

证券研究报告

公司研究——事项点评

三友医疗（688085.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2020.6.12

杨松 医药行业分析师

执业编号：S1500519120003

联系电话：+86 21 61678586

邮箱：yangsong@cindasc.com

张雪 研究助理

联系电话：+86 21 61678587

邮箱：zhangxue1@cindasc.com

相关研究

《三友医疗（688085.SH）：脊柱植入领域冉冉升起的新星》2020.6

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

主营业务恢复顺利，Q2 营业收入环比大幅增长

2020 年 8 月 20 日

事件：2020 年 8 月 19 日，公司发布 2020 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 1.50 亿元，同比下降 6.60%，归母净利润 3801.32 万元，同比下降 23.09%。扣非归母净利润 3678.11 万元，同比下降 15.99%。Q2 营业收入相比 Q1 大幅改善，同比增长 12.58%。

点评：

- **疫情影响逐步降低，终端手术恢复，Q2 营业收入实现同比正增长。**一季度受新冠疫情影响，终端手术开展受限，公司营业收入 4966.37 万元，同比下降 30.59%，随着疫情防控逐步常态化，二季度单季收入相比 Q1 大幅改善，实现营业收入 1.01 亿元，同比增长 12.58%。上半年整体营业收入 1.50 亿元，同比下降 6.60%。其中，脊柱类营业收入 1.41 亿元，同比下降 3.07%，创伤类营业收入 904.85 万元，同比下降 11.62%，此外第二季度销售毛利率和净利率均有所回升。受益于终端手术量的恢复，预计三四季度有望延续恢复高速增长。
- **销售推广逐步恢复，搬至研发中心大楼致管理费用提升。**受新冠疫情影响，上半年公司推广活动相应减少，2020H1 销售费用为 7144.31 万元，同比减少 6.79%，销售费用率为 47.50%，同比基本持平。上半年管理费用 822.45 万元，同比增长 32.59%，主要是公司搬至嘉定骨科医疗器械研发产业中心大楼，物业管理等费用和办公大楼折旧及摊销增加所致。
- **研发投入加速，在研项目增厚产品管线。**上半年公司研发费用投入加大，研发支出 1266.25 万元，同比增长 42.96%，其中，脊柱矫形、融合器及骨水泥横向位移螺钉内固定系统报告期内投入 252.52 万元，项目处于临床试验阶段；髓内钉项目投入 169.73 万元，项目处于工艺设计与确认（试件加工）阶段。随着研发投入的快速推进，未来有望拓宽公司在脊柱和创伤领域的产品管线。
- **小幅上调盈利预测，维持增持评级：**考虑到整体手术恢复情况好于预期，同时看好公司长期发展，我们小幅上调公司 2020-2022 年预测 EPS 为 0.56/0.83/1.24 元（原为 0.55/0.81/1.21 元），对应 PE 分别为 108 倍、73 倍、49 倍。三友医疗是国内脊柱类植入耗材领域少数具备从临床需求出发进行原始创新的企业之一。我们看好公司持续的产品研发和商业化能力，维持对公司的“增持”评级。
- **风险因素：**产品研发进度不及预期、产品销售推广不及预期、核心产品在带量采购中未中标。

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	354.32	408.43	569.33	826.49
增长率 YoY %	59%	15%	39%	45%
归属母公司净利润(百万元)	97.82	114.42	170.42	253.82
增长率 YoY%	57%	17%	49%	49%
EPS (元/股)	0.48	0.56	0.83	1.24
市盈率 P/E(倍)	/	108	73	49
市净率 P/B(倍)	/	21	16	12

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 8 月 19 日收盘价

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	354	408	569	826
%同比增速	59%	15%	39%	45%
营业成本	31	49	66	95
毛利	323	360	504	732
销售费用	176	182	251	357
管理费用	15	22	25	36
研发费用	18	22	30	43
财务费用	0	0	0	0
投资收益	3	2	3	4
营业利润	109	133	198	295
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	114	133	198	295
所得税费用	16	18	27	41
净利润	98	115	171	254
归属于母公司的净利润	98	114	170	254
%同比增速	57%	17%	49%	49%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.48	0.56	0.83	1.24

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.48	0.56	0.83	1.24
BVPS	2.13	2.94	3.77	5.01
PE	0.00	108.32	72.73	48.83
PEG	0.00	6.38	1.49	1.00
PB	0.00	20.53	16.01	12.06
EV/EBITDA	-0.30	93.93	62.28	41.34
ROE	0.22	0.19	0.22	0.25
ROIC	0.22	0.15	0.21	0.24

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	37	296	296	424
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	169	192	269	390
存货	68	95	136	191
流动资产合计	343	652	774	1081
固定资产合计	139	139	139	139
商誉	0	0	0	0
资产总计	551	861	983	1290
短期借款	0	131	11	0
应付票据及应付账款	68	68	117	151
流动负债合计	107	250	201	254
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
负债合计	114	257	209	261
归属于母公司的所有者权益	438	604	774	1028
少数股东权益	0	0	1	1
股东权益	438	604	775	1029
负债及股东权益	551	861	983	1290

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	62	74	117	134
投资	27	0	0	0
资本性支出	-80	0	0	0
投资活动现金流净额	-50	2	3	4
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	51	0	0
筹资活动现金流净额	0	182	-119	-11
现金净流量	12	258	0	128

研究团队简介

- 杨松**，信达证券医药团队负责人/医药行业首席分析师，毕业于北京大学药学院/CCER（经济学双学位），中国社保学会医保专委会委员，对医药产业发展趋势拥有深刻的理解，曾多次受邀到国内外医药企业、行业协会就医药行业最新趋势和投资策略做交流分享。
- 周贤珮**，信达证券医药行业分析师，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，五年工作经验，目前负责生物药、医药商业和中成药方向研究。
- 张雪**，信达证券医药研究助理，上海社科院金融学硕士，两年医药研究工作经验，目前负责器械政策、医疗器械和原料药方向研究。
- 李慧瑶**，信达证券医药团队成员，中山大学医学博士，目前负责医疗服务、医疗器械及 CXO 方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。