

翔宇医疗(688626)

报告日期: 2023年04月28日

## 疫情压制消退, 看好全年高增长

### ——翔宇医疗 2022 年报及 2023 一季报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 疫情压制消退, 业绩有望快速修复

**2022年:** 公司实现营业收入4.89亿元, 同比减少6.68%; 归母净利润1.25亿元, 同比减少37.85%; 扣非归母净利润7779万元, 同比减少48.76%。

**2023年Q1:** 公司实现营业收入1.43亿元, 同比增长68.25%; 归母净利润3781万元, 同比增长298.99%; 扣非归母净利润3255万元, 同比增加549.98%。

##### □ 成长性分析: 平台属性打造核心优势, 疫后复苏带来业绩快速修复。

2022年, 在国内多地散发疫情影响下, 由于康复就医需求不具紧急性, 部分康复采购计划或有所延期, 使得公司业绩短期承压。我们认为, 2023年随着疫情压力消退、贴息贷款政策助力延期设备采购需求得以释放、全国15个康复医疗服务试点工作结束并推广到全国, 公司2023年业绩有望得到快速修复, 我们持续看好在政策利好下叠加平台属性优势, 公司长期的发展潜力, 主要体现在:

**1.成长空间广阔:** 我们参考国家政策要求的“二级及以上综合医院需独立设置康复医学科”对康复医学科建设带来的康复医疗器械需求进行了测算, 预计光康复学科建设或将带来超570亿康复医疗器械需求(其中不包括存量换新需求), 成长空间广阔。(详细内容请见《翔宇医疗: 康复利好正加速, 行业龙头踏通途》)。

**2.竞争优势明显:** ①**产品广度处于领先地位:** 我们认为, 我国康复医疗体系建设仍处于早期快速发展阶段, 在企业跑马圈地的大背景下, 产品广度在前期开拓空白市场中的重要意义尤为凸显。截至2022年, 公司累计获得专利1251项以及241项医疗器械注册证/备案凭证, 并在康复医疗器械领域形成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**销售网络已形成广度和梯度的全覆盖:** 公司在全国31个省级行政区域拥有500余家代理商, 销售范围覆盖全国300余个地级行政区, 市场区域覆盖率较高, 并依据康复政策指引, 从2022年开始重点组建基层医疗事业部, 将销售渠道有效下沉, 形成了销售网络广度和梯度的全覆盖。③**产品结构的持续优化:** 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)、产品技术壁垒得到持续提升。2021年成功推出磁疗家族产品, 适用于精神、神经、盆底、泌尿、肛肠的磁疗产品, 2022年推出盆底功能磁刺激治疗仪。

**3.持续注重研发投入:** 在2022年经营压力较大的情况下, 公司仍然保持在研发方面的高强度投入, 2022年全年研发投入9241万元, 同比增长34.70%, 研发费用率为18.92%。2022年公司新增医疗器械注册证/备案凭证61项, 累计获得241项, 医疗器械注册证/备案凭证, 极大地丰富了公司产品系列。

##### □ 盈利能力分析: 短期波动, 经营性净现金流改善明显

**毛利率&净利率:** 2022年公司销售毛利率66.27%, 同比减少1.96pct, 销售净利率25.24%, 同比减少12.88pct。2023Q1公司毛利率68.19%, 同比减少0.04pct, 净利率26.96%, 同比增加17.17pct。**期间费用:** 2022年公司销售费用率、管理费用率和研发费用率同比分别增加7.93、1.24和5.81pct。2023Q1, 公司销售费用率、管理费用率和研发费用率同比分别减少10.55、2.56和6.54pct。我们预计2022年毛利率下降主要与产品结构变化波动有关, 净利率主要系受疫情影响, 收入规模大幅下降, 同时公司进一步加强研发和销售投入导致。2023年, 我们预计随着疫情消退, 公司收入规模快速恢复摊薄费用, 净利率有望得到快速恢复, 同

#### 投资评级: 增持(维持)

**分析师: 孙建**  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

**研究助理: 刘明**  
 liuming01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥46.08
总市值(百万元)	7,372.80
总股本(百万股)	160.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《趋势向好, 看好四季度业绩加速——翔宇医疗 2022 三季报点评》 2022.10.29
- 《短期承压, 长期看好——翔宇医疗 2022 年中报点评》 2022.08.20
- 《翔宇医疗: 康复利好正加速, 行业龙头踏通途》 2022.03.15

时考虑到行业竞争压力逐步加大，公司高端产品占比逐步提升，毛利率或将维持相对稳定。

**经营质量：**2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.87 亿元，较上年同期增加 12.55%，经营性现金流净额占经营活动净收益比例为 273.19%。2023Q1 经营性现金流净额为 3645 万元，同比增长 251.84%。经营性现金流净额占经营活动净收益比例为 106.14%。我们发现主要与销售回款增加（2021-2023Q1 公司应收账款分别为 4124 万元、3150 万元、1753 万元，应收账款持续下降）、经营性应付项目增加有关，其中，公司合同负债由 2021 年的 6423 万元，增加至 2022 年 1.36 亿，截止到 2023Q1 仍有 1.17 亿元，我们认为可能与 2022Q4 贴息贷款政策带来设备需求量快速释放有关（2022Q4 合同负债增加 5929 万元）。我们预计，2023 年随着疫情压制因素消退，客户回款提速、存货逐步减少、经营质量有望继续提升，同时较高水平的合同负债也侧面体现 2023 年需求端恢复快速，指引公司业绩增速有望快速恢复到较高水平。

