公司研究 公司信息更新报告 开源证券 证券研究报告

翔宇医疗（688626.SH）

2021 年 08 月 25 日

战略调整期增速阶段性放缓，仍看好公司成长潜力

——公司信息更新报告

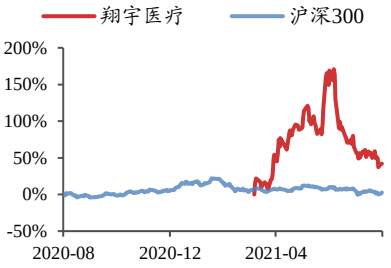
投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）
guyihan@kysec.cn
证书编号：S0790121020007

日期	2021/8/24
当前股价(元)	63.29
一年最高最低(元)	124.87/42.30
总市值(亿元)	101.26
流通市值(亿元)	23.45
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.37
近 3 个月换手率(%)	392.57

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-把握康复养老行业机遇，迈入发展快车道》-2021.5.18

● **Q2 收入、利润增速阶段性放缓，下半年进入发货旺季，业绩有望环比改善**

8 月 24 日，公司发布 2021 年中报：公司实现营收 2.17 亿元人民币（+16.62%）；归母净利润 0.86 亿元（+11.79%）；扣非后归母净利润 0.58 亿元（+11.10%）；经营现金流净额 0.36 亿元（-43.41%）；EPS0.59 元/股（-0.05 元/股）。考虑到公司处于快速扩张阶段及战略调整期，上半年业绩符合我们的预期。我们维持对公司的盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.58/3.31/4.26 亿元，EPS 分别为 1.61/2.07/2.66 元，当前股价对应 P/E 分别为 39.2/30.6/23.8 倍，维持“买入”评级。

● **毛利率稳健提升，业务扩张期费用正常提升，暂时影响净利率**

从毛利率看，2021H1 公司毛利率为 69.45%(+2.21pct)，净利率 39.61%(-1.93pct)。分季度看，公司 Q1/Q2 毛利率分别为 69.63%（+3.18pct）、69.30%（+1.63pct）；净利率分别为 33.71%（+2.01pct）、44.72%（-2.18pct）。2021H1 公司毛利率稳定提升，净利率受到各项费用投入提升略有下降，我们认为公司当前处在快速扩张阶段，各项费用的正常投入将为未来长期可持续发展奠定坚实基础。

● **IPO 资金改善资产结构，建设信息化平台、布局高端产品助力长期稳健增长**

（1）IPO 资金改善资产结构：公司于 2021 年 3 月首发科创板上市募集资金净额 10.50 亿元。**（2）建设信息化平台提升业务及管理效率：**IPO 募集资金补充了公司运营资金，公司相继启动了核心 ERP、OA 协同办公、MES 生产制造执行、PLM 研发管理、CRM 客户管理系统等多个信息化模块；同时，公司积极响应国家政策，率先启动了医疗器械唯一标识（UDI）系统建设，并融入生产制造和销售流通环节，以实现产品质量全生命周期管理。**（3）研发高端产品，扩充研发团队，布局长远：**公司在研项目积极布局产后康复低频刺激治疗系统、运动辅助机器人等高端产品。

● **风险提示：**综合医院康复科建设低于预期，公司新产品推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427	496	647	829	1,065
YOY(%)	19.1	15.9	30.5	28.3	28.4
归母净利润(百万元)	129	196	258	331	426
YOY(%)	60.6	52.2	31.6	28.3	28.4
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	39.9	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	27.0	26.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66
P/E(倍)	78.5	51.6	39.2	30.6	23.8
P/B(倍)	18.5	13.6	10.6	7.9	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 Q2 收入、利润增速阶段性放缓，下半年进入发货旺季，业绩有望环比改善 3
2、 毛利率稳健提升，业务扩张期费用正常提升，暂时影响净利率 3
3、 IPO 资金改善资产结构，建设信息化平台、布局高端产品助力长期稳健增长 3
4、 盈利预测 4
5、 风险提示 4
附：财务预测摘要 5

图表目录

表 1： 翔宇医疗盈利预测 4

1、 Q2 收入、利润增速阶段性放缓，下半年进入发货旺季，业绩有望环比改善

2021H1 公司收入、利润增速放缓，主要归因于阶段性因素:(1)公司在销售端进行战略性改革，推行项目制销售，即“全院临床康复一体化”项目，该项目前期需要做方案及评估，并且偏个性化定制，周期较长，销售模式的调整对收入、利润增速提升产生一定影响;（2）公司持续投入引进高端研发人才，前期需要一定时间培育及磨合;（3）康复器械行业产销有季节性，常规来看上半年是康复器械生产企业签订订单较为集中时期，下半年为公司发货旺季，**预计下半年收入增速有望环比改善。**

分季度看，公司 Q1/Q2 收入分别为 1.01 亿元（+53.83%）、1.16 亿元（-3.62%）;归母净利润分别为 0.34 亿（+64.20%）、0.52 亿元（-7.53%）; 扣非净利润分别为 0.29 亿元、0.29 亿元。Q1、Q2 增速差异产生的原因主要是受到疫情影响，2020Q1 部分订单延期至 Q2 发货，因此 2021 年 Q1 增速高、Q2 增速放缓。

2、 毛利率稳健提升，业务扩张期费用正常提升，暂时影响净利率

从毛利率看，2021H1 公司毛利率为 69.45%（+2.21pct），净利率 39.61%（-1.93pct）。分季度看，公司 Q1/Q2 毛利率分别为 69.63%（+3.18pct）、69.30%（+1.63pct）; 净利率分别为 33.71%（+2.01pct）、44.72%（-2.18pct）。2021H1 公司毛利率稳定提升，净利率受到各项费用投入提升略有下降，我们认为公司当前处在快速扩张阶段，各项费用的正常投入将为未来长期可持续发展奠定坚实基础。

公司加大经营费用投入，推进公司快速扩张。从费用端来看，2021H1 公司销售费用 4,970 万元（+52.08%），销售费用率 22.92%（+3.98pct），主要是市场推广费用、职工薪酬增加所致;管理费用 1,488 万元（+24.58%），管理费用率 20.36%（+3.34pct），主要是 2020 年同期因疫情原因社保减免、费用发生较少，且管理人员薪酬总额、相关费用增加所致; 财务费用-1,027 万元（-98.37%），财务费用率-4.74%（-1.96pct），主要是系利息收入增加所致。研发方面，公司持续加强研发投入，完善研发人员梯队建设，保证在研项目稳步推进。研发费用投入 2,925 万元，较上年同期相比研发投入增加了 48.47%，研发费用率由 2020H1 10.60%提升 2.8pct 至 13.49%。

3、 IPO 资金改善资产结构，建设信息化平台、布局高端产品助力长期稳健增长

（1）IPO 资金改善资产结构: 公司于 2021 年 3 月首发科创板上市募集资金净额 10.50 亿元，截至 2021H1，公司负债合计 1.73 亿元，较 2020 年底 2.38 亿元减少 0.65 亿元，其中 2020 年底 5,000 万元短期借款已结清，募集资金助力公司资产负债结构改善。

（2）建设信息化平台提升业务及管理效率: IPO 募集资金补充了公司运营资金，公司相继启动了核心 ERP、OA 协同办公、MES 生产制造执行、PLM 研发管理、CRM 客户管理系统等多个信息化模块，辅助公司推进业务的制度化、流程化、标准

化，拟打造从研发、生产、供应、销售、财务等多位一体的信息化管理平台；同时，公司积极响应国家政策，率先启动了医疗器械唯一标识（UDI）系统建设，并融入生产制造和销售流通环节，以实现产品质量全生命周期管理。信息化建设将提升公司业务效率和管理效果。

（3）研发高端产品，扩充研发团队，布局长远：公司在研项目积极布局产后康复低频刺激治疗系统、运动辅助机器人等高端产品，未来在享受收入、业绩增量的同时有望铸造技术壁垒，拓宽公司护城河。2021H1 公司研发人员为 380 人（+104 人），研发人员占比 25.55%（+2.72pct），公司持续扩充研发团队，为公司后续不断创新研发、拓展产品线提供了储备力量。

