

三友医疗 (688085.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年09月01日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 17.20元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

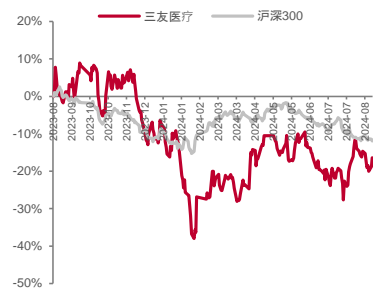
分析师: 于佳喜

执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	248
流通股本(百万股)	248
市价(元)	17.20
市值(百万元)	4,273
流通市值(百万元)	4,273

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 2022年三季报点评: 收入保持快速增长, 借助脊柱国采有望持续提升市占率-20221026
- 3 三友医疗-2022中报点评: Q2环比加速增长, 下半年有望持续恢复-20220822
- 4 三友医疗 2023年报&2024年一季报点评: 政策驱动脊柱、创伤耗材放量, 超声骨刀产品快速增长

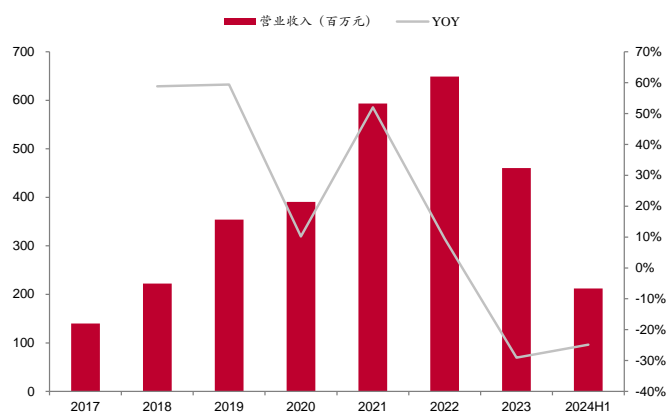
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	649	460	503	605	729
增长率 yoy%	9%	-29%	9%	20%	21%
净利润(百万元)	191	96	60	94	101
增长率 yoy%	2%	-50%	-37%	56%	8%
每股收益(元)	0.77	0.38	0.24	0.38	0.41
每股现金流量	0.63	1.07	-0.34	0.41	0.57
净资产收益率	10%	5%	3%	4%	5%
P/E	22	45	71	46	42
P/B	2	2	2	2	2

