

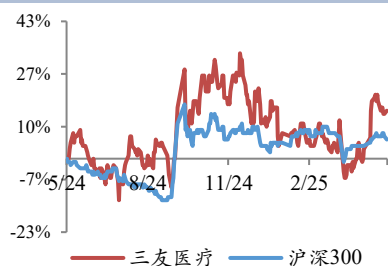
脊柱集采出清，全球化布局脊柱机器人+超声骨刀

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-05-30

收盘价 (元)	19.95
近 12 个月最高/最低 (元)	24.22/15.10
总股本 (百万股)	278
流通股本 (百万股)	248
流通股比例 (%)	89.41
总市值 (亿元)	55
流通市值 (亿元)	50

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：钱琨

执业证书号：S0010524110002

邮箱：qiankun@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 医工结合，创新驱动，全球化定位的国产骨科创新型企业

公司是一家专注于医用骨科植入耗材、在脊柱植入耗材及超声骨刀细分领域有较强市场竞争力的公司。公司三位联合创始人均具备多年跨国医疗器械公司或骨科巨头的工作履历，始终坚持疗法创新，以临床需求为导向，引入高层次人才，并购或参股重要公司和产品管线，包括水木天蓬、Implanet 及春风化雨等。公司核心管理层具备国际化视野，其中 JSS System 和超声骨刀设备均获 FDA 和 CE 注册证，公司始终将自身定位成全球化骨科医疗器械公司，坚持在高端产品如超声骨刀、手术机器人、聚醚醚酮融合器等方面的研发投入，核心产品在全球都具备较强的竞争力。

● 全国集采常态化，公司传统植入类耗材出清在即，稳步增长

自 2019 年以来，骨科植入耗材市场规模受到集采政策扰动。2024 年，随着三大主要骨科植入类耗材全国/联盟集采落地，国内脊柱类、创伤类植入耗材终端价平均降幅 80% 以上，行业处于阶段性下行周期；国产公司头部集中趋势明显，进口替代进程加速。公司作为脊柱类耗材头部企业，在严峻且复杂的市场环境下，国内市场占有率不断提升。2024 年，公司在脊柱和创伤产品销量持续增长的基础上，椎体成型系统产品销售数量增长超 50%，囊袋产品销售数量增长超 45%。我们认为公司传统植入类耗材即将出清，进入稳步增长阶段。

● “JAZZ 脊柱耗材+超声骨刀+骨科机器人”构筑产品生态壁垒

公司除了在传统的骨科植入耗材领域内加强研发创新外，积极拓宽 JAZZ 系列产品线，控股法国 Implanet 作为海外高端脊柱品牌的国际化中心；2024 年公司全资控股水木天蓬，在超声骨刀等有源设备领域开展布局；开发春风化雨手术机器人，围绕脊柱手术创新性探索高精度配准、高精度定位和超声骨刀的结合，解决临床手术难题。2024 年，公司的水木天蓬超声骨刀和法国 Implanet 脊柱系统在北美脊柱年会 (NASS) 上联合展出，获得了市场的高度认可。我们认为公司未来致力于构筑“JAZZ 脊柱耗材+超声骨刀+骨科机器人”的核心产品矩阵，成为其强大的产品生态壁垒。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入有望分别实现 5.99/7.59/9.52 亿元，同比增长 32.0%/26.8%/25.4%；归母净利润分别实现 0.90/1.54/2.38 亿元，同比增长 684.8%/71.6%/54.0%；对应 EPS 为 0.32/0.56/0.86 元；对应 PE 倍数为 62/36/23x。看好公司 3 年内国内脊柱耗材+海外高端脊柱放量，看好有源设备及耗材收入快速增长，看好未来 3-5 年脊柱机器人的增长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

海外产品推广不及预期，产品注册及获批进度不及预期，国际贸易摩擦风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	454	599	759	952
收入同比 (%)	-1.5%	32.0%	26.8%	25.4%
归属母公司净利润	11	90	154	238
净利润同比 (%)	-88.0%	684.8%	71.6%	54.0%
毛利率 (%)	71.3%	72.6%	74.7%	77.3%
ROE (%)	0.6%	3.7%	6.1%	8.6%
每股收益 (元)	0.05	0.32	0.56	0.86
P/E	423.80	61.59	35.90	23.31
P/B	2.75	2.30	2.17	2.01
EV/EBITDA	68.39	29.16	17.49	11.13

资料来源: ifind (2025 年 5 月 29 日)，华安证券研究所预测

正文目录

1 脊柱领域的创新驱动型企业	5
1.1 立足脊柱，十年打磨成长为骨科新星	5
1.2 股权结构清晰，三位联合创始人为实控人	6
1.3 传统业务受集采扰动，积极拓展新业务领域	6
2 集采之下脊柱耗材国产化进程加速	7
2.1 四大骨科耗材市场经历多轮集采	7
2.2 脊柱植入耗材赛道成长性良好	9
2.3 公司脊柱类产品覆盖全面，创新性优势突显	10
3 超声骨刀+手术机器人，彰显国际化定位	12
3.1 超声骨刀是一种新型外科手术工具，临床应用领域广泛	12
3.2 水木天蓬掌握超声骨刀核心技术，未来销售有望快速提升	13
3.3 全资收购水木天蓬股权，通过 Implanet 加速出海	15
3.4 子公司春风化雨布局脊柱机器人，打开收入增长上限	16
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 业绩拆分与盈利预测	18
4.2 可比公司估值	19
4.3 投资建议	19
5 风险提示	19
财务报表与盈利预测	20

图表目录

图表 1 公司发展历史.....	5
图表 2 公司团队核心介绍（截至 2024 年年报）.....	5
图表 3 公司股权结构（截至 2025 年一季报）.....	6
图表 4 公司营业收入及增速（左轴：亿元，右轴：%）.....	6
图表 5 公司归母净利润及增速（左轴：亿元，右轴：%）.....	6
图表 6 公司营业收入结构（亿元）.....	7
图表 7 公司销售毛利率及销售净利率（%）.....	7
图表 8 骨科医疗器械分类.....	8
图表 9 骨科植入耗材集采情况概览.....	8
图表 10 2015-2021 年中国脊柱耗材市场规模.....	9
图表 11 2021 年中国骨科植入市场占比.....	9
图表 12 2022 年中国脊柱耗材市场竞争格局企业占比情况.....	10
图表 13 2020-2024 年三友医疗、威高骨科及大博医疗脊柱耗材收入对比（亿元）.....	10
图表 14 公司在脊柱植入耗材领域产品线齐全.....	10
图表 15 公司 ADENA 胸腰椎内固定系统与国内外同类先进产品对比.....	11
图表 16 骨关节外科及运动医学方面的应用.....	12
图表 17 全球超声骨刀市场规模（左轴：亿美元，右轴：%）.....	13
图表 18 水木天蓬主要产品.....	13
图表 19 超声骨刀产品对比.....	14
图表 20 公司超声骨刀营业收入（亿元）.....	15
图表 21 超声骨刀设备中标品牌市占率.....	15
图表 22 Implanet 公司的 JAZZ 系列产品部分展示.....	15
图表 23 全球脊柱机器人市场规模（亿美元）.....	16
图表 24 2024 年北美脊柱年会（NASS）展出的脊柱手术机器人.....	16
图表 25 脊柱外科手术机器人的应用分析.....	16
图表 26 业绩拆分与盈利预测.....	18
图表 27 可比公司估值.....	19

1 脊柱领域的创新驱动型企业

1.1 立足脊柱，十年打磨成长为骨科新星

上海公司器械股份有限公司成立于 2005 年，是一家专注于医用骨科植入耗材的研发、生产与销售的医疗器械企业，公司主要产品为脊柱类植入耗材及少量创伤类植入耗材，是国内脊柱类植入耗材领域少数具备从临床需求出发进行原始创新能力的企业之一。同时，公司控股及参股子公司的核心产品还包括超声骨刀和手术机器人。

