

三友医疗 (688085)

业绩高速增长，创伤产品中标助力市场快速拓展

事件：

8 月 10 日，公司发布 2021 年半年报，上半年实现营业收入 2.61 亿元，同比增长 73.51%，比 2019 年同期增长 62.06%；归母净利润 7046.19 万元，同比增长 85.36%，比 2019 年同期增长 42.58%；实现扣非后归母净利润 5292.00 万元，同比增长 43.88%。上半年收入和净利润较 2020 年同期和 2019 年同期均实现较大幅度增长。Q2 公司营业收入 1.43 亿元，同比增长 41.74%；归母净利润 4051.56 万元，同比增长 55.22%，同比增长显著。

点评：

继续专注于疗法创新，坚定执行渠道下沉战略

2021H1 公司脊柱类植入耗材实现销售收入 2.46 亿元，同比增长 75.98%；创伤类植入耗材实现销售收入 1441.11 万元，同比增长 58.25%。2021H1 公司销售费用率 52.01%，同比提升了 4.51 个百分点，主要系 2021 年上半年收入增加导致商务服务费增加，销售人员增加及开展市场推广活动发生的会务费增加所致；研发费用率 8.11%，同比基本持平，公司继续专注于疗法创新，持续加大研发投入力度。

从无源到有源，积极拓宽产品线 and 临床解决方案的实现边界

2021 年 6 月，公司收购超声骨动力系统企业水木天蓬，目前已在超声骨刀等有源设备等领域开展布局，围绕骨科手术治疗进行延伸，探索无源高值耗材和有源设备在手术疗法上的有机结合。公司已开展新型骨与软组织损伤修复系统项目等运动医学和骨科相关战略产品的研发工作，并在超声骨动力系统、射频消融及骨科生物材料等领域开展布局。

创伤产品在河南 12 省联盟集采中标，迎来良好发展机遇和拓展空间

2021 年 7 月 20 日，公司的创伤产品——普通接骨板系统、锁定加压接骨板系统（含万向）、髓内钉系统三个产品系列均以相对高位价格中标河南 12 省联盟采购，为公司创伤业务带来良好发展机遇和拓展空间，有望对公司销售团队和经销渠道进行协调整合，促进公司脊柱业务渠道的进一步下沉，继续扩大市场份额，提升市场占有率。

盈利预测与投资评级

考虑到公司创伤产品在 12 省联盟集采中标结果较好，上调公司营业收入和净利润，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 5.73/8.74/12.70 亿元（前值为 5.68/8.48/11.92 亿元），归母净利润分别为 1.65/2.12/3.04 亿元（前值为 1.64/2.06/2.85 亿元），对应 EPS 分别为 0.8/1.03/1.48 元/股，三友医疗是国内骨科植入物领域的领先企业，继续给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；终端业绩不及预期；疫情反复的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	354.32	390.43	572.85	873.67	1,270.15
增长率(%)	59.38	10.19	46.72	52.51	45.38
EBITDA(百万元)	143.13	180.48	201.17	266.09	388.14
净利润(百万元)	97.82	118.56	164.89	212.01	304.13
增长率(%)	57.42	21.20	39.08	28.57	43.45
EPS(元/股)	0.48	0.58	0.80	1.03	1.48
市盈率(P/E)	73.47	60.62	43.58	33.90	23.63
市净率(P/B)	16.42	4.68	4.27	3.85	3.40
市销率(P/S)	20.28	18.41	12.55	8.23	5.66
EV/EBITDA	0.00	37.49	30.03	23.04	15.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	35 元
目标价格	52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	205.33
流通 A 股股本(百万股)	84.21
A 股总市值(百万元)	7,186.67
流通 A 股市值(百万元)	2,947.35
每股净资产(元)	7.64
资产负债率(%)	9.73
一年内最高/最低(元)	69.45/27.66

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

戴爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110005
daishuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《三友医疗-首次覆盖报告:水木天蓬纳入麾下，脊柱新星如虎添翼》
2021-06-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	37.45	262.45	215.41	128.18	123.24
应收票据及应收账款	168.88	197.17	257.66	470.04	615.72
预付账款	2.05	3.44	1.97	25.73	19.23
存货	68.18	93.19	65.94	795.10	471.84
其他	66.06	884.67	943.69	924.33	930.28
流动资产合计	342.63	1,440.93	1,484.67	2,343.38	2,160.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	139.28	153.59	185.73	250.60	356.98
在建工程	1.37	2.31	44.60	91.57	152.16
无形资产	22.88	23.79	22.59	21.40	20.20
其他	45.32	50.06	48.60	47.36	58.14
非流动资产合计	208.85	229.75	301.52	410.92	587.49
资产总计	551.48	1,670.67	1,786.18	2,754.30	2,747.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	67.65	65.81	42.44	607.47	412.11
其他	38.92	57.87	51.75	270.86	209.08
流动负债合计	106.57	123.68	94.19	878.33	621.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.10	12.57	9.25	9.64	10.49
非流动负债合计	7.10	12.57	9.25	9.64	10.49
负债合计	113.67	136.25	103.44	887.97	631.67
少数股东权益	0.00	0.00	(0.01)	(0.03)	(0.06)
股本	154.00	205.33	205.33	205.33	205.33
资本公积	126.96	1,053.68	1,053.68	1,053.68	1,053.68
留存收益	283.81	1,329.09	1,477.42	1,661.03	1,910.85
其他	(126.96)	(1,053.68)	(1,053.68)	(1,053.68)	(1,053.68)
股东权益合计	437.81	1,534.43	1,682.74	1,866.34	2,116.13
负债和股东权益总计	551.48	1,670.67	1,786.18	2,754.30	2,747.80

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	98.06	118.56	164.89	212.01	304.13
折旧摊销	12.10	19.37	20.24	29.57	44.54
财务费用	(0.05)	0.33	(5.14)	(3.70)	(2.71)
投资损失	(2.93)	(20.43)	(9.06)	(9.06)	(9.06)
营运资金变动	(39.47)	27.41	(122.13)	(160.17)	(88.96)
其它	(6.00)	(67.72)	(0.01)	(0.02)	(0.02)
经营活动现金流	61.72	77.52	48.79	68.62	247.92
资本支出	73.60	20.73	96.79	139.82	209.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(123.16)	(851.12)	(181.21)	(270.97)	(410.73)
投资活动现金流	(49.55)	(830.39)	(84.41)	(131.15)	(201.26)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(0.27)	980.91	5.14	3.70	2.71
其他	(0.23)	(2.71)	(16.56)	(28.39)	(54.31)
筹资活动现金流	(0.49)	978.20	(11.42)	(24.70)	(51.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	11.67	225.33	(47.05)	(87.22)	(4.94)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	354.32	390.43	572.85	873.67	1,270.15
营业成本	30.96	35.63	41.20	215.47	325.78
营业税金及附加	2.89	4.00	5.86	8.34	12.71
营业费用	176.03	185.92	278.69	314.52	444.55
管理费用	15.20	19.50	26.44	40.49	60.31
研发费用	18.45	33.92	49.76	70.77	95.26
财务费用	(0.17)	(2.85)	(5.14)	(3.70)	(2.71)
资产减值损失	(4.50)	(4.63)	(0.98)	(3.37)	(2.99)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.93	20.43	9.06	9.06	9.06
其他	3.19	(31.87)	(18.12)	(18.12)	(18.12)
营业利润	109.34	130.38	186.08	240.22	346.30
营业外收入	4.66	6.69	4.99	5.44	5.71
营业外支出	0.04	0.13	0.16	0.11	0.13
利润总额	113.96	136.95	190.90	245.56	351.88
所得税	15.90	18.39	26.02	33.57	47.77
净利润	98.06	118.56	164.88	211.99	304.11
少数股东损益	0.24	0.00	(0.01)	(0.02)	(0.02)
归属于母公司净利润	97.82	118.56	164.89	212.01	304.13
每股收益（元）	0.48	0.58	0.80	1.03	1.48

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	59.38%	10.19%	46.72%	52.51%	45.38%
营业利润	59.96%	19.24%	42.72%	29.10%	44.16%
归属于母公司净利润	57.42%	21.20%	39.08%	28.57%	43.45%
获利能力					
毛利率	91.26%	90.87%	92.81%	75.34%	74.35%
净利率	27.61%	30.37%	28.78%	24.27%	23.94%
ROE	22.34%	7.73%	9.80%	11.36%	14.37%
ROIC	32.43%	31.10%	45.79%	37.95%	36.65%
偿债能力					
资产负债率	20.61%	8.16%	5.79%	32.24%	22.99%
净负债率	-8.55%	-17.10%	-12.80%	-6.87%	-5.82%
流动比率	3.22	11.65	15.76	2.67	3.48
速动比率	2.58	10.90	15.06	1.76	2.72
营运能力					
应收账款周转率	2.61	2.13	2.52	2.40	2.34
存货周转率	6.36	4.84	7.20	2.03	2.01
总资产周转率	0.75	0.35	0.33	0.38	0.46
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.58	0.80	1.03	1.48
每股经营现金流	0.30	0.38	0.24	0.33	1.21
每股净资产	2.13	7.47	8.20	9.09	10.31
估值比率					
市盈率	73.47	60.62	43.58	33.90	23.63
市净率	16.42	4.68	4.27	3.85	3.40
EV/EBITDA	0.00	37.49	30.03	23.04	15.78
EV/EBIT	0.00	39.69	33.39	25.92	17.82

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com