4、 盈利预测

公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品线齐全、具备提供康复一体化解决方案服务的能力，全面覆盖市场需求，充分受益于医疗机构建设和升级康复中心带来的增量，拥有较大发展潜能。我们仍然看好公司下半年业绩环比提升以及长期成长空间，维持对公司的盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.58/3.31/4.26 亿元，EPS 分别为 1.61/2.07/2.66 元，当前股价对应 P/E 分别为 39.2/30.6/23.8 倍，维持“买入”评级。

表1：翔宇医疗盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427	496	647	829	1,065
YOY(%)	19.1	15.9	30.5	28.3	28.4
归母净利润(百万元)	129	196	258	331	426
YOY(%)	60.6	52.2	31.6	28.3	28.4
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	39.9	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	27.0	26.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66
P/E(倍)	78.5	51.6	39.2	30.6	23.8
P/B(倍)	18.5	13.6	10.6	7.9	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、 风险提示

综合医院康复科建设低于预期，公司新产品推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	549	671	1008	1219	1675
现金	364	487	766	974	1360
应收票据及应收账款	16	29	30	45	51
其他应收款	1	3	3	4	4
预付账款	20	14	31	27	47
存货	143	130	170	160	204
其他流动资产	4	9	9	9	9
非流动资产	175	310	311	350	386
长期投资	3	3	2	1	0
固定资产	98	97	91	121	154
无形资产	45	52	60	70	76
其他非流动资产	30	159	157	157	157
资产总计	724	982	1318	1569	2061
流动负债	145	200	283	217	302
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	25	16	29	20	34
其他流动负债	120	134	204	147	218
非流动负债	32	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	38	38	38	38
负债合计	177	238	321	256	341
少数股东权益	0	-0	-0	-1	-1
股本	120	120	160	160	160
资本公积	285	285	285	285	285
留存收益	142	338	582	889	1277
归属母公司股东权益	547	744	997	1314	1721
负债和股东权益	724	982	1318	1569	2061

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	156	216	276	251	426
净利润	129	196	258	331	425
折旧摊销	10	11	9	11	14
财务费用	-5	-13	-16	-21	-28
投资损失	-2	0	-1	-1	-1
营运资金变动	17	5	26	-69	15
其他经营现金流	7	16	0	0	0
投资活动现金流	189	-139	-9	-49	-49
资本支出	21	140	1	40	37
长期投资	-3	0	1	1	1
其他投资现金流	207	0	-7	-8	-12
筹资活动现金流	-3	48	11	6	10
短期借款	0	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	40	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
其他筹资现金流	-6	-2	-29	6	10
现金净增加额	342	125	279	208	386

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	427	496	647	829	1065
营业成本	144	160	176	194	213
营业税金及附加	6	8	10	13	17
营业费用	94	88	130	180	228
管理费用	31	27	45	57	71
研发费用	41	52	68	91	128
财务费用	-5	-13	-16	-21	-28
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	34	53	65	65	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	-0	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	147	223	300	382	488
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	147	223	299	381	488
所得税	19	27	41	50	63
净利润	129	196	258	331	425
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	129	196	258	331	426
EBITDA	146	222	293	370	471
EPS(元)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	19.1	15.9	30.5	28.3	28.4
营业利润(%)	56.7	51.8	34.2	27.3	28.0
归属于母公司净利润(%)	60.6	52.2	31.6	28.3	28.4
获利能力					
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	39.9	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	27.0	26.0	25.3
ROIC(%)	20.6	22.4	23.4	22.9	22.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	24.3	24.4	16.3	16.5
净负债比率(%)	-60.8	-53.8	-71.0	-69.7	-75.8
流动比率	3.8	3.4	3.6	5.6	5.5
速动比率	2.6	2.6	2.8	4.7	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	25.0	22.1	22.1	22.1	22.1
应付账款周转率	6.6	7.8	7.8	7.8	7.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.35	1.73	1.57	2.66
每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.65	5.98	7.96	10.51
估值比率					
P/E	78.5	51.6	39.2	30.6	23.8
P/B	18.5	13.6	10.6	7.9	6.0
EV/EBITDA	66.9	43.8	32.3	25.0	18.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn