

# 业绩预增超预期，保持研发高投入前景可期

——三友医疗业绩预增点评

## 核心观点

- **业绩预增符合预期。**1月20日，公司发布2021年度业绩预增公告，预计2021年度实现营业收入5.80-6.15亿元，同比+48.55%~57.52%；预计实现归母净利润1.76~1.90亿元，同比+48.45%~60.26%。分拆来看，单四季度预计实现营业收入1.61~1.96亿元，同比+32.55%~61.32%；预计实现归母净利润0.63~0.77亿元，同比+61.40%~97.52%，归母净利润增长超过营业收入，业绩增长超出预期。
- **公司产品竞争力凸显，销售渠道不断下沉。**公司是国内脊柱类植入物细分领域少数具备从临床需求出发进行原始创新能力的企业之一，持续专注于疗法创新，自研双头钉等产品，技术与产品力走在前沿，市场接受度不断提升。2021年公司在创伤省级联盟集采中以相对高位价格中标，有助于扩大创伤产品销售区域，推动创伤业务发展，同时，公司将以此为契机，不断调整销售团队和经销渠道协整配合，进一步推动脊柱业务销售渠道下沉，继续扩大销售份额，助力长期稳定增长。
- **保持研发高投入，创新进展不断前景可期。**公司预计2021年全年研发费用为5100~5800万元，同比+50.36%~71.00%，预计占营业收入比例进一步提升。公司专注于疗法创新和新业务研发投入，持续加大研发投入及研发团队建设，在脊柱疗法创新、运动医学、超声骨动力系统及创伤等领域不断加大投入。公司于2021年9月获得创新产品双头钉系统（包含第三代双头钉）和CLIF Keystone PEEK融合器系统的FDA批准，正式打开了美国等国际销售的大门，产品创新得到国际市场认可。同时，收购的水木天蓬已于2021年7月份并表，其布局技术前沿的超声骨刀，有望与公司目前产品实现创新疗法协同。公司从骨科植入发展到整体临床方案布局，长期来看，由创新带来的核心实力持续增强，前景值得期待。

## 盈利预测与投资建议

- 公司是骨科植入耗材领域的头部企业，由于疫情控制及公司脊柱业务不断渠道下沉，2021年预增业绩超预期增长，我们上调了公司21年销量假设，同时考虑到集采降价压力及销售和研发投入增加，下调了21-23年毛利假设，上调费用假设，预计2021-2023年的每股收益分别为0.88/1.02/1.31元（原为0.78/1.09/1.41元），参考可比公司，给予21年48倍PE估值，目标价42.24元，维持增持评级。

## 风险提示

骨科产品带量采购风险、新品研发失败、产品销售不及预期、行业竞争加剧等风险

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	354	390	599	745	912
同比增长(%)	59.4%	10.2%	53.3%	24.5%	22.3%
营业利润(百万元)	109	130	196	232	300
同比增长(%)	60.0%	19.2%	50.3%	18.4%	29.5%
归属母公司净利润(百万元)	98	119	181	209	269
同比增长(%)	57.4%	21.2%	52.6%	15.7%	28.3%
每股收益(元)	0.48	0.58	0.88	1.02	1.31
毛利率(%)	91.3%	90.9%	94.0%	92.4%	93.9%
净利率(%)	27.6%	30.4%	30.2%	28.1%	29.5%
净资产收益率(%)	25.1%	12.0%	11.3%	11.7%	13.3%
市盈率	63.7	52.6	34.4	29.8	23.2
市净率	14.2	4.1	3.7	3.3	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

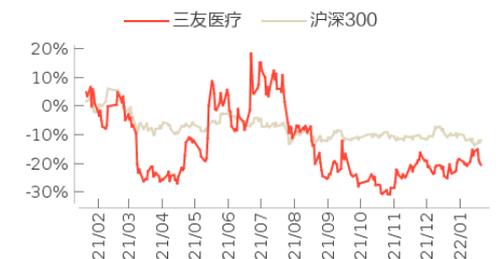
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2022年01月20日）	30.11元
目标价格	42.24元
52周最高价/最低价	45.97/25.52元
总股本/流通A股（万股）	20,533/8,254
A股市值（百万元）	6,183
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022年01月20日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.09	6.18	13.98	-20.56
相对表现	-2.85	0.1	21.66	-1.09
沪深300	-1.24	6.08	-7.68	-19.47



## 证券分析师

刘恩阳	010-66218100*828 liuenyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519040001
田世豪	021-63325888*6111 tianshishao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080001

## 联系人

易丹阳	yidanyang@orientsec.com.cn
裴晓鹏	peixiaopeng@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩增长符合预期，创新进展不断前景可期	2021-08-09
半年度业绩超预期，超声骨刀布局值得期待	2021-07-01
业绩符合预期，坚持研发值得期待	2021-05-14

**图：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率			
		2022/1/20	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
大博医疗	002901	50.36	1.50	1.71	2.11	2.73	33.69	29.39	23.87	18.47	
三鑫医疗	300453	11.98	0.29	0.40	0.48	0.60	40.83	29.95	24.96	19.97	
正海生物	300653	65.09	0.99	1.34	1.73	2.22	66.01	48.69	37.70	29.36	
爱博医疗	688050	185.60	0.92	1.60	2.28	3.19	202.09	116.05	81.52	58.11	
南微医学	688029	170.55	1.95	2.67	4.05	5.58	87.48	63.84	42.14	30.57	
心脉医疗	688016	210.00	2.98	4.30	5.83	7.81	70.43	48.82	36.00	26.89	
	最大值						202.09	116.05	81.52	58.11	
	最小值						33.69	29.39	23.87	18.47	
	平均数						83.42	56.13	41.03	30.56	
	调整后平均						66.19	47.83	35.20	26.70	

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，自营业务、另类投资合计持有三友医疗（688085）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	37	262	1,098	1,200	1,341	营业收入	354	390	599	745	912
应收票据及应收账款	169	197	300	374	458	营业成本	31	36	36	57	56
预付账款	2	3	9	7	10	营业税金及附加	3	4	6	8	9
存货	68	93	75	131	131	营业费用	176	186	305	369	450
其他	66	885	12	10	12	管理费用及研发费用	34	53	81	91	120
<b>流动资产合计</b>	<b>343</b>	<b>1,441</b>	<b>1,494</b>	<b>1,722</b>	<b>1,951</b>	财务费用	(0)	(3)	(7)	(11)	(13)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	9	5	(4)	12	(0)
固定资产	139	154	176	202	229	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1	2	76	91	99	投资净收益	3	20	14	10	10
无形资产	23	24	30	36	41	其他	4	1	1	1	1
其他	45	50	41	2	0	<b>营业利润</b>	<b>109</b>	<b>130</b>	<b>196</b>	<b>232</b>	<b>300</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>209</b>	<b>230</b>	<b>323</b>	<b>330</b>	<b>369</b>	营业外收入	5	7	13	10	10
<b>资产总计</b>	<b>551</b>	<b>1,671</b>	<b>1,817</b>	<b>2,052</b>	<b>2,320</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>114</b>	<b>137</b>	<b>209</b>	<b>242</b>	<b>310</b>
应付票据及应付账款	68	66	66	105	103	所得税	16	18	28	32	42
其他	39	58	58	58	59	<b>净利润</b>	<b>98</b>	<b>119</b>	<b>181</b>	<b>209</b>	<b>269</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>107</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>163</b>	<b>162</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>98</b>	<b>119</b>	<b>181</b>	<b>209</b>	<b>269</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.48	0.58	0.88	1.02	1.31
其他	7	13	13	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>114</b>	<b>136</b>	<b>137</b>	<b>163</b>	<b>162</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	154	205	205	205	205	营业收入	59.4%	10.2%	53.3%	24.5%	22.3%
资本公积	127	1,054	1,054	1,054	1,054	营业利润	60.0%	19.2%	50.3%	18.4%	29.5%
留存收益	157	275	421	630	899	归属于母公司净利润	57.4%	21.2%	52.6%	15.7%	28.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>438</b>	<b>1,534</b>	<b>1,680</b>	<b>1,889</b>	<b>2,158</b>	毛利率	91.3%	90.9%	94.0%	92.4%	93.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>551</b>	<b>1,671</b>	<b>1,817</b>	<b>2,052</b>	<b>2,320</b>	净利率	27.6%	30.4%	30.2%	28.1%	29.5%
						ROE	25.1%	12.0%	11.3%	11.7%	13.3%
						ROIC	24.1%	11.2%	10.2%	10.7%	12.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	20.6%	8.2%	7.5%	8.0%	7.0%
净利润	98	119	181	209	269	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	11	19	21	24	19	流动比率	3.22	11.65	12.00	10.54	12.04
财务费用	(0)	(3)	(7)	(11)	(13)	速动比率	2.58	10.74	11.28	9.57	11.06
投资损失	(3)	(20)	(14)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	2	5	(94)	(99)	(89)	应收账款周转率	2.6	2.1	2.4	2.2	2.2
其它	(46)	(42)	(4)	29	(0)	存货周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>62</b>	<b>78</b>	<b>84</b>	<b>141</b>	<b>175</b>	总资产周转率	0.8	0.4	0.3	0.4	0.4
资本支出	(77)	(29)	(114)	(61)	(57)	每股指标(元)					
长期投资	9	0	0	0	0	每股收益	0.48	0.58	0.88	1.02	1.31
其他	19	(801)	895	10	10	每股经营现金流	0.40	0.38	0.41	0.69	0.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>(50)</b>	<b>(830)</b>	<b>780</b>	<b>(51)</b>	<b>(47)</b>	每股净资产	2.13	7.47	8.18	9.20	10.51
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	978	0	0	0	市盈率	63.7	52.6	34.4	29.8	23.2
其他	(0)	0	(29)	11	13	市净率	14.2	4.1	3.7	3.3	2.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(0)</b>	<b>978</b>	<b>(29)</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	EV/EBITDA	44.6	36.6	25.5	22.0	17.5
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	49.2	42.1	28.4	24.4	18.7
<b>现金净增加额</b>	<b>12</b>	<b>225</b>	<b>835</b>	<b>102</b>	<b>141</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)