

分析师: 李琳琳  
登记编码: S0730511010010  
lill@ccnew.com 021-50586983

## 业绩承压, 研发持续投入助力公司长期发展

——翔宇医疗(688626)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

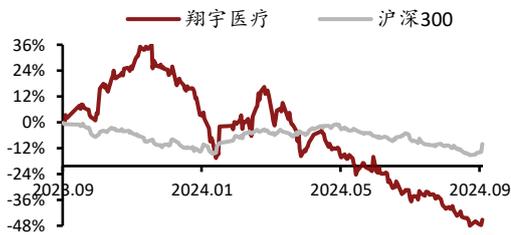
#### 市场数据(2024-09-24)

收盘价(元)	22.90
一年内最高/最低(元)	57.52/21.72
沪深 300 指数	3,351.91
市净率(倍)	1.82
流通市值(亿元)	36.64

#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	12.58
每股经营现金流(元)	0.20
毛利率(%)	68.22
净资产收益率_摊薄(%)	2.81
资产负债率(%)	23.60
总股本/流通股(万股)	16,000.00/16,000.00
B股/H股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源, 中原证券

#### 相关报告

《翔宇医疗(688626)公司点评报告: 23 年业绩增长符合预期, 未来或受益“银发经济”》  
2024-01-24

《翔宇医疗(688626)中报点评: Q3 业绩继续高速增长, 长期成长可期》  
2023-10-31

《翔宇医疗(688626)中报点评: 疫情后康复需求回暖》  
2023-08-12

联系人: 马蕊琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 09 月 25 日

#### 投资要点:

- 公司是国内康复医疗器械行业内研发引领型企业。主要布局康复评定(包括评估肌力, 神经障碍, 功能损失程度等), 训练康复(包括运动, 主被动训练等康复训练设备), 理疗器械(包括声光电测热设备, 物理康复医疗设备), 护理器械, 辅具系列五大类业务。截至到 2024 年上半年, 公司累计获得 324 项医疗器械注册证/备案凭证, 1702 项专利, 160 项软件著作权, 185 项省级科技成果。
- 2024 年上半年, 公司实现营业收入 3.38 亿元, 同比增长 0.93%; 归属于上市公司股东的净利润 5663.59 万元, 同比下滑 47.37%; 扣非后的归母净利润为 5343.71 万元, 同比下降 43.62%。基本每股收益 0.36 元。业绩下滑的主要原因是: 报告期内公司持续加大研发和销售活动投入, 研发费用、销售费用上升, 收到的政府补助减少, 导致净利润下降。
- 从期间费用率看, 2024 年上半年, 公司销售费用率为 27.99%, 较上年同期增加了 4.64 个百分点, 管理费用率为 7.10%, 较上年同期增加了 2.11 个百分点, 研发费用率为 19.44%, 较上年同期增加了 5.26 个百分点, 财务费用率为 -3.34%, 上年同期为 -4.07%。
- 从盈利能力看, 2024 年上半年, 公司的综合毛利率为 68.22%, 较上年同期提升了 0.61 个百分点, 与上年同期基本持平。销售净利率为 16.75%, 较上年同期下降了 15.66 个百分点。
- 康复医学与预防医学、临床医学和保健医学一并被世界卫生组织称为“四大医学”。作为现代医学的重要组成部分, 康复医疗服务及康复医疗器械能够帮助患者加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症, 并可节约总体治疗费用, 在医疗体系中发挥了越来越重要的医学、经济和社会价值, 目前我国的康复行业仍处于发展的初级阶段, 随着老龄化程度的加剧以及健康消费水平的提升, 康复行业长期发展可期。
- 翔宇医疗拥有适合老年康复的相关康复医疗器械近百种, 涵盖康复训练、物理治疗、老年护理、老年辅助器具、功能评估、居家康复类等方面, 为解决老年人疼痛、失眠、卒中、心理(孤独症)、阿尔茨海默、帕金森、压疮、失能护理等常见疾病或功能障碍提供解决方案和设备支持。根据老年病患者群体常见的功能障碍和并发症, 从“助眠、助立、助行、助听、助看、助浴、

疼痛、治未病、长期护理”等提供全套康复装备和老年(医养)康复解决方案及智慧康养综合解决方案。未来有望受益于“银发经济”的发展。

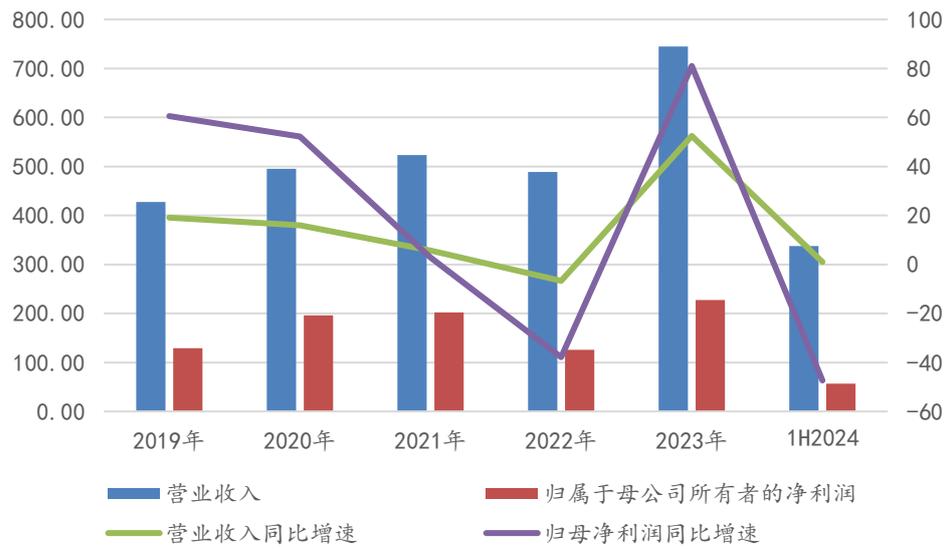
- **公司致力于为康复医疗器械产品全生命周期提供一站式检测服务。**通过创建检验检测中心实验室，最大限度降低产品质量风险，有效促进创新康复医疗器械产品的注册和市场准入，加速产品上市进程。目前实验室下设有电气安全试验室、机械环境试验室、气候环境试验室及电磁兼容试验室等，占地面积超过 3000 平方米，配备国内外先进检测设备 300 多台，可提供包括产品功能检测、性能检测、电气安全检测、电磁兼容检测、气候环境检测、机械环境检测及医用软件检测等 700 多项检测服务，具备为康复医疗器械产品全生命周期提供一站式检测服务能力。
- **新技术方面，公司积极布局脑机接口等前沿领域。**目前，公司已成为脑机接口产业联盟会员单位。在研项目包括脑电采集分析及设备驱动技术研究，已完成睡眠评估系统等精神类产品样机，并已提交注册。通过对脑电信号的采集分析，实现患者主动运动意图下的康复训练及治疗，达到国际同等水平。适用于运动功能恢复、感知反馈、神经精神疾病诊疗及康复、意识与认知障碍诊疗、癫痫监测和治疗等。此外，报告期内，公司牵头承担的国家重点研发计划“生物与信息融合（BT 与 IT 融合）”方向的重点专项“高精度生物感知觉反馈操纵技术与系统”项目启动，该项目由公司联合天津大学、中国人民解放军军事科学院国防科技创新研究院等 8 家国内从事脑机接口、生物感知反馈、人机交互和系统研发的优势单位共同申报，将推进脑机接口等生物感知反馈操纵技术在医疗、航空航天领域的应用，进而充分带动医疗行业、航空航天先进技术发展；公司与西安交通大学共建康复医疗器械研究院，打造医教研产深度融合模式，打通科技成果转化“最后一公里”。
- **公司上市以来持续保持稳定分红，2021 年至 2023 年，现金分红比例分别为 30.11%、30.14%、36.36%。**2024 年，公司将在保证主营业务发展需要的前提下，做好企业经营发展、业绩稳健增长、股东投资回报的统筹与动态平衡，以可持续、稳健为分红主要策略，兼顾现金分红的稳定与连续性，制定出合理的利润分配方案，将坚持 2024 年度不低于 30% 的分红比例。
- **预计公司 2024 年 EPS 为 1.33 元/股，2025 年 EPS 为 1.56 元/股，2026 年 EPS 为 1.87 元/股，对应 9 月 24 日收盘价 22.90 元，动态市盈率分别为 17.22 倍，14.68 倍和 12.25 倍，维持公司“增持”的投资评级。**

风险提示：政策风险，订单获取和确认的不确定性风险，研发进度不及预期风险

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万 元)	489	745	819	942	1,131
增长比率(%)	-6.68	52.46	10.00	15.00	20.00
净利润(百万元)	125	227	213	249	299
增长比率(%)	-37.85	81.03	-6.40	17.34	20.00
每股收益(元)	0.78	1.42	1.33	1.56	1.87
市盈率(倍)	29.36	16.13	17.22	14.68	12.25

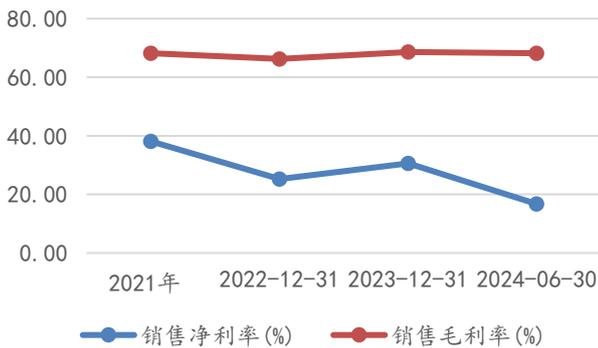
资料来源：聚源，中原证券研究所

图 1：公司营业收入、归母净利润及同比增速一览



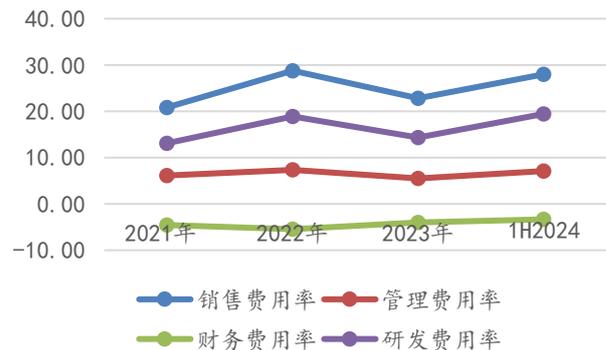
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司销售毛利率及销售净利率一览



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司期间费用率一览-%



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,668</b>	<b>1,194</b>	<b>1,349</b>	<b>1,345</b>	<b>1,424</b>
现金	726	664	779	733	754
应收票据及应收账款	32	55	63	67	74
其他应收款	5	7	9	9	11
预付账款	22	32	36	41	49
存货	223	241	268	300	341
其他流动资产	660	195	195	195	196
<b>非流动资产</b>	<b>700</b>	<b>1,398</b>	<b>1,530</b>	<b>1,658</b>	<b>1,779</b>
长期投资	17	13	13	13	13
固定资产	94	397	454	505	548
无形资产	204	208	211	214	217
其他非流动资产	384	780	852	926	1,000
<b>资产总计</b>	<b>2,368</b>	<b>2,592</b>	<b>2,879</b>	<b>3,003</b>	<b>3,203</b>
<b>流动负债</b>	<b>352</b>	<b>372</b>	<b>528</b>	<b>500</b>	<b>516</b>
短期借款	17	27	27	27	27
应付票据及应付账款	104	110	152	157	156
其他流动负债	230	235	350	316	333
<b>非流动负债</b>	<b>76</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	76	113	113	113	113
<b>负债合计</b>	<b>428</b>	<b>485</b>	<b>641</b>	<b>613</b>	<b>629</b>
少数股东权益	12	17	16	17	17
股本	160	160	160	160	160
资本公积	1,294	1,294	1,299	1,299	1,299
留存收益	546	736	866	1,018	1,201
归属母公司股东权益	1,928	2,091	2,221	2,374	2,557
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,368</b>	<b>2,592</b>	<b>2,879</b>	<b>3,003</b>	<b>3,203</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>187</b>	<b>228</b>	<b>374</b>	<b>225</b>	<b>309</b>
净利润	123	228	212	250	300
折旧摊销	18	20	49	56	63
财务费用	0	3	0	0	0
投资损失	-14	-9	-8	-9	-11
营运资金变动	47	-21	117	-71	-42
其他经营现金流	13	7	4	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-179</b>	<b>-235</b>	<b>-177</b>	<b>-175</b>	<b>-173</b>
资本支出	-203	-479	-176	-179	-179
长期投资	-3	-10	-3	-3	-3
其他投资现金流	27	254	3	7	9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-117</b>	<b>-59</b>	<b>-82</b>	<b>-97</b>	<b>-116</b>
短期借款	17	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	5	0	0
其他筹资现金流	-134	-68	-87	-97	-116
<b>现金净增加额</b>	<b>-109</b>	<b>-65</b>	<b>116</b>	<b>-46</b>	<b>20</b>

资料来源: 聚源, 中原证券

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>489</b>	<b>745</b>	<b>819</b>	<b>942</b>	<b>1,131</b>
营业成本	165	234	254	292	350
营业税金及附加	7	8	11	14	17
营业费用	141	170	193	217	260
管理费用	36	41	53	57	68
研发费用	92	107	129	141	170
财务费用	-27	-30	0	0	0
资产减值损失	-6	-12	0	0	0
其他收益	53	35	41	38	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	9	8	9	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>135</b>	<b>245</b>	<b>229</b>	<b>269</b>	<b>322</b>
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>133</b>	<b>244</b>	<b>228</b>	<b>269</b>	<b>322</b>
所得税	10	16	16	19	23
<b>净利润</b>	<b>123</b>	<b>228</b>	<b>212</b>	<b>250</b>	<b>300</b>
少数股东损益	-2	1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>125</b>	<b>227</b>	<b>213</b>	<b>249</b>	<b>299</b>
EBITDA	114	228	277	325	385
EPS (元)	0.78	1.42	1.33	1.56	1.87

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-6.68	52.46	10.00	15.00	20.00
营业利润 (%)	-39.54	80.59	-6.56	17.47	20.00
归属母公司净利润 (%)	-37.85	81.03	-6.40	17.34	20.00
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	66.27	68.62	69.00	69.00	69.00
净利率 (%)	25.68	30.50	25.95	26.48	26.48
ROE (%)	6.51	10.86	9.57	10.51	11.71
ROIC (%)	4.56	9.10	9.34	10.29	11.48
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	18.08	18.70	22.28	20.40	19.64
净负债比率 (%)	22.07	23.00	28.67	25.64	24.45
流动比率	4.74	3.21	2.55	2.69	2.76
速动比率	3.98	2.39	1.92	1.94	1.94
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.21	0.30	0.30	0.32	0.36
应收账款周转率	13.43	17.44	14.20	14.85	16.43
应付账款周转率	2.54	2.34	2.08	2.03	2.40
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	1.42	1.33	1.56	1.87
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.17	1.42	2.34	1.41	1.93
每股净资产 (最新摊薄)	12.05	13.07	13.88	14.84	15.98
<b>估值比率</b>					
P/E	29.36	16.13	17.22	14.68	12.25
P/B	1.90	1.75	1.65	1.54	1.43
EV/EBITDA	38.51	34.63	10.53	9.14	7.65

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。