

# Q1 收入端超预期增长，坚持疗法创新不断打开成长空间

——三友医疗年报&一季报点评

## 核心观点

- **Q1 收入端增长超预期，择期手术仍有望不断恢复。**公司 2022 年全年实现营业收入 6.49 亿元，同比+9.40%，归母净利润为 1.91 亿元，同比+2.39%，2022 年全年疫情反复影响较大，但公司仍然基本完成全年目标，业绩增长具备韧性。2023 Q1 公司实现营业收入 1.61 亿元，同比+24.19%；实现归母净利润 0.35 亿元，同比+4.48%；实现扣非后归母净利润为 0.31 亿元，同比+0.34%。Q1 收入端增长超预期，主要受益于二三月份脊柱类手术恢复性增长，尽管 3 月份开始江苏、云南、陕西等多个省份脊柱集采落地实施，公司仍坚定执行既定的以疗法创新为先导的销售战略，利用集采环境下行业集中度提升的机会，大力推进市场准入，销售渠道进一步下沉，整体手术量增长明显，预计后续随着择期手术量不断恢复，全年增长值得期待。Q1 利润端增速慢于收入端主要系苏州太仓新增厂房和设备的折旧与摊销、为应对集采后需求量提升提前进行设备及人员储备带来成本上升等原因。
- **深耕骨科领域，增加研发投入，坚持疗法创新助力长期成长。**公司脊柱业务稳步增长，全国集采全线产品 A 组相对高价中标，公司将抓住集采机遇不断加强销售拓展，积极扩展新增医院，开展新的经销商合作，销售渠道进一步下沉，全面提升公司市场占有率，带动公司创新疗法产品在相关医院销售。此外，公司持续坚持疗法创新，2022 年进一步加强与医疗机构和临床医生的医工合作交流，对公司骨科产品进行了研发创新和升级，包括完成腰椎后路通用性产品更新迭代、三友最新一代脊柱高端钉棒矫形系统即将上市，脊柱畸形 Duetto 双头螺钉第三代产品面市，新型“脊柱后路内固定系统”获批，钛板固定椎间融合系统获批等，不断巩固创新发展优势。
- **创新推动发展，新业务助力长期成长空间不断打开。**公司国际化业务取得进展，公司 2023Q1 完成对法国 Implant 公司第二期投资款支付，后续将积极拓展公司专利创新产品在欧美高端市场销售。控股子公司水木天蓬 5mm 超声止血刀获批，超声骨刀已在国内实现入院四百多家、全国有 9 个省市完成物价准入，海外凭借明显技术优势在欧洲市场获得当地医院和医生好评，有望贡献新的业绩增长点。此外，公司运动医学、人工骨等新业务合作进展顺利，并持续加大在椎体成型 PKP 囊袋、人工颈椎间盘、骨水泥及手术定位膜、骨科生物材料、射频消融、脊柱内镜、骨科机器人等领域进行探索，为多领域产品拓展提供切实的路径，长期成长空间不断打开。

## 盈利预测与投资建议

- 公司是骨科创新龙头企业，根据年报略调整收入，预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.99/1.23/1.50（原 23-24 为 0.98/1.25）亿元，根据可比公司估值、给予公司 2023 年 33 倍 PE 估值，对应目标价为 32.67 元，维持买入评级。

## 风险提示

骨科集采政策执行超预期、疫情反复影响经营、新业务和国际化拓展不及预期等风险。

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	593	649	760	928	1,119
同比增长(%)	52.0%	9.4%	17.0%	22.2%	20.6%
营业利润(百万元)	204	229	260	322	395
同比增长(%)	56.5%	12.3%	13.4%	24.2%	22.6%
归属母公司净利润(百万元)	186	191	224	277	338
同比增长(%)	57.2%	2.4%	17.6%	23.5%	21.9%
每股收益(元)	0.83	0.84	0.99	1.23	1.50
毛利率(%)	90.5%	90.2%	87.2%	86.4%	86.6%
净利率(%)	31.4%	29.4%	29.5%	29.9%	30.2%
净资产收益率(%)	11.6%	10.8%	11.5%	12.6%	13.5%
市盈率	33.5	32.7	27.8	22.5	18.5
市净率	3.7	3.4	3.0	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月24日）	27.62 元
目标价格	32.67 元
52 周最高价/最低价	37.79/15.46 元
总股本/流通 A 股（万股）	22,587/22,587
A 股市值（百万元）	6,238
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 04 月 25 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-8.04	0.42	-8.15	41.19
相对表现	-4.02	1.52	-3.39	41.95
沪深 300	-4.02	-1.1	-4.76	-0.76



## 证券分析师

刘恩阳	01066218100*828 liuenyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519040001 香港证监会牌照：BSW684
裴晓鹏	peixiaopeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100002

## 相关报告

收入端继续保持快速增长，坚持疗法创新	2022-10-27
长期发展可期：——三友医疗三季报点评	
二季度业绩超预期，新业务布局值得期待：——三友医疗中报点评	2022-08-23
骨科创新践行者，多项因素共振公司迎来发展新机会：——三友医疗深度报告	2022-07-20

**图 1：可比公司估值表（2023/4/24）**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
			2023/4/24	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
威高骨科	688161	56.15	1.73	1.36	1.74	2.19	32.54	41.27	32.21	25.63	
正海生物	300653	45.45	0.94	1.03	1.39	1.77	48.54	44.12	32.79	25.62	
爱博医疗	688050	211.08	1.63	2.21	3.20	4.41	129.57	95.41	65.92	47.87	
南微医学	688029	79.46	1.73	1.76	2.44	3.19	45.96	45.27	32.52	24.94	
心脉医疗	688016	175.45	4.39	4.96	6.74	8.88	39.98	35.39	26.05	19.75	
	最大值						129.57	95.41	65.92	47.87	
	最小值						32.54	35.39	26.05	19.75	
	平均数						59.32	52.29	37.90	28.76	
	调整后平均						<b>45</b>	<b>44</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	382	340	445	830	1,019	营业收入	593	649	760	928	1,119
应收票据及应收账款	253	275	380	464	560	营业成本	56	64	97	126	150
预付账款	7	9	11	13	16	营业税金及附加	6	8	8	10	12
存货	121	155	208	283	342	营业费用	295	297	319	371	448
其他	387	215	222	218	220	管理费用及研发费用	85	97	97	122	140
<b>流动资产合计</b>	<b>1,151</b>	<b>994</b>	<b>1,267</b>	<b>1,807</b>	<b>2,157</b>	财务费用	(7)	(9)	(4)	(6)	(9)
长期股权投资	10	32	23	23	23	资产减值损失	10	16	3	4	4
固定资产	150	334	352	380	415	公允价值变动收益	27	41	10	10	10
在建工程	100	5	45	74	97	投资净收益	26	5	10	10	10
无形资产	33	41	46	50	55	其他	2	5	1	1	1
其他	554	786	771	527	527	<b>营业利润</b>	<b>204</b>	<b>229</b>	<b>260</b>	<b>322</b>	<b>395</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>847</b>	<b>1,197</b>	<b>1,237</b>	<b>1,055</b>	<b>1,117</b>	营业外收入	14	11	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>1,997</b>	<b>2,191</b>	<b>2,504</b>	<b>2,862</b>	<b>3,274</b>	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>217</b>	<b>240</b>	<b>270</b>	<b>332</b>	<b>405</b>
应付票据及应付账款	125	145	220	286	341	所得税	22	36	35	42	51
其他	110	100	102	104	107	<b>净利润</b>	<b>195</b>	<b>204</b>	<b>235</b>	<b>290</b>	<b>354</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	<b>322</b>	<b>390</b>	<b>448</b>	少数股东损益	9	13	11	13	16
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>186</b>	<b>191</b>	<b>224</b>	<b>277</b>	<b>338</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.83	0.84	0.99	1.23	1.50
其他	26	33	33	33	33						
<b>非流动负债合计</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>261</b>	<b>278</b>	<b>356</b>	<b>424</b>	<b>482</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	50	73	84	97	113	<b>成长能力</b>					
股本	205	226	226	226	226	营业收入	52.0%	9.4%	17.0%	22.2%	20.6%
资本公积	1,055	1,035	1,035	1,035	1,035	营业利润	56.5%	12.3%	13.4%	24.2%	22.6%
留存收益	426	579	804	1,081	1,419	归属于母公司净利润	57.2%	2.4%	17.6%	23.5%	21.9%
其他	(0)	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,736</b>	<b>1,913</b>	<b>2,148</b>	<b>2,438</b>	<b>2,792</b>	毛利率	90.5%	90.2%	87.2%	86.4%	86.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,997</b>	<b>2,191</b>	<b>2,504</b>	<b>2,862</b>	<b>3,274</b>	净利率	31.4%	29.4%	29.5%	29.9%	30.2%
						ROE	11.6%	10.8%	11.5%	12.6%	13.5%
						ROIC	10.8%	10.2%	11.0%	12.0%	12.9%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	13.1%	12.7%	14.2%	14.8%	14.7%
净利润	195	204	235	290	354	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	33	(40)	18	17	9	流动比率	4.90	4.06	3.93	4.63	4.81
财务费用	(7)	(9)	(4)	(6)	(9)	速动比率	4.35	3.39	3.25	3.87	4.01
投资损失	(26)	(5)	(10)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(13)	(23)	(95)	(92)	(106)	应收账款周转率	2.6	2.5	2.3	2.2	2.2
其它	(36)	30	(7)	227	(6)	存货周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>145</b>	<b>156</b>	<b>138</b>	<b>426</b>	<b>232</b>	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
资本支出	(124)	(42)	(67)	(67)	(72)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(10)	(27)	10	0	0	每股收益	0.83	0.84	0.99	1.23	1.50
其他	147	(88)	20	20	20	每股经营现金流	0.71	0.69	0.61	1.88	1.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>12</b>	<b>(156)</b>	<b>(37)</b>	<b>(47)</b>	<b>(52)</b>	每股净资产	7.46	8.15	9.14	10.37	11.86
债权融资	3	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	1	0	0	0	0	市盈率	33.5	32.7	27.8	22.5	18.5
其他	(41)	(43)	4	6	9	市净率	3.7	3.4	3.0	2.7	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(37)</b>	<b>(42)</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	EV/EBITDA	23.5	29.9	19.6	16.2	13.6
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.4	24.5	21.0	17.0	13.9
<b>现金净增加额</b>	<b>120</b>	<b>(42)</b>	<b>105</b>	<b>385</b>	<b>189</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。