

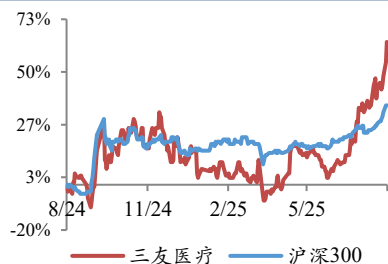
脊柱主业企稳复苏，国际化业务快速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-27

收盘价（元）	23.80
近12个月最高/最低（元）	24.54/15.41
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	298
流通股比例（%）	89.41
总市值（亿元）	79
流通市值（亿元）	71

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

1. 【华安医药】三友医疗公司深度 (688085)：脊柱集采出清，全球化布局脊柱机器人+超声骨刀 2025-05-30

主要观点：

● 事件：

2025年8月25日，公司发布2025年半年度业绩。公司2025H1实现营业收入2.50亿元(+17.77%)，归母净利润0.37亿元(+2083.64%)，扣非净利润0.26亿元(扭亏为盈)。单二季度，公司实现营业收入1.33亿元(+6.11%)，归母净利润0.24亿元(+530.37%)，扣非净利润0.15亿元(+1,185.16%)。

● 点评：

● 国内脊柱主业企稳复苏，海外业务法国、美国市场协同发力

脊柱集采政策常态化背景下，公司国内脊柱主业已走出低谷，重回增长态势。公司凭借疗法创新和渠道下沉优势，市场集中度持续提升。公司超声骨刀高速放量，水木天蓬25H1营收0.74亿元(+65%)，归母净利润0.39亿元(+359%)，净利率超50%。其中，国内刀头耗材收入超4200万元(同比增长超50%)，高毛利耗材占比进一步提升，驱动业务从设备销售向持续性耗材消费模式转型，成为公司核心增长引擎。海外业务方面，子公司Implanet实现收入580.90万欧元，同比增长41.10%。单二季度，Implanet实现收入323.1万欧元，同比增长71%。美国市场的开拓取得重大进展，2025年第二季度美国业务同比增长达到444%，美国整体业务第一次超过法国，将成为公司国际化业务最重要的增长引擎。

● 机器人产品矩阵构建长期壁垒，创新管线提供持续

公司参股的春风化雨研发的新一代多臂手术机器人已在加拿大完成7例临床手术，计划于年内在国内提交注册。未来公司将以“JAZZ脊柱耗材+超声骨刀+骨科机器人”的核心产品矩阵方案推向市场，形成骨科手术生态壁垒，有望在北美市场形成强大的差异化竞争优势。核心产品“表面多孔聚醚醚酮椎间融合器”已通过国家创新医疗器械特别审查程序，有望于今年底或明年初获批，该产品在影像学、生物力学和骨融合效率上均优于传统PEEK融合器，市场潜力巨大。同时，公司在研项目丰富，覆盖新一代颈椎间盘假体、微创融合系统等多个前沿领域，为长期发展提供保障。8月25日，公司发布《2025年限制性股权激励计划(草案)》，拟向55名激励对象(董事、高管及核心骨干人员)授予478.20万股限制性股票，授予价格11.12元/股，给予25/26年业绩考核目标收入端同比增长20%/25%，充分彰显管理层对公司未来增长信心。

● 投资建议：维持“买入”评级

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0.27/0.46/0.71

元；对应 PE 倍数为 88/51/33X。维持“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	0.27	0.46	0.71
P/E	423.80	88.18	51.39	33.37
P/B	2.75	3.29	3.11	2.87
EV/EBITDA	68.39	43.72	26.31	16.90

资料来源： ifind，华安证券研究所预测

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	1034	1623	1752	1976					
现金	403	805	845	972					
应收账款	73	117	132	171					
其他应收款	4	3	4	6					
预付账款	9	12	13	15					
存货	246	326	373	422					
其他流动资产	298	359	384	389					
非流动资产	1273	1344	1384	1436					
长期投资	13	13	13	13					
固定资产	325	328	324	328					
无形资产	89	89	89	89					
其他非流动资产	846	914	957	1005					
资产总计	2307	2967	3135	3411					
流动负债	225	371	387	427					
短期借款	15	20	14	4					
应付账款	87	176	181	204					
其他流动负债	123	174	192	219					
非流动负债	33	38	36	37					
长期借款	8	8	11	9					
其他非流动负债	25	30	25	28					
负债合计	258	409	423	464					
少数股东权益	137	146	161	183					
股本	248	278	278	278					
资本公积	1016	1406	1406	1406					
留存收益	647	729	868	1081					
归属母公司股东权	1912	2412	2551	2765					
负债和股东权益	2307	2967	3135	3411					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	11	82	139	220					
净利润	12	99	170	260					
折旧摊销	61	27	29	33					
财务费用	2	1	2	1					
投资损失	-2	-8	0	-5					
营运资金变动	-84	-29	-52	-56					
其他经营现金流	117	121	211	304					
投资活动现金流	-234	-98	-74	-58					
资本支出	-32	-22	-15	-25					
长期投资	-204	-72	-53	-30					
其他投资现金流	3	-5	-7	-3					
筹资活动现金流	-28	417	-25	-34					
短期借款	15	5	-6	-10					
长期借款	8	0	3	-2					
普通股增加	0	29	0	0					
资本公积增加	4	389	0	0					
其他筹资现金流	-56	-7	-22	-22					
现金净增加额	-251	402	40	128					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	454	599	759	952					
营业成本	130	164	192	216					
营业税金及附加	6	7	9	12					
销售费用	145	150	158	171					
管理费用	67	72	80	89					
财务费用	-9	-4	-9	-10					
资产减值损失	-26	0	0	0					
公允价值变动收益	4	0	0	0					
投资净收益	2	8	0	5					
营业利润	21	137	247	388					
营业外收入	2	5	5	5					
营业外支出	1	1	1	1					
利润总额	22	141	251	392					
所得税	10	43	82	132					
净利润	12	99	170	260					
少数股东损益	1	9	15	22					
归属母公司净利润	11	90	154	238					
EBITDA	72	164	271	414					
EPS (元)	0.05	0.27	0.46	0.71					

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.5%	32.0%	26.8%	25.4%
营业利润	-82.5%	552.7%	80.0%	56.7%
归属于母公司净利	-88.0%	684.8%	71.6%	54.0%
获利能力				
毛利率 (%)	71.3%	72.6%	74.7%	77.3%
净利率 (%)	2.5%	15.0%	20.3%	25.0%
ROE (%)	0.6%	3.7%	6.1%	8.6%
ROIC (%)	0.3%	3.7%	5.9%	8.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.2%	13.8%	13.5%	13.6%
净负债比率 (%)	12.6%	16.0%	15.6%	15.7%
流动比率	4.60	4.37	4.52	4.63
速动比率	2.36	2.67	2.74	2.86
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.23	0.25	0.29
应收账款周转率	6.74	6.29	6.09	6.29
应付账款周转率	1.39	1.25	1.07	1.13
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.27	0.46	0.71
每股经营现金流薄)	0.03	0.25	0.42	0.66
每股净资产	7.69	7.23	7.65	8.29
估值比率				
P/E	423.80	88.18	51.39	33.37
P/B	2.75	3.29	3.11	2.87
EV/EBITDA	68.39	43.72	26.31	16.90

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，华安证券研究所副所长，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。