

超声骨刀及海外业务快速增长， 下半年有望延续高增长趋势

三友医疗 (688085.SH)

核心观点

中报业绩符合预期，超声骨刀、海外业务快速增长，带动整体收入稳健增长，利润在低基数下增速较高。联营公司春风化雨手术机器人产品通过创新器械审查程序，具有较强差异化创新性，有望与公司原有产品形成较强协同。展望下半年，公司国内脊柱业务有望实现稳健增长，超声骨刀及海外业务有望持续放量。欧美骨科市场广阔，公司依托法国子公司 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 2025 年半年报

上半年实现营收 2.50 亿元 (+17.77%)，归母净利润 0.37 亿元 (+2083.64%)，扣非归母净利润 0.26 亿元 (+1532.90%)。基本每股收益 0.11 元/股。

动态信息评述

业绩符合预期，水木天蓬及海外业务快速增长

公司上半年实现营收 2.50 亿元 (+17.77%)，归母净利润 0.37 亿元 (+2083.64%)，扣非归母净利润 0.26 亿元 (+1532.90%)。Q2 单季度营收 1.33 亿元 (+6.11%)，归母净利润 0.24 亿元 (+530.37%)，扣非归母净利润 0.15 亿元 (+1185.16%)。业绩符合预期，超声骨刀、海外业务快速增长，带动整体收入稳健增长，利润在低基数下增速较高。上半年公司脊柱植入物收入 1.59 亿元，同比+11%；创伤植入物收入 0.09 亿元，同比-7%；有源设备收入 0.79 亿元，同比+64%。上半年水木天蓬合并报表层面实现收入 7399 万元，同比增长 64.80%，其中国内超声骨刀刀头耗材实现收入 4200 多万元，同比增长超 50%。水木天蓬合并报表层面实现归母净利润 3891 万元，同比增长 359%；扣非后归母净利润 3582 万元，同比增长 131%，已完成 2025 年对业绩承诺的 75.05%。

上半年境内收入 1.98 亿元，同比+11%，境外收入 0.52 亿元，同比+53%。Implanet 实现收入 581 万欧元，同比增长 41.10%。Q2 单季度 Implanet 实现销售 323 万欧元，同比增长 71%；25Q2 美国业务同比增长 444%，美国整体业务第一次超过法国。

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 10 月 10 日

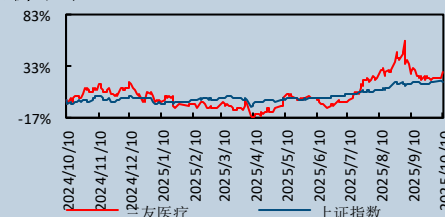
当前股价：20.76 元

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
	1.32/-1.04	7.45/-4.11	6.46/-13.12
12 月最高/最低价 (元)			25.70/16.27
总股本 (万股)			33,346.25
流通 A 股 (万股)			31,378.37
总市值 (亿元)			69.23
流通市值 (亿元)			65.14
近 3 月日均成交量 (万)			731.30
主要股东			
QM5 LIMITED			12.74%

股价表现



春风化雨手术机器人产品通过创新器械审查程序，有望与公司原有产品形成较强协同

9月22日，公司公告联营公司春风化雨（苏州）智能医疗科技有限公司脊柱手术机器人及其相关智能化产品于近日通过国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心创新医疗器械特别审查程序。产品主要创新优势包括：

1) 将传统的单臂手术机器人升级为三臂手术机器人。其中，头部视觉臂专注于手术过程中的精准定位与实时监测，为手术操作的精确性提供了保障。双臂分别搭载超声骨刀和植入物，可实现自动打孔、切割和自动置钉功能。实现手术过程的全自动化操作，通过超前的软件硬件系统配合，明显提高了脊柱手术效率，减少手术时长的同时，提高手术的精确性和稳定性。

