

# 业绩符合预期，持续受益于康复支持政策

## 翔宇医疗(688626)

### 事件

公司披露 2021 年三季报，前三季度实现营收 3.51 亿元，同比增长 12.10%；归母净利润 1.31 亿元，同比增长 13.33%；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%。

### ►业绩环比增速提振，毛利率持续提升

分季度看，2021 年 Q3 公司实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 5.5%；归母净利润 4508.84 万元，同比增长 16.41%；扣非后归母净利润 3783.06 万元，同比增长 7.05%。Q3 公司虽受到河南水灾影响，但环比增速仍有所提升，业绩符合我们预期。公司前三季度毛利率为 69.08%，同比提升 2.92 个百分点，主要是产品结构优化，高价值器械占比提升所致。期间费用率方面，公司销售费用率同比提升 4.26 个百分点至 22.69%，主要因去年疫情基数销售费用率基数较低所致；管理费用率同比提升 0.49 个百分点至 6.41%，财务费用率同比下降 1.76 个百分点至 -4.31%，研发费用率同比提升 1.8 个百分点至 13.01%。

### ►康复医疗支持政策持续落地，公司充分受益

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》，10 月 27 日卫健委发布《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，确定北京市等 15 个省份率先开展康复医疗服务试点工作，重点在康复医疗服务体系、多元化服务模式、专业队伍建设以及价格支付等支持政策方面积极探索创新，先行先试，形成可复制可推广的地方经验，以点带面，带动全国康复医疗服务快速发展。康复医疗机构设立康复科室积极性持续提升，康复设备需求旺盛。公司作为康复医疗设备龙头公司，产品丰富，能够满足医院一体化需求，竞争优势显著。

### 投资建议

因为 Q3 公司受河南水灾和疫情影响的原因，我们下调公司 21-23 年营收 6.20/8.40/10.94 亿元的预测至 5.96/7.75/10.18 亿元，下调 21-23 年 EPS1.52/2.2/2.83 元的预测至 1.43/1.84/2.41 元，对应 2021 年 11 月 1 日股价 48.3 元，PE 分别为 34/26/20 倍。考虑公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品线齐全、能够满足医院康复一体化需求，发展潜能较大，仍然维持对公司“买入”评级。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	48.3
股票代码：	688626
52 周最高价/最低价：	124.87/42.3
总市值(亿)	77.28
自由流通市值(亿)	18.55
自由流通股数(百万)	38.40



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SACNO: S1120519110002

联系电话：

分析师：俞能飞

邮箱：yunf@hx168.com.cn

SACNO: S1120519120002

联系电话：

华西医药&机械联合覆盖

### 相关研究

1. [华西机械]翔宇医疗(688626)中报点评：业绩略低于预期，看好翔宇长期发展  
2021.08.25
2. 【华西机械刘菁团队】菁益求精-翔宇医疗专题  
2: 复盘海外康养发展，翔宇奋楫扬帆致远-  
20210604  
2021.06.05
3. 【华西机械】菁益求精-翔宇医疗专题 1: 康养需求方兴未艾，龙头设备商蓝海扬帆  
2021.05.09

## 风险提示

新产品研发不及预期；行业竞争加剧；政策执行不及预期

## 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	596	775	1,018
YoY (%)	19.1%	15.9%	20.3%	30.0%	31.3%
归母净利润(百万元)	129	196	228	294	386
YoY (%)	60.6%	52.2%	16.4%	28.6%	31.5%
毛利率 (%)	66.4%	67.8%	69.8%	70.3%	70.7%
每股收益 (元)	1.07	1.64	1.43	1.84	2.41
ROE	23.6%	26.4%	22.6%	22.5%	22.8%
市盈率	45.14	29.45	33.83	26.30	20.01

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	496	596	775	1,018	净利润	196	228	294	386
YoY (%)	15.9%	20.3%	30.0%	31.3%	折旧和摊销	11	47	63	78
营业成本	160	180	230	298	营运资金变动	5	-12	-8	-19
营业税金及附加	8	9	12	16	经营活动现金流	216	264	349	445
销售费用	88	119	159	214	资本开支	-140	-70	-94	-62
管理费用	27	30	43	59	投资	0	-1	-1	0
财务费用	-13	-4	-7	-10	投资活动现金流	-139	-69	-93	-61
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	0	40	0	0
投资收益	0	2	2	2	债务募资	50	0	0	0
营业利润	223	260	335	439	筹资活动现金流	48	38	-2	-2
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	125	233	254	382
利润总额	223	259	334	439	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	27	31	41	53	<b>成长能力</b>				
净利润	196	228	294	386	营业收入增长率	15.9%	20.3%	30.0%	31.3%
归属于母公司净利润	196	228	294	386	净利润增长率	52.2%	16.4%	28.6%	31.5%
YoY (%)	52.2%	16.4%	28.6%	31.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.64	1.43	1.84	2.41	毛利率	67.8%	69.8%	70.3%	70.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	39.6%	38.3%	37.9%	37.9%
货币资金	487	720	974	1,356	总资产收益率 ROA	20.0%	17.7%	18.0%	18.6%
预付款项	14	25	28	34	净资产收益率 ROE	26.4%	22.6%	22.5%	22.8%
存货	130	169	211	266	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	40	40	50	69	流动比率	<b>3.36</b>	<b>4.01</b>	<b>4.43</b>	<b>4.99</b>
流动资产合计	671	954	1,264	1,725	速动比率	2.63	3.19	3.59	4.12
长期股权投资	3	3	5	5	现金比率	2.44	3.02	3.41	3.92
固定资产	97	100	103	67	资产负债率	24.3%	21.5%	19.9%	18.5%
无形资产	52	69	92	107	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	310	334	365	350	总资产周转率	0.50	0.46	0.48	0.49
资产合计	982	1,288	1,629	2,075	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	50	50	50	50	每股收益	1.64	1.43	1.84	2.41
应付账款及票据	16	25	32	37	每股净资产	4.65	6.32	8.16	10.58
其他流动负债	134	163	204	259	每股经营现金流	1.35	1.65	2.18	2.78
流动负债合计	200	238	285	346	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	38	38	38	38	PE	29.45	33.83	26.30	20.01
非流动负债合计	38	38	38	38	PB	0.00	7.64	5.92	4.57
负债合计	238	276	324	384					
股本	120	160	160	160					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
股东权益合计	743	1,012	1,305	1,691					
负债和股东权益合计	982	1,288	1,629	2,075					

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

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。

### 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。