司关节和脊柱业务集采后加速放量；2、运动医学、PRP、口腔等新业务实现较快增长。

盈利预测与投资评级：我们预计，公司 22-24 年收入分别为 12.28、17.19、22.34 亿元，同比增长 11%、40%、30%，归母净利润分别为 3.44、4.47、5.81 亿元，同比增长 7%、30%、30%，对应 22-24 年 EPS 分别为 0.89、1.16、1.51 元，以 2023 年 2 月 2 日股价为参考，对应 PE 分别为 34、26、20 倍。可比公司 2023 年平均 PE 为 29，考虑到公司关节和脊柱业务集采后将加速放量，并且积极拓展运动医学、PRP、口腔等新业务，建立第二成长曲线。我们给予公司 2023 年 35 倍估值，对应目标价约 41 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、国内领先的骨科医疗器械厂商.....	5
（一）关节为主，全面布局骨科业务.....	5
（二）国内外销售渠道持续扩张.....	6
（三）股权结构集中.....	8
二、关节：集采后有望加速放量.....	8
（一）关节市场前景广阔，公司产品持续创新.....	8
1、全陶和半陶关节.....	9
2、定制化关节.....	10
3、单髁膝关节和髌股关节.....	11
4、3D 打印产品.....	11
（二）集采：髌关节全线中标，膝关节与已中标企业合作.....	12
（三）集采后：关节手术量有望提升，公司多举措应对集采.....	13
1、集采后关节手术量有望提升.....	13
2、提升研发与创新能力.....	14
3、价格控制.....	14
4、保障供应.....	14
三、脊柱和创伤：实现骨科植入物全面布局.....	14
（一）脊柱：全国集采中标，提升市场份额.....	14
（二）创伤：补齐骨科业务产品线.....	15
四、拓展新业务，建立第二成长曲线.....	16
（一）运动医学：布局已经基本完成.....	16
（二）PRP：国内首家全自动富血小板血浆制备系统.....	17
（三）口腔：金属正畸产品注册证已齐备.....	17
五、盈利预测与投资评级.....	18
六、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	春立医疗收入及增速	5
图表 2	春立医疗归母净利润及增速	5
图表 3	春立医疗收入结构（分产品）	5
图表 4	春立医疗毛利率和净利率	6
图表 5	春立医疗费用率	6
图表 6	春立医疗收入结构（分地区）	6
图表 7	春立医疗国内覆盖医院数量	7
图表 8	春立医疗国内收入结构	7
图表 9	春立医疗海外前五大客户	7
图表 10	春立医疗股权结构（截至 22Q3）	8
图表 11	我国关节植入物市场规模及增速	8
图表 12	我国关节植入物市场国产和进口占比	8
图表 13	半陶产品和全陶产品的优缺点	9
图表 14	春立医疗标准髋关节假体产品收入结构	10
图表 15	春立医疗全陶和半陶产品毛利率	10
图表 16	定制关节假体产品与标准关节假体产品的区别	10
图表 17	春立医疗定制化关节占总收入的比重	11
图表 18	春立医疗定制化关节毛利率	11
图表 19	主要厂商在关节集采中的中标及价格情况（国内市场前十大厂商）	12
图表 20	我国骨科疾病患病率	14
图表 21	中美骨科手术渗透率对比	14
图表 22	我国脊柱植入物市场规模及增速	15
图表 23	我国脊柱植入物市场国产和进口占比	15
图表 24	我国创伤植入物市场规模及增速	15
图表 25	我国创伤植入物市场国产和进口占比	15
图表 26	2021 年国内关节镜市场竞争格局	16
图表 27	2021 年国内运动医学植入耗材市场竞争格局	16
图表 28	口腔科高值医用耗材品牌情况	17
图表 29	春立医疗盈利预测拆分	19
图表 30	可比公司估值	19

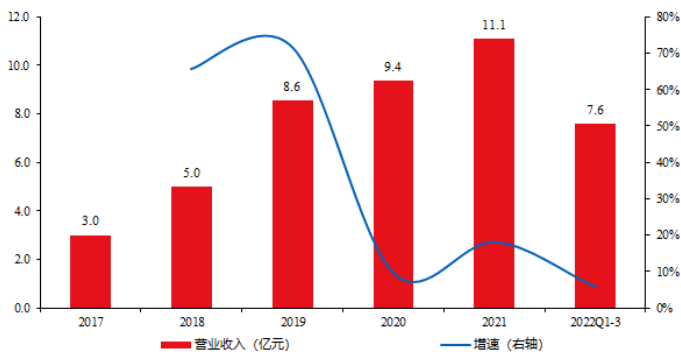
一、国内领先的骨科医疗器械厂商

(一) 关节为主，全面布局骨科业务

春立医疗成立于1998年，2015年完成H股主板上市，2021年完成A股科创板上市。历经20余年发展，公司成为国内领先的骨科医疗器械厂商，主营业务是植入性骨科医疗器械的研发、生产与销售。

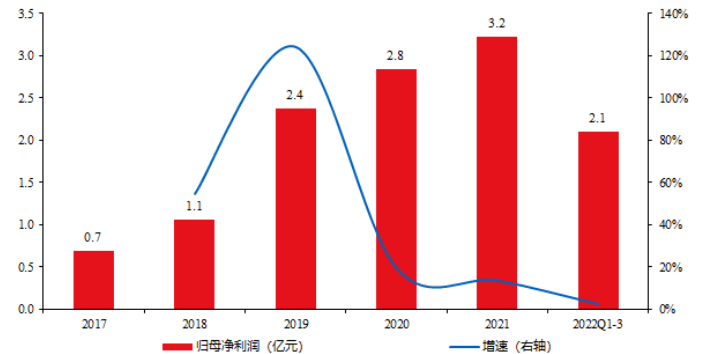
公司主要产品为关节假体产品及脊柱类植入产品，其中关节假体产品涵盖髋、膝、肩、肘四大人体关节，脊柱类植入产品为脊柱内固定系统的全系列产品组合。疫情以来，公司业绩增速受到较大影响。2021年，公司收入为11.08亿元(+18.18%)，归母净利润为3.22亿元(+13.76%)。22年前三季度，公司收入为7.60亿元(+5.79%)，归母净利润为2.10亿元(+2.71%)。

图表 1 春立医疗收入及增速



资料来源：公司公告，华创证券

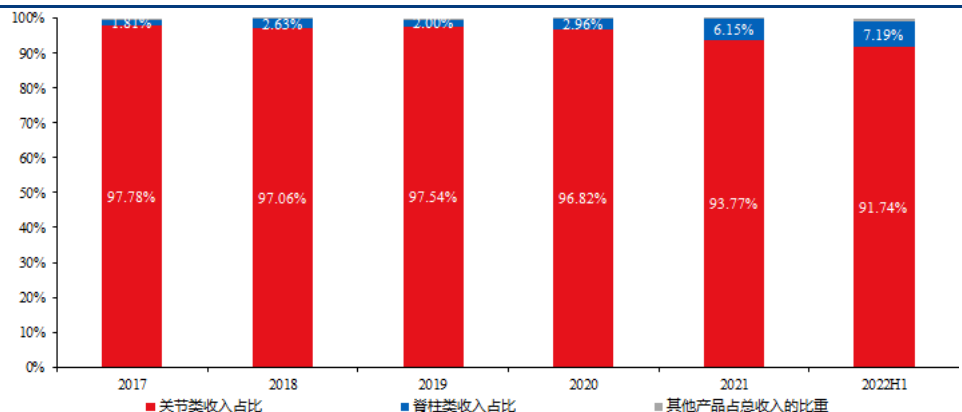
图表 2 春立医疗归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华创证券

公司关节类产品占营业收入的比重超过90%。公司关节类产品市场率在国内处于领先地位。公司主营业务收入中的其他产品收入主要为运动医学产品、骨水泥等相关产品的销售、金额较小。

图表 3 春立医疗收入结构 (分产品)

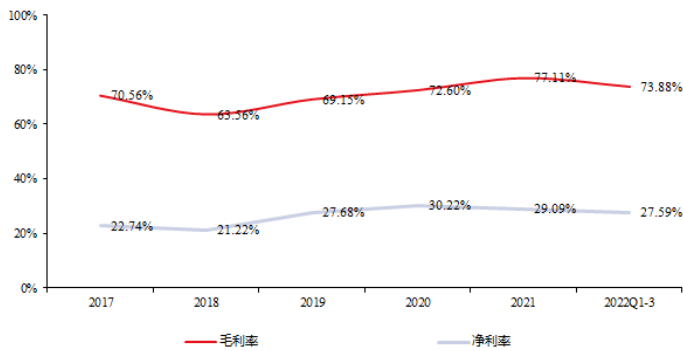


资料来源：公司公告，华创证券

近年来公司盈利能力有所提升。公司毛利率从2017年的70.56%提升至2021年的77.11%，主要原因是公司产品升级等。公司重视研发，近年来研发费用率提升明显，从2017年的7.06%提升到2021年的9.46%，22年前三季度研发费用率高达13.82%。得益于管理和财务

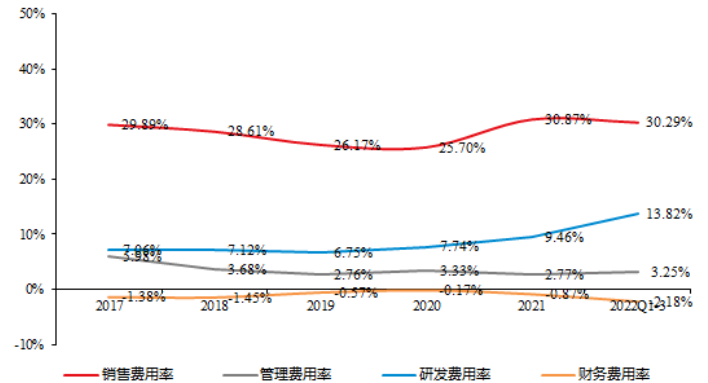
费用的节约，公司利润率有所提升，从2017年的22.74%提升到2021年的29.09%。

图表 4 春立医疗毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 春立医疗费用率

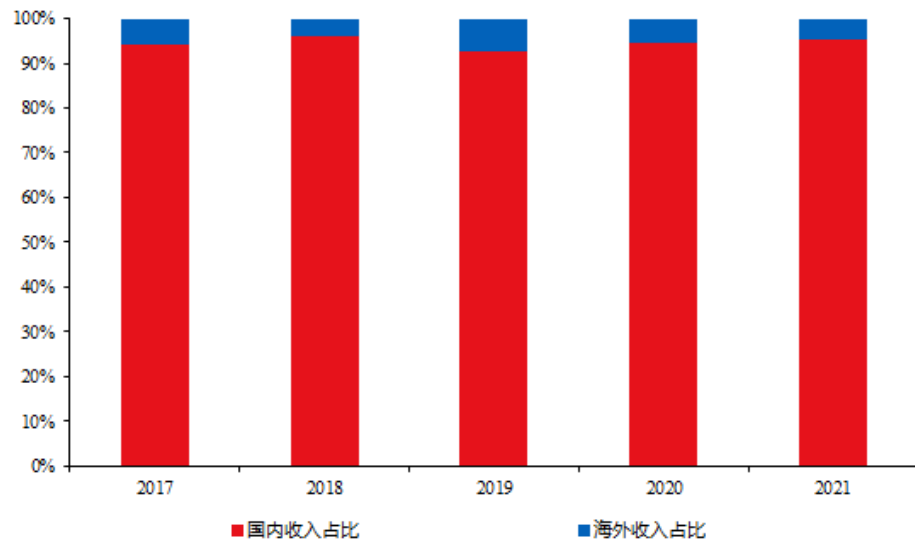


资料来源：公司公告，华创证券

（二）国内外销售渠道持续扩张

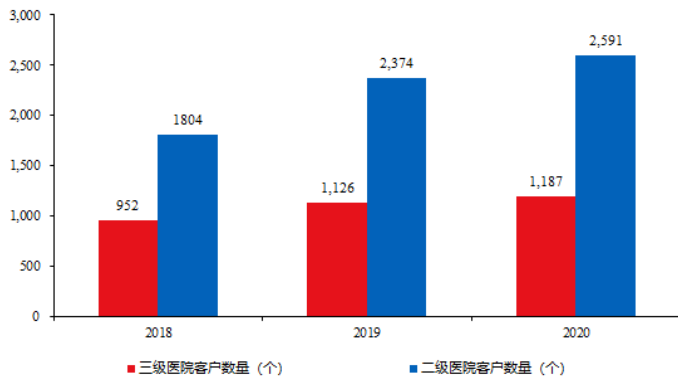
公司收入绝大部分来自国内，海外收入占比较低。2021年，公司境内收入占比95%，境外收入占比5%。公司正积极开拓海外市场。

图表 6 春立医疗收入结构（分地区）

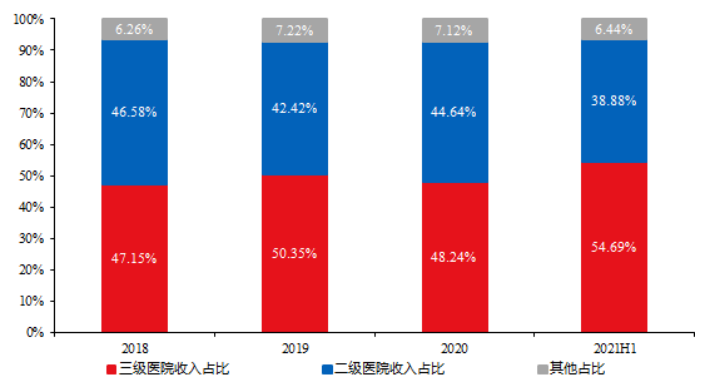


资料来源：公司公告，华创证券

在国内，随着公司经销网络的逐步完善和产品竞争力的不断提升，公司产品销往的终端医疗机构数量呈现增长趋势，2020年公司覆盖的三级医院客户有1187个、二级医院客户有2591个。公司产品主要销往大中型医院，2020年公司产品销售往三级或二级医院的比例分别为92.88%。

图表 7 春立医疗国内覆盖医院数量


资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 春立医疗国内收入结构


资料来源：公司公告，华创证券

在海外，公司也在积极推进产品拿证和渠道扩张。公司无菌髋关节假体系统、无菌膝关节假体系统、颈椎前路固定系统、CF 颈椎后路固定系统等多项产品通过欧盟 CE 认证。公司境外业务收入主要来自 OEM/ODM 模式。自 2018 年开始，公司与墨西哥 APOLO Medical Services S.A.De C.V.及其关联公司开展合作，2019 年收入金额占外销收入的比例为 39%，拉动外销收入大幅增长。2020 年受海外疫情影响，公司境外收入有所下降。

