



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月07日

基础数据

05月06日收盘价(元)	17.95
总市值(亿元)	59.86
总股本(亿股)	3.33

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

- 【兴证医药】三友医疗: 超声骨刀持续放量, 海外业务蓬勃发展-2025.10.29
- 【兴证医药】三友医疗: 脊柱集采影响出清, 多个创新品种放量-2025.05.09

分析师: 孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师: 黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师: 东楠

S0190521030001
dongnan@xyzq.com.cn

分析师: 龚涵清

S0190525060005
gonghanqing@xyzq.com.cn

三友医疗(688085.SH)

国际化大步向前, 海外业务贡献业绩弹性

投资要点:

- **事件: 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。**2025 年, 公司实现营业收入 5.43 亿元, 同比增长 19.66%; 归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 450.20%; 扣非归母净利润 0.48 亿元, 同比实现扭亏为盈。2025 年公司综合毛利率为 74.90%, 同比上升 3.57pct。2026 年一季度, 公司实现营业收入 1.24 亿元, 同比增长 6.13%; 归母净利润 705.61 万元, 同比下降 44.97%; 扣非归母净利润 149.50 万元, 同比下降 86.92%。26Q1 公司综合毛利率为 72.78%, 同比下降 1.08pct。利润下降主要系确认股份支付费用 762.69 万元, 欧元贬值产生汇兑损失 375.40 万元, 加回后公司 Q1 归母净利润约 1843.70 万元, 同比增长 43.78%。
- **超声骨刀在国内外市场均延续快速增长。**2025 年, 公司全资子公司水木天蓬合并报表层面实现营业收入 1.63 亿元, 同比增长 38.85%; 实现扣非后归母净利润 0.72 亿元, 同比增长 74.32%, 超额完成 2025 年度业绩承诺。分市场看, 国内市场超声骨刀刀头耗材实现销售额 0.94 亿元, 同比增长 38.07%; 国际市场表现亮眼, 实现海外收入 0.24 亿元, 同比增长 68.20%, 产品已在欧洲、美国、亚洲等市场进一步拓展。2026 年 3 月, 春风化雨三臂脊柱手术人形机器人系统在南京鼓楼医院完成了全球首次注册临床实验入组。
- **国际化战略成效显著, 海外业绩高速增长。**2025 年, 公司境外业务实现收入 1.11 亿元, 同比增长 55.21%。控股子公司法国 Implanet 实现营业收入 1247.39 万欧元, 同比增长 33%, 其中美国市场表现突出, 同比增长 49%。公司“技术输出+引入”的双向国际化战略持续落地: 一方面, 基于公司 Zeus 系统技术开发的 Implanet JSS 脊柱系统及 3D 打印腰椎椎间融合系统均已获得美国 FDA 510(K)认证, 丰富了国际产品组合; 另一方面, 公司成功将 Implanet 的 JAZZ 拉力带系列产品引入国内并获批上市, 丰富了公司非融合脊柱产品线, 实现了国内外业务的协同发展。
- **盈利预测及估值:** 我们调整盈利预测, 预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 6.79、8.37、10.15 亿元, 同比增长 25.2%、23.2%、21.2%; 归母净利润为 1.03、1.35、1.78 亿元, 同比增长 63.2%、31.1%、31.9%。对应 2026 年 5 月 6 日收盘价, PE 为 58.1、44.3、33.6 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 终端需求不及预期的风险; 新产品研发及市场推广不及预期的风险; 国际地缘政治环境不确定的风险; 行业竞争加剧程度超出预期的风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	543	679	837	1015
同比增长	19.7%	25.2%	23.2%	21.2%
归母净利润(百万元)	63	103	135	178
同比增长	450.2%	63.2%	31.1%	31.9%
毛利率	74.9%	76.7%	77.6%	78.3%
ROE	3.0%	4.7%	5.8%	7.2%
每股收益(元)	0.19	0.31	0.40	0.53
市盈率	94.9	58.1	44.3	33.6

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1178	1269	1413	1612
货币资金	336	378	479	633
交易性金融资产	241	241	241	241
应收票据及应收账款	97	113	139	169
预付款项	8	10	11	13
存货	283	310	325	338
其他	215	217	218	219
非流动资产	1199	1213	1223	1233
长期股权投资	7	17	27	37
固定资产	322	319	315	309
在建工程	3	4	4	5
无形资产	97	96	94	92
商誉	346	346	346	346
其他	424	431	436	445
资产总计	2377	2481	2636	2846
流动负债	228	256	296	340
短期借款	20	20	20	20
应付票据及应付账款	81	88	104	122
其他	127	148	172	198
非流动负债	24	22	22	22
长期借款	2	1	1	1
其他	22	21	21	21
负债合计	252	278	318	362
股本	333	333	333	333
未分配利润	634	710	811	945
少数股东权益	20	7	0	6
股东权益合计	2125	2204	2319	2484
负债及权益合计	2377	2481	2636	2846

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	63	103	135	178
折旧和摊销	60	76	80	79
营运资金的变动	-68	-39	-24	-21
经营活动产生现金流量	68	152	213	267
资本支出	-28	-49	-49	-49
长期投资	-131	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-157	-95	-97	-94
债权融资	-5	-2	0	0
股权融资	238	0	0	0
融资活动产生现金流量	19	-13	-15	-19
现金净变动	-67	42	101	154

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	543	679	837	1015
营业成本	136	158	188	220
税金及附加	7	8	10	13
销售费用	177	217	268	315
管理费用	68	75	88	101
研发费用	84	102	126	152
财务费用	-8	-3	-9	-11
投资收益	-4	-7	-8	-5
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	-33	-20	-20	-20
营业利润	51	104	150	215
营业外收支	4	1	1	1
利润总额	55	105	151	216
所得税	10	16	23	32
净利润	45	90	129	184
少数股东损益	-18	-13	-6	6
归属母公司净利润	63	103	135	178
EPS(元)	0.19	0.31	0.40	0.53

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	19.7%	25.2%	23.2%	21.2%
营业利润增长率	141.9%	104.8%	44.0%	43.1%
归母净利润增长率	450.2%	63.2%	31.1%	31.9%
盈利能力				
毛利率	74.9%	76.7%	77.6%	78.3%
归母净利率	11.6%	15.2%	16.1%	17.6%
ROE	3.0%	4.7%	5.8%	7.2%
偿债能力				
资产负债率	10.6%	11.2%	12.0%	12.7%
流动比率	5.16	4.95	4.78	4.74
速动比率	2.95	2.87	2.92	3.08
营运能力				
资产周转率	0.23	0.28	0.33	0.37
每股资料(元)				
每股收益	0.19	0.31	0.40	0.53
每股经营现金	0.20	0.46	0.64	0.80
估值比率(倍)				
PE	94.9	58.1	44.3	33.6
PB	2.8	2.7	2.6	2.4

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算；现金净变动与经营、投资、融资活动产生的现金流之和的差异由汇率变动引起

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn