



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 09 日

基础数据

05 月 08 日收盘价（元）	20.05
总市值（亿元）	55.72
总股本（亿股）	2.78

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】三友医疗：2023 年年报及 2024 年一季报点评：集采影响出清，海外拓展增长可期-2024.05.22

分析师：孙媛媛

S0190515090001

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：东楠

S0190521030001

dongnan@xyzq.com.cn

研究助理：龚涵清

gonghanqing@xyzq.com.cn

三友医疗(688085.SH)

脊柱集采影响出清，多个创新品种放量

投资要点：

● **事件：**公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 4.54 亿元，同比下降 1.48%；归母净利润 0.11 亿元，同比下降 88.00%；扣非归母净利润-0.04 亿元；毛利率 71.33%，同比减少 8.62pct；净利率 2.67%，同比减少 22.01pct。费用率方面，2024 年公司销售费用率 31.87%，同比减少 3.21pct；管理费用率 14.81%，同比增加 7.86pct；研发费用率 18.58%，同比增加 4.41pct。

2025 年一季度，公司实现营收 1.16 亿元，同比增长 34.72%；归母净利润 0.13 亿元；扣非归母净利润 0.11 亿元；毛利率 73.86%，同比增加 15.56pct；净利率 9.10%，同比增加 13.57pct。费用率方面，2025 年一季度公司销售费用率 30.75%，同比减少 0.33pct；管理费用率 11.74%，同比减少 2.21pct；研发费用率 15.54%，同比减少 4.43pct。

● **脊柱+创伤业务迎集采出清，市占率持续提高。**2024 年，在骨科产品集采降价的大环境下，公司脊柱、创伤产品销量分别同比增长 16.31%、41.58%，国内市场占有率不断提升。公司国内骨科业务的耗材类经销商数量持续增长，在 2023 年大幅增加的基础上继续提高超 20%。2025 年，作为脊柱集采全面落地的第三年，我们预计将看到集采带来的降价影响在企业财务报表端逐步出清。

● **超声骨刀市场培育和推广效果良好，刀头快速放量。**2024 年，公司超声骨刀业务推广效果良好，经销商数量增加了 30%，刀头物价目录增至 17 个省份。2024 年，三友医疗子公司水木天蓬合并报表层面实现营业收入 1.17 亿元，同比增长 26.69%，其中刀头等耗材收入 8504 万元，同比增长 48.92%。2025 年第一季度，水木天蓬合并报表层面实现营业收入 3512 万元，同比增长 152.40%，其中刀头收入 2069 万元，同比增长 123.96%。超声刀头及其他耗材的销售逐步扩大，有望拉动公司业务毛利率进一步提升。

● **盈利预测及估值：**我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.29、8.17、9.94 亿元，同比增长 38.6%、30.0%、21.6%；归母净利润为 1.18、1.73、2.21 亿元，同比增长 926.2%、47.1%、27.5%。对应 2025 年 5 月 8 日收盘价，PE 为 47.3、32.2、25.2 倍，维持“增持”评级。

● **风险提示：**终端需求不及预期的风险；新产品研发及市场推广不及预期的风险；并购子公司业务整合不利的风险；国际地缘政治环境不确定的风险；行业竞争加剧程度超出预期的风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	454	629	817	994
同比增长	-1.5%	38.6%	30.0%	21.6%
归母净利润（百万元）	11	118	173	221
同比增长	-88.0%	926.2%	47.1%	27.5%
毛利率	71.3%	76.7%	78.5%	79.6%
ROE	0.6%	4.8%	6.6%	7.9%
每股收益（元）	0.04	0.42	0.62	0.79
市盈率	485.8	47.3	32.2	25.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

三友医疗发布 2024 年年度报告及 2025 年一季报。公司实现营收 4.54 亿元，同比下降 1.48%；归母净利润 0.11 亿元，同比下降 88.00%；扣非归母净利润-0.04 亿元；毛利率 71.33%，同比减少 8.62pct；净利率 2.67%，同比减少 22.01pct。费用率方面，2024 年公司销售费用率 31.87%，同比减少 3.21pct；管理费用率 14.81%，同比增加 7.86pct；研发费用率 18.58%，同比增加 4.41pct。

2025 年一季度，公司实现营收 1.16 亿元，同比增长 34.72%；归母净利润 0.13 亿元；扣非归母净利润 0.11 亿元；毛利率 73.86%，同比增加 15.56pct；净利率 9.10%，同比增加 13.57pct。费用率方面，2025 年一季度公司销售费用率 30.75%，同比减少 0.33pct；管理费用率 11.74%，同比减少 2.21pct；研发费用率 15.54%，同比减少 4.43pct。

点评

- **脊柱+创伤业务迎集采出清，市占率持续提高。**2024 年是脊柱高值耗材带量采购在全国范围内落地实施的第一个完整年度，公司脊柱产品的终端销售价格大幅下降。在此大环境下，2024 年公司脊柱、创伤产品销量分别同比增长 16.31%、41.58%，国内市场占有率不断提升。公司国内骨科业务的耗材类经销商数量持续增长，在 2023 年大幅增加的基础上继续提高超 20%。2025 年，作为脊柱集采全面落地的第三年，我们预计将看到集采带来的降价影响在企业财务报表端逐步出清。
- **超声骨刀市场培育和推广效果良好，刀头快速放量。**2024 年，公司超声骨刀业务推广效果良好，公司进一步完善了全国范围内的经销商渠道设置，经销商数量增加了 30%，同时推动超声骨刀的刀头耗材在全国各省市进入物价目录工作，刀头物价目录增至 17 个省份。2024 年，三友医疗子公司水木天蓬合并报表层面实现营业收入 1.17 亿元，同比增长 26.69%，其中刀头等耗材收入 8504 万元，同比增长 48.92%。销量层面，2024 年公司国内外刀头发货数量为 4.12 万件，同比增长 74.93%；设备 211 台，同比增长 47.55%。2025 年第一季度，水木天蓬合并报表层面实现营业收入 3512 万元，同比增长 152.40%，其中刀头收入 2069 万元，同比增长 123.96%。销量层面，2025 年一季度公司刀头发货总数量为 1.19 万件，同比增长 106.75%，设备发货数量为 53 台，同比增长 103.85%。超声刀头及其他耗材的销售逐步扩大，有望拉动公司业务毛利率进一步提升。

- **多款创新产品上市并放量。**2024 年公司创新产品的市场表现优异，如椎体成型系统产品销量同比增长超 50%、囊袋产品销数同比增长超 45%。此外，公司有两款重要新品值得期待。

(1) 2024 年 5 月，公司的脊柱内固定系统 JAZZ Spinal System (采用了全套 Zeus 脊柱系统文件)，获得 FDA 510(K) 认证，本套脊柱系统是公司研发的最新一代脊柱高端钉棒矫形系统，拥有很多疗法创新设计，应用领域几乎覆盖所有脊柱胸腰椎疾病的开放、微创或其它创新手术疗法。JAZZ Spinal System 已在欧洲和美国的多家医院同步推广，并在海外陆续实现进院销售。

(2) 公司参与孵化并投资的春风化雨机器人产品已拿到中国药监局认可的检测机构出具的检测报告，并在海外已经完成了一系列的临床手术验证，未来将同时启动中国 CFDA，美国 FDA 和欧盟 MDR 认证申报。

- **高端脊柱植入耗材+超声骨刀+手术机器人，构建全球化竞争力。**公司确定了以技术输出和欧美本土品牌相结合的国际市场策略，坚决瞄准并进军欧美高端骨科市场。2024 年公司收购了法国骨科上市公司 Implanet 公司，并把 Implanet 作为公司国际化业务的桥头堡及品牌。公司将依托 Implanet 直接向国际高端骨科市场输出自主研发的疗法创新技术和产品，形成“法国 Implanet 品牌的疗法创新植入物系统+水木天蓬超声能量平台+春风化雨国际领先骨科手术机器人”为核心的强大产品力，利用 Implanet 现有高端销售渠道和客户，构建和完善公司的海外营销网络，快速进入欧美高端市场。2024 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，该手术由全球知名脊柱外科矫形专家、前欧洲脊柱学会主席 JeanCharlesLeHuec 教授操刀。春风化雨脊柱手术机器人，水木天蓬超声骨刀和法国 ImplanetJSS 脊柱后路系统在 2024 年北美脊柱年会 (NASS) 上联合展出，获得了医生和代理商的高度认可，展现了公司在智能化手术领域的研发实力和强大产品力，为公司后续在美国业务的增长打下了坚实的基础。
- **盈利预测及估值：**我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.29、8.17、9.94 亿元，同比增长 38.6%、30.0%、21.6%；归母净利润为 1.18、1.73、2.21 亿元，同比增长 926.2%、47.1%、27.5%。对应 2025 年 5 月 8 日收盘价，PE 为 47.3、32.2、25.2 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**终端需求不及预期的风险；新产品研发及市场推广不及预期的风险；并购子公司业务整合不利的风险；国际地缘政治环境不确定的风险；行业竞争加剧程度超出预期的风险。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1034	1484	1621	1794
货币资金	403	815	875	984
交易性金融资产	50	100	150	210
应收票据及应收账款	73	105	136	166
预付款项	9	12	14	16
存货	246	251	263	265
其他	252	202	183	154
非流动资产	1273	1342	1407	1474
长期股权投资	13	28	40	50
固定资产	325	322	316	308
在建工程	5	5	5	5
无形资产	89	90	92	92
商誉	346	346	346	346
其他	494	551	609	674
资产总计	2307	2826	3028	3268
流动负债	225	224	254	289
短期借款	15	15	15	15
应付票据及应付账款	87	81	97	113
其他	123	128	142	162
非流动负债	33	33	33	33
长期借款	8	8	8	8
其他	25	25	25	25
负债合计	258	258	287	323
股本	248	278	294	294
未分配利润	572	661	791	956
少数股东权益	137	131	131	138
股东权益合计	2049	2568	2740	2946
负债及权益合计	2307	2826	3028	3268

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	11	118	173	221
折旧和摊销	61	72	73	69
营运资金的变动	-84	-2	-12	15
经营活动产生现金流量	11	202	257	338
资本支出	-32	-35	-35	-35
长期投资	-204	-130	-130	-140
投资活动产生现金流量	-234	-196	-195	-205
债权融资	0	-1	0	0
股权融资	2	419	16	0
融资活动产生现金流量	-28	405	-2	-24
现金净变动	-251	411	60	109

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	454	629	817	994
营业成本	130	147	175	203
税金及附加	6	8	10	12
销售费用	145	182	233	278
管理费用	67	69	86	99
研发费用	84	88	114	139
财务费用	-9	-9	-19	-21
投资收益	2	-5	-8	-10
公允价值变动收益	4	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-26	-14	-15	-16
营业利润	21	131	203	267
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	22	132	204	268
所得税	10	20	31	40
净利润	12	112	173	228
少数股东损益	1	-6	0	7
归属母公司净利润	11	118	173	221
EPS(元)	0.04	0.42	0.62	0.79

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-1.5%	38.6%	30.0%	21.6%
营业利润增长率	-82.5%	521.2%	54.9%	31.6%
归母净利润增长率	-88.0%	926.2%	47.1%	27.5%
盈利能力				
毛利率	71.3%	76.7%	78.5%	79.6%
归母净利率	2.5%	18.7%	21.2%	22.2%
ROE	0.6%	4.8%	6.6%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	11.2%	9.1%	9.5%	9.9%
流动比率	4.60	6.61	6.38	6.20
速动比率	2.36	4.56	4.58	4.72
营运能力				
资产周转率	19.9%	24.5%	27.9%	31.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.04	0.42	0.62	0.79
每股经营现金	0.04	0.73	0.93	1.22
估值比率(倍)				
PE	485.8	47.3	32.2	25.2
PB	2.9	2.3	2.1	2.0

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算；现金净变动与经营、投资、融资活动产生的现金流之和的差异由汇率变动引起

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn