

经销商退换货完成，新产品进入收获期

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

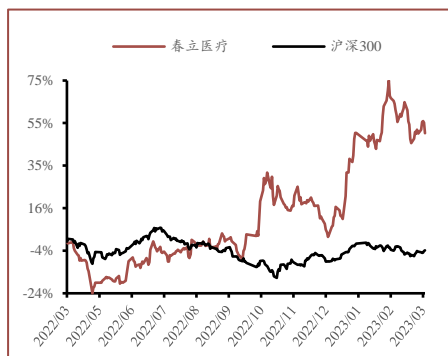
核心观点

基本数据

2023-03-31

收盘价(元)	30.85
流通股本(亿股)	1.74
每股净资产(元)	7.08
总股本(亿股)	3.84

最近12月市场表现



分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

1. 《疫情导致关节手术延期, 标外产品贡献增量》 2022-10-27

❖ **事件:** 2022 年春立医疗实现营收 12.02 亿人民币, 同比增长 8.43%, 其中 2022 年经销商退换货影响收入约 1.8 亿; 实现归母净利润 3.08 亿人民币, 同比下降 4.54%, 其中上半年退换货影响利润 6000 万, 三季度影响利润 3600 万; 2022 年关节类产品实现销售收入 10.46 亿人民币, 同比增长 1.05%; 脊柱类产品实现销售收入 1.16 亿人民币, 同比增长 70.14%; 运动医学类产品实现销售收入 0.37 亿人民币, 同比增长 927.13%。关节、脊柱、运医占主营业务收入比例分别为 87.27%、9.66%、3.07%。

❖ **关节带采后出货量大幅提升:** 2022 年春立医疗关节类假体产品销售量为 109.59 万件, 同比上涨 63.06%; 脊柱类产品销售量为 62.03 万件, 同比上升 101.16%; 运动医学类产品销售量达 8.73 万件, 同比增长 881.37%。关节国采后, 外国厂商给予代理商利润空间有限, 代理商加强与国产厂商合作。近期关节国采开启医院二次报量工作, 以 2022 年报量及使用量作为基数, 外国厂商因缺货等原因导致供货不足, 预计更多医院将增加国产厂商报量, 有利于龙头关节厂商。

❖ **产品管线布局齐全, 新产品加速上市:** 春立医疗在运动医学、口腔、单髁、PRP 等领域均加快布局, 单髁产品销量快速增长, 2022 年春立的单髁产品在国产单髁的市占率约 40%-50%; 2022 年春立医疗金属正畸产品、颌面接骨板等获批上市, 2023 年 3 月春立医疗隐形正畸产品顺利取证, 预计将在 2023 年贡献销售额; 2022 年运动医学实现销售收入 3676.66 万元, 同比增长 927.13%, 运动医学领域国产厂商市占率较低, 我们认为春立医疗高增速有望持续。

❖ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 15.25/19.10/23.20 亿元, 归母净利润 3.54/4.19/4.86 亿元。对应 PE 分别为 34.53/29.21/25.19 倍, 给予“增持”评级。

❖ **风险提示:** 关节带量采购执行进度不及预期; 关节续标价格下滑; 疫情反复影响择期手术开展。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1108	1202	1525	1910	2320
收入增长率(%)	18.18	8.43	26.94	25.23	21.47
归母净利润(百万元)	322	308	354	419	486
净利润增长率(%)	13.76	-4.54	15.15	18.21	15.98
EPS(元/股)	0.93	0.80	0.92	1.09	1.26
PE	29.45	29.76	34.53	29.21	25.19
ROE(%)	13.06	11.31	11.53	11.99	12.21
PB	4.26	3.36	3.98	3.50	3.08

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1108.14	1201.60	1525.34	1910.23	2320.45	成长性					
减:营业成本	253.60	288.08	457.60	582.62	719.34	营业收入增长率	18.2%	8.4%	26.9%	25.2%	21.5%
营业税费	9.20	13.33	12.81	21.20	28.08	营业利润增长率	11.4%	-10.5%	7.7%	18.2%	16.0%
销售费用	342.05	391.47	472.86	601.72	742.54	净利润增长率	13.8%	-4.5%	15.1%	18.2%	16.0%
管理费用	30.67	38.84	40.82	51.26	62.98	EBITDA 增长率	9.5%	-14.3%	38.8%	17.7%	9.0%
研发费用	104.84	162.34	151.01	194.84	278.45	EBIT 增长率	8.9%	-18.3%	51.5%	19.0%	8.8%
财务费用	-9.64	-20.17	-11.20	-11.60	-11.90	NOPLAT 增长率	11.2%	-14.9%	65.9%	19.0%	8.8%
资产减值损失	-10.51	-13.45	-40.00	-40.00	0.00	投资资本增长率	128.4%	10.1%	13.0%	13.6%	13.9%
加:公允价值变动收益	0.00	9.49	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	128.7%	10.2%	13.0%	13.6%	13.9%
投资和汇兑收益	0.00	6.75	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	367.59	328.91	354.33	418.84	485.76	毛利率	77.1%	76.0%	70.0%	69.5%	69.0%
加:营业外净收支	-0.21	7.97	0.00	0.00	0.00	营业利润率	33.2%	27.4%	23.2%	21.9%	20.9%
利润总额	367.38	336.88	354.33	418.84	485.76	净利润率	29.1%	25.6%	23.2%	21.9%	20.9%
减:所得税	45.02	29.16	0.00	0.00	0.00	EBITDA/营业收入	34.0%	26.9%	29.4%	27.6%	24.8%
净利润	322.36	307.72	354.33	418.84	485.76	EBIT/营业收入	32.3%	24.3%	29.1%	27.6%	24.7%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1736.49	957.19	1534.12	1114.56	1601.77	固定资产周转天数	37	85	67	43	27
交易性金融资产	0.00	767.73	767.73	767.73	767.73	流动营业资本周转天数	89	372	177	250	149
应收账款	400.19	488.75	328.66	715.64	612.42	流动资产周转天数	806	844	694	641	558
应收票据	127.60	278.64	51.85	340.81	149.07	应收帐款周转天数	101	133	100	105	110
预付帐款	7.66	12.70	13.77	17.54	21.65	存货周转天数	233	262	190	200	200
存货	159.68	259.79	183.23	384.12	375.15	总资产周转天数	738	960	850	784	745
其他流动资产	11.66	13.62	13.62	13.62	13.62	投资资本周转天数	814	827	736	668	626
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.1%	11.3%	11.5%	12.0%	12.2%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.7%	9.0%	9.3%	9.3%	9.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.7%	9.8%	14.4%	15.1%	14.4%
固定资产	111.39	278.29	278.29	223.99	169.69	费用率					
在建工程	281.56	185.10	435.10	735.10	1135.10	销售费用率	30.9%	32.6%	31.0%	31.5%	32.0%
无形资产	131.97	138.17	153.60	178.12	191.75	管理费用率	2.8%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	2.16	1.48	1.48	1.48	1.48	财务费用率	-0.9%	-1.7%	-0.7%	-0.6%	-0.5%
资产总额	2999.66	3409.77	3795.45	4523.00	5075.35	三费/营业收入	32.8%	34.1%	32.9%	33.6%	34.2%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	142.42	237.79	168.97	365.10	302.29	资产负债率	17.7%	20.2%	19.0%	22.8%	21.6%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	权益权益比	21.5%	25.4%	23.5%	29.5%	27.6%
其他流动负债	75.82	75.87	75.87	75.87	75.87	流动比率	5.57	4.66	4.62	3.59	3.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.16	4.18	4.29	3.14	3.13
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	—	—	—	—	—
负债总额	530.58	690.07	721.43	1030.14	1096.73	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	384.28	384.28	384.28	384.28	384.28	分红比率					
留存收益	1033.57	1291.33	1645.66	2064.49	2550.26	股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2469.08	2719.70	3074.03	3492.86	3978.62	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.93	0.80	0.92	1.09	1.26
净利润	322.36	307.72	354.33	418.84	485.76	BVPS(元)	6.43	7.08	8.00	9.09	10.35
加:折旧和摊销	18.53	30.16	4.57	-0.22	0.67	PE(X)	29.5	29.8	34.5	29.2	25.2
资产减值准备	27.29	30.27	70.00	80.00	50.00	PB(X)	4.3	3.4	4.0	3.5	3.1
公允价值变动损失	0.00	-9.49	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-7.22	-15.01	0.00	0.00	0.00	P/S	9.5	7.6	8.0	6.4	5.3
投资收益	0.00	-6.75	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	23.3	25.4	23.9	21.1	18.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-195.65	-295.46	418.03	-648.17	310.78	PEG	2.1	—	2.3	1.6	1.6
经营活动产生现金流量	164.79	41.01	846.92	-149.56	847.21	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-190.35	-762.61	-270.00	-270.00	-360.00	REP					
融资活动产生现金流量	1073.66	-59.04	0.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。