

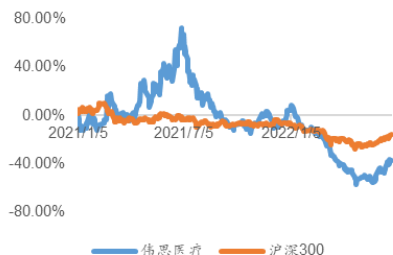
持续推动“一体两翼”战略升级，看好下半年边际恢复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-04

收盘价（元）	49.18
近12个月最高/最低（元）	114.84 / 42.30
总股本（百万股）	68
流通股本（百万股）	24
流通股比例（%）	35.29
总市值（亿元）	34
流通市值（亿元）	12

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

➤ 事件：

2022年8月30日，公司披露2022年中报。公司2022年上半年实现营业收入1.34亿元，同比下降29.94%，归属于上市公司股东的净利润0.38亿元，同比下降44.70%，归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润0.27亿元，同比下降53.09%。

➤ 事件点评

● 22Q2业绩环比有所恢复，同比仍有下滑

2022Q2，公司营收实现0.80亿元，环比2022Q1有较大恢复（22Q1收入约0.54亿元），同比下降28.06%，归母净利润实现0.21亿元，同比下降43.94%，销售毛利率73.23%，仍保持在较高水平。

分产品来看，2022年上半年，公司磁刺激产品实现收入0.56亿元，同比下降15.82%，电刺激产品实现收入0.27亿元，同比下降58.39%，公司电刺激品类业绩大幅下滑带动公司整体收入增长承压，展望下半年，疫情防控边际缓和，医院常规的招标、采购活动也将继续恢复，磁刺激产品重回高增长轨道，下半年有望边际继续恢复。

● 坚持推动“一体两翼”战略升级，医美能量源设备和康复机器人发展前景广阔

2022年上半年，公司对原有业务线迭代升级，下一代盆底磁刺激取得医疗注册证；下一代生物反馈仪产品（心越II）于2022年6月取得注册证，已进入上市阶段。在运动康复方面，X-walk100、200已实现转产并上市，X-locom100已获证并完成批量生产。X-locom200、300已提交注册申报。在医美能量源类产品，有序推进塑性磁、射频、皮秒激光等设备的研发。

目前，公司已建成以磁刺激产品为主体，以康复机器人和医美能量源产品为“两翼”的战略布局，从原来主要布局的盆底/产后康复、神经康复、精神康复，战略升级至康复全场景以及医美能量源器械两个优质赛道，未来成长天花板将逐步打开。

● 投资建议

我们维持盈利不变，预计公司2022-2024收入有望分别实现4.63亿元、5.67亿元和6.95亿元，同比增速分别达到7.7%、22.5%和22.5%。公司磁刺激产品不断推陈出新，预计公司整体的毛利率和净利率水平仍保持在较高水平，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别实现1.95亿元、2.32亿元和2.85亿元，同比增速分别达到9.4%、19.2%和22.6%。2022-2024年的EPS分别为2.85元、3.39元和4.16元，对应PE估值分别为17x、14x和12x。基于公司所在行业政策环境友好，公司技

术平台横向拓展能力强，战略布局升级，随公司后续产品不断推出，中长期增长动力足，维持“买入”评级。

● 风险提示

新品种研发及推广不及预期风险；
医疗事故风险；
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	430	463	567	695
收入同比（%）	13.7%	7.7%	22.5%	22.5%
归属母公司净利润	178	195	232	285
净利润同比（%）	23.8%	9.4%	19.2%	22.6%
毛利率（%）	74.8%	75.4%	75.3%	75.7%
ROE（%）	11.6%	11.3%	11.8%	12.7%
每股收益（元）	2.60	2.85	3.39	4.16
P/E	41.82	17.25	14.47	11.80
P/B	4.85	1.94	1.71	1.50
EV/EBITDA	35.93	10.91	7.80	5.16

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1434	1643	1890	2198	营业收入	430	463	567	695
现金	1366	1578	1808	2098	营业成本	108	114	140	169
应收账款	24	19	25	31	营业税金及附加	5	6	6	8
其他应收款	11	6	9	11	销售费用	78	83	102	125
预付账款	2	2	2	3	管理费用	38	41	50	61
存货	30	37	45	53	财务费用	-17	-20	-24	-27
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	204	223	230	238	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	21	19	23	28
固定资产	95	108	112	115	营业利润	195	214	256	314
无形资产	19	22	23	24	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	91	93	96	98	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1639	1866	2120	2436	利润总额	197	216	258	316
流动负债	104	136	159	191	所得税	20	22	26	32
短期借款	0	0	0	0	净利润	178	194	232	284
应付账款	9	11	13	16	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	95	125	146	175	归属母公司净利润	178	195	232	285
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	169	163	199	245
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.60	2.85	3.39	4.16
其他非流动负债	2	2	2	2					
负债合计	106	138	161	192					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
股本	68	68	68	68					
资本公积	1086	1086	1086	1086					
留存收益	378	573	805	1090					
归属母公司股东权益	1533	1728	1960	2244					
负债和股东权益	1639	1866	2120	2436					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2024E
经营活动现金流	157	221	225	282	成长能力				
净利润	178	195	232	285	营业收入	13.7%	7.7%	22.5%	22.5%
折旧摊销	11	11	12	13	营业利润	18.1%	9.9%	19.4%	22.8%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	23.8%	9.4%	19.2%	22.6%
投资损失	-21	-19	-23	-28	获利能力				
营运资金变动	-4	36	6	14	毛利率(%)	74.8%	75.4%	75.3%	75.7%
其他经营现金流	174	157	224	268	净利率(%)	41.3%	42.0%	40.9%	41.0%
投资活动现金流	-77	-9	5	8	ROE(%)	11.6%	11.3%	11.8%	12.7%
资本支出	-87	-28	-17	-19	ROIC(%)	9.2%	7.9%	8.6%	9.3%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	11	19	23	28	资产负债率(%)	6.4%	7.4%	7.6%	7.9%
筹资活动现金流	-81	0	0	0	净负债比率(%)	6.9%	8.0%	8.2%	8.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	13.81	12.05	11.89	11.53
长期借款	0	0	0	0	速动比率	13.50	11.76	11.60	11.23
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	21	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.25	0.27	0.29
其他筹资现金流	-102	0	0	0	应收账款周转率	17.69	24.93	22.43	22.18
现金净增加额	0	212	231	290	应付账款周转率	11.69	10.36	10.72	10.74

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李婵，研究助理，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。