

翔宇医疗 (688626.SH)

2023年归母净利润增长81%，持续加大研发投入力度

买入

核心观点

2023年业绩快速增长，康复器械疫后需求复苏强劲。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%)，扣非归母净利润2.04亿元(+162.31%)。其中23Q4单季营收2.03亿元(+53.73%)，归母净利润0.48亿元(+47.36%)，扣非归母净利润0.39亿元(+79.21%)。2024年一季度公司实现营收1.69亿元(+18.12%)，归母净利润0.39亿元(+3.34%)，扣非归母净利润0.36亿元(+12.07%)。公司抓住疫情后康复器械需求复苏的机会，积极开拓市场，加强营销网络布局和体系建设，2023年业绩实现强劲增长，2024年一季度仍延续增长态势。康复理疗、康复训练、康复评定设备全面发展，2023年销售收入分别同比增长56%、48%、67%。

盈利能力提升，费用率下降。2023年毛利率68.62%(+2.35pp)，预计系由于公司推进产品升级迭代，平均销售单价有所升高，盈利能力提升；销售费用率22.81%(-5.96pp)，管理费用率5.50%(-1.84pp)，研发费用率14.33%(-4.58pp)，财务费用率-4.00%(+1.45pp)，四费率38.65%(-10.93pp)，归母净利率30.50%(+4.81pp)，随着规模效应的体现，费用率持续改善，归母净利率有所提升。

推出上市后首次股权激励，彰显发展信心。公司于2023年7月发布上市后首次股权激励计划草案，拟授予180万股股票，占当时总股本的1.125%；激励对象包括董事、高管、核心技术人员等163人，占总员工数的9.57%；激励目标为2023/2024年营收增长率不低于50%/80%或扣非净利润增长率不低于70%/120%(以2022年为基数)，表明对未来发展信心十足。

投资建议：康复行业景气度有望持续提升，翔宇医疗产品力及产品丰富度领先，终端覆盖能力较强，有望尽享行业红利并不断提升市占率。考虑公司持续加大研发与销售投入，下调24、25年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-2026年营收9.2/11.3/13.4亿元(原24-25年为9.5/11.8亿元)，同比增速24%/23%/18%，归母净利润2.8/3.4/4.1亿元(原24-25年为3.0/3.7亿元)，同比增速22%/22%/20%，当前股价对应PE=21/17/14x，上调评级为“买入”。

风险提示：行业景气度下行风险；设备招采金额及进度不及预期；市场竞争加剧风险；政策风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	489	745	924	1,134	1,344
(+/-%)	-6.7%	52.5%	24.0%	22.8%	18.5%
归母净利润(百万元)	125	227	277	338	407
(+/-%)	-37.9%	81.0%	22.0%	21.9%	20.4%
每股收益(元)	0.78	1.42	1.73	2.11	2.54
EBIT Margin	9.8%	24.9%	26.7%	27.1%	28.8%
净资产收益率(ROE)	6.5%	10.9%	12.1%	13.5%	14.5%
市盈率(PE)	46.7	25.8	21.2	17.4	14.4
EV/EBITDA	98.4	31.3	21.3	16.4	12.9
市净率(PB)	3.04	2.80	2.57	2.34	2.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 021-60375487
联系人：凌琰 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	
收盘价	37.35元
总市值/流通市值	5976/5976百万元
52周最高价/最低价	58.43/32.59元
近3个月日均成交额	60.71百万元

市场走势



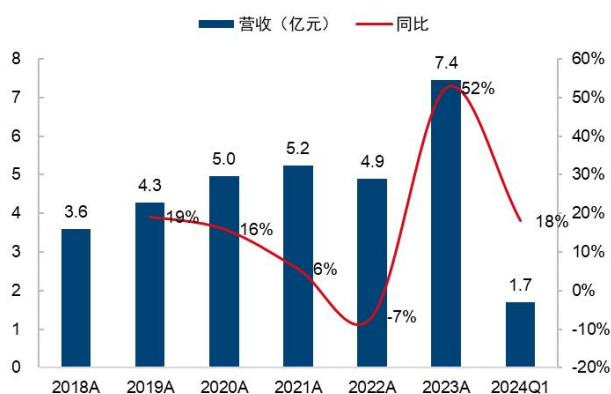
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《翔宇医疗(688626.SH)-康复器械迎黄金发展期，国产龙头扬帆起航》——2024-03-16

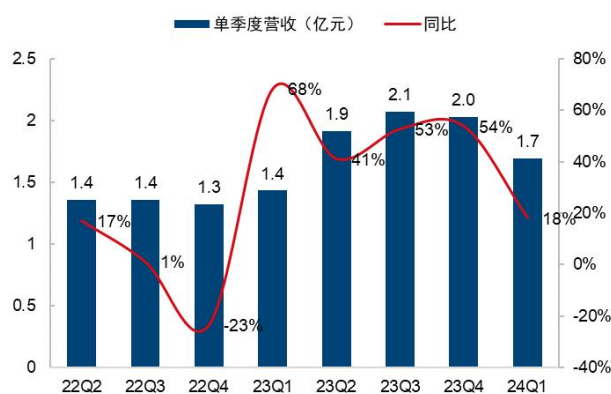
2023 年业绩快速增长，康复器械疫后需求复苏强劲。2023 年公司实现营收 7.45 亿元（+52.46%），归母净利润 2.27 亿元（+81.03%），扣非归母净利润 2.04 亿元（+162.31%）。其中 23Q4 单季营收 2.03 亿元（+53.73%），归母净利润 0.48 亿元（+47.36%），扣非归母净利润 0.39 亿元（+79.21%）。2024 年一季度公司实现营收 1.69 亿元（+18.12%），归母净利润 0.39 亿元（+3.34%），扣非归母净利润 0.36 亿元（+12.07%）。公司抓住疫情后康复器械需求复苏的机会，积极开拓市场，加强营销网络布局和体系建设，2023 年业绩实现强劲增长，2024 年一季度仍延续增长态势。康复理疗、康复训练、康复评定设备全面发展，2023 年销售收入分别同比增长 56%、48%、67%。

图1: 翔宇医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



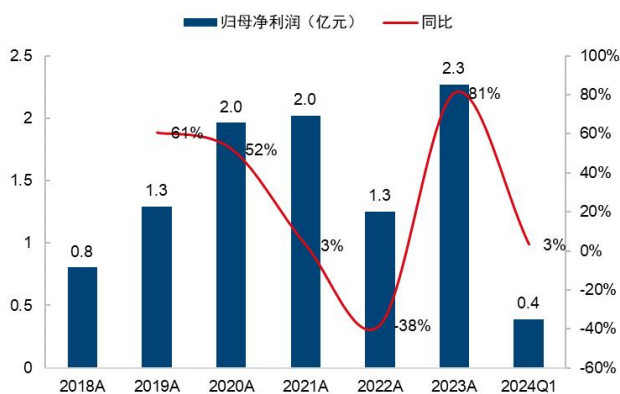
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 翔宇医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 翔宇医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

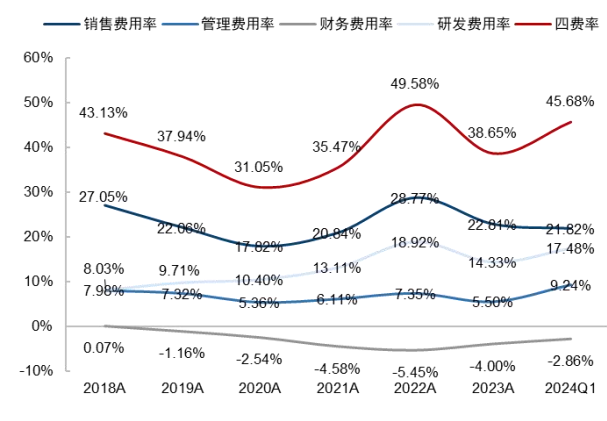
图4: 翔宇医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

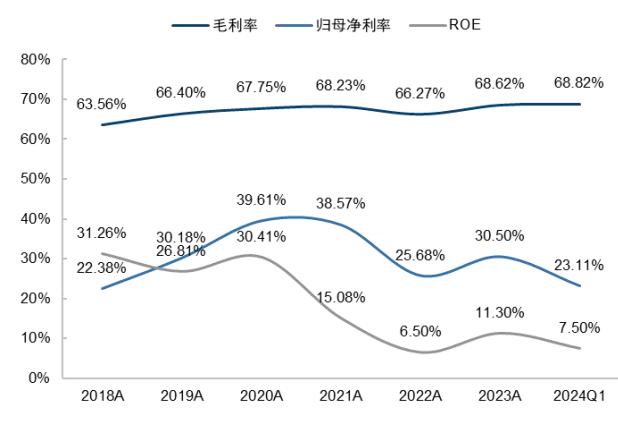
盈利能力提升，费用率下降。2023 年毛利率 68.62%（+2.35pp），预计系由于公司推进产品升级迭代，平均销售单价有所升高，盈利能力提升；销售费用率 22.81%（-5.96pp），管理费用率 5.50%（-1.84pp），研发费用率 14.33%（-4.58pp），财务费用率 -4.00%（+1.45pp），四费率 38.65%（-10.93pp），归母净利率 30.50%（+4.81pp），随着规模效应的体现，费用率持续改善，归母净利率有所提升。

图5: 翔宇医疗费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 翔宇医疗利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

推出上市后首次股权激励, 彰显发展信心。公司于2023年7月发布上市后首次股权激励计划草案, 拟授予180万股股票, 占当时总股本的1.125%; 激励对象包括董事、高管、核心技术人员等163人, 占总员工数的9.57%; 激励目标为2023/2024年营收增长率不低于50%/80%或扣非净利润增长率不低于70%/120%(以2022年为基数), 表明对未来发展信心十足。

投资建议: 康复行业景气度有望持续提升, 翔宇医疗产品力及产品丰富度领先, 终端覆盖能力较强, 有望尽享行业红利并不断提升市占率。考虑公司持续加大研发与销售投入, 下调24、25年盈利预测, 新增2026年盈利预测, 预计2024-2026年营收9.2/11.3/13.4亿元(原24-25年为9.5/11.8亿元), 同比增速24%/23%/18%, 归母净利润2.8/3.4/4.1亿元(原24-25年为3.0/3.7亿元), 同比增速22%/22%/20%, 当前股价对应PE=21/17/14x, 上调评级为“买入”。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/4/23 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
688626.SH	翔宇医疗	36.63	59	1.44	1.73	2.11	2.54	25.80	21.16	17.35	14.41	10.86%	0.99	买入
688580.SH	伟思医疗	45.01	31	2.20	2.70	3.43		20.50	16.68	13.14			1.04	无评级
688273.SH	麦澜德	20.31	20	1.24	1.66	2.22		16.39	12.24	9.14			0.57	无评级
300430.SZ	诚益通	16.33	45	0.63	0.81	1.02		26.23	20.19	15.93		7.92%	1.12	无评级
688389.SH	普门科技	18.58	80	0.77	1.00	1.31		24.21	18.50	14.23		18.29%	0.95	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 除翔宇医疗、普门科技外均为Wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	726	664	921	803	883	营业收入	489	745	924	1134	1344
应收款项	37	62	77	92	111	营业成本	165	234	285	346	403
存货净额	223	241	259	294	317	营业税金及附加	7	8	11	14	16
其他流动资产	45	65	75	99	114	销售费用	141	170	207	250	292
流动资产合计	1668	1194	1494	1450	1588	管理费用	36	41	53	59	65
固定资产	408	826	1253	1648	1696	研发费用	92	107	129	159	181
无形资产及其他	204	208	199	191	183	财务费用	(27)	(30)	(28)	(23)	(13)
投资性房地产	70	351	351	351	351	投资收益	14	9	8	11	11
长期股权投资	17	13	13	13	13	资产减值及公允价值变动	6	12	(10)	(10)	(10)
资产总计	2368	2592	3310	3654	3831	其他收入	(51)	(99)	(84)	(110)	(128)
短期借款及交易性金融负债	17	27	500	503	318	营业利润	135	245	309	380	455
应付款项	104	110	102	130	136	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他流动负债	230	235	274	330	360	利润总额	133	244	308	379	453
流动负债合计	352	372	876	962	814	所得税费用	10	16	31	38	45
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	1	0	3	1
其他长期负债	76	113	137	165	194	归属于母公司净利润	125	227	277	338	407
长期负债合计	76	113	137	165	194	现金流量表 (百万元)					
负债合计	428	485	1014	1127	1008	净利润	125	227	277	338	407
少数股东权益	12	17	17	19	19	资产减值准备	3	6	22	11	4
股东权益	1928	2091	2280	2508	2804	折旧摊销	16	17	76	120	146
负债和股东权益总计	2368	2592	3310	3654	3831	公允价值变动损失	(6)	(12)	10	10	10
关键财务与估值指标						财务费用	(27)	(30)	(28)	(23)	(13)
每股收益	0.78	1.42	1.73	2.11	2.54	营运资本变动	110	(291)	36	47	13
每股红利	0.38	0.25	0.55	0.69	0.69	其它	(4)	(5)	(22)	(9)	(4)
每股净资产	12.05	13.07	14.25	15.68	17.52	经营活动现金流	244	(57)	399	517	576
ROIC	6%	13%	11%	11%	13%	资本开支	0	(448)	(527)	(527)	(200)
ROE	7%	11%	12%	13%	15%	其它投资现金流	12	474	0	0	0
毛利率	66%	69%	69%	70%	70%	投资活动现金流	11	31	(527)	(527)	(200)
EBIT Margin	10%	25%	27%	27%	29%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	27%	35%	38%	40%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-7%	52%	24%	23%	18%	支付股利、利息	(60)	(40)	(88)	(110)	(111)
净利润增长率	-38%	81%	22%	22%	20%	其它融资现金流	(238)	45	473	3	(184)
资产负债率	19%	19%	31%	31%	27%	融资活动现金流	(359)	(36)	385	(107)	(296)
股息率	1.0%	0.7%	1.5%	1.9%	1.9%	现金净变动	(103)	(63)	257	(118)	80
P/E	46.7	25.8	21.2	17.4	14.4	货币资金的期初余额	830	726	664	921	803
P/B	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1	货币资金的期末余额	726	664	921	803	883
EV/EBITDA	98.4	31.3	21.3	16.4	12.9	企业自由现金流	0	(548)	(193)	(84)	307
						权益自由现金流	0	(502)	287	(82)	125

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032