2) 创新性地将高精度骨科数字显微镜技术融入产品，打破过往红外成像技术的限制。通过3D激光雷达与电磁导航技术的融合，实现动态0.9mm的高精度定位（95%置信区间），远超行业普遍的平均1-2mm标准。

3) 凭借导航技术原理的创新，以及底层算法的优化，可实现快速配准，配准过程仅需1-2秒，大幅提升手术准备速度。春风化雨的产品在全部开放手术和微创通道手术中无需术中CT扫描，进一步缩短手术时间。

展望下半年，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。在国内外市场共同努力下，公司收入、利润有望回归快速增长轨道。

毛利率有所提升，净利率显著改善

2025年上半年销售毛利率72.77%（+4.64pp），预计主要由于去年同期毛利率基数较低，及公司产品结构优化。销售费用率31.39%（-0.38pp），管理费用率11.43%（-0.59pp），预计主要由于收入提升的规模效应；研发费用率15.02%（-5.67pp），主要系全资子公司水木天蓬的研发人员2024年4月股权激励，确认了一次性股份支付费用723.85万，导致去年同期研发费用基数较高；财务费用率-1.56%（+0.81pp），主要系利息收入减少所致。上半年公司销售净利率12.76%（+12.21pp），主要受益于毛利率提升及费用率优化。经营活动现金流净额-0.08亿元（上年同期为-0.15亿元），主要系收入增加带来的回款增加。应收账款周转天数57.4天，同比增加3.6天，基本保持稳定。

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5.78亿元、7.37亿元、9.52亿元，同比增长27.4%、27.5%、29.2%；实现归母净利润0.93亿元、1.37亿元、1.83亿元，同比增长712.9%、46.4%、33.7%。维持“买入”评级。

风险分析

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。

4) 部分国内医疗政策及海外汇率或地缘政治等因素有不可预测性，我们的盈利预测有达不到的风险。

图表1： 预测及比率

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	454	578	737	952
增长率(%)	-1.5%	27.4%	27.5%	29.2%
归属母公司股东净利润	11	93	137	183
增长率(%)	-88.0%	712.9%	46.4%	33.7%
每股收益(EPS)	0.05	0.38	0.55	0.74
市盈率(P/E)	450	55	38	28

资料来源：Wind，中信建投注：收盘日期截至2025年10月10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	141	180	232
存货净额	155	177	246	291	383	512
其他流动资产	29	33	160	91	115	149
流动资产合计	994	946	1034	1136	1333	1500
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	2517	2741	2937
短期借款及交易性金融负债	3	4	31	214	480	724
应付款项	145	101	87	186	244	327
其他流动负债	97	90	108	126	158	203
流动负债合计	245	194	225	525	882	1253
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	558	915	1287
少数股东权益	73	127	137	138	139	141
股东权益	1840	1916	1912	1821	1688	1510
负债和股东权益总计	2191	2261	2307	2517	2741	2937
利润表（百万元）						
营业收入	649	460	454	578	737	952
营业成本	64	92	130	153	193	248
营业税金及附加	8	6	6	7	9	12
销售费用	297	161	145	156	195	247
管理费用	37	32	67	131	158	194
财务费用	(9)	(16)	(9)	(4)	2	10
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	115	189	251
营业外净收支	10	14	1	15	10	9
利润总额	240	135	22	130	199	260
所得税费用	36	21	10	33	57	70
少数股东损益	13	18	1	4	6	8
归属于母公司净利润	191	96	11	93	137	183

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万元)						
净利润	191	96	11	93	137	183
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)	(4)	2	10
营运资本变动	(284)	57	(167)	56	(64)	(87)
其它	10	5	(14)	23	1	1
经营活动现金流	(122)	163	(154)	205	111	137
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)	(184)	(270)	(361)
其它融资现金流	148	68	103	183	266	244
融资活动现金流	73	30	77	(1)	(4)	(116)
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

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。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

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处广电金融中心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