

翔宇医疗(688626)

报告日期: 2022年08月20日

## 短期承压, 长期看好

### ——翔宇医疗 2022 年中报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 国内疫情扰动, 短期业绩承压

**2022 年 H1:** 公司实现营业收入 2.2 亿元, 同比增长 1.88%; 归母净利润 4000 万元, 同比下降 53.67%; 扣非归母净利润 2566 万元, 同比下降 55.60%。扣非归母净利润率 11.62%, 同比下降 15.03pct。

**2022 年 Q2:** 公司实现营业收入 1.36 亿元, 同比增长 17.04%; 归母净利润 3053 万元, 同比下降 41.52%; 扣非归母净利润 2065 万元, 同比下降 28.43%。

##### □ 成长性分析: 平台属性打造核心优势, 短期承压, 长期看好。

2022 年上半年, 在国内多地散发疫情影响下, 由于康复就医需求不具紧急性, 医疗机构部分订单和采购计划有所延期, 使得公司业绩短期承压。另外, 公司进一步加强研发和销售投入, 使得研发费用、销售费用上升、叠加收到的政府补助减少, 导致净利润下降; 尽管如此, 我们仍持续看好公司作为平台型康复龙头企业, 在国内疫情逐步缓解、康复政策落地加速推进下, 其长期发展的潜力。

**主要体现在:** ①**产品广度处于领先地位:** 我们认为, 我国康复医疗体系建设仍处于早期快速发展阶段, 在企业跑马圈地的大背景下, 产品广度在前期开拓空白市场中的重要意义尤为凸显。截至 2022H1, 公司专利已突破 1200 项, 并在康复医疗器械领域形成 20 大系列、500 多种相对完整及丰富的产品矩阵, 处于市场绝对领先的地位。②**销售网络已形成广度和梯度全覆盖:** 公司在全国 31 个省级行政区域拥有 500 余家代理商, 销售范围覆盖全国 300 余个地级行政区, 市场区域覆盖率较高, 并依据康复政策指引, 组建基层医疗事业部, 将销售渠道有效下沉, 形成了销售网络广度和梯度的全覆盖。③**产品结构的持续优化:** 公司拥有较高毛利率的高端产品如体外冲击波、激光磁场理疗仪、极超短波治疗仪等产品占比稳步提升, 同时公司持续加大研发投入, 不断拓宽业务边界 (包括产后康复、机器人)、产品技术壁垒得到持续提升。我们认为, 随着 2022 年疫情的逐步缓解、积压的采购需求逐步释放、2023 年全国 15 个康复医疗服务试点工作结束并推广到全国, 公司短期业绩压力有望得到明显缓解, 看好政策利好下叠加平台属性优势, 公司长期的发展潜力。

##### □ 盈利能力分析: 短期波动, 看好边际修复

2022H1 公司销售毛利率 67.86%, 同比下降 1.59pct, 销售净利率 17.08%, 同比下降 22.53pct, 主要系公司进一步加强研发和销售投入, 以及收到的政府补助减少 (去年同期政府补助约为 3166 万元, 本期政府补助约 1277 万元, 同比减少 59.65%)。其中研发费用同比增加 48.82%, 研发费用率同比提升 6.22pct, 销售费用同比增加 39.93%, 销售费用率同比提升 8.56pct。 **经营质量:** 2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 1828 万元, 较上年同期减少 49.61%, 主要受疫情扰动下, 净利润收入减少及存货增加影响 (存货周转率同比小幅下降 0.08pct)。我们预计随着疫情影响的逐步缓解, 公司销售收入逐步恢复并摊薄费用, 净利率及经营性现金流有望得到较快提升和改善, 另外, 毛利率在高端产品占比稳步提升下, 仍有进一步提升空间。

##### □ 盈利预测与估值:

我们认为, 随着国家康复政策的加速推进, 康复市场需求将会得到快速释放。而公司早期跑马圈地占据的先发优势, 叠加公司持续提升的盈利能力, 也将助力公司瓜分更多的市场份额。我们认为随着疫情影响的逐步消散, 以及行业的加速发展, 2022-2024 年公司收入端有望达到 5.75、6.94、8.57 亿元, 对应同比增速为 9.80%、20.77%、23.39%; 实现归母净利润 1.64、2.17、2.96 亿元, 同比

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

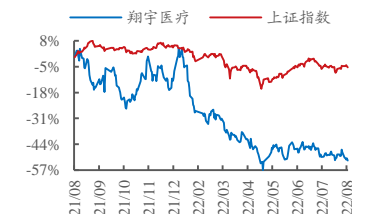
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 29.04
总市值(百万元)	4,646.40
总股本(百万股)	160.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《翔宇医疗: 康复利好正加速, 行业龙头踏通途》

2022.03.15

增长-18.71%、32.43%、36.39%，对应 EPS 为 0.82、1.09、1.48 元/股，当前股价对应 PE 为 35、27 及 20 倍，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**

政策落地及执行不及预期风险；技术创新或新产品研发失败风险；市场竞争加剧的风险；行业政策变动风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	523.50	574.81	694.19	856.58
(+/-) (%)	5.65%	9.80%	20.77%	23.39%
归母净利润	201.90	164.13	217.35	296.45
(+/-) (%)	2.87%	-18.71%	32.43%	36.39%
每股收益(元)	1.01	0.82	1.09	1.48
P/E	28.77	35.39	26.72	19.59

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1717	2837	2772	2737
现金	830	2113	2074	2126
交易性金融资产	648	500	400	300
应收账款	42	38	37	32
其它应收款	4	3	5	6
预付账款	25	22	22	27
存货	159	153	224	238
其他	8	9	9	9
<b>非流动资产</b>	466	635	943	1295
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	17	10	13	11
固定资产	94	150	285	469
无形资产	209	290	408	507
在建工程	77	118	179	252
其他	70	68	58	55
<b>资产总计</b>	2183	3472	3714	4033
<b>流动负债</b>	181	168	191	213
短期借款	0	0	0	0
应付款项	36	29	33	38
预收账款	0	0	0	0
其他	145	139	157	175
<b>非流动负债</b>	56	43	46	48
长期借款	0	0	0	0
其他	56	43	46	48
<b>负债合计</b>	237	210	237	261
少数股东权益	11	10	9	6
归属母公司股东权益	1935	3252	3469	3766
<b>负债和股东权益</b>	2183	3472	3714	4033

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	166	143	176	319
净利润	200	163	216	294
折旧摊销	12	14	26	44
财务费用	(24)	(20)	(20)	(25)
投资损失	(12)	(6)	(9)	(7)
营运资金变动	1	(13)	13	18
其它	(11)	4	(50)	(5)
<b>投资活动现金流</b>	(782)	(32)	(235)	(292)
资本支出	(66)	(110)	(220)	(300)
长期投资	(14)	7	(4)	2
其他	(702)	71	(11)	6
<b>筹资活动现金流</b>	955	1173	20	25
短期借款	(50)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1005	1173	20	25
<b>现金净增加额</b>	339	1283	(38)	52

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	523	575	694	857
营业成本	166	181	218	268
营业税金及附加	7	7	9	11
营业费用	109	149	167	180
管理费用	32	40	45	54
研发费用	69	90	94	99
财务费用	(24)	(20)	(20)	(25)
资产减值损失	5	6	7	8
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	12	6	9	7
其他经营收益	52	55	58	60
<b>营业利润</b>	224	183	242	330
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	223	182	241	328
所得税	23	19	25	34
<b>净利润</b>	200	163	216	294
少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(2)
<b>归属母公司净利润</b>	202	164	217	296
EBITDA	222	182	252	353
EPS (最新摊薄)	1.01	0.82	1.09	1.48

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.65%	9.80%	20.77%	23.39%
营业利润	0.32%	-18.12%	32.10%	36.02%
归属母公司净利润	2.87%	-18.71%	32.43%	36.39%
<b>获利能力</b>				
毛利率	68.23%	68.50%	68.64%	68.75%
净利率	38.12%	28.42%	31.13%	34.35%
ROE	15.02%	6.30%	6.45%	8.18%
ROIC	9.74%	4.61%	5.84%	7.34%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	10.86%	6.06%	6.37%	6.46%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	9.46	16.92	14.53	12.88
速动比率	8.58	16.01	13.35	11.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.33	0.20	0.19	0.22
应收账款周转率	14.97	13.63	15.07	17.07
应付账款周转率	6.78	6.00	7.55	8.20
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.01	0.82	1.09	1.48
每股经营现金	0.83	0.71	0.88	1.59
每股净资产	12.09	16.26	17.35	18.83
<b>估值比率</b>				
P/E	28.77	35.39	26.72	19.59
P/B	2.40	1.79	1.67	1.54
EV/EBITDA	34.39	17.62	13.27	9.61

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>