

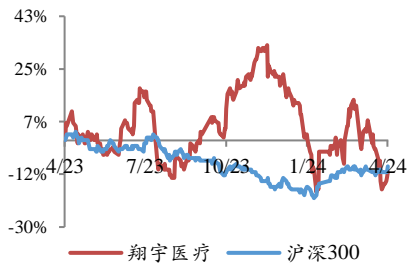
业绩符合预期，产品结构改善，毛利率稳步提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-26

收盘价(元)	38.40
近12个月最高/最低(元)	58.43/32.59
总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	160
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	61

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】翔宇医疗公司深度：乘康复医疗行业浪潮，“产品+渠道”助力翔宇远航 2024-03-27

主要观点：

✓ 事件：

公司发布2023年年报和2024年一季报。2023年，公司实现收入7.45亿元(yoy+52%)、归母净利润2.27亿元(yoy+81%)、扣非归母净利润2.04亿元(yoy+162%)。

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

✓ 点评：

● 2023年公司产品平均出厂价大幅提升，高毛利品类保持高速增长

2023年公司康复理疗设备收入4.59亿元(yoy+56%)，毛利率70.08%(+2.68pct)；康复训练设备收入2.05亿元(yoy+48%)，毛利率66.94%(+3.74pct)；康复评定设备收入0.35亿元(yoy+67%)，毛利率77.48%(+0.81pct)；经营及配件产品收入0.37亿元(yoy+23%)，毛利率64.46%(+3.96pct)。

从各品类销量及平均售价看，均保持了较高的出厂价提升，以理疗类设备为例，2023年销量117590台，销量同比增长约3.66%，平均出厂价约0.39万元，售价同比增长约50.76%，这是公司每个品类销售毛利率提升的主要原因。从三大类康复器械的收入体量及各自的毛利率来看，体量较大、毛利较高的康复理疗类产品增速迅速，同时毛利率最高的康复评定类设备也保持了高速增长，高毛利品类收入占比的提升是公司综合毛利率提升的另一个原因。2024Q1公司销售毛利率约为68.82%，同比和环比维度均有所提升，我们预计公司产品间的收入结构的改善还在持续。

● 研发投入加大，24Q1专利收获颇丰

我们认为公司收入结构的改善，离不开公司持续的研发投入，对原有产品的升级和迭代。2023年公司研发投入1.07亿元(yoy+16%)，研发投入占营业收入的比例为14.33%，2024Q1的研发费用率进一步提升至17.48%，全年维度预计也保持在15%左右。

2023年底，公司研发人员约511人，占总员工人数约28%。公司在总部安阳内黄、郑州、天津、南京、成都、深圳研发中心的基础上，开展上海、西安等研发中心的建设，实际矩阵化管理，按技术方向、工种类型，有效招揽和配置各类研发人才。2023年和2024年一季度，公司分别新增专利325项、88项，其中发明专利32项、27项，已累计获得专利1621项。

2024年，公司将聚焦冲击波、智慧OT康复、康复机器人、居家康复、脑机接口等中高端康复器械研发，持续推进和优化临床康复一体化解决方案。

● **战略布局深远，居家和海外后续有望成为第二增长曲线**

公司此前也推出股权激励计划，增加对居家市场、海外市场团队的激励，这也是公司经营战略布局前瞻的体现。公司当前核心业务为国内医疗机构及院外 B 端客户康复医疗器械的研发及销售。公司已形成 20 大系列、600 多种自有产品的产品结构，渠道广泛覆盖国内各级公立医疗、民营医院、基层医疗机构，以及高校医学院实训室、运动诊所，医疗美容院等非医类客户。我们预计，经过 1-2 年的培育，公司海外市场和居家板块也将贡献一定体量的收入，居家和海外将为公司打开第二增长曲线。

● **投资建议**

我们增加对 2026 年业绩预测，预计 2024-2026 年公司收入分别为 9.30 亿元、11.54 亿元和 14.34 亿元，收入增速分别为 24.8%、24.2% 和 24.2%，2024-2026 年归母净利润分别实现 2.69 亿元、3.39 亿元和 4.26 亿元，增速分别为 18.6%、25.8% 和 25.7%，2024-2026 年 EPS 预计分别为 1.68 元、2.12 元和 2.66 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 23x、18x 和 14x，公司是国内康复医疗器械的领军企业，先发优势大，品类全、渠道广、成本低，品牌效应初步形成，维持“买入”评级。

● **风险提示**

- 公司新产品推广不及预期风险。
- 公司行业竞争格局恶化风险。
- 公司临床专科康复需求采购不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	745	930	1154	1434
收入同比 (%)	52.5%	24.8%	24.2%	24.2%
归属母公司净利润	227	269	339	426
净利润同比 (%)	81.0%	18.6%	25.8%	25.7%
毛利率 (%)	68.6%	68.5%	68.4%	68.4%
ROE (%)	10.9%	11.4%	12.5%	13.6%
每股收益 (元)	1.44	1.68	2.12	2.66
P/E	37.01	22.82	18.14	14.42
P/B	4.08	2.60	2.27	1.96
EV/EBITDA	34.63	16.72	12.66	9.34

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1194	1559	2035	2626	营业收入	745	930	1154	1434
现金	664	964	1341	1809	营业成本	234	293	365	453
应收账款	54	67	83	104	营业税金及附加	8	10	13	16
其他应收款	7	9	11	14	销售费用	170	212	263	327
预付账款	32	38	47	59	管理费用	41	65	80	97
存货	241	285	355	441	财务费用	-30	-19	-28	-39
其他流动资产	196	197	198	199	资产减值损失	-12	0	0	0
非流动资产	1398	1385	1349	1309	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	9	19	23	29
固定资产	397	494	548	571	营业利润	245	289	364	458
无形资产	208	208	208	208	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	780	670	580	517	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2592	2944	3384	3935	利润总额	244	289	364	458
流动负债	372	451	550	672	所得税	16	19	23	29
短期借款	27	27	27	27	净利润	228	271	340	428
应付账款	103	129	161	200	少数股东损益	1	1	2	2
其他流动负债	242	294	362	445	归属母公司净利润	227	269	339	426
非流动负债	113	113	113	113	EBITDA	228	312	382	468
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.44	1.68	2.12	2.66
其他非流动负债	113	113	113	113					
负债合计	485	563	663	785					
少数股东权益	17	18	20	22					
股本	160	160	160	160					
资本公积	1294	1297	1297	1297					
留存收益	637	906	1245	1671					
归属母公司股东权	2091	2363	2702	3128					
负债和股东权益	2592	2944	3384	3935					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	228	309	365	451	成长能力				
净利润	228	271	340	428	营业收入	52.5%	24.8%	24.2%	24.2%
折旧摊销	20	42	46	50	营业利润	80.6%	18.3%	25.8%	25.7%
财务费用	3	1	1	1	归属于母公司净利	81.0%	18.6%	25.8%	25.7%
投资损失	-9	-19	-23	-29	获利能力				
营运资金变动	-21	14	0	1	毛利率 (%)	68.6%	68.5%	68.4%	68.4%
其他经营现金流	256	258	340	427	净利率 (%)	30.5%	29.0%	29.3%	29.7%
投资活动现金流	-235	-11	13	19	ROE (%)	10.9%	11.4%	12.5%	13.6%
资本支出	-479	-10	-10	-10	ROIC (%)	9.1%	10.5%	11.4%	12.3%
长期投资	-10	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	254	-1	23	29	资产负债率 (%)	18.7%	19.1%	19.6%	20.0%
筹资活动现金流	-59	2	-1	-1	净负债比率 (%)	23.0%	23.7%	24.3%	24.9%
短期借款	10	0	0	0	流动比率	3.21	3.46	3.70	3.90
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.39	2.67	2.91	3.11
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	3	0	0	总资产周转率	0.30	0.34	0.36	0.39
其他筹资现金流	-68	-1	-1	-1	应收账款周转率	17.44	15.36	15.34	15.34
现金净增加额	-65	300	377	468	应付账款周转率	2.34	2.52	2.51	2.51

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。