

翔宇医疗 (688626)

证券研究报告

2021年08月25日

康复行业空间广阔，企业畅享发展红利

事件

公司2021年上半年实现营业收入2.17亿元，同比增长16.62%；实现归母净利润8634.60万元，同比增长11.79%；实现扣非归母净利润5778.63万元，同比增长11.10%。其中2021Q2单季度公司实现营业收入1.16亿元，同比降低3.6%，归母净利润5219.88万元，同比降低7.5%，扣非归母净利润2885.09万元。

深耕康复行业，产品品类齐全，加大研发投入

公司深耕康复行业近20年，形成了20大系列400余种丰富产品结构，在康复医疗器械领域拥有相对完整的产品体系，产品提供的诊疗服务项目进入医保目录的比例达到90%以上，公司销售超1000万元单款产品数量超十个。公司重视产品研发，完善研发人员梯队建设，2021H1研发费用率提升至13.5%，较去年同期提升2.9个百分点，被工业和信息化部确定为第一批“专精特新小巨人”企业。

构建整体解决方案，促进产品销售

基于丰富的产品结构，公司根据国家卫健委对各种临床病症治疗的要求，结合疾病与专科治疗需求，形成了疼痛康复解决方案、神经康复解决方案、术后康复解决方案等30多项专科专病的解决方案，促进产品销售。公司在31个省级行政区域拥有500多人的销售团队、500余家代理商，目前已为国内数万家终端机构提供服务，销售范围覆盖全国300余个地级行政区，市场区域覆盖率高，具有较强销售能力。

康复有较大认知提升空间，行业增长空间广阔

康复医疗器械指在康复医疗中用于康复评定、训练与治疗、有效改善或恢复患者功能的医疗设备。康复有较大认知提升空间，以心脑血管领域为例，目前中国脑卒中患者约1300万，每年新增卒中患者超过300万人，但目前卒中患者早期康复率非常低，而一周内接受康复治疗的比例仅为10%左右，40%左右的患者中风后没有接受过任何康复治疗。文献《脑卒中三级康复方案的卫生经济学研究》指出，康复治疗对于患者各项功能评分以及整体费用（包括治疗费用+照顾费用）都有显著改善，整体而言康复治疗能加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症，节约总体治疗费用。

盈利预测与投资评级

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，对应EPS为1.62/2.12/2.77元/股，康复行业景气度提升，公司作为龙头企业，享受更多红利，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地不及预期，市场竞争加剧风险，公司经营不及预期

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)	78.51	51.60	38.98	29.79	22.85
市净率(P/B)	18.50	13.62	5.00	4.36	3.77
市销率(P/S)	23.69	20.44	15.67	11.99	9.17
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.61	23.85	17.18

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	63.29元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	160.00
流通A股股本(百万股)	37.05
A股总市值(百万元)	10,126.40
流通A股市值(百万元)	2,344.82
每股净资产(元)	11.38
资产负债率(%)	8.70
一年内最高/最低(元)	124.87/42.30

作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
李妞妞	联系人
liniuniu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《翔宇医疗-首次覆盖报告:康复设备龙头企业，共享政策利好和行业发展红利》2021-06-25

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
流动资产合计	548.67	671.39	2,103.43	2,312.49	2,853.03
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
非流动资产合计	175.40	310.15	219.81	231.76	246.52
资产总计	724.07	981.53	2,323.24	2,544.26	3,099.55
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
流动负债合计	145.05	200.01	266.04	190.15	381.26
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
非流动负债合计	31.74	38.24	30.74	33.58	34.19
负债合计	176.79	238.25	296.79	223.73	415.45
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)
股东权益合计	547.28	743.29	2,026.45	2,320.53	2,684.10
负债和股东权益总计	724.07	981.53	2,323.24	2,544.26	3,099.55

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)
经营活动现金流	155.94	216.40	236.41	233.42	411.27
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)
投资活动现金流	189.13	(139.41)	0.40	(1.60)	(2.69)
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)
筹资活动现金流	(2.69)	48.19	1,024.94	6.81	(18.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	342.39	125.18	1,261.75	238.63	390.21

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
营业收入	427.41	495.51	646.41	844.92	1,103.84
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)
营业利润	147.15	223.35	291.84	381.77	497.79
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
利润总额	147.42	222.79	291.72	381.63	497.52
所得税	18.52	26.78	32.09	41.98	54.73
净利润	128.89	196.01	259.63	339.65	442.79
少数股东损益	(0.08)	(0.25)	(0.17)	(0.29)	(0.41)
归属于母公司净利润	128.98	196.26	259.80	339.94	443.21
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	78.51	51.60	38.98	29.79	22.85
市净率	18.50	13.62	5.00	4.36	3.77
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.61	23.85	17.18
EV/EBIT	0.00	0.00	33.49	24.34	17.45

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