

业绩有望迎来拐点，海外市场加速布局

核心观点

公司是国内脊柱领域龙头公司，上半年业绩符合预期。23Q2以来，受集采降价影响，公司收入及利润下降。随着集采落地执行满一周年，24Q3公司有望迎来业绩拐点，回归快速增长轨道。子公司水木天蓬是全球超声骨刀领域龙头，公司正推进完成对其少数股权的收购。海外业务在脊柱新产品带动下，有望实现快速增长。在国内外市场共同发力下，公司有望实现脊柱产品和超声骨刀的双轮驱动，维持脊柱行业龙头地位。

事件

公司发布 2024 年半年报

公司 24H1 实现营业收入 2.12 亿元（-24.86%）；归母净利润 0.02 亿元（-97.34%），主要系公司脊柱产品集采降价；扣非归母净利润-0.02 亿元（-103.76%）。基本每股收益为 0.01 元/股。

简评

业绩符合预期，脊柱价格高基数下收入同比下降

公司 24H1 实现营业收入 2.12 亿元（-24.86%）；归母净利润 0.02 亿元（-97.34%）；扣非归母净利润-0.02 亿元（-103.76%）。经计算，24Q2 实现营业收入 1.26 亿元（+3.51%），归母净利润 0.04 亿元（-86.65%），扣非归母净利润 0.01 亿元（-93.55%）。业绩符合预期，2023 年 4 月开始脊柱高值耗材带量采购在国内各省市陆续落地实施，上年同期价格仍相对较高。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金额 723.85 万；控股孙公司法国 Implanet 于 2024 年 2 月纳入公司合并范围，其经营亏损上半年影响归母净利润-872.06 万元。

国内脊柱领域龙头，24Q3 脊柱业务有望迎来拐点

公司是国内领先的脊柱企业，脊柱产品份额位居国产厂商前列，在 2022 年脊柱集采的固定融合系统类产品中报量份额约占 7%。23Q2 以来，受集采降价影响，公司收入及利润下降。随着集采落地执行满一周年，24Q3 公司有望迎来业绩拐点，回归快速增长轨道。

三友医疗 (688085. SH)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2024 年 09 月 18 日

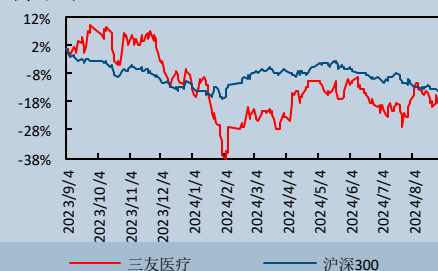
当前股价：18.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.06/3.08	-8.16/0.77	-21.60/-11.31
12 月最高/最低价 (元)		22.87/13.02
总股本 (万股)		24,845.35
流通 A 股 (万股)		24,845.35
总市值 (亿元)		41.94
流通市值 (亿元)		41.94
近 3 月日均成交量 (万)		112.65
主要股东		
QM5 LIMITED		16.48%

股价表现



水木天蓬业绩保持稳健增长，产品竞争力居于领先地位

上半年控股子公司水木天蓬实现收入 4489 万元，同比增长 21.45%。其中，耗材收入 3365 万元，同比增长 60.40%，占收入的比重超过 50%。水木天蓬在超声骨刀领域有着深厚的研发积累和核心技术，是国内超声能量手术工具龙头，通过与临床医生密切医工合作，解决临床手术痛点，开发了一系列的切骨方式和与之配套的超声骨动力系统。上半年超声骨刀在欧洲、美国及拉美等国际市场的销售取得突破性进展，在法国、希腊、意大利、瑞士和美国等地持续销售的基础上，新增了荷兰，西班牙和澳大利亚地区的临床销售。

8 月 14 日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金（草案）》，拟通过发行股份及支付现金方式，购买曹群、徐农合计持有的水木天蓬 37.1077% 股权及战松涛等持有的上海还瞻 98.9986% LP 出资份额，通过全资子公司拓腾苏州以支付现金方式购买天蓬投资持有的上海还瞻 1.0014% GP 出资份额。本次交易前，上市公司持有水木天蓬 51.8154% 股权；交易完成后，上市公司将合计持有水木天蓬 100% 股权。本次交易实质为直接或间接购买水木天蓬剩余 48.1846% 股权，本次交易总对价为 41,567.57 万元，对应水木天蓬 100% 股东权益作价为 86,267.31 万元。目前该收购事项正在进行中，公司完成收购后将实现对水木天蓬的全资控股，有望进一步增厚公司利润。

海外布局加速推进，欧美市场有望实现突破

2024 年 2 月，公司完成对法国骨科公司 Implanet 的收购，目前持有其 74.56% 股权。依托 Implanet 的基础，公司脊柱及超声骨刀业务有望加快海外市场的拓展。上半年公司 Zeus 脊柱内固定系统全球首台手术在法国波尔多顺利完成。截止目前，公司 Zeus 脊柱内固定系统在法国多家医院陆续开展手术，后续将继续推广到美国、英国、意大利、德国等地。

展望下半年及明年，脊柱业务有望迎来业绩拐点，超声骨刀及海外市场有望带来新成长动力

随着集采落地执行满一周年，24Q3 公司有望迎来业绩拐点，回归快速增长轨道。公司集采前在国内市场主要集中在三级医院为主，集采后随着经销商和医院覆盖范围的拓展，市占率有望进一步提升。下半年公司有望完成对子公司水木天蓬的少数股权的收购。海外业务依托法国子公司 Implanet 和 Zeus 新产品，有望在欧美市场实现突破。在国内外市场共同发力下，公司下半年及明年有望回归快速增长轨道。

毛利率及费用率短期受集采影响，后续有望趋于稳定

2024 年销售毛利率 68.13%（-15.40pp），毛利率同比下降幅度较大，预计主要由于集采执行后脊柱产品价格有所下降。销售费用率 31.77%（-9.68pp），主要系脊柱带量集采逐步落地，公司营业收入减少，商务服务费减少。管理费用率 12.02%（+6.48pp），主要系公司完成对 Implanet 收购，自 2024 年 2 月开始并表，导致的管理费用增加。研发费用率 20.69%（+10.12pp），主要系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，及 Implanet 并表导致研发费用增加。财务费用率 -2.37%（+0.24pp），主要系汇兑损益变动影响。经营活动产生的现金流量净额为 -1543 万元，较上年同期减少 1.29 亿元，主要系集采后终端价格下降，导致经营性现金流减少。应收账款周转天数 54 天，同比减少 101 天，主要系集采后公司终端收款效率提高，并加强应收账款管理。

短期看好脊柱业务重回增长轨道，中长期看好脊柱领域全面布局下国内外业务实现快速增长

短期来看，脊柱集采影响已逐步出清，Q3有望迎来业绩拐点，后续有望通过新品上市和进口替代恢复稳定增长。中长期来看，脊柱行业成长性良好，公司有望维持行业龙头地位，通过拓展超声能量手术器械及海外市场，公司有望进一步打开成长空间。我们预计 2024-2026 年公司实现收入 5.80、7.64、9.87 亿元，同比增长 26.0%、31.8%、29.1%；实现归母净利润 0.81、1.70、2.38 亿元，同比增长-15.4%、110.3%、40.2%。按照 2024 年 9 月 13 日收盘价（18.0 元）计算，对应 2024-2026 年 PE 分别为 55、26、19X。首次覆盖，给予“买入”评级。

图1： 预测及比率

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	460	580	764	987
增长率(%)	-29.1%	26.0%	31.8%	29.1%
归属母公司股东净利润	96	81	170	238
增长率(%)	-49.9%	-15.4%	110.3%	40.2%
每股收益(EPS)	0.38	0.33	0.69	0.96
市盈率(P/E)	47	55	26	19

资料来源：Wind，中信建投

风险提示

1) 行业政策变化风险：目前骨科脊柱集采已经全面落地，执行周期三年，后续集采品种将会进行续约，续约政策变化可能影响厂家产品的利润率水平；由于医疗行业合规性加强等行业政策因素导致部分地区招标需求延后及新产品推广活动开展受阻，存在达不到我们业绩预测的风险。

2) 市场竞争加剧风险：国内骨科行业生产厂商较多，不排除部分中小厂商借助集采取得市场份额，导致市场竞争进一步加剧。

3) 研发进度不及预期风险：公司持续加大新产品研发，布局脊柱微创、超声骨刀等产品的升级，新产品的研发存在不确定性，如果研发进度不及预期，可能将会一定程度上影响公司未来的成长天花板。

4) 公司治理层面风险：9月3日公司公告，监事方颖女士收到上海证监局出具的警示函，主要由于其亲属短线交易事项；若后续出现类似事项，可能对公司造成不利影响。

5) 盈利预测不及预期风险：以下风险可能导致公司收入及利润增速不及预期：a) 脊柱集采续约进一步降价；b) 行业竞争加剧，导致公司市场份额提升不及预期；c) 海外市场拓展不及预期等。以上风险因素可能导致公司收入增速、利润率水平不及预期，下表为假设 2024-2026 年收入增速变化-5pct、毛利率变化-5pct 的悲观情况下对公司业绩预期的敏感性分析。

图表2： 收入及毛利率假设不及预期对公司财务状况影响的定量分析

情景假设	主要财务指标	2024E	2025E	2026E
基准情况	营业收入	580.05	764.35	986.54
	增长率(%)	26.0%	31.8%	29.1%
	毛利率(%)	78.4%	81.9%	81.9%
	归属母公司股东净利润	80.85	170.02	238.31
	增长率(%)	-15.4%	110.3%	40.2%
悲观情况	营业收入	557	706	876
	增长率(%)	21%	27%	24%
	假设营收增速较基准情况变化率(%)	-5pct	-5pct	-5pct
	毛利率(%)	73.4%	76.9%	76.9%
	假设毛利率较基准情况变化率(%)	-5pct	-5pct	-5pct
	归属母公司股东净利润	57	132	181
	增长率(%)	-42.3%	122.8%	32.0%
	测算净利润较基准情况变化率(%)	-29.1%	-22.2%	-24.0%

资料来源：公司公告、中信建投证券

图表3： 财务预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	382	340	654	566	658	803
应收款项	254	277	62	191	252	325
存货净额	121	155	177	234	268	366
其他流动资产	16	29	33	28	37	48
流动资产合计	1151	994	946	1040	1234	1561
固定资产	250	338	338	344	344	345
无形资产及其他	33	41	86	82	79	75
投资性房地产	554	786	866	866	866	866
长期股权投资	10	32	25	125	145	165
资产总计	1997	2191	2261	2458	2668	3012
短期借款及交易性金融负债	3	3	4	3	3	4
应付款项	125	145	101	199	227	311
其他流动负债	108	97	90	108	125	158
流动负债合计	235	245	194	310	355	472
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	33	24	28	32	34
长期负债合计	26	33	24	28	32	34
负债合计	261	278	219	338	388	506
少数股东权益	50	73	127	138	164	199
股东权益	1686	1840	1916	1981	2117	2307
负债和股东权益总计	1997	2191	2261	2458	2668	3012
利润表（百万元）						
营业收入	593	649	460	580	764	987
营业成本	56	64	92	125	139	178
营业税金及附加	6	8	6	7	9	12
销售费用	295	297	161	197	245	306
管理费用	85	97	97	148	156	190
财务费用	(7)	(9)	(16)	(11)	(11)	(13)
投资收益	26	5	(23)	(20)	0	5
资产减值及公允价值变动	20	29	4	5	6	6
其他收入	(1)	2	19	0	0	0
营业利润	204	229	120	98	232	324
营业外净收支	13	10	14	13	5	5
利润总额	217	240	135	111	237	329
所得税费用	22	36	21	15	35	47
少数股东损益	9	13	18	15	32	44
归属于母公司净利润	186	191	96	81	170	238

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金流量表（百万元）						
净利润	186	191	96	81	170	238
资产减值准备	(2)	0	10	(8)	(0)	(0)
折旧摊销	13	15	26	39	41	43
公允价值变动损失	(20)	(29)	(4)	(5)	(6)	(6)
财务费用	(7)	(9)	(16)	(11)	(11)	(13)
营运资本变动	(477)	(284)	57	(69)	(54)	(64)
其它	9	10	5	20	26	35
经营活动现金流	(291)	(96)	188	58	177	247
资本开支	(124)	(129)	(35)	(29)	(31)	(35)
其它投资现金流	504	184	173	0	0	0
投资活动现金流	370	32	145	(129)	(51)	(55)
权益性融资	(0)	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(36)	(37)	(19)	(16)	(34)	(48)
其它融资现金流	112	97	18	(1)	0	0
融资活动现金流	40	22	(20)	(17)	(34)	(48)
现金净变动	120	(42)	314	(88)	92	145
货币资金的期初余额	262	382	340	654	566	658
货币资金的期末余额	382	340	654	566	658	803

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk