

2022年04月27日

翔宇医疗 (688626.SH)

公司快报

康复产业大发展逻辑未改，但疫情预计已经成为影响公司短期业绩的重要变量之一

投资要点

◆ **事件：** 公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报。2021 年，公司实现营收 5.23 亿元、同比增长 5.65%，归母净利润 2.02 亿元、同比增长 2.87%；2022Q1，公司实现营业收入 0.85 亿元、同比增长-15.57%，归母净利润 0.09 亿元、同比增长-72.25%。

◆ 公司于今年 2 月已经披露业绩快报，本次年报披露业绩与快报预测基本一致。我们维持之前的判断，2021Q4 业绩增速边际下降的主要原因或主要在于疫情突发影响；同时，公司在 2021 年上半年明显地扩张举措也带来了当年费用的较快增长。

1) 疫情拖累公司 21Q4 业绩表现；2021Q4 因受到河南地区三季度和四季度间发性新冠疫情影响，公司正常商业活动受到了明显影响，同时，作为公司年度项目招商的主要平台-国际康复设备博览会推迟到直至去年 12 月初才正式召开，预计对于公司订单获取造成了一定负面影响；2) 2021 年公司员工数量明显扩编，预计增加了公司的刚性开支；根据公司财报，截至 2021 年末，公司员工人数较 2021 年初增长 19.25%，达到 1561 人，扩编 252 人；而其中，至 2021 年上半年，公司人员数量就已经达到 1487 人。3) 费用端来看，2021 年公司销售费用/管理费用/研发费用较上年分别增长 23.56%/20.25%/33.08%，费用增幅均超越同期收入增长。

◆ **2022Q1 公司业绩出现明显下滑，预计和河南、及全国各地疫情扰动有明显关系；**同时，考虑到目前国内疫情防控依旧严峻，22Q2 公司正常的经营活动预计依旧会受到一定影响。22Q1 公司季度营业收入下滑 15.57%（21Q4 季度营业收入同比下滑 5.43%），季度归母净利润同比下滑 72.25%（21Q4 季度归母净利润同比下滑 12.24%），公司季度业绩边际再降；我们倾向于主要原因与 22 年开年以来全国各地疫情频繁爆发有明显关系。1) 2022 年 1 月，河南爆发疫情，公司所在区域安阳市即成为疫情震中，公司正常的生产和销售等经营活动都受到了明显影响；根据 1 月 30 日安阳市疫情防控指挥部发布，截至 1 月 29 日 24 时，本轮疫情安阳市累计报告确诊病例 468 例。2) 进入 2 月和 3 月，以深圳、上海为首的珠三角、长三角重要城市陆续爆发疫情，全国各地均进入严控疫情的工作生活节奏，医院对于康复器械的采购活动及康复关联科室的建设项目预计难免受到影响；而截至目前，上海疫情尚未完全得到控制。

◆ 放长一些周期来看，康复产业大发展的逻辑并未被破坏；疫情等短期因素只是影响了康复产业建设的投入节奏。2021 年下半年开始，政策持续发力推进康复产业建设发展。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 8 月，国家医保局、卫健委、发改委等发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，将“部分中医服务等列入通用型医疗服务目录清单”，中医康复设备系列在临床每个科室有望进行规模化应用；2021 年 10 月，国家卫生健康委办公厅发布《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》，将 15 个省份纳入试点；

医药 | 医疗器械 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2022-04-27)

29.02 元

交易数据

总市值(百万元) 4,643.20

流通市值(百万元) 1,477.37

总股本(百万股) 160.00

流通股本(百万股) 50.91

12 个月价格区间 27.09/124.87 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001

lihui1@huajinsec.cn

相关报告

翔宇医疗：业绩快报：21Q4 业绩或因疫情拖累不达预期 2022-02-22

翔宇医疗：Q3 业绩增速边际好转，基本复合预期 2021-10-31

翔宇医疗：康复产业建设潮将至，公司积淀已深正蓄势待发 2021-09-29

2021 年 12 月，工业和信息化部等 10 部委联合印发《“十四五”医疗装备产业发展规划》，要求重点发展针刺、灸疗、康复等中医装备，妇幼健康及保健康复装备等。

◆ **投资建议：**疫情对于公司短期的正常经营活动造成了较大扰动；考虑到当前，上海疫情依旧尚未得到明显缓解，而在奥密克戎的强传播性下全国疫情防控压力也相对较大，作为公司产品主要应用下游的医院、其正常的采购和建设活动可能会存在延缓；基于此预期，我们下调了公司 2022 年盈利预测，预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.18、1.34 和 1.67 元。但从中长期，国家对于康复产业支持并未改变，同时，在我国老龄化背景下康复产业建设的紧迫性也在日益凸显，预计待疫情缓和之后康复产业加速投入还是可期的；结合目前公司 2021 年静态 PE 已经降至 20X+ 区间，我们暂维持公司“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**资本市场波动加剧、疫情超预期、宏观经济下行、政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	496	523	564	675	880
同比增长（%）	15.9	5.6	7.7	19.7	30.4
归母净利润（百万元）	196	202	190	214	268
同比增长（%）	52.2	2.9	-6.1	12.8	25.2
ROE（%）	67.8	68.2	68.3	68.0	67.5
EPS（元）	1.23	1.26	1.18	1.34	1.67
BVPS（元）	26.4	10.4	8.9	9.1	10.3
PE	23.7	23.0	24.5	21.7	17.4
PB	6.2	2.4	2.2	2.0	1.8

数据来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	671	1717	1609	1694	2158	营业收入	496	523	564	675	880
现金	487	830	1,187	1,087	1,394	营业成本	160	166	179	216	286
应收票据及应收账款	30	46	16	64	47	营业税金及附加	8	7	9	10	13
预付账款	14	25	20	30	38	营业费用	88	109	122	142	177
存货	130	159	161	216	286	管理费用	27	32	35	42	55
其他流动资产	10	8	9	9	8	研发费用	52	69	82	99	123
非流动资产	310	466	801	882	818	财务费用	-13	-24	-19	-22	-24
长期投资	3	17	17	17	17	资产减值损失	-2	-3	-2	-2	-2
固定资产	97	94	121	281	455	其他收益	0	0	50	45	45
无形资产	52	209	207	204	202	投资净收益	-0	12	12	12	12
其他非流动资产	150	68	82	87	85	营业利润	223	224	216	244	304
资产总计	982	2183	2410	2576	2975	营业外收入	0	0	1	0	0
流动负债	200	181	234	184	315	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	50	0	0	0	0	利润总额	223	223	216	243	304
应付票据及应付账款	16	36	17	45	40	所得税	27	23	27	30	38
其他流动负债	105	111	83	74	79	税后利润	196	200	189	213	266
非流动负债	38	56	42	45	48	少数股东损益	-0	-2	-1	-1	-2
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	196	202	190	214	268
其他非流动负债	38	56	42	45	48	EBITDA	174	167	218	263	347
负债合计	238	237	275	229	363	主要财务比率					
少数股东权益	-0	11	10	8	6	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	120	160	160	160	160	成长能力					
资本公积	285	1294	1294	1294	1294	营业收入(%)	15.9	5.6	7.7	19.7	30.4
留存收益	338	481	670	884	1152	营业利润(%)	51.8	0.3	-3.6	12.8	25.0
归属母公司股东权益	744	1935	2125	2338	2606	归属于母公司净利润(%)	52.2	2.9	-6.1	12.8	25.2
负债和股东权益	982	2183	2410	2576	2975	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	67.8	68.2	68.3	68.0	67.5
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	39.6	38.6	33.6	31.7	30.4
经营活动现金流	216	166	282	97	412	ROE(%)	26.4	10.4	8.9	9.1	10.3
净利润	196	200	190	214	268	ROIC(%)	119.4	45.0	26.6	21.9	32.8
折旧摊销	11	12	17	37	62	偿债能力					
财务费用	-13	-24	-19	-22	-24	资产负债率(%)	24.3	10.9	11.4	8.9	12.2
投资损失	0	-12	-12	-12	-12	流动比率	3.4	9.5	6.9	9.2	6.8
营运资金变动	-43	70	58	-164	76	速动比率	2.7	8.6	6.2	8.0	5.9
其他经营现金流	64	-80	49	44	43	营运能力					
投资活动现金流	-139	-782	56	-219	-129	总资产周转率	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3
筹资活动现金流	48	955	19	22	24	应收账款周转率	20.7	13.8	18.3	17.1	16.1
						应付账款周转率	25.6	21.3	23.0	23.1	22.0
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.26	1.18	1.34	1.67	P/E	23.7	23.0	24.5	21.7	17.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.04	1.76	0.61	2.58	P/B	6.2	2.4	2.2	2.0	1.8
每股净资产(最新摊薄)	4.65	12.09	13.28	14.61	16.29	EV/EBITDA	0.0	45.3	14.6	12.1	8.0

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn