

# 关节行业国产龙头，后集采时代有望迎来业绩拐点

春立医疗 (688236. SH)

## 核心观点

春立医疗是国产骨科关节行业龙头公司。2022 年国家关节集采落地执行，公司集采内产品价格有所下降。经销商退换货预计对二、第三季度的收入、利润带来一定负面影响。公司积极应对市场变化和挑战，收入端全年实现了平稳增长，受集采产品降价影响，利润端有所下降。短期来看，公司作为国内关节行业龙头，集采中标价格相对较高，具有较强的渠道竞争力，随着集采执行已近一年，有望进入价稳量增的新成长阶段。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，随着新产品陆续获批上市，有望为公司带来新的业绩增长点。

## 事件

### 公司发布 2022 年业绩预告

2023 年 2 月 27 日，公司发布 2022 年业绩快报。公司 2022 年实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 12.02、3.04、2.70 亿元，同比增速分别为 8.43%、-5.77%、-12.17%。

## 简评

### 业绩基本符合预期，2022 年底国内疫情预计对 Q4 业绩产生影响

根据公司公告，春立医疗 2022 年实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 12.02、3.04、2.70 亿元，同比增速分别为 8.43%、-5.77%、-12.17%。据此计算，2022Q4 公司实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.42、0.94、0.89 亿元，同比增长 13.31%、-20.43%、-23.91%。考虑到 2022 年底国内疫情对择期手术的影响，我们认为公司全年业绩基本符合预期。

### 关节集采价格下降导致利润端略有下滑，后续有望迎来业绩拐点

2022 年二季度以来，国家人工关节集采落地执行，公司集采内产品价格有所下降。经销商退换货预计对二、第三季度的收入、利润带来一定负面影响。公司积极应对市场变化和挑战，收入端全年实现了平稳增长，受集采产品降价影响，利润端有所下降。但考虑到集采已经落地执行近一年的时间，后续公司有望进入价稳量增的新成长阶段，迎来业绩拐点。

## 首次评级

## 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

发布日期：2023 年 03 月 02 日

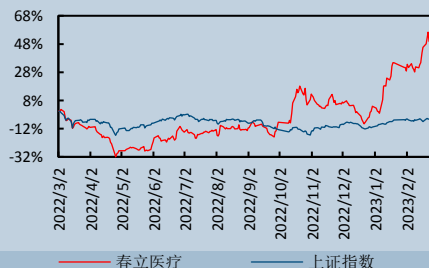
当前股价：33.05 元

## 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
	9.69/7.95	36.91/31.80	42.27/46.60
12 月最高/最低价 (元)			35.87/15.67
总股本 (万股)			38,428.00
流通 A 股 (万股)			7,775.75
总市值 (亿元)			112.83
流通市值 (亿元)			25.70
近 3 月日均成交量 (万)			137.56
主要股东			
史春宝			29.88%

## 股价表现



## 人工关节行业国产龙头公司之一，集采有望加速国产替代和行业集中度提升

春立医疗是国内领先的骨科器械公司，在关节领域具有较强产品力与市场份额优势。公司的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，同时积极布局创伤、运动医学、骨科机器人、口腔等创新产品。国家关节集采 2022 年二季度开始执行，有望促进国产替代率和行业集中度提升。1) 国产化率有望提升：一方面部分外资品牌降幅较高，经销商拿货意愿降低。另一方面，部分外资品牌在国内市场的利润率受到影响，对国内市场的重视度有所下降。2) 行业集中度有望提升：集采后对成本控制要求较高，龙头企业在生产制造、渠道物流、销售推广、研发能力等方面的优势有望进一步凸显，中小企业相比龙头企业不具有规模优势，产品线完整度相对较低，医院采购过程中或倾向产品线齐全的龙头公司，行业份额有望向头部公司集中，叠加进口份额可能有所下降，利好国产龙头。

## 集采降价影响出清叠加消费复苏，公司产品中标价格较高有望保持较强盈利能力

展望 2023 年，关节行业龙头公司有望迎来经营拐点。从价格方面来看，关节集采执行已接近一年，降价影响及渠道退换货影响预计已基本出清，且公司的初次置换髋关节产品中标价格相对较高，在提升市场竞争力、维持盈利能力等方面具有优势。从量的方面来看，关节手术作为择期手术，在疫情影响消退后有望迎来需求复苏，国产替代和行业集中度提升的趋势下，关节行业龙头公司的收入增速有望高于行业平均水平。

