

2021年04月27日

业绩超预期，康养市场蓝海扬帆

翔宇医疗(688626)

评级:	买入	股票代码:	688626
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	71.47/42.3
目标价格:	81.9	总市值(亿)	111.20
最新收盘价:	69.5	自由流通市值(亿)	25.53
		自由流通股数(百万)	36.73

事件概述

公司发布2020年年报和2021年一季报。2020年公司实现营业收入4.96亿元，同比增长15.93%；实现归母净利润1.96亿元，同比增长52.17%。2021年第一季度公司实现营收1.01亿元，同比大幅53.83%；实现归母净利润3414.72万元，同比增长64.20%，超预期。

分析判断:

► 业绩不断创新高，盈利能力有望持续增强

营收和业绩双增，整体盈利能力不断增强。2020年第一季度受疫情影响，营收相对较低。随着疫情影响逐步减弱，康复医疗市场景气度回升带动公司产品销量不断增长，从而使得全年营收同比增长15.93%达到4.96亿元；实现归母净利润1.96亿元，同比大幅增长52.17%。同时，由于2020Q1基数较低的原因，2021Q1公司营收和归母净利率同比增幅较大，分别为53.83%和64.20%。

2020年公司综合毛利率达到69.22%，同比增加2.82个百分点。受益于2020年费用率同比降低，公司净利率同比增加9.32个百分点至39.48%。2021Q1公司综合毛利率进一步提升至69.63%，净利率为33.71%。

► 研发投入不断加大，为公司发展提供坚固护城河

2020年公司研发投入5155.14万元，同比增长24.24%，研发人员数量达到309人，占公司员工总数的比例超过20%。研发人员专业背景覆盖临床医学、康复医学、电子技术、计算机技术、信号处理技术、精密机械等各个学科，能够满足多个细分领域的核心技术研发需要。公司专利申请及核心技术不断突破，2020年提交专利申请302项，其中发明专利57项；获批授权专利161项，其中发明专利2项。同时，截至2020年，公司拥有97项第II类医疗器械注册产品及40项第I类医疗器械备案产品。强大研发投入不断转化成公司核心竞争力，为未来发展提供坚固护城河。

► 康复医疗行业方兴未艾，公司持续受益行业增长红利

根据普华永道数据，我国的康复医疗器械市场规模从2014年的116亿元增长至2018年的282亿元，年均增长率为24.9%，增速高于医疗器械行业整体市场。2022年，预计我国康复医疗器械市场规模将达到580亿元。另一方面，根据统计局统计数据显示，在2019年的3.4万家医院中，已设有康复医学科的综合医院占比不到30%，未来各级医院设立康复科的需求较大。此外，我国老年人口数量、慢性病人数量及残疾人数量逐年增多，康复医疗潜在需求庞大。公司经过多年深耕已经从单一产品供应商角色转向康复解决方案提供商，下游涉及疼痛康复、养老康复等多个产业领域，充分持续受益于我国康复医疗行业发展红利。

投资建议

维持盈利预测不变，预计2021-2023年收入分别为6.66亿元、8.60亿元和11.12亿元，同比增速分别为34.4%、29.1%和29.3%；实现归母净利润分别为2.91亿元、3.92亿元和4.91亿元，同比增速分别为48.5%、34.6%和25.3%，实现每股收益分别为1.82元、2.45元和3.07元。对应PE分别为31倍、23倍和19倍。考虑到行业景气度高涨及公司竞争力持续增强，上调公司2021年PE估值至45倍（原42倍），维持“买入”评级。

风险提示

行业景气度下滑，新产品研发不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427	496	666	860	1,112
YoY (%)	19.1%	15.9%	34.4%	29.1%	29.3%
归母净利润(百万元)	129	196	291	392	491
YoY (%)	60.6%	51.9%	48.5%	34.6%	25.3%
毛利率 (%)	66.4%	69.2%	71.1%	71.9%	72.8%
每股收益 (元)	0.81	1.22	1.82	2.45	3.07
ROE	23.6%	26.4%	28.14%	27.47%	25.61%
市盈率	70.93	46.70	31.44	23.35	18.64

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 刘菁

邮箱: liujing2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110001

分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

分析师: 田仁秀

邮箱: tianrx@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521010001

分析师: 毛冠锦

邮箱: maogj@hx168.com.cn

华西机械&医药团队联合覆盖

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	496	666	860	1,112	净利润	196	291	391	490
YoY (%)	15.9%	34.4%	29.1%	29.3%	折旧和摊销	11	18	24	17
营业成本	153	193	241	302	营运资金变动	5	-14	-6	-17
营业税金及附加	8	9	12	16	经营活动现金流	216	293	409	489
销售费用	96	113	138	189	资本开支	-140	-70	-93	-62
管理费用	27	33	43	56	投资	0	0	0	0
财务费用	-13	-7	-11	-15	投资活动现金流	-139	-67	-91	-60
资产减值损失	-2	-1	-2	-1	股权募资	0	40	0	0
投资收益	0	3	2	2	债务募资	50	0	0	0
营业利润	223	327	444	555	筹资活动现金流	49	0	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	125	225	318	429
利润总额	222	327	444	555	主要财务指标				
所得税	27	36	53	64	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	196	291	391	490	成长能力				
归属于母公司净利润	196	291	392	491	营业收入增长率	15.9%	34.4%	29.1%	29.3%
YoY (%)	51.9%	48.5%	34.6%	25.3%	净利润增长率	51.9%	48.5%	34.6%	25.3%
每股收益	1.22	1.82	2.45	3.07	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	69.2%	71.1%	71.9%	72.8%
2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	39.5%	43.6%	45.5%	44.1%	
货币资金	487	713	1,031	1,460	总资产收益率 ROA	20.0%	21.9%	22.2%	21.2%
预付款项	14	27	30	36	净资产收益率 ROE	26.4%	28.1%	27.5%	25.6%
存货	130	184	225	276	偿债能力				
其他流动资产	40	44	53	72	流动比率	3.36	3.77	4.39	5.07
流动资产合计	671	967	1,339	1,844	速动比率	2.63	2.95	3.55	4.21
长期股权投资	3	3	3	3	现金比率	2.44	2.78	3.38	4.02
固定资产	97	129	172	197	资产负债率	24.3%	22.2%	19.4%	17.3%
无形资产	52	69	92	107	经营效率				
非流动资产合计	310	361	429	473	总资产周转率	0.51	0.50	0.49	0.48
资产合计	981	1,328	1,768	2,317	每股指标 (元)				
短期借款	50	50	50	50	每股收益	1.22	1.82	2.45	3.07
应付账款及票据	16	27	34	39	每股净资产	4.64	6.46	8.91	11.98
其他流动负债	134	180	221	275	每股经营现金流	1.35	1.83	2.56	3.06
流动负债合计	200	257	305	363	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	38	38	38	38	PE	46.70	31.44	23.35	18.64
非流动负债合计	38	38	38	38	PB	0.00	8.85	6.42	4.77
负债合计	238	295	343	402					
股本	120	160	160	160					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
股东权益合计	743	1,034	1,425	1,915					
负债和股东权益合计	981	1,328	1,768	2,317					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名，2019年百强分析师全市场第18名，2020年金牛分析师团队(客观评选)。

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

田仁秀：毕业于上海交通大学，工学硕士，能源动力方向；专注于高端制造研究，重点覆盖光伏设备、锂电设备、激光、油服板块。

毛冠锦：复旦大学金融硕士，2021年加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。