

脊柱集采影响出清，超声骨刀及海外业务有望快速增长

核心观点

年报及一季报业绩符合预期。随着脊柱集采影响出清，公司在国内脊柱市场有望凭借差异化产品定位和渠道拓展，实现份额的持续提升和收入的稳健增长。超声骨刀业务目前国内渗透率较低，随着刀头耗材在更多省份进入物价目录，耗材的收入占比持续提升，超声骨刀收入有望实现快速增长。海外业务依托法国子公司 Implanet 平台及脊柱植入物+超声骨刀+机器人的产品组合，有望在欧美市场实现突破。在国内外市场共同发力下，公司收入、利润有望回归快速增长轨道。

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报

2024 年实现营收 4.54 亿元（-1.48%），归母净利润 0.11 亿元（-88.00%），扣非归母净利润-0.04 亿元（-106.38%）。基本每股收益为 0.05 元/股。2025 年一季度实现营收 1.16 亿元（+34.72%），归母净利润 0.13 亿元（+711.85%），扣非归母净利润 0.11 亿元（+487.31%）。基本每股收益为 0.05 元/股。

简评

年报及一季报业绩符合预期，脊柱集采影响出清

公司 2024 年实现营收 4.54 亿元（-1.48%），归母净利润 0.11 亿元（-88.00%），扣非归母净利润-0.04 亿元（-106.38%），经营活动产生的现金流量净额 0.11 亿元（-95.90%）。据此计算，24Q4 单季度营收 1.21 亿元（+19.12%），归母净利润 0.03 亿元（-90.11%），扣非归母净利润-0.06 亿元（-161.94%）。业绩符合预期，收入、利润下降主要由于脊柱集采影响下，公司脊柱价格同比基数较高，收入有所下降，海外子公司 Implanet 并表及收入增长对公司收入带来积极影响。利润端受集采影响下毛利率下降、海外子公司亏损等影响。

2025 年一季度实现营收 1.16 亿元（+34.72%），归母净利润 0.13 亿元（+711.85%），扣非归母净利润 0.11 亿元（+487.31%）。业绩符合预期，脊柱集采影响出清，收入回到稳健增长轨道，利润端基数较低，表观增速较高。

三友医疗 (688085. SH)

维持

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：2025 年 06 月 03 日

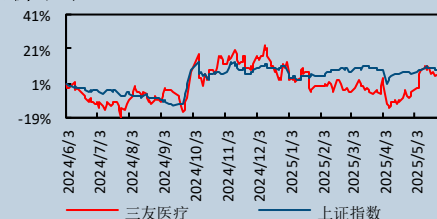
当前股价：19.97 元

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
14.31/12.46	8.30/9.49	13.85/6.25
12 月最高/最低价 (元)		23.12/15.19
总股本 (万股)		27,788.54
流通 A 股 (万股)		24,845.35
总市值 (亿元)		55.49
流通市值 (亿元)		49.62
近 3 月日均成交量 (万)		213.52
主要股东		
QM5 LIMITED		14.74%

股价表现



脊柱销量仍保持稳健增长，超声骨刀及耗材业务增长显著

2024 年公司脊柱类植入耗材收入 3.09 亿元，同比下降 12.62%，主要由于价格基数较高，2024 年脊柱类植入耗材销售数量同比增长 16.31%。创伤类植入耗材收入 0.19 亿元，同比增长 37.67%。有源设备及配套辅件收入 1.22 亿元，同比增长 32.17%。水木天蓬的超声骨刀及耗材产品持续放量，公司进一步完善了经销商体系建设，24 年经销商数量增加了 30%；公司积极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，刀头物价目录覆盖省份增至 17 个。超声骨刀刀头等耗材收入 8504 万元，同比增长 48.92%，刀头的收入占比提升到 59.93%。2024 年国内外刀头发货数量 4.12 万件，同比增长 74.93%，设备发货 211 台，同比增长 47.55%。公司已完成对控股子公司水木天蓬的剩余 48.18% 少数股权的收购，截止 2025 年 2 月，水木天蓬已 100% 纳入公司合并报表范围。