图表 9 春立医疗海外前五大客户

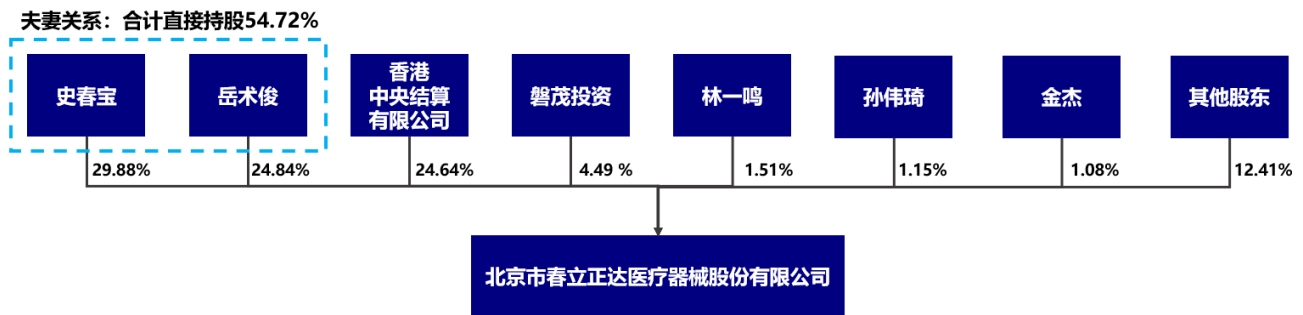
序号	公司名称	国家	2020 年销售金额 (万元)	占比
1	APOLO Medical Services S.A.deC.V.及其关联公司	墨西哥	2,026	40%
2	Suntatech Company Limited	泰国	383	8%
3	Plus Medical Devices India (P)Ltd.	印度	325	6%
4	Prima Implantes SA	阿根廷	251	5%
5	South America Implants CO.,LTD	阿根廷	182	4%
合计			3,167	63%
序号	公司名称	国家	2019 年销售金额 (万元)	占比
1	APOLO Medical Services S.A.deC.V.及其关联公司	墨西哥	2506	39%
2	Linvec S.A.de C.V.	墨西哥	811	13%
3	Prima Implantes SA	阿根廷	565	9%
4	CDH Protesise Implantes S.R.L.	巴拉圭	314	5%
5	Hemost S.A.De C.V.	墨西哥	281	4%
合计			4476	70%
序号	公司名称	国家	2018 年销售金额 (万元)	占比
1	Prima Implantes SA	阿根廷	452	23%
2	Linvec S.A.de C.V.	墨西哥	240	12%
3	APOLO Medical Services S.A.deC.V.及其关联公司	墨西哥	219	11%
4	CDH Protesise Implantes S.R.L.	巴拉圭	197	10%
5	South America Implants CO.,LTD	阿根廷	148	7%
合计			1256	63%

资料来源：春立医疗招股书，华创证券

（三）股权结构集中

公司的实际控制人为史春宝、岳术俊夫妇，截至 22Q3 合计持股比例为 54.72%。史春宝先生拥有近 30 年医疗器械生产研发及管理经验，1998 年 2 月起与其妻岳术俊共同创立春立有限。史文玲女士于 2022 年 6 月成为公司董事长，史文玲女士是史春宝先生与岳术俊女士的女儿。史春生先生于 2022 年 3 月成为公司总经理。史春生先生 2001 年 11 月起加入春立有限，历任车间工人、检验员、质量部副经理、企管部经理、生产部经理及厂长助理，2014 年 1 月起任公司副总经理，2020 年 8 月起任公司董事会秘书。

图表 10 春立医疗股权结构（截至 22Q3）



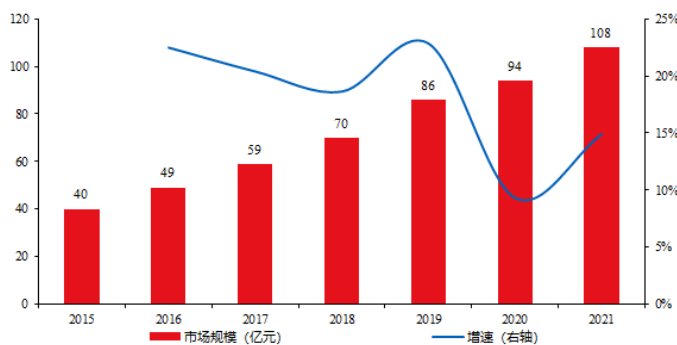
资料来源：公司公告，Wind，华创证券

二、关节：集采后有望加速放量

（一）关节市场前景广阔，公司产品持续创新

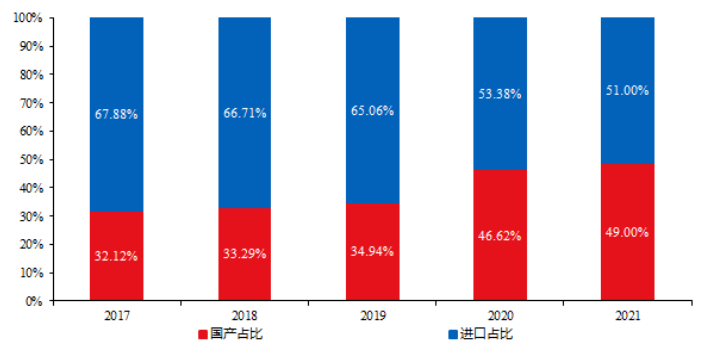
2021 年我国骨科植入物市场规模达 340 亿元，其中关节市场规模为 108 亿元，同比增长 15%，占骨科植入物市场的 32%。由于关节类植入器械技术难度相对较高、生产工艺复杂，我国关节类植入器械市场目前以进口产品为主，国产产品占比较低。2021 年，国内关节市场销售额中，进口产品占比 51%，国产产品占比 49%，其中，进口产品销售额增长率为 10%，国产产品销售额增长率达 21%，国产企业市占率在持续提升。

图表 11 我国关节植入物市场规模及增速



资料来源：威高骨科招股书，赛柏蓝器械，华创证券

图表 12 我国关节植入物市场国产和进口占比



资料来源：威高骨科招股书，行业发展蓝皮书公众号，华创证券

公司在关节假体产品领域已建立起较高的品牌知名度，在国内具有较为领先的市场地位。2021年公司关节收入约10.4亿元，国内关节市场规模为108亿，据此推算公司市占率约为10%左右。

1、全陶和半陶关节

髋关节假体产品主要部件包括股骨柄、髌臼、内衬、球头、双极头等。其中，靠近股骨近端的球头一般可选用金属材料或陶瓷材料，髌臼外杯里的内衬一般可选用陶瓷材料或聚乙烯材料。使用陶瓷球头和陶瓷内衬的称为全陶产品，使用陶瓷球头和非陶瓷内衬的称为半陶产品。半陶产品、全陶产品均可用于髌臼侧髋关节置换，两者区别主要在于内衬材料的不同，由此导致产品特性存在一定差异，半陶产品、全陶产品适用于不同的患者人群。

图表 13 半陶产品和全陶产品的优缺点

项目	半陶产品	全陶产品
球头部件的材料		陶瓷
内衬部件的材料	聚乙烯	陶瓷
优点	1) 价格适中：介于金属+聚乙烯和全陶两种之间的一种组合，价格适中； 2) 不易破碎：硬（陶瓷）对软（聚乙烯）的界面，不容易发生破碎 3) 异响概率低：一般不会发生“吱咯”样的异响。	1) 磨损率低：陶瓷的特点是硬度大，超耐磨，有一定的脆性；在金属、陶瓷和聚乙烯这三种材料中，陶瓷的硬度最大，最耐磨，因此“陶瓷对陶瓷”的最大优点是磨损率低，使用寿命长； 2) 磨损颗粒生物惰性高：陶瓷颗粒引起的机体反应很轻，很少造成大量骨溶解，减少了假体松动的可能性。
缺点	磨损率较高：与陶瓷对陶瓷界面相比，会产生相对较多的磨损颗粒	1) 一定的破碎率：陶瓷具有一定的脆性，若受到暴力性外伤或手术中使用不当，存在破碎风险，但这种情况发生的概率非常低； 2) 可能存在异响：少数病人会感到“吱咯”样的异响，但概率非常低，且主要发生在欧美国家体格大的病人中； 3) 价格较高。

资料来源：春立医疗招股书，华创证券

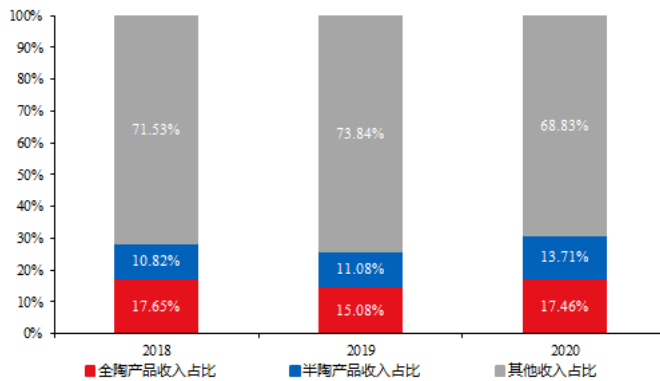
2015年，春立成为中国大陆首家获批 BIOLOX®delta 第四代全陶及半陶关节注册证的企业。德国 CeramTec 公司是全球先进陶瓷材料的领先供应商之一，于 1974 年创立 BIOLOX®，1994 年推出第三代 BIOLOX® forte 纯氧化铝陶瓷（黄陶），2003 年推出第四代 BIOLOX® delta 氧化铝基复合陶瓷（粉陶），越来越广泛地应用于髋关节置换。

