

翔宇医疗 (688626.SH) 收入、利润承压，加大销售、研发投入布局长期发展

2022年08月21日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/8/19
当前股价(元)	29.04
一年最高最低(元)	65.98/25.20
总市值(亿元)	46.46
流通市值(亿元)	14.85
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.51
近3个月换手率(%)	97.37

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《短期因素影响业绩，看好康复政策支持下公司长期发展潜力——公司信息更新报告》-2022.4.28

《投建郑州康复产业园，顺应康复政策红利，助力引进高端人才——公司信息更新报告》-2021.12.3

《盈利能力稳步提升，看好公司成长潜力——公司信息更新报告》-2021.11.1

● 研发投入布局长远，拥有较大发展潜能，维持“买入”评级

8月19日，公司发布2022半年报：2022年1-6月实现营收2.21亿元(+1.88%)，归母净利润0.4亿元(-53.67%)，扣非净利润0.26亿元(-55.60%)，经营现金流净额0.18亿元(-49.61%)。公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品线齐全、具备提供康复一体化解决方案服务的能力，全面覆盖市场需求，充分受益于医疗机构建设和升级康复中心带来的增量，拥有较大发展潜能。考虑到公司阶段性费用提升及疫情影响，我们下调对公司的盈利预测，预计2022-2024年归母净利润分别为1.85(-0.58)/2.13(-0.80)/2.44(-1.07)亿元，EPS分别为1.16/1.33/1.53元，当前股价对应P/E分别为25.1/21.8/19.0倍，维持“买入”评级。

● “十四五”规划持续推进，公司有望受益于康复政策红利

康复政策相继出台，2021年6月国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，康复产业链全面受益。2021年9月16日，盐城市医保局发布了《关于拟调整部分医疗服务项目价格的公示》，共调整医疗服务项目价格78项，其中16项为康复项目，康复医疗服务项目价格调整方向均为调增，调增幅度最低38%，最高88%，平均调增幅度54%。政策支持下康复医疗服务价格有望提升，带动康复设备配置需求提升。随着“十四五”规划持续推进，公司有望受益于医疗机构康复医学科建设和升级康复中心带来的增量。

● 扩宽产品线、布局高端产品、投建郑州康复产业园助力长期稳健增长

构建高效完善的研发体系：公司拥有完整的研发与工艺体系，保障了产品优越性，并在不断进行公司产品创新，上半年新增专利175项，累计获得专利1201项，新增42项医疗器械注册证/备案凭证。**完善体系化产品系列，扩充研发团队：**陆续开发出全新产品和产品组合，上半年研发投入0.44亿元，同比增加48.8%。**投建郑州康复产业园：**公司计划投资建设康复医疗器械产业园，项目建设周期预计30个月，产业园主要用于在研产品的产业化和现有部分高附加值产品的生产，助力公司更好承接政策支持下康复器械订单增长趋势，吸引高端研发人才。

● 风险提示：综合医院康复科建设低于预期，公司新产品推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	496	523	550	633	731
YOY(%)	15.9	5.6	5.1	15.1	15.4
净利润(百万元)	196	202	185	213	244
YOY(%)	52.2	2.9	-8.2	15.0	14.6
毛利率(%)	67.8	68.2	66.5	67.2	67.4
净利率(%)	39.6	38.1	33.6	33.5	33.2
ROE(%)	26.4	10.3	8.9	9.4	9.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.26	1.16	1.33	1.53
P/E(倍)	23.7	23.0	25.1	21.8	19.0
P/B(倍)	6.2	2.4	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、收入、利润承压，加大销售、研发投入布局长期发展.....	3
2、“十四五”规划持续推进，公司有望受益于康复政策红利.....	3
3、构建高效研发体系、完善体系化产品系列、投建郑州康复产业园助力长期稳健增长.....	4
4、盈利预测与投资建议.....	5
5、风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6
表 1：盐城市医保局发布了《关于拟调整部分医疗服务项目价格的公示》，平均调增幅度 54%.....	4
表 2：翔宇医疗盈利预测.....	5

1、收入、利润承压，加大销售、研发投入布局长期发展

8月19日，公司发布2022半年报：2022年1-6月实现营收2.21亿元(+1.88%)，归母净利润0.4亿元(-53.67%)，扣非净利润0.26亿元(-55.60%)，经营现金流净额0.18亿元(-49.61%)。

分季度看，公司Q1/Q2收入分别为0.85亿元(-15.57%)、1.36亿元(+17.1%)；归母净利润分别为0.09亿元(-72.25%)、0.31亿元(-41.31%)；扣非净利润分别为0.05亿元(-82.69%)、0.21亿元(-28.79%)；经营现金流净额分别为-0.24亿元(-564.24%)、0.42亿元(+36.42%)。

公司收入、利润承压，主要归因于以下因素：(1) 2022年上半年局部地区疫情反复，主要客户——医疗机构人力、物力、财力用于防疫、抗疫且因疫情管控措施医院客流减少导致收入减少；(2) 公司引进大量销售人员拓展渠道，上半年大部分新销售人员处于培训阶段，前期投入较大且暂时未产生效益；(3) 公司持续投入引进高端研发人才，持续增加研发费用投入；(4) 收到的政府补助减少。

2、“十四五”规划持续推进，公司有望受益于康复政策红利

康复政策相继出台，2021年6月国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，康复产业链全面受益。2021年12月，工业和信息化部等10部委联合印发《“十四五”医疗装备产业发展规划》，重点发展针刺、灸疗、康复等中医装备，妇幼健康及保健康复装备等，以及国家“十四五”规划相继对康复医疗工作提出新的发展目标，政策持续加码，随着“十四五”规划持续推进，医疗机构采购康复设备订单有望增厚公司业绩，公司有望受益于医疗机构康复医学科建设和升级康复中心带来的增量。

政策支持下康复医疗服务价格有望提升，带动康复设备配置需求提升。2021年9月16日，盐城市医保局发布了《关于拟调整部分医疗服务项目价格的公示》，共调整医疗服务项目价格78项，其中16项为康复项目，我们参考三级医院拟调整价格与盐城市三甲医院盐城市中医院医疗服务项目价格进行对比，康复医疗服务项目价格调整方向均为调增，调增幅度最低38%，最高88%，平均调增幅度54%。在政策支持康复医疗以及医疗服务价格改革的背景下，康复医疗服务项目价格有望提升，带动康复设备配置需求提升。

表1：盐城市医保局发布了《关于拟调整部分医疗服务项目价格的公示》，平均调增幅度 54%

编码	项目名称	计价单位	调整前价格（元）	拟调整价格（元）	调增幅度
340200008	言语能力评定	次	13	18	38%
340200011	吞咽功能障碍评定	次	26	36	38%
340200020	运动疗法	45 分钟/次	13	21	62%
340200023	电动起立床训练	45 分钟/次	13	21	62%
340200024	平衡功能训练	次	8	15	88%
340200025	手功能训练	次	20	30	50%
340200026	关节松动训练	次	33	45	36%
340200027	有氧训练	次	26	40	54%
340200030	等速肌力训练	次	20	32	60%
340200031	作业疗法	45 分钟/次	20	31	55%
340200034	言语训练	30 分钟/次	26	40	54%
340200036	构音障碍训练	次	13	21	62%
340200037	吞咽功能障碍训练	次	13	21	62%
340200038	认知知觉功能障碍训练	次	13	21	62%
340200040	偏瘫肢体综合训练	40 分钟/次	52	72	38%
340200042	截瘫肢体综合训练	40 分钟/次	39	58	49%
平均调增幅度					54%

数据来源：盐城医保局官网、盐城市中医院官网、开源证券研究所

3、构建高效研发体系、完善体系化产品系列、投建郑州康复产业园助力长期稳健增长

(1) 构建高效完善的研发体系，产品线有望持续拓宽：2022 年上半年，公司新增 42 项医疗器械注册证/备案凭证，累积获得 222 项医疗器械注册证/备案凭证；新增专利 175 项，累计获得专利 1201 项；新增软件著作权 24 项，累计获得 115 项；新增省级科技成果 11 项，累积获得科技成果 63 项。公司拥有完整的研发与工艺体系，保障了产品品质的优越性与稳定性，并在不断进行公司产品的开拓与创新，同时，公司注重产学研合作，与多所知名高校以及著名医院开展产品研发和产品试验的合作，为企业的技术创新提供了持续动力。

(2) 完善体系化产品系列，扩充研发团队，布局长远：公司陆续开发出综合物理治疗系统、生物反馈助力电刺激仪、智能关节运动功能训练组合等全新产品和产品组合；同时基于专病专科临床需求和康复市场发展需要，持续推出临床所需的康复装备。同时利用智能传感器、物联网等技术，对传统康复产品进行智能化升级，未来在享受收入、业绩增量的同时有望铸造技术壁垒，为进一步提高市场占有率奠定基础。2022 年上半年公司研发人员为 414 人，较 2021 年底增加 30 人，研发人员占比 23.42%，2022 年上半年研发投入 0.44 亿元，同比增加 48.82%，占营业收入 19.71%。公司持续扩充研发团队，进一步优化研发人员结构，为公司后续不断创新研发、拓展产品线提供了储备力量。

(3) 投建郑州康复产业园，顺应康复政策红利，助力引进高端人才：公司全资子公司河南瑞贝塔医疗科技有限公司于 2021 年 10 月 29 日以“公开拍卖”方式竞得郑州市国有建设用地使用权，成交价为 4,057 万元，使用权出让年期为 50 年。公司

计划投资建设康复医疗器械产业园，项目建设周期预计 30 个月（2021 年 11 月-2024 年 5 月），产业园主要用于在研产品的产业化和现有部分高附加值产品的生产，助力公司更好承接政策支持下康复器械订单增长趋势，吸引高端研发人才。

4、盈利预测与投资建议

公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品线齐全、具备提供康复一体化解决方案服务的能力，全面覆盖市场需求，充分受益于医疗机构建设和升级康复中心带来的增量，拥有较大发展潜能。考虑到公司阶段性费用提升及疫情影响，我们下调对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.85(-0.58)/2.13(-0.80)/2.44(-1.07) 亿元，EPS 分别为 1.16/1.33/1.53 元，当前股价对应 P/E 分别为 25.1/21.8/19.0 倍，维持“买入”评级。

表2：翔宇医疗盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	496	523	550	633	731
YoY(%)	15.9	5.6	5.1	15.1	15.4
净利润(百万元)	196	202	185	213	244
YoY(%)	52.2	2.9	-8.2	15.0	14.6
毛利率(%)	67.8	68.2	66.5	67.2	67.4
净利率(%)	39.6	38.1	33.6	33.5	33.2
ROE(%)	26.4	10.3	8.9	9.4	9.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.26	1.16	1.33	1.53
P/E(倍)	23.7	23.0	25.1	21.8	19.0
P/B(倍)	6.2	2.4	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

综合医院康复科建设低于预期，公司新产品推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	671	1717	1755	1897	2058
现金	487	830	918	1004	1159
应收票据及应收账款	29	42	0	0	0
其他应收款	3	4	3	5	4
预付账款	14	25	16	31	23
存货	130	159	162	200	215
其他流动资产	9	656	657	656	657
非流动资产	310	466	516	580	652
长期投资	3	17	30	44	57
固定资产	97	94	108	130	150
无形资产	52	209	246	284	331
其他非流动资产	159	147	132	122	114
资产总计	982	2183	2272	2476	2710
流动负债	200	181	147	169	197
短期借款	50	0	0	15	39
应付票据及应付账款	16	36	0	0	0
其他流动负债	134	145	147	154	158
非流动负债	38	56	56	56	56
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	56	56	56	56
负债合计	238	237	202	225	253
少数股东权益	-0	11	10	9	8
股本	120	160	160	160	160
资本公积	285	1294	1294	1294	1294
留存收益	338	481	641	818	1011
归属母公司股东权益	744	1935	2060	2243	2449
负债和股东权益	982	2183	2272	2476	2710

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	216	166	185	149	227
净利润	196	200	185	212	243
折旧摊销	11	12	12	15	19
财务费用	-13	-24	-24	-25	-27
投资损失	0	-12	-4	-5	-5
营运资金变动	5	-37	17	-47	0
其他经营现金流	16	28	-1	-2	-2
投资活动现金流	-139	-782	-59	-74	-86
资本支出	140	134	49	65	78
长期投资	0	-14	-14	-13	-13
其他投资现金流	0	-634	4	5	5
筹资活动现金流	48	955	-37	-5	-11
短期借款	50	-50	0	15	24
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	1009	0	0	0
其他筹资现金流	-2	-44	-37	-20	-34
现金净增加额	125	339	89	70	131

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	496	523	550	633	731
营业成本	160	166	184	208	238
营业税金及附加	8	7	8	9	11
营业费用	88	109	121	139	158
管理费用	27	32	37	40	45
研发费用	52	69	57	69	82
财务费用	-13	-24	-24	-25	-27
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
其他收益	53	52	41	45	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	12	4	5	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	223	224	211	241	276
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	223	223	211	241	275
所得税	27	23	26	28	32
净利润	196	200	185	212	243
少数股东损益	-0	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	196	202	185	213	244
EBITDA	222	210	198	228	263
EPS(元)	1.23	1.26	1.16	1.33	1.53

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.9	5.6	5.1	15.1	15.4
营业利润(%)	51.8	0.3	-5.8	14.2	14.3
归属于母公司净利润(%)	52.2	2.9	-8.2	15.0	14.6
获利能力					
毛利率(%)	67.8	68.2	66.5	67.2	67.4
净利率(%)	39.6	38.1	33.6	33.5	33.2
ROE(%)	26.4	10.3	8.9	9.4	9.9
ROIC(%)	80.9	36.3	31.8	30.8	32.2
偿债能力					
资产负债率(%)	24.3	10.9	8.9	9.1	9.3
净负债比率(%)	-53.8	-39.9	-41.8	-41.5	-43.4
流动比率	3.4	9.5	11.9	11.2	10.4
速动比率	2.6	8.4	10.7	9.8	9.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	23.1	15.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.3	6.8	11.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.26	1.16	1.33	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.04	1.15	0.93	1.42
每股净资产(最新摊薄)	4.65	12.09	12.87	14.02	15.31
估值比率					
P/E	23.7	23.0	25.1	21.8	19.0
P/B	6.2	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	19.1	15.4	15.9	13.5	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn