

翔宇医疗 (688626.SH) 短期因素影响业绩，看好康复政策支持下公司长期发展潜力

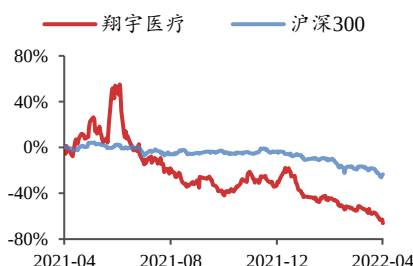
2022 年 04 月 28 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2022/4/28
当前股价(元)	26.41
一年最高最低(元)	124.87/25.20
总市值(亿元)	42.26
流通市值(亿元)	13.45
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.51
近 3 个月换手率(%)	124.59

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-投建郑州康复产业园，顺应康复政策红利，助力引进高端人才》-2021.12.3

《公司信息更新报告-盈利能力稳步提升，看好公司成长潜力》-2021.11.1

《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

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

龙永茂（联系人）

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790121070011

● 短期因素影响收入、利润增速，看好公司长期发展潜力，维持“买入”评级

4 月 27 日，公司发布 2021 年报：2021 年实现营收 5.23 亿元（+5.65%），归母净利润 2.02 亿元（2.87%），扣非净利润 1.52 亿元（-2.37%），经营现金流净额 1.66 亿元（-23.15%）。EPS1.35 元/股（-0.29 元/股，基本每股收益口径）。同日，公司发布 2022 年一季报：2022Q1 实现营业收入 0.85 亿元（-15.57%），实现归母净利润 0.09 亿元（-72.25%），实现扣非净利润 0.05 亿元（-82.69%），经营现金流净额-0.24 亿元（-564.24%），EPS0.06 元/股（-0.15 元/股）。考虑到公司战略转型阶段性费用提升及疫情影响，我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.43（-0.12）/2.93（-0.25）/3.51 亿元，EPS 分别为 1.52/1.83/2.19 元，当前股价对应 P/E 分别为 17.5/14.5/12.1 倍，公司康复器械细分赛道领先，成长空间大，维持“买入”评级。

● “十四五”规划步入第二年，2022 年公司有望受益于康复政策红利

康复政策相继出台，2021 年 6 月国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》以及国家“十四五”规划相继对康复医疗工作提出新的发展目标，政策持续加码，随着“十四五”步入第二年，医疗机构采购康复设备订单有望增厚公司业绩，公司有望充分受益于医疗机构康复医学科建设和升级康复中心带来的增量。

● 扩宽产品线、布局高端产品、投建郑州康复产业园动力长期稳健增长

（1）研发实力强，产品线有望持续拓宽。2021 年公司新增 45 项医疗器械注册证/备案凭证，累积获得 180 项医疗器械注册证/备案凭证。（2）研发高端产品，扩充研发团队，布局长远。公司在研项目布局产后康复低频刺激治疗系统等高端产品。2021 年公司研发人员为 384 人（+75 人），研发人员占比 24.60%（+0.99pct）。（3）投建郑州康复产业园，顺应康复政策红利，助力引进高端人才。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	496	523	630	758	909
YOY(%)	15.9	5.6	20.4	20.2	20.0
归母净利润(百万元)	196	202	242	291	349
YOY(%)	52.2	2.9	19.8	20.2	19.9
毛利率(%)	67.8	68.2	69.7	70.1	72.5
净利率(%)	39.6	38.6	38.4	38.4	38.3
ROE(%)	26.4	10.3	11.3	12.1	12.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.26	1.51	1.82	2.18
P/E(倍)	21.5	20.9	17.5	14.5	12.1
P/B(倍)	5.7	2.2	2.0	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 短期因素影响收入、利润增速，看好公司长期发展潜力.....	3
2、“十四五”规划步入第二年，公司有望受益于康复政策红利.....	3
3、 拓宽产品线、布局高端产品、投建郑州康复产业园动力长期稳健增长.....	4
4、 盈利预测.....	4
5、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

表 1： 翔宇医疗盈利预测.....	5
--------------------	---

1、短期因素影响收入、利润增速，看好公司长期发展潜力

4月27日，公司发布2021年报：2021年实现营收5.23亿元（+5.65%），归母净利润2.02亿元（2.87%），扣非净利润1.52亿元（-2.37%），经营现金流净额1.66亿元（-23.15%）。EPS1.35元/股（-0.29元/股，基本每股收益口径）。同日，公司发布2022年一季报：2022Q1实现营业收入0.85亿元（-15.57%），实现归母净利润0.09亿元（-72.25%），实现扣非净利润0.05亿元（-82.69%），经营现金流净额-0.24亿元（-564.24%），EPS 0.06元/股（-0.15元/股）。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为1.01亿元（+53.83%）、1.16亿元（-3.62%）、1.34亿元（+5.50%）、1.73亿元（-5.43%）；归母净利润分别为0.34亿元（+64.2%）、0.52亿元（-7.53%）、0.45亿元（+16.41%）、0.70亿元（-12.24%）；扣非净利润分别为0.29亿元（+52.63%）、0.29亿元（-0.12%）、0.38亿元（+8.57%）、0.56亿元（-17.65%）；经营现金流净额分别为0.06亿元（+121.28%）、0.31亿元（-64.82%）、0.35亿元（+43.90%）、0.94亿元（-26.26%）。2022Q1实现营业收入0.85亿元（-15.57%），归母净利润0.09亿元（-72.25%），扣非净利润0.05亿元（-82.69%），经营现金流净额-0.24亿元（-564.24%）。

公司收入、利润承压，主要归因于短期因素：（1）2021年Q4及2022年Q1及局部地区疫情影响产品发货；（2）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；（3）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。公司受到短期因素影响收入、利润增速阶段性放缓，随着疫情常态化，国家生产经营活动逐步恢复常态，公司逐步理顺内部管理结构，康复政策支持力度加大，我们看好公司长期发展潜力。

从品类来看，康复理疗设备类2021年营收2.97亿元（+3.63%），康复训练设备类营收1.55亿元（+7.25%），康复评定设备类营收0.21亿元（+10.60%），经营及配件产品营收0.43亿元（+4.04%）。

从盈利能力来看，2021年毛利率68.18%（+0.47pct），其中康复理疗设备类毛利率69.88%（+0.56pct），康复训练设备类毛利率65.04%（+0.39pct），康复评定设备类毛利率77.33%（+0.17pct），经营及配件产品毛利率63.29%（+0.43pct）。2022Q1毛利率68.23%（-1.00pct）。从净利率来看，2021年净利率38.12%（-1.44pct），2022Q1净利率9.79%（-23.92pct）。

从费用端来看，2021年销售费用率为20.84%（+3.02pct），主要是2020年因疫情原因社保减免、费用发生较少，2021年进一步加强销售团队建设，职工薪酬、差旅费、市场推广费等相应增加所致；管理费用率为19.21%（+3.44pct），主要是2020年因疫情原因社保减免、费用发生较少，2021年工资薪酬、中介费用等相关费用增加所致；财务费用率为-4.58%（-2.04pct），主要是利息收入增加导致。2021年的研发费用投入0.69亿元（+33.08%），研发费用率为13.11%（+2.71%），主要由于公司始终重视新产品研发和现有产品技术升级，总部、郑州、天津、南京研发中心规模继续扩大，多项在研项目持续投入。

2、“十四五”规划步入第二年，公司有望受益于康复政策红利

康复政策相继出台，2021年6月国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复

医疗工作发展的意见》以及国家“十四五”规划相继对康复医疗工作提出新的发展目标，政策持续加码，随着“十四五”步入第二年，医疗机构采购康复设备订单有望增厚公司业绩，公司有望充分受益于医疗机构康复医学科建设和升级康复中心带来的增量。

3、拓宽产品线、布局高端产品、投建郑州康复产业园动力长期稳健增长

(1) 研发实力强，产品线有望持续拓宽：2021 年，公司新增 45 项医疗器械注册证/备案凭证，累积获得 180 项医疗器械注册证/备案凭证；新增专利 274 项，累计获得专利 1051 项；新增软件著作权 28 项，累计获得 91 项；新增商标 2 项，累积获得 87 项；新增省级科技成果 14 项，累积获得科技成果 52 项。2022Q1 公司新增 9 项医疗器械注册证/备案凭证，累积获得 189 项医疗器械注册证/备案凭证；新增专利 104 项，累计获得专利 1155 项；新增软件著作权 9 项，累计获得 100 项；新增商标 28 项，累积获得 116 项；新增省级科技成果 5 项，累积获得科技成果 57 项。

(2) 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。2021 年公司研发人员为 384 人（+75 人），研发人员占比 24.60%（+0.99pct），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。

(3) 投建郑州康复产业园，顺应康复政策红利，助力引进高端人才：公司全资子公司河南瑞贝塔医疗科技有限公司于 2021 年 10 月 29 日以“公开拍卖”方式竞得郑州市国有建设用地使用权，成交价为 4,057 万元，使用权出让年期为 50 年，近期将签订出让合同。公司计划投资建设康复医疗器械产业园，项目建设周期预计 30 个月（2021 年 11 月-2024 年 5 月），产业园主要用于在研产品的产业化和现有部分高附加值产品的生产，助力公司更好承接政策支持下康复器械订单增长趋势，吸引高端研发人才。

4、盈利预测

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。考虑到公司战略转型阶段性费用提升及疫情影响，我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.43（-0.12）/2.93（-0.25）/3.51 亿元，EPS 分别为 1.52/1.83/2.19 元，当前股价对应 P/E 分别为 17.5/14.5/12.1 倍，公司康复器械细分赛道领先，成长空间大，维持“买入”评级。

表1：翔宇医疗盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	496	523	630	758	909
YoY(%)	15.9	5.6	20.4	20.2	20.0
净利润(百万元)	196	202	242	291	349
YoY(%)	52.2	2.9	19.8	20.2	19.9
毛利率(%)	67.8	68.2	69.7	70.1	72.5
净利率(%)	39.6	38.6	38.4	38.4	38.3
ROE(%)	26.4	10.3	11.3	12.1	12.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.26	1.51	1.82	2.18
P/E(倍)	21.5	20.9	17.5	14.5	12.1
P/B(倍)	5.7	2.2	2.0	1.8	1.6

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	671	1717	1816	2036	2245
现金	487	830	918	1058	1273
应收票据及应收账款	29	42	43	59	64
其他应收款	3	4	4	6	6
预付账款	14	25	22	35	33
存货	130	159	173	222	213
其他流动资产	9	656	656	656	656
非流动资产	310	466	538	611	695
长期投资	3	17	30	44	57
固定资产	97	94	127	158	188
无形资产	52	209	246	284	331
其他非流动资产	159	147	134	125	119
资产总计	982	2183	2354	2647	2939
流动负债	200	181	173	206	189
短期借款	50	0	0	0	0
应付票据及应付账款	16	36	24	47	31
其他流动负债	134	145	149	159	158
非流动负债	38	56	56	56	56
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	56	56	56	56
负债合计	238	237	229	262	244
少数股东权益	-0	11	10	8	7
股本	120	160	160	160	160
资本公积	285	1294	1294	1294	1294
留存收益	338	481	690	932	1207
归属母公司股东权益	744	1935	2116	2377	2688
负债和股东权益	982	2183	2354	2647	2939

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	216	166	206	229	321
净利润	196	200	241	289	347
折旧摊销	11	12	13	17	21
财务费用	-13	-24	-24	-27	-31
投资损失	0	-12	-4	-5	-5
营运资金变动	5	-37	-20	-47	-11
其他经营现金流	16	28	0	0	0
投资活动现金流	-139	-782	-81	-86	-100
资本支出	140	134	58	60	70
长期投资	0	-14	-14	-13	-13
其他投资现金流	0	-662	-36	-39	-43
筹资活动现金流	48	955	-37	-3	-6
短期借款	50	-50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	1009	0	0	0
其他筹资现金流	-2	-44	-37	-3	-6
现金净增加额	125	339	89	140	214

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	496	523	630	758	909
营业成本	160	166	191	227	250
营业税金及附加	8	7	9	11	13
营业费用	88	109	130	148	174
管理费用	27	32	42	48	56
研发费用	52	69	76	91	109
财务费用	-13	-24	-24	-27	-31
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
其他收益	53	52	65	65	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	12	4	5	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	223	224	275	329	393
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	223	223	275	328	393
所得税	27	23	34	39	46
净利润	196	200	241	289	347
少数股东损益	-0	-2	-1	-1	-2
归母净利润	196	202	242	291	349
EBITDA	222	210	262	316	379
EPS(元)	1.23	1.26	1.51	1.82	2.18

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.9	5.6	20.4	20.2	20.0
营业利润(%)	51.8	0.3	23.0	19.4	19.6
归属于母公司净利润(%)	52.2	2.9	19.8	20.2	19.9
获利能力					
毛利率(%)	67.8	68.2	69.7	70.1	72.5
净利率(%)	39.6	38.6	38.4	38.4	38.3
ROE(%)	26.4	10.3	11.3	12.1	12.9
ROIC(%)	22.4	8.9	10.1	10.8	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.3	10.9	9.7	9.9	8.3
净负债比率(%)	-53.8	-39.9	-40.7	-42.1	-45.2
流动比率	3.4	9.5	10.5	9.9	11.9
速动比率	2.6	8.4	9.3	8.6	10.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	22.1	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转率	7.8	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.26	1.51	1.82	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.04	1.29	1.43	2.00
每股净资产(最新摊薄)	4.65	12.09	13.23	14.86	16.80
估值比率					
P/E	21.5	20.9	17.5	14.5	12.1
P/B	5.7	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.2	13.4	10.4	8.2	6.2

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