2020 年 5 月，春立成功注册上市 BIOLOX®OPTION 带锥套的陶瓷头产品，成为国内首家拥有此款陶瓷注册证的企业。BIOLOX®OPTION 系统由两部分组成，外部是磨损性能优异的 BIOLOX®delta 高技术陶瓷的陶瓷球头，内部是 Ti6Al4V 钛合金锥套。陶瓷球头无裙边设计允许全方位的活动度。BIOLOX®OPTION 带锥套的陶瓷头产品可以用于初次置换及翻修术，不仅可用于翻修术中柄锥受损时（不能使用通常的纯陶瓷球头）关节面的优

化升级，也可为罕见的陶瓷碎裂翻修病例提供一个适合的解决方案。

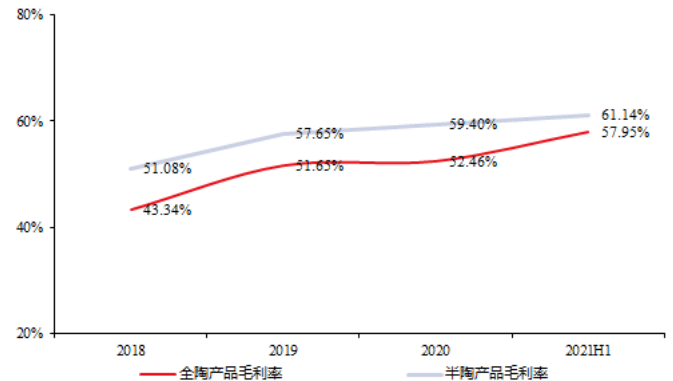
全陶产品和半陶产品在公司标准髋关节假体产品中的收入占比持续提升。半陶产品中的非陶瓷内衬产品为公司自行加工生产，产品成本较低，毛利率高且稳定。半陶产品中的陶瓷球头、全陶产品中的陶瓷球头及陶瓷内衬，为公司进口 CeramTec 公司陶瓷原材料而生产的较高端产品，毛利率相对较低。但是随着公司陶瓷产品销量增加，公司采购议价能力增加，产品毛利率有所提升。

图表 14 春立医疗标准髋关节假体产品收入结构



资料来源：春立医疗招股书，华创证券

图表 15 春立医疗全陶和半陶产品毛利率



资料来源：春立医疗招股书，华创证券

2、定制化关节

公司的关节假体产品分为标准关节假体产品及定制关节假体产品。标准关节假体产品主要包括髋关节假体产品及膝关节假体产品。而定制关节假体产品又为两类，即传统定制关节假体产品及组配定制关节假体产品。其中，传统定制关节假体产品是迎合特定患者的需要，而根据该患者的骨骼结构数据专门设计、制造。组配定制关节假体产品则由不同规格及尺寸的关节假体的现成组件临床组配而成，根据大量患者临床数据统计分析而设计、制造。与传统定制关节假体产品相比，组配定制关节假体在满足不同患者需要的基础上，生产及组配时间较短，可尽量减少医疗手术出现延误。

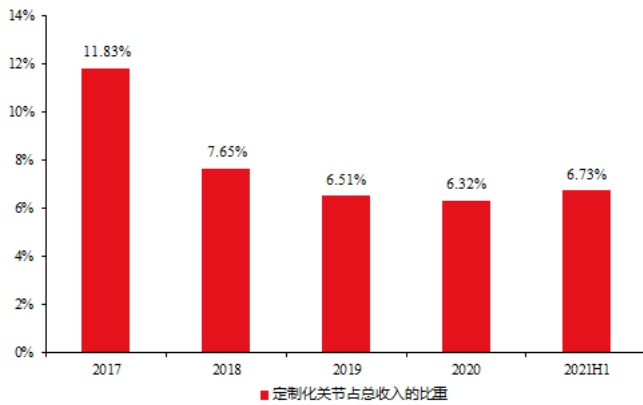
图表 16 定制关节假体产品与标准关节假体产品的区别

项目	标准关节假体产品	定制关节假体产品
适用症	骨性关节炎、类风湿性关节炎、缺血性坏死、创伤性关节炎等	股骨近端肿瘤、股骨粗隆间粉碎性骨折及适合使用定制关节假体的其他疾病
产品结构	结构简单、标准化	结构复杂、个性化
产品功能	有关节复原功能，一般不适合替代大块的骨缺损	有关节复原功能，适合替代骨缺损

资料来源：春立医疗招股书，华创证券

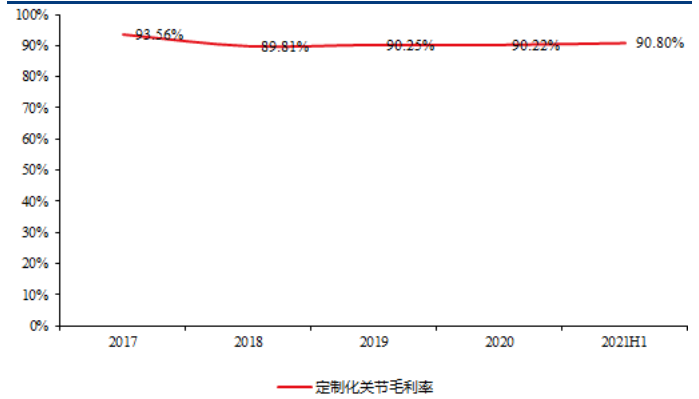
2020 年，定制关节假体占公司总收入的 6.32%，毛利率 90.22%，在公司所有产品中毛利率处于高位。

图表 17 春立医疗定制化关节占总收入的比重



资料来源：春立医疗招股书，华创证券

图表 18 春立医疗定制化关节毛利率



资料来源：春立医疗招股书，华创证券

3、单髁膝关节和髌股关节

严重的膝关节炎需要进行人工膝关节置换，但膝关节炎患者中一部分仅为单间室严重病变。对于膝关节单间室疾病，可根据患者膝关节内侧髁或外侧髁病变状况仅置换病变的单间室膝关节。在治疗单间室骨关节炎方面，单髁膝关节置换术较全膝关节置换术的创伤相对更小、恢复较快，手术并发症较少、术后功能较好。自 1957 年 McKeever 首次应用 Vitallium 胫骨平台假体进行半膝关节置换以来，单髁假体设计不断取得新进展，并在术中及术后不断呈现出新优势。

2021 年 8 月，公司获批“单髁膝关节假体”注册证，成为国内首家且唯一一家同时拥有活动平台单髁和固定平台单髁的企业，填补了国内关节领域的空白。春立单髁产品具有置换损伤小、恢复快、骨量丢失少、并发症少、术后功能好等优点。

2021 年 9 月，春立的“髌股关节假体”获批注册，春立成为国内首家拥有髌股关节的企业。髌股关节置换手术（PFA）和全膝关节置换（TKA）相比优势明显：1）手术创伤小，出血少，操作简单，对伸膝装置干扰小，保留半月板和十字韧带，手术时间及术后恢复时间短，治疗费用少；2）手术截骨面小，胫骨关节面无须截骨，保留了尽可能多的骨量，有利于翻修；3）对年轻或活动量大的单纯髌骨关节炎患者，髌股关节置换手术是一种最佳的选择。

