

三友医疗 (688085.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022年10月26日

评级：买入（维持）

市场价格：34.49

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

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	390.43	593.36	686.22	813.20	991.88
增长率 yoy%	10.19%	51.97%	15.65%	18.51%	21.97%
净利润(百万元)	118.56	186.37	208.80	268.36	343.82
增长率 yoy%	21.20%	57.20%	12.03%	28.53%	28.12%
每股收益(元)	0.52	0.83	0.92	1.19	1.52
每股现金流量	0.34	0.64	0.79	0.59	0.99
净资产收益率	7.73%	11.05%	11.24%	13.34%	15.56%
P/E	65.71	41.80	37.31	29.03	22.66
PEG	3.10	0.73	3.10	1.02	0.81
P/B	5.08	4.62	4.19	3.87	3.53

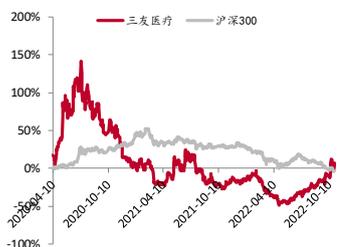
备注：数据截至 2022.10.26

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 4.82 亿元，同比增长 15.00%；归母净利润 1.25 亿元，同比增长 9.85%；扣非净利润 1.09 亿元，同比增长 21.15%。**
- **收入保持快速增长，借助脊柱国采有望持续提升市占率。**2022 年前三季度公司收入端在疫情扰动下仍然实现较快增长，我们预计主要因为：1) 公司克服上海疫情封闭管理的影响，科学安排生产和物流，同时加强销售渠道的拓展和市场推广力度，进一步推进渠道下沉，保障销售增长；2) 三季度疫情缓和之后医院手术量逐步恢复带动公司产品销售回升。单季度看，22Q3 实现收入 1.85 亿元（同比+17.18%，下同），归母净利润 4796 万元（+11.58%），扣非净利润 3704 万元（+0.40%）。Q3 收入创单季度历史新高，疫情恢复情况良好。
- **毛利率保持稳定，销售费用率下降带动三项费用率减少，研发投入持续增长。毛利率：**前三季度毛利率 90.14%（-0.15pp），22Q3 毛利率 89.91%（+0.02pp），保持稳定。**费用率：**前三季度、22Q3 销售费用率为 47.97%（-3.20pp）、47.79%（-1.99pp），管理费用率为 4.86%（+0.27pp）、5.53%（+0.82pp），财务费用率为 -1.25%（-0.11pp）、-1.04%（+0.70pp），费用率合计 51.57%（-3.03pp）、52.28%（-0.47pp）。销售费用率下降主要因为收入快速增长，管理费用率、财务费用率保持稳定。**研发投入：**前三季度、22Q3 研发费用为 4328 万元（+17.50%）、1804 万元（+15.18%），占收入比例 8.99%（+0.19pp）、9.76%（-0.17pp），研发投入持续增长，收入占比保持稳定。
- **主要产品全线 A 组中标骨科脊柱类耗材国家集采，市占率有望持续提升。**2022 年 9 月 27 日，国家组织医用耗材联合采购平台公布骨科脊柱类耗材集中带量采购中选结果，公司主要产品全线 A 组中标。本次集采采购周期为 3 年，首年协议采购量将于 2023 年 1-2 月起执行。公司将借助本次集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，带动公司疗法创新产品在相关医院的销售，不断提高市占率。
- **盈利预测与投资建议：**根据三季报，考虑疫情、集采影响，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入 6.86、8.13、9.92 亿元，同比增长 15.7%、18.5%、22.0%，归母净利润 2.09、2.68、3.44 亿元（调整前 2.23、2.73、3.35 亿元），同比增长 12.0%、28.5%、28.1%，对应 EPS 为 0.92、1.19、1.52。目前公司股价对应 2022-2024 年 37/29/23 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，带量采购对收入的影响超出预期等风险。