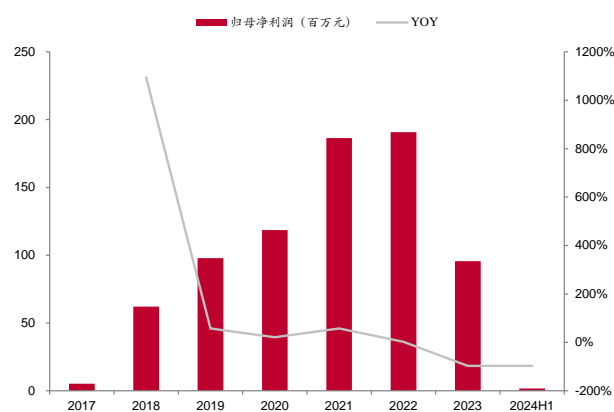
备注: 数据截至 2024.09.01

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 半年报, 2024 上半年公司实现营业收入 2.12 亿元, 同比下降 4.86%, 实现归母净利润 0.02 亿元, 同比下降 97.34%, 扣非净利润-0.02 亿元, 同比下降 103.76%。
- **分季度看,** 2024 年二季度公司实现营业收入 1.26 亿元, 同比增长 3.51%, 实现归母净利润 0.04 亿元, 同比下降 86.65%, 实现扣非净利润 0.01 亿元, 同比下降 93.55%。公司单季度收入表现相对稳定, 利润端有所波动, 主要与脊柱集采、医疗整顿等政策因素有关。
- **集采落地叠加资产整合, 当期盈利能力有所波动。** 公司 2024 上半年毛利率 68.13%, 同比减少 15.41pp, 毛利下滑系公司内脊柱高值耗材带量采购在全国范围内落地实施, 影响到公司产品终端销售价格; 公司 2024 年上半年销售费用率 31.77%, 同比下降 9.67pp, 主要系报告期内脊柱带量集采逐步落地, 部分商务服务费有所减少; 管理费用率 12.02%, 同比增长 6.48pp, 主要系公司完成对 Implanet 收购, 自 2024 年 2 月开始 Implanet SA 纳入合并报表范围, 导致管理费用增加。研发费用率 20.69%, 同比增长 10.12pp, 主要系公司控股子公司水木天蓬的研发人员 2024 年 4 月的股权激励一次性确认股份支付费用, 同时控股孙公司法国 Implanet 于 2024 年 2 月纳入公司合并范围, 导致研发费用增加; 财务费用率-2.37%, 同比增长 0.25pp; 受费用开支大幅增长, 公司 2024H1 净利率 0.55%, 同比减少 24.45pp。
- **收购 Implanet 扩大公司产品全球影响力, 骨科类产品加速出海。** 2024 上半年公司完成对法国骨科上市公司 Implanet 的收购, 公司目前持有 Implanet 9317.69 万股, 占比 74.56%。Implanet 是公司直面国际主流市场和终端客户的优质平台, 有望进一步补充公司国际产品线, 提升公司的国际品牌形象, 2024 年上半年公司海外收入 0.34 亿元, 占上半年收入比例达 16%, 未来公司有望借助 Implanet 体系加速自主产品迈向全球。
- **脊柱、创伤耗材企稳, 超声骨刀加速市场开拓。** 2024 上半年公司脊柱类植入耗材收入 1.44 亿元, 创伤类耗材收入 0.95 亿元, 公司相关产品在河南等十二省市联盟、京津冀“3+N”联盟等集采中以相对较高价中标, 未来有望借助集采政策加快份额开拓, 逐步企稳回升, 同时 Zeus 脊柱内固定系统等新品也开始在海外多国展开手术, 有望逐步上量; 2024 年上半年子公司水木天蓬实现主营业务收入 4488.78 万, 同比增长 21.45%, 整体发货数量同比增长超 100%, 超声骨刀在欧洲、美国及拉美等国际市场的突破性进展, 在法国、希腊、意大利、瑞士和美国等地持销售的基础上, 新增荷兰, 西班牙和澳大利亚地区的临床销售, 未来有望延续高速增长趋势。
- **盈利预测与投资建议:** 根据公告数据, 我们调整盈利预测, 考虑集采、反腐等政策可能对脊柱、创伤等耗材业务造成一定影响, 预计 2024-2026 年公司收入 5.03、6.05、7.29 亿元 (调整前 24-26 年 5.03、6.05、7.29 亿元), 同比增长 9%、20%、21%, 归母净利润 0.60、0.94、1.01 亿元 (调整前 24-26 年 1.01、1.31、1.70 亿元), 同比增长 -37%、56%、8%。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。

图表 1: 三友医疗营业收入 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

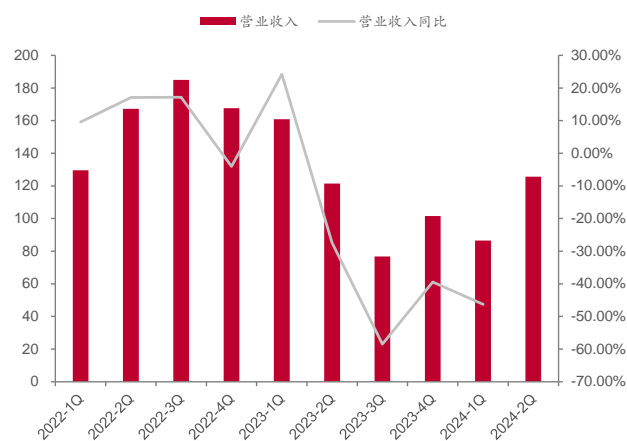
图表 2: 三友医疗归母净利润 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

