

688085.SH

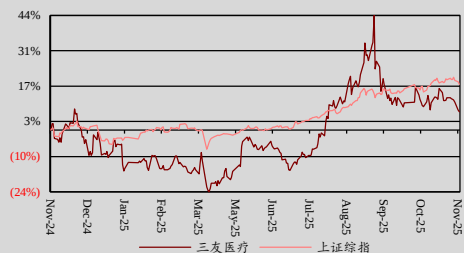
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 19.06

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.0)	(1.9)	(10.1)	(10.6)
相对上证综指	(26.7)	(4.5)	(15.8)	(29.1)

发行股数 (百万)	333.46
流通股 (百万)	313.78
总市值 (人民币 百万)	6,355.80
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	124.16
主要股东持股比例	
QMS Limited	12.74%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 11 月 18 日收市价为标准

相关研究报告

《三友医疗》20250430
《三友医疗》20241105
《三友医疗》20240829

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗器械

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

三友医疗

国际化表现亮眼，国内业务逐步恢复

公司公布 25 年三季报，前三季度实现营收 3.91 亿元，同比增长 17.65%；归母净利润为 6,198.13 万元，同比增长 623.19%，扣非归母净利润为 4,935.58 万元，同比增长 1,737.69%；公司三季度快速增长，考虑到公司超声骨刀业务处于快速放量阶段，国际化业务也已开始逐步突破，我们看好公司未来的发展前景，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **集采影响基本消退，超声骨刀维持快速增长。**过去两年由于骨科行业集采的因素，公司经营端存在一定的压力，但从三季度的经营情况看，集采对公司的影响基本已经消退。分季度看，公司第三季度实现营收 1.42 亿元，同比增长 17.44%；归母净利润 2,538.05 万元，同比增长 268.13%；扣非后归母净利润 2,333.17 万元，同比增长 418.26%。其中，公司超声骨刀业务表现亮眼，前三季度，水木天蓬合并层面实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 52.21%；实现归母净利润 5,769.70 万元，同比增长 179.65%；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 50% 以上的增速，这进一步体现终端市场对超声骨刀技术和产品的认可。目前，水木天蓬已经在 18 个省市完成物价挂网，未来，我们判断伴随水木天蓬在更多省份物价挂网的完成，超声骨刀销量有望持续提升。
- **国际化业务进展迅速，美国市场逐步突破。**公司国际化业务进展迅速，第三季度，公司法国子公司 Implanet 实现营业收入 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%，连续第二个季度业绩超过法国区域，前三季度美国业务同比增长 83.04%，已经成为公司国际化业务增长的重要引擎。我们认为，美国市场的突破进一步体现了公司平台布局的优势，公司通过“机器人+超声骨刀+JSS 为代表的中高端植入物”的布局相互协同，有望持续在海外市场中保持竞争优势，我们看好公司在美国市场的发展前景。
- **国内创新产品逐步进入收获阶段，国内业务未来有望保持稳定发展。**公司在国内早期布局的创新产品逐步进入收获期。今年 7 月，法国 Implanet 的创新产品 JAZZ 固定拉力带系统获得了中国国家药监局的注册批准，进一步丰富了公司非融合脊柱产品线。9 月，公司孵化并投资的春风化雨脊柱手术机器人及其相关智能化产品通过国家药监局医疗器械技术审评中心创新医疗器械特别审查程序，获批进入创新通道，成为三友医疗创新研发体系在 2025 年的又一重要里程碑。此外，公司另一控股子公司的“表面多孔聚醚醚酮椎间融合器”也已于 2025 年 4 月进入创新通道，伴随创新产品的逐步落地，公司国内业务有望保持稳定发展。