图表 1 公司发展历史



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

公司核心管理层为 Michael Mingyan Liu（刘明岩）、徐农、David Fan（范湘龙），三人同为联合创始人，在跨国医疗器械公司巨头美敦力公司均有丰富的工作履历，并持续不断吸引高级人才加入公司。2016 年，公司完成股份制改革；2020 年 4 月 9 日，公司在科创板上市，此后开启全新的发展时期。公司于 2021 年控股水木天蓬，发展超声骨刀业务；公司于 2024 年控股海外法国公司 Implanet，进一步拓展海外业务。

图表 2 公司团队核心介绍（截至 2024 年年报）

姓名	职位	介绍
刘明岩	首席科学家，核心技术人员，董事长	Michael Mingyan Liu（刘明岩）先生，1957 年 2 月出生，法国国籍，法国国家工艺学院材料与工业结构专业博士学位，拥有中国永久居留权。1990 年 1 月至 2010 年 10 月历任法国美敦力公司研发部设计工程师、大项目经理、骨科国际研发部主任、骨科研发部资深总监、骨科首席科学家等职务；2011 年 2 月至 2014 年 4 月任上海拓腾医疗器械有限公司副总经理兼首席科学家；2014 年 5 月至今任上海三友医疗器械股份有限公司董事长、首席科学家。Michael Mingyan Liu（刘明岩）先生在骨科产品研发领域里具有卓越的发明创造的能力，多项美国、欧洲和国际发明专利申请的发明人。2012 年入选国家第七批“千人计划”，并且为国际脊柱动态稳定学会(SAS,Spine Arthroplasty Society)会员，国际骨科研究学会(ORS,orthopedic Research Society) 会员。
徐农	董事，总经理	徐农先生，1964 年 4 月出生，中国国籍，拥有匈牙利永久居留权，骨伤专业硕士学历、EMBA。1985 年 7 月至 1995 年 12 月先后在浙江省武义县中医院、浙江省中医院任医生；1995 年 12 月至 1997 年 4 月任捷迈（上海）医疗国际贸易有限公司区域销售经理；1997 年 5 月至 2008 年 4 月任上海毅达医疗器械有限公司总经理；2008 年 5 月至 2010 年 9 月任美敦力威高骨科器械有限公司脊柱业务部总经理；2010 年 10 月至今任上海三友医疗器械股份有限公司总经理；2011 年 1 月至今任上海拓

腾医疗器械有限公司执行董事兼总经理；2014 年 5 月至今任上海三友医疗器械股份有限公司董事。

David Fan (范湘龙) 联合创始人、副总经理、董事会秘书

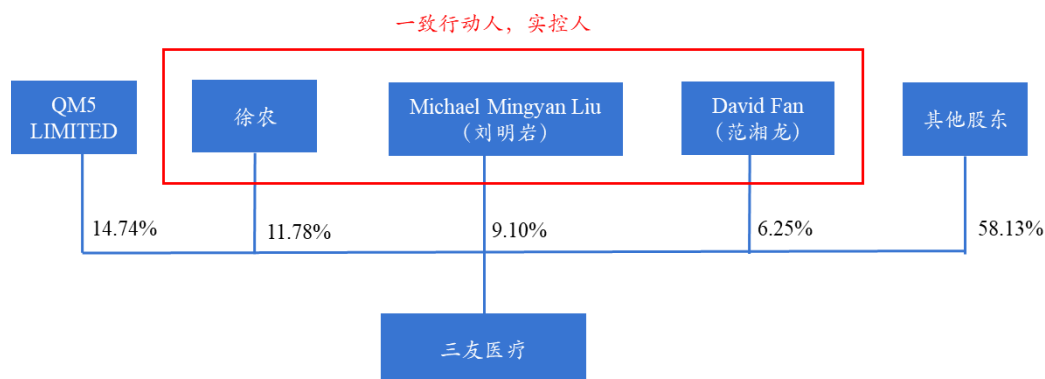
范湘龙，男，英文名：David Fan，1969 年 9 月出生，美国国籍，计算机电子工程硕士学历、MBA。1999 年 6 月至 2002 年 8 月任美国联邦快递公司资深程序分析员；2002 年 8 月至 2010 年 8 月任美敦力公司脊柱及生物材料部门国际市场部资深经理；2011 年 6 月至 2014 年 4 月任上海拓腾医疗器械有限公司市场总监；2014 年 5 月至今任上海三友医疗器械股份有限公司董事兼副总经理，2018 年 1 月至今兼任上海三友医疗器械股份有限公司董事会秘书。

资料来源：ifind，华安证券研究所

1.2 股权结构清晰，三位联合创始人为实控人

公司股权结构清晰。截至 2025 年一季报，QM5 Limited 持有公司 14.74% 的股份，为公司第一大股东；三位联合创始人徐农、Michael Mingyan Liu（刘明岩）、David Fan（范湘龙）分别持有公司 11.78%、9.10%、6.25% 的股份，合计持股 27.13%，为公司的一致行动人、实际控制人。

图表 3 公司股权结构（截至 2025 年一季报）



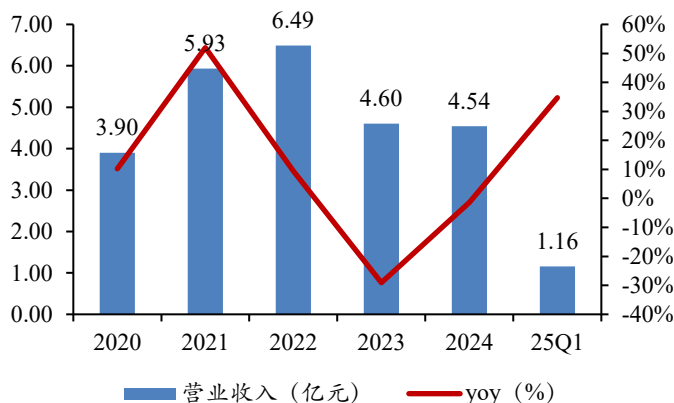
资料来源：ifind，华安证券研究所

1.3 传统业务受集采扰动，积极拓展新业务领域

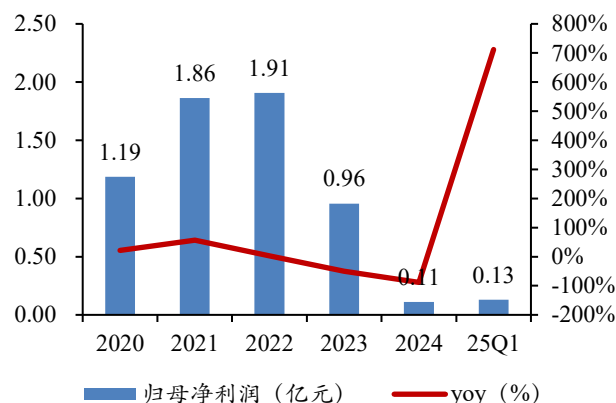
公司传统业务面临集采扰动，但呈现拐点趋势。2020-2022 年，公司整体营业收入（主要是脊柱类植入耗材）从 3.90 亿元增长至 6.49 亿元，此后 2022-2024 年呈现下降趋势，主要原因系脊柱类高值耗材带量采购导致终端价和出厂价大幅下滑。2024 年以来，随着公司传统业务集采影响逐渐出清，公司持续拓展海外脊柱及超声骨刀业务，大力研发投入脊柱机器人等新兴业务，公司收入及利润端已在 25Q1 呈现出清向好趋势。

图表 4 公司营业收入及增速（左轴：亿元，右轴：%）

图表 5 公司归母净利润及增速（左轴：亿元，右轴：%）



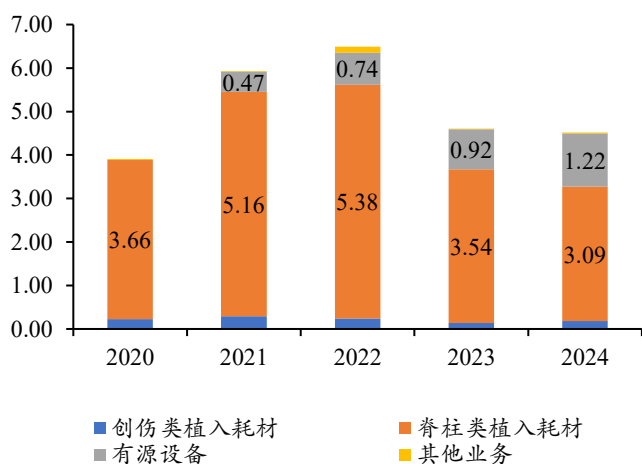
资料来源: ifind, 华安证券研究所



资料来源: ifind, 华安证券研究所

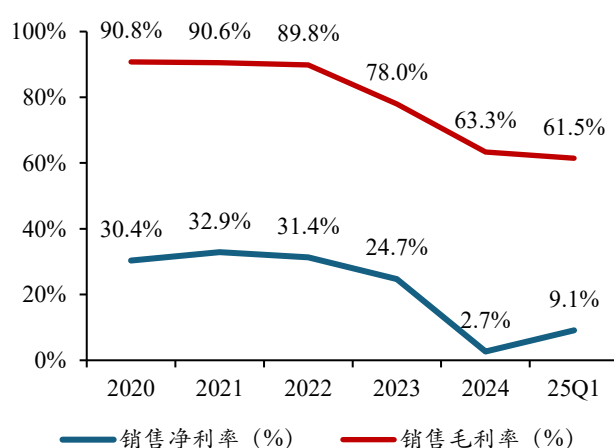
结构上看, 传统业务收入下滑, 有源设备(超声骨刀) 占比提升。公司原先在收入结构上以脊柱类产品为核心, 收入占比逐年下降。2024 年, 公司脊柱类植入耗材业务收入实现 3.09 亿元, 占比下降至 70% 以下; 有源设备(超声骨刀) 业务收入实现 1.22 亿元, 收入占比首次达到约 27%; 由于受到脊柱类耗材集采影响, 公司 2021-2024 年整体毛利率和净利率呈现下滑趋势, 25Q1 公司净利率水平开始提升。

图表 6 公司营业收入结构 (亿元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 7 公司销售毛利率及销售净利率 (%)



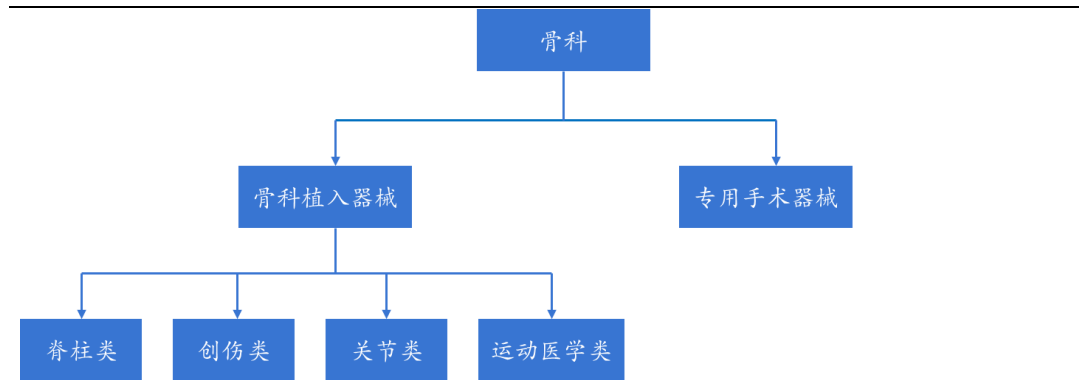
资料来源: ifind, 华安证券研究所

2 集采之下脊柱耗材国产化进程加速

2.1 四大骨科耗材市场经历多轮集采

骨科医疗器械行业主要包括骨科植入器械和专用手术器械, 其中骨科植入器械占据主导地位, 主要用于替代、支撑或修复人体骨骼、关节和软骨等组织。常见的植入物包括接骨板、螺钉、脊柱内固定装置、人工关节等, 属于高值医用耗材, 并对人体健康有重大影响。根据不同治疗领域, 骨科植入器械可细分为脊柱类、创伤类、关节类及运动医学类。

图表 8 骨科医疗器械分类



资料来源：爱得科技招股书，华安证券研究所

集采压力基本出清，政策端见底。目前，骨科高值耗材的集采已基本覆盖关节、脊柱和创伤等核心领域，政策逐步趋于稳定，关节、脊柱和运动医学均已完成国家级集采，进一步大幅降价的可能性较低，行业风险基本出清。龙头企业凭借较强的成本控制能力和性价比优势，逐步从集采影响中恢复业绩，有望通过量增和价格优化提升市场份额。集采规则不断优化，通过科学分组及“复活”机制提高企业中标概率，推动国产品牌市场占有率的进一步提升，加速国产化进程。

图表 9 骨科植入耗材集采情况概览

品类	项目	启动	落地	采购周期	意向采购量	入选企业	产品类别	平均降幅(%)
创伤	河南12省联盟	2021.05	2021.11	1年	需求量97万套，约定采购量68万套	71/89	普通接骨板系统	87.05
							锁定(万向)加压接骨板系统	87.45
							髓内钉系统	89.12
	京津冀“3+N”联盟17省	2022.02	2022.05	1年	协议意向采购量108.57万套	89/-	普通接骨板系统	83.48
							锁定(万向)加压接骨板系统	
							髓内钉系统	
	河南12省联盟、京津冀“3+N”联盟	2023.09	-	2年	首年意向采购量141万套	91/93	普通接骨板系统	-
							锁定(万向)加压接骨板系统	
							髓内钉系统	
关节	全国	2021.06	2022.03	2年	首年意向采购量54万套	44/48	髋关节、膝关节	82
脊柱	全国	2022.07	2023.02	3年	首年意向采购量121万套	152/173	共14个产品系统类别	84
运动医学	全国	2022.09	2024.06	2年	运动医学类耗材超过120万个，骨科重建物33万包	126/128	30-31类产品	74

资料来源：河南省医保局官网，国家医疗保障局官网，甘肃省医保局官网，华安证券研究所

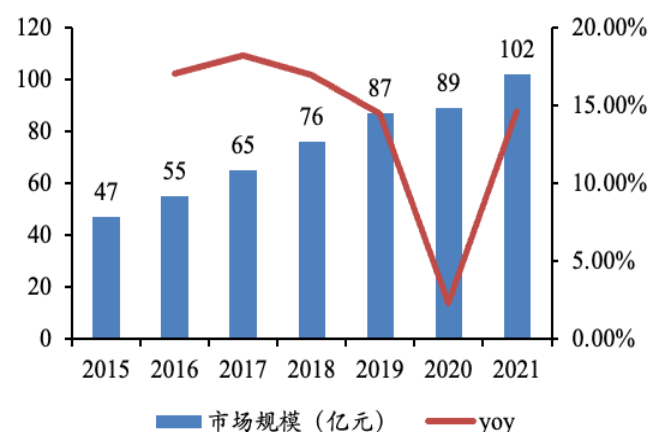
脊柱领域规则优化，国产化趋势明显，集中度提升。脊柱耗材是继人工关节（2021年）、创伤类（省级联盟）之后，骨科领域最后一大类全国集采产品，是骨科耗材集采的收官集采。全国脊柱集采于2022年9月正式开标，覆盖14个产品系统类别、29个竞价单元，涉及173家申报企业，全国6426家医疗机构参与，平均降价幅度约84%。相较于此前集采，脊柱集采规则进一步优化：1) 分组更合理：按产品丰富度、供应能力分ABC组，避免“一刀切”；2) 复活机制：允许未中选企业通过降价至最高限价的40%获得资格，减少极端低价竞争；3) 剩余量分配：医疗机构可从中选产品中自主选择，促进临床需求匹配。本次集采后，龙头企业通过规模效应和成本控制巩固份额，同时形成小厂商出清、外资厂商价格降幅更大从而做出份额出让。

2.2 脊柱植入耗材赛道成长性良好

脊柱耗材用于矫正和固定脊柱疾病的内固定植入物。脊柱耗材是骨科植入耗材的细分类别中的一种，主要指可实现因脊柱系统畸形、退行性腰椎间盘突出、椎体滑脱、脊柱肿瘤等原因导致的椎体切除后的矫正、复位和融合等功能的内固定人体植入物。其中脊椎疾病分类可分成颈椎、胸椎、胸腰椎、颈椎脊髓肿瘤、脊柱脊髓损伤。

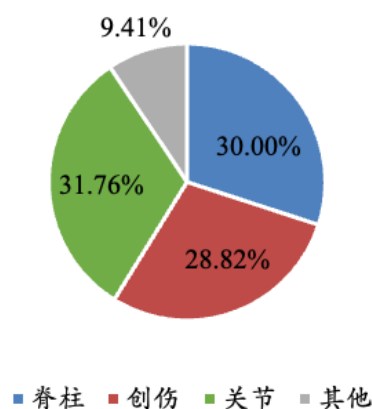
我国脊柱耗材行业市场规模快速增长，发展前景向好。我国脊柱耗材行业在骨科植入市场中占比为30%，仅次于关节耗材。近年来，在国家政策的鼓励支持和社会需求的持续增长的推动下，我国脊柱耗材行业的市场规模逐年上涨，且除2020年外，整体增速较快，保持在10%以上。2021年我国脊柱耗材市场规模为102亿元，同比上一年度增长了13亿元。近年来，国家对脊柱耗材行业愈发重视，我国脊柱耗材行业将持续向好发展，市场规模有望加速增长。

图表 10 2015-2021 年中国脊柱耗材市场规模



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，华安证券研究所

图表 11 2021 年中国骨科植入市场占比



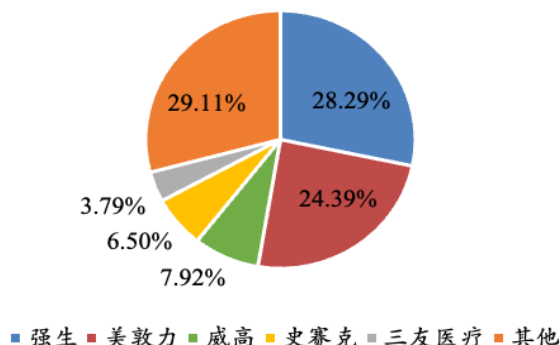
资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，华安证券研究所

2022 年中国脊柱耗材市场竞争格局较为集中，外资龙头占据市场优势地位。其中强生占比最重，占比28.29%，美敦力占比第二，占比24.39%，威高占比7.92%，史赛克占比6.5%，公司占比3.79%，其他企业占比29.11%。总体来看，2022年外资份额超过50%，但这一局面有望随着全国集采带来改变。

国产替代加速，脊柱行业收入金额下降，但国产份额有望提升。集采前，我国的脊柱耗材行业进口企业的市场份额占比较大，但随着国产脊柱耗材器械的核心竞争力逐渐增强，推动了我国脊柱耗材行业的跨越式发展，国产企业的市场份额也在逐步扩

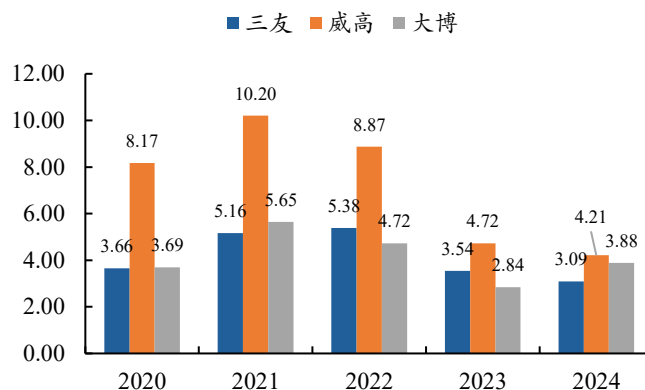
大。威高骨科、三友医疗和大博医疗是国内领先的脊柱耗材生产企业，2024 年三家脊柱植入耗材随着全国集采的落地，收入体量下滑明显。但我们认为，脊柱集采带来的价格调整和收入下滑处于阶段性拐点，未来随着外资骨科耗材公司被逐渐出清，国产脊柱植入耗材替代进口产品的进程加快，中国市场份额最终会流向国产头部企业，行业整体收入也有望在 2025 年前后逐渐复苏。

图表 12 2022 年中国脊柱耗材市场竞争格局企业占比情况



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 13 2020-2024 年三友医疗、威高骨科及大博医疗脊柱耗材收入对比 (亿元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

2.3 公司脊柱类产品覆盖全面，创新性优势突显

公司在国内脊柱类植入物领域具有较强的原始创新能力，是少数能够从临床需求出发进行创新的企业之一，同时在脊柱细分领域具有领先的规模、技术和市场竞争力。公司研发中心（拓腾实验室）建立了完善的研发流程和质量控制体系，研发团队具备多学科背景，持有多项国际发明专利。

公司脊柱类产品覆盖全面，适应症广泛。公司脊柱类产品涵盖椎弓根螺钉、连接棒、连接钢板、融合器等核心组件，覆盖从胸椎到腰骶的各类脊柱疾病治疗，包括脊柱畸形、退行性病变（如腰椎间盘突出）、椎体滑脱、脊柱肿瘤等。公司核心产品 Adena 脊柱内固定系统、Halis PEEK 椎间融合器系统、Zina 脊柱微创内固定系统等满足了开放手术、微创手术等多样化临床需求。

图表 14 公司在脊椎植入耗材领域产品线齐全

分类	典型内植入物	技术特点及要求	代表产品
脊柱内固定器	胸腰椎后路内固定系统	普通胸腰椎固定，开放手术	Adena
	胸腰椎微创内固定系统	胸腰椎固定，微创手术	Zina, Lora, Zita
	胸腰椎专用畸形矫正内固定系统	胸腰椎畸形矫正固定、青少年特发性侧弯畸形固定，开放手术	Adena, AdenaS, Adena4.5
	胸腰椎前路固定系统	胸腰椎肿瘤骨折固定，开放手术	Adena
	颈椎前路钢板系统	颈椎前路减压固定，开放手术	Katia
	颈椎后路内固定系统	颈椎固定和颈椎骨折固定，开放手术	Cervrina, Rita

统		
椎间融合器	胸腰椎骨折后路内固定系统	胸腰椎骨折固定, 开放手术 Kumafix
	金属类椎间融合器	不能从 X 光片判断其内部骨融合情况; 存在应力遮挡、异物感、金属结构松脱等并发症 -
	非金属类椎间融合器	透光性好、弹性模量较好、具有抗腐蚀性和生物相容性 Halis、Keystone、Carmen、Caro、Dica

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

持续创新理念+临床需求导向, 同类产品领先同行, 能解决临床关键难题。公司通过持续的疗法创新和产品迭代, 建立了临床需求导向的研发理念, 持续引领脊柱治疗领域。其中, 雅典娜 (Adena) 脊柱内固定系统具备一定代表性。

雅典娜 (Adena) 脊柱内固定系统是钛合金材质的通用性脊柱内固定系统, 包括 5.5mm 和 6.35mm 直径的棒系统, 髂骨螺钉系统, 低切迹横连接系统, 适用于胸、腰、髂部位脊柱的前路和后路内固定手术。雅典娜 (Adena) 脊柱内固定系统针对脊柱内植物中最关键的螺纹和钉槽两个部位进行了全新的设计改进, 极大提升了内植物系统的坚固性和易用性。雅典娜 (Adena) 脊柱内固定系统在设计过程中根据医生的使用习惯和手术操作, 尤其是脊柱畸形矫正的严苛要求, 对内植物和工具进行了全面优化, 细致关怀随处可见。

图表 15 公司 ADENA 胸腰椎内固定系统与国内外同类先进产品对比

项目	公司	美敦力	强生	威高骨科	大博医疗
产品名称	Adena	Legacy	Expedium	Upass	全脊柱内固定器
规格型号	脊柱后路内固定系统	脊柱后路内固定系统	脊柱后路内固定系统	脊柱后路内固定系统	脊柱后路内固定系统
技术运用	通用固定角度和多轴椎弓根螺钉 双螺纹钉尾 多平面可调节双头钉 万象双头钉 开放式连接头 压锁式横向连接器 矢状面单平面可调节螺钉 配套截骨工具和去旋转工具系统	通用固定角度和多轴椎弓根螺钉 双螺纹钉尾 矢状面单平面可调节螺钉 配套截骨工具和去旋转工具系统	通用固定角度和多轴椎弓根螺钉 骨水泥增强螺钉	通用固定角度和多轴椎弓根螺钉 骨水泥增强螺钉	通用固定角度和多轴椎弓根螺钉
生产工艺	精密机械加工	精密机械加工	精密机械加工	精密机械加工	精密机械加工
应用场景	复杂重度脊柱畸形截骨矫正, 腰骶髂固定 后凸畸形截骨矫正 其他重度畸形截骨 成人侧弯矫正 青少年侧弯矫正 脊柱骨折复位固定 肿瘤切除固定 普通原位固定 骨质酥松脊柱固定 翻修手术 (再手术)	复杂重度脊柱畸形截骨矫正, 腰骶髂固定 后凸畸形截骨矫正 其他重度畸形截骨 成人侧弯矫正 青少年侧弯矫正 脊柱骨折复位固定 肿瘤切除固定 普通原位固定	青少年侧弯矫正 脊柱骨折复位固定 肿瘤切除固定 普通原位固定	青少年侧弯矫正 脊柱骨折复位固定 肿瘤切除固定 普通原位固定 骨质酥松脊柱固定	脊柱骨折复位固定 普通原位固定

操作友好度	普通固定: 简易、安全	普通固定: 简易、安全	普通固定: 简易、安全	普通固定: 满意	普通固定: 满意 手术工具与植入物 适配性: 不足
	畸形矫正: 简易、安全	畸形矫正: 简易、安全	畸形矫正: 操作困难 (缺少单平面螺钉等专用器械)	畸形矫正: 不足(缺少矫形相关器械)	
手术工具与植入物 适配性: 良好	截骨矫形固定: 简易、安全	截骨矫形固定: 操作复杂	骨水泥增强: 简易、安全	骨水泥增强: 满意	手术工具与植入物 适配性: 良好
	复杂畸形矫正: 简易、安全	复杂畸形矫正: 操作困难(缺少双头钉等专用器械)	手术工具与植入物 适配性: 优秀		
核心部件自制度	核心部件可自制	核心部件可自制	核心部件可自制	核心部件可自制	核心部件可自制

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

Adena 脊柱内固定系统自 2011 年上市以来, 广泛应用于脊柱退变、骨折、脊柱畸形矫正及脊柱肿瘤等治疗, 尤其在脊柱退变和脊柱畸形领域表现突出。其代表性产品双头钉在复杂脊柱畸形矫正手术中有效解决了操作中的关键难题。

3 超声骨刀+手术机器人, 彰显国际化定位

3.1 超声骨刀是一种新型外科手术工具, 临床应用领域广泛

超声骨刀利用高频超声振动精确切割骨组织, 减少软组织损伤并降低手术出血风险。超声骨刀, 也称为超声波手术器或超声刀, 是一种利用高频振动来切割骨组织的骨科手术器械。它通过高强度聚焦超声技术, 将电能转化为机械振动, 使刀头以极高频率振动(2 万至 6 万次/秒), 从而实现精确切割硬组织, 并对软组织造成的损伤较小。超声骨刀的结构主要包括发生器、换能器、传导杆和刀头。手术过程中, 刀头的振动产生的热量还能凝固血管, 减少出血风险。随着科技的发展, 超声骨刀在现代医学中已经越来越多地得到应用, 特别是在神经外科、脊柱外科和整形外科等领域。

图表 16 骨关节外科及运动医学方面的应用

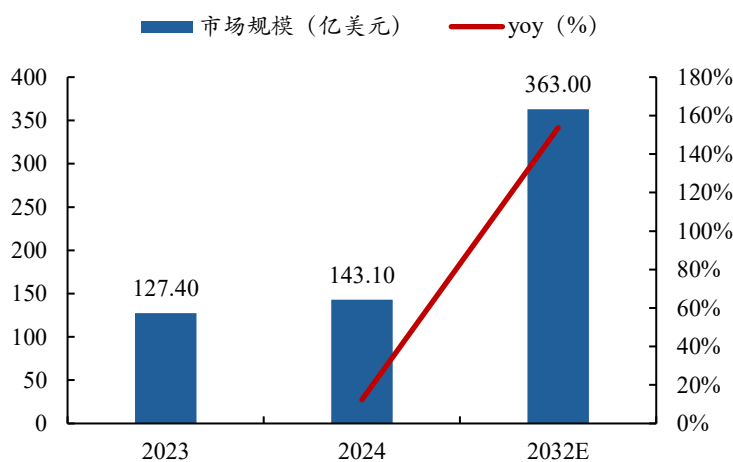
手术	应用
脊柱手术	在脊柱手术中, 超声骨刀可以用来精确切除椎板、椎弓根和小关节, 以便进行退变性疾病或脊柱畸形矫正手术。其精准性能够降低神经结构受损的风险。
髋关节置换手术	超声骨刀有助于进行股骨颈的精确切割, 以便植入假体。通过最小化热损伤和组织震动, 超声骨刀可以减少术中出血并缩短手术时间。
膝关节置换手术	在膝关节置换手术中, 超声骨刀可以被用于切割膝盖周围的骨质结构, 为置换假体创造空间。它的使用可以提高切割的精度, 并且减少周围组织的损伤。
关节假体翻修手术	在进行关节翻修手术时, 使用超声骨刀可以精确切除骨头以适配人工关节, 还可以快速有效的去除假体周围的骨质和骨水泥, 避免传统暴力去除方式。
骨科肿瘤手术	在切除骨肿瘤的手术中, 超声骨刀允许外科医生精确地切除肿瘤组织, 同时保持周围正常骨组织和软组织的完整性。
运动医学手术	在处理骨折修复和肌腱、韧带修复手术时, 超声骨刀可以用于精确地雕刻骨突或进行微小骨块的整形, 以便更有效地实施治疗方案。
修复性手术	在进行肩袖损伤修复或关节镜下手术时, 超声骨刀可用于切割骨质, 从而提供更好的可视

	区域和修复环境。
创伤手术	如闭合性骨折固定前准备骨床或者骨病变清除。
矫形手术	包括改良骨型异常情况，如拇外翻手术中的 Metatarsal 截骨等。

资料来源：上海科普，华安证券研究所

全球超声骨刀市场规模超过 100 亿美元。我国超声骨刀行业起步较晚，2014 年水木天蓬研发的“脊柱专用”超声骨刀推动了其在临床中的应用。根据 WGR 数据，全球超声骨刀市场规模 2024 年约 143.1 亿美元；预计到 2032 年，市场规模将增长至 363 亿美元。

图表 17 全球超声骨刀市场规模（左轴：亿美元，右轴：%）



资料来源：WISE GUY REPORTS，华安证券研究所

3.2 水木天蓬掌握超声骨刀核心技术，未来销售有望快速提升

北京水木天蓬医疗技术有限公司成立于 2010 年，位于北京市中关村国家自主创新示范区，是一家专注于超声外科手术设备研发、生产和销售的医疗器械企业公司。超声骨刀适用于全身骨组织的切割消磨和钻孔，在精确切割的同时有效避免临近硬膜、血管、神经等软组织损伤。水木天蓬主要产品包括超声骨动力设备、超声骨动力系统刀头和超声软组织切割止血设备。

图表 18 水木天蓬主要产品

产品名称	产品图片	用途
超声骨动力设备		适用于对骨组织进行切割、磨削和钻孔，通过超声振动完成骨组织切除，具有快速，稳定和安全的特點。

超声骨动力系统刀头



超声骨动力系统专用刀头，适用于对骨组织进行切割、磨削和钻孔。

超声软组织切割止血设备



适用于对软组织进行切割止血，可以用于多个外科科室开放和微创手术中，使用中切割和凝血可同时完成，无烟雾，无电流通过患者。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

水木天蓬超声骨刀成为行业标杆，海外获得国际认可。截至 2024 年年报，水木天蓬拥有三类医疗器械产品注册证 40 项，授权有效专利 586 项，其中发明专利 233 项（国内发明专利 119，国外发明专利 114 项）；凭借领先的技术和可靠的产品，水木天蓬作为唯一企业单位，参与完成国家行业标准的制定工作。同时，超声骨刀获得国际认可，2014 年首款脊柱专用超声骨刀上市，取得中国 NMPA 注册证及欧盟 CE 认证；2018 年，第二代产品 XD880A 通过美国 FDA 认证，成为首个获此认证的中国品牌。

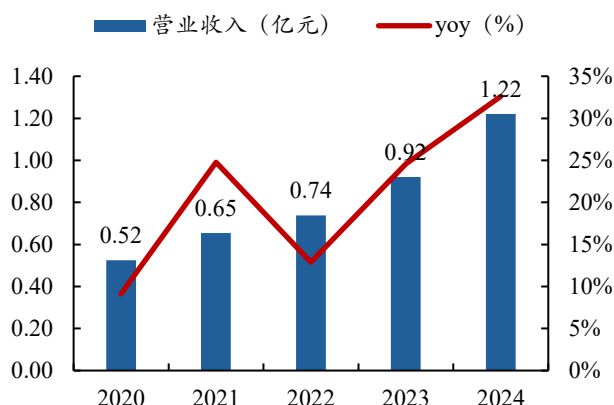
图表 19 超声骨刀产品对比

公司	水木天蓬	Misonix	史赛克	速迈医疗
产品	超声骨动力系统	BoneScalpel	Sonopet	超声手术系统
工作原理	采用电致伸缩技术，实现电能和机械能的转换，每秒数十万次机械振动，破坏骨组织。	将电信号转换成每秒 22500 次的机械振动，通过低频超声波实现骨切割	将纵向振动与旋转振动结合来进行骨或其他坚硬组织的切割	通过压电转换装置将电能转换成机械能，使钛合金刀头处于高频共振模态，利用刀头机械加速度对目标骨组织进行粉碎和切割。
特点	有效：有两个型号、多种配置，支持开放手术、通道和孔镜下微创手术。 防护级别高：防电击等级为 I 类 BF 型，确保术中医师和患者免受意外伤害。	对骨有更好的切割效果，在切割骨的同时，最大限度保存周围软组织。配有两种刀头：刀片用于大块骨骼切除，刀尖可在小范围内消融骨骼。	能够准确破碎、乳化、抽吸软组织和骨骼，具有独立的抽吸、冲洗系统，刀头更长，适用于微创手术，可精确控制超声波、抽吸和冲洗的功率，设备操作简单，提高手术效率。	集成了超声止血刀、超声骨刀、超声吸引力和超声清创刀四种模块，其中超声骨刀操作安全性高，切割准确，不会轻易损伤周围组织。
工作频率	39kHz	22.5kHz	25kHz、34kHz	-
振幅	120μm	35-300μm	纵向 300μm，扭转 45μm	-
配套刀头	十余种钝性刀头	两种：刀片型和刀尖型	11 种骨刀、9 种软组织刀头	-
应用领域	适用于全身骨组织的切割、磨削和钻孔操作，可应用于脊柱外科、神经外科、整形外科等	神经外科、胃肠道附属器官外科、泌尿外科、整形和重建外科、普通外科、妇科等	神经外科、脊柱外科、耳鼻喉科、胸外科、整形和重建手术、泌尿外科等	骨科模块可应用于脊柱外科、神经外科、颌面外科等

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

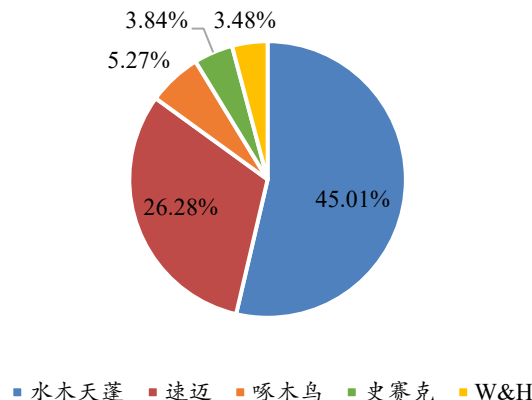
水木天蓬超声骨刀国内市占率第一，收入增速超过传统主业。公司控股子公司水木天蓬在国内的市场和技术推广工作取得良好成效,2024 年公司有源设备(超声骨刀)营业收入实现 1.22 亿元，同比增长 32%；设备品牌方面，根据招标数据显示，市占率较高的品牌有水木天蓬、速迈、啄木鸟，市占分别为 45.01%、26.28%、5.27%。前 3 品牌合计占比达 77%，品牌集中度较高，公司为市占率第一的超声骨刀品牌。

图表 20 公司超声骨刀营业收入（亿元）



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 21 超声骨刀设备中标品牌市占率



资料来源：比地招标网，华安证券研究所

3.3 全资收购水木天蓬股权，通过 Implanet 加速出海

公司通过两次收购实现对水木天蓬的完全控股。1) 公司于 2021 年 5 月以 6.87 亿元估值全现金收购了财务投资人持有的 49.87%股份，加上其原有 1.94%的持股，使其在水木天蓬中的持股比例达到 51.82%，实现并表控制。公司的实际控制人徐农也同时出资收购了 7%的股份。2) 公司在 2024 年 5 月启动了对水木天蓬的剩余少数股权及持股平台份额的收购，以发行股份加支付现金的方式实现了 100%控股。此次收购对价为 4.16 亿元，同时公司计划通过募集配套资金 2.14 亿元，主要用于支付标的创始人的 2 亿元现金对价。两次收购举措完成后，水木天蓬正式成为公司的全资子公司。

图表 22 Implanet 公司的 JAZZ 系列产品部分展示



资料来源：Implanet 官网，华安证券研究所

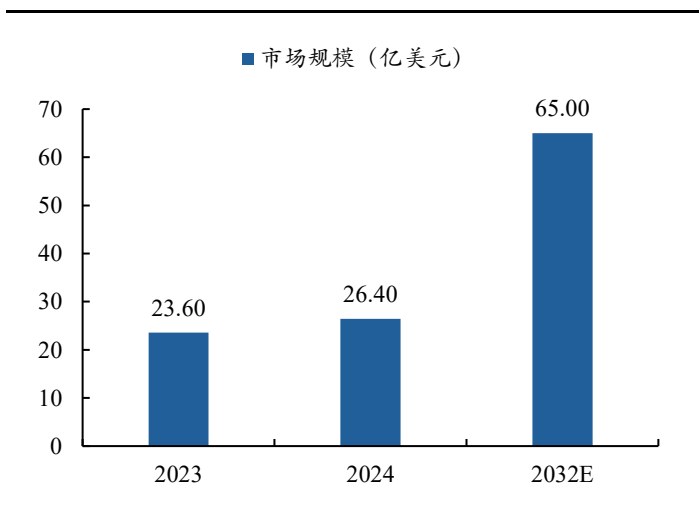
收购法国 Implanet 控股权，加速国际化拓展。为加速国际化推广，公司与法国公司 Implanet 拓展欧美高端骨科市场，并于 2024 年出资 500 万欧元完成，使其成为控股子公司。截至 2025 年一季报，三友医疗持有 Implanet 公司 74.56% 的股份。本次收购的国际化战略初衷包括：1) 利用 Implanet 现有渠道，加速自主研发产品的海外输出，进入欧美高端市场；2) 协同推广水木天蓬骨刀及相关植入物疗法至欧美、中东和澳大利亚市场；3) 计划引入 Implanet 的 JAZZ 拉力带系列产品至国内市场，丰富产品线并增强公司在脊柱手术治疗领域的竞争力。

3.4 子公司春风化雨布局脊柱机器人，打开收入增长上限

公司通过春风化雨公司布局脊柱机器人。公司通过参股子公司春风化雨 33.15% 的比例布局脊柱手术机器人。该脊柱手术机器人和超声骨刀在 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。目前该机器人已经在北美临床入组，并加速中、美、欧的注册申报工作。

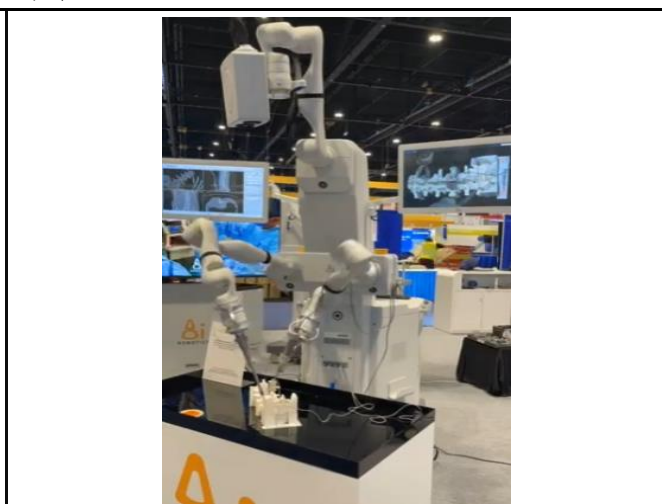
脊柱手术机器人市场近年来发展迅速。根据 WGR 数据库显示，全球脊柱手术机器人市场规模 2024 年约 26.40 亿美元；预计到 2032 年，市场规模将增长至 65 亿美元。

图表 23 全球脊柱机器人市场规模（亿美元）



资料来源：WGR 数据库，华安证券研究所

图表 24 2024 年北美脊柱年会 (NASS) 展出的脊柱手术机器人



资料来源：动脉网，华安证券研究所

脊柱手术机器人能精准定位，稳定操作，实现小创口、少损伤等多个优势。脊柱外科常见疾病主要包含椎间盘突出、椎管狭窄、脊柱脊髓损伤、脊柱侧弯等疾病，所涉及的手术包括椎间盘切除术、椎弓根螺钉固定术、脊骨融合术等，其中椎弓根螺钉术适用范围较广，置钉精准度极为重要。具有定位、钻削、置针等多功能多模块的脊柱外科手术机器人能精准定位，稳定操作，实现小创口、少损伤，并降低并发症的发生率。春风化雨创始人、董事长兼首席科学家 Victor Yang，现任多伦多大学神经外科教授，拥有医学和物理学双博士学位，具有工程师背景 (PEng)，是医工交叉领域的杰出代表；Victor Yang 有 4 段连续创业经验，曾担任核心骨干就职于 7D Surgical。

图表 25 脊柱外科手术机器人的应用分析

图示	疾病概览	脊柱机器人的应用
----	------	----------



椎间盘突出

椎间盘各部分在不同程度的退行性改变后,受外力因素影响椎间盘的纤维环破裂,髓核组织从破裂处突出/脱出于后方或椎管内,从而刺激相邻脊神经根致使疼痛、肢体麻木、大小便功能障碍等。

椎间盘切除术、椎弓根螺钉固定术:通过摘除突出部分的间盘组织,消除局部神经、脊髓受到的压迫,随后于相应部位的体间进行植骨或填充,维持椎体高度,最后应用椎弓根钉对椎间盘进行固定。**柱外手术机器人的应用:**手术切口小,且可避免广泛的肌肉剥离与过多的脊椎结构的切除;于椎弓根钉操作时,于体表精确定位置钉点



椎管狭窄

脊柱外科手术机器人的应用:手术切口小,且可避免广泛的肌肉剥离与过多的脊椎结构的切除于椎弓根钉操作时,于体表精确定位置钉点"

椎管狭窄减压术、脊柱融合术:椎管狭窄减压术,常取相应节段处切口,沿棘突剥离两侧竖棘肌,至椎板显露,视狭窄程度将椎板开窗,乃至椎板切除,以减轻对脊髓、神经等的压迫;脊柱固定融合术用以固定;**脊柱外科手术机器人的应用:**基于术前规划系统完成磨削规划,机械臂经标定后,被引导至椎板实行预定的磨削计划,追踪系统实时监控椎板磨削边界及深度,确保磨削精度与安全性,且具有微创性。



脊柱脊髓损伤

各种原因引起的椎管各径线缩短,压迫硬膜囊,脊髓或神经根,从而致使疼痛、肢体无力跛行、大小便功能障碍等。

椎弓根螺钉固定术:自椎弓根后打至前部椎体,通过椎弓根钉连接以稳定脊柱。传统固定术为将螺钉准确植入需进行广泛剥离,并采用自动撑开器牵拉肌肉,以显露视野,对目标部位邻近软组织损伤较大。**脊柱外科手术机器人的应用:**可通过术前规划系统进行定位导航,于小切口直接将椎弓根螺钉植入椎弓根,有效减少组织损伤,提升置钉准度,并减少术中辐射量。



脊柱侧弯

脊柱固定融合术用以固定脊柱**外科手术机器人的应用:**基于术前规划系统完成磨削规划,机械臂经标定后,被引导至椎板实行预定的磨削计划,追踪系统实时监控椎板磨削边界及深度,确保磨削精度与安全性,且具有微创性。"

椎弓根螺钉固定术:将椎弓根螺钉置于椎体中,随后用延长棒将其进行衔接,以进行矫形。术中可涉及大量置钉易引起邻近软组织损伤。**脊柱外科手术机器人的应用:**脊柱外科机器人可于术前进行规划,提升定位准确性,此外,其钻削、进针等功能模块可预防引导套管打滑,并减少医生手术操作,减轻术中疲劳,提升手术操作的精准度与稳定性。

资料来源:弗若斯特沙利文分析,华安证券研究所

配准仅 1-2 秒,结合超声骨刀+高精度定位,引领下一代智能脊柱机器人。不同于第一代,手术辅助机器人以手术导航为主要功能,未来新一代手术机器人的发展方向在于更加智能化和真正能帮助临床医生更精确更安全的完成手术,并根据标准手术类别,提供专用的软件模块和相应配套硬件工具系统。其能结合多种信息包括透视影像、高精度显微图像、光学拓扑识别、内窥镜和多种物理传感器反馈等,使得机器学习、智能决策和实时调整实施手术计划成为可能。春风化雨脊柱机器人的优势包括:

1) 采用全球首创的三臂设计:头部视觉臂(光学定位)、左臂超声骨刀(水木天蓬智能耗材,打孔/切割)、右侧动力臂(植入物操作),实现全流程自动化。

2) 配准系统达成毫秒级别,通过底层算法优化,配准时间仅需 1-2 秒,领先同行 3-5 年(部分厂商需要 10-20min)。

3) 3D 激光雷达高+电磁导航技术融合,实现动态 0.9mm 高精度定位,远超同行 1-2mm 标准;且术中无需 CT 扫描(同行 CT 扫描需额外 15min),大幅缩短手术时间。

4 盈利预测与投资建议

4.1 业绩拆分与盈利预测

公司业务可拆分为四大主体：脊柱类植入耗材，有源设备及耗材，创伤类植入耗材以及其他业务。其中脊柱类植入耗材是公司的传统主业，有源设备及耗材（含机器人）是公司的新增核心业务，视为公司的第二增长曲线。

1) 脊柱类植入耗材：公司在脊柱类植入耗材处于国产头部企业地位，全国集采带来的价格调整较大，但基本在 2024 年出清完毕；结合集采后量价变化，我们预测 25-27 年该业务实现收入 3.82/4.55/5.20 亿元，同比增长 23.71%/18.92%/14.29%。

2) 有源设备及耗材：公司在有源设备及超声骨刀耗材处于头部领先地位，市占率超过 50%，该市场渗透率较低，增长潜力较大，短期不认为会有集采压力；我们预测 25-27 年该业务实现收入 1.90/2.75/4.00 亿元，同比增长 55.73%/44.74%/45.45%。脊柱机器人业务目前还处于注册申报阶段，离商业化还有一定距离。

3) 创伤类植入耗材：创伤类植入耗材收入占比较低，已经全国集采完毕，后续价格较稳定；结合集采后量价变化，我们预测 25-27 年该业务实现收入 0.22/0.26/0.28 亿元，同比增长 20.00%/15.00%/10.00%。

4) 其他业务：其他业务包括其他主营业务和非主营业务，占比极低，不做预测调整，全部参考 2024 年；我们预测 25-27 年该业务实现收入 0.04/0.04/0.04 亿元，同比增长 0%/0%/0%。

图表 26 业绩拆分与盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	649.15	460.39	453.60	598.59	759.29	951.82
同比增长率 yoy(%)	9.40%	-29.08%	-1.48%	31.96%	26.85%	25.36%
营业成本	63.77	92.30	130.02	164.05	191.80	216.39
销售毛利率(%)	90.2%	80.0%	71.3%	72.6%	74.7%	77.3%
归母净利润	190.82	95.58	11.47	90.01	154.44	237.86
归母净利润 yoy(%)	2.4%	-49.9%	-88.0%	684.8%	71.6%	54.0%
净利率(%)	29.4%	20.8%	2.5%	15.0%	20.3%	25.0%
1.脊柱类植入耗材						
营业收入	537.56	353.70	309.07	382.35	454.71	519.68
营业收入 YOY(%)	4.14%	-34.20%	-12.62%	23.71%	18.92%	14.29%
营业成本	41.96	56.66	103.83	128.47	145.51	155.90
毛利率(%)	92.2%	84.0%	66.4%	66.4%	68.0%	70.0%
占营业收入比(%)	82.8%	76.8%	68.1%	63.9%	59.9%	54.6%
2.有源设备及耗材						
营业收入	73.83	92.31	122.01	190.00	275.00	400.00
营业收入 yoy(%)	58.66%	25.03%	32.17%	55.73%	44.74%	45.45%
营业成本	5.73	7.40	12.06	19.00	27.50	40.00
毛利率(%)	92.2%	92.0%	90.1%	90.0%	90.0%	90.0%
占营业收入比(%)	11.4%	20.1%	26.9%	31.7%	36.2%	42.0%
3.创伤类植入耗材						

营业收入	24.06	13.50	18.59	22.30	25.65	28.21
营业收入 yoy(%)	-16.89%	-43.89%	37.67%	20.00%	15.00%	10.00%
营业成本	8.30	-	12.27	14.72	16.93	18.62
毛利率(%)	65.5%	0.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
占营业收入比(%)	3.7%	2.9%	4.1%	3.7%	3.4%	3.0%

4.其他业务

营业收入	13.70	1.76	3.93	3.93	3.93	3.93
营业收入 yoy(%)		-87.12%	122.83%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	7.78	20.22	1.86	1.86	1.86	1.86
毛利率(%)	43.2%	-1046.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%
占营业收入比(%)	2.1%	0.4%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%

资料来源：华安证券研究所预测

4.2 可比公司估值

选取 A 股医药生物板块下的骨科高值耗材公司进行对比：大博医疗，春立医疗，威高骨科，康拓医疗。截至 2025 年 5 月 29 日，A 股可比公司 2025-2027 年市盈率（PE）均值为 31/25/21 倍，我们预测公司 2025-2027 年市盈率（PE）为 62/36/23 倍。

图表 27 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	净利润（百万元）				PE		
			24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002901.SZ	大博医疗	159.44	356.80	514.00	677.00	823.00	31.02	23.55	19.37
688236.SH	春立医疗	59.18	124.99	199.92	250.66	308.55	32.92	26.26	21.33
688161.SH	威高骨科	104.40	223.75	281.74	331.77	374.90	37.06	31.47	27.85
688314.SH	康拓医疗	25.47	88.40	115.00	150.00	187.00	22.15	16.98	13.62
	均值		/				30.79	24.56	20.54
688085.SH	三友医疗	55.44	11.47	90.01	154.44	237.86	61.59	35.90	23.31

资料来源：ifind（2025 年 5 月 29 日），华安证券研究所；注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期

4.3 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入有望分别实现 5.99/7.59/9.52 亿元，同比增长 32.0%/26.8%/25.4%；归母净利润分别实现 0.90/1.54/2.38 亿元，同比增长 684.8%/71.6%/54.0%；对应 EPS 为 0.32/0.56/0.86 元；对应 PE 倍数为 62/36/23x。看好公司 3 年内国内脊柱耗材+海外高端脊柱放量，看好有源设备及耗材收入快速增长，看好未来 3-5 年脊柱机器人的增长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

海外产品推广不及预期，产品注册及获批进度不及预期，国际贸易摩擦风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1034	1623	1752	1976	营业收入	454	599	759	952
现金	403	805	845	972	营业成本	130	164	192	216
应收账款	73	117	132	171	营业税金及附加	6	7	9	12
其他应收款	4	3	4	6	销售费用	145	150	158	171
预付账款	9	12	13	15	管理费用	67	72	80	89
存货	246	326	373	422	财务费用	-9	-4	-9	-10
其他流动资产	298	359	384	389	资产减值损失	-26	0	0	0
非流动资产	1273	1344	1384	1436	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	2	8	0	5
固定资产	325	328	324	328	营业利润	21	137	247	388
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	2	5	5	5
其他非流动资产	846	914	957	1005	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2307	2967	3135	3411	利润总额	22	141	251	392
流动负债	225	371	387	427	所得税	10	43	82	132
短期借款	15	20	14	4	净利润	12	99	170	260
应付账款	87	176	181	204	少数股东损益	1	9	15	22
其他流动负债	123	174	192	219	归属母公司净利润	11	90	154	238
非流动负债	33	38	36	37	EBITDA	72	164	271	414
长期借款	8	8	11	9	EPS (元)	0.05	0.32	0.56	0.86
其他非流动负债	25	30	25	28	主要财务比率				
负债合计	258	409	423	464	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	137	146	161	183	成长能力				
股本	248	278	278	278	营业收入	-1.5%	32.0%	26.8%	25.4%
资本公积	1016	1406	1406	1406	营业利润	-82.5%	552.7%	80.0%	56.7%
留存收益	647	729	868	1081	归属于母公司净利	-88.0%	684.8%	71.6%	54.0%
归属母公司股东权	1912	2412	2551	2765	获利能力				
负债和股东权益	2307	2967	3135	3411	毛利率 (%)	71.3%	72.6%	74.7%	77.3%
现金流量表					净利率 (%)	2.5%	15.0%	20.3%	25.0%
单位:百万元					ROE (%)	0.6%	3.7%	6.1%	8.6%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	0.3%	3.7%	5.9%	8.5%
经营活动现金流	11	82	139	220	偿债能力				
净利润	12	99	170	260	资产负债率 (%)	11.2%	13.8%	13.5%	13.6%
折旧摊销	61	27	29	33	净负债比率 (%)	12.6%	16.0%	15.6%	15.7%
财务费用	2	1	2	1	流动比率	4.60	4.37	4.52	4.63
投资损失	-2	-8	0	-5	速动比率	2.36	2.67	2.74	2.86
营运资金变动	-84	-29	-52	-56	营运能力				
其他经营现金流	117	121	211	304	总资产周转率	0.20	0.23	0.25	0.29
投资活动现金流	-234	-98	-74	-58	应收账款周转率	6.74	6.29	6.09	6.29
资本支出	-32	-22	-15	-25	应付账款周转率	1.39	1.25	1.07	1.13
长期投资	-204	-72	-53	-30	每股指标 (元)				
其他投资现金流	3	-5	-7	-3	每股收益	0.05	0.32	0.56	0.86
筹资活动现金流	-28	417	-25	-34	每股经营现金流薄)	0.04	0.30	0.50	0.79
短期借款	15	5	-6	-10	每股净资产	7.69	8.68	9.18	9.95
长期借款	8	0	3	-2	估值比率				
普通股增加	0	29	0	0	P/E	423.80	61.59	35.90	23.31
资本公积增加	4	389	0	0	P/B	2.75	2.30	2.17	2.01
其他筹资现金流	-56	-7	-22	-22	EV/EBITDA	68.39	29.16	17.49	11.13
现金净增加额	-251	402	40	128					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：钱琨，医药行业分析师，主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕，曾任职于美敦力（上海）管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。