

三友医疗 (688085.SH)
医疗器械

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月30日

评级: 买入 (维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜

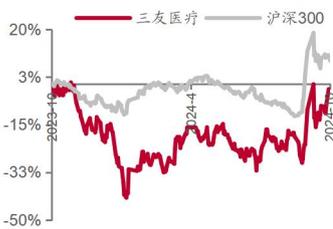
执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	248.45
流通股本(百万股)	248.45
市价(元)	21.85
市值(百万元)	5,428.71
流通市值(百万元)	5,428.71

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《三友医疗 2024 半年报点评: 集采、反腐等影响上半年业绩, 超声骨刀推广、国际化战略进展顺利》 2024-09-02
- 《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》 2024-05-19

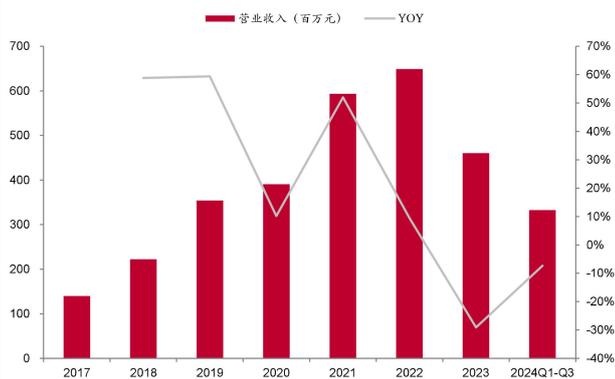
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	649	460	500	681	902
增长率 yoy%	9%	-29%	9%	36%	32%
归母净利润(百万元)	191	96	35	102	134
增长率 yoy%	2%	-50%	-63%	191%	31%
每股收益(元)	0.84	0.38	0.14	0.41	0.54
每股现金流量	0.63	1.07	-0.44	0.22	0.46
净资产收益率	10%	5%	2%	5%	6%
P/E	28.4	56.8	154.9	53.2	40.6
P/B	3.0	2.8	2.9	2.8	2.7

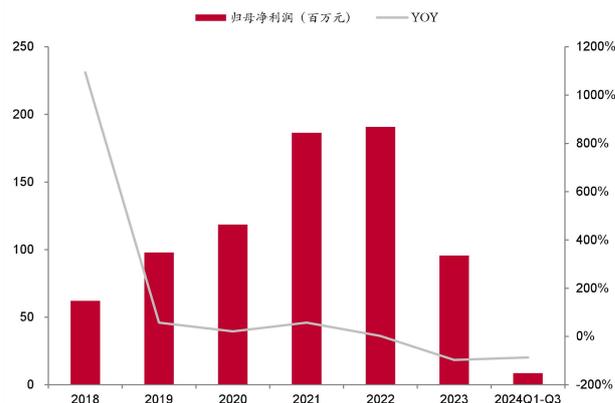
备注: 股价截止自 2024 年 10 月 30 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 公司发布 2024 年三季度报告, 2024 年前三季度公司实现营业收入 3.33 亿元, 同比下降 7.30%, 实现归母净利润 0.09 亿元, 同比下降 87.07%; 实现扣非归母净利润 0.03 亿元, 同比下降 94.50%
- 分季度来看:** 2024 年单三季度公司实现营收 1.21 亿元, 同比增长 57.30%, 实现归母净利润 0.07 亿元, 同比增长 104.53%, 实现扣非净利润 0.05 亿元, 同比增长 675.10%, 得益于脊柱、超声骨刀等产品的持续放量, 同时叠加 2023Q3 同期低基数, 公司单季度业绩实现高增。
- 费用端:** 公司 2024 前三季度销售费用率 31.52%, 同比下降 8.39pp, 主要因集采推动促进销售费用下降; 管理费用率 11.98%, 同比增长 5.77pp; 研发费用率 19.22%, 同比增长 6.10pp, 主要因当期子公司水木天蓬相关股权激励费支付; 财务费用率 -1.69%, 同比增长 1.50pp; 公司 2024 前三季度毛利率 69.68%, 同比减少 10.38pp, 脊柱国产陆续落地实施, 终端销售价格降低导致公司毛利率波动; 2024 前三季度净利率 2.46%, 同比减少 18.50pp。
- 集采出清脊柱耗材快速放量, 骨刀、机器人等新业务加速成熟。** 国内脊柱集采在多个省份相继落地, 终端手术量逐渐恢复, 公司相关耗材的发货量逐渐快速增长, 助力公司业绩实现快速增长; 同时公司进一步加快超声骨刀系列产品在国内的入院推广, 持续加大联营企业春风化雨的骨科手术机器人研发投入, 未来相关产品有望加速成熟, 助力公司业绩增长。
- 自主品牌加速出海, 高端市场持续突破。** 2024 年公司收购法国 Implanet, 基于该平台创立自主国际产品品牌, Zeus 脊柱内固定系统在法国完成多台手术, 欧美版全新脊柱后路系统 Jazz Spinal System 在美国已经实现超过 40 家医院入院, 获得当地客户认可。同时, 公司与海外知名经销品牌 Elliquence 正式签约合作, 未来有望协力互补, 加快公司骨科耗材系列产品的出海征程。
- 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 5.00、6.81、9.02 亿元 (调整前 24-26 年 5.03、6.05、7.29 亿元), 同比增长 9%、36%、32%, 归母净利润 0.35、1.02、1.34 亿元 (调整前 24-26 年 0.60、0.94、1.01 亿元), 同比增长 -63%、191%、31%。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, 超声骨刀等新品种不断拓宽拓新, 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: 三友医疗主营业务收入情况 (百万元)


来源: WIND, 中泰证券研究所

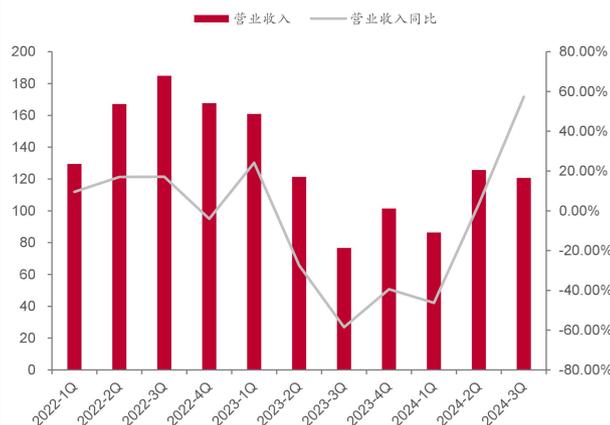
图表 2: 三友医疗归母净利润情况 (百万元)


来源: WIND, 中泰证券研究所

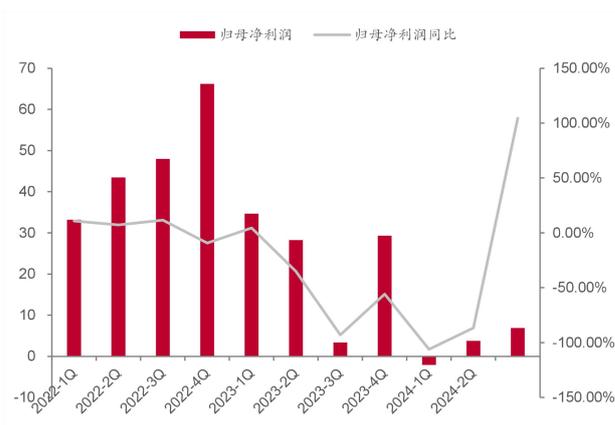
图表 3: 三友医疗分季度财务数据 (百万元)

项目	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q	2024-2Q	2024-3Q
营业收入	129.51	167.14	184.88	167.62	160.84	121.39	76.70	101.46	86.43	125.65	120.66
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%	57.31%
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%	-3.97%
营业成本	12.00	16.81	18.65	16.31	23.35	23.13	25.11	20.72	36.04	31.56	33.3
毛利率	90.73%	89.94%	89.91%	90.27%	85.48%	80.95%	67.27%	79.58%	58.30%	74.88%	72.40%
销售费用	63.76	78.85	88.36	65.98	77.41	39.56	26.28	18.24	26.87	40.52	37.49
管理费用	6.46	6.72	10.22	13.28	7.68	7.95	6.67	9.68	12.06	13.43	14.38
研发费用	12.31	12.93	18.04	17.10	14.27	15.56	17.27	18.12	17.26	26.62	20.08
财务费用	-2.17	-1.94	-1.93	-3.03	-3.95	-3.42	-4.07	-4.64	-3.91	-1.11	-0.6
营业利润	38.30	53.10	53.30	84.39	43.10	30.06	2.86	44.41	-1.51	6.84	9.94
利润总额	38.27	53.23	61.99	86.06	43.06	39.96	5.73	46.12	-1.36	6.77	11
所得税	5.55	8.28	11.25	10.90	7.95	4.52	1.05	7.70	2.50	1.74	3.97
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	6.89
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%	104.40%
净利率	25.61%	26.02%	25.94%	39.50%	21.55%	23.28%	4.39%	28.87%	-2.42%	3.00%	5.71%
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	4.5
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%	674.76%

