

收入端继续保持快速增长，坚持疗法创新 长期发展可期

——三友医疗三季报点评

核心观点

- **三季度收入端继续保持快速增长，业绩增长符合预期。**2022 年前三季度公司实现营业收入 4.82 亿元，同比+15.00%；实现归母净利润 1.25 亿元，同比+9.85%；扣除非经常性损益后实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长 21.15%。单三季度来看，公司在集采预期压制和国内疫情反复下仍实现营业收入 1.85 亿元，同比+17.18%，继续保持快速增长，实现归母净利润 4796 万元，同比+11.58%，扣非后归母净利润 3704 万元，同比+0.40%，业绩增长符合预期。公司销售端表现亮眼，主要得益于公司持续加强推广创新产品和技术，高端和基层共同渗透，并借助先进的物流运营管理系统一医捷云 Saas 系统，经营增长具备韧性。
- **公司在脊柱国采中表现优异，坚持疗法创新引领成长。**2022 年 9 月份全国脊柱集采落地，整体降幅符合预期，竞争较为温和，短期不确定性大大削减。值得一提的是，公司主要产品在本次集采中全线 A 组中标，中标顺位居于前列，且部分产品以第一顺位中标，市场份额有望得到进一步提升。此外，公司始终坚持疗法创新，前三季度不断加大研发投入，累计投入 4328 万元，占营业收入比例进一步提升至 8.99%。公司有望凭借本次脊柱国采中标和疗法创新研发进一步开拓新增入院，增加医院手术量，不断提升市场覆盖率，带动疗法创新产品在相关医院的销售，不断提高空白医院覆盖，助力长期成长。
- **国际化取得进展，新业务助力长期成长空间不断打开。**公司国际化业务取得初步进展，截至 2022/9/30，公司已与法国 Implanet 公司（巴黎泛欧交易所骨科上市公司）经友好磋商，达成战略合作意向并签署相关协议，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，目前已完成第一期投资款 250 万欧元支付，现持有 Implanet 公司 28.96% 股份，为其最大单一股东，投资完成后持股比例预计将达到 43.19%，国际化布局迈出关键一步。此外，公司超声骨刀、人工骨等新业务合作进展顺利，并持续加大在骨科生物材料、椎体成型 PKP 囊袋、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，我们持续看好公司的长期稳健发展，维持预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.89、0.98、1.25 元，根据可比公司估值、给予公司 2022 年 45 倍 PE 估值，对应目标价为 40.05 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	390	593	670	760	929
同比增长(%)	10.2%	52.0%	13.0%	13.4%	22.2%
营业利润(百万元)	130	204	230	255	324
同比增长(%)	19.2%	56.5%	12.8%	10.7%	27.4%
归属母公司净利润(百万元)	119	186	201	222	282
同比增长(%)	21.2%	57.2%	7.6%	10.9%	27.0%
每股收益(元)	0.52	0.83	0.89	0.98	1.25
毛利率(%)	90.9%	90.5%	90.3%	87.8%	87.0%
净利率(%)	30.4%	31.4%	29.9%	29.2%	30.4%
净资产收益率(%)	12.0%	11.6%	11.3%	11.3%	12.8%
市盈率	65.7	41.8	38.8	35.0	27.6
市净率	5.1	4.6	4.2	3.8	3.3

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声明。

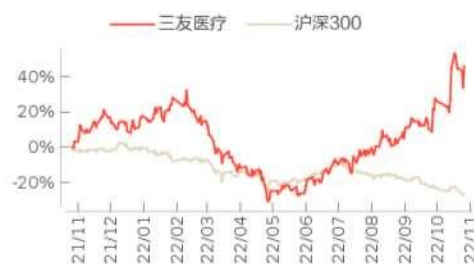
投资评级

买入（维持）

股价（2022年10月26日）	34.49元
目标价格	40.05元
52周最高价/最低价	37.79/15.46元
总股本/流通A股（万股）	22,587/9,306
A股市值（百万元）	7,790
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022年10月27日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.67	33.98	53.33	45.66
相对表现	2.5	38.67	67.2	71.98
沪深300	-3.17	-4.69	-13.87	-26.32



证券分析师

刘恩阳 010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001
香港证监会牌照：BSW684

联系人

裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

相关报告

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
业绩符合预期，坚持疗法创新成长可期：——三友医疗年报&一季报点评	2022-05-11

图：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2022/10/26	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
威高骨科	688161	70.55	1.73	2.07	2.48	3.16	40.88	34.09	28.44	22.33
正海生物	300653	46.50	0.94	1.16	1.48	1.96	49.66	40.06	31.47	23.68
爱博医疗	688050	223.00	1.63	2.32	3.29	4.52	136.89	96.00	67.84	49.33
南微医学	688029	102.64	1.73	2.00	2.75	3.60	59.18	51.23	37.32	28.50
心脉医疗	688016	239.75	4.39	5.57	7.47	9.80	54.64	43.01	32.10	24.47
	最大值						136.89	96.58	68.97	50.12
	最小值						40.88	34.09	28.44	22.33
	平均数						68.25	52.98	39.65	29.86
	调整后平均						54	45	34	26

数据来源：朝阳永续，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	262	382	469	781	949	营业收入	390	593	670	760	929
应收票据及应收账款	197	253	340	385	471	营业成本	36	56	65	93	121
预付账款	3	7	10	9	12	营业税金及附加	4	6	7	8	10
存货	93	121	136	212	264	营业费用	186	295	302	319	372
其他	885	387	359	355	356	管理费用及研发费用	53	85	88	97	122
流动资产合计	1,441	1,151	1,314	1,742	2,053	财务费用	(3)	(7)	(4)	(6)	(8)
长期股权投资	0	10	10	10	10	资产减值损失	5	10	3	15	10
固定资产	154	150	183	216	251	公允价值变动收益	0	27	10	10	10
在建工程	2	100	105	116	126	投资净收益	20	26	10	10	10
无形资产	24	33	38	43	48	其他	1	2	1	1	1
其他	50	554	541	359	359	营业利润	130	204	230	255	324
非流动资产合计	230	847	877	744	794	营业外收入	7	14	10	10	10
资产总计	1,671	1,997	2,190	2,486	2,847	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	137	217	240	265	334
应付票据及应付账款	66	125	144	205	267	所得税	18	22	30	32	39
其他	58	110	112	113	116	净利润	119	195	210	233	296
流动负债合计	124	235	256	318	383	少数股东损益	0	9	9	10	13
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	119	186	201	222	282
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.52	0.83	0.89	0.98	1.25
其他	13	26	26	26	26	主要财务比率					
非流动负债合计	13	26	26	26	26		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	136	261	282	344	409	成长能力					
少数股东权益	0	50	60	70	84	营业收入	10.2%	52.0%	13.0%	13.4%	22.2%
股本	205	205	226	226	226	营业利润	19.2%	56.5%	12.8%	10.7%	27.4%
资本公积	1,054	1,055	1,034	1,034	1,034	归属于母公司净利润	21.2%	57.2%	7.6%	10.9%	27.0%
留存收益	275	426	589	811	1,094	获利能力					
其他	0	(0)	0	0	0	毛利率	90.9%	90.5%	90.3%	87.8%	87.0%
股东权益合计	1,534	1,736	1,909	2,142	2,437	净利率	30.4%	31.4%	29.9%	29.2%	30.4%
负债和股东权益总计	1,671	1,997	2,190	2,486	2,847	ROE	12.0%	11.6%	11.3%	11.3%	12.8%
现金流量表						ROIC	11.2%	10.8%	10.8%	10.8%	12.2%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	119	195	210	233	296	资产负债率	8.2%	13.1%	12.9%	13.9%	14.4%
折旧摊销	19	33	27	28	22	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(3)	(7)	(4)	(6)	(8)	流动比率	11.65	4.90	5.14	5.47	5.35
投资损失	(20)	(26)	(10)	(10)	(10)	速动比率	10.74	4.28	4.50	4.67	4.53
营运资金变动	5	10	(95)	(69)	(86)	营运能力					
其它	(42)	(60)	(7)	177	0	应收账款周转率	2.1	2.7	2.3	2.1	2.2
经营活动现金流	78	145	121	353	212	存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(29)	(124)	(57)	(67)	(72)	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	0	(10)	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	(801)	147	56	20	20	每股收益	0.52	0.83	0.89	0.98	1.25
投资活动现金流	(830)	12	(1)	(47)	(52)	每股经营现金流	0.38	0.71	0.53	1.56	0.94
债权融资	0	3	0	0	0	每股净资产	6.79	7.46	8.19	9.17	10.42
股权融资	978	1	0	0	0	估值比率					
其他	0	(41)	(33)	6	8	市盈率	65.7	41.8	38.8	35.0	27.6
筹资活动现金流	978	(37)	(33)	6	8	市净率	5.1	4.6	4.2	3.8	3.3
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	47.0	30.1	27.3	25.0	20.4
现金净增加额	225	120	86	312	169	EV/EBIT	54.1	35.1	30.5	27.8	21.9

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