

# 超声骨刀持续快速放量，海外业务稳健增长

## 核心观点

Q3 业绩符合预期，国内业务终端手术量和销售业绩稳定增长，国际业务尤其是美国市场业务保持了持续的业绩增长，水木天蓬国内及海外市场延续了快速增长趋势。展望 Q4 及明年，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 年三季报

2025 年前三季度公司实现营收 3.91 亿元（+17.65%），归母净利润 0.62 亿元（+623.19%），扣非归母净利润 0.49 亿元（+1737.69%）。基本每股收益 0.19 元/股。

## 简评

### 业绩符合预期，水木天蓬国内外均实现快速增长

2025 年前三季度公司实现营收 3.91 亿元（+17.65%），归母净利润 0.62 亿元（+623.19%），扣非归母净利润 0.49 亿元（+1737.69%）。Q3 单季度营收 1.42 亿元（+17.44%），归母净利润 0.25 亿元（+268.13%），扣非归母净利润 0.23 亿元（+418.26%）。业绩符合预期，国内业务终端手术量和销售业绩稳定增长，国际业务尤其是美国市场业务保持了持续的业绩增长，水木天蓬国内及海外市场延续了快速增长趋势。

前三季度水木天蓬实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 52.21%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 179.65%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 97.81%，已基本完成 2025 年度的业绩承诺。前三季度水木天蓬的骨刀刀头发货数量和销售金额均实现了 50% 以上的增速，并实现海外收入 1800 多万元，实现近翻倍的增长。

第三季度 Implanet 实现收入 291.59 万欧元，同比增长 26.37%，其中美国市场实现收入 106.20 万欧元，同比增长 22.21%，连续第二个季度超过法国成为 Implanet 单一最大市场。

## 三友医疗 (688085. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

刘慧彬

liuhuabin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523050001

发布日期：2025 年 11 月 16 日

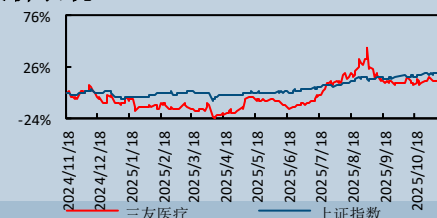
当前股价：19.74 元

### 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         |
|----------------|--------------|---------------|
| -2.37/-4.97    | -8.27/-16.61 | -10.60/-26.62 |
| 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)       |              | 65.83         |
| 流通市值 (亿元)      |              | 61.94         |
| 近 3 月日均成交量 (万) |              | 600.82        |
| 主要股东           |              |               |
| QM5 LIMITED    |              | 12.74%        |

### 股价表现



**展望 Q4 及明年，国内脊柱业务有望稳健增长，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。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。

**毛利率有所提升，经营性净现金流显著改善**

前三季度销售毛利率 74.31%（+4.63pp），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 31.84%（+0.32pp），管理费用率 10.93%（-1.06pp），研发费用率 14.22%（-5.00pp），财务费用率为-2.23%（-0.54pp）。研发费用率显著降低主要系全资子公司水木天蓬的股权激励确认的一次性激励费用导致去年同期研发费用基数较高。经营活动现金流净额 0.26 亿元（+362%），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。其他财务指标基本正常。

**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 5.45 亿元、6.75 亿元、8.40 亿元，同比增长 20.2%、23.8%、24.4%；实现归母净利润 0.90 亿元、1.30 亿元、1.67 亿元，同比增长 684.8%、44.0%、28.8%。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    | 545    | 675   | 840   |
| 增长率(%)     | -1.5%  | 20.2%  | 23.8% | 24.4% |
| 归属母公司股东净利润 | 11     | 90     | 130   | 167   |
| 增长率(%)     | -88.0% | 684.8% | 44.0% | 28.8% |
| 每股收益(元)    | 0.05   | 0.36   | 0.52  | 0.67  |
| 市盈率(P/E)   | 428    | 54     | 38    | 29    |

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至2025 年11 月14 日

**图表2： 财务预测**

|                   | 2022 | 2023 | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>资产负债表（百万元）</b> |      |      |       |       |       |       |
| 现金及现金等价物          | 340  | 654  | 403   | 466   | 508   | 459   |
| 应收款项              | 277  | 62   | 77    | 133   | 165   | 205   |
| 存货净额              | 155  | 177  | 246   | 250   | 317   | 407   |
| 其他流动资产            | 29   | 33   | 160   | 85    | 106   | 132   |
| 流动资产合计            | 994  | 946  | 1034  | 1082  | 1243  | 1349  |
| 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  | 2463  | 2651  | 2787  |
| 短期借款及交易性金融负债      | 3    | 4    | 31    | 192   | 437   | 643   |
| 应付款项              | 145  | 101  | 87    | 160   | 202   | 260   |
| 其他流动负债            | 97   | 90   | 108   | 117   | 143   | 175   |
| 流动负债合计            | 245  | 194  | 225   | 469   | 782   | 1078  |
| 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   | 501   | 814   | 1112  |
| 少数股东权益            | 73   | 127  | 137   | 138   | 139   | 140   |
| 股东权益              | 1840 | 1916 | 1912  | 1824  | 1698  | 1535  |
| 负债和股东权益总计         | 2191 | 2261 | 2307  | 2463  | 2651  | 2787  |
| <b>利润表（百万元）</b>   |      |      |       |       |       |       |
| 营业收入              | 649  | 460  | 454   | 545   | 675   | 840   |
| 营业成本              | 64   | 92   | 130   | 136   | 165   | 204   |
| 营业税金及附加           | 8    | 6    | 6     | 7     | 9     | 11    |
| 销售费用              | 297  | 161  | 145   | 153   | 186   | 227   |
| 管理费用              | 37   | 32   | 67    | 123   | 145   | 172   |
| 财务费用              | (9)  | (16) | (9)   | (4)   | 1     | 8     |
| 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    | 110   | 179   | 229   |
| 营业外净收支            | 10   | 14   | 1     | 15    | 10    | 9     |
| 利润总额              | 240  | 135  | 22    | 125   | 189   | 238   |
| 所得税费用             | 36   | 21   | 10    | 31    | 54    | 64    |
| 少数股东损益            | 13   | 18   | 1     | 4     | 6     | 7     |
| 归属于母公司净利润         | 191  | 96   | 11    | 90    | 130   | 167   |

|                   | 2022  | 2023 | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>现金流量表（百万元）</b> |       |      |       |       |       |       |
| 净利润               | 191   | 96   | 11    | 90    | 130   | 167   |
| 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)   | 1     | 8     |
| 营运资本变动            | (284) | 57   | (167) | 75    | (51)  | (64)  |
| 其它                | 10    | 5    | (14)  | 23    | 1     | 1     |
| 经营活动现金流           | (122) | 163  | (154) | 221   | 118   | 144   |
| 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)  | (178) | (256) | (330) |
| 其它融资现金流           | 148   | 68   | 103   | 161   | 245   | 206   |
| 融资活动现金流           | 73    | 30   | 77    | (17)  | (11)  | (123) |
| 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。

### 刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

## 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