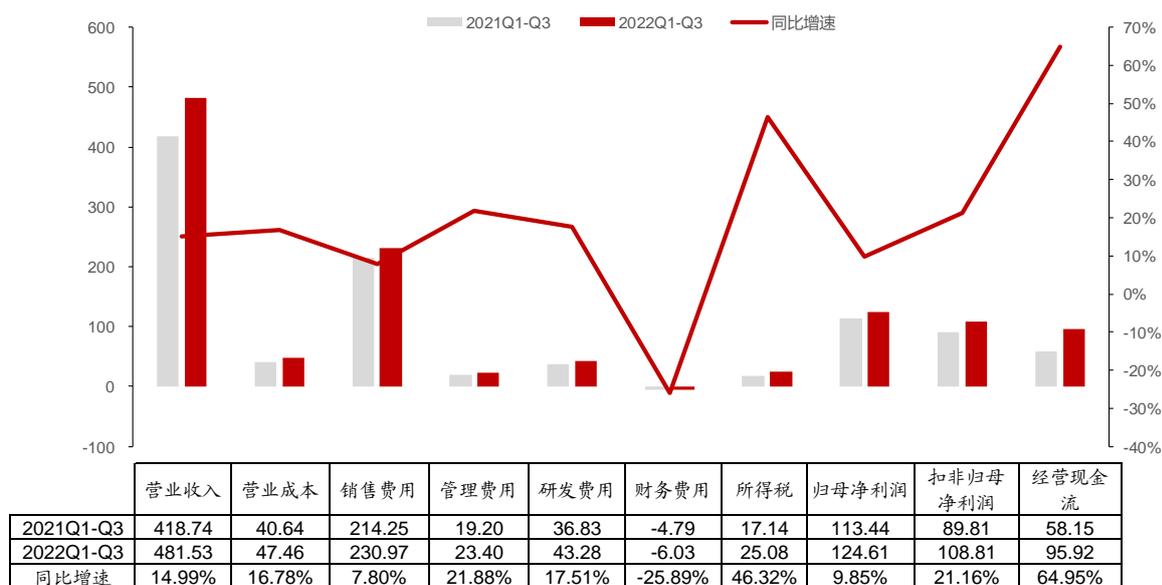
基本状况

总股本(百万股)	225.87
流通股本(百万股)	93.06
市价(元)	34.49
市值(百万元)	7,790.15
流通市值(百万元)	3,209.54

股价与行业-市场走势对比

相关报告

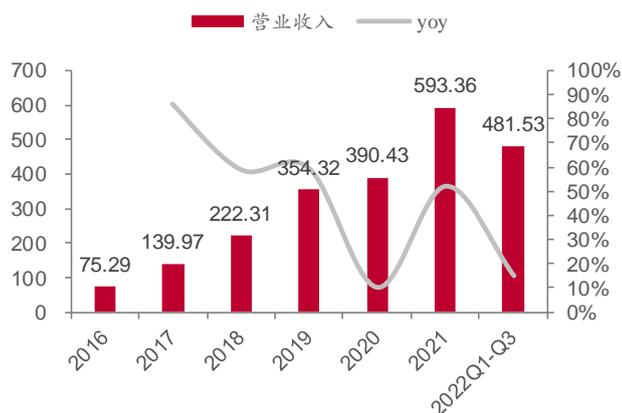
- 1 三友医疗(688085.SH)-深度报告：疗法创新无旁鹜，静待花开终有时-20201023
- 2 三友医疗(688085.SH)-2020 年报 & 2021 年一季报点评：业绩符合预期，主业强劲恢复，市场开拓顺利-20210422
- 3 三友医疗(688085.SH)-2021 年中报点评：业绩符合预期，脊柱业务增长亮眼-20210809

图表 1: 2022Q1-Q3 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



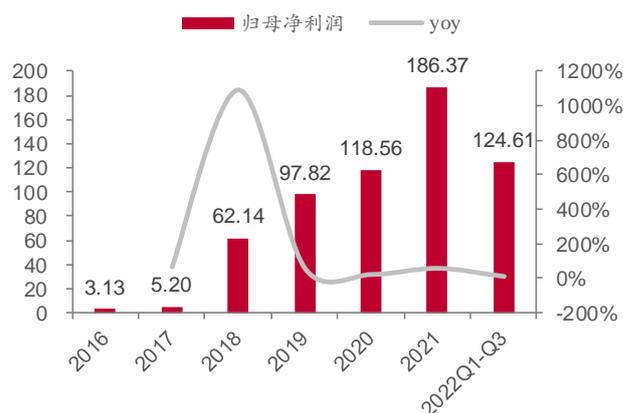
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

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

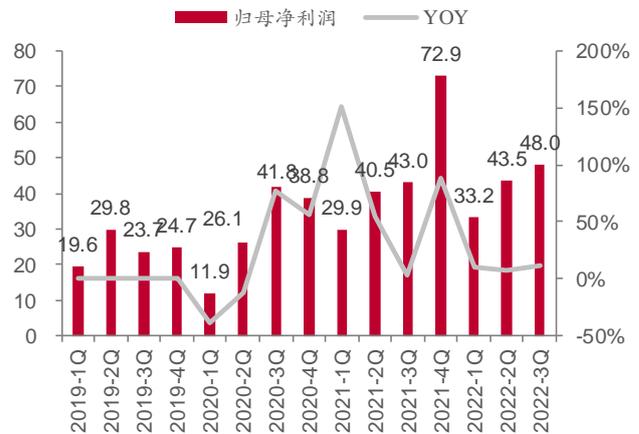
图表 4: 分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q
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
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%
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%
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
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%
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
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
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
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
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
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
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
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
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%
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%
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
扣非归母净利润同比	-	-	-	-	103.78%	17.48%	8.81%	49.89%	33.25%	37.43%	0.40%

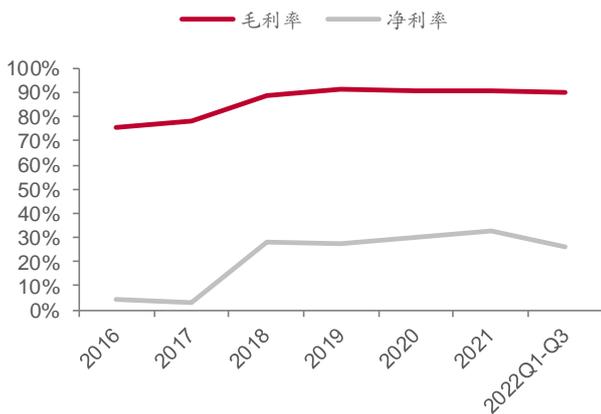
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 三友医疗分季度营收 (百万元, %)

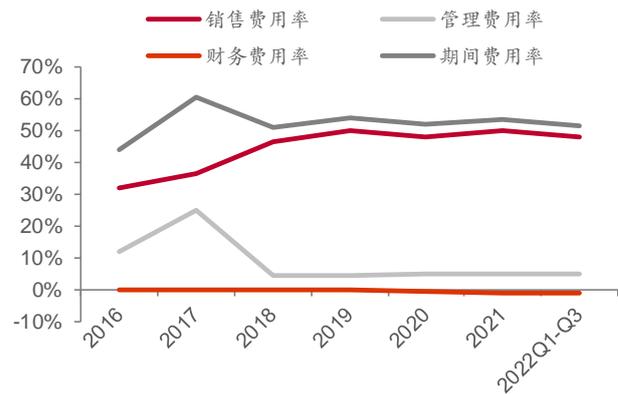

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 三友医疗分季度归母净利润 (百万元, %)


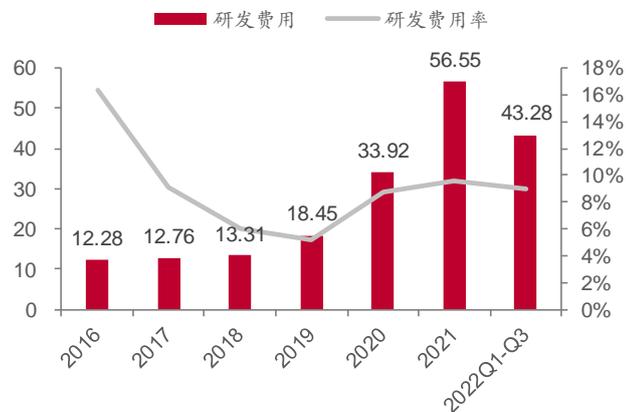
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

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

图表 9: 三友医疗研发费用情况 (百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 三友医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1151	1554	2079	2364	营业收入	593	686	813	992
现金	382	922	1276	1377	营业成本	56	118	144	179
应收账款	249	319	376	445	营业税金及附加	6	8	9	11
其他应收款	1	4	3	4	营业费用	295	281	326	377
预付账款	7	13	17	21	管理费用	28	24	28	34
存货	121	282	392	501	财务费用	-7	-10	-16	-20
其他流动资产	390	14	15	16	资产减值损失	-7	-6	-6	-6
非流动资产	847	708	397	405	公允价值变动收益	27	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	投资净收益	26	21	22	22
固定资产	150	148	145	140	营业利润	204	228	297	383
无形资产	33	36	41	45	营业外收入	14	10	11	11
其他非流动资产	654	524	211	219	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1997	2263	2476	2769	利润总额	217	238	307	394
流动负债	235	345	395	480	所得税	22	24	31	40
短期借款	0	0	0	0	净利润	195	214	276	354
应付账款	125	245	295	378	少数股东损益	9	5	7	10
其他流动负债	110	100	101	102	归属母公司净利润	186	209	268	344
非流动负债	26	5	6	7	EBITDA	222	243	306	390
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.91	0.92	1.19	1.52
其他非流动负债	26	5	6	7					
负债合计	261	350	402	487	主要财务比率				
少数股东权益	50	55	63	73	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	205	226	226	226	成长能力				
资本公积	1055	1034	1035	1036	营业收入	52.0%	15.6%	18.5%	22.0%
留存收益	426	597	751	947	营业利润	56.5%	11.9%	29.9%	29.3%
归属母公司股东权益	1686	1857	2012	2209	归属于母公司净利润	57.2%	12.0%	28.5%	28.1%
负债和股东权益	1997	2263	2476	2769	获利能力				
					毛利率(%)	90.5%	82.9%	82.3%	82.0%
					净利率(%)	31.4%	30.4%	33.0%	34.7%
					ROE(%)	11.1%	11.2%	13.3%	15.6%
					ROIC(%)	22.3%	21.6%	36.4%	42.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	13.1%	15.5%	16.2%	17.6%
					净负债比率(%)	0.99%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.90	4.51	5.26	4.92
					速动比率	4.28	3.53	4.27	3.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.32	0.32	0.34	0.38
					应收账款周转率	3	2	2	2
					应付账款周转率	0.59	0.64	0.53	0.53
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.83	0.92	1.19	1.52
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.79	0.59	0.99
					每股净资产(最新摊薄)	7.46	8.22	8.91	9.78
					估值比率				
					P/E	41.80	37.31	29.03	22.66
					P/B	4.62	4.19	3.87	3.53
					EV/EBITDA	32	29	23	18

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。