

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

三友医疗 (688085)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

超声骨刀放量，海外业务表现亮眼

2025年09月04日

事件: 公司发布 2025 年中期报告, 2025 年上半年实现营业收入 2.50 亿元 (yoy+17.77%), 归母净利润 0.37 亿元 (yoy+2083.64%), 扣非归母净利润 0.26 亿元 (去年同期-0.02 亿元), 经营活动现金流-0.08 亿元 (较去年改善 736 万元)。其中 2025Q2 收入 1.33 亿元 (yoy+6.11%), 归母净利润 0.24 亿元 (yoy+530.37%)。

点评:

- **超声骨刀放量增长，海外业务表现亮眼。** 2025 年上半年公司实现营业收入 2.50 亿元 (yoy+17.77%)，其中脊柱类植入耗材实现收入 1.59 亿元 (yoy+10.65%)，在国内带量集采政策执行背景下，保持稳健增长；有源设备实现收入 7870 万元 (yoy+64.04%)，其中国内超声骨刀仅刀头耗材实现销售额 4200 多万元，同比增长超 50%，未来随着公司积极推动各省市超声骨刀及配套耗材的物价目录准入，加速入院，叠加海外市场拓展，超声骨刀及配套耗材业务有望保持快速增长趋势。分区域来看，公司外销收入达 8640 万元 (yoy+153.34%)，其中 Implanet 公司实现收入 580.90 万欧 (yoy+41.10%)，美国市场的开拓取得重大进展，2025Q2 美国业务同比增长达到 444%，我们认为美国市场的突破为公司全球化布局打造了较好的标杆，助力提升公司的品牌影响力，未来依托 Implanet 平台，随着公司持续的市场投入，海外业务成长动能充沛。
- **盈利能力显著增强，产品陆续获批，驱动公司长期增长。** 从公司盈利能力来看，2025H1 销售毛利率为 72.77% (yoy+4.64pp)，销售净利率为 12.76% (yoy+12.21pp)，盈利能力显著增强，我们认为主要是因为收入增长带来规模效益逐步凸显，且高毛利的有源设备业务收入占比提升 (从 2024H1 的 22.62% 提升到 2025H1 的 31.51%)。从产品矩阵来看，公司积极拓展脊柱椎体成形、射频消融、骨科生物材料及手术机器人等领域，公司脊柱产品“新型椎板固定板系统 (定制)”通过备案审批，Implanet 先进的脊柱创新疗法 JAZZ 拉力带系列产品已成功引进国内并取得中国药监局的第三类注册证，联营企业春风化雨自行研发制造的新一代的机器人首创了多臂手术机器人技术，实现机器人与手术的卓越融合，我们认为未来公司产品陆续上市，有望给公司长期成长提供动力。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.84、7.43、9.35 亿元，同比增速分别为 28.8%、27.2%、25.9%，实现归母净利润为 0.96、1.51、2.03 亿元，同比分别增长 733.2%、58.2%、34.0%，对应 2025 年 9 月 3 日的股价，PE 分别为 90、57、42 倍。
- **风险因素:** 市场竞争风险；境外市场拓展不及预期风险；技术创新能力风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	460	454	584	743	935
增长率 YoY %	-29.1%	-1.5%	28.8%	27.2%	25.9%
归属母公司净利润 (百万元)	96	11	96	151	203
增长率 YoY%	-49.9%	-88.0%	733.2%	58.2%	34.0%
毛利率%	80.0%	71.3%	74.0%	74.9%	75.9%
净资产收益率ROE%	5.0%	0.6%	3.9%	5.9%	7.4%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.03	0.29	0.45	0.61
市盈率 P/E(倍)	89.66	747.26	89.69	56.71	42.31
市净率 P/B(倍)	4.47	4.48	3.53	3.34	3.12

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 3 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	946	1,034	1,638	1,810	2,039	
货币资金	654	403	936	1,034	1,182	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	62	73	81	95	114	
预付账款	4	9	11	12	14	
存货	177	246	278	336	394	
其他	49	302	333	333	333	
非流动资产	1,315	1,273	1,235	1,244	1,250	
长期股权投资	25	13	13	13	13	
固定资产(合计)	332	325	340	352	360	
无形资产	86	89	82	77	74	
其他	873	846	799	802	804	
资产总计	2,261	2,307	2,874	3,054	3,289	
流动负债	194	225	271	308	353	
短期借款	0	15	15	15	15	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	101	87	97	109	119	
其他	94	123	158	184	218	
非流动负债	24	33	33	33	33	
长期借款	0	8	8	8	8	
其他	24	25	25	25	25	
负债合计	219	258	304	341	386	
少数股东权益	127	137	142	150	161	
归属母公司股东权益	1,916	1,912	2,428	2,563	2,742	
负债和股东权益	2,261	2,307	2,874	3,054	3,289	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	460	454	584	743	935	
同比(%)	-29.1%	-1.5%	28.8%	27.2%	25.9%	
归属母公司净利润	96	11	96	151	203	
同比	-49.9%	-88.0%	733.2%	58.2%	34.0%	
毛利率(%)	80.0%	71.3%	74.0%	74.9%	75.9%	
ROE%	5.0%	0.6%	3.9%	5.9%	7.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.03	0.29	0.45	0.61	
P/E	89.66	747.26	89.69	56.71	42.31	
P/B	4.47	4.48	3.53	3.34	3.12	
EV/EBITDA	25.34	68.39	47.40	37.51	28.08	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	460	454	584	743	935	
营业成本	92	130	152	186	225	
营业税金及附加	6	6	7	9	12	
销售费用	161	145	178	219	271	
管理费用	32	67	61	74	92	
研发费用	65	84	91	115	140	
财务费用	-16	-9	-11	-27	-30	
减值损失合计	-12	-26	-10	-5	-5	
投资净收益	-23	2	3	4	5	
其他	36	15	13	17	21	
营业利润	120	21	111	181	245	
营业外收支	14	1	7	6	6	
利润总额	135	22	118	187	251	
所得税	21	10	18	28	38	
净利润	114	12	101	159	213	
少数股东损益	18	1	5	8	11	
归属母公司净利润	96	11	96	151	203	
EBITDA	166	72	162	202	265	
EPS(当年)(元)	0.38	0.05	0.29	0.45	0.61	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	267	11	164	155	211	
净利润	114	12	101	159	213	
折旧摊销	54	61	54	42	43	
财务费用	0	2	1	1	1	
投资损失	23	-2	-3	-4	-5	
营运资金变动	75	-84	9	-37	-35	
其它	2	21	1	-7	-8	
投资活动现金流	69	-234	-36	-33	-30	
资本支出	-26	-32	-37	-36	-35	
长期投资	94	-204	0	0	0	
其他	1	3	1	4	5	
筹资活动现金流	-23	-28	404	-24	-32	
吸收投资	0	2	419	0	0	
借款	0	24	0	0	0	
支付利息或股息	-19	-23	-16	-24	-32	
现金流净增加额	314	-251	533	98	148	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。