估值

- 公司三季度推出股权激励计划，预计会产一定的摊销费用，基于此我们对公司的盈利预测进行一定的调整，预计公司 25-27 年归母净利润为 1.15/1.79/2.59 亿元（原 25-27 年预测为 1.22/2.02/2.67）亿元，对应 EPS 分别为 0.34/0.54/0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 55.7/35.7/24.7x，考虑到公司超声骨刀业务处于快速放量阶段，国际化业务也已开始逐步突破，我们看好公司未来的发展前景，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 集采进一步加强，对公司销售产生影响；公司国际化进展不达预期；超声骨刀放量不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	460	454	612	801	1,033
增长率(%)	(29.1)	(1.5)	35.0	30.9	28.9
EBITDA(人民币 百万)	154	56	175	230	309
归母净利润(人民币 百万)	96	11	115	179	259
增长率(%)	(49.9)	(88.0)	901.5	56.0	44.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.29	0.03	0.34	0.54	0.78
原先预测归母净利润(百万)			122	202	267
调整幅度 (%)			(5.7)	(11.4)	(3.0)
市盈率(倍)	66.5	554.2	55.7	35.7	24.7
市净率(倍)	3.3	3.3	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA(倍)	21.9	71.3	21.5	16.1	10.7
每股股息 (人民币)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
股息率(%)	0.4	0.0	0.2	0.3	0.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	460	454	612	801	1,033
营业收入	460	454	612	801	1,033
营业成本	92	130	151	185	229
营业税金及附加	6	6	7	8	10
销售费用	161	145	180	228	267
管理费用	32	67	67	88	114
研发费用	65	84	86	104	134
财务费用	(16)	(9)	0	0	0
其他收益	11	5	7	8	8
资产减值损失	(12)	(26)	(8)	(9)	(10)
信用减值损失	9	(1)	(2)	(3)	(3)
资产处置收益	0	6	6	6	6
公允价值变动收益	17	4	10	7	9
投资收益	(23)	2	2	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	120	21	138	214	310
营业外收入	15	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	135	22	139	215	311
所得税	21	10	21	30	44
净利润	114	12	118	185	267
少数股东损益	18	1	4	6	8
归母净利润	96	11	115	179	259
EBITDA	154	56	175	230	309
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.29	0.03	0.34	0.54	0.78

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	946	1,034	1,531	1,448	2,260
现金及等价物	654	403	770	807	1,214
应收账款	62	73	301	233	369
应收票据	0	0	0	0	0
存货	177	246	257	258	502
预付账款	4	9	12	14	11
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	49	302	191	135	164
非流动资产	1,315	1,273	1,257	1,284	1,336
长期投资	344	395	395	395	395
固定资产	332	325	304	282	260
无形资产	86	89	79	69	59
其他长期资产	554	464	480	538	622
资产合计	2,261	2,307	2,788	2,731	3,597
流动负债	194	225	574	350	971
短期借款	0	15	0	0	0
应付账款	101	87	416	78	760
其他流动负债	94	123	158	272	211
非流动负债	24	33	28	26	27
长期借款	0	8	0	0	0
其他长期负债	24	25	28	26	27
负债合计	219	258	602	377	998
股本	248	248	333	333	333
少数股东权益	127	137	141	146	154
归属母公司股东权益	1,916	1,912	2,046	2,208	2,444
负债和股东权益合计	2,261	2,307	2,788	2,731	3,597

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	114	12	118	185	267
折旧摊销	54	61	65	54	42
营运资金变动	137	(207)	191	(82)	203
其它	(37)	144	72	(46)	(27)
经营活动现金流	267	11	446	111	486
资本支出	(26)	(37)	(90)	(90)	(90)
投资变动	112	(78)	10	7	9
其他	(17)	(118)	8	16	16
投资活动产生的现金流	69	(234)	(72)	(66)	(65)
银行借款	0	24	(24)	0	0
股权融资	(38)	(79)	19	(16)	(24)
其他	16	27	(3)	9	8
筹资活动现金流	(23)	(28)	(8)	(7)	(15)
净现金流	313	(251)	367	37	406

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(29.1)	(1.5)	35.0	30.9	28.9
营业利润增长率(%)	(47.4)	(82.5)	557.3	54.5	44.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(49.9)	(88.0)	901.5	56.0	44.8
息税前利润增长(%)	(40.7)	(105.3)	(2,175.6)	59.4	51.6
息税折旧前利润增长(%)	(23.9)	(63.6)	212.0	31.5	34.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(49.9)	(88.0)	901.5	56.0	44.8
获利能力					
息税前利润率(%)	21.6	(1.2)	18.0	22.0	25.9
营业利润率(%)	26.2	4.6	22.6	26.7	30.0
毛利率(%)	80.0	71.3	75.4	76.9	77.9
归母净利润率(%)	20.8	2.5	18.8	22.4	25.1
ROE(%)	5.0	0.6	5.6	8.1	10.6
ROIC(%)	14.7	(0.4)	15.4	20.8	40.1
偿债能力					
资产负债率	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.5)
流动比率	4.9	4.6	2.7	4.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	2.7	6.7	3.3	3.0	3.4
应付账款周转率	3.8	4.8	2.4	3.2	2.5
费用率					
销售费用率(%)	35.1	31.9	29.4	28.4	25.8
管理费用率(%)	6.9	14.8	11.0	11.0	11.0
研发费用率(%)	14.2	18.6	14.0	13.0	13.0
财务费用率(%)	(3.5)	(1.9)	(0.4)	(0.8)	(0.9)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.0	0.3	0.5	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	0.0	1.3	0.3	1.5
每股净资产(最新摊薄)	5.7	5.7	6.1	6.6	7.3
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	66.5	554.2	55.7	35.7	24.7
P/B(最新摊薄)	3.3	3.3	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	21.9	71.3	21.5	16.1	10.7
价格/现金流(倍)	23.8	579.7	14.3	57.8	13.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371