

翔宇医疗 (688626.SH)
2023 年业绩快速增长，康复赛道长逻辑坚挺

2024 年 04 月 19 日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）

日期	2024/4/18
当前股价(元)	37.12
一年最高最低(元)	58.43/32.59
总市值(亿元)	59.39
流通市值(亿元)	59.39
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	1.60
近 3 个月换手率(%)	50.46

余汝意（分析师）

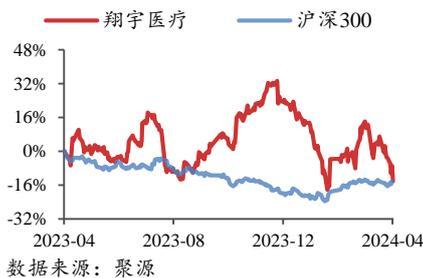
yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

司乐致（分析师）

silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790523110003

股价走势图

相关研究报告

《业绩高速增长，综合实力强步入发展快车道——公司信息更新报告》-2023.8.8

《拟推行股权激励计划，彰显成长信心——公司信息更新报告》-2023.7.20

《2023Q1 业绩超预期，厚积薄发迎来业绩拐点之年——公司信息更新报告》-2023.5.3

● **2023 年业绩快速增长，全系列康复解决方案市场优势突出，维持“买入”评级**
 2023 年公司实现营收 7.45 亿元 (+52.46%)，归母净利润 2.27 亿元 (+81.03%)，扣非净利润 2.04 亿元 (+162.31%)，毛利率 68.62% (+2.35pct)，净利率 30.65% (+5.41pct)，经营活动现金流净额 2.28 亿元。分产品，物理康复医疗设备收入 4.59 亿元 (+56.27%)，毛利率 70.08% (+2.68pct)；康复训练器械收入 2.05 亿元 (+47.75%)，毛利率 66.94% (+3.74pct)；康复评定产品收入 0.35 亿元 (+67.35%)，毛利率 77.48% (+0.81pct)；配件产品收入 0.37 亿元 (+22.89%)，毛利率 64.46% (+3.96pct)；分地区，国内收入 7.28 亿 (+52.58%)，海外收入 842 万元 (+26.99%)；分费用，销售费用率 22.81% (-5.95pct)，管理费用率 5.50% (-1.85pct)，研发费用率 14.33% (-4.59pct)，主要系营收大幅增加。考虑到公司处于长坡厚雪的康复赛道，且为国内全科康复解决方案领导者，多产品横纵向延展，但院端仍有合规化限制，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年的盈利预测，预计归母净利润分别为 2.53/3.22/4.08 亿元（原值为 2.80/3.65 亿元），EPS 分别为 1.58/2.01/2.55 元，当前股价对应 PE 分别为 23.4/18.4/14.6 倍，维持“买入”评级。

● **康复赛道在老龄化加速背景下注定长期稳定发展，康复龙头愈加受益**

康复赛道长逻辑—政策端：医疗机构在政策加持下将相关康复介入率作为医疗行为质量考核范围，同时院端康复科和康复中心等可通过术前-中-后康复治疗创收，减轻 DRGs 等控费压力，可预见临床康复正逐步一体化，同时政策正要求并推动康复医疗服务下沉至社区卫生服务中心和乡镇卫生院。**供给端：**国内康复多科室不断渗透及康复医师和康复治疗师数量正逐渐增加，康复医疗器械产品更加智能化，新产品快速涌现。**需求端：**康复需求紧跟老龄化，与慢性病或者手术相关性较强，肌肉、关节、神经等康复教育已有阶段性成果。优选康复医疗器械综合性平台，可多科室产品全系列覆盖，具有学术高地和品牌平台型销售策略，康复产品较全且中高端梯度化，议价能力较强，可提供全链条康复科室建设解决方案，售后团队齐全，且有一定的出海逻辑。

● **2024 Q1 收入在高基数下实现稳健增长，为全年收入目标达成奠定坚实基础**

2024Q1 公司实现营收 1.69 亿元 (+18.12%)，归母净利润 0.39 亿元 (+3.34%)，扣非净利润 0.36 亿元 (+12.07%)，毛利率 68.82% (+0.63pct)，净利率 22.90% (-4.06pct)，经营活动现金流净额 0.17 亿元。收入稳健增长主要系公司始终重视新产品研发，丰富康复产品线，提高产品质量和服务品质，加强营销网络布局和营销体系建设，随着康复市场需求的增长，市场竞争力不断加强，市场占有率不断扩大。

● **风险提示：**产品推广不及预期，政策落地不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	489	745	894	1,108	1,372
YOY(%)	-6.7	52.5	20.1	23.9	23.8
归母净利润(百万元)	125	227	253	322	408
YOY(%)	-37.9	81.0	11.6	27.1	26.5
毛利率(%)	66.3	68.6	68.6	68.6	68.6
净利率(%)	25.7	30.5	28.3	29.1	29.7
ROE(%)	6.4	10.8	10.7	12.1	13.5
EPS(摊薄/元)	0.78	1.42	1.58	2.01	2.55
P/E(倍)	47.3	26.1	23.4	18.4	14.6
P/B(倍)	3.1	2.8	2.5	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1668	1194	1349	1617	1964	营业收入	489	745	894	1108	1372
现金	726	664	797	988	1223	营业成本	165	234	281	348	430
应收票据及应收账款	32	55	0	0	0	营业税金及附加	7	8	12	14	18
其他应收款	5	7	7	11	12	营业费用	141	170	201	249	309
预付账款	22	32	33	48	52	管理费用	36	41	54	66	82
存货	223	241	316	374	480	研发费用	92	107	134	161	192
其他流动资产	660	195	195	196	197	财务费用	-27	-30	-36	-44	-54
非流动资产	700	1398	1476	1597	1769	资产减值损失	-6	-12	10	5	5
长期投资	17	13	9	5	1	其他收益	53	35	25	28	38
固定资产	94	397	503	614	737	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	204	208	238	273	314	投资净收益	14	9	7	7	7
其他非流动资产	384	780	725	705	717	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2368	2592	2824	3214	3733	营业利润	135	245	269	342	433
流动负债	352	372	353	462	611	营业外收入	0	2	0	0	0
短期借款	17	27	124	193	340	营业外支出	3	2	0	0	0
应付票据及应付账款	104	110	0	0	0	利润总额	133	244	269	342	433
其他流动负债	230	235	228	269	270	所得税	10	16	17	22	28
非流动负债	76	113	113	113	113	净利润	123	228	252	320	405
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-2	1	-2	-2	-3
其他非流动负债	76	113	113	113	113	归属母公司净利润	125	227	253	322	408
负债合计	428	485	465	575	723	EBITDA	130	245	288	370	469
少数股东权益	12	17	15	12	10	EPS(元)	0.78	1.42	1.58	2.01	2.55
股本	160	160	160	160	160						
资本公积	1294	1294	1294	1294	1294	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	546	736	935	1190	1522	成长能力					
归属母公司股东权益	1928	2091	2344	2627	3000	营业收入(%)	-6.7	52.5	20.1	23.9	23.8
负债和股东权益	2368	2592	2824	3214	3733	营业利润(%)	-39.5	80.6	10.0	26.9	26.7
						归属于母公司净利润(%)	-37.9	81.0	11.6	27.1	26.5
						获利能力					
						毛利率(%)	66.3	68.6	68.6	68.6	68.6
						净利率(%)	25.7	30.5	28.3	29.1	29.7
						ROE(%)	6.4	10.8	10.7	12.1	13.5
						ROIC(%)	5.2	9.5	9.2	10.4	11.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.1	18.7	16.5	17.9	19.4
						净负债比率(%)	-33.2	-25.3	-24.1	-26.2	-25.9
						流动比率	4.7	3.2	3.8	3.5	3.2
						速动比率	4.0	2.4	2.8	2.5	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	13.4	17.4	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	2.5	2.3	5.4	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.78	1.42	1.58	2.01	2.55
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.42	0.66	1.73	1.79
						每股净资产(最新摊薄)	12.05	13.07	14.65	16.42	18.75
						估值比率					
						P/E	47.3	26.1	23.4	18.4	14.6
						P/B	3.1	2.8	2.5	2.3	2.0
						EV/EBITDA	35.9	21.5	18.2	13.8	10.7

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，属于商业秘密材料，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9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