

三友医疗 (688085.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022年1月19日

评级：买入（维持）

市场价格：30.35

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：李建

电话：

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	354.32	390.43	597.50	796.79	1061.66
增长率 yoy%	59.38%	10.19%	53.03%	33.35%	33.24%
净利润(百万元)	97.82	118.56	183.00	258.27	344.98
增长率 yoy%	57.42%	21.20%	54.36%	41.13%	33.57%
每股收益(元)	0.48	0.58	0.89	1.26	1.68
每股现金流量	0.30	0.38	0.05	0.36	0.67
净资产收益率	22.34%	7.73%	10.88%	14.03%	16.88%
P/E	63.71	52.56	34.05	24.13	18.06
PEG	1.11	2.48	0.63	0.59	0.54
P/B	14.23	4.06	3.71	3.39	3.05

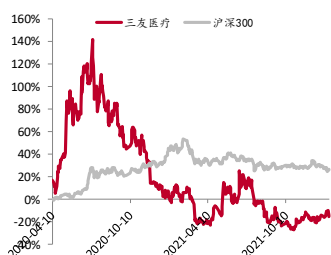
备注：数据截至 2022.1.19

投资要点

- **事件：公司发布 2021 年业绩预告，预计 2021 年实现营业收入 5.80-6.15 亿元，同比增长 48.55%-57.52%；归母净利润 1.76-1.90 亿元，同比增长 48.45%-60.26%；扣非净利润 1.24-1.35 亿元，同比增长 31.05%-42.67%。**
- **脊柱产品销售稳步提升，扣非业绩保持快速增长。**根据业绩预告取中值计算，公司 2021 年营业收入、归母净利润、扣非净利润增速分别为 53%、54%、37%，其中 2021Q4 单季度营业收入、归母净利润、扣非净利润增速分别为 47%、79%、66%。其中，非经常性损益对净利润影响金额中值为 5500 万元，主要系公司持有的金融资产公允价值变动收益、政府补助及理财收益，扣非后公司业绩仍保持快速增长，我们预计主要来自于三方面原因：一是疫情得到有效控制之后医院骨科手术有序进行；二是公司积极推进创新产品推广，持续推进渠道进一步下沉，实现产品销售的稳步提升；三是水木天蓬 2021 年 7 月并表带来积极影响。公司持续增加研发投入，预计 2021 年研发费用为 5100-5800 万元，同比增长 50.36%-71.00%，主要系公司继续专注于疗法创新和新业务研发投入，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。
- **超声止血刀在国内获批上市，有望打破进口垄断，进一步丰富公司产品种类。**公司 11 月 25 日公告，水木天蓬自主创新研发的超声止血刀取得医疗器械注册证，其用于手术中对软组织进行切割止血，可用于闭合直径不超过 3mm 的血管。水木天蓬的超声骨刀系列产品各项技术指标都优于国际国内同类品牌，其超声止血刀此前已取得欧盟注册证，此次在国内获批上市将进一步促进相关产品在国内市场的销售，对公司未来的发展具有积极的影响。
- **国际化战略稳步推进。**公司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 2021 年 9 月获得美国 FDA 批准，产品可以广泛适应于腰椎退变、滑脱、脊柱畸形和成人脊柱侧弯等病症，设计和疗法上达到国际领先水平，对公司开拓美国市场、进一步促进国际化战略落地具有重要意义。
- **盈利预测与投资建议：**根据业绩预告情况，考虑水木天蓬的并表，我们调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司收入 5.98、7.97、10.62 亿元（调整前 5.79、7.53、9.85 亿元），同比增长 53.03%、33.35%、33.24%，归属母公司净利润 1.83、2.58、3.45 亿元（调整前 1.58、2.21、3.11 亿元），同比增长 54.36%、41.13%、33.57%，对应 EPS 为 0.89、1.26、1.68。目前公司股价对应 2021/2022/2023 年 34/24/18 倍 PE，考虑脊柱植入耗材赛道成长性良好，公司脊柱产品研发实力领先，核心竞争力突出，有望同时受益进口替代和市场集中度提升过程，同时服务边界持续拓宽带来综合实力不断增强，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：政策变动风险，产品质量及潜在责任风险，创伤类产品长期研发及市场开拓不达预期的风险，公开资料信息滞后或更新不及时风险，带量采购对收入的影响超出预期等风险。**

