

研究所：

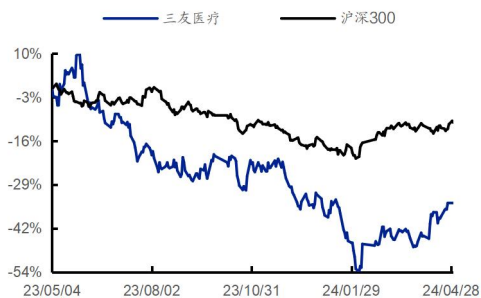
证券分析师：

周小刚 S0350521090002  
zhouxg@ghzq.com.cn

## 集采影响已过，业绩进入增长期

### ——三友医疗（688085）科创板公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
三友医疗	20.7%	21.7%	-35.3%
沪深300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	18.80
52周价格区间(元)	11.97-35.24
总市值(百万)	4,670.93
流通市值(百万)	4,670.93
总股本(万股)	24,845.35
流通股本(万股)	24,845.35
日均成交额(百万)	37.17
近一月换手(%)	13.90

## 事件：

三友医疗于2024年4月26日发布2023年年度报告和2024年一季报：2023年公司实现营收4.60亿元，同比下降29.08%；实现净利润0.96亿元，同比下降49.91%；实现扣非归母净利润0.59亿元，同比下降55.70%。2024年第一季度，公司实现收入8642.93万元，同比下降46.26%；实现归母净利润-209.58万元。

## 投资要点：

- 产品销量不断增长，脊柱业务宽度和深度进一步夯实。**2023年，公司耗材类的经销商数量增长60%，脊柱产品销售数量增长32.07%。公司囊袋产品销售收入增加3.7倍，初步体现出良好的市场接受度和应用前景；Adena双头螺钉以及Zina II系列等的产品销售表现优异；骨水泥、射频消融和人工骨等产品的销售均有增长；辅助手术产品定位膜呈现良好的市场势头。
- 创新研发实力持续增强，医工合作与疗法创新效果突出。**2023年，公司围绕医工合作，持续不断进行疗法创新和产品升级迭代，以满足临床需求。2023年公司整体研发投入6521.61万元，同比增加8.02%；研发投入占比14.17%，较去年同期增加4.87个百分点。公司主要创新和研发成果包括：新型PEEK材料的椎间融合器注册上市；3D打印“金属增材制造椎间融合器”获得国家药品监督管理局注册批准；完成新型脊柱微创手术定位引导片产品的开发并获得了注册证；腰椎后路通用性产品的更新迭代；椎板固定板系统产品变更注册完成；微创内固定系统开发项目结题；脊柱矫形、融合器及骨水泥螺钉内固定系统开发项目结题；公司Zeus脊柱系统产品获得美国FDA510(K)认证；新脊柱微创钉棒系统获得美国FDA special 510(K)的认证通过；公司目前开发的全部脊柱钉棒系统，获得欧盟医疗器械法规(MDR)CE认证。这些新的研发成果有助于公司进一步提高市场竞争力，对公司的发展和未来的经营产生积极影响。
- 盈利预测和投资评级。**我们预计2024-2026年公司营业收入为6.10、7.73、9.52亿元，归母净利润为1.67、2.12、2.73亿元，对应PE为27.95x、22.07x、17.09x。由于公司持续聚焦核心业务，创新实力逐渐加强，产品覆盖逐渐全面，不断强化内生增长驱动，首次覆盖，给予“增持”评级。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	460	610	773	952
增长率(%)	-29	33	27	23
归母净利润 (百万元)	96	167	212	273
增长率(%)	-50	75	27	29
摊薄每股收益 (元)	0.38	0.67	0.85	1.10
ROE(%)	5	8	10	11
P/E	51.32	27.95	22.07	17.09
P/B	2.53	2.27	2.10	1.91
P/S	10.52	7.66	6.04	4.91
EV/EBITDA	25.34	17.17	13.62	10.90

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：三友医疗盈利预测表

证券代码:	688085				股价:	18.80		投资评级:	增持		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	5%	8%	10%	11%	EPS	0.38	0.67	0.85	1.10				
毛利率	80%	83%	84%	84%	BVPS	7.71	8.27	8.95	9.83				
期间费率	39%	37%	38%	37%	<b>估值</b>								
销售净利率	21%	27%	27%	29%	P/E	51.32	27.95	22.07	17.09				
<b>成长能力</b>					P/B	2.53	2.27	2.10	1.91				
收入增长率	-29%	33%	27%	23%	P/S	10.52	7.66	6.04	4.91				
利润增长率	-50%	75%	27%	29%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.21	0.26	0.29	0.32	营业收入	460	610	773	952				
应收账款周转率	2.73	8.34	8.05	7.95	营业成本	92	105	127	149				
存货周转率	0.56	0.55	0.56	0.56	营业税金及附加	6	8	10	12				
<b>偿债能力</b>					销售费用	161	201	247	295				
资产负债率	10%	13%	15%	17%	管理费用	32	37	46	57				
流动比	4.87	2.45	2.56	2.75	财务费用	-16	-12	-2	-2				
速动比	3.79	1.52	1.74	1.99	其他费用/(-收入)	65	79	100	124				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	120	198	253	331				
现金及现金等价物	674	319	519	773	营业外净收支	14	12	12	12				
应收款项	62	86	110	135	利润总额	135	209	265	342				
存货净额	177	204	246	289	所得税费用	21	31	40	51				
其他流动资产	34	43	53	62	净利润	114	178	225	291				
<b>流动资产合计</b>	<b>946</b>	<b>653</b>	<b>927</b>	<b>1259</b>	少数股东损益	18	11	14	17				
固定资产	332	308	283	255	归属于母公司净利润	96	167	212	273				
在建工程	7	6	5	5	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	952	1503	1552	1601	经营活动现金流	267	206	262	328				
长期股权投资	25	35	45	55	净利润	96	167	212	273				
<b>资产总计</b>	<b>2261</b>	<b>2505</b>	<b>2813</b>	<b>3175</b>	少数股东损益	18	11	14	17				
短期借款	0	50	100	150	折旧摊销	54	68	70	72				
应付款项	101	111	134	157	公允价值变动	-17	0	0	0				
合同负债	5	6	8	10	营运资金变动	75	-38	-30	-32				
其他流动负债	89	100	120	141	投资活动现金流	69	-690	-208	-227				
<b>流动负债合计</b>	<b>194</b>	<b>267</b>	<b>362</b>	<b>458</b>	资本支出	-26	-561	-61	-61				
长期借款及应付债券	0	20	40	60	长期投资	94	-110	-130	-150				
其他长期负债	24	28	28	28	其他	1	-19	-16	-15				
<b>长期负债合计</b>	<b>24</b>	<b>48</b>	<b>68</b>	<b>88</b>	筹资活动现金流	-23	31	26	12				
<b>负债合计</b>	<b>219</b>	<b>315</b>	<b>430</b>	<b>546</b>	债务融资	0	69	70	70				
股本	248	248	248	248	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	2043	2202	2395	2641	其它	-23	-39	-44	-58				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2261</b>	<b>2505</b>	<b>2813</b>	<b>3175</b>	现金净增加额	314	-455	80	113				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。  
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，分析师，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

## 【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，

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波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。