

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2022-11-03
收盘价(元)	36.37
流通股本(亿股)	0.51
每股净资产(元)	11.84
总股本(亿股)	1.60

最近 12 月市场表现



分析师 张文录
SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **事件:** 业绩稳定增长。公司发布 2022 年三季报。国内疫情逐步减缓, 康复医疗市场回温。Q1-Q3 营业收入 3.57 亿元 (+1.58%), 归母净利润 0.93 亿元 (-29.31%), 归母扣非净利润 0.56 亿元 (-41.60%), 经营活动现金流 0.89 亿元 (+25.03%)。单三季度, 营收 1.36 亿元 (+1.09%), 归母净利润 0.53 亿元 (+17.34%), 扣非净利润 0.30 亿元 (-20.21%)。
- ❖ **政策加速康复科建设, 有望加速康复市场放量。** 根据弗若斯特沙利文数据 2022 年我国康复器械终端市场规模近 579 亿, 老龄化趋势下, 康复行业仍属于成长期。2021 年 6 月 16 日, 国家卫健委、国家发改委等 8 部门联合印发《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》。国家确定北京市等 15 个省份作为康复医疗服务试点地区, 连续出台了多项更为具体的指导性政策全面加速了康复医疗行业的发展进程。
- ❖ **康复龙头产品丰富渠道广泛, 政策支持发展潜力十足。** 1) 产品体系领先。截至 2022Q3, 公司专利已突破 1200 项, 覆盖康复评定、康复训练、康复理疗三大康复医疗器械主要领域, 20 大系列、500 多种相对完整及丰富的产品矩阵, 处于市场绝对领先的地位。2) 营销网络强大。目前拥有 500+代理商, 覆盖全国 31 个省、300+个地级行政区, 预计将在疫情平缓后持续受益于国家康复体系建设的政策驱动销售渠道有效下沉。3) 产品技术升级。公司拥有较高毛利率的高端产品如体外冲击波、激光磁场理疗仪、极超短波治疗仪等产品占比稳步提升, 同时公司持续加大研发投入, 不断拓宽业务边界(包括产后康复、机器人)、打造技术护城河。
- ❖ **投资建议:** 国内康复龙头地位稳固, 政策加速建设康复科打开成长空间。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 5.50/6.76/8.45 亿元, 归母净利润 1.71/2.16/2.70 亿元。对应 PE 分别为 34.1/26.9/21.5 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 竞争加剧; 行业增长不及预期风险; 疫情反复。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	496	523	550	676	845
收入增长率 (%)	15.9	5.6	5.0	23.0	25.0
归母净利润 (百万元)	196	202	171	216	270
净利润增长率 (%)	52.2	2.9	-15.4	26.5	25.0
EPS (元/股)	1.2	1.3	1.1	1.4	1.7
PE	29.7	28.8	34.1	26.9	21.5
ROE (%)	26.4	10.4	8.1	9.3	10.4
PB	7.8	3.0	2.8	2.5	2.2

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	495.51	523.50	549.67	676.10	845.12	成长性					
减:营业成本	159.79	166.32	174.63	214.80	268.50	营业收入增长率	15.9%	5.6%	5.0%	23.0%	25.0%
营业税费	7.54	6.78	7.15	8.79	10.99	营业利润增长率	51.8%	0.3%	-14.3%	26.5%	25.0%
销售费用	88.30	109.10	120.93	148.74	185.93	净利润增长率	52.2%	2.9%	-15.4%	26.5%	25.0%
管理费用	26.58	31.97	32.98	40.57	50.71	EBITDA 增长率	43.7%	-10.0%	-29.7%	26.3%	23.7%
研发费用	51.55	68.61	82.45	94.65	118.32	EBIT 增长率	45.9%	-10.9%	-30.1%	28.1%	25.0%
财务费用	-12.59	-23.98	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	46.8%	-9.3%	-30.5%	28.1%	25.0%
资产减值损失	-2.16	-2.78	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	45.0%	145.3%	8.8%	10.2%	11.6%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	35.8%	161.8%	8.8%	10.2%	11.6%
投资和汇兑收益	-0.31	12.13	10.99	13.52	16.90	利润率					
营业利润	223.35	224.06	192.00	242.92	303.65	毛利率	67.8%	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%
加:营业外净收支	-0.56	-1.34	0.00	0.00	0.00	营业利润率	45.1%	42.8%	34.9%	35.9%	35.9%
利润总额	222.79	222.72	192.00	242.92	303.65	净利润率	39.6%	38.1%	31.1%	32.0%	32.0%
减:所得税	26.78	23.18	21.12	26.72	33.40	EBITDA/营业收入	44.9%	38.2%	25.6%	26.3%	26.0%
净利润	196.26	201.90	170.88	216.20	270.25	EBIT/营业收入	42.6%	35.9%	23.9%	24.9%	24.9%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	487.24	829.62	957.74	1156.48	1400.35	固定资产周转天数	71	65	56	41	29
交易性金融资产	0.00	648.14	648.14	648.14	648.14	流动营业资本周转天数	25	492	503	423	354
应收账款	28.70	41.24	37.65	46.31	57.88	流动资产周转天数	495	1197	1210	1118	1027
应收票据	0.00	0.77	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	21	29	25	25	25
预付帐款	14.01	25.06	24.45	30.07	37.59	存货周转天数	297	350	300	300	300
存货	130.14	159.40	143.53	176.55	220.68	总资产周转天数	723	1522	1514	1359	1217
其他流动资产	4.66	6.91	6.91	6.91	6.91	投资资本周转天数	584	1357	1405	1259	1124
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	26.4%	10.4%	8.1%	9.3%	10.4%
长期股权投资	2.55	16.71	16.71	16.71	16.71	ROA	20.0%	9.3%	7.5%	8.6%	9.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	23.4%	8.7%	5.5%	6.4%	7.2%
固定资产	96.81	93.81	84.86	75.91	66.96	费用率					
在建工程	8.40	77.09	77.09	77.09	77.09	销售费用率	17.8%	20.8%	22.0%	22.0%	22.0%
无形资产	51.62	208.78	208.78	208.78	208.78	管理费用率	5.4%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	111.28	6.57	6.57	6.57	6.57	财务费用率	-2.5%	-4.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	981.53	2182.55	2280.02	2518.14	2817.69	三费/营业收入	20.6%	22.4%	28.0%	28.0%	28.0%
短期债务	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	15.94	33.15	23.92	29.42	36.78	资产负债率	24.3%	10.9%	7.2%	7.4%	7.6%
应付票据	0.00	3.03	0.00	0.00	0.00	权益权益比	32.1%	12.2%	7.7%	8.0%	8.3%
其他流动负债	10.29	12.72	12.72	12.72	12.72	流动比率	3.36	9.46	16.88	15.93	14.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.63	8.44	15.32	14.34	13.32
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1226.01	—	—	—	—
负债总额	238.25	236.97	163.56	185.48	214.78	分红指标					
少数股东权益	-0.23	10.53	10.53	10.53	10.53	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	160.00	160.00	160.00	160.00	分红比率					
留存收益	338.13	480.83	651.71	867.91	1138.16	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	743.29	1945.58	2116.46	2332.66	2602.91	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	1.23	1.26	1.07	1.35	1.69
净利润	196.01	199.54	170.88	216.20	270.25	BVPS(元)	4.65	12.09	13.16	14.51	16.20
加:折旧和摊销	11.06	11.85	8.95	8.95	8.95	PE(X)	29.7	28.8	34.1	26.9	21.5
资产减值准备	3.68	5.05	0.00	0.00	0.00	PB(X)	7.8	3.0	2.8	2.5	2.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	8.8	11.1	10.6	8.6	6.9
投资收益	0.31	-12.13	-10.99	-13.52	-16.90	EV/EBITDA	24.2	25.0	34.6	26.3	20.1
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	5.44	-36.91	-51.70	-26.42	-35.32	PEG	0.6	10.0	—	1.0	0.9
经营活动产生现金流量	216.40	165.88	117.14	185.21	226.98	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-139.41	-782.04	10.99	13.52	16.90	REP					
融资活动产生现金流量	48.19	955.13	0.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。