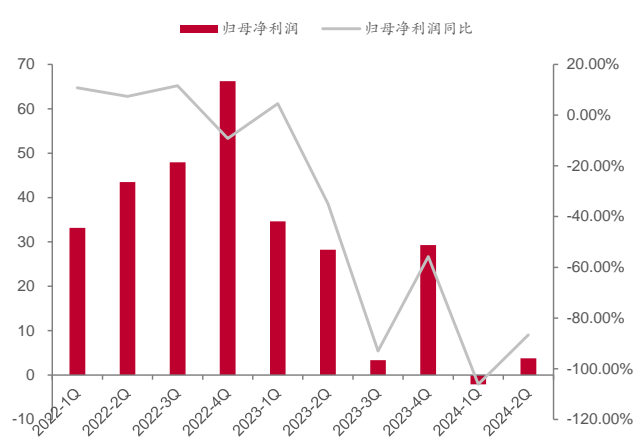
图表 3: 分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q	2024-2Q
营业收入	129.51	167.14	184.88	167.62	160.84	121.39	76.70	101.46	86.43	125.65
营业收入同比	9.58%	17.06%	17.18%	-4.01%	24.19%	-27.38%	-58.51%	-39.47%	-46.26%	3.51%
营业收入环比	-25.84%	29.06%	10.61%	-9.34%	-4.05%	-24.53%	-36.81%	32.28%	-14.82%	45.38%
营业成本	12.00	16.81	18.65	16.31	23.35	23.13	25.11	20.72	36.04	31.56
毛利率	90.73%	89.94%	89.91%	90.27%	85.48%	80.95%	67.27%	79.58%	58.30%	74.88%
销售费用	63.76	78.85	88.36	65.98	77.41	39.56	26.28	18.24	26.87	40.52
管理费用	6.46	6.72	10.22	13.28	7.68	7.95	6.67	9.68	12.06	13.43
研发费用	12.31	12.93	18.04	17.10	14.27	15.56	17.27	18.12	17.26	26.62
财务费用	-2.17	-1.94	-1.93	-3.03	-3.95	-3.42	-4.07	-4.64	-3.91	-1.11
营业利润	38.30	53.10	53.30	84.39	43.10	30.06	2.86	44.41	-1.51	6.84
利润总额	38.27	53.23	61.99	86.06	43.06	39.96	5.73	46.12	-1.36	6.77
所得税	5.55	8.28	11.25	10.90	7.95	4.52	1.05	7.70	2.50	1.74
归母净利润	33.17	43.49	47.96	66.20	34.65	28.26	3.37	29.29	-2.10	3.77
归母净利润同比	10.76%	7.34%	11.58%	-9.22%	4.48%	-35.01%	-92.97%	-55.75%	-106.05%	-86.66%
净利率	25.61%	26.02%	25.94%	39.50%	21.55%	23.28%	4.39%	28.87%	-2.42%	3.00%
扣非归母净利润	30.55	41.22	37.04	25.01	30.65	17.61	0.58	10.44	-2.95	1.14
扣非归母净利润同比	33.25%	37.43%	0.40%	-30.29%	0.34%	-57.28%	-98.43%	-58.25%	-109.63%	-93.53%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

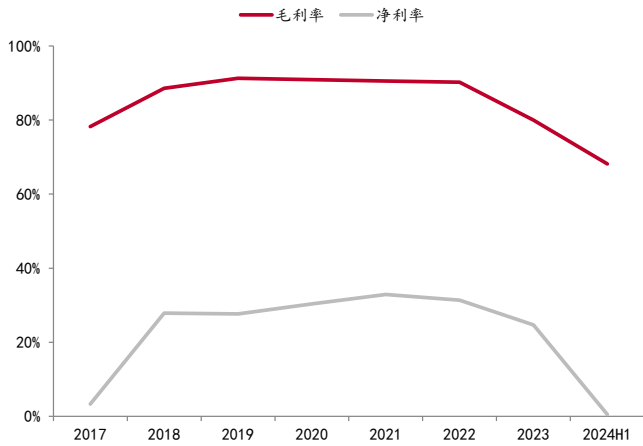
图表 4: 三友医疗分季度营收 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 三友医疗分季度归母净利润 (百万元, %)


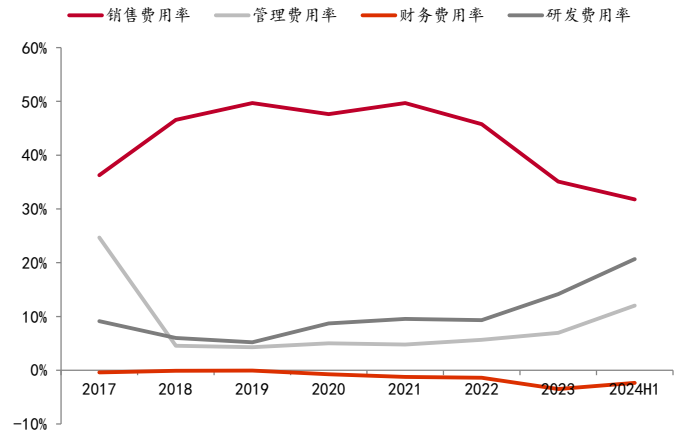
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 三友医疗毛利率和净利率



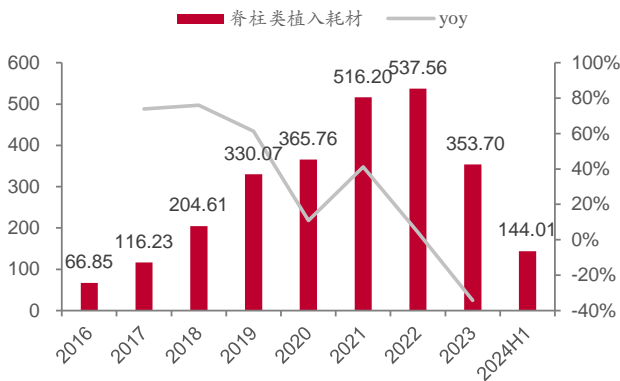
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 三友医疗期间费用率