#### □ 盈利预测与估值：

我们认为，随着国家康复政策的加速推进，康复市场需求将会得到快速释放。而公司早期跑马圈地占据的先发优势，叠加公司持续提升的盈利能力，也将助力公司瓜分更多的市场份额。我们认为随着疫情影响的逐步消散，以及行业的加速发展，2023-2025 年公司 EPS 为 1.32、1.75 和 2.16 元/股，2023 年 4 月 28 日收盘价对应 PE 为 34、26 及 21 倍，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示：

政策落地及执行不及预期风险；技术创新或新产品研发失败风险；市场竞争加剧的风险；行业政策变动风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	488.53	672.71	839.09	1040.87
(+/-) (%)	-6.68%	37.70%	24.73%	24.05%
归母净利润	125.47	211.30	280.38	345.21
(+/-) (%)	-37.85%	68.41%	32.69%	23.12%
每股收益(元)	0.78	1.32	1.75	2.16
P/E	58.03	34.46	25.97	21.09

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1668	1634	1778	1850
现金	726	799	878	1062
交易性金融资产	636	500	400	300
应收账款	32	37	41	39
其它应收款	5	6	8	10
预付账款	22	29	40	48
存货	223	238	387	366
其他	23	24	24	24
<b>非流动资产</b>	700	901	1095	1395
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	17	17	17	17
固定资产	94	225	403	608
无形资产	204	278	310	362
在建工程	314	276	284	323
其他	70	105	80	85
<b>资产总计</b>	2368	2535	2873	3245
<b>流动负债</b>	352	249	305	336
短期借款	17	0	0	0
应付款项	104	44	58	71
预收账款	0	0	0	0
其他	230	205	247	265
<b>非流动负债</b>	76	63	68	69
长期借款	0	0	0	0
其他	76	63	68	69
<b>负债合计</b>	428	313	374	406
少数股东权益	12	10	6	2
归属母公司股东权益	1928	2212	2493	2838
<b>负债和股东权益</b>	2368	2535	2873	3245

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	187	40	206	410
净利润	123	209	277	341
折旧摊销	18	20	38	62
财务费用	(27)	(13)	(15)	(17)
投资损失	(14)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	168	(123)	36	10
其它	(82)	(38)	(115)	30
<b>投资活动现金流</b>	(179)	(36)	(142)	(242)
资本支出	(237)	(110)	(220)	(300)
长期投资	(0)	0	(0)	0
其他	59	73	78	58
<b>筹资活动现金流</b>	(117)	69	15	17
短期借款	17	(17)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(134)	86	15	17
<b>现金净增加额</b>	(109)	72	79	184

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	489	673	839	1041
营业成本	165	232	292	365
营业税金及附加	7	10	12	15
营业费用	141	143	168	208
管理费用	36	47	50	62
研发费用	92	87	96	109
财务费用	(27)	(13)	(15)	(17)
资产减值损失	6	8	11	13
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	14	15	15	15
其他经营收益	53	55	61	70
<b>营业利润</b>	135	228	301	370
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	133	226	298	367
所得税	10	16	22	27
<b>净利润</b>	123	209	277	341
少数股东损益	(2)	(2)	(4)	(5)
<b>归属母公司净利润</b>	125	211	280	345
EBITDA	141	235	324	415
EPS (最新摊薄)	0.78	1.32	1.75	2.16

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-6.68%	37.70%	24.73%	24.05%
营业利润	-39.54%	68.33%	31.98%	22.87%
归属母公司净利润	-37.85%	68.41%	32.69%	23.12%
<b>获利能力</b>				
毛利率	66.27%	65.54%	65.22%	64.93%
净利率	25.24%	31.09%	32.98%	32.72%
ROE	6.46%	10.15%	11.88%	12.93%
ROIC	5.86%	8.99%	10.63%	11.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.08%	12.33%	13.00%	12.50%
净负债比率	4.01%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.74	6.55	5.82	5.50
速动比率	4.11	5.60	4.56	4.41
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.21	0.27	0.31	0.34
应收账款周转率	13.43	17.56	16.15	16.16
应付账款周转率	2.54	3.46	6.97	6.95
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.78	1.32	1.75	2.16
每股经营现金	1.17	0.25	1.29	2.56
每股净资产	12.05	13.83	15.58	17.74
<b>估值比率</b>				
P/E	58.03	34.46	25.97	21.09
P/B	3.78	3.29	2.92	2.57
EV/EBITDA	26.79	25.50	18.54	14.28

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>