4、3D 打印产品

3D 打印是增材制造的一种方式，与传统的减材制造和等材制造不同的是，增材制造是从零到有的一个创造。其全新的技术原理及制造方式，也有着传统精密加工所无法比拟的巨大优势，如缩短新产品研发及实现周期、可高效成型更为复杂的结构、实现一体化、轻量化设计等。

春立医疗从 2010 年至今，为满足不同客户需求且提供更加优质的医疗服务，已引入多种不同工艺类型的 3D 打印设备，包括 FDM（熔融层积型）设备、EBM（电子束熔融）设备、MJF（多射流熔融）设备等。春立医疗已掌握使用电子束技术生产骨小梁等多种产品的技术，已掌握使用多射流熔融 3D 打印机生产导板、假体试模等器械零件的技术。此外，春立医疗可利用送粉金属 3D 打印机，使用医疗机构金属粉末，对传统工艺生产的医疗植入物进行表面涂覆，金属粉末被激光照射均匀融化，重新冷却为固体结合到金属表面上，实现植入物表面的多孔结构，促进骨生长。

2020年8月经聘请，春立医疗担任中国医疗器械行业协会3D打印医疗器械专业委员会团体标准化技术委员会起草单位，参与《3D打印钛金属髌关节假体》、《3D打印钛金属膝关节假体》、《3D打印钛金属个性化骨缺损填充体》、《3D打印钛金属脊柱假体》团体标准的制定工作，并被该专业委员会评为“3D打印医疗器械团体标准先进起草单位”。

2022年6月，公司的3D打印骨小梁髌臼垫块获批注册。3D打印骨小梁垫块有骨结合优越性、力学优越性、初期稳定性优良、适用范围广等优点。2022年11月，3D打印的髌关节假体获批注册。3D打印髌关节假体的产品设计特点为：1）3D打印的髌臼杯和袖套的骨小梁多孔层为三维通孔结构、高孔隙率，具有优异的骨长入效果，保证假体植入后的稳定性；2）高交联超高分子量聚乙烯内衬具有较高的韧性及耐磨损性能；3）组配式股骨柄前倾角可调、规格种类齐全，搭配小规格3D打印髌臼杯使用，尤其适合先天性髌关节发育不良（DDH）和先天性髌关节脱位患者（CDH）。

（二）集采：髌关节全线中标，膝关节与已中标企业合作

21年6月，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》。21年8月，《国家组织人工关节集中带量采购公告（第2号）》、《国家组织人工关节集中带量采购公告（第3号）》和配套文件发布。21年9月，国家组织人工关节产品集中采购在天津开标。

本次人工关节集中带量采购产品为初次置换人工全髌关节、初次置换人工全膝关节。其中初次置换人工全髌关节分为陶瓷-陶瓷类髌关节产品系统、陶瓷-聚乙烯类髌关节产品系统、合金-聚乙烯类髌关节产品系统三个产品系统类别开展采购；初次置换人工全膝关节作为一个产品系统类别开展采购。

各产品系统类别的意向采购量按照参加本次集中带量采购的医疗机构报送的各产品系统采购需求量的90%累加得出。其中髌关节产品系统首年意向采购总量为305,542个（陶瓷-陶瓷类髌关节产品系统126,797个，陶瓷-聚乙烯类髌关节产品系统142,757个，合金-聚乙烯类髌关节产品系统35,988个），膝关节产品系统首年意向采购总量为231,976个。本次人工关节集中带量采购周期为2年（从2022年3-4月份开始执行）。

集采结果显示，中选髌关节平均终端价格从3.5万元下降至7,000元左右，平均降幅80%，膝关节平均终端价格从3.2万元下降至5,000元左右，平均降幅84%。

图表 19 主要厂商在关节集采中的中标及价格情况（国内市场前十大厂商）

厂商	陶瓷-陶瓷			陶瓷-聚乙烯			合金-聚乙烯			膝关节		
	中标情况	中标价格（元）	首年意向采购量（套）	中标情况	中标价格（元）	首年意向采购量（套）	中标情况	中标价格（元）	首年意向采购量（套）	中标情况	中标价格（元）	首年意向采购量（套）
捷迈邦美	√	7,987	15,577	√	6,987	13,446	√	4,987	980	√	5,799	36,341
强生	√	8,106	14,998	√	8,006	16,044	√	8,206	2,263	√	7,199	28,469
爱康医疗	√	6,896	15,364	√	6,290	23,905	√	6,730	6,648	√	4,599	30,933
春立医疗	√	8,000	21,138	√	7,900	10,372	√	8,110	5,056	×	-	-

林克骨科	√	8,506	21,318	√	8,500	10,965	×	-	-	×	-	-
施乐辉	×	-	-	√	6,990	11,425	√	6,346	2,058	√	5,480	25,901
威高	√	7,521-7,527	8,309	√	6,628-6,715	16,600	√	6,706-7,289	3,843	√	4,914-5,233	14,873
史赛克	×	-	-	√	5,519	6,114	√	4,160	140	√	5,527	7,505
天津正天	√	9,920	10,634	√	8,480	10,238	√	无公开数据	2,981	√	4,416	14,421
联合骨科	√	7,998	1,894	√	无公开数据	3,407	√	无公开数据	530	√	4,995	4,129

资料来源：春立医疗招股书，华创证券

本次带量采购中，公司在三个髌关节产品系统竞标中均实现中标，预计髌关节产品的销售量将在短期内实现显著提升；且中标价格在主要厂商中相对较高，有利于公司保持盈利能力，更好的提升研发实力、维持竞争优势。

但公司的膝关节产品系统竞标中未能实现中标，主要是因为公司报价相对较高。公司通过积极开发高端“非带量”膝关节产品、拓展海外膝关节市场、开拓民营医院市场、与已中标膝关节产品厂商合作等措施以减轻膝关节产品未中标的影响。

21年9月22日，春立医疗宣布与贝思达签订战略合作协议，贝思达所有膝关节产品将由春立医疗全程代加工生产。随后春立医疗与贝思达在关节、创伤、脊柱、运动医学等产品全面合作。在本次关节全国集采中，贝思达的膝关节中标。

北京贝思达生物技术有限公司成立于2005年，是专业从事生产骨科植入性医疗器械的国家高新技术企业，是国内率先推出“锁定钢板”、将“锁定技术”应用于骨科的生产企业之一，主要产品包括创伤、脊柱、关节、运动医学等产品。

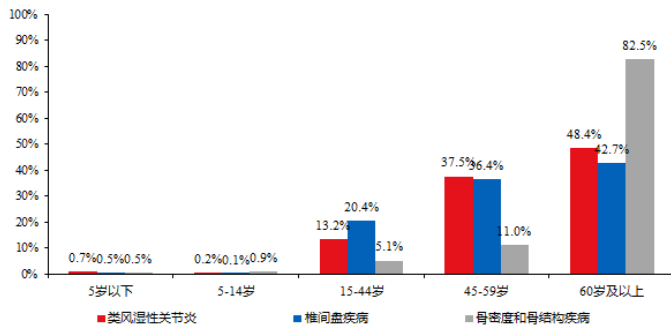
（三）集采后：关节手术量有望提升，公司多举措应对集采

1、集采后关节手术量有望提升

骨科疾病发病率与年龄相关性极高，随着年龄的增长，人体发生骨折、脊柱侧弯、颈椎病、关节炎、关节肿瘤等骨科疾病的概率大幅上升。根据《中国健康卫生统计年鉴(2019)》数据统计，在骨科患病（以类风湿性关节炎、椎间盘疾病、骨密度和骨结构疾病为例）人群中，60岁以上年龄阶段的人群占比远高于该年龄段以下的人群占比。