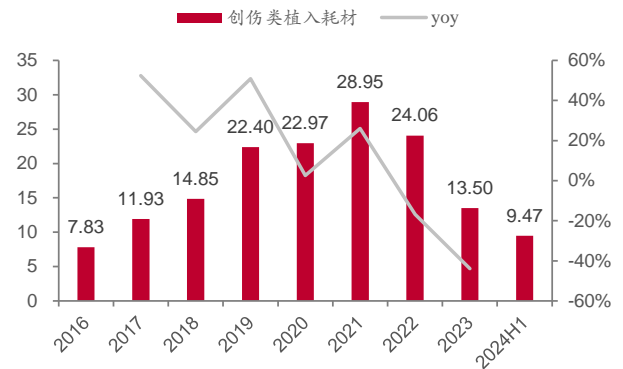
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 三友医疗脊柱类植入耗材收入情况 (百万元, %)



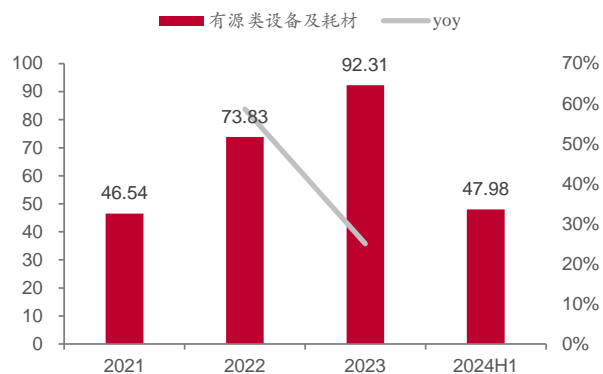
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 三友医疗创伤类植入耗材收入情况 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 三友医疗有源类设备及耗材收入情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 三友医疗财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	654	208	181	219	营业收入	460	503	605	729
应收票据	0	0	0	0	营业成本	92	151	179	213
应收账款	62	73	83	98	税金及附加	6	8	10	11
预付账款	4	16	18	18	销售费用	161	151	121	146
存货	177	290	345	411	管理费用	32	75	91	109
合同资产	0	0	0	0	研发费用	65	101	121	146
其他流动资产	49	23	24	25	财务费用	-16	-7	11	21
流动资产合计	946	610	651	770	信用减值损失	9	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	0	0	0
长期股权投资	25	25	25	25	公允价值变动收益	17	0	0	0
固定资产	332	721	1,145	1,602	投资收益	-23	40	40	40
在建工程	7	107	107	7	其他收益	11	0	0	0
无形资产	86	101	119	141	营业利润	120	55	102	112
其他非流动资产	866	880	893	906	营业外收入	16	60	60	60
非流动资产合计	1,315	1,833	2,288	2,681	营业外支出	1	30	30	30
资产合计	2,261	2,443	2,939	3,451	利润总额	135	85	132	142
短期借款	0	97	313	531	所得税	21	14	21	22
应付票据	0	0	0	0	净利润	114	71	111	120
应付账款	101	30	36	44	少数股东损益	18	11	18	19
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	96	60	93	101
合同负债	5	7	8	10	NOPLAT	100	66	121	138
其他应付款	56	56	56	56	EPS (按最新股本摊薄)	0.38	0.24	0.38	0.41
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	29	60	72	85	主要财务比率				
流动负债合计	194	254	489	730	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-29.1%	9.3%	20.2%	20.5%
其他非流动负债	24	24	24	24	EBIT增长率	-48.5%	-34.5%	84.5%	13.7%
非流动负债合计	24	124	324	524	归母公司净利润增长率	-49.9%	-37.2%	56.1%	7.8%
负债合计	219	379	814	1,254	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,916	1,926	1,970	2,022	毛利率	80.0%	70.1%	70.4%	70.7%
少数股东权益	127	138	156	175	净利率	24.7%	14.2%	18.4%	16.5%
所有者权益合计	2,043	2,064	2,126	2,196	ROE	4.7%	2.9%	4.4%	4.6%
负债和股东权益	2,261	2,443	2,939	3,451	ROIC	8.7%	3.4%	6.0%	5.6%
					偿债能力				
					资产负债率	9.7%	15.5%	27.7%	36.4%
					债务权益比	1.4%	10.9%	30.2%	48.2%
					流动比率	4.9	2.4	1.3	1.1
					速动比率	4.0	1.3	0.6	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
					应收账款周转天数	132	48	47	45
					应付账款周转天数	479	156	67	68
					存货周转天数	647	558	638	638
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.38	0.24	0.38	0.41
					每股经营现金流	1.07	-0.34	0.41	0.57
					每股净资产	7.71	7.75	7.93	8.14
					估值比率				
					P/E	45	71	46	42
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	-7	-11	-6	-5

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。