

翔宇医疗 (688626.SH) 盈利能力稳步提升, 看好公司成长潜力

2021年11月01日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

日期	2021/11/1
当前股价(元)	48.30
一年最高最低(元)	124.87/42.30
总市值(亿元)	77.28
流通市值(亿元)	18.55
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.38
近3个月换手率(%)	272.8

● 收入、利润增速阶段性放缓, Q4 业绩有望环比改善

10月29日,公司发布2021年三季报:公司实现营收3.51亿元人民币(+12.10%);归母净利润1.31亿元(+13.33%);扣非后归母净利润0.96亿元(+9.46%);经营现金流净额0.71亿元(-19.29%);EPS0.87元/股。考虑到公司处于快速扩张阶段及战略调整期,业绩符合我们的预期。考虑到公司战略转型阶段性费用提升,我们下调对公司的盈利预测,预计2021-2023年归母净利润由2.58/3.31/4.26亿元调整为2.39/3.24/4.22亿元, EPS分别为1.49/2.03/2.64元,当前股价对应P/E分别为32.4/23.8/18.3倍。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,维持“买入”评级。

● 盈利能力稳步提升, 业务扩张期费用正常提升, 持续加大研发投入

从毛利率看,2021Q1-3公司毛利率为69.08%(+2.92pct),净利率39.61%(+0.17pct)。分季度看,公司Q1/Q2/Q3毛利率分别为69.63%(+3.18pct)、69.30%(+1.63pct)、68.48%(+3.92pct);净利率分别为33.71%(+2.01pct)、44.72%(-2.18pct)、33.27%(+2.89pct)。前3季度公司毛利率、净利率均实现提升,尤其Q3提升显著,公司盈利能力稳步提升。公司加大经营费用投入,推进公司快速扩张。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。2021Q1-3公司研发费用投入4,566万元,较2020年同期相比研发投入增加了30.05%,研发费用率提升1.8pct至13.01%。

● IPO 资金改善资产结构, 拓宽产品线、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) 研发实力强,产品线有望持续拓宽。(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。(4) 建设信息化平台提升业务及管理效率。

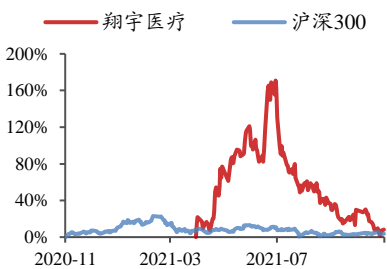
● 风险提示: 综合医院康复科建设低于预期, 公司新产品推广不及预期。

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	620	812	1,058
YOY(%)	19.1	15.9	25.2	30.8	30.3
归母净利润(百万元)	129	196	239	324	422
YOY(%)	60.6	52.2	21.6	35.8	30.3
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	38.5	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	25.5	26.0	25.6
EPS(摊薄/元)	0.81	1.23	1.49	2.03	2.64
P/E(倍)	59.9	39.4	32.4	23.8	18.3
P/B(倍)	14.1	10.4	8.2	6.2	4.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-战略调整期增速阶段性放缓,仍看好公司成长潜力》-2021.8.25

《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

目 录

1、 收入、利润增速阶段性放缓，Q4 业绩有望环比改善.....	3
2、 盈利能力稳步提升，业务扩张期费用正常提升，持续加大研发投入.....	3
3、 IPO 资金改善资产结构，拓宽产品线、布局高端产品、建设信息化平台助力长期稳健增长.....	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、收入、利润增速阶段性放缓，Q4 业绩有望环比改善

分季度看,公司 Q1/Q2/Q3 收入分别为 1.01 亿元(+53.83%)、1.16 亿元(-3.62%)、1.34 亿元(+5.50%); 归母净利润分别为 0.34 亿(+64.20%)、0.52 亿元(-7.53%)、0.45 亿元(+16.41%); 扣非净利润分别为 0.29 亿元、0.29 亿元、0.38 亿元。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,2020Q1 部分订单受到疫情影响延期至 Q2 发货,2021Q1 增速高、Q2 增速放缓,Q3 逐步恢复但受到一定疫情影响,从 2020 年单季度归母净利润来看,公司 2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 0.21/0.56/0.39/0.80 亿元,我们预计 2021 年 Q4 业绩占比较高,有望环比改善。

2、盈利能力稳步提升,业务扩张期费用正常提升,持续加大研发投入

从毛利率看,2021Q1-3 公司毛利率为 69.08% (+2.92pct),净利率 39.61% (+0.17pct)。分季度看,公司 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 69.63% (+3.18pct)、69.30% (+1.63pct)、68.48% (+3.92pct);净利率分别为 33.71% (+2.01pct)、44.72% (-2.18pct)、33.27% (+2.89pct)。前 3 季度公司毛利率、净利率均实现提升,尤其 Q3 提升显著,公司盈利能力稳步提升。

公司加大经营费用投入,推进公司快速扩张。从费用端来看,2021Q1-3 公司销售费用 7,962 万元(+37.99%),销售费用率 22.69% (+4.26pct),主要是市场推广费用、职工薪酬增加所致;管理费用 2,251 万元(+21.45%),管理费用率 19.42% (+2.29pct),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-1,514 万元(-189.57%),财务费用率-4.31% (-2.76pct),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。2021Q1-3 公司研发费用投入 4,566 万元,较 2020 年同期相比研发投入增加了 30.05%,研发费用率提升 1.8pct 至 13.01%。

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

(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 2021Q3,公司负债合计 1.68 亿元,较 2020 年底 2.38 亿元减少 0.7 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) 研发实力强,产品线有望持续拓宽:Q3 公司新增 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,累计获得专利 992 项;新增软件著作权 15 项,累计获得 85 项;主导完成参评“平衡功能评估与训练关键技术研究及产业化”项目,该项目于 2021 年 10 月 25 日荣获中国康

复医学会科学技术一等奖。

(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) 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。

4、盈利预测

考虑到公司战略转型阶段性费用提升，我们下调对公司的盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润由 2.58/3.31/4.26 亿元调整为 2.39/3.24/4.22 亿元，EPS 分别为 1.49/2.03/2.64 元，当前股价对应 P/E 分别为 32.4/23.8/18.3 倍。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，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	620	812	1,058
YOY(%)	19.1	15.9	25.2	30.8	30.3
归母净利润(百万元)	129	196	239	324	422
YOY(%)	60.6	52.2	21.6	35.8	30.3
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	38.5	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	25.5	26.0	25.6
EPS(摊薄/元)	0.81	1.23	1.49	2.03	2.64
P/E(倍)	59.9	39.4	32.4	23.8	18.3
P/B(倍)	14.1	10.4	8.2	6.2	4.7

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	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	549	671	981	1194	1637	营业收入	427	496	620	812	1058
现金	364	487	756	942	1333	营业成本	144	160	169	190	212
应收票据及应收账款	16	29	27	46	50	营业税金及附加	6	8	10	13	16
其他应收款	1	3	2	4	4	营业费用	94	88	129	169	226
预付账款	20	14	29	27	46	管理费用	31	27	43	56	70
存货	143	130	158	166	196	研发费用	41	52	74	97	127
其他流动资产	4	9	9	9	9	财务费用	-5	-13	-16	-20	-27
非流动资产	175	310	311	351	389	资产减值损失	-3	-2	0	0	0
长期投资	3	3	2	1	0	其他收益	34	53	65	65	50
固定资产	98	97	91	123	157	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	45	52	60	70	76	投资净收益	2	-0	1	1	1
其他非流动资产	30	159	157	157	157	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	724	982	1292	1545	2026	营业利润	147	223	277	373	485
流动负债	145	200	276	220	298	营业外收入	1	0	0	0	0
短期借款	0	50	50	50	50	营业外支出	0	1	1	1	1
应付票据及应付账款	25	16	27	21	33	利润总额	147	223	277	373	485
其他流动负债	120	134	199	149	215	所得税	19	27	38	49	62
非流动负债	32	38	38	38	38	净利润	129	196	239	324	422
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	32	38	38	38	38	归母净利润	129	196	239	324	422
负债合计	177	238	314	259	336	EBITDA	146	222	270	362	468
少数股东权益	0	-0	-0	-1	-1	EPS(元)	0.81	1.23	1.49	2.03	2.64
股本	120	120	160	160	160						
资本公积	285	285	285	285	285	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	142	338	563	864	1249	成长能力					
归属母公司股东权益	547	744	978	1287	1691	营业收入(%)	19.1	15.9	25.2	30.8	30.3
负债和股东权益	724	982	1292	1545	2026	营业利润(%)	56.7	51.8	24.0	34.8	29.8
						归属于母公司净利润(%)	60.6	52.2	21.6	35.8	30.3
						获利能力					
						毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
						净利率(%)	30.2	39.6	38.5	39.9	39.9
						ROE(%)	23.6	26.4	25.5	26.0	25.6
						ROIC(%)	20.6	22.4	22.0	22.8	22.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	24.4	24.3	24.3	16.7	16.6
						净负债比率(%)	-60.8	-53.8	-71.4	-68.6	-75.5
						流动比率	3.8	3.4	3.6	5.4	5.5
						速动比率	2.6	2.6	2.8	4.5	4.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.5	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	1.49	2.03	2.64
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.35	1.66	1.45	2.71
						每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.65	5.86	7.80	10.32
						估值比率					
						P/E	59.9	39.4	32.4	23.8	18.3
						P/B	14.1	10.4	8.2	6.2	4.7
						EV/EBITDA	50.5	33.0	26.1	19.0	13.8

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	156	216	266	232	433
净利润	129	196	239	324	422
折旧摊销	10	11	9	11	15
财务费用	-5	-13	-16	-20	-27
投资损失	-2	0	-1	-1	-1
营运资金变动	17	5	35	-82	25
其他经营现金流	7	16	0	0	0
投资活动现金流	189	-139	-9	-51	-51
资本支出	21	140	1	42	39
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	5	9
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	5	9
现金净增加额	342	125	269	186	391

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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的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	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	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