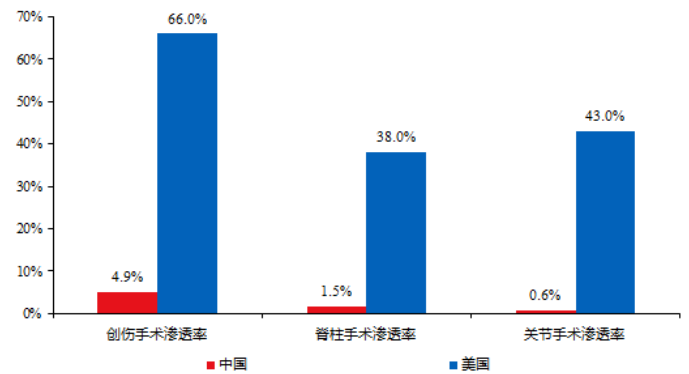
我国骨科手术渗透率远低于发达国家水平。我国创伤、脊柱和关节手术渗透率分别为4.9%、1.5%和0.6%，美国分别为66%、38%、43%。相比于发达国家，我国骨科市场未来是一个高成长高增量的市场。人口老龄化、居民收入增长及带量采购的降价影响均将有助于进一步推动手术量提升。

图表 20 我国骨科疾病患病率



资料来源：国家卫健委《中国卫生健康统计年鉴（2019）》，华创证券

图表 21 中美骨科手术渗透率对比



资料来源：赛柏蓝器械，华创证券

2、提升研发与创新能力

除了标准的全髋、全膝关节产品系统，春立还有众多成熟全面的产品系统，例如 3D 打印定制产品、运动医学产品、脊柱产品、骨水泥搅拌器、骨水泥冲洗器；还有众多国内空白产品、首创产品已上市或将上市，例如单髁产品（国内唯一具有活动半月板、固定半月板证的企业）、填补国内空白的髌股关节产品、填补国内空白的钽金属产品、国内最先进的全自动过滤 PRP 系统。

在创新能力方面，春立有许多高学历经验丰富的研发人员，同时研发投入逐年增加，新产品研发会紧跟国际形势，开发出品质更好、价格更低、更加适用于国人的先进产品。

3、价格控制

关节产品喷涂、锻造、铸造等过程通常会外包，一般这些上游利润可达 30%，春立在河北建立喷涂、锻造、铸造工厂，减少上游利润，使出厂价降低将近 30%，让利经销商。除此之外，没有列入带量采购的产品例如翻修和半髋也将降价，经销商库存中产品按照带量后的降价价格执行。

4、保障供应

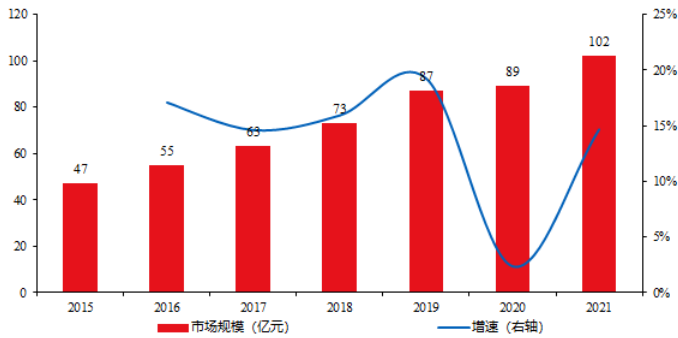
为保障集采后市场上货物充足供应，公司增加地市物流平台提高客户调货便利性、减轻小客户大量备货压力。22 年 12 月，公司与国科恒泰成功签订战略合作协议，达成医疗器械数字化供应链领域战略合作。国科恒泰是中国科学院投资企业东方科仪控股的成员企业，专注做医疗器械与高质医疗耗材十多年，合作伙伴众多。

三、脊柱和创伤：实现骨科植入物全面布局

（一）脊柱：全国集采中标，提升市场份额

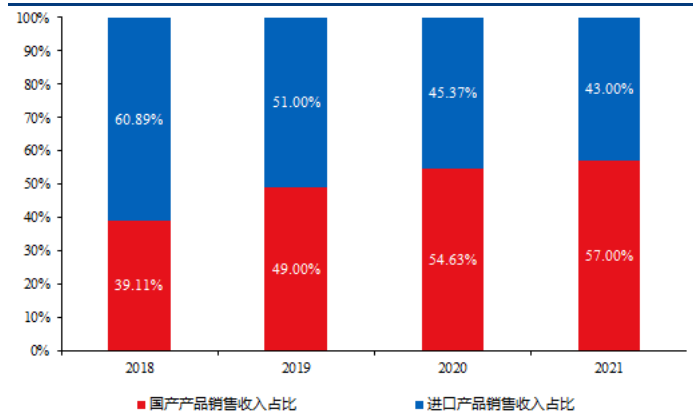
2021 年我国骨科植入物市场规模达 340 亿元，其中脊柱市场规模为 102 亿元，同比增长 15%，占骨科植入物市场的 30%。2021 年，国内脊柱市场销售额中，进口产品占比 43%，国产产品占比 57%，其中，进口产品销售额增长率为 9%，国产产品销售额增长率达 20%。

图表 22 我国脊柱植入物市场规模及增速



资料来源：威高骨科招股书，赛柏蓝器械，华创证券

图表 23 我国脊柱植入物市场国产和进口占比



资料来源：行业发展蓝皮书公众号，医械汇《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》，华创证券

2021 年我国脊柱植入物医疗器械市场仍被国外厂商占据主要市场份额，国产企业主要有威高、三友、春立等。2021 年春立脊柱收入为 6810 万元，体量较小，在国内市占率不足 1%。

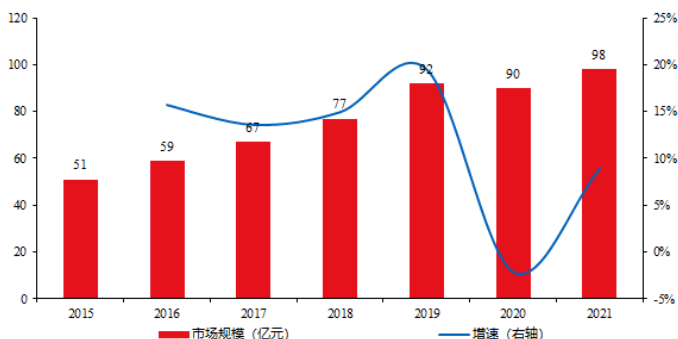
公司脊柱产品主要有 IIIA 型骨板系统、U 型钉、拱形横联、钩锁双螺纹螺钉、骨水泥微创螺钉、颈椎后路螺钉、RZ-IIC OLIF 融合器、RZ-IIIA 融合器、颈椎 IB 融合器、椎间融合器 RZ-IIB 等。

22 年 9 月，国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购产生中选结果，公司提交的八个产品系统类别全部中标，各地区于 2023 年 1-2 月起执行。同时公司将积极推进营销网络建设，进一步提升市场占有率。

（二）创伤：补齐骨科业务产品线

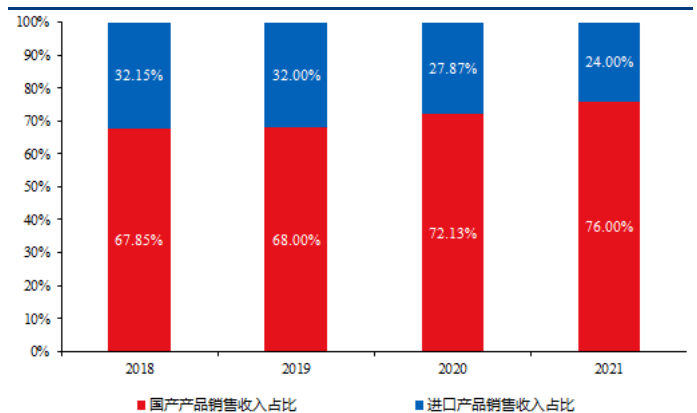
2021 年我国骨科植入物市场规模达 340 亿元，其中创伤市场规模为 98 亿元，同比增长 9%，占骨科植入物市场的 29%。2021 年，国内创伤市场销售额中，进口产品占比 24%，国产产品占比 76%，其中，进口产品销售额增长率为-6%，国产产品销售额增长率达 15%。

图表 24 我国创伤植入物市场规模及增速



资料来源：威高骨科招股书，赛柏蓝器械，华创证券

图表 25 我国创伤植入物市场国产和进口占比



资料来源：行业发展蓝皮书公众号，医械汇《中国医疗器械蓝皮书（2019 版）》，华创证券

我国创伤类植入医疗器械市场国产化程度相对较高，主要企业的市场份额差距相对较小。国产企业中，大博医疗的市占率第一。2021 年大博医疗创伤收入为 11.3 亿元，国内创伤市场约 98 亿元，大博医疗市占率约为 12% 左右。

公司在积极补齐创伤业务领域的产品管线。截至 22H1，公司创伤系列产品研发已取得一定进展，其中，创伤截骨产品处于设计阶段，创伤髓内固定产品处于送检阶段，创伤金属骨针处于注册阶段，创伤锁定钢板处于送检阶段，创伤外固定处于注册阶段。

四、拓展新业务，建立第二成长曲线

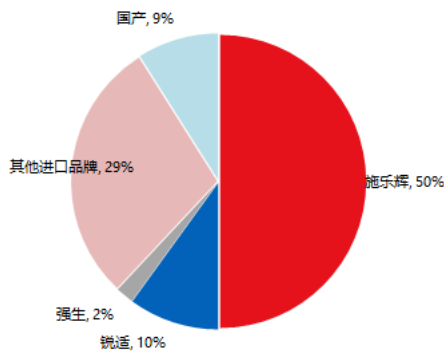
（一）运动医学：布局已经基本完成

2021 年我国骨科植入物市场规模达 340 亿元，其中运动医学市场规模为 32 亿元，同比增长 27%，占骨科植入物市场的 9%。2021 年国内运动医学市场销售额中，进口占比为 88%，增长率为 21%；国产占比 12%，增长率达 100%。在骨科细分领域中，运动医学领域增速最快。国产运动医学市场规模高速增长受益于近几年资本加速进入该领域，较多国产运动医学厂家已完成基础的产品线布局和产品上市。

运动医学属于交叉性学科，主要采用全关节镜下或关节镜辅助下的微创手术，对韧带、关节囊、肌腱等软组织的形态修复和功能重建。运动医学手术中所需的医疗器械分为设备与耗材，其中设备主要为关节镜手术系统，约占整体市场 40%；而剩余的 60% 为带线锚钉、界面螺钉、带线钛板等医疗耗材。

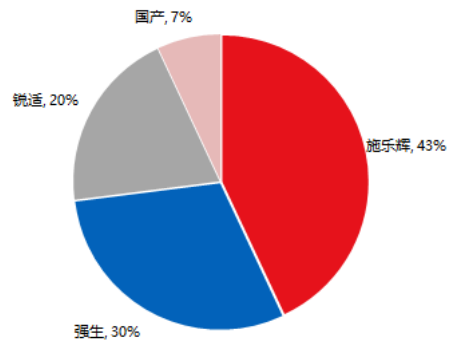
尽管中国运动医学市场发展迅速，但由于进口产品发展时间长、产品性能高，目前中国运动医学市场仍被施乐辉、强生、锐适等进口大厂垄断。

图表 26 2021 年国内关节镜市场竞争格局



资料来源：云湖咨询，转引自中国医疗器械行业协会，华创证券

图表 27 2021 年国内运动医学植入耗材市场竞争格局



资料来源：云湖咨询，转引自中国医疗器械行业协会，华创证券

2019 年 6 月，春立医疗获得“不可吸收带线锚钉”注册证，正式进入运动医学领域。2021 年 7 月，非吸收性外科缝线系列产品获批上市，主要适用于软组织的缝合或结扎。2021 年 8 月，不可吸收带线锚钉产品申请增加表面进行着色阳极氧化处理许可获批。此次许可变更不仅可以增加产品表面的显微硬度和耐磨损性能，提高产品的功能性与美观性，也能够增加临床使用中的辨识度，将为临床医生提供更多的选择。2021 年 11 月，门型钉产品获批上市，适用于膝关节和手部肌腱、韧带与骨的固定。2021 年 12 月，带线钛板产品获批上市，适用于骨科重建术中韧带或肌腱与骨的固定。2022H1 公司获得 PEEK 材

料带线锚钉、一次性刨削刀头、界面螺钉三个运动医学注册证，进一步丰富了公司运动医学产品线，也标志着公司在运动医学领域的布局已经基本完成。

（二）PRP：国内首家全自动富血小板血浆制备系统

富血小板血浆(Platelet-rich plasma,PRP)是来源于人体的富含血小板的血浆制品，其血小板浓度是静脉血含量的3至8倍以上，具有无疾病传染及免疫排斥等优点，且取材方便，制备简便，费用合理，整个PRP手术注射时间仅需10分钟。

作为一种新的治疗技术，PRP技术已经在欧美已应用多年，该技术依据其天然的组织修复能力，已经在骨科、整形外科、神经内科、心外科等科室逐步开始应用。截至目前，美国FDA和欧盟CE已审批多款不同型号的PRP制备设备上市。根据Market Watch的研究，到2024年全球富血小板血浆市场价值可能超过45亿美元。

国内PRP市场仍处于早期阶段，临床实践共识逐渐形成。中华医学会骨科分会出版的《骨关节炎诊疗指南》（2018版），明确将PRP列为新的治疗手段，并在“临床实践指南”中指出“PRP可以缓解关节疼痛、改善膝关节功能、提高患者的满意率。不会增加不良事件发生率，如感染、局部红肿疼痛等；多次注射PRP可能更好地缓解疼痛、改善关节功能，且不会增加不良事件的发生率”。

2022年7月，春立医疗的“富血小板血浆制备套装”获得NMPA批准上市，这是国内首家全自动富血小板血浆制备系统。富血小板血浆制备系统由全自动PRP分离设备和富血小板血浆制备套装组成。该产品用于从人体自体血样中制备自体富血小板血浆（PRP），制备的自体富血小板血浆可在临床医生的指导下，用于创伤闭合骨折手术（注：仅可用于创面修复，不能用于静脉注射）。富血小板血浆制备套装医疗器械注册证的取得，丰富了公司多元化的产品线，扩充了公司在医疗领域的布局。

2022年7月，公司的“医用离心机”也获得NMPA批准上市。医用离心机属血液制品设备领域，该产品的取证及成功上市，标志着公司跻身血液制品设备领域。医用离心机注册证的取得也丰富了公司PRP制备产品线。

（三）口腔：金属正畸产品注册证已齐备

按产品使用类别划分，口腔高值医疗器械可以分为口腔颌面外科植入材料（钛板、钛钉、钛网等）、义齿材料（种植体材料、预成义齿制品、义齿制作辅助材料等）、正畸材料（矫治器、托槽、颊面管、牙科正畸丝等）。

2020年国内口腔高值医用耗材市场规模为105亿元，同比增长23.53%，成为高值医疗器械各细分领域中增长表现最为优异的领域之一。目前我国口腔医疗器械90%都依赖进口，除正畸材料领域国产企业能与进口企业抗衡以外，口腔颌面外科植入材料和义齿材料市场均掌握在进口企业手中，国产替代程度较低。

图表 28 口腔科高值医用耗材品牌情况

产品	进口品牌	国产品牌
口腔颌面外科植入材料	强生、史塞克、美国 Osteoled	百易得、艾迪尔、双申、德骼拜尔
骨修复材料	盖氏制药	正海生物、贝奥路生物、瑞盛生物
种植体材料	美国 Bicon、士卓曼、瑞典 Nobel、德国 Bego、韩国奥齿泰、Biomet	华西 CDIC、莱顿 BLB、百康特

正畸材料	登士柏、丹纳赫、隐适美、士卓曼、3M	时代天使、正穆齿科、恒惠科技、正丽科技、埃蒙迪
------	--------------------	-------------------------

资料来源：医械汇《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》，华创证券

2021年中国整体错颌畸形患病人数为10.54亿人，复杂型案例（第二级和第三级）的国内患病率达到49%（大概5.11亿人）。2020年国内310万接受治疗的病例中有89%使用的是金属/陶瓷牙套，有11%使用隐形矫治。大部分错颌畸形人群还没有接受治疗，治疗率有较大提升空间。

