下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　医疗器械

海外业务保持快速增长，手术机器人临床及注册进展顺利

三友医疗(688085.SH)

核心观点

上半年收入平稳增长，利润端受资产减值、汇兑损益、激励费用影响较大，剔除以上因素后，公司归母净利润为0.63亿元，同比增长41.58%。海外业务保持快速增长，尤其美国收入上半年增长54.42%。春风化雨手术机器人已在国内三家三甲医院开展临床试验入组。展望全年，国内脊柱业务有望实现平稳增长，超声骨刀下半年增速有望提升；海外业务依托法国子公司Implanet平台及脊柱植入物+超声骨刀+机器人的产品组合，有望在欧美市场实现突破。在国内外市场共同发力下，公司全年收入有望实现稳健增长，利润率有望持续改善。

事件

公司发布2026年半年报

2026年上半年公司实现收入2.74亿元（+9.71%），归母净利润0.28亿元（-24.18%），扣非归母净利润0.14亿元（-45.24%）。基本每股收益0.08元/股。

简评

收入平稳增长，利润端受资产减值、汇兑损益、激励费用影响

2026年上半年公司实现收入2.74亿元（+9.71%），归母净利润0.28亿元(-24.18%)，扣非归母净利润0.14亿元(-45.24%)。26Q2营业收入1.50亿元（+12.85%）；归母净利润0.21亿元（-12.96%）；扣非归母净利润0.13亿元（-12.59%）。上半年收入平稳增长，公司确认股份支付费用1560.76万元，资产及信用减值损失1295.83万元，汇兑损失618.55万元，剔除以上因素后，公司归母净利润为0.63亿元，同比增长41.58%。

分产品来看上半年公司脊柱植入物耗材收入1.79亿元（+12.5%），创伤植入物耗材收入956万元（+8.6%），有源设备及配套辅件收入0.84亿元（+6.24%），其他收入157万元（-45.84%）。

分区域来看，2026年上半年公司境内收入2.1亿元(+6.19%)，境外收入0.64亿元（+23.09%）。

维持　　买入

袁清慧 yuanqinghui@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879
王在存 wangzaicun@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521070003
SFC 编号:BVA292
李虹达 lihongda@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100006
刘慧彬 liuhuibin@csc.com.cn
SAC 编号:S1440523050001
朱红亮 zhuhongliang@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521080001
贺菊颖 hejuying@csc.com.cn
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591

发布日期：　2026年09月30日

当前股价：　13.15元

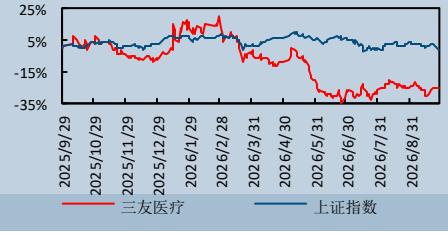
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
-0.30/3.06	15.25/20.31	-26.99/-26.87

12月最高/最低价（元）	21.07/11.41
总股本（万股）	36,680.87
流通A股（万股）	35,061.56
总市值（亿元）	48.24
流通市值（亿元）	46.11
近3月日均成交量（万）	372.58
主要股东	
QM5 LIMITED	12.74%

股价表现



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

法国子公司延续快速增长趋势，美国业务放量显著

上半年法国子公司 Implanet 实现收入 713.40 万欧元，同比增长 22.81%，其中美国收入同比增长 54.42%。Q2 单季度 Implanet 收入同比增长 27.02%，环比增长 35.45%。超声骨刀和 Zeus 系列产品成为国际化重要增长来源。上半年 Implanet 的 3D 打印腰椎椎间融合系统获得 FDA 510(K)认证，可适用于多种手术入路方式，有望与 JSS 脊柱钉棒系统形成产品协同，进一步补充公司国际产品线。

春风化雨手术机器人研发及注册进展顺利，与法国知名医疗中心建立临床合作伙伴关系

2026 年 3 月，春风化雨的三臂脊柱手术机器人在南京鼓楼医院完成全球首次注册临床实验入组，现已在国内三家三甲医院开展临床试验入组。2026 年 7 月，Implanet 与法国亚眠-皮卡第大学医疗中心就春风化雨旗下手术机器人建立科研临床合作伙伴关系，共同开展临床评估研究及欧盟 CE 认证，目前已在欧洲完成首台装机。本次合作是公司在海外高端骨科市场智能化战略的重要进展，有望加速推动春风化雨机器人实现 CE 认证，并进一步加强公司“植入物+能量平台+机器人”的海外战略布局。

展望全年，国内脊柱业务有望实现平稳增长，超声骨刀及海外业务有望保持快速放量趋势

脊柱集采续约进展慢于预期，导致国内脊柱市场短期增速有所放缓，参考此前关节、创伤集采的续约情况，我们预计脊柱集采续约出现价格大幅降低的可能性较小，脊柱续约完成后公司有望实现份额的进一步提升。展望全年，公司在国内脊柱市场有望凭借差异化产品定位和渠道拓展，实现份额的持续提升和收入的稳健增长。超声骨刀业务目前国内渗透率较低，随着刀头耗材在更多省份进入物价目录，国内超声骨刀耗材有望恢复快速增长。海外业务依托法国子公司 Implanet 平台及脊柱植入物+超声骨刀+机器人的产品组合，有望在欧美市场实现突破。在国内外市场共同发力下，公司全年收入有望实现稳健增长，利润率有望持续改善。

