

三友医疗 (688085)

证券研究报告

2022 年 11 月 06 日

三季度收入符合预期，加强销售和研发投入提升集采应对

事件：

2022 年 10 月 27 日，公司发布 2022 年三季度报，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%；三季度单季度实现收入 1.85 亿元，同比增长 17.18%，归母净利润 4796 万元，同比增长 11.58%，扣非净利润 3704 万元，同比增长 0.40%。

点评：

营收快速增长带动销售费用率下降，研发投入稳定增加

公司 2022 年前三季度销售费用率为 47.97%，同比下降 3.20pcts，Q3 为 47.79%，同比下降 1.99pcts；管理费用率为 4.86%，同比增长 0.27pcts，Q3 为 5.53%，同比增长 0.82pcts，财务费用率为-1.25%，同比下降 0.11pcts，Q3 为-1.04%，同比增长 0.70pcts。2022 年前三季度研发费用率为 8.99%，同比增长 0.19pcts，Q3 为 9.76%，同比下降 0.17pcts。前三季度销售费用率下降较明显，主要因为营业收入增长迅速，管理费用率，财务费用率保持稳定，研发投入占比保持稳定。

投资法国 Implanet 公司，加速国际化进程

公司与法国 Implanet 公司达成战略合作意向并签署相关协议，拟使用自有资金 500 万欧元对 Implanet 公司进行直接或间接投资。本次投资共分为两轮，截至 2022 年 10 月 27 日，公司已完成第一期总额为 250 万欧元的投资支付，持有 Implanet 公司股份比例为 28.96%。第二期投资款预计最迟将于 2023 年 3 月 31 日之前完成。经上述两期投资完成之后，公司的持股比例预计为 43.19%。

脊柱集采落地，有望进一步开拓新增入院

2022 年 9 月国家组织骨科脊柱类耗材集采中选结果正式公布，公司产品全线 A 组中标。公司将凭借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，提升公司市场覆盖率，带动公司对疗法的研发和创新。

运动医学再获一证，丰富医学产品布局

2022 年 Q3，公司运动医学产品带袪钛板获得国家药监局注册批准（注册证编号：国械注准 20223131309），丰富运动医学产品布局。

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 8.74/12.70/15.54 亿元，归母净利润分别为 2.12/3.04/3.96 亿元人民币，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发进度不及预期风险、产品销售推广不及预期风险、核心产品在带量采购中未中标风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	390.43	593.36	873.67	1,270.15	1,554.42
增长率(%)	10.19	51.97	47.24	45.38	22.38
EBITDA(百万元)	180.48	281.55	255.52	368.17	456.80
归属母公司净利润(百万元)	118.56	186.37	212.07	303.97	395.60
增长率(%)	21.20	57.20	13.79	43.33	30.14
EPS(元/股)	0.52	0.83	0.94	1.35	1.75
市盈率(P/E)	57.53	36.60	32.16	22.44	17.24
市净率(P/B)	4.45	4.05	3.62	3.22	2.80
市销率(P/S)	17.47	11.50	7.81	5.37	4.39
EV/EBITDA	37.49	19.16	23.32	15.59	12.07

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	225.87
流通 A 股股本(百万股)	93.06
A 股总市值(百万元)	6,821.18
流通 A 股市值(百万元)	2,810.33
每股净资产(元)	7.85
资产负债率(%)	13.74
一年内最高/最低(元)	37.79/17.15

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三友医疗-半年报点评:中报业绩超预期，创新研发提升竞争力》2022-08-31
- 《三友医疗-年报点评报告:业绩快速增长，坚持疗法创新完善手术解决方案》2022-05-05
- 《三友医疗-季报点评:三季度业绩增长超预期，两款明星产品获 FDA 批准》2021-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	262.45	382.31	396.09	468.20	634.81	营业收入	390.43	593.36	873.67	1,270.15	1,554.42
应收票据及应收账款	197.17	252.88	464.48	601.24	651.95	营业成本	35.63	56.37	161.75	253.20	303.48
预付账款	3.44	7.27	16.68	24.85	25.94	营业税金及附加	4.00	6.49	8.55	13.12	16.09
存货	93.19	121.48	522.00	517.42	685.51	销售费用	185.92	294.77	416.52	631.20	684.72
其他	884.67	386.67	453.59	574.15	626.13	管理费用	19.50	28.36	40.96	63.38	66.68
流动资产合计	1,440.93	1,150.61	1,852.83	2,185.86	2,624.34	研发费用	33.92	56.55	68.22	121.05	108.81
长期股权投资	0.00	10.13	10.13	10.13	10.13	财务费用	(2.85)	(7.45)	(9.49)	(10.53)	(13.44)
固定资产	153.59	149.97	138.69	127.40	116.12	资产/信用减值损失	(5.41)	(9.83)	(7.94)	(7.73)	(8.50)
在建工程	2.31	100.06	100.06	100.06	100.06	公允价值变动收益	0.00	27.33	42.46	139.70	41.21
无形资产	23.79	32.81	30.76	28.70	26.65	投资净收益	20.43	26.44	16.60	21.16	21.48
其他	50.06	553.59	416.10	427.55	455.05	其他	(31.09)	(89.70)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	229.75	846.56	695.74	693.86	708.02	营业利润	130.38	204.02	238.27	351.86	442.26
资产总计	1,670.67	1,997.17	2,548.57	2,879.72	3,332.36	营业外收入	6.69	13.90	8.32	9.02	10.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.13	0.58	0.25	0.32	0.38
应付票据及应付账款	65.81	124.56	403.76	473.05	549.28	利润总额	136.95	217.33	246.34	360.56	452.82
其他	57.25	99.67	193.35	211.44	259.56	所得税	18.39	22.18	30.86	50.30	46.23
流动负债合计	123.06	224.23	597.11	684.49	808.84	净利润	118.56	195.15	215.48	310.26	406.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	8.78	3.41	6.29	10.99
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	118.56	186.37	212.07	303.97	395.60
其他	12.57	25.97	15.21	17.92	19.70	每股收益(元)	0.52	0.83	0.94	1.35	1.75
非流动负债合计	12.57	25.97	15.21	17.92	19.70						
负债合计	136.25	260.90	612.32	702.41	828.55	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	50.42	53.26	58.15	66.97		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	205.33	205.33	225.87	225.87	225.87	成长能力					
资本公积	1,053.68	1,054.78	1,054.78	1,054.78	1,054.78	营业收入	10.19%	51.97%	47.24%	45.38%	22.38%
留存收益	275.41	425.74	602.34	838.51	1,156.19	营业利润	19.24%	56.48%	16.79%	47.67%	25.69%
其他	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	归属于母公司净利润	21.20%	57.20%	13.79%	43.33%	30.14%
股东权益合计	1,534.43	1,736.27	1,936.25	2,177.31	2,503.81	获利能力					
负债和股东权益总计	1,670.67	1,997.17	2,548.57	2,879.72	3,332.36	毛利率	90.87%	90.50%	81.49%	80.07%	80.48%
						净利率	30.37%	31.41%	24.27%	23.93%	25.45%
						ROE	7.73%	11.05%	11.26%	14.34%	16.23%
						ROIC	31.10%	51.72%	26.99%	28.77%	37.05%
						偿债能力					
						资产负债率	8.16%	13.06%	24.03%	24.39%	24.86%
						净负债率	-17.10%	-21.87%	-20.41%	-21.45%	-25.29%
						流动比率	11.65	4.90	3.10	3.19	3.24
						速动比率	10.90	4.38	2.23	2.44	2.40
						营运能力					
						应收账款周转率	2.13	2.64	2.44	2.38	2.48
						存货周转率	4.84	5.53	2.72	2.44	2.58
						总资产周转率	0.35	0.32	0.38	0.47	0.50
						每股指标(元)					
						每股收益	0.52	0.83	0.94	1.35	1.75
						每股经营现金流	0.34	0.64	0.40	1.72	1.30
						每股净资产	6.79	7.46	8.34	9.38	10.79
						估值比率					
						市盈率	57.53	36.60	32.16	22.44	17.24
						市净率	4.45	4.05	3.62	3.22	2.80
						EV/EBITDA	37.49	19.16	23.32	15.59	12.07
						EV/EBIT	39.69	20.10	24.61	16.18	12.44

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	118.56	195.15	212.07	303.97	395.60
折旧摊销	19.37	25.83	13.33	13.33	13.33
财务费用	0.33	0.33	(9.49)	(10.53)	(13.44)
投资损失	(20.43)	(26.44)	(16.60)	(21.16)	(21.48)
营运资金变动	26.79	(182.62)	(155.34)	(42.87)	(132.40)
其它	(67.10)	132.66	45.87	145.99	52.20
经营活动现金流	77.52	144.92	89.85	388.74	293.81
资本支出	20.73	428.29	10.76	(2.71)	(1.78)
长期投资	0.00	10.13	0.00	0.00	0.00
其他	(851.12)	(426.07)	(79.09)	(255.53)	(59.16)
投资活动现金流	(830.39)	12.36	(68.33)	(258.24)	(60.94)
债权融资	2.85	10.03	7.76	10.82	13.83
股权融资	942.33	(36.28)	(15.51)	(69.21)	(80.08)
其他	33.01	(11.08)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	978.20	(37.32)	(7.74)	(58.39)	(66.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	225.33	119.96	13.78	72.12	166.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com