

# 翔宇医疗 (688626)

证券研究报告

2021年06月25日

## 康复设备龙头企业，共享政策利好和行业发展红利

### 康复潜在需求巨大，政策推动康复行业发展

根据 WHO 康复需求估算，2019 年中国约有 1/3 的人可能在患病或受伤期间受益于康复治疗，随着人口老龄化和慢性非传染性疾病患者人数的增加，康复需求增加。2021 年 6 月 16 日，国家卫健委、国家发改委等 8 部门联合印发《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》。政策发文级别较高，从人才培养、康复服务体系建设和康复医疗服务能力提高、康复医疗服务模式创新、医保支付等多个方面鼓励康复行业发展，同时政策内容细化详实，有助于政策落地，促进康复行业的发展。

### 翔宇医疗产品品类齐全，产品结构优化

公司能够提供全领域的康复医疗器械产品，包括康复评定设备、康复训练设备、康复理疗设备，已形成 20 大系列、400 多种产品的丰富产品结构。2020 年公司营业收入为 4.96 亿元，同比增长 15.9%，归母净利润 1.96 亿元，同比增长 52.2%，归母净利率为 39.5%，相比上年增加 9.3 个百分点。2020 年公司体外冲击波、激光磁场理疗仪等相对高毛利产品销售占比提升使整体毛利率增加。2021 年一季度公司营业收入为 1.01 亿元，同比增长 53.83%，归母净利润 0.34 亿元，同比增加 64.20%。

### 深耕康复行业积累核心技术，构建整体解决方案促进销售

公司深耕康复行业近 20 年，积累了动态传感反馈信息驱动技术等 30 余项核心技术，申报各种专利 1267 项，拥有行业领先的自主知识产权的核心技术积累。公司产品经历了单个设备的研发生产→科室解决方案→康复医院解决方案&综合医院全院临床康复一体化整体解决方案→(市县乡)区域康养一体化的整体转型和业务提升。公司利用自身产品线齐全优势、产品质量过硬优势、行业经验丰富优势，根据患者以及终端客户的需求，从临床诊疗需求出发，针对不同疾病、不同科室的相应需求推出适宜技术的解决方案，包括医疗机构康复解决方案和疾病康复解决方案。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年预测营业收入为 6.46/8.45/11.04 亿元，同比增长分别为 30.45%/30.71%/30.64%，预测归母净利润为 2.60/3.40/4.43 亿元。参照同类公司 2021 年 PE 为 90 倍，考虑到新出利好政策，预计行业景气度提升，公司作为龙头企业，享受更多红利，给予公司 88 倍 PE，对应 228.62 亿市值，目标价为 142.89 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**风险提示：**政策落地不及预期，行业政策变动风险，市场竞争加剧风险，公司经营不及预期，客户变动流失的风险，公司近期股票交易存在异动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427.41	495.51	646.41	844.92	1,103.84
增长率(%)	19.10	15.93	30.45	30.71	30.64
EBITDA(百万元)	166.44	225.93	255.10	338.22	445.97
净利润(百万元)	128.98	196.26	259.80	339.94	443.21
增长率(%)	60.56	52.17	32.37	30.85	30.38
EPS(元/股)	0.81	1.23	1.62	2.12	2.77
市盈率(P/E)	138.11	90.76	68.56	52.40	40.19
市净率(P/B)	32.55	23.96	8.79	7.67	6.63
市销率(P/S)	41.68	35.95	27.56	21.08	16.14
EV/EBITDA	0.00	0.00	62.74	46.58	34.41

资料来源：wind，天风证券研究所；注：收盘价和总市值为 2021 年 6 月 24 日收盘数据

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入(首次评级)
当前价格	111.33 元
目标价格	142.89 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	160.00
流通 A 股股本(百万股)	36.73
A 股总市值(百万元)	17,812.80
流通 A 股市值(百万元)	4,089.04
每股净资产(元)	11.42
资产负债率(%)	9.83
一年内最高/最低(元)	122.00/42.30

### 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
张帅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020003	
zhangshuaia@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 翔宇医疗：康复医疗器械领域龙头公司</b>	<b>4</b>
1.1. 实控人为何永正及郭军玲夫妇	4
1.2. 积累资源技术，拓展产品类型，奠定发展基础	4
1.3. 公司业绩稳健增长，产品结构优化，净利润不断提升	5
<b>2. 康复潜在需求巨大，中国康复行业逐步发展完善</b>	<b>7</b>
2.1. 康复潜在需求巨大	7
2.1.1. 养老市场：人口老龄化加速，健康老龄化需求增加	7
2.1.2. 慢性病患者市场：尤其是脑卒中患者	8
2.1.3. 残障市场：支付能力提升，需求日益增长	8
2.1.4. 加速康复外科市场	9
2.1.5. 居家康复市场	9
2.2. 政策鼓励和支持发展，康复医疗建设不断推进	9
2.2.1. 加快推进康复医疗工作发展	9
2.2.2. 加强人才培养，为行业发展奠定人才基础	11
2.2.3. 加强康复医疗服务体系建设，康复设备需求增加	11
2.2.4. 从支付端保障康复医疗行业发展	12
2.2.5. 不断推进康复辅助器具产业发展	12
<b>3. 公司产品品类齐全，结构丰富</b>	<b>13</b>
3.1. 公司产品品类较全	13
3.2. 发挥品线齐全优势，构建整体解决方案，促进产品销售，提升满意度	14
3.3. 深耕康复行业，积累核心技术	15
3.4. 加强研发体系建设，提高标准化和模块化	17
3.5. 直销和代理相结合，提升销售和服务能力	18
3.5.1. 代理商返利政策	18
3.5.2. 公司退换货比例约 2%	19
<b>4. 盈利预测与估值评级</b>	<b>19</b>
4.1. 盈利预测	19
4.2. 估值与投资评级	20
<b>5. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：公司发展历史	5
图 3：2017-2020 公司营业收入及其增速	5
图 4：2017-2020 公司归母净利润及其增速	5
图 5：2017-2020 公司归母净利润率	6

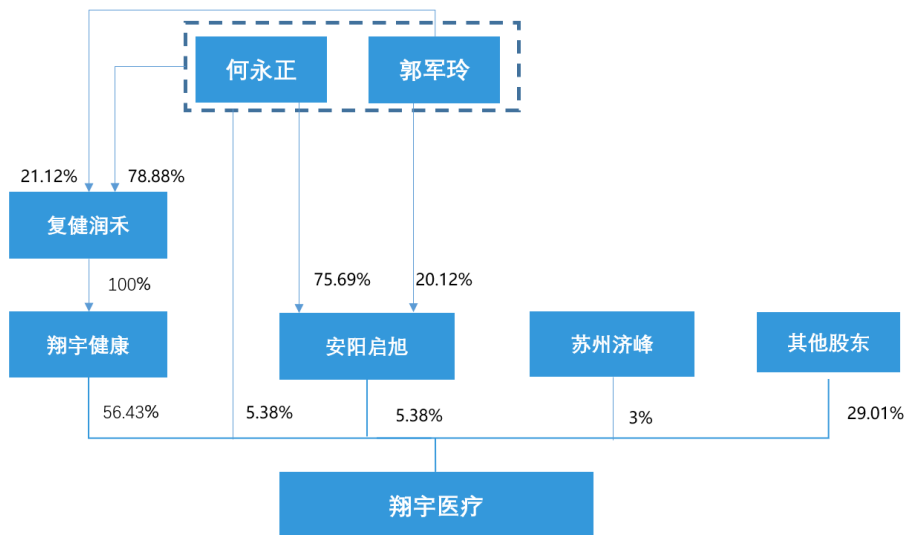
图 6: 2017-2020 年公司主要产品收入及其占比.....	6
图 7: 2017-2020 年公司主要产品毛利及其占比.....	6
图 8: 2017-2020 年公司主要产品毛利率.....	6
图 9: 中国康复的主要发现.....	7
图 10: 人口老龄化和慢性非传染性需求增加.....	7
图 11: 2011-2019 年中国 60 岁以上人口数量及占比.....	8
图 12: 促进健康老龄化, 改善功能发挥.....	8
图 13: 2005-2017 年中国卒中发病率.....	8
图 14: 2005-2017 年中国卒中出院患者人数.....	8
图 15: 康复医学科执业(助理)医师数(人/每 10 万人口).....	11
图 16: 康复医院数目(个)及其增速.....	11
图 17: 公司产品结构丰富.....	13
图 18: 公司十大解决方案.....	14
图 19: 公司研发中心部门设置.....	17
图 20: 2017-2021H1 退货和换货金额占营业收入比例.....	19
表 1: 中国残疾人事业主要业务进展情况(2015-2019).....	9
表 2: 《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》政策摘要.....	10
表 3: 基本医保支付范围.....	12
表 4: 康复辅助器具产业相关政策.....	12
表 5: 公司拥有丰富产品结构, 提供全领域康复医疗产品.....	13
表 6: 公司入选《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》的主要产品.....	15
表 7: 公司核心技术及其应用产品.....	15
表 8: 公司主要产品的核心技术及其价格.....	16
表 9: 公司返利政策.....	18
表 10: 公司计提代理商返利金额及占当期代理销售收入的比例.....	18
表 11: 翔宇医疗盈利预测.....	20
表 12: 可比公司估值.....	20

## 1. 翔宇医疗：康复医疗器械领域龙头公司

### 1.1. 实控人为何永正及郭军玲夫妇

公司实际控制人为何永正及郭军玲夫妇，何永正先生直接持有公司 5.38% 股权，何永正及郭军玲夫妇通过河南翔宇健康产业管理有限公司和安阳启旭贸易咨询服务中心（有限合伙）公司持有 61.58% 股权，合计约持有 66.96% 股权。公司实际控制人及关联方持有本公司股权的情况如下图：

图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所；截止至 2021.6

### 1.2. 积累资源技术，拓展产品类型，奠定发展基础

公司 2002 年成立，于 2021 年初在科创板成功上市，为中国康复医疗器械行业内的研发引领型企业，其发展可分为四个阶段：

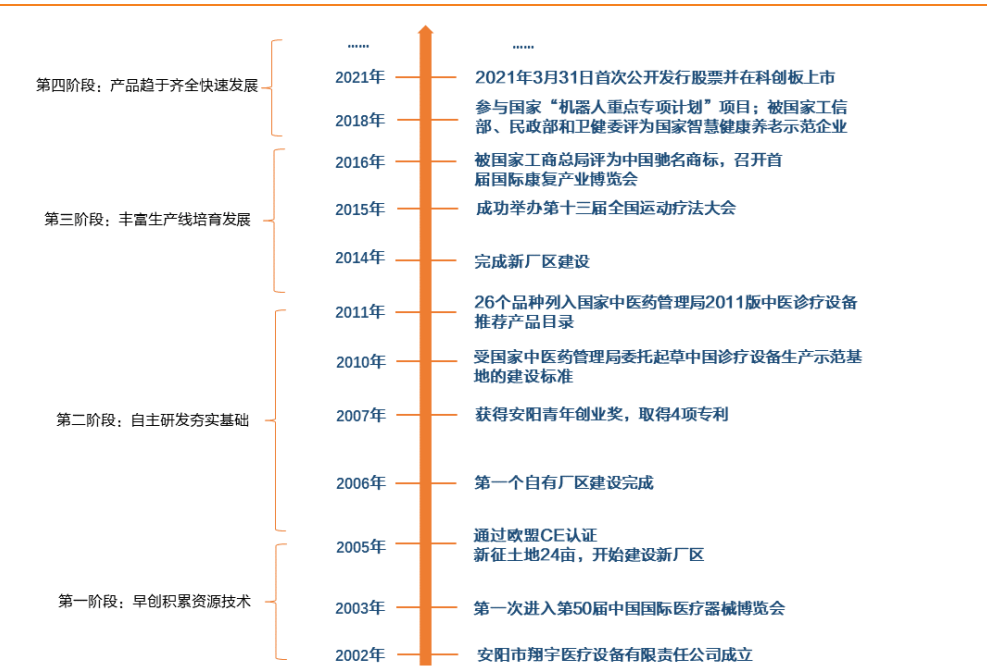
第一阶段：2002-2005 年，早创积累资源技术。2002 年公司成立，主要产品为牵引系列以及熏蒸系列，产品结构较单一。此阶段公司逐步完成了早期客户资源与工艺技术积累。

第二阶段：2006-2011 年，自主研发夯实基础。2006 年完成老厂区与生产线的建设和投产，完成弹道式体外冲击波治疗仪等关键设备的研发、生产，初步形成规模化研发生产能力，为后期发展打下基础。

第三阶段：2012-2016 年，丰富生产线培育发展。2014 年完成新厂区与生产线的建设和投产。公司产品线逐渐覆盖康复评定、训练、理疗等系列，形成了规模化、系统化康复医疗器械研发、生产能力。

第四阶段：2017-2020 年，产品趋于齐全快速发展。公司产品种类趋于齐全，覆盖康复中心需要的大部分康复医疗器械，并为部分医院提供康复科整体解决方案。

图 2：公司发展历史



资料来源：翔宇医疗公司公告，翔宇医疗公司官网，天风证券研究所

### 1.3. 公司业绩稳健增长，产品结构优化，净利润不断提升

翔宇医疗的产品为康复医疗器械，主要为物理康复医疗设备、康复训练器械、配件产品和康复评定器械。2020 年公司营业收入为 4.96 亿元，同比增长 15.9%，归母净利润 1.96 亿元，同比增长 52.2%，归母净利率为 39.5%，相比上年增加 9.3 个百分点。2020 年净利率提升主要系公司体外冲击波、激光磁场理疗仪等相对高毛利产品销售占比提升使整体毛利率和毛利增加；受新冠疫情控制的影响公司营销人员的差旅费、市场推广费占收入规模的比例较 2019 年同期减少等。2021 年一季度公司营业收入为 1.01 亿元，同比增长 53.83%，归母净利润 0.34 亿元，同比增加 64.20%。

图 3：2017-2020 公司营业收入及其增速



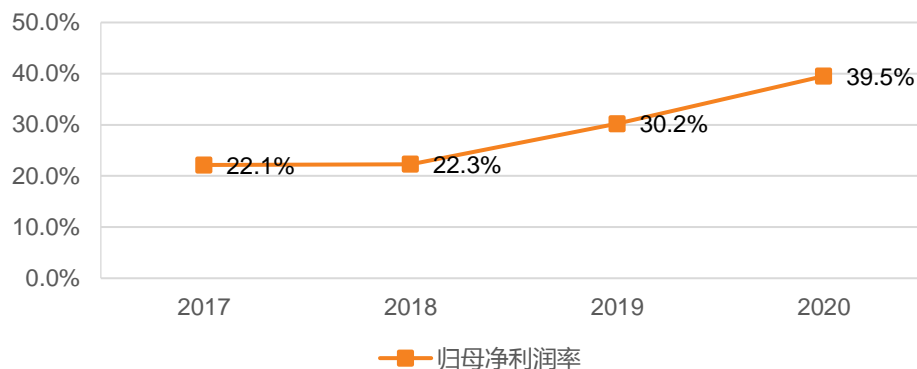
资料来源：Wind，翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

图 4：2017-2020 公司归母净利润及其增速



资料来源：Wind，翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

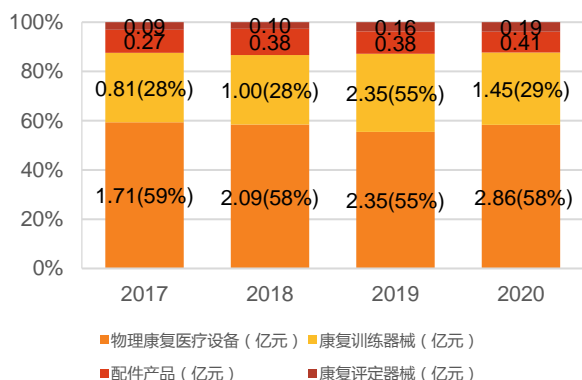
图 5：2017-2020 公司归母净利润率



资料来源：Wind，翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

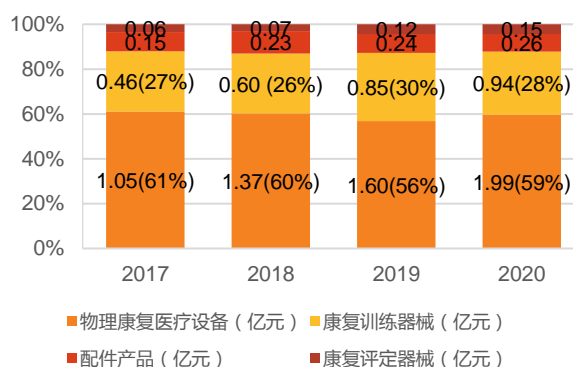
物理康复医疗设备为公司主要收入来源，2017-2020 年收入占比在稳定在 58%左右。2017-2020 年公司各产品收入及毛利均稳定增长，物理康复医疗设备收入由 1.71 亿元增长到 2.86 亿元，毛利由 1.05 亿元增长到 1.99 亿元。公司各产品毛利率均保持在较高水平，且逐年增长。2017-2020 年，物理康复医疗设备毛利率从 61%增长至 69%，康复评定器械毛利率从 67%增长至 77%。

图 6：2017-2020 年公司主要产品收入及其占比



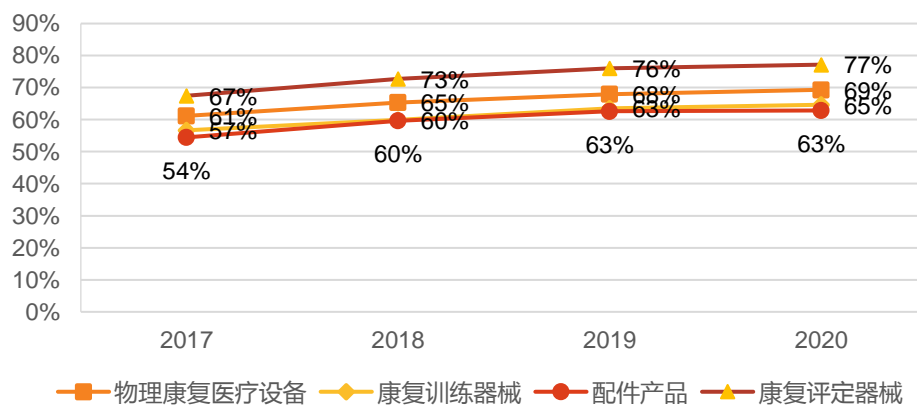
资料来源：Wind，翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

图 7：2017-2020 年公司主要产品毛利及其占比



资料来源：Wind，翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

图 8：2017-2020 年公司主要产品毛利率



资料来源：Wind，翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

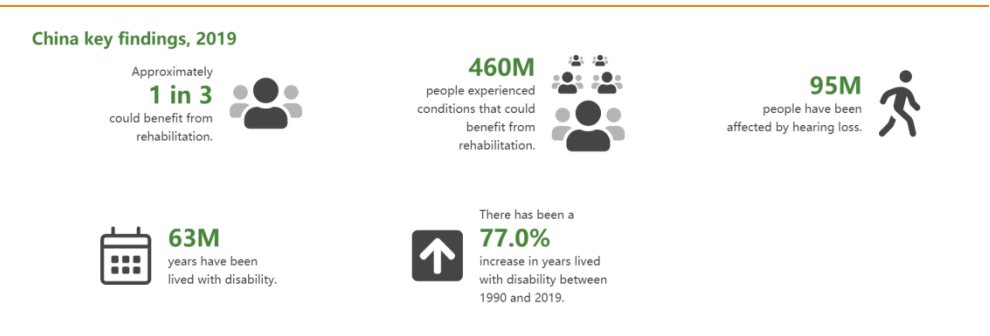
## 2. 康复潜在需求巨大，中国康复行业逐步发展完善

### 2.1. 康复潜在需求巨大

根据 WHO 的康复需求估算 (Rehabilitation Need Estimator)，2019 年中国约有 1/3 的人可能在患病或受伤期间受益于康复治疗，随着人口老龄化和慢性非传染性疾病患病人数的增加，康复应作为卫生保健的重要组成。

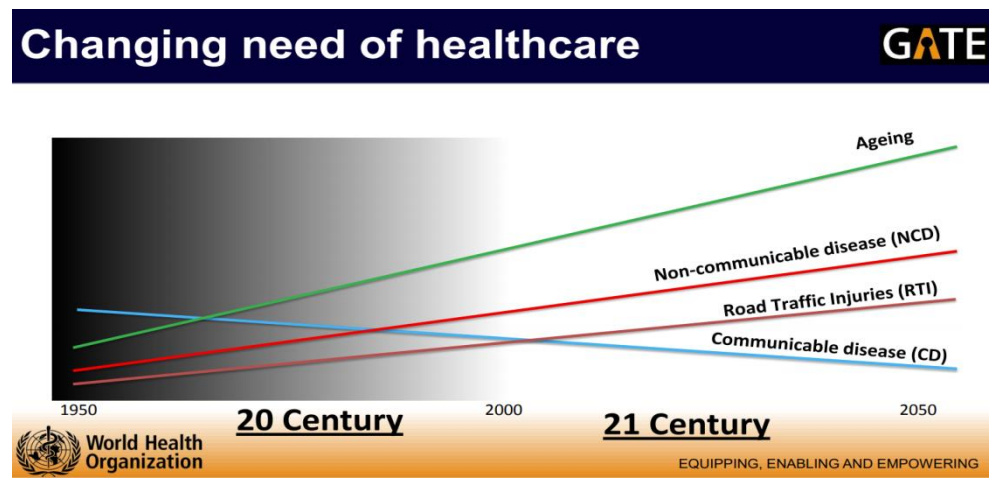
康复医疗行业终端受益者主要涵盖了老年人、慢性病患者、残疾人、术后功能障碍者、产后功能障碍者、重疾人群等群体，潜在康复需求巨大。

图 9：中国康复的主要发现



资料来源：WHO，天风证券研究所

图 10：人口老龄化和慢性非传染性需求增加

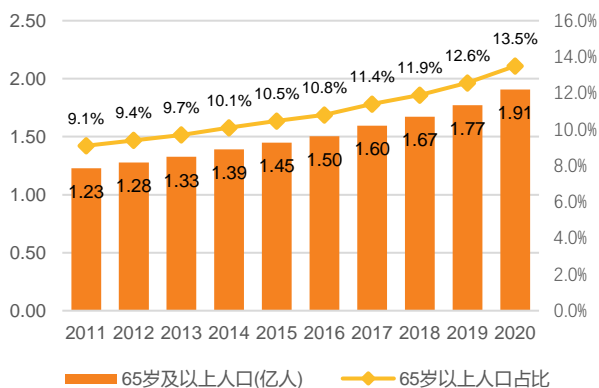


资料来源：WHO，天风证券研究所

#### 2.1.1. 养老市场：人口老龄化加速，健康老龄化需求增加

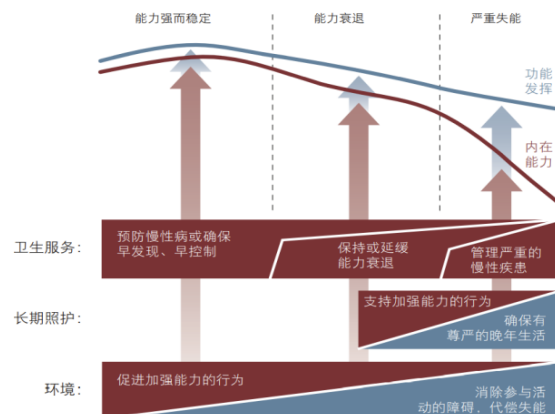
中国老年人口快速增长、老龄化压力日益凸显，促进健康老龄化，改善功能发挥，老年人康复需求推动康复医疗器械市场增长。据国家统计局数据，2011 年至 2020 年，中国 65 岁及以上老年人口从 1.23 亿人增加到 1.91 亿人，占总人口比重从 9.1% 上升到 13.5%。

图 11：2011-2019 年中国 60 岁以上人口数量及占比



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 12：促进健康老龄化，改善功能发挥



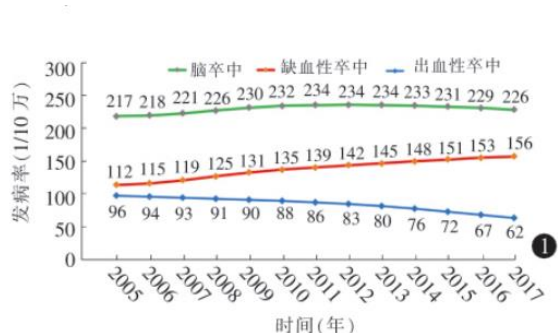
资料来源：WHO，天风证券研究所

### 2.1.2. 慢性病患者市场：尤其是脑卒中患者

随着临床医学水平的提高，在疾病期导致死亡的数量减少，慢性病、交通、工伤事故等原因导致的暂时性功能障碍群体数量巨大。据中商产业研究院《2018 年中国康复器械行业市场前景研究报告》数据，中国有 2 亿多慢性病患者，其中存在康复需求的超过 1000 万，因为交通、工伤事故致残的伤残者，每年增量也达 100 多万，其中大部分都存在康复需求。

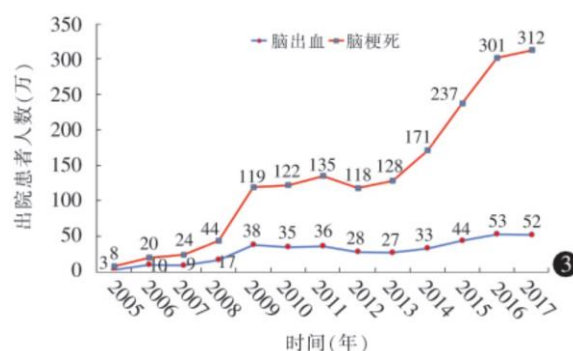
脑卒中具有高发病率和致残率的特点，且康复对于脑卒中功能恢复具有重要意义。根据《中国脑卒中防治报告 2019》概要，中国卒中疾病负担有爆发式增长的态势，并呈现出年轻化趋势。目前，中国 40~74 岁居民首次卒中标准化发病率平均每年增长 8.3%。年龄 ≥ 40 岁居民卒中标准化患病率由 2012 年的 1.89% 上升至 2018 年的 2.32%，推算年龄 ≥ 40 岁居民卒中现患人数 1318 万。根据《中国脑卒中早期康复治疗指南》，脑卒中的特点是高发病率、高致残率和高死亡率。其中 70%~80% 的卒中患者因为残疾不能独立生活。卒中康复是循证医学证实的对降低致残率最有效的方法。

图 13：2005-2017 年中国卒中发病率



资料来源：《中国脑卒中防治报告 2019》编写组-《中国脑卒中防治报告 2019》概要，天风证券研究所

图 14：2005-2017 年中国卒中出院患者人数



资料来源：《中国脑卒中防治报告 2019》编写组-《中国脑卒中防治报告 2019》概要，天风证券研究所

### 2.1.3. 残障市场：支付能力提升，需求日益增长

根据中国残联发布的《中国残疾人事业统计年鉴-2020》，2019 年，1043.0 万残疾儿童及持证残疾人得到基本康复服务，其中包括 0-6 岁残疾儿童 18.1 万人，全年共为 314.5 万残疾人提供各类辅助器具适配服务。截止至 2019 年底，共有 3681.72 万人办理残疾人证，



因此仍有大量残疾人尚未享受到康复服务。基于日益增长的康复需求，康复医疗器械的未来发展将获得更大的市场空间和可能性。

表 1：中国残疾人事业主要业务进展情况(2015-2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>残疾人精准康复服务</b>					
视力残疾人 (万人)	-	40.0	88.3	120.5	112.2
听力残疾人 (万人)	-	18.5	40.7	66.1	73.1
言语残疾人 (万人)	-	-	4.3	7.5	4.4
肢体残疾人 (万人)	-	135.7	484.6	592.3	553.5
智力残疾人 (万人)	-	23.1	71.3	83.8	82.3
精神残疾人 (万人)	-	62.6	125.9	150.8	161.5
多重残疾人 (万人)	-	-	35.5	48.2	46.8
<b>残疾人辅助器具供应服务</b>					
辅助器具供应 (万人)	-	132.2	244.4	319.1	314.5
<b>康复机构建设</b>					
残疾人康复机构 (个)	7111	7858	8334	9036	9775
康复机构在岗人员 (万人)	23.2	22.3	24.6	25.0	26.4
<b>社区康复</b>					
开展社区康复服务的县(市、区)*(个)	2956	2962	2988	2750	2731
社区康复协调员 (万人)	40.6	45.4	47.9	47.8	47.8

资料来源：中国残疾人事业统计年鉴-2020，天风证券研究所

#### 2.1.4. 加速康复外科市场

国家卫健委于 2019 年 11 月 27 日发布《关于开展加速康复外科试点工作的通知》，提出将于 2019-2020 年在全国范围内遴选一定数量的医院开展加速康复外科试点。通过建立加速康复外科标准化流程，提高加速康复外科诊疗水平，加大加速康复外科管理力度，加强医务人员和患者的宣教等工作，探索在全国的推广模式。

加速康复外科是一系列重要的围手术期治疗方法的整合，其核心是在术前、术中、术后应用各种已被证实有效的措施，减少患者心理和生理的创伤应激，减少术后疼痛和并发症，使患者从手术创伤中快速恢复。

2018 年，中国医疗卫生机构住院病人手术人次高达五千万人次。虽然近年来入院治疗之后特别是以围手术期为中心的康复医疗需求在不断上升。但是，目前全国范围内对于加速康复外科概念的推广及普及尚未覆盖每年的手术人次，市场容量远没有饱和。随着人们对外科术后医疗质量要求的提升以及对于健康产业的追求，加速康复外科患者的康复需求将会被释放，市场空间将会被打开。

#### 2.1.5. 居家康复市场

在行业政策大力扶持、国民康复意识加强，长期照护保险的逐步推行与普及，家庭康复医疗消费能力提升的大背景下，中国家用康复设备市场需求持续高速增长。相对目前康复设备以机构需求为主的现状，家庭市场存在着巨大的市场潜力和机遇。

### 2.2. 政策鼓励和支持发展，康复医疗建设不断推进

#### 2.2.1. 加快推进康复医疗工作发展

2021年6月16日，国家卫健委、国家发改委等8部门联合印发《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》。政策发文级别较高，从人才培养、康复服务体系、康复医疗服务能力提高、康复医疗服务模式创新、医保支付等多个方面鼓励康复行业发展，同时政策内容细化详实，有助于政策落地，促进康复行业的发展。

表 2:《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》政策摘要

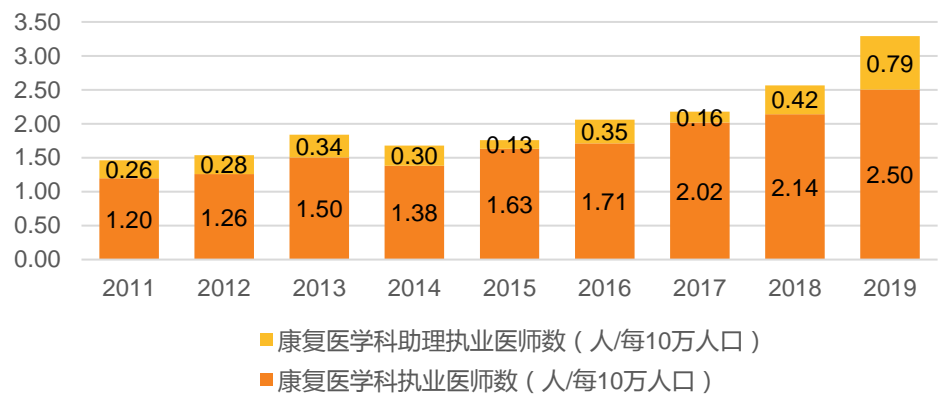
项目	政策内容摘要
主要目标	力争到 2022 年，每 10 万人口康复医师达到 6 人、康复治疗师达到 10 人。到 2025 年，每 10 万人口康复医师达到 8 人、康复治疗师达到 12 人。
健全完善康复医疗服务体系	<ul style="list-style-type: none"> <li>增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量。<b>推动医疗资源丰富地区的部分一级、二级医院转型为康复医院。</b>支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心，增加辖区内提供康复医疗服务的医疗机构数量。</li> <li>加强康复医院和综合医院康复医学科建设。鼓励各地将增加康复医疗服务资源供给纳入“十四五”卫生健康服务体系建设，重点支持地市级康复医院、县级综合医院康复医学科建设。要科学统筹区域内公立医疗机构和社会办医资源，<b>合理增加康复医院数量。</b>原则上，<b>每个省会城市、常住人口超过 300 万的地级市至少设置 1 所二级及以上康复医院；常住人口超过 30 万的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科；常住人口 30 万以下的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科门诊。</b></li> <li>加强县级医院和基层医疗机构康复医疗能力建设。</li> <li>完善康复医疗服务网络。1) 三级综合医院康复医学科、三级中医医院康复科和三级康复医院重点为急危重症和疑难复杂疾病患者提供康复医疗服务。2) 二级综合医院康复医学科、二级中医医院康复科、二级康复医院、康复医疗中心、基层医疗机构等重点为诊断明确、病情稳定或者需要长期康复的患者提供康复医疗服务。3) 以基层医疗机构为依托，鼓励积极开展社区和居家康复医疗服务。</li> </ul>
加强人才培养和队伍建设	加强康复医疗人才教育培养。强化康复医疗专业人员岗位培训。加强突发应急状态下康复医疗队伍储备。
提高康复医疗服务能力	<ul style="list-style-type: none"> <li>完善康复医疗工作制度、服务指南和技术规范。</li> <li>加强康复医疗能力建设。<b>以提升康复医疗服务能力为核心，重点加强三级综合医院康复医学科、三级中医医院康复科和三级康复医院的康复早期介入、多学科合作、疑难危重症患者康复医疗服务能力。</b>根据不同人群的疾病特点和康复医疗服务迫切需求，积极推动<b>神经康复、骨科康复、心肺康复、肿瘤康复、儿童康复、老年康复、疼痛康复、重症康复、中医康复、心理康复等康复医学亚专科建设</b>，开展亚专科细化的康复评定、康复治疗、康复指导和康复随访等服务。</li> <li>提高基层康复医疗能力。</li> <li>提升中医康复服务能力。落实《关于印发中医药康复服务能力提升工程实施方案（2021-2025 年）的通知》，充分发挥中医药在疾病康复中的重要作用。</li> </ul>
创新康复医疗服务模式	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>逐步推进康复与临床多学科合作模式。</b>鼓励有条件的医疗机构创新开展康复医疗与外科、神经科、骨科、心血管、呼吸、重症、中医等临床相关学科紧密合作模式。</li> <li>积极发展社区和居家康复医疗。</li> <li>推动康复医疗与康复辅助器具配置服务衔接融合。<b>落实《关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》，推进康复医疗服务和康复辅助器具配置服务深度融合。</b></li> <li><b>统筹完善康复医疗服务价格和医保支付管理。</b>将康复医疗服务价格纳入深化医疗服务价格改革中统筹考虑，<b>做好相关项目价格的调整和优化工作。指导各地落实康复综合评定等 29 项医疗康复项目。</b></li> <li>推动康复医疗相关产业发展。优先在<b>老年人、残疾人、伤病患者及儿童等人群</b>，推动医工结合。</li> </ul>
组织实施	加强组织领导。明确部门职责。强化指导评估。加大宣传力度。

资料来源：国家卫健委，天风证券研究所

### 2.2.2. 加强人才培养，为行业发展奠定人才基础

根据卫生统计年鉴和国家统计局数据，2019 年康复医学科执业（助理）医师数约 3.3 人/10 万人，康复人才存在缺口。《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》提出“力争到 2022 年，每 10 万人口康复医师达到 6 人、康复治疗师达到 10 人。到 2025 年，每 10 万人口康复医师达到 8 人、康复治疗师达到 12 人”的数据化目标，有助于解决康复人才的短板，奠定行业发展的人才基础。

图 15：康复医学科执业（助理）医师数（人/每 10 万人口）



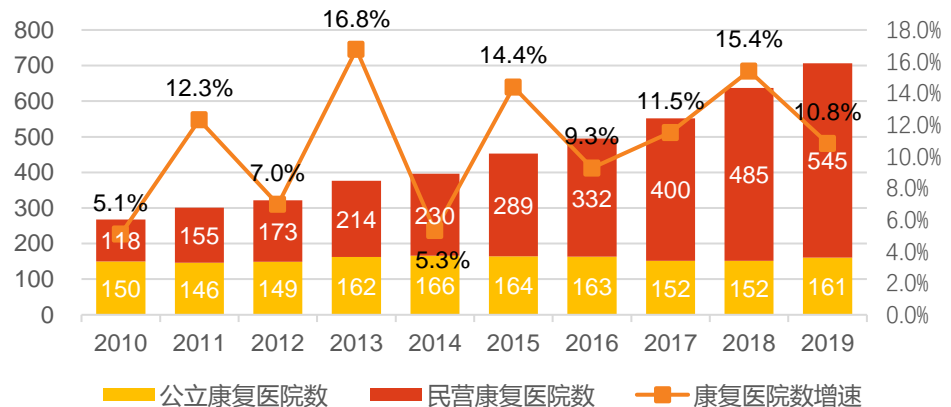
资料来源：卫生统计年鉴，Wind，天风证券研究所

### 2.2.3. 加强康复医疗服务体系建设，康复设备需求增加

根据国家卫生统计年鉴数据，2019 年康复医院数目为 706 家（公立 161 家，民营 545 家），增速约为 10.8%，康复医院数目保持增长。

政策鼓励康复医疗服务体系建设，有助于推进各地康复建设进程，增加对医疗服务设备的需求。《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》提出，“推动医疗资源丰富地区的部分一级、二级医院转型为康复医院。”“原则上，每个省会城市、常住人口超过 300 万的地级市至少设置 1 所二级及以上康复医院；常住人口超过 30 万的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科；常住人口 30 万以下的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科门诊。”等建设目标。

图 16：康复医院数目（个）及其增速



资料来源：卫生统计年鉴，Wind，天风证券研究所

### 2.2.4. 从支付端保障康复医疗行业发展

《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》提出统筹完善康复医疗服务价格和医保支付管理，从支付端保障康复医疗行业发展。“将康复医疗服务价格纳入深化医疗服务价格改革中统筹考虑，做好相关项目价格的调整和优化工作。指导各地落实康复综合评定等 29 项医疗康复项目，加强医疗康复项目支付管理”。

表 3：基本医保支付范围

时间	发布单位	政策	纳入项目
2016.03	人社部发〔2016〕23 号	《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保险支付范围的通知》	康复综合评定、吞咽功能障碍检查、手功能评定、平衡试验、平衡训练、表面肌电图检查、轮椅技能训练、耐力训练、大关节松动训练、徒手手功能训练、截肢肢体综合训练、小儿行为听力测试、孤独症诊断访谈量表(ADI)测评、日常生活动作训练、职业功能训练、精神障碍作业疗法训练、减重支持系统训练、电动起立床训练、儿童听力障碍语言训练、言语能力筛查
2010.09	卫农卫发〔2010〕80 号	《关于将部分康复项目纳入基本医疗保险保障范围的通知》	运动疗法、偏瘫肢体综合训练、脑瘫肢体综合训练、截瘫肢体综合训练、作业疗法、认知知觉功能障碍训练、言语训练、吞咽功能障碍训练、日常生活能力评定

资料来源：原卫生部，人社部，天风证券研究所

### 2.2.5. 不断推进康复辅助器具产业发展

国家鼓励康复辅助器具产业发展，并持续推进国家康复辅助器具产业综合创新试点建设，随着经验的积累和政策的完善，有助于康复辅助器具的进一步发展。

表 4：康复辅助器具产业相关政策

时间	发布单位	政策	试点地区
2016.10	国发〔2016〕60 号	《国务院关于加强发展康复辅助器具产业的若干意见》	
2017.12	民函〔2017〕266 号	《关于确定国家康复辅助器具产业综合创新试点地区的通知》	河北石家庄、河北秦皇岛、内蒙古呼和浩特、黑龙江齐齐哈尔、江苏常州、浙江嘉兴、江西赣州、山东烟台、山东泰安、广东深圳、四川攀枝花等 11 个市和甘肃兰州市（兰州新区）
2020.12	民发〔2020〕149 号	《关于开展康复辅助器具产业第二批国家综合创新试点的通知》	
2020.12	民发〔2020〕150 号	《关于印发支持康复辅助器具产业国家综合创新试点工作政策措施清单的通知》	
2021.06		《关于康复辅助器具产业第二批国家综合创新试点地区的公示》	北京石景山区、河北衡水、辽宁鞍山、辽宁盘锦、上海青浦区、浙江杭州、安徽芜湖、福建三明、山东青岛、山东威海、河南安阳、河南驻马店、河南南阳、湖北武汉、湖南郴州、广东东莞、广西柳州、重庆永川、重庆巴南、重庆大足区、四川成都（温江区）、陕西宝鸡

资料来源：中国政府网，民政部官网，天风证券研究所

### 3. 公司产品品类齐全，结构丰富

#### 3.1. 公司产品品类较全

目前已成为国内康复医疗器械行业中，少数能够提供康复医疗器械产品、一体化临床康复解决方案及专业技术支持服务的综合型企业之一。公司能够为客户提供全领域的康复医疗器械产品，包括康复评定设备、康复训练设备、康复理疗设备，已形成 20 大系列、400 多种产品的丰富产品结构，在康复医疗器械领域拥有相对完整的产品体系，可服务范围涵盖疼痛康复、神经康复、骨科康复等专病专科领域。

图 17：公司产品结构丰富



资料来源：翔宇医疗公司官网，天风证券研究所

表 5：公司拥有丰富产品结构，提供全领域康复医疗产品

产品大类	产品系列	主要产品
康复评定设备类	认知障碍评估系列	认知障碍康复评估训练系统等
	平衡评估系列	平衡功能训练及评估系统等
	言语障碍评估系列	语言障碍康复评估训练系统、早期语言评估与训练系统等
	神经康复功能评估系列	神经康复功能评定系统等
	心理康复评估系列	成人康复心理测验系统等
康复训练设备类	关节活动度评估系列	角度尺、智能多关节活动度（ROM）评测系统等
	运动训练系列	多关节主被动训练仪、全身音波垂直律动康复训练系统、四肢联动康复训练仪、全身功能康复训练器、智能站立康复器、功能康复训练机、康复训练器、减重平台、多功能组合康复训练器、等速肌力、十件组合训练器等
	作业训练系列	智能反馈康复训练系统、手关节持续被动活动仪、手功能智能康复系统、手功能综合康复训练平台、智能木插板、智能磨砂桌、数字 OT 评估训练系统、上肢协调功能练习器、手指功能训练器等
康复理疗设备类	吞咽言语训练系列	吞咽神经和肌肉电刺激仪、咽喉肌评估训练仪、吞咽舌肌评估训练仪等
	声疗系列	体外冲击波治疗仪、超声波治疗仪等
	光疗系列	红外偏振光治疗仪、智能疼痛治疗仪、紫外线治疗仪等
	电疗系列	中频脊柱物理治疗系统、盆底肌训练仪、高压低频脉冲治疗仪、经皮神经电刺激仪、低频脉冲痉挛机治疗仪、神经肌肉低频电刺激仪、肌电生物反馈电刺激仪、电脑中频治疗仪、立体动态干扰电治疗仪、极超短波治疗机、短波治疗仪、电针治疗仪、温热电针综合治疗仪、低频脉冲刺激仪、离子导入仪等
	磁疗系列	激光磁场治疗仪、经颅磁脑病生理治疗仪、低频电磁脉冲治疗仪、磁振热治疗仪、温热磁疗仪、脉冲磁疗仪等
	冷热疗系列	电脑恒温电蜡治疗仪、生物陶瓷热敷袋、低温冷风机、物理加压循环降温仪、医用

	冷敷袋、湿热敷装置等
压力疗法系列	空气波压力治疗仪、气压手功能康复仪等
水疗系列	蝶形浴槽、旋涡水疗机、移动水下按摩设备、四肢电浴、喷射治疗槽、自动区域水按摩治疗槽、康复水疗池、活气泡按摩水疗系统、智能药浴机等
牵引系列	颈腰椎治疗多功能牵引床、多功能牵引床、颈椎牵引机等
熏蒸系列	熏蒸治疗机、熏蒸床等
灸疗系列	红外光灸疗机、智能督灸床等
按摩疗法系列	深层肌肉振动治疗仪、水疗按摩床、远红外按摩理疗床等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 发挥产品线齐全优势，构建整体解决方案，促进产品销售，提升满意度

公司产品经历了单个设备的研发生产→科室解决方案→康复医院解决方案&综合医院全院临床康复一体化整体解决方案→(市、县、乡)区域康养一体化的整体转型和业务提升。目前，公司已协助部分地区成功打造康养示范(市)县。

公司利用自身产品线齐全优势、产品质量过硬优势、行业经验丰富优势，根据患者以及终端客户的需求，从临床诊疗需求出发，针对不同疾病、不同科室的相应需求推出适宜技术的解决方案。公司康复解决方案和全方位技术支持服务体系是公司销售系列产品而提供，是销售产品的附带增值服务，不单独提供且不单独收取费用，包括医疗机构康复解决方案和疾病康复解决方案。

- **医疗机构康复解决方案：**包括(市、县、乡)区域康养一体化整体解决方案、综合医院全院临床康复一体化整体解决方案、康复医院解决方案、医疗机构科室专项解决方案(专科专病建设解决方案)、单个设备和设备组合的规划设计方案的能力。
- **疾病康复解决方案：**包括疼痛康复解决方案、神经康复解决方案、骨科康复解决方案、中医康复解决方案、产后康复解决方案、加速康复外科康复解决方案、心肺康复解决方案、老年(医养)康复解决方案、儿科康复解决方案等。

图 18：公司十大解决方案



资料来源：翔宇医疗公司官网，天风证券研究所

在公司产品中，颈腰椎治疗多功能牵引床、极超短波治疗机、经颅磁脑病生理治疗仪等 38 种产品被列入国家中医药管理局中医诊疗设备评估选型推荐品目；体外冲击波治疗仪、四肢联动康复训练仪、认知障碍康复评估训练系统等 8 种产品入选国家卫健委委托中国医学装备协会遴选的优秀国产医疗设备目录。同时，公司被列入中央军委后勤保障部采购目录，并被评为一级生产型供应商。

公司连续四次、共计 35 种产品，包括空气波压力治疗仪、极超短波治疗机、四肢联动康复训练仪、多关节主被动训练仪等被选入中国医学装备协会编制的《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》，并且在极超短波治疗机、功能性动作康复训练（八件组件）、全身音波垂直律动康复训练系统等 20 余个设备品目下，翔宇医疗为唯一被列入目录的生产厂家。同时，公司被河南省工业和信息化厅列入《河南省疫情防控重点保障物资生产企业名单》，被河南省发展和改革委员会列入《河南省疫情防控重点保障企业名单》。

表 6：公司入选《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》的主要产品

认定单位	目录	入选产品	
中国医学装备协会	《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录第二批》	空气波压力治疗仪	
		红外光灸疗机	
		极超短波治疗机	
	《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录第三批》	短波治疗仪	
		四肢联动康复训练仪	
		多关节主被动训练仪	
		电动起立康复训练床	
	《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录第四批》	功能性动作康复训练（八件组件）	
		神经肌肉低频电刺激仪	
		等速肌力评测及康复训练系统	
		减重步态训练器	
		《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录第五批》	全身音波垂直律动康复训练系统
			平衡功能训练及评估系统
			虚拟情景互动康复训练与评估系统
			渐进式等张肌力训练系统等设备

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 深耕康复行业，积累核心技术

公司深耕康复行业近 20 年，积累了动态传感反馈信息驱动技术等 30 余项核心技术，申报各种专利 1267 项，拥有行业领先的自主知识产权的核心技术积累。

表 7：公司核心技术及其应用产品

产品系列	技术名称	应用产品
评定系列	平衡多模组测控技术、动态传感反馈信息驱动技术	平衡功能训练及评估系统
	多传感器融合处理技术	智能多关节活动度评测系统
运动训练系列	智能系统与自然交互技术	1、认知障碍康复评估训练系统；2、神经康复功能评定系统
	非接触负载智能控制技术	1、多关节主被动训练仪；2、四肢联动康复训练仪
	等速零惯性应用技术	1、智能关节康复器；2、智能下肢反馈康复训练系统；3、上肢关节康复器
作业训练系列	互动式多人联网康复训练技术	1、手功能综合康复训练平台；2、多功能渐进式上肢综合康复训练系统；3、智能情景互动康复训练系统

	实时数据跟踪重现技术、生活场景模拟的虚拟现实技术	1、上肢反馈康复训练系统；2、智能反馈康复训练系统；3、虚拟情景互动康复评定与训练系统
声疗系列	气源性压力调节技术、冲击波能量密度智能检测技术	体外冲击波治疗仪
	声功率增益实时控制技术	超声波治疗仪
光疗系列	光源输出功率调节技术	智能疼痛治疗仪
	偏振光辐射器集成技术	红外偏振光治疗仪
电疗系列	短波信号源波形幅度控制技术	短波治疗仪
	低频双向脉冲脉宽调制技术	1、神经肌肉低频电刺激仪；2、经皮神经电刺激仪；3、低频脉冲痉挛肌治疗仪；4、高压低频脉冲治疗仪；5、神经损伤治疗仪；6、吞咽神经和肌肉电刺激仪；7、肌电生物反馈刺激仪
	微波输出功率稳定控制技术	极超短波治疗仪
	波形多通道控制技术	立体动态干扰电治疗仪
	电刺激恒流应用技术	1、中频脊柱物理治疗系统；2、电脑中频治疗仪；3、盆底肌训练仪
磁疗系列	磁刺激多维度控制技术	1、经颅磁脑病生理治疗仪；2、激光磁场治疗仪
	磁场脉冲控制技术	1、磁振热治疗仪；2、温热磁疗仪；3、低频电磁脉冲治疗仪
冷热疗系列	冷循环水加压控制技术	物理加压循环降温仪
	分区恒温蜡饼快速成型技术	电脑恒温电蜡疗仪
压力疗法系列	多腔体压力综合控制技术、实时过压保护的方法	1、空气波压力治疗仪；2、气压手功能康复仪
水疗系列	水流涡按摩技术	水疗按摩床
	水下运动影像重现技术	水中运动康复训练系统
牵引系列	多点正反校正技术、多维度传感控制技术	颈腰椎治疗多功能牵引床
熏蒸系列	中药分子热导技术、熏蒸恒温控制技术	熏蒸治疗机
艾灸系列	艾灸智能渗透控制技术	智能艾艾灸慰仪
	多重红外光深度渗透技术	远红外理疗机
按摩疗法系列	电机柔性控制技术	深层肌肉刺激仪

资料来源：翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

表 8：公司主要产品的核心技术及其价格

设备名称	核心技术	取得效果	产品市场报价
体外冲击波治疗仪	气源性压力稳定性调节技术；冲击波能量密度智能检测技术	精确定位患处，使能量作用到准确部位，有效地减少副损伤及并发症的发生	30-100 万
多关节主被动训练仪	非接触负载阻抗控制技术	适用病人不同时期的主动、被动训练，同时具有痉挛保护功能、安全	12.5-25 万
四肢联动康复训练仪	非接触负载阻抗控制技术	通过上下肢联动，为偏瘫和截瘫病人提供早期的有氧训练，健侧带动患侧，增强患者肌力、协调性	16 万
经颅磁脑病生理治疗仪	磁刺激多维度控制技术	有效改善脑部局部血流量，促进脑功能恢复，激发神经自我保护和修复机制	6-14 万
空气波压力治疗仪	多腔体压力综合控制技术	腔数越多，挤压效果越好，更有效促进腿部血液流动，利于肿胀肢体静脉回流，提高预防深静脉血栓的效率	3-17 万
立体动态干扰电治疗仪	波形多通道控制技术	负压吸附电极，对三路电流进行低频幅度调制，从而获得多部位、不同方向、角度和形状的动态刺激效应，不易产生耐受性，治疗面积更大、效果更明显	2-22 万
智能下肢反馈康	等速零惯性控制技术	具有主被动两种训练模式，刺激患者下肢的神经肌肉，	40-55 万



复训练系统		促进其功能的恢复，帮助其建立正常的步态模式，最终实现患者下地进行行走。该仪器同时具有跟踪评估模式、痉挛检测模式等，功能齐全，使用过程中安全性高	
上肢反馈康复训练系统	实时数据跟踪重现技术	通过评估，模拟手臂的各种运动，实现患者上肢的半主动、主动、随动及其组合训练，加速上肢功能障碍恢复	66.8 万
平衡功能训练及评估系统	动态传感反馈信息驱动技术	训练中实时反馈人体重心轨迹，结合评估量表显示患者平衡状态，并根据状态对患者进行个性化训练	19 万
颈腰椎治疗多功能牵引床	多点力融合控制技术； 多维度传感控制技术	多维立体牵引实现了患者的多种体位治疗，更有利于腰椎减压，提高舒适度	2-24 万
熏蒸治疗机	热传导控制技术	具有制氧功能，使患者在熏蒸过程中呼吸更顺畅 具有臭氧消毒功能，避免交叉感染	4-24 万
电脑中频治疗仪	电刺激恒流控制技术	8 通道独立输出控制，可以分别作用 8 个部位，治疗效率提高	0.8-4 万

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

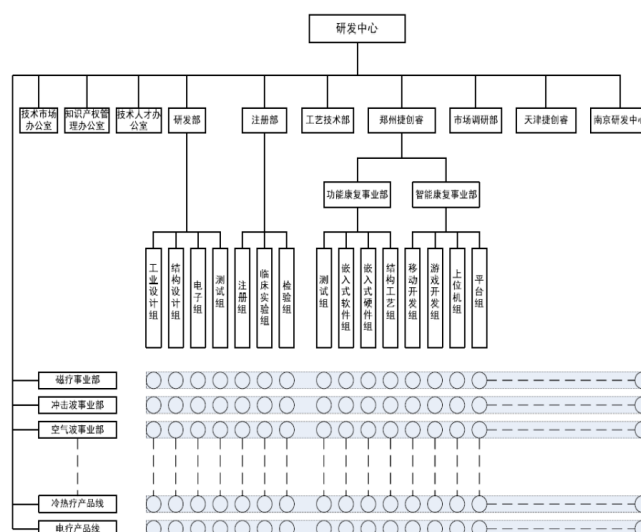
### 3.4. 加强研发体系建设，提高标准化和模块化

公司秉承科技创新驱动，持续加大研发投入。公司 2020 年研发投入 5155.14 万元，同比增长 24.24%，占营业收入比例为 10.4%；2020 年新增专利 161 项，累计获得 831 项；新增软件著作权 17 项，累计获得 61 项；新增商标 6 项，累计获得 85 项。截止至 2020.12.31，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。

2020 年期末研发人员总数 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、精密机械等多种类学科。

公司注重研发的体系化建设，已形成总部、郑州、天津、南京等研发中心，研发中心实行矩阵式管理模式，设立结构、硬件、软件等 8 大综合技术部门，根据产品特性设立电疗事业部、光疗事业部、声疗事业部等 10 余个事业部，使技术与产品得到深度的融合。公司注重研发的标准化和模块化建设，结合已形成的 30 余项核心关键技术，对产品的结构、硬件、软件通用部分，实现模块化，提升重用性，提高产品研发质量，缩短产品研发周期。

图 19：公司研发中心部门设置



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.5. 直销和代理相结合，提升销售和服务能力

公司销售模式主要包括间接销售、直接销售及电商销售模式。其中间接销售模式的销售对象主要分为代理商和一般间接客户；直接销售模式的销售对象为终端客户。

- 在直接销售模式下，公司根据布局在全国的销售网络，通过分布在各个市、县的销售业务经理对接当地终端客户，直接向终端客户销售产品以及配套解决方案，比如直接通过政府集中采购或招投标的形式销售给公立医院、残联系统或者销售给民营医院等。公司直接销售对象以医疗系统内机构用户为主。
- 在间接销售模式下，公司代理商或一般间接客户根据其下游客户基本确定的需求，向发行人订购货物，签订《订货合同》，公司完成买断式产品销售。代理商指通过与公司签署代理协议从而拥有产品代理权、享受代理折扣价格，即在授权区域内或授权产品线享有排他性的销售渠道，同时具有年度销售任务的客户；一般间接客户指在间接销售模式下除代理商外的其他客户。
- 2020年4月，发行人新增线上电商销售模式，即发行人通过电商平台销售商品，其终端客户以家庭消费者为主。2020年1-6月，发行人线上销售模式收入为0.57万元，占主营业务收入比例为0.0031%，销售收入占比极小，毛利率为81.57%。电商销售模式下销售价格与直接销售价格基本一致，不存在显著差异；毛利率水平略高于直接销售，原因系销售的产品结构不同。

#### 3.5.1. 代理商返利政策

发行人代理商在完成销售目标后享受返利政策，发行人一般间接客户不享受返利政策。根据公司与代理商签订的相关协议，对于代理商完成考核周期（一般为一年）考核目标的情况下，公司给予代理商一定的返利。返利将在代理商下次采购周期内采购商品时抵减商品价格。

表 9：公司返利政策

项目	返利政策
销售任务	完成代理协议中约定的年度任务，则可获得销售金额 3-7%的返利 超额完成代理协议中约定的年度任务，则超额完成部分可获得 4-8%的返利 未完成年度任务，不享受返利
一般间接客户超区域销售	一般间接客户在代理商区域内采购发行人产品，原则上需要向当地代理商采购，或者在发行人及代理商均同意的情况下，向发行人直接采购；若直接向发行人采购产品，代理商一般可享受高于代理商价格的差价部分在扣除税款后直接计提代理商返利，或者总价中代理商价格部分计入代理商年度销售任务中，按照相应比例计提返利等政策。在代理商完成年度任务的前提下，可享受返利。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 10：公司计提代理商返利金额及占当期代理销售收入的比例

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
本期计提代理商返利金额（万元）	249.78	356.50	259.41	38.09
代理销售收入（万元）	12419.91	11600.25	12984.74	4327.87
占代理销售收入比例	2.01%	3.07%	2.00%	0.88%

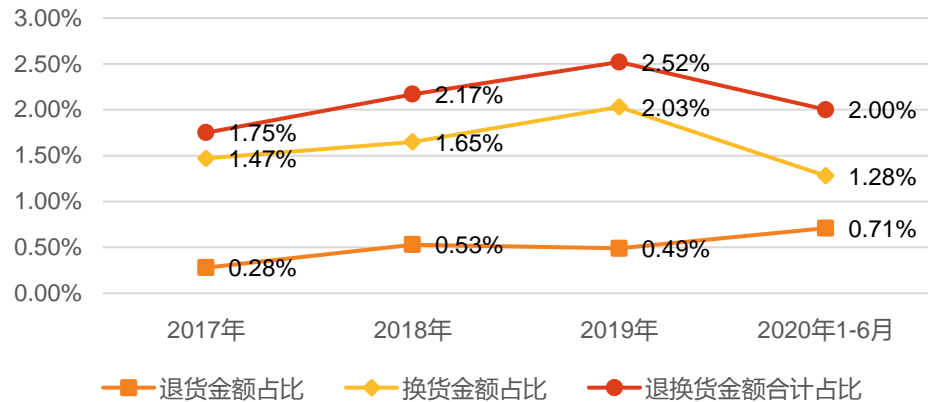
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.5.2. 公司退换货比例约 2%

公司与客户主要采用买断式销售模式，一般产品整机保修期为 1 年，配件保修期为半年。原则上非质量问题不进行退货，对于如客户选错型号、客户变更机型等情况，可在收到货 3 个月内调换同等金额的其他部分产品。

2019 年因客户选错型号、客户变更机型，或因运输导致产品损坏等原因而发生退货或换货约 2%左右。

图 20：2017-2021H1 退货和换货金额占营业收入比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值评级

### 4.1. 盈利预测

#### 关键假设

1、随着康复行业发展和政策推动，公司营业收入维持较高增速，2021-2023 年分别为 30.5%、30.7%和 30.6%。

2、公司康复理疗设备和康复训练产品品类较全，随着康复理念的提升和政策鼓励加强康复医疗体系建设，康复理疗和康复设备的需求增加，且随着公司产品经营结构优化，公司高价值和毛利产品销售增加，公司产品销量和产品均价预计均有提升，因此我们预测康复理疗设备 2021-2023 年营业收入增速分别为 34.8%、34.6%和 34.4%，康复训练设备 2021-2023 年营业收入增速分别为 30.8%、27.3%和 26.3%；

3、随着国内康复评定理念增强和医疗水平提高，医院对康复评定设备需求逐渐增加，康复评定设备预计 2021-2023 年营业收入增速分别为 35.7%、33.4%和 34.6%。

#### 盈利预测

我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 6.46/8.45/11.04 亿元，同比增长分别为 30.5%/30.7%/30.6%，预测归母净利润为 2.60/3.40/4.43 亿元。

表 11：翔宇医疗盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	427.41	495.51	646.41	844.92	1103.84
增速	19.1%	15.9%	30.5%	30.7%	30.6%
康复理疗设备收入（百万元）	234.83	286.35	386.06	519.71	698.49
增速	12.4%	21.9%	34.8%	34.6%	34.4%
康复训练设备收入（百万元）	133.97	144.70	189.27	240.99	304.28
增速	33.5%	8.0%	30.8%	27.3%	26.3%
康复评定设备收入（百万元）	15.83	18.97	25.74	34.34	46.20
增速	66.6%	19.8%	35.7%	33.4%	34.6%
配件产品收入（百万元）	38.39	41.22	45.34	49.88	54.86
增速	0.6%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	128.98	196.26	259.80	339.94	443.21
增速	60.6%	52.2%	32.4%	30.8%	30.4%
归母净利润率	30.2%	39.6%	40.2%	40.2%	40.2%

资料来源：翔宇医疗公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 估值与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 6.46/8.45/11.04 亿元，预测归母净利润为 2.60/3.40/4.43 亿元。参照 2021 年医疗器械同类可比公司 PE 为 90 倍，考虑到新出利好政策，预计行业景气度提升，公司作为龙头企业，享受更多红利，给予 88 倍 PE，对应 228.62 亿市值，目标价为 142.89 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 12：可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2020A				2021E				2022E				2023E			
				EPS (元/股)	PE (X)	EPS (元/股)	PE (X)	EPS (元/股)	PE (X)	EPS (元/股)	PE (X)	EPS (元/股)	PE (X)	EPS (元/股)	PE (X)				
688580	伟思医疗	147.01	100.48	2.10	2.69	3.70	4.99	70	55	40	29								
688389	普门科技	28.10	118.64	0.34	0.48	0.66	0.92	82	59	42	31								
688617	惠泰医疗	366.30	244.21	2.22	2.59	3.84	5.44	165	141	95	67								
688029	南微医学	294.00	392.02	1.96	2.76	4.09	5.59	150	106	72	53								
可比公司平均				1.65	2.13	3.07	4.23	117	90	62	45								

资料来源：Wind,天风证券研究所;注：数据为万得一致预期，收盘价和总市值为 2021 年 6 月 24 日收盘数据

## 5. 风险提示

**政策落地不及预期。**国家层面新出台推进康复医疗工作发展的政策，但是政策的执行和落地存在不及预期的风险。

**行业政策变动风险。**医疗行业受国家和各地政策影响较大，若政策变化，可能会对公司经营产生不利影响。

**市场竞争加剧的风险。**中国康复器械市场未来潜力较大，广阔的市场前景正在吸引更多的资本涌入，可能会面临市场竞争加剧的风险，如果公司不能维持原有的产品、技术、品牌等优势，可能会对经营产生不利影响。

**公司经营不及预期。**医疗行业竞争激烈，受国家产业政策影响较大，存在经营、发展不达预期的风险。

**客户变动流失的风险。**因行业特点，公司客户分散、存在一定的变动；如果公司部分客户

经营不善或发生不利变化，或者公司无法维持与现有客户的合作关系，可能会导致公司客户变动及流失的风险。

公司近期股票交易存在异动。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	364.29	487.24	1,748.99	1,987.62	2,377.83
应收票据及应收账款	16.10	28.70	25.17	44.77	46.60
预付账款	20.23	14.01	38.49	25.18	51.97
存货	142.55	130.14	211.68	221.30	332.99
其他	5.49	11.30	79.10	33.62	43.64
<b>流动资产合计</b>	<b>548.67</b>	<b>671.39</b>	<b>2,103.43</b>	<b>2,312.49</b>	<b>2,853.03</b>
长期股权投资	3.14	2.55	2.55	2.55	2.55
固定资产	98.10	96.81	95.52	93.79	92.13
在建工程	0.00	8.40	5.72	5.31	5.71
无形资产	44.63	51.62	50.05	48.48	46.92
其他	29.54	150.76	65.96	81.63	99.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>175.40</b>	<b>310.15</b>	<b>219.81</b>	<b>231.76</b>	<b>246.52</b>
<b>资产总计</b>	<b>724.07</b>	<b>981.53</b>	<b>2,323.24</b>	<b>2,544.26</b>	<b>3,099.55</b>
短期借款	0.00	50.00	8.00	10.00	12.00
应付票据及应付账款	24.99	15.94	32.36	28.49	49.09
其他	120.06	134.07	225.68	151.66	320.16
<b>流动负债合计</b>	<b>145.05</b>	<b>200.01</b>	<b>266.04</b>	<b>190.15</b>	<b>381.26</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	31.74	38.24	30.74	33.58	34.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.74</b>	<b>38.24</b>	<b>30.74</b>	<b>33.58</b>	<b>34.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>176.79</b>	<b>238.25</b>	<b>296.79</b>	<b>223.73</b>	<b>415.45</b>
少数股东权益	0.02	(0.23)	(0.40)	(0.69)	(1.10)
股本	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	285.39	285.39	1,295.04	1,295.04	1,295.04
留存收益	427.26	623.52	1,866.85	2,161.22	2,525.20
其他	(285.39)	(285.39)	(1,295.04)	(1,295.04)	(1,295.04)
<b>股东权益合计</b>	<b>547.28</b>	<b>743.29</b>	<b>2,026.45</b>	<b>2,320.53</b>	<b>2,684.10</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>724.07</b>	<b>981.53</b>	<b>2,323.24</b>	<b>2,544.26</b>	<b>3,099.55</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	128.89	196.01	259.80	339.94	443.21
折旧摊销	9.87	11.06	6.66	6.84	7.03
财务费用	(0.05)	0.11	(43.41)	(50.38)	(58.86)
投资损失	(2.05)	0.31	(1.53)	(1.53)	(1.53)
营运资金变动	231.35	(41.72)	15.05	(61.16)	21.83
其它	(212.07)	50.63	(0.17)	(0.29)	(0.41)
<b>经营活动现金流</b>	<b>155.94</b>	<b>216.40</b>	<b>236.41</b>	<b>233.42</b>	<b>411.27</b>
资本支出	14.53	17.80	8.62	0.30	3.61
长期投资	3.14	(0.59)	0.00	0.00	0.00
其他	171.46	(156.62)	(8.22)	(1.89)	(6.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>189.13</b>	<b>(139.41)</b>	<b>0.40</b>	<b>(1.60)</b>	<b>(2.69)</b>
债权融资	0.00	50.00	8.00	10.00	12.00
股权融资	8.41	12.59	1,093.06	50.38	58.86
其他	(11.10)	(14.41)	(76.12)	(53.57)	(89.22)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2.69)</b>	<b>48.19</b>	<b>1,024.94</b>	<b>6.81</b>	<b>(18.36)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>342.39</b>	<b>125.18</b>	<b>1,261.75</b>	<b>238.63</b>	<b>390.21</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>427.41</b>	<b>495.51</b>	<b>646.41</b>	<b>844.92</b>	<b>1,103.84</b>
营业成本	143.59	159.79	187.02	238.11	303.58
营业税金及附加	6.48	7.54	10.10	12.96	16.99
营业费用	94.29	88.30	113.12	147.86	193.17
管理费用	31.30	26.58	32.32	42.25	55.19
研发费用	41.49	51.55	58.18	76.04	99.35
财务费用	(4.94)	(12.59)	(43.41)	(50.38)	(58.86)
资产减值损失	(3.08)	(2.16)	(1.24)	(2.16)	(1.85)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.05	(0.31)	1.53	1.53	1.53
其他	(30.93)	(46.53)	(3.05)	(3.05)	(3.05)
<b>营业利润</b>	<b>147.15</b>	<b>223.35</b>	<b>291.84</b>	<b>381.77</b>	<b>497.79</b>
营业外收入	0.56	0.35	0.45	0.45	0.42
营业外支出	0.29	0.91	0.57	0.59	0.69
<b>利润总额</b>	<b>147.42</b>	<b>222.79</b>	<b>291.72</b>	<b>381.63</b>	<b>497.52</b>
所得税	18.52	26.78	32.09	41.98	54.73
<b>净利润</b>	<b>128.89</b>	<b>196.01</b>	<b>259.63</b>	<b>339.65</b>	<b>442.79</b>
少数股东损益	(0.08)	(0.25)	(0.17)	(0.29)	(0.41)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>128.98</b>	<b>196.26</b>	<b>259.80</b>	<b>339.94</b>	<b>443.21</b>
每股收益(元)	0.81	1.23	1.62	2.12	2.77

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.10%	15.93%	30.45%	30.71%	30.64%
营业利润	56.67%	51.78%	30.66%	30.81%	30.39%
归属于母公司净利润	60.56%	52.17%	32.37%	30.85%	30.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	66.40%	67.75%	71.07%	71.82%	72.50%
净利率	30.18%	39.61%	40.19%	40.23%	40.15%
ROE	23.57%	26.40%	12.82%	14.64%	16.51%
ROIC	33.05%	120.84%	159.06%	143.42%	157.08%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.42%	24.27%	12.77%	8.79%	13.40%
净负债率	-66.56%	-58.83%	-85.91%	-85.22%	-88.14%
流动比率	3.78	3.36	7.91	12.16	7.48
速动比率	2.80	2.71	7.11	11.00	6.61
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	24.99	22.12	24.00	24.16	24.16
存货周转率	3.10	3.63	3.78	3.90	3.98
总资产周转率	0.66	0.58	0.39	0.35	0.39
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.81	1.23	1.62	2.12	2.77
每股经营现金流	0.97	1.35	1.48	1.46	2.57
每股净资产	3.42	4.65	12.67	14.51	16.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	138.11	90.76	68.56	52.40	40.19
市净率	32.55	23.96	8.79	7.67	6.63
EV/EBITDA	0.00	0.00	62.74	46.58	34.41
EV/EBIT	0.00	0.00	64.43	47.54	34.96

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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