在口腔领域，春立的颌面接骨板系统（用于颌面骨折内固定）、正畸颊面管（金属正畸过程中6-7号牙位使用的产品）、正畸托槽（金属正畸过程中1-5号牙位使用的产品）均于22年11月获批上市。两款正畸产品以及颌面接骨板系统注册证的取得，标志着公司正式进入口腔领域。2023年1月，正畸丝产品获批上市。正畸丝是金属正畸过程中最主要的加力装置，正畸丝与正畸托槽、正畸颊面管一起配合使用矫正牙齿。正畸丝产品获批上市标志着春立医疗金属正畸产品注册证已齐备。

春立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，成为口腔产品线规划最为齐备的国产口腔品牌之一。春立口腔将有望借助春立医疗在骨科领域的研发优势、市场优势、体系优势、资金优势等，推动公司在口腔领域的全面、快速发展。随着口腔产品注册证的陆续落地，春立医疗也将从骨科企业，逐步转型为综合性的医疗器械企业。

五、盈利预测与投资评级

关键假设：

1、关节类假体产品——集采后中标加速放量：2021年9月，关节全国集采开标，公司在三个髋关节产品系统竞标中均实现中标。本次人工关节集中带量采购周期为2年（从2022年3-4月份开始执行），2022年，随着人工关节集采开始逐步落地，公司关节业务的产品销量有望上升，但受到集采降价影响，当年在收入端的增长幅度或将受到限制，但随着2023年降价影响逐渐被消化，销量的持续增长将有望带来23年收入端增速的显著提高，我们预计，2022-2024年公司关节业务收入同比增速分别为9%、41%、28%；

2、脊柱类植入产品——集采后中标加速放量：2022年9月，国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购产生中选结果，公司提交的八个产品系统类别全部中标，各地区于2023年1-2月起执行，我们预计，集采落地对公司脊柱业务的价格影响较大，公司23年收入端或将承压，但随着24年降价影响逐渐被消化，销量的持续增长将有望带来24年收入端增速的显著提高，我们预计，2022-2024年公司脊柱业务收入同比增速分别为0%、-39%、53%；

3、其他产品——运动医学、PRP、口腔等新业务实现较快增长：1) 运动医学：PEEK材料带线锚钉、一次性刨削刀头、界面螺钉于22H1获批。2) PRP：富血小板血浆制备套装于22年获批，医用离心机也于22年获批。3) 口腔：颌面接骨板系统、正畸颊面管、正畸托槽于22年获批，正畸丝于23年1月获批。考虑到新业务带来的收入增量和其他业务收入的低基数，我们预计，2022-2024年其他业务收入同比增速分别为3000%、200%、55%。

图表 29 春立医疗盈利预测拆分

单位: 亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	11.08	12.28	17.19	22.34
yoy	18%	11%	40%	30%
毛利率	77%	74%	75%	75%
关节类假体产品	10.39	11.32	15.93	20.39
yoy	15%	9%	41%	28%
%总收入	94%	92%	93%	91%
毛利率	78%	75%	76%	76%
脊柱类植入产品	0.68	0.68	0.42	0.64
yoy	146%	0%	-39%	53%
%总收入	6%	6%	2%	3%
毛利率	62%	62%	62%	62%
其他产品	0.01	0.28	0.85	1.31
yoy	-88%	3000%	200%	55%
%总收入	0%	2%	5%	6%
毛利率	100%	60%	62%	62%

资料来源: Wind, 华创证券预测

盈利预测及估值:

我们预计, 公司 22-24 年收入分别为 12.28、17.19、22.34 亿元, 同比增长 11%、40%、30%, 归母净利润分别为 3.44、4.47、5.81 亿元, 同比增长 7%、30%、30%, 对应 22-24 年 EPS 分别为 0.89、1.16、1.51 元, 以 2023 年 2 月 2 日股价为参考, 对应 PE 分别为 34、26、20 倍。可比公司 2023 年平均 PE 为 29, 考虑到公司关节和脊柱业务集采后将加速放量, 并且积极拓展运动医学、PRP、口腔等新业务, 建立第二成长曲线。我们给予公司 2023 年 35 倍估值, 对应目标价约 41 元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

图表 30 可比公司估值

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	2022E	2023E	2024E
688161.SH	威高骨科	274.84	34	28	22
688085.SH	三友医疗	67.65	32	26	20
1789.HK	爱康医疗	101.76 (港币)	44	32	24
平均 PE			37	29	22

资料来源: Wind 一致预期, 华创证券

注: 股价为 2023 年 2 月 2 日收盘价

六、风险提示

- 1、关节产品集采后放量不达预期;
- 2、新业务放量不达预期;
- 3、海外业务增长不达预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,736	1,832	1,896	2,091
应收票据	128	163	225	301
应收账款	400	282	436	602
预付账款	8	13	19	22
存货	160	203	289	361
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	16	18	22	31
流动资产合计	2,448	2,511	2,887	3,408
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	111	320	450	501
在建工程	282	332	382	497
无形资产	132	119	107	96
其他非流动资产	27	26	27	26
非流动资产合计	552	797	966	1,120
资产合计	3,000	3,308	3,853	4,528
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	142	122	177	238
预收款项	7	9	12	16
合同负债	60	66	92	120
其他应付款	75	75	75	75
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1
其他流动负债	155	181	249	319
流动负债合计	440	454	606	769
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	91	91	91	91
非流动负债合计	91	91	91	91
负债合计	531	545	697	860
归属母公司所有者权益	2,469	2,763	3,156	3,668
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,469	2,763	3,156	3,668
负债和股东权益	3,000	3,308	3,853	4,528

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	165	393	295	440
现金收益	329	351	488	636
存货影响	9	-44	-86	-72
经营性应收影响	-143	87	-210	-235
经营性应付影响	67	-19	58	65
其他影响	-97	17	44	47
投资活动现金流	-190	-272	-218	-219
资本支出	-277	-272	-218	-219
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	87	0	0	0
融资活动现金流	1,074	-25	-13	-26
借款增加	1	0	0	0
股利及利息支付	0	-53	-69	-90
股东融资	1,076	1,076	1,076	1,076
其他影响	-3	-1,048	-1,020	-1,012

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,108	1,228	1,719	2,234
营业成本	254	320	437	559
税金及附加	9	11	15	20
销售费用	342	364	536	698
管理费用	31	34	48	62
研发费用	105	116	173	231
财务费用	-10	-19	-8	-9
信用减值损失	-17	-17	-17	-17
资产减值损失	-11	-11	-11	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	17	17	17	17
营业利润	368	392	510	663
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	367	392	509	662
所得税	45	48	62	81
净利润	322	344	447	581
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	322	344	447	581
NOPLAT	314	327	439	574
EPS(摊薄) (元)	0.84	0.89	1.16	1.51

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	18.2%	10.8%	40.0%	29.9%
EBIT 增长率	9.0%	4.2%	34.4%	30.5%
归母净利润增长率	13.8%	6.6%	30.0%	30.1%
获利能力				
毛利率	77.1%	73.9%	74.6%	75.0%
净利率	29.1%	28.0%	26.0%	26.0%
ROE	13.1%	12.4%	14.2%	15.8%
ROIC	13.3%	12.5%	14.7%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	17.7%	16.5%	18.1%	19.0%
债务权益比	3.7%	3.3%	2.9%	2.5%
流动比率	5.6	5.5	4.8	4.4
速动比率	5.2	5.1	4.3	4.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	101	100	75	84
应付账款周转天数	165	149	123	134
存货周转天数	233	204	203	209
每股指标(元)				
每股收益	0.84	0.89	1.16	1.51
每股经营现金流	0.43	1.02	0.77	1.14
每股净资产	6.43	7.19	8.21	9.55
估值比率				
P/E	36	34	26	20
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	42	40	29	22

医药组团队介绍

组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名。

高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

分析师：黄致君

北京大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522