基本状况

总股本(百万股)	205.33
流通股本(百万股)	82.54
市价(元)	30.35
市值(百万元)	6,231.87
流通市值(百万元)	2,505.22

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 三友医疗(688085.SH)-深度报告：疗法创新无旁鹜，静待花开终有时-20201023
- 2 三友医疗(688085.SH)-2021 年中报点评：业绩符合预期，脊柱业务增长亮眼-20210809
- 3 三友医疗(688085.SH)-2021 年三季度报点评：收入快速增长，持续加大研发投入-20211024

图表 1: 三友医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1441	1692	1955	2232	营业收入	390	597	797	1062
现金	262	1132	1127	1147	营业成本	36	105	137	179
应收账款	196	286	386	519	营业税金及附加	4	6	8	11
其他应收款	2	5	7	8	营业费用	186	235	313	417
预付账款	3	9	12	15	管理费用	19	21	27	36
存货	93	256	419	539	财务费用	-3	-10	-17	-17
其他流动资产	884	3	4	4	资产减值损失	-5	-5	-5	-5
非流动资产	230	214	202	188	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	20	12	13	14
固定资产	154	144	135	125	营业利润	130	206	293	393
无形资产	24	23	23	23	营业外收入	7	5	6	6
其他非流动资产	52	46	44	40	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1671	1905	2156	2420	利润总额	137	211	298	399
流动负债	124	220	312	372	所得税	18	28	40	54
短期借款	0	0	0	0	净利润	119	183	258	345
应付账款	66	162	254	313	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	58	58	58	59	归属母公司净利润	119	183	258	345
非流动负债	13	3	3	4	EBITDA	147	214	295	395
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.89	1.26	1.68
其他非流动负债	13	3	3	4	主要财务比率				
负债合计	136	223	316	376	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	205	205	205	205	营业收入	10.2%	53.0%	33.4%	33.2%
资本公积	1054	1054	1055	1056	营业利润	19.2%	58.1%	42.1%	34.2%
留存收益	275	423	580	783	归属于母公司净利润	21.2%	54.4%	41.1%	33.6%
归属母公司股东权益	1534	1682	1840	2044	获利能力				
负债和股东权益	1671	1905	2156	2420	毛利率 (%)	90.9%	82.5%	82.8%	83.1%
					净利率 (%)	30.4%	30.6%	32.4%	32.5%
					ROE (%)	7.7%	10.9%	14.0%	16.9%
					ROIC (%)	28.6%	31.2%	34.1%	36.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	8.2%	11.7%	14.6%	15.5%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	11.65	7.68	6.26	6.00
					速动比率	10.74	6.27	4.92	4.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.33	0.39	0.46
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	0.53	0.92	0.66	0.63
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.89	1.26	1.68
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.38	0.05	0.36	0.67
					每股净资产 (最新摊薄)	7.47	8.19	8.96	9.96
					估值比率				
					P/E	52.56	34.05	24.13	18.06
					P/B	4.06	3.71	3.39	3.05
					EV/EBITDA	35	24	17	13

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	78	10	74	138
净利润	119	183	258	345
折旧摊销	19	18	19	19
财务费用	-3	-10	-17	-17
投资损失	-20	-12	-13	-14
营运资金变动	-47	-209	-123	-203
其他经营现金流	10	41	-50	8
投资活动现金流	-830	884	4	5
资本支出	30	0	0	0
长期投资	820	0	0	0
其他投资现金流	20	884	4	5
筹资活动现金流	978	-25	-83	-124
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	51	0	0	0
资本公积增加	927	0	1	1
其他筹资现金流	0	-25	-84	-125
现金净增加额	225	869	-5	20

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。