

2024 年业绩短期承压，研发加码构筑长期优势

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-07

主要观点：

● 事件：

公司发布 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年公司实现营业收入 7.44 亿元 (yoy-0.17%)；归母净利润 1.03 亿元(yoy-54.68%)；扣非归母净利润 8997.45 万元(yoy-55.90%)。

2024Q4 公司实现营业收入 2.37 亿元 (yoy+16.74%)；归母净利润 2952.96 万元(yoy-38.45%)；扣非归母净利润 2553.89 万元(yoy-35.06%)。2025Q1 公司实现营业收入 1.86 亿元 (yoy+10.02%)；归母净利润 2295.10 万元(yoy-41.26%)；扣非归母净利润 1870.81 万元(yoy-48.72%)，单季度业绩改善显著。

● 点评：

● 费用率上升利润短期承压，康复赛道长期大有可为

公司持续加大投入营销费用、引进研发人员，2024 年公司销售费用率为 28.91% (yoy+6.10pct)，管理费用率为 8.10% (yoy+2.60pct)，研发费用率为 20.45% (yoy+6.12pct)，全年利润承压，公司毛利率 67.42%，同比下滑 1.20 pct；净利率 13.83%，同比下滑 16.82pct。

公司深耕大康复全赛道二十余年，持续深化国内市场纵深布局，积极开拓全球市场。按照产品线拆分收入，2024 年公司康复理疗设备营收 5.04 亿元 (yoy+9.85%)，康复训练设备营收 1.65 亿元 (yoy-19.89%)，康复评定设备营收 2762.29 万元 (yoy-21.92%)，经营及配件产品营收 3741.77 万元 (yoy+1.18%)

● 研发加码成果持续呈现，布局前沿技术构建技术护城河

2024 年公司研发投入为 1.52 亿元(yoy+42.41%)，占营业总收入的 20.45%，公司及子公司研发人员为 720 人，占员工总数的 30.76%，公司持续加大研发费用投入和产品研发力度，整体研发实力得到进一步提升。

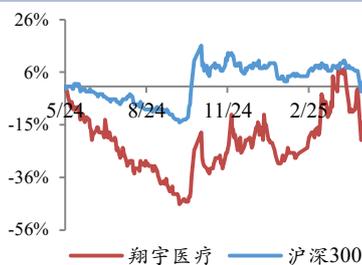
公司前瞻性布局多项前沿技术，在总部、郑州、天津等地开展研发中心的建设，组建康复机器人实验室、筹建 Sun-BCILab 脑科学实验室；牵头承担国家重点研发计划“生物与信息融合 (BT 与 IT 融合)”方向的重点专项“高精度生物感知觉反馈操纵技术与系统”项目；与西安交通大学共建康复医疗器械研究院，在人工智能、脑机接口、康复机器人关键技术等重点方向展开医教研产深度融合模式，打通科技成果转化“最后一公里”。公司通过推动“脑机接口、康复机器人、AI 医疗”等前沿技术在康复领域的研发、转化及应用，构建长期竞争优势。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们增加 2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年公司收入分别为 8.48/9.72/11.21 亿元，收入增速分别为 14.1%、14.6%和 15.3%，2025-

收盘价 (元)	39.62
近 12 个月最高/最低 (元)	45.00/21.58
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)	63
流通市值 (亿元)	63

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

联系人：刘洪飞

执业证书号：S0010123080001

邮箱：liuhongfei@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评翔宇医疗：期间费用提升，公司业绩短期承压 2024-11-05

2.【华安医药】公司点评翔宇医疗：研发销售投入加大，2024H1 净利润短期承压 2024-09-03

2027 年归母净利润分别实现 1.51/1.94/2.51 亿元，增速分别为 46.5%、28.8%和 29.3%，2025-2027 年 EPS 预计分别为 0.94/1.21/1.57 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 38x/29x/23x，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**

技术创新风险；行业政策风险；客户变动、流失、管理的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	744	848	972	1121
收入同比 (%)	-0.2%	14.1%	14.6%	15.3%
归属母公司净利润	103	151	194	251
净利润同比 (%)	-54.7%	46.5%	28.8%	29.3%
毛利率 (%)	67.4%	68.0%	68.2%	69.9%
ROE (%)	5.0%	6.9%	8.2%	9.5%
每股收益 (元)	0.66	0.94	1.21	1.57
P/E	44.53	37.91	29.45	22.77
P/B	2.31	2.62	2.40	2.17
EV/EBITDA	34.52	23.83	18.11	13.87

资料来源：ifind (2025 年 05 月 03 日)，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1142	1072	1334	1706	
现金	743	650	859	1187	
应收账款	65	61	70	81	
其他应收款	15	8	9	11	
预付账款	29	35	40	44	
存货	238	264	300	328	
其他流动资产	52	54	54	55	
非流动资产	1786	1717	1651	1582	
长期投资	13	13	13	13	
固定资产	952	979	976	951	
无形资产	217	217	217	217	
其他非流动资产	604	507	444	400	
资产总计	2928	2789	2984	3287	
流动负债	735	446	445	494	
短期借款	354	54	0	0	
应付账款	134	120	136	149	
其他流动负债	246	272	309	345	
非流动负债	138	139	139	139	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	138	139	139	139	
负债合计	873	585	584	633	
少数股东权益	16	18	20	22	
股本	160	160	160	160	
资本公积	1299	1296	1296	1296	
留存收益	580	730	925	1176	
归属母公司股东权益	2039	2187	2381	2632	
负债和股东权益	2928	2789	2984	3287	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	179	213	272	337	
净利润	103	152	196	254	
折旧摊销	42	73	76	79	
财务费用	4	0	0	0	
投资损失	-1	-3	-1	-1	
营运资金变动	17	-12	1	5	
其他经营现金流	101	166	195	249	
投资活动现金流	-276	-3	-9	-9	
资本支出	-439	-10	-10	-10	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	163	7	1	1	
筹资活动现金流	148	-303	-54	0	
短期借款	327	-300	-54	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	5	-3	0	0	
其他筹资现金流	-184	0	0	0	
现金净增加额	51	-93	209	328	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	744	848	972	1121	
营业成本	242	272	309	337	
营业税金及附加	11	12	15	12	
销售费用	215	221	248	288	
管理费用	60	69	83	95	
财务费用	-24	-22	-20	-26	
资产减值损失	-9	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1	3	1	1	
营业利润	109	165	212	274	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	107	165	212	274	
所得税	4	12	16	21	
净利润	103	152	196	254	
少数股东损益	0	2	2	3	
归属母公司净利润	103	151	194	251	
EBITDA	125	215	269	327	
EPS (元)	0.66	0.94	1.21	1.57	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.2%	14.1%	14.6%	15.3%
营业利润	-55.6%	51.8%	28.8%	29.3%
归属于母公司净利	-54.7%	46.5%	28.8%	29.3%
获利能力				
毛利率 (%)	67.4%	68.0%	68.2%	69.9%
净利率 (%)	13.8%	17.8%	20.0%	22.4%
ROE (%)	5.0%	6.9%	8.2%	9.5%
ROIC (%)	3.3%	5.8%	7.4%	8.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.8%	21.0%	19.6%	19.3%
净负债比率 (%)	42.5%	26.6%	24.3%	23.9%
流动比率	1.55	2.40	3.00	3.45
速动比率	1.12	1.62	2.11	2.59
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.30	0.34	0.36
应收账款周转率	12.53	13.46	14.79	14.83
应付账款周转率	2.04	2.14	2.41	2.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.94	1.21	1.57
每股经营现金流	1.12	1.33	1.70	2.10
每股净资产	12.74	13.67	14.88	16.45
估值比率				
P/E	44.53	37.91	29.45	22.77
P/B	2.31	2.62	2.40	2.17
EV/EBITDA	34.52	23.83	18.11	13.87

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，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

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。

联系人：刘洪飞，医药行业研究员，华中科技大学生物信息学本科、中国人民大学经济学硕士。

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述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。