毛利率持续提升，经营性净现金流显著改善

上半年公司销售毛利率 75%（+2.23pct），预计受益于海外收入增长及产品结构变化。销售费用率 37.53%（+6.14pct），主要由于销售人员人力成本和商务服务费的增加；管理费用率 11.65%（+0.22pct）；研发费用率 13.9%（-1.12pct）；财务费用率 2.21%（+3.77pct），主要由于汇兑损失增加。经营活动现金流净额 804 万元，上年同期为-807 万元，主要系公司营业收入整体增加，并加强应收账款管理所致。应收账款周转天数 65.95 天，较上年末增加 9.62 天，基本保持稳定。其他财务指标基本正常。

短期看好超声骨刀、海外业务拉动整体收入增长，中长期看好脊柱领域全面布局下国内外持续快速增长

短期来看，公司国内脊柱业务趋稳，超声骨刀及海外业务有望持续放量。中长期来看，脊柱行业成长性良好，公司有望维持国内行业龙头地位，打造脊柱植入物+超声骨刀+机器人智能化产品组合，进一步拓展海外成长空间。我们预计 2026-2028 年公司实现收入 6.53 亿元、7.97 亿元、9.78 亿元，同比增长 20.3%、22.1%、22.7%；实现归母净利润 0.92 亿元、1.36 亿元、1.81 亿元，同比增长 46.0%、47.4%、33.6%。维持 “买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

1）行业政策变化风险：脊柱集采预计 2026 年内进行续约，续约政策变化可能影响厂家产品的利润率水平；由于医疗行业合规性加强等行业政策因素导致部分地区招标需求延后及新产品推广活动开展受阻，存在达不到我们业绩预测的风险。

2）市场竞争加剧风险：国内骨科行业生产厂商较多，不排除部分中小厂商借助集采取得市场份额，导致市场竞争进一步加剧。

3）研发进度不及预期风险：公司持续加大新产品研发，布局脊柱微创、超声骨刀等产品的升级，新产品的研发存在不确定性，如果研发进度不及预期，可能将会一定程度上影响公司未来的成长天花板。

4）部分国内医疗政策及海外汇率或地缘政治等因素有不可预测性，我们的盈利预测有达不到的风险。

图表1： 预测及比率

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	543	653	797	978
增长率(%)	19.7%	20.3%	22.1%	22.7%
归属母公司股东净利润	63	92	136	181
增长率(%)	450.2%	46.0%	47.4%	33.6%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.37	0.49
市盈率(P/E)	69	52	36	27

资料来源：Wind，中信建投 注：收盘日期截至 2026 年 9 月 29 日

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	654	403	336	464	401	453
应收款项	62	77	99	106	129	159
存货净额	177	246	283	288	362	468
其他流动资产	33	160	188	168	205	252
流动资产合计	946	1034	1178	1299	1370	1605
固定资产	338	331	325	339	327	316
无形资产及其他	86	89	97	93	89	85
投资性房地产	866	840	770	770	770	770
长期股权投资	25	13	7	107	127	147
资产总计	2261	2307	2377	2608	2683	2923
短期借款及交易性金融负债	4	31	33	127	28	26
应付款项	101	87	81	116	146	189
其他流动负债	90	108	115	139	168	205
流动负债合计	194	225	228	382	341	419
长期借款及应付债券	0	8	2	2	2	2
其他长期负债	24	25	22	18	14	16
长期负债合计	24	33	24	20	16	18
负债合计	219	258	252	402	357	437
少数股东权益	127	137	20	12	1	(14)
股东权益	1916	1912	2105	2194	2325	2500
负债和股东权益总计	2261	2307	2377	2608	2683	2923
利润表（百万元）						
营业收入	460	454	543	653	797	978
营业成本	92	130	136	155	188	235
营业税金及附加	6	6	7	8	10	13
销售费用	161	145	177	219	263	318
管理费用	97	151	151	179	210	247
财务费用	(16)	(9)	(8)	(5)	(5)	(7)
投资收益	(23)	2	(4)	(5)	5	5
资产减值及公允价值变动	4	(22)	(32)	(10)	(8)	(9)
其他收入	19	11	8	0	0	0
营业利润	120	21	51	81	128	169
营业外净收支	14	1	4	5	3	4
利润总额	135	22	55	86	132	173
所得税费用	21	10	10	23	39	49
少数股东损益	18	1	(18)	(29)	(43)	(57)
归属于母公司净利润	96	11	63	92	136	181

下载日志已记录，仅供内部参考

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金流量表（百万元）						
净利润	96	11	63	92	136	181
资产减值准备	10	14	7	(29)	(0)	(0)
折旧摊销	26	32	31	40	43	45
公允价值变动损失	(4)	22	32	10	8	9
财务费用	(16)	(9)	(8)	(5)	(5)	(7)
营运资本变动	57	(167)	(11)	34	(80)	(101)
其它	5	(14)	(25)	21	(11)	(15)
经营活动现金流	188	(102)	98	169	95	118
资本开支	(35)	(6)	9	(32)	(35)	(38)
其它投资现金流	173	(128)	(126)	0	0	0
投资活动现金流	145	(122)	(110)	(132)	(55)	(58)
权益性融资	0	(0)	238	0	0	0
支付股利、利息	(19)	(23)	(2)	(3)	(5)	(6)
其它融资现金流	18	2	(277)	94	(99)	(2)
融资活动现金流	(20)	(27)	(55)	91	(103)	(8)
现金净变动	314	(251)	(67)	129	(63)	52
货币资金的期初余额	340	654	403	336	464	401
货币资金的期末余额	654	403	336	464	401	453

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。



下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk