

翔宇医疗（688626.SH）

优于大市

持续加大研发投入力度，深度布局脑机接口技术

核心观点

营收端企稳，利润端受研发投入影响较大。2024 年公司实现营收 7.44 亿元（-0.17%），归母净利润 1.03 亿元（-54.68%），扣非归母净利润 0.90 亿元（-55.90%），其中 24Q4 单季营收 2.37 亿元（+16.74%），归母净利润 0.30 亿元（-38.45%），扣非归母净利润 0.26 亿元（-35.06%），2024 年营收端基本持平，利润端受研发投入影响较大，因前期投入初见成效且叠加 Q4 传统旺季因素，24Q4 营收端有一定修复。2025 年一季度营收 1.86 亿元（+10.02%），归母净利润 0.23 亿元（-41.26%），扣非归母净利润 0.19 亿元（-48.72%），营收端延续增长态势。

毛利率略有下滑，费用率增加明显。2024 年公司毛利率 67.42%（-1.20pp），毛利率略有下滑，主要受产品结构及厂房折旧摊销影响。销售费用率 28.91%（+6.10pp），管理费用率 8.10%（+2.60pp），研发费用率 20.45%（+6.11pp），财务费用率-3.19%（+0.81pp），四费率 54.27%（+15.63pp），销售费用率和研发费用率增加明显。

持续加大研发力度，深度布局脑机接口技术。公司持续加大研发费用投入和产品研发力度，2024 年研发投入 1.5 亿元（+42%），公司在总部、郑州、天津、南京、成都、深圳、上海、杭州、西安等地开展研发中心的建设，组建康复机器人实验室、筹建 Sun-BCI Lab 脑机接口实验室，聚焦五大研发方向，涵盖了脑电采集装置、脑控产品、生活场景类产品、自研算法、大脑生物医学，其中脑电图机、脑电采集装置、精神心理类预计 2025 年下半年将有产品取得医疗器械注册证。

投资建议：考虑行业整顿影响及公司持续加大研发与销售投入，下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 8.3/9.6/10.7 亿元（原 2025、2026 年为 10.0/11.7 亿元），同比增速 12%/15%/12%，归母净利润 1.4/1.8/2.2 亿元（原 2025、2026 年为 2.7/3.3 亿元），同比增速 37%/25%/23%，当前股价对应 PE=46/37/30x，维持“优于大市”评级。

风险提示：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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	745	744	833	960	1,074
(+/-%)	52.5%	-0.2%	12.1%	15.2%	11.9%
归母净利润(百万元)	227	103	141	176	216
(+/-%)	81.0%	-54.7%	36.9%	24.7%	22.8%
每股收益(元)	1.42	0.64	0.88	1.10	1.35
EBIT Margin	24.9%	8.5%	12.3%	14.4%	17.5%
净资产收益率(ROE)	10.9%	5.0%	6.7%	8.0%	9.5%
市盈率(PE)	28.5	62.9	46.0	36.9	30.0
EV/EBITDA	34.4	72.7	33.5	26.6	21.6
市净率(PB)	3.10	3.18	3.07	2.95	2.84

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：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

联系人：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.50 元
总市值/流通市值	6480/6480 百万元
52 周最高价/最低价	45.00/21.58 元
近 3 个月日均成交额	78.74 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）——2024 年中报点评：24H1 业绩有所承压，持续加大研发投入力度》——2024-09-13

《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》——2024-04-25

《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

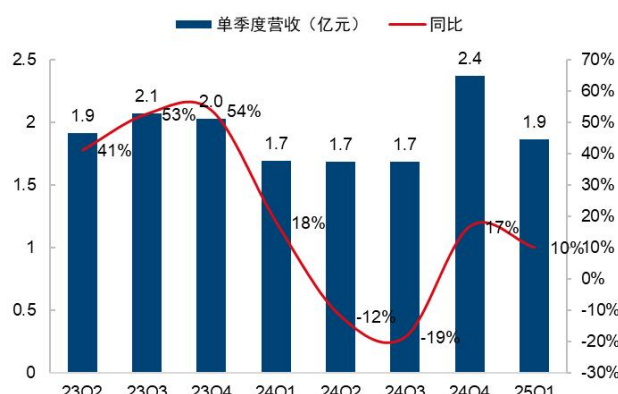
营收端企稳，利润端受研发投入影响较大。2024 年公司实现营收 7.44 亿元（-0.17%），归母净利润 1.03 亿元（-54.68%），扣非归母净利润 0.90 亿元（-55.90%），其中 24Q4 单季营收 2.37 亿元（+16.74%），归母净利润 0.30 亿元（-38.45%），扣非归母净利润 0.26 亿元（-35.06%），2024 年营收端基本持平，利润端受研发投入影响较大，因前期投入初见成效且叠加 Q4 传统旺季因素，24Q4 营收端有一定修复。2025 年一季度营收 1.86 亿元（+10.02%），归母净利润 0.23 亿元（-41.26%），扣非归母净利润 0.19 亿元（-48.72%），营收端延续增长态势。

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

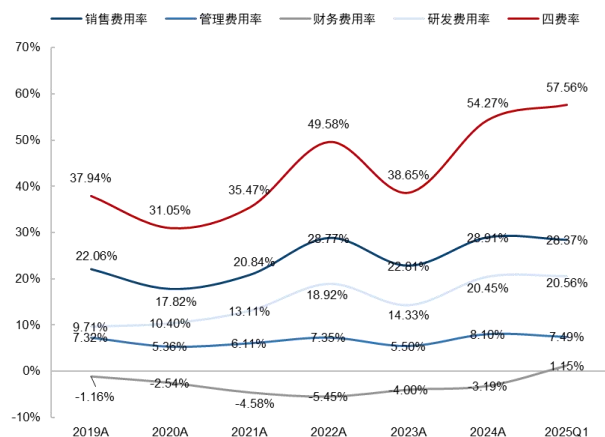
图4：翔宇医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

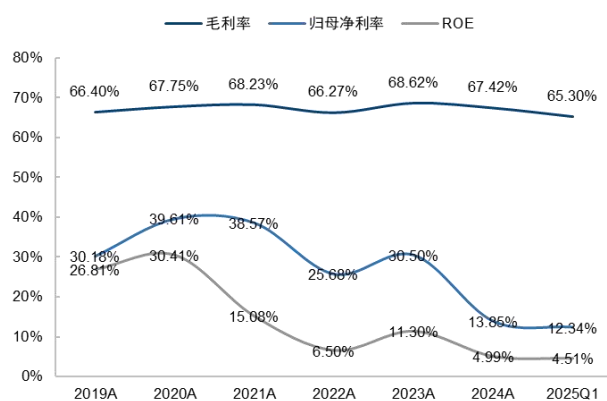
毛利率略有下滑，费用率增加明显。2024 年公司毛利率 67.42%（-1.20pp），毛利率略有下滑，主要受产品结构及厂房折旧摊销影响。销售费用率 28.91%（+6.10pp），管理费用率 8.10%（+2.60pp），研发费用率 20.45%（+6.11pp），财务费用率 -3.19%（+0.81pp），四费率 54.27%（+15.63pp），销售费用率和研发费用率增加明显。

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

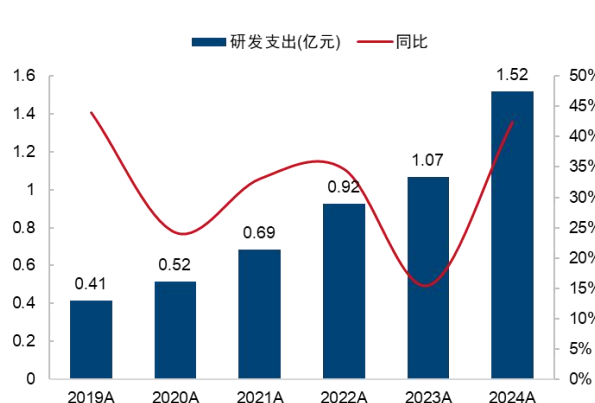
图6: 翔宇医疗利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

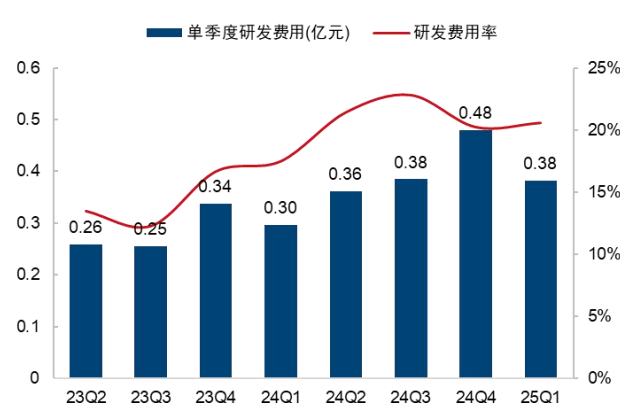
持续加大研发力度，深度布局脑机接口技术。公司持续加大研发费用投入和产品研发力度，2024 年研发投入 1.5 亿元（+42%），公司在总部、郑州、天津、南京、成都、深圳、上海、杭州、西安等地开展研发中心的建设，组建康复机器人实验室、筹建 Sun-BCI Lab 脑机接口实验室，聚焦五大研发方向，涵盖了脑电采集装置、脑控产品、生活场景类产品、自研算法、大脑生物医学，其中脑电图机、脑电采集装置、精神心理类预计 2025 年下半年将有产品取得医疗器械注册证。

图7: 翔宇医疗研发支出及增速 (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8: 翔宇医疗单季研发费用及研发费用率 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑行业整顿影响及公司持续加大研发与销售投入，下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 8.3/9.6/10.7 亿元（原 2025、2026 年为 10.0/11.7 亿元），同比增速 12%/15%/12%，归母净利润 1.4/1.8/2.2 亿元（原 2025、2026 年为 2.7/3.3 亿元），同比增速 37%/25%/23%，当前股价对应 PE=46/37/30x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	25/5/7 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE		PEG	投资
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	25E	评级
688626.SH	翔宇医疗	40.50	65	0.66	0.88	1.10	1.35	62.95	45.99	36.89	30.05	5.05%	1.65	1.65	优于大市
688580.SH	伟思医疗	50.15	48	1.06	1.40	1.66	1.99	47.10	35.87	30.25	25.24	6.27%	1.55	1.55	无
688273.SH	麦澜德	29.16	29	1.02	1.34	1.68	2.12	28.71	21.82	17.36	13.75	7.74%	0.78	0.78	无
688389.SH	普门科技	13.10	56	0.81	1.19	1.46	-	16.25	11.05	9.00	-	16.84%	0.51	0.51	无

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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	664	743	817	899	989	营业收入	745	744	833	960	1074
应收款项	62	80	74	90	104	营业成本	234	242	271	312	349
存货净额	241	238	191	187	207	营业税金及附加	8	11	10	12	13
其他流动资产	65	80	80	93	108	销售费用	170	215	217	240	258
流动资产合计	1194	1142	1163	1269	1407	管理费用	41	60	75	76	73
固定资产	826	1205	1555	1873	1886	研发费用	107	152	167	182	193
无形资产及其他	208	217	208	200	191	财务费用	(30)	(24)	(25)	(19)	(11)
投资性房地产	351	351	351	351	351	投资收益	9	1	8	11	11
长期股权投资	13	13	13	13	13	资产减值及公允价值变动	12	9	(10)	(10)	(10)
资产总计	2592	2928	3291	3706	3849	其他收入	(99)	(141)	(129)	(145)	(156)
短期借款及交易性金融负债	27	355	647	944	945	营业利润	245	109	155	196	237
应付款项	110	136	95	95	108	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他流动负债	235	244	258	257	273	利润总额	244	107	153	194	236
流动负债合计	372	735	999	1296	1326	所得税费用	16	4	12	16	19
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(0)	0	3	1
其他长期负债	113	138	166	196	224	归属于母公司净利润	227	103	141	176	216
长期负债合计	113	138	166	196	224	现金流量表（百万元）					
负债合计	485	873	1165	1492	1550	净利润	227	103	141	176	216
少数股东权益	17	16	16	18	18	资产减值准备	6	(3)	5	3	1
股东权益	2091	2039	2110	2197	2281	折旧摊销	17	38	126	161	185
负债和股东权益总计	2592	2928	3291	3706	3849	公允价值变动损失	(12)	(9)	10	10	10
关键财务与估值指标						财务费用	(30)	(24)	(25)	(19)	(11)
每股收益	1.42	0.64	0.88	1.10	1.35	营运资本变动	(291)	27	59	7	9
每股红利	0.25	0.54	0.44	0.55	0.82	其它	(5)	3	(5)	(1)	(0)
每股净资产	13.07	12.74	13.18	13.73	14.25	经营活动现金流	(57)	159	336	356	420
ROIC	12.67%	4.15%	4%	5%	6%	资本开支	0	(416)	(483)	(483)	(200)
ROE	10.86%	5.05%	7%	8%	9%	其它投资现金流	474	162	0	0	0
毛利率	69%	67%	68%	67%	67%	投资活动现金流	478	(254)	(483)	(483)	(200)
EBIT Margin	25%	9%	12%	14%	17%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	14%	27%	31%	35%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	52%	-0%	12%	15%	12%	支付股利、利息	(40)	(86)	(70)	(88)	(132)
净利润增长率	81%	-55%	37%	25%	23%	其它融资现金流	(402)	346	292	297	2
资产负债率	19%	30%	36%	41%	41%	融资活动现金流	(483)	175	222	209	(130)
股息率	0.6%	1.3%	1.1%	1.4%	2.0%	现金净变动	(63)	79	74	82	90
P/E	28.5	62.9	46.0	36.9	30.0	货币资金的期初余额	726	664	743	817	899
P/B	3.1	3.2	3.1	2.9	2.8	货币资金的期末余额	664	743	817	899	989
EV/EBITDA	34.4	72.7	33.5	26.6	21.6	企业自由现金流	0	(290)	(204)	(187)	167
						权益自由现金流	0	56	85	97	151

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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