海外业务稳步推进，打造脊柱植入物+超声骨刀+机器人智能化产品组合

2024 年 2 月，公司通过扩股控股了法国骨科公司 Implanet 的收购，目前持有其 74.56% 的股权。Implanet 基于三友医疗的创新技术 Zeus 脊柱后路钉棒系统的 JAZZ Spinal System (JSS) 脊柱系统已获得美国 FDA 510k 认证通过，于 24 年底开始在美国销售。JSS 为新一代脊柱高端钉棒矫形系统，公司完全拥有该系统的发明专利，具备在欧美市场与海外龙头公司最新一代产品竞争的能力。JSS 脊柱系统结合公司旗下春风化雨手术机器人系统和水木天蓬超声骨刀系统，有望建立全面的智能化手术产品组合，为公司国际化战略打下坚实基础。2024 年公司海外业务收入 0.72 亿元，同比增长 837.69%。其中 Implanet 实现收入 0.67 亿元，净利润 -0.28 亿元，对公司归母净利润影响为 -0.21 亿元。公司海外业务处于起步阶段，后续有望凭借脊柱植入物+超声骨刀+机器人智能化产品组合实现海外收入的快速增长，短期预计海外业务对利润贡献仍较为有限，但随着海外收入放量，利润率有望逐步提升。

展望全年，国内脊柱业务有望回归稳健增长，超声骨刀及海外有望快速放量

随着脊柱集采影响出清，公司国内脊柱业务有望回归稳健增长趋势。预计 25 年底或 26 年初将进行新一轮脊柱集采续约，参考此前关节、创伤集采的续约情况，我们预计脊柱集采续约出现价格大幅降低的可能性较小。公司在国内脊柱市场有望凭借差异化产品定位和渠道拓展，实现份额的持续提升和收入的稳健增长。超声骨刀业务目前国内渗透率较低，随着刀头耗材在更多省份进入物价目录，耗材的收入占比持续提升，超声骨刀收入有望实现快速增长，公司已经完成对水木天蓬少数股权的收购，有望进一步增厚利润。海外业务依托法国子公司 Implanet 平台及脊柱植入物+超声骨刀+机器人的产品组合，有望在欧美市场实现突破。在国内外市场共同发力下，公司收入、利润有望回归快速增长轨道。

毛利率受集采影响有所下降，销售费用率下降

2024 年公司销售毛利率 71.33% (-8.62pp)，预计主要受脊柱产品集采降价影响。销售费用率 31.87% (-3.21pp)，主要由于脊柱带量集采全面落地，公司商务服务费有所下降；管理费用率 14.81% (+7.87pp)，主要由于 Implanet 并表，致使管理费用增加；研发费用率 18.58% (+4.41pp)，主要由于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，增加研发费用 723.85 万元，以及 Implanet 纳入公司合并范围；财务费用率 -1.94% (+1.55pp)。经营活动现金流净额 0.11 亿元 (-95.90%)，主要系集采后终端价格下降，导致经营性现金流减少，海外业务尚处于开拓阶段，尚需要经营性现金流支持。应收账款周转天数 53.44 天，同比降低 78.27 天，回款情况持续改善。

2025 年一季度公司销售毛利率 73.86%(+15.56pp)，主要由于上年同期毛利率基数较低；销售费用率 30.75% (-0.33pp)，基本保持稳定；管理费用率 11.74% (-2.21pp)，研发费用率 15.54% (-4.43pp)，预计主要由于收入提升的规模效应；财务费用率-1.00% (+3.53pp)。经营活动现金流净额-0.16 亿元（上年同期为-0.50 亿元），主要系加强客户管理，延长供应商支付账期。应收账款周转天数 59.49 天，同比降低 13.31 天，回款情况持续改善。

短期看好脊柱业务重回稳健增长，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，脊柱集采影响出清后，公司国内脊柱业务有望回归稳健增长，超声骨刀及海外业务有望持续放量。中长期来看，脊柱行业成长性良好，公司有望维持国内行业龙头地位，打造脊柱植入物+超声骨刀+机器人智能化产品组合，进一步拓展海外成长空间。我们预计 2025-2027 年公司实现收入 6.32 亿元、8.33 亿元、10.84 亿元，同比增长 39.3%、31.8%、30.2%；实现归母净利润 1.21 亿元、1.78 亿元、2.47 亿元，同比增长 957.1%、47.1%、38.3%。按照 2025 年 5 月 30 日收盘价（19.97 元）计算，对应 PE 分别为 38、26、18X，维持“买入”评级。

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。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	454	632	833	1,084
增长率(%)	-1.5%	39.3%	31.8%	30.2%
归属母公司股东净利润	11	121	178	247
增长率(%)	-88.0%	957.1%	47.1%	38.3%
每股收益(EPS)	0.05	0.49	0.72	0.99
市盈率(P/E)	433	38	26	18

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至 2025 年 5 月 30 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	340	654	403	466	508	459
应收款项	277	62	77	154	203	264
存货净额	155	177	246	307	412	532
其他流动资产	29	33	160	99	131	170
流动资产合计	994	946	1034	1174	1401	1573
固定资产	338	338	331	342	353	366
无形资产及其他	41	86	89	85	82	78
投资性房地产	786	866	840	840	840	840
长期股权投资	32	25	13	113	133	153
资产总计	2191	2261	2307	2555	2809	3010
短期借款及交易性金融负债	3	4	31	264	586	902
应付款项	145	101	87	196	263	340
其他流动负债	97	90	108	130	169	214
流动负债合计	245	194	225	590	1017	1456
长期借款及应付债券	0	0	8	8	8	8
其他长期负债	33	24	25	24	24	25
长期负债合计	33	24	33	33	32	34
负债合计	278	219	258	623	1050	1490
少数股东权益	73	127	137	138	140	142
股东权益	1840	1916	1912	1794	1620	1379
负债和股东权益总计	2191	2261	2307	2555	2809	3010
利润表（百万元）						
营业收入	649	460	454	632	833	1084
营业成本	64	92	130	159	204	255
营业税金及附加	8	6	6	8	11	14
销售费用	297	161	145	158	204	260
管理费用	37	32	67	136	170	210
财务费用	(9)	(16)	(9)	(3)	4	14
投资收益	5	(23)	2	(5)	5	5
资产减值及公允价值变动	54	29	30	(15)	5	6
其他收入	(84)	(71)	(126)	0	0	0
营业利润	229	120	21	154	250	343
营业外净收支	10	14	1	15	10	9
利润总额	240	135	22	169	260	351
所得税费用	36	21	10	42	74	94
少数股东损益	13	18	1	5	8	10
归属于母公司净利润	191	96	11	121	178	247

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表（百万元）						
净利润	191	96	11	121	178	247
资产减值准备	0	10	14	(22)	0	0
折旧摊销	15	26	32	40	43	46
公允价值变动损失	(54)	(29)	(30)	15	(5)	(6)
财务费用	(9)	(16)	(9)	(3)	4	14
营运资本变动	(284)	57	(167)	33	(80)	(97)
其它	10	5	(14)	23	2	2
经营活动现金流	(122)	163	(154)	210	138	192
资本开支	(155)	(60)	(58)	(41)	(45)	(50)
其它投资现金流	184	173	(128)	0	0	0
投资活动现金流	7	120	(174)	(141)	(65)	(70)
权益性融资	0	0	2	0	0	0
支付股利、利息	(37)	(19)	(23)	(239)	(352)	(487)
其它融资现金流	148	68	103	234	322	316
融资活动现金流	73	30	77	(6)	(30)	(171)
现金净变动	(42)	314	(251)	63	42	(49)
货币资金的期初余额	382	340	654	403	466	508
货币资金的期末余额	340	654	403	466	508	459

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