

三友医疗 (688085.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年04月24日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 27.62

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

分析师: 李建

执业证书编号: S0740522090004

电话: 021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	225.87
流通股本(百万股)	225.87
市价(元)	27.62
市值(百万元)	6,238.44
流通市值(百万元)	6,238.44

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 三友医疗(688085.SH)-深度报告:

 疗法创新无旁鹜,静待花开终有时
 -20201023

2 三友医疗(688085.SH)-2022年三季报

 报点评:收入保持快速增长,借助脊柱
 国采有望持续提升市占率
 -20221026

3 三友医疗(688085.SH)-2022中报点

 评:Q2环比加速增长,下半年有望持
 续恢复-20220822

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	593.36	649.15	905.79	1177.10	1414.39
增长率 yoy%	51.97%	9.40%	39.53%	29.95%	20.16%
净利润(百万元)	186.37	190.82	258.22	349.44	454.62
增长率 yoy%	57.20%	2.39%	35.32%	35.32%	30.10%
每股收益(元)	0.83	0.84	1.14	1.55	2.01
每股现金流量	0.64	0.69	1.26	0.90	1.71
净资产收益率	11.05%	10.37%	12.31%	15.15%	17.69%
P/E	33.47	32.69	24.16	17.85	13.72
PEG	0.59	13.70	0.68	0.51	0.46
P/B	3.70	3.39	2.97	2.70	2.43

备注:数据截至 2023.04.24

投资要点

- **事件:公司发布 2022 年报和 2023 年一季报, 2022 年营业收入 6.49 亿元, 同比增长 9.40%, 归母净利润 1.91 亿元, 同比增长 2.39%, 扣非净利润 1.34 亿元, 同比增长 6.47%; 2023 年一季度营业收入 1.61 亿元, 同比增长 24.19%, 归母净利润 3465 万元, 同比增长 4.48%, 扣非净利润 3065 万元, 同比增长 0.34%。**
- **疫情下保持增长态势, 不断丰富和完善产品线。**2022 年公司在疫情扰动下仍保持增长态势, 主要由脊柱类植入耗材、有源类设备及耗材增长带动, 分别实现收入 5.38 亿元 (+4.14%, 同比, 下同)、7383 万元 (+58.66%)。分季度看, 22Q4、23Q1 分别实现收入 1.68 亿元 (-4.01%)、1.61 亿元 (+24.19%), 归母净利润 6620 万元 (-9.22%)、3465 万元 (+4.48%), 扣非净利润 2501 万元 (-30.29%)、3065 万元 (+0.34%)。公司深耕骨科领域, 持续夯实脊柱业务, 脊柱主要产品在全国集采中全线 A 组中标, 同时不断投入研发, 丰富和完善产品线, 并通过投资法国巴黎泛欧交易所骨科上市公司 Implanet 积极拓展国际业务。展望 2023 全年, 随着疫情放开之后医院终端门诊及手术恢复正常, 公司业绩有望恢复快速增长。
- **毛利率保持稳定, 销售费用率下降带动三项费用率减少。**2022、23Q1 毛利率为 90.18% (-0.32pp)、85.48% (-5.25pp), 23Q1 毛利率下降主要因为新增厂房和设备的折旧与摊销等导致生产成本增加; 销售费用率为 45.75% (-3.93pp)、48.13% (-1.11pp), 管理费用率为 5.65% (+0.87pp)、4.77% (-0.21pp), 财务费用率为 -1.40% (-0.14pp)、-2.46% (-0.78pp), 三项费用率的下降主要因为销售费用率下降所致。
- **与 Implanet 公司达成合作, 国际化业务取得阶段性关键进展。**公司拟使用自有资金 500 万欧元直接或间接对 Implanet 公司进行投资, 公司持股 43.14%, 为 Implanet 公司的最大单一股东。Implanet 为法国巴黎泛欧交易所骨科上市公司, 公司在投资法国 Implanet 公司的基础上, 将大力推进国际化业务的发展, 以专利创新产品为基础, 真正直接面对市场和客户, 全力推进公司疗法创新技术输出。通过与当地医生的研发医工合作, 加强在全球高端市场, 特别是欧洲、美国和澳大利亚等骨科主流市场的学术推广和市场开拓, 提高公司及创新产品在国际主流市场的知名度, 促进公司国际业务的快速稳定可持续发展。同时, 公司拟将 Implanet 公司先进的脊柱创新疗法 JAZZ 拉力带系列产品引进国内, 进一步丰富公司产品线, 与公司现有产品进行有效协同, 为临床医生提供更完善、更先进的脊柱手术治疗方案, 进一步提升公司的市场竞争优势。
- **盈利预测与投资建议:**根据年报和一季报, 考虑疫情放开后医院门诊及手术量持续恢复, 我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司收入 9.06、11.77、14.14 亿元 (23-24 年调整前 8.13、9.92 亿元), 同比增长 39.5%、29.9%、20.2%, 归母净利润 2.58、3.49、4.55 亿元 (23-24 年调整前 2.68、3.44 亿元), 同比增长 35.3%、35.3%、30.1%。目前股价对应 2023-2025 年 24/18/14 倍 PE, 考虑脊柱植入耗材赛道成长性良好, 公司脊柱产品研发实力领先, 核心竞争力突出, 有望同时受益进口替代和市场集中度提升过程, 同时服务边界持续拓宽带来综合实力不断增强, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:政策变动风险, 产品质量及潜在责任风险, 创伤类产品长期研发及市场开拓不达预期的风险, 公开资料信息滞后或更新不及时风险。**

