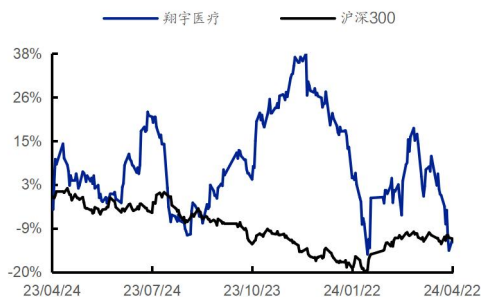


研究所:  
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002  
 zhouxg@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 李明 S0350523090001  
 lim06@ghzq.com.cn

## 研发构筑竞争优势，业绩实现较快增长

# ——翔宇医疗(688626)2023年报及2024一季报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
翔宇医疗	-23.0%	-16.5%	-13.2%
沪深300	-1.1%	8.5%	-13.1%

### 市场数据

市场数据	2024/04/23
当前价格(元)	36.63
52周价格区间(元)	32.59-58.43
总市值(百万)	5,860.80
流通市值(百万)	5,860.80
总股本(万股)	16,000.00
流通股本(万股)	16,000.00
日均成交额(百万)	37.00
近一月换手(%)	26.03

### 事件:

翔宇医疗于4月18日发布2023年年报和2024年一季报:

2023年,公司实现收入7.45亿元(+52%,同比口径,下同)、归母净利润2.27亿元(+81%)、扣非归母净利润2.04亿元(+162%)。

2024年一季度,公司实现收入1.69亿元(+18%)、归母净利润3907万元(+3%)、扣非归母净利润3648万元(+12%)。

### 投资要点:

- **业绩实现较快增长,2023年康复理疗设备类收入4.59亿元(+56%),毛利率70.08%(+2.68pct);康复训练设备类收入2.05亿元(+48%),毛利率66.94%(+3.74pct);康复评定设备类收入0.35亿元(+67%),毛利率77.48%(+0.81pct);经营及配件产品收入0.37亿元(+23%),毛利率64.46%(+3.96pct)。**公司不断推出新产品,升级改良老产品,2023年平均销售单价略有上升。
- **公司重视研发对增长的驱动作用,持续加大研发投入。**2023年公司研发投入1.07亿元(+16%),研发投入占营业收入的比例为14.33%,且研发投入100%费用化。公司在总部、郑州、天津、南京、成都、深圳研发中心逐步优化的基础上,开展上海等研发中心的建设,2023年底研发人员数量511人,占员工总数的28%。**研发成果方面,**2023年和2024年一季度,分别新增专利325项、88项,其中发明专利32项、27项,已累计获得专利1621项;分别新增医疗器械注册证和备案凭证77项、3项,已累计获得321项医疗器械注册证和备案凭证。公司成功牵头申报“生物与信息融合(BT与IT融合)”方向的“高精度生物感知觉反馈操纵技术与系统”国家重点专项,同时参与了“主动健康与人口老龄化科技应对”方向的3项国家重点专项,公司已累计牵头或参与11项国家重点专项。
- 2024年一季度公司管理费用率9.24%(+2.11pct),研发费用率17.48%(+2.39pct),我们认为管理费用率提升可能部分源于固定资产摊销的增加,研发费用率提升可能源于研发人员数量和研发项目

的增加，实质体现了公司业务正处于积极扩张状态，为业绩的持续增长奠定了基础。2024 年一季度公司扣非利润增速快于归母净利润增速，主要原因是去年同期非经常性损益中的投资理财收益 397 万元较多，随着上市募集资金的使用，2024 年一季度非经常性损益中的投资理财收益 108 万元，同比减少了 288 万元。

- **重视股东回报，分红力度加大。**2020 年至 2023 年，公司年度每股派息分别为 0.37 元/0.38 元/0.24 元/0.53 元，现金分红 5920 万/5994 万/3781 万/8259 万元，股份支付率分别为 30%、30%、30%、36%。
- **盈利预测和投资评级：**预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 8.98 亿元、11.03 亿元、13.10 亿元，分别同比增长 21%、23%、19%；归母净利润分别为 2.77 亿元、3.45 亿元、4.17 亿元，分别同比增长 22%、25%、21%；PE 分别为 21 倍、17 倍、14 倍。公司是中国康复医疗器械行业研发引领型企业，**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**康复学科建设不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；行业政策风险；研发投入转化不及预期的风险；新产品推广不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	745	898	1103	1310
增长率(%)	52	21	23	19
归母净利润（百万元）	227	277	345	417
增长率(%)	81	22	25	21
摊薄每股收益（元）	1.42	1.73	2.16	2.60
ROE(%)	11	12	14	15
P/E	37.01	21.19	16.98	14.07
P/B	4.08	2.58	2.33	2.10
P/S	11.45	6.53	5.32	4.47
EV/EBITDA	34.63	15.06	11.72	9.32

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：翔宇医疗盈利预测表

证券代码:	688626				股价:	36.63		投资评级:	买入		日期:	2024/04/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	11%	12%	14%	15%	EPS	1.44	1.73	2.16	2.60				
毛利率	69%	69%	70%	70%	BVPS	13.07	14.22	15.69	17.48				
期间费率	24%	26%	26%	26%	<b>估值</b>								
销售净利率	30%	31%	31%	32%	P/E	37.01	21.19	16.98	14.07				
<b>成长能力</b>					P/B	4.08	2.58	2.33	2.10				
收入增长率	52%	21%	23%	19%	P/S	11.45	6.53	5.32	4.47				
利润增长率	81%	22%	25%	21%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.30	0.33	0.36	0.38	营业收入	745	898	1103	1310				
应收账款周转率	17.44	15.28	15.63	15.39	营业成本	234	275	333	389				
存货周转率	1.01	1.00	0.97	0.96	营业税金及附加	8	11	13	16				
<b>偿债能力</b>					销售费用	170	185	225	264				
资产负债率	19%	20%	22%	22%	管理费用	41	56	68	80				
流动比	3.21	2.74	2.74	2.89	财务费用	-30	-4	-4	-6				
速动比	2.39	1.93	1.95	2.11	其他费用/(-收入)	107	141	164	192				
					营业利润	245	297	370	447				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-1	0	0	0				
现金及现金等价物	826	837	1047	1299	利润总额	244	297	370	447				
应收款项	55	65	79	95	所得税费用	16	22	26	32				
存货净额	241	310	377	433	净利润	228	275	344	415				
其他流动资产	72	80	91	101	少数股东损益	1	-1	-1	-1				
<b>流动资产合计</b>	<b>1194</b>	<b>1292</b>	<b>1593</b>	<b>1928</b>	归属于母公司净利润	227	277	345	417				
固定资产	397	514	590	649									
在建工程	429	463	420	386	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	559	591	602	613	经营活动现金流	228	333	409	473				
长期股权投资	13	14	13	12	净利润	227	277	345	417				
<b>资产总计</b>	<b>2592</b>	<b>2875</b>	<b>3218</b>	<b>3588</b>	少数股东损益	1	-1	-1	-1				
短期借款	27	29	37	43	折旧摊销	20	54	63	71				
应付款项	110	133	167	191	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-21	10	11	-4				
其他流动负债	235	309	378	433	投资活动现金流	-235	-230	-94	-94				
<b>流动负债合计</b>	<b>372</b>	<b>471</b>	<b>582</b>	<b>666</b>	资本支出	-479	-220	-106	-108				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-10	0	1	1				
其他长期负债	113	113	113	113	其他	254	-10	11	13				
<b>长期负债合计</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	筹资活动现金流	-59	-85	-105	-127				
<b>负债合计</b>	<b>485</b>	<b>584</b>	<b>694</b>	<b>779</b>	债务融资	3	2	7	6				
股本	160	160	160	160	权益融资	0	3	0	0				
股东权益	2107	2290	2524	2809	其它	-61	-90	-113	-133				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2592</b>	<b>2875</b>	<b>3218</b>	<b>3588</b>	现金净增加额	-65	18	210	252				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。  
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学软件与微电子学院硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务和部分器械板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

## 【分析师承诺】

周小刚，李明，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不

保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。