

公司研究

疫情拖累短期业绩，夯实研发和营销体系

——翔宇医疗（688626.SH）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年报，实现营业收入2.21亿元，同比增长1.88%；归母净利润0.40亿元，同比-53.67%；扣非归母净利润0.26亿元，同比-55.60%，经营活动现金流量净额同比-49.61%，业绩略低于市场预期。

点评：

国内疫情拖累公司短期营收，期待下半年旺季订单表现。2022H1全国疫情多点散发，下游医疗机构将资金、人力资源等倾斜在防疫和抗疫上，且部分康复就医需求不具紧急性，导致康复医疗器械的订单和采购计划多有延迟，公司营收短期承压。2022Q2公司实现营业收入1.36亿元，同比+17.04%；归母净利润0.31亿元，同比-41.52%，环比一季度收入和利润端均有所改善。公司传统销售旺季在三四季度，若国内疫情形势平缓，有望加速追赶年初计划，实现逐季改善。

持续加大研发和营销投入，扩充人才团队、完善体系建设。面对疫情挑战，公司仍坚持技术创新和营销模式创新，夯实研发和营销体系，巩固国内康复医疗器械行业的龙头地位。**人员方面：**截至2022H1，公司的营销人员从年初的500+人大幅扩充至700+人，研发人员从年初的384人增加至414人，同时提升相关岗位薪酬，提升公司核心竞争力。**研发成果方面：**报告期内新增42项医疗器械注册证/备案凭证，新增专利175项，其中发明专利4项，极大丰富公司产品系列，后续储备充足。**财务指标方面：**2022H1公司销售费用率和研发费用率分别为31.48%/19.71%，同比+8.56pp/6.22pp，投入力度较大，我们预计随着下游积压订单需求的释放，有望逐步摊薄费用，改善净利率和经营性现金流表现。

短期扰动不改产业趋势，创新驱动发展，回购彰显信心。2021年6月国家卫健委等八部门联合印发《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，今年底全国15个省市将结束康复医疗服务试点，并推广至全国。公司作为平台型龙头公司，凭借领先的产品体系（拥有20大系列、500多种自有产品）和营销网络（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。公司秉持科技创新驱动的战略，持续突破新技术，拓展产品线，综合实力稳居行业第一。2022H1公司累计回购227.45万股将用于员工持股或股权激励，实际控制人、董事长兼总经理何总累计增持62.1万股，彰显对公司未来发展的信心。

盈利预测、估值与评级：公司作为国内康复医疗器械龙头，研发能力突出，产品和营销体系健全，具备提供一体化解决方案的能力，有望充分享受康复产业高景气。考虑到2022H1疫情拖累影响以及公司加大研发和营销投入，下调22-23年净利润预测为1.55/2.17亿元（较上次预测下调47%/41%），新增24年净利润预测为2.81亿元，现价对应PE分别为30/21/17倍，下调至“增持”评级。

风险提示：康复科建设放缓；竞争加剧致违规推广风险；安全事故风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	496	523	581	722	912
营业收入增长率	15.93%	5.65%	11.03%	24.30%	26.29%
净利润（百万元）	196	202	155	217	281
净利润增长率	52.17%	2.87%	-23.33%	40.29%	29.53%
EPS（元）	1.64	1.26	0.97	1.36	1.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.40%	10.43%	7.63%	9.84%	11.55%
P/E	18	23	30	21	17
P/B	4.7	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-19（注：2021年3月新股上市，总股本从1.2亿增加为1.6亿）

增持（下调）

当前价：29.04元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003
021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001
021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.60
总市值(亿元)	46.46
一年最低/最高(元)	24.92/65.97
近3月换手率	31.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.94	-14.33	-39.59
绝对	-7.04	-11.56	-52.02

资料来源：Wind

相关研报

业绩稳健增长，渠道建设和研发投入双管齐下——翔宇医疗（688626.SH）2021年三季度点评（2021-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	496	523	581	722	912
营业成本	160	166	184	227	284
折旧和摊销	11	11	14	22	32
税金及附加	8	7	8	10	13
销售费用	88	109	151	177	219
管理费用	27	32	40	47	58
研发费用	52	69	99	112	137
财务费用	-13	-24	-14	-18	-17
投资收益	0	12	5	8	12
营业利润	223	224	175	246	319
利润总额	223	223	175	246	319
所得税	27	23	21	30	38
净利润	196	200	154	217	281
少数股东损益	0	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	196	202	155	217	281
EPS(元)	1.64	1.26	0.97	1.36	1.76

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	216	166	159	177	241
净利润	196	202	155	217	281
折旧摊销	11	11	14	22	32
净营运资金增加	48	46	25	143	191
其他	-39	-93	-35	-206	-263
投资活动产生现金流	-139	-782	422	-252	-278
净资本支出	-140	-134	-230	-260	-290
长期投资变化	3	17	0	0	0
其他资产变化	-2	-665	652	8	12
融资活动现金流	48	955	-41	-15	-32
股本变化	0	40	0	0	0
债务净变化	50	-50	5	5	5
无息负债变化	11	49	-13	20	29
净现金流	125	339	540	-90	-69

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	67.8%	68.2%	68.3%	68.6%	68.9%
EBITDA 率	46.0%	39.7%	29.5%	33.8%	35.6%
EBIT 率	43.8%	37.4%	27.1%	30.7%	32.1%
税前净利润率	45.0%	42.5%	30.2%	34.1%	35.0%
归母净利润率	39.6%	38.6%	26.6%	30.1%	30.8%
ROA	20.0%	9.1%	6.8%	8.8%	10.3%
ROE (摊薄)	26.4%	10.4%	7.6%	9.8%	11.6%
经营性 ROIC	27.3%	20.2%	12.3%	12.9%	13.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	24%	11%	10%	10%	11%
流动比率	3.36	9.46	9.32	8.11	7.02
速动比率	2.71	8.58	8.47	7.18	6.00
归母权益/有息债务	14.87	-	405.81	220.76	162.32
有形资产/有息债务	18.41	-	390.23	206.64	149.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	982	2,183	2,268	2,471	2,732
货币资金	487	830	1,369	1,279	1,209
交易性金融资产	0	648	0	0	0
应收账款	29	41	33	41	51
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	4	3	4	5
存货	130	159	142	176	222
其他流动资产	7	7	9	13	19
流动资产合计	671	1,717	1,574	1,535	1,533
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	17	17	17	17
固定资产	97	94	178	279	396
在建工程	8	77	110	146	185
无形资产	52	209	294	377	458
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	111	7	8	8	8
非流动资产合计	310	466	693	937	1,199
总负债	238	237	229	254	289
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款	16	33	18	23	28
应付票据	0	3	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10	13	13	13	13
流动负债合计	200	181	169	189	218
长期借款	0	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	54	54	54	54
非流动负债合计	38	56	60	65	70
股东权益	743	1,946	2,039	2,217	2,444
股本	120	160	160	160	160
公积金	314	1,343	1,359	1,374	1,374
未分配利润	309	432	510	673	901
归属母公司权益	744	1,935	2,029	2,208	2,435
少数股东权益	0	11	10	10	9

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	17.82%	20.84%	26.00%	24.50%	24.00%
管理费用率	5.36%	6.11%	6.80%	6.50%	6.40%
财务费用率	-2.54%	-4.58%	-2.48%	-2.50%	-1.81%
研发费用率	10.40%	13.11%	17.00%	15.50%	15.00%
所得税率	12%	10%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.37	0.38	0.24	0.34	0.44
每股经营现金流	1.80	1.04	0.99	1.11	1.51
每股净资产	6.20	12.09	12.68	13.80	15.22
每股销售收入	4.13	3.27	3.63	4.52	5.70

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	18	23	30	21	17
PB	4.7	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.1	17.3	21.9	16.2	12.9
股息率	1.3%	1.3%	0.8%	1.2%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE