

## 公司研究

## 业绩稳健增长，渠道建设和研发投入双管齐下

——翔宇医疗（688626.SH）2021年三季度报点评

## 买入（维持）

当前价：47.75元

## 作者

## 分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

## 分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

021-52523676

huangz@ebsecn.com

## 分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.60
总市值(亿元)	76.40
一年最低/最高(元)	42.12/124.87
近3月换手率	65.72%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.40	-30.83	2.04
绝对	-17.53	-28.81	7.04

资料来源：Wind

## 相关研报

收入稳健增长，研发投入力度加大未来可期——翔宇医疗（688626.SH）2021年半年报点评（2021-08-25）

## 要点

**事件：**公司披露 2021 年三季度报，前三季度营业收入 3.51 亿元，同比增长 12.10%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 13.33%；实现扣非后归母净利润 0.96 亿元，同比增长 9.46%；经营活动净现金流净额 0.71 亿，同比减少 19.29%；基本每股收益 0.87 元，业绩符合市场预期。

## 点评：

**河南水灾影响下业绩保持稳健增长，毛利率持续提升。**2021Q1-Q3 分别实现营业收入 1.01/1.16/1.34 亿元，同比+53.83%/-3.62%/5.50%；归母净利润 0.34/0.52/0.45 亿元，同比+64.20%/-7.58%/16.41%；扣非归母净利润 0.29/0.29/0.38 亿元，同比+51.46%/-12.33%/+7.05%。7-8 月份受到河南水灾影响，公司仍能保持业绩的稳健增长，实属不易。2021Q1-Q3 公司毛利率同比+2.93pp 至 69.08%，净利率同比+0.18pp 至 37.18%，毛利率的快速提升主要原因是公司产品结构持续优化，规模效应下盈利能力提升。经营活动现金流量同比减少，预计与公司招贤纳士，职工薪酬和税费等支出同比上升有关。

**渠道建设和产品研发双管齐下，综合竞争力不断提升。**2021Q1-Q3 期间费用率同比+4.78pp 至 37.79%，其中销售费用率 22.69%（同比+4.26pp），管理费用率 6.41%（同比+0.49pp），研发费用率 13.01%（同比+1.80pp），财务费用率-4.31%（同比-1.76pp）。公司始终重视新产品研发和现有产品的技术升级，在加大研发投入同时也注重渠道销售网络的建设。截至 21H1 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，研发人员数量增长 37.68%至 380 人，占公司员工总数的比例超过 25%。报告期内，新增 15 项医疗器械注册证/备案凭证，累计获得 176 项医疗器械注册证/备案凭证；新增专利 30 项，新增软件著作权 15 项。

**政策驱动下行业高景气，平台型公司成长可期。**2021 年 6 月国家卫健委等八部门联合印发《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，2021 年 9 月国家卫健委发布《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，明确要求加快发展康复医疗服务，切实增加康复医疗服务供给，确定 15 个省份作为康复医疗服务试点地区，探索形成较完善的康复医疗服务体系、多元化康复医疗服务模式等，试点的重要任务之一就是增加康复医疗服务的医疗机构和床位数量。公司作为国内康复医疗器械行业中少数能够提供一体化康复解决方案的制造商之一，预计将持续受益于国家政策驱动，享受行业高景气。

**盈利预测、估值与评级：**公司作为康复医疗器械龙头，产品体系健全，具备提供一体化解决方案能力，有望充分享受康复产业高景气。考虑到公司销售和研发费用加大，下调盈利预测，我们预测公司 2021~2023 年 EPS 为 1.38/1.82/2.31 元（下调 17.86%/19.47%/19.51%），现价对应 PE 分别为 35/26/21 倍。

**风险提示：**康复科建设放缓；竞争加剧致违规推广风险；安全事故风险等。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	427	496	570	722	911
营业收入增长率	19.10%	15.93%	15.03%	26.74%	26.09%
净利润 (百万元)	129	196	221	292	370
净利润增长率	60.56%	52.17%	12.69%	31.89%	26.76%
EPS (元)	1.07	1.64	1.38	1.82	2.31
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.57%	26.40%	10.67%	12.59%	14.10%
P/E	44	29	35	26	21
P/B	10.5	7.7	3.7	3.3	2.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-29 (注: 2021 年 3 月新股上市, 总股本从 1.2 亿增加为 1.6 亿)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	427	496	570	722	911
营业成本	144	160	172	213	263
折旧和摊销	10	11	10	18	27
税金及附加	6	8	9	11	14
销售费用	94	88	114	144	182
管理费用	31	27	28	35	45
研发费用	41	52	67	85	107
财务费用	-5	-13	-9	-19	-19
投资收益	2	0	5	8	12
营业利润	147	223	251	331	420
利润总额	147	223	251	331	420
所得税	19	27	30	40	50
净利润	129	196	221	291	369
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	129	196	221	292	370
EPS(元)	1.07	1.64	1.38	1.82	2.31

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	156	216	206	247	326
净利润	129	196	221	292	370
折旧摊销	10	11	10	18	27
净营运资金增加	-173	48	57	152	185
其他	190	-39	-83	-214	-255
投资活动产生现金流	189	-139	-226	-252	-278
净资本支出	-21	-140	-230	-260	-290
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	207	-2	4	8	12
融资活动现金流	-3	48	1,073	-24	-40
股本变化	0	0	40	0	0
债务净变化	0	50	-45	5	5
无息负债变化	30	11	13	21	28
净现金流	342	125	1,052	-30	8

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	66.4%	67.8%	69.8%	70.5%	71.1%
EBITDA 率	36.9%	46.0%	43.4%	44.8%	45.9%
EBIT 率	34.6%	43.8%	41.6%	42.3%	42.9%
税前净利润率	34.5%	45.0%	44.0%	45.8%	46.1%
归母净利润率	30.2%	39.6%	38.8%	40.4%	40.6%
ROA	17.8%	20.0%	9.7%	11.4%	12.8%
ROE (摊薄)	23.6%	26.4%	10.7%	12.6%	14.1%
经营性 ROIC	24.8%	27.3%	21.1%	19.4%	18.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	24%	9%	9%	9%
流动比率	3.78	3.36	10.63	9.56	8.65
速动比率	2.80	2.71	9.82	8.66	7.67
归母权益/有息债务	-	14.87	414.62	231.62	174.79
有形资产/有息债务	-	18.41	423.19	229.29	169.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	724	982	2,279	2,547	2,885
货币资金	364	487	1,539	1,509	1,518
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	16	29	32	41	51
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	3	3	4	5
存货	143	130	133	165	205
其他流动资产	4	7	10	14	20
流动资产合计	549	671	1,734	1,754	1,824
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	98	97	164	254	364
在建工程	0	8	59	108	156
无形资产	45	52	140	226	311
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	111	113	113	113
非流动资产合计	175	310	545	793	1,061
总负债	177	238	206	232	265
短期借款	0	50	0	0	0
应付账款	23	16	17	21	26
应付票据	2	0	0	0	0
预收账款	49	0	0	0	0
其他流动负债	3	10	10	10	10
流动负债合计	145	200	163	183	211
长期借款	0	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	37	37	37	38
非流动负债合计	32	38	43	48	54
股东权益	547	743	2,072	2,315	2,620
股本	120	120	160	160	160
公积金	299	314	1,449	1,478	1,478
未分配利润	129	309	464	678	984
归属母公司权益	547	744	2,073	2,316	2,622
少数股东权益	0	0	-1	-1	-2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.06%	17.82%	20.00%	20.00%	20.00%
管理费用率	7.32%	5.36%	4.90%	4.90%	4.90%
财务费用率	-1.16%	-2.54%	-1.63%	-2.62%	-2.07%
研发费用率	9.71%	10.40%	11.80%	11.80%	11.80%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.37	0.30	0.40	0.51
每股经营现金流	1.30	1.80	1.29	1.54	2.04
每股净资产	4.56	6.20	12.96	14.48	16.39
每股销售收入	3.56	4.13	3.56	4.51	5.69

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	44	29	35	26	21
PB	10.5	7.7	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	36.3	25.0	26.5	20.7	16.4
股息率	0.0%	0.8%	0.6%	0.8%	1.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE