

三友医疗（688085）

证券研究报告
2025年01月15日

拟增发收购水木天蓬剩余股权获交易所批准，加码布局有源设备领域

事件：

1月3日，公司发布公告，拟通过发行股份及支付现金方式为直接及间接购买水木天蓬剩余48.1846%股权并募集配套资金，交易价格为41567.57万元，通过直接和间接的方式合计持有水木天蓬100%股权。

点评：

整合主营业务，拓展产业链

公司拟投资4.16亿元收购水木天蓬48.18%股权，收购完成后将持有水木天蓬100%股权。水木天蓬成立于2010年6月，是高新技术企业及北京市“专精特新”中小企业，深耕超声骨动力设备行业多年，掌握超声切割、生物组织识别技术等多项核心技术，截至2024年4月30日，水木天蓬在境内共持有专利技术81项，在境外共持有专利技术218项。水木天蓬2023年营业收入9268.77万元，净利润4161.36万元，收入规模、盈利能力均持续增长。公司收购水木天蓬后将整合超声骨刀业务，拓展公司产业链，使产品链条从骨科植入物延展到骨科有源手术医疗器械，最终实现为客户提供整体手术解决方案的战略布局。

实现产品与终端客户协同效应，渠道资源共享与互补

公司骨科植入物产品应用于骨科手术，水木天蓬超声骨刀是骨科手术中先进的切骨设备和工具，公司与水木天蓬的终端客户上具有重合性。骨科植入物团队与水木天蓬超声外科手术设备团队协同形成特色疗法，并获得了市场的一定认可。公司收购水木天蓬控制权后，通过渠道资源协同，形成完善的基于学术的市场推广体系，双方整体市场资源配置得到优化，市场推广效率有所提升。

布局有源设备领域，拓展国际市场，推动业务的全球化发展

公司持续推进精益生产，以现有产品线——脊柱、创伤及超声骨动力系统为基础，持续推进运动医学、骨科新材料、手术机器人等骨科相关领域的战略规划和业务布局，进一步提升公司研发实力和核心竞争力。在海外市场，公司依托子公司Implanet公司，将骨科植入物产品、超声骨刀产品及两者协同的创新疗法进行海外推广，有利于进一步拓展欧美高端骨科市场。

盈利预测：我们预计公司2024-2026年营业收入分别为4.62/6.95/9.04亿元（2024/2025年前值分别为8.96/11.06亿元），归母净利润分别为0.37/1.90/2.66亿元（2024/2025年前值分别为1.95/2.81亿元），下调原因主要系集采降价影响以及春风化雨机器人的研发项目致研发费用增加，考虑到未来国内脊柱植入性市场稳定增长，公司脊柱产品核心竞争力突出，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发进度风险、收购公司业绩不及预期、政策风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	649.15	460.39	461.65	695.19	903.90
增长率(%)	9.40	(29.08)	0.27	50.59	30.02
EBITDA(百万元)	318.94	201.01	90.53	298.21	404.18
归属母公司净利润(百万元)	190.82	95.58	37.42	190.19	265.87
增长率(%)	2.39	(49.91)	(60.85)	408.21	39.80
EPS(元/股)	0.77	0.38	0.15	0.77	1.07
市盈率(P/E)	26.74	53.39	136.37	26.83	19.19
市净率(P/B)	2.77	2.66	2.62	2.43	2.21
市销率(P/S)	7.86	11.08	11.05	7.34	5.65
EV/EBITDA	16.74	18.66	45.53	13.51	9.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.54元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	248.45
流通A股股本(百万股)	248.45
A股总市值(百万元)	5,103.24
流通A股市值(百万元)	5,103.24
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	10.49
一年内最高/最低(元)	24.22/11.97

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三友医疗-半年报点评:短期业绩略受集采影响，骨科领域布局全产业链》 2023-09-21
- 《三友医疗-年报点评报告:一季报收入超预期，创新驱动多产品线共同发展》 2023-05-11
- 《三友医疗-季报点评:三季报收入符合预期，加强销售和研发投入提升集采应对》 2022-11-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	340.43	654.35	530.53	597.72	620.91	营业收入	649.15	460.39	461.65	695.19	903.90
应收票据及应收账款	275.37	61.53	293.02	243.09	441.13	营业成本	63.77	92.30	142.86	180.75	239.09
预付账款	8.93	4.49	23.58	12.32	30.75	营业税金及附加	7.68	6.01	6.03	9.07	11.80
存货	155.08	176.66	336.81	357.59	521.46	销售费用	296.96	161.49	156.96	208.56	271.17
其他	214.60	49.27	80.49	169.51	305.81	管理费用	36.68	31.98	55.40	69.52	81.35
流动资产合计	994.41	946.30	1,264.42	1,380.23	1,920.06	研发费用	60.38	65.22	96.95	62.57	81.35
长期股权投资	32.02	25.04	32.50	32.74	36.59	财务费用	(9.06)	(16.08)	(19.36)	(18.44)	(19.91)
固定资产	333.53	331.61	310.53	289.45	268.37	资产/信用减值损失	(15.68)	(3.82)	(16.94)	(16.94)	(16.94)
在建工程	4.62	6.53	7.94	9.34	10.75	公允价值变动收益	41.48	16.80	40.37	85.00	135.00
无形资产	40.98	85.59	104.35	130.44	150.44	投资净收益	5.28	(22.70)	0.00	0.00	0.00
其他	785.80	866.42	833.66	802.54	814.49	其他	(67.42)	8.76	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,196.95	1,315.19	1,288.98	1,264.51	1,280.63	营业利润	229.09	120.43	46.24	251.22	357.11
资产总计	2,191.37	2,261.50	2,553.40	2,644.74	3,200.68	营业外收入	10.57	14.99	6.69	15.00	15.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.13	0.54	0.13	0.13	0.13
应付票据及应付账款	144.80	100.71	279.28	201.48	434.45	利润总额	239.54	134.87	52.80	266.09	371.98
其他	90.51	89.00	168.12	156.35	228.90	所得税	35.99	21.23	8.31	39.97	55.88
流动负债合计	235.31	189.71	447.41	357.83	663.35	净利润	203.56	113.64	44.49	226.12	316.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	12.74	18.06	7.07	35.93	50.23
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	190.82	95.58	37.42	190.19	265.87
其他	33.30	24.35	27.87	28.51	26.91	每股收益(元)	0.77	0.38	0.15	0.77	1.07
非流动负债合计	33.30	24.35	27.87	28.51	26.91	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	278.35	218.80	475.28	386.34	690.26	成长能力					
少数股东权益	73.27	126.51	132.15	160.79	200.83	营业收入	9.40%	-29.08%	0.27%	50.59%	30.02%
股本	225.87	248.45	248.45	248.45	248.45	营业利润	12.29%	-47.43%	-61.60%	443.27%	42.15%
资本公积	1,034.65	1,012.06	1,012.06	1,012.06	1,012.06	归属于母公司净利润	2.39%	-49.91%	-60.85%	408.21%	39.80%
留存收益	579.19	655.57	685.41	837.04	1,049.00	获利能力					
其他	0.04	0.10	0.05	0.06	0.07	毛利率	90.18%	79.95%	69.05%	74.00%	73.55%
股东权益合计	1,913.02	2,042.70	2,078.12	2,258.40	2,510.42	净利率	29.39%	20.76%	8.11%	27.36%	29.41%
负债和股东权益总计	2,191.37	2,261.50	2,553.40	2,644.74	3,200.68	ROE	10.37%	4.99%	1.92%	9.07%	11.51%
						ROIC	25.21%	9.64%	2.76%	20.50%	27.98%
						偿债能力					
						资产负债率	12.70%	9.67%	18.61%	14.61%	21.57%
						净负债率	-17.63%	-31.83%	-25.37%	-26.31%	-24.59%
						流动比率	4.06	4.87	2.83	3.86	2.89
						速动比率	3.43	3.96	2.07	2.86	2.11
						营运能力					
						应收账款周转率	2.46	2.73	2.60	2.59	2.64
						存货周转率	4.69	2.78	1.80	2.00	2.06
						总资产周转率	0.31	0.21	0.19	0.27	0.31
						每股指标(元)					
						每股收益	0.77	0.38	0.15	0.77	1.07
						每股经营现金流	0.63	1.08	-0.10	1.21	1.49
						每股净资产	7.40	7.71	7.83	8.44	9.30
						估值比率					
						市盈率	26.74	53.39	136.37	26.83	19.19
						市净率	2.77	2.66	2.62	2.43	2.21
						EV/EBITDA	16.74	18.66	45.53	13.51	9.64
						EV/EBIT	17.59	21.41	66.68	15.05	10.47

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	203.56	113.64	37.42	190.19	265.87
折旧摊销	30.57	50.16	28.71	30.49	32.03
财务费用	0.09	(0.06)	(19.36)	(18.44)	(19.91)
投资损失	(5.28)	22.70	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(304.29)	(16.97)	(118.91)	(21.90)	(93.65)
其它	231.32	97.97	47.44	120.93	185.23
经营活动现金流	155.97	267.43	(24.70)	301.26	369.57
资本支出	126.20	72.46	24.27	36.27	33.95
长期投资	21.89	(6.98)	7.46	0.24	3.85
其他	(304.23)	3.31	(140.26)	(243.41)	(340.14)
投资活动现金流	(156.15)	68.80	(108.53)	(206.90)	(302.35)
债权融资	9.56	17.15	18.48	18.66	20.05
股权融资	(18.75)	(19.32)	(9.08)	(45.83)	(64.08)
其他	(32.70)	(20.59)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(41.90)	(22.75)	9.41	(27.16)	(44.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(42.07)	313.48	(123.83)	67.19	23.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com