

天智航(688277)

手术量快速增长，未来盈利可期

行业：医药生物/医疗器械
 投资评级：增持（维持）
 当前价格：14.57元
 目标价格：17.07元

事件：

公司发布2023年半年报。2023H1公司实现营业收入0.82亿元，同比增长34.41%；归母净利润亏损0.37亿元，同比亏损缩窄16.48%；扣非归母净利润亏损0.81亿元，同比亏损扩大37.57%。其中Q2实现营收0.42亿元，同比下降3.15%；归母净利润亏损0.45亿元，亏损扩大。

手术量快速增长有望带动耗材收入持续增加

二季度收入增速有所放缓，我们预计主要由于设备收入短期具有波动性，而耗材收入随着手术量提升有望快速增长。上半年公司骨科手术机器人开展的手术数量超过1万例，同比增长超过70%。除传统销售模式外，公司积极推进与医疗机构联合建设骨科手术机器人微创手术中心（即购买技术服务）模式的业务拓展，已经以新合作模式实现了多台骨科手术机器人的装机。随着耗材及合作模式逐步贡献收入，公司收入有望持续稳定增长。

持续加大研发，不断推出新产品提高竞争力

上半年公司研发投入0.59元，同比增长13.99%，研发费用率71.85%，持续较高水平。各项研发进展顺利：关节医学图像处理软件已取得第二类医疗器械注册证；TKA（全膝关节置换机器人）已取得第三类医疗器械注册证；THA（全髋关节置换机器人）注册已受理；基于天玑2.0研发的国际版CE认证工作正在推进；新一代骨科手术机器人研发项目已立项；基于天玑2.0联合强生医疗研发的ViperPrime以及Verse手术工具可视化注册已受理。随着同时具备多重功能的一体机新产品上市，公司有望持续提升产品竞争力、获取更大市场份额。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为2.25/3.07/3.97亿元，增速分别为43.91%/36.54%/29.50%，三年复合增速为36.52%，对应PS分别为29/21/16倍。由于公司各项费用尤其是研发和销售费用较高，同时存在股份支付费用，预计公司2023-2025年归母净利润分别为-0.96/-0.64/-0.25亿元。考虑公司是国内骨科手术机器人龙头，产品布局领先，同时探索技术服务收费模式，有望提高公司盈利稳定性，参考可比公司估值，我们给予公司2024年25倍PS，目标价为17.07元，维持“增持”评级。

风险提示：市场开拓不及预期风险；竞争加剧导致产品降价风险；机器人手术收费纳入医保不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	449.39/309.73
流通A股市值(百万元)	4,512.81
每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	19.36
一年内最高/最低(元)	19.78/11.23

股价相对走势



作者

分析师：郑薇
 执业证书编号：S0590521070002
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn
 分析师：许津华
 执业证书编号：S0590523070004
 邮箱：xujh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	156	156	225	307	397
增长率(%)	14.80%	0.11%	43.91%	36.54%	29.50%
EBITDA(百万元)	-65	-95	-24	8	36
归母净利润(百万元)	-80	-111	-96	-64	-25
增长率(%)	-46.74%	-38.34%	13.39%	33.62%	60.58%
EPS(元/股)	-0.18	-0.25	-0.21	-0.14	-0.06
市盈率(P/E)	-81.9	-59.2	-68.4	-103.0	-261.2
市净率(P/B)	6.5	6.3	5.0	5.2	5.3
EV/EBITDA	-162.3	-46.9	-234.8	734.0	154.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年08月22日收盘价

相关报告

1、《医药生物：国产手术机器人进入商业化时代》
 2023.07.30

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	287	211	520	503	517	营业收入	156	156	225	307	397
应收账款+票据	35	32	43	59	77	营业成本	50	54	70	93	119
预付账款	6	13	13	18	23	营业税金及附加	1	0	1	2	2
存货	38	44	55	73	94	营业费用	71	91	105	110	116
其他	141	73	72	84	97	管理费用	171	188	206	229	248
流动资产合计	507	373	703	738	808	财务费用	-1	-1	1	0	-1
长期股权投资	20	22	21	20	19	资产减值损失	0	-1	-1	-1	-2
固定资产	112	279	236	192	148	公允价值变动收益	1	1	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	3	-1	47	49	49
无形资产	8	7	6	4	3	其他	28	34	32	33	33
其他非流动资产	632	725	717	707	707	营业利润	-104	-144	-80	-47	-8
非流动资产合计	772	1034	979	924	878	营业外净收益	0	0	0	0	0
资产总计	1279	1407	1682	1661	1686	利润总额	-105	-144	-80	-47	-8
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	-22	-32	17	18	18
应付账款+票据	14	29	27	39	51	净利润	-83	-112	-97	-65	-25
其他	99	130	150	197	249	少数股东损益	-3	-2	-1	-1	0
流动负债合计	113	158	177	235	299	归属于母公司净利润	-80	-111	-96	-64	-25
长期带息负债	48	62	46	30	16						
长期应付款	0	0	0	0	0	财务比率					
其他	50	69	69	69	69		2021	2022	2023E	2024E	2025E
非流动负债合计	98	131	115	100	86	成长能力					
负债合计	211	289	292	335	385	营业收入	14.80%	0.11%	43.91%	36.54%	29.50%
少数股东权益	61	74	72	72	71	EBIT	-51.73%	-36.29%	45.60%	40.43%	81.85%
股本	420	420	449	449	449	EBITDA	-21.57%	-46.44%	74.49%	131.99%	371.88%
资本公积	671	668	1009	1009	1009	归属于母公司净利润	-46.74%	-38.34%	13.39%	33.62%	60.58%
留存收益	-84	-45	-140	-204	-229	获利能力					
股东权益合计	1068	1118	1391	1326	1301	毛利率	67.98%	65.66%	69.04%	69.69%	69.94%
负债和股东权益总计	1279	1407	1682	1661	1686	净利率	-52.97%	-71.92%	-43.23%	-21.02%	-6.40%
						ROE	-7.94%	-10.60%	-7.27%	-5.07%	-2.04%
						ROIC	-55.26%	-28.21%	-19.89%	-14.91%	-7.01%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	16.53%	20.57%	17.34%	20.17%	22.84%
净利润	-83	-112	-97	-65	-25	流动比率	4.5	2.4	4.0	3.1	2.7
折旧摊销	42	50	55	55	45	速动比率	4.0	1.9	3.5	2.6	2.2
财务费用	-1	-1	1	0	-1	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-3	-6	-11	-18	-21	应收账款周转率	5.0	4.8	5.4	5.4	5.4
营运资金变动	-8	3	-3	8	7	存货周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
其它	-24	-22	-20	-13	-11	总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
经营活动现金流	-78	-88	-75	-33	-5	每股指标(元)					
资本支出	-201	-40	0	0	0	每股收益	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
长期投资	128	66	0	0	0	每股经营现金流	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0
其他	-26	-17	31	32	32	每股净资产	2.2	2.3	2.9	2.8	2.7
投资活动现金流	-99	10	31	32	32	估值比率					
债权融资	48	13	-16	-15	-14	市盈率	-81.9	-59.2	-68.4	-103.0	-261.2
股权融资	1	0	30	0	0	市净率	6.5	6.3	5.0	5.2	5.3
其他	-54	-12	339	0	1	EV/EBITDA	-162.3	-46.9	-234.8	734.0	154.8
筹资活动现金流	-5	1	353	-15	-13	EV/EBIT	-98.7	-30.6	-71.9	-120.8	-662.2
现金净增加额	-181	-76	308	-16	14						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 08 月 22 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