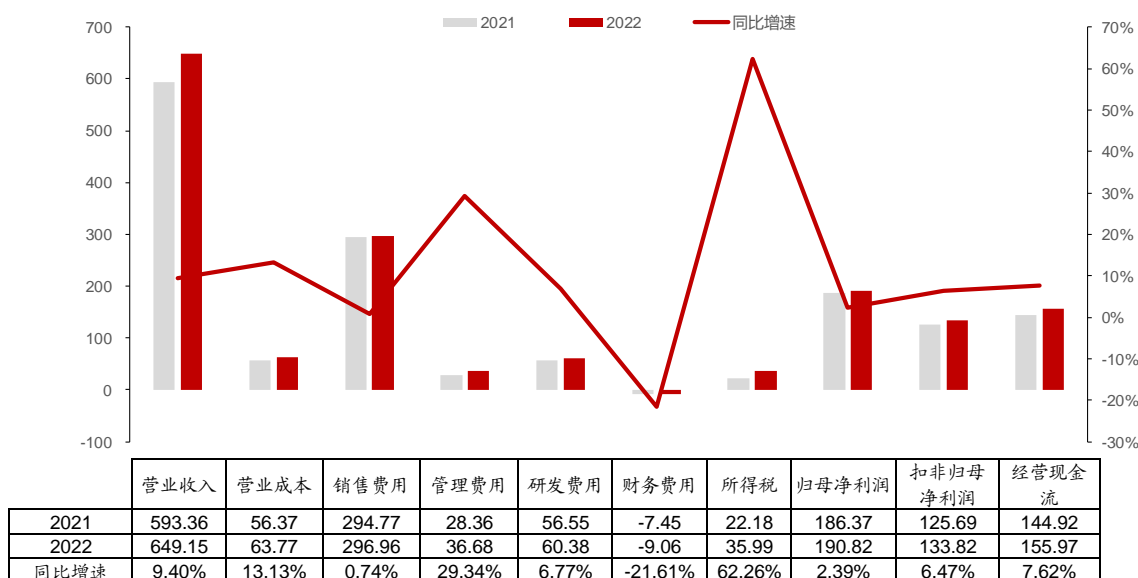
内容目录

疫情下保持增长态势，不断丰富和完善产品线	- 3 -
与 Implanet 公司达成合作，国际化业务取得阶段性关键进展	- 6 -
风险提示	- 7 -

疫情下保持增长态势，不断丰富和完善产品线

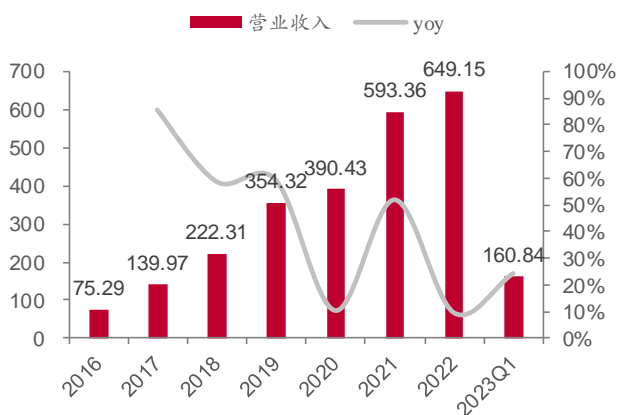
- 2022 年公司实现营业收入 6.49 亿元，同比增长 9.40%，归母净利润 1.91 亿元，同比增长 2.39%，扣非净利润 1.34 亿元，同比增长 6.47%。分季度看，22Q4、23Q1 分别实现收入 1.68 亿元（-4.01%，同比，下同）、1.61 亿元（+24.19%），归母净利润 6620 万元（-9.22%）、3465 万元（+4.48%），扣非净利润 2501 万元（-30.29%）、3065 万元（+0.34%）。2022 年公司在疫情扰动下仍保持增长态势，主要由脊柱类植入耗材、有源类设备及耗材增长带动，分别实现收入 5.38 亿元（+4.14%）、7383 万元（+58.66%）。公司深耕骨科领域，持续夯实脊柱业务，脊柱主要产品在全国集采中全线 A 组中标，同时不断投入研发，丰富和完善产品线，并通过投资法国巴黎泛欧交易所骨科上市公司 Implanet 积极拓展国际业务。展望 2023 全年，随着疫情放开之后医院终端门诊及手术恢复正常，公司业绩有望恢复快速增长。

图表 1: 2022 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



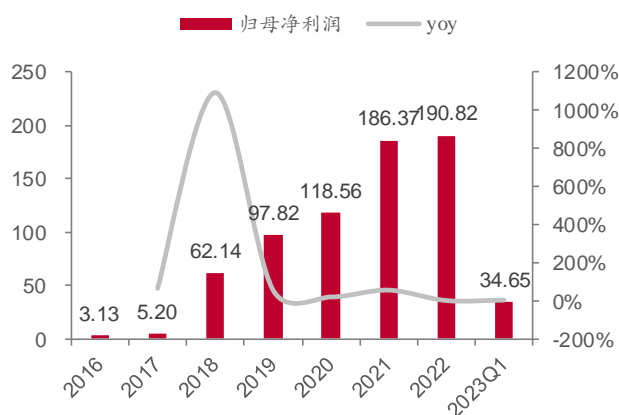
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 三友医疗营业收入 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 三友医疗归母净利润 (百万元, %)



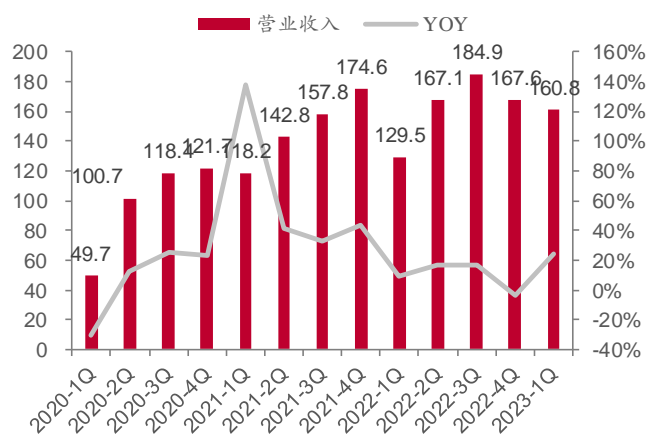
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	49.66	100.73	118.38	121.66	118.18	142.78	157.78	174.62	129.51	167.14	184.88	167.62	160.84
营业收入同比	-30.59%	12.58%	25.48%	22.95%	137.96%	41.74%	33.28%	43.54%	9.58%	17.06%	17.18%	-4.01%	24.19%
营业收入环比	-49.81%	102.83%	17.52%	2.77%	-2.86%	20.81%	10.50%	10.68%	-25.84%	29.06%	10.61%	-9.34%	-4.05%
营业成本	5.49	7.91	11.78	10.45	12.35	12.35	15.95	15.73	12.00	16.81	18.65	16.31	23.35
毛利率	88.95%	92.14%	90.05%	91.41%	89.55%	91.35%	89.89%	90.99%	90.73%	89.94%	89.91%	90.27%	85.48%
销售费用	23.75	47.70	53.67	60.81	62.92	72.79	78.54	80.51	63.76	78.85	88.36	65.98	77.41
管理费用	4.01	4.22	3.71	7.56	5.18	6.60	7.43	9.16	6.46	6.72	10.22	13.28	7.68
研发费用	4.60	8.06	7.04	14.21	9.19	11.98	15.66	19.72	12.31	12.93	18.04	17.10	14.27
财务费用	-0.10	-1.72	-0.31	-0.72	-0.91	-1.14	-2.75	-2.65	-2.17	-1.94	-1.93	-3.03	-3.95
营业利润	14.16	30.60	45.13	40.49	32.77	41.38	43.55	86.32	38.30	53.10	53.30	84.39	43.10
利润总额	14.16	30.96	49.21	42.61	35.52	47.88	47.20	86.73	38.27	53.23	61.99	86.06	43.06
所得税	2.25	4.86	7.42	3.86	5.58	7.37	4.20	5.04	5.55	8.28	11.25	10.90	7.95
归母净利润	11.91	26.10	41.79	38.76	29.95	40.52	42.98	72.93	33.17	43.49	47.96	66.20	34.65
归母净利润同比	-39.18%	-12.52%	76.52%	56.77%	151.42%	55.22%	2.85%	88.17%	10.76%	7.34%	11.58%	-9.22%	4.48%
净利率	23.98%	25.91%	35.30%	31.86%	25.34%	28.38%	27.24%	41.76%	25.61%	26.02%	25.94%	39.50%	21.55%
扣非归母净利润	11.25	25.53	33.91	23.93	22.93	29.99	36.89	35.87	30.55	41.22	37.04	25.01	30.65
扣非归母净利润同比					103.78%	17.48%	8.81%	49.89%	33.25%	37.43%	0.40%	-30.29%	0.34%

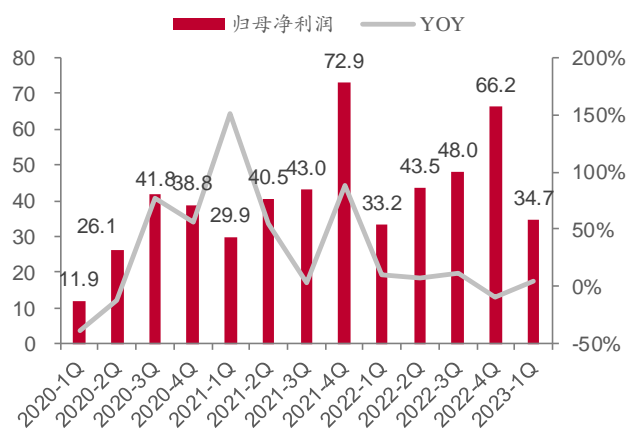
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 三友医疗分季度营收 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

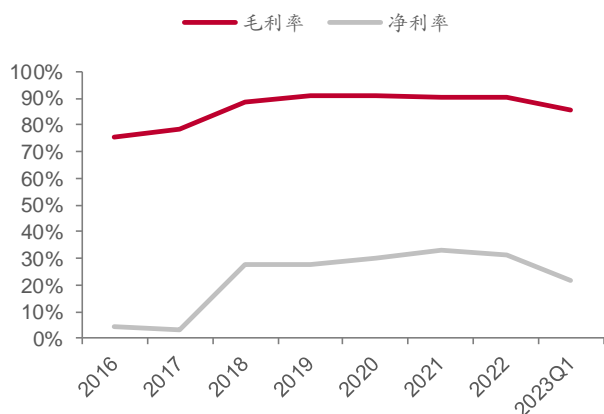
图表 6: 三友医疗分季度归母净利润 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

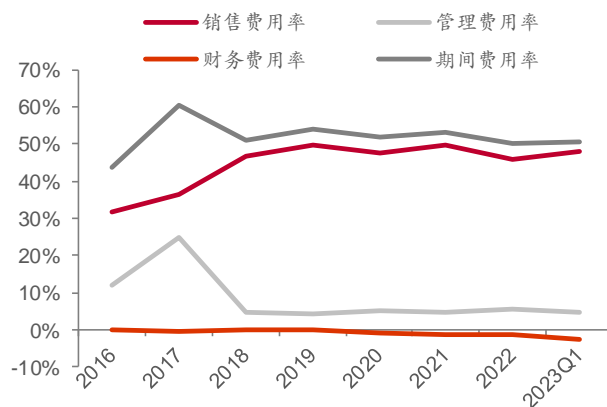
- 毛利率保持稳定, 销售费用率下降带动三项费用率减少。**2022、23Q1 毛利率为 90.18% (-0.32pp)、85.48% (-5.25pp), 23Q1 毛利率下降主要因为新增厂房和设备的折旧与摊销等导致生产成本增加; 销售费用率为 45.75% (-3.93pp)、48.13% (-1.11pp), 管理费用率为 5.65% (+0.87pp)、4.77% (-0.21pp), 财务费用率为 -1.40% (-0.14pp)、-2.46% (-0.78pp), 三项费用率的下降主要因为销售费用率下降所致。

图表 7: 三友医疗毛利率和净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

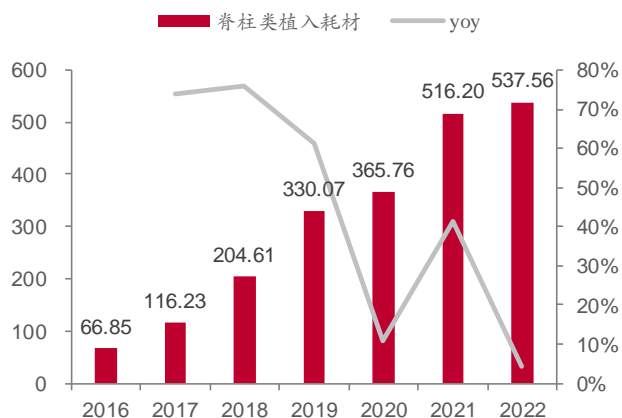
图表 8: 三友医疗期间费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

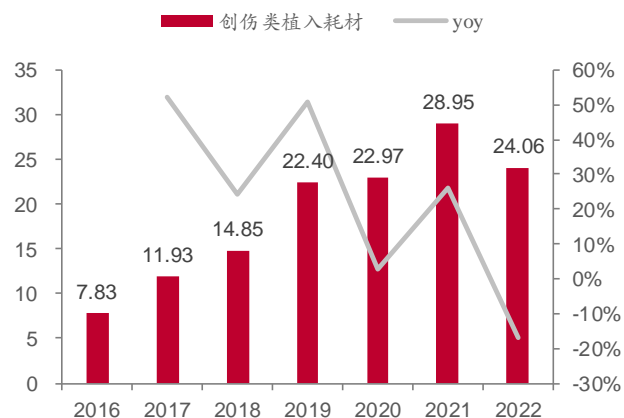
- 分业务看:** 2022 年脊柱类植入耗材实现收入 5.38 亿元 (+4.14%), 收入占比 82.81%, 是公司收入和利润的主要来源; 创伤类植入耗材收入 2406 万元 (-16.89%), 销售数量增长 41.11%, 主要系 2021 年 11 月份河南等十二省市联盟带量采购陆续落地执行, 2022 年公司创伤手术数量同比增加; 有源类设备及耗材收入 7383 万元 (+58.66%), 有源设备产销及库存量同比 21 年大幅上升, 主要系下游渠道需求增加。

图表 9: 三友医疗脊柱类植入耗材收入情况 (百万元, %)



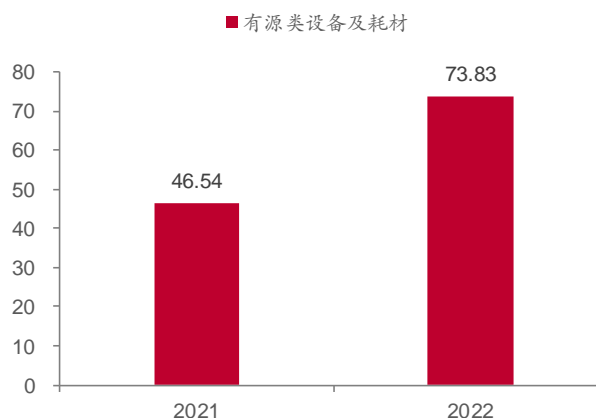
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 三友医疗创伤类植入耗材收入情况 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 三友医疗有源类设备及耗材收入情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

与 Implanet 公司达成合作, 国际化业务取得阶段性关键进展

- 公司 2022 年报披露, 拟使用自有资金 500 万欧元直接或间接对 Implanet 公司进行投资并确立双方的战略合作关系。本次投资分两期进行, 截止 2023 年 3 月底, 公司已完成上述两期投资款的支付, 公司持有 Implanet 公司的股份比例为 43.14%, 为 Implanet 公司的最大单一股东。Implanet 为法国巴黎泛欧交易所骨科上市公司, 公司在投资法国 Implanet 公司的基础上, 将大力推进国际化业务的发展, 以专利创新产品为基础, 真正直接面对市场和客户, 全力推进公司疗法创新技术输出。通过与当地医生的研发医工合作, 加强在全球高端市场, 特别是欧洲、美国和澳大利亚等骨科主流市场的学术推广和市场开拓, 提高公司及创新产品在国际主流市场的知名度, 促进公司国际业务的快速稳定可持续发展。同时, 公司拟将 Implanet 公司先进的脊柱创新疗法 JAZZ 拉力带系列产品引进国内, 进一步丰富公司产品线, 与公司现有产品进行有效协同, 为临床医生提供更完善、更先进的脊柱手术治疗方案, 进一步提升公司的市场竞争优势。

风险提示

- **政策变动风险。**目前陕西、安徽、福建、青海等少数省市已试行医疗器械“两票制”，从安徽、江苏、福建等地高值医用耗材带量采购谈判结果来看，平均降幅在 40%-67%。一方面，两票制会带来销售模式的变化，公司可能面临应收款回款周期变长、单位销售收入对应的销售费用增加等经营条件变化对公司的销售和业绩造成不利影响的风险；另一方面，若带量采购政策特别是骨科类高值耗材带量采购政策在全国推广普及，可能造成公司无法满足政府投标资格、产品招投标中落标或中标价格大幅下降等情况，公司产品价格可能在较长时间内面临下调风险。
- **产品质量及潜在责任风险。**骨科植入性耗材需要贴合人体的组织结构并长期停留在人体内，产品的性能和使用效果将直接影响到手术的成功率，故其在临床应用中客观上存在一定的风险。若公司产品未来出现质量问题，公司可能面临患者在使用后发生意外事故提出索赔或与公司发生纠纷、法律诉讼和仲裁等事件，而对公司的财务、声誉和经营造成不利影响的风险。
- **创伤类产品长期研发及市场开拓不达预期的风险。**脊柱类植入耗材为公司主要收入和毛利来源，公司创伤类产品营收占比约 10%左右，可能面临创伤类产品长期研发及市场开拓可能面临不达预期的风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 12: 三友医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	994	1503	2065	2462	营业收入	649	906	1177	1414
现金	340	849	1232	1438	营业成本	64	85	116	147
应收账款	275	407	508	616	营业税金及附加	8	11	14	17
其他应收款	1	2	2	3	营业费用	297	414	524	591
预付账款	9	11	16	20	管理费用	37	38	49	57
存货	155	213	286	365	财务费用	-9	-9	-15	-20
其他流动资产	213	20	20	20	资产减值损失	-13	-10	-10	-10
非流动资产	1197	962	706	664	公允价值变动收益	41	0	0	0
长期投资	32	0	0	0	投资净收益	5	15	14	13
固定资产	334	315	296	278	营业利润	229	308	423	554
无形资产	41	46	52	57	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	790	600	358	329	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2191	2464	2771	3126	利润总额	240	319	434	565
流动负债	245	272	350	417	所得税	36	48	65	85
短期借款	0	0	0	0	净利润	204	271	369	480
应付账款	145	179	255	322	少数股东损益	13	13	19	25
其他流动负债	100	93	95	95	归属母公司净利润	191	258	349	455
非流动负债	33	8	9	9	EBITDA	251	335	444	570
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.14	1.55	2.01
其他非流动负债	33	8	9	9					
负债合计	278	280	359	426	主要财务比率				
少数股东权益	73	86	105	130	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	226	226	226	226	成长能力				
资本公积	1035	1035	1036	1037	营业收入	9.4%	39.5%	30.0%	20.2%
留存收益	579	837	1045	1307	营业利润	12.3%	34.5%	37.2%	30.9%
归属母公司股东权益	1840	2098	2306	2570	归属于母公司净利润	2.4%	35.3%	35.3%	30.1%
负债和股东权益	2191	2464	2771	3126	获利能力				
					毛利率(%)	90.2%	90.6%	90.1%	89.6%
					净利率(%)	29.4%	28.5%	29.7%	32.1%
					ROE(%)	10.4%	12.3%	15.2%	17.7%
					ROIC(%)	19.6%	23.3%	41.1%	48.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	12.7%	11.4%	13.0%	13.6%
					净负债比率(%)	1.11%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.06	5.52	5.90	5.91
					速动比率	3.43	4.74	5.08	5.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.39	0.45	0.48
					应收账款周转率	2	3	2	2
					应付账款周转率	0.47	0.52	0.53	0.51
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.14	1.55	2.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.26	0.90	1.71
					每股净资产(最新摊薄)	8.15	9.29	10.21	11.38
					估值比率				
					P/E	32.69	24.16	17.85	13.72
					P/B	3.39	2.97	2.70	2.43
					EV/EBITDA	22	17	13	10

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。