## 建立完整的研发体系，积极布局创新产品

公司在关节领域先后推出 BIOLOX delta 第四代陶瓷关节假体产品、XN 系列膝关节假体产品、BIOLOX OPTION 带锥套的陶瓷头产品等先进产品。2021 年公司的单髁膝关节和髌股关节假体获批上市。此外，公司也积极拓展创伤与运动医学领域产品线，布局手持骨科机器人系统（长江 INS）、用于骨修复的血小板血浆（PRP）制备系统、口腔种植与口腔正畸全面解决方案等领域。上述新产品未来有望成为公司新的增长点。

## 关节集采影响出清，新产品布局有望进入收获期

短期来看，公司作为国内关节行业龙头，集采中标价格相对较高，具有较强的渠道竞争力，随着集采执行已近一年，有望进入价稳量增的新成长阶段。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，随着新产品陆续获批上市，有望为公司带来新的业绩增长点。预计 2022-2024 年收入 12.02、15.06、18.98 亿元，同比增长 8.4%、25.3%、26.1%。归母净利润分别为 3.04、3.55、4.53 亿元，同比增长-5.8%、17.0%、27.5%。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

1) 行业政策变化风险：目前人工关节已经进行了一轮国家层面带量采购，执行周期两年，2024 年可能进行集采品种续约，续约政策变化可能影响厂家产品的利润率水平；

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) 季度间业绩增速波动风险: 关节集采自 2022 年二季度开始陆续落地, 2022 年一季度仍在执行集采前的价格, 可能对今年一季度业绩带来一定基数压力, 导致季度间业绩增速存在一定波动。

图表1: 预测及比率

单位:百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,108	1,202	1,506	1,898
增长率(%)	18.2%	8.4%	25.3%	26.1%
归属母公司股东净利润	322	304	355	453
增长率(%)	13.8%	-5.8%	17.0%	27.5%
每股收益(EPS)	0.84	0.79	0.93	1.18
市盈率(P/E)	39	42	36	28

资料来源: Wind, 中信建投

**图表2： 财务预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>资产负债表（百万元）</b>						
现金及现金等价物	464	690	1736	1826	1952	2122
应收款项	264	372	532	475	595	750
存货净额	191	169	160	230	293	359
其他流动资产	23	22	19	27	34	43
流动资产合计	943	1252	2448	2557	2874	3274
固定资产	156	163	393	587	774	969
无形资产及其他	103	101	132	127	121	116
投资性房地产	15	24	27	27	27	27
长期股权投资	0	0	0	100	120	140
资产总计	1217	1540	3000	3398	3916	4526
短期借款及交易性金融负债	0	0	1	0	0	1
应付款项	86	90	142	142	181	221
其他流动负债	232	277	296	366	465	579
流动负债合计	318	368	440	509	646	801
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	92	93	91	116	142	143
长期负债合计	92	93	91	116	142	143
负债合计	410	460	531	625	788	944
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	807	1080	2469	2773	3128	3582
负债和股东权益总计	1217	1540	3000	3398	3916	4526
<b>利润表（百万元）</b>						
营业收入	855	938	1108	1202	1506	1898
营业成本	264	257	254	354	466	575
营业税金及附加	6	9	9	10	13	16
销售费用	224	241	342	340	419	522
管理费用	81	104	136	182	240	307
财务费用	(5)	(2)	(10)	(32)	(34)	(37)
投资收益	0	0	0	6	6	7
资产减值及公允价值变动	(9)	(0)	(11)	(3)	(3)	(4)
其他收入	(3)	2	1	0	0	0
营业利润	274	330	368	350	404	517
营业外净收支	(1)	(0)	(0)	(0)	5	5
利润总额	273	330	367	350	409	522
所得税费用	36	46	45	46	54	69
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	237	283	322	304	355	453

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>现金流量表（百万元）</b>						
净利润	237	283	322	304	355	453
资产减值准备	7	(9)	10	(4)	2	2
折旧摊销	12	15	17	32	54	70
公允价值变动损失	9	0	11	3	3	4
财务费用	(5)	(2)	(10)	(32)	(34)	(37)
营运资本变动	0	(51)	(73)	71	(25)	(71)
其它	(7)	9	(10)	4	(2)	(2)
经营活动现金流	258	248	276	409	387	456
资本开支	(61)	(10)	(243)	(219)	(241)	(265)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(61)	(10)	(243)	(319)	(261)	(285)
权益性融资	0	(1)	1076	0	0	0
支付股利、利息	(57)	(12)	0	0	0	0
其它融资现金流	(34)	13	(63)	(1)	(0)	0
融资活动现金流	(148)	(12)	1013	(1)	(0)	0
现金净变动	49	226	1046	89	126	171
货币资金的期初余额	415	464	690	1736	1826	1952
货币资金的期末余额	464	690	1736	1826	1952	2122

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

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

### 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  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 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 2106 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