来源: WIND, 中泰证券研究所

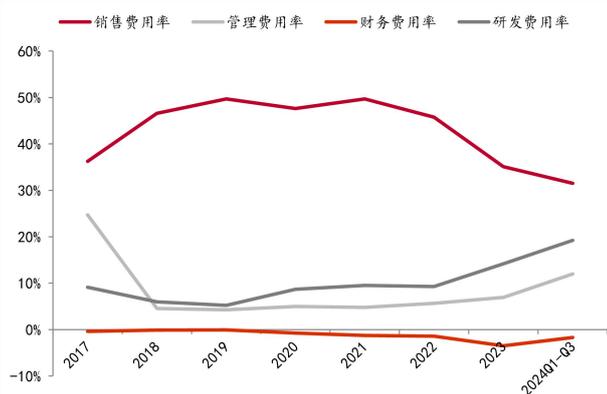
图表 4: 三友医疗分季度营业收入变化 (百万元)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 三友医疗分季度归母净利润变化 (百万元)


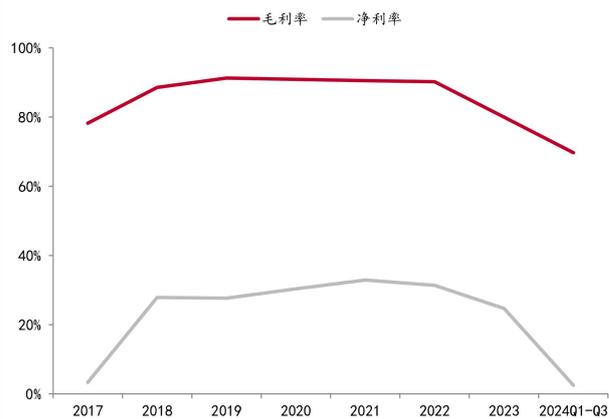
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 三友医疗费用率变化情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 三友医疗盈利能力变化情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	654	180	204	271	营业收入	460	500	681	902
应收票据	0	0	0	0	营业成本	92	149	205	270
应收账款	62	73	94	121	税金及附加	6	8	11	14
预付账款	4	16	20	23	销售费用	161	165	136	171
存货	177	288	394	519	管理费用	32	75	89	104
合同资产	0	0	0	0	研发费用	65	120	143	190
其他流动资产	49	23	24	26	财务费用	-16	-6	14	25
流动资产合计	946	580	737	960	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	19	114	158
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	2,413	3,025	3,640	利润总额	135	49	144	188
短期借款	0	97	413	691	所得税	21	7	23	29
应付票据	0	0	0	0	净利润	114	42	121	159
应付账款	101	30	42	56	少数股东损益	18	7	19	25
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	96	35	102	134
合同负债	5	7	10	13	NOPLAT	100	36	133	180
其他应付款	56	56	56	56	EPS (摊薄)	0.38	0.14	0.41	0.54
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	29	60	70	81	主要财务比率				
流动负债合计	194	254	594	900	会计年度	2023A	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%	8.6%	36.3%	32.4%
其他非流动负债	24	24	24	24	EBIT 增长率	-48.5%	-63.8%	267.7%	35.2%
非流动负债合计	24	124	324	524	归母公司净利润增长率	-49.9%	-63.3%	191.4%	30.8%
负债合计	219	378	919	1,425	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,916	1,901	1,954	2,038	毛利率	80.0%	70.1%	70.0%	70.1%
少数股东权益	127	133	152	178	净利率	24.7%	8.3%	17.8%	17.6%
所有者权益合计	2,043	2,035	2,106	2,215	ROE	4.7%	1.7%	4.8%	6.0%
负债和股东权益	2,261	2,413	3,025	3,640	ROIC	8.7%	0.9%	6.5%	7.2%
					偿债能力				
					资产负债率	9.7%	15.7%	30.4%	39.1%
					债务权益比	1.4%	11.1%	35.2%	55.0%
					流动比率	4.9	2.3	1.2	1.1
					速动比率	4.0	1.2	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	44	43
					应付账款周转天数	479	157	63	65
					存货周转天数	647	560	600	610
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.38	0.14	0.41	0.54
					每股经营现金流	1.07	-0.44	0.22	0.46
					每股净资产	7.71	7.65	7.86	8.20
					估值比率				
					P/E	57	155	53	41
					P/B	3	3	3	3
					EV/EBITDA	-7	-15	-6	-4

来源: WIND, 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。