

康复公司比较，超额赛道揭秘

——康复医疗系列报告之一——

行业评级：看好

2023年7月28日

分析师

孙建

研究助理

刘明

邮箱

sunjian@stocke.com.cn

邮箱

liuming01@stocke.com.cn

证书编号

S1230520080006

证书编号

S1230121070061

目录

CONTENTS

01

板块复盘

超额收益率；业绩表现；盈利能力

02

公司比较

翔宇医疗；伟思医疗；麦澜德；普门科技；诚益通

03

投资建议

04

风险提示

1、以2023年Q1作为复苏新周期的起点，康复医疗反弹趋势显著：

➤ 康复医疗是医疗器械子板块中相对医药生物拥有最显著超额收益率的板块（+40.0%），在医疗器械各子板块中一枝独秀。

2、相关公司表现略有分化：

➤ 康复业务公司：2022年受疫情影响较大、基数低，2023年恢复弹性更大，营运能力边际改善也更为明显。如翔宇医疗、伟思医疗。

3、康复赛道仍具有较强的业绩兑现及盈利能力：

➤ 不考虑2020-2022年大环境突变因素，2020年以前，康复相关企业无论是营收增速还是盈利能力来看，均排在医疗器械子板块前三位。在人口老龄化大背景下，康复赛道仍然是政策利好确定性最强的板块之一。

4、如何把握康复赛道布局节奏？

➤ 我们认为，2021年是政策加速推进，康复理念全面建设阶段；2022年是试点探索，初步形成行业规范和标准阶段；2023-2024年或将是康复医疗加速扩面，终端需求快速释放阶段。随着2023年Q1复苏新周期的开启，康复赛道迎来了重要的布局窗口期，2023年各公司平均估值为29.1X，PEG为0.82，具有较高性价比。

5、投资建议：

➤ **推荐：**伟思医疗（除了行业 β 外，公司横向拓展的 α 属性有一定弹性）、翔宇医疗（主要受益于行业 β ，平台属性有望优先受益）。

➤ **关注：**麦澜德、普门科技、诚益通。

- ① 政策落地及执行不及预期风险。
- ② 市场竞争加剧的风险。
- ③ 行业政策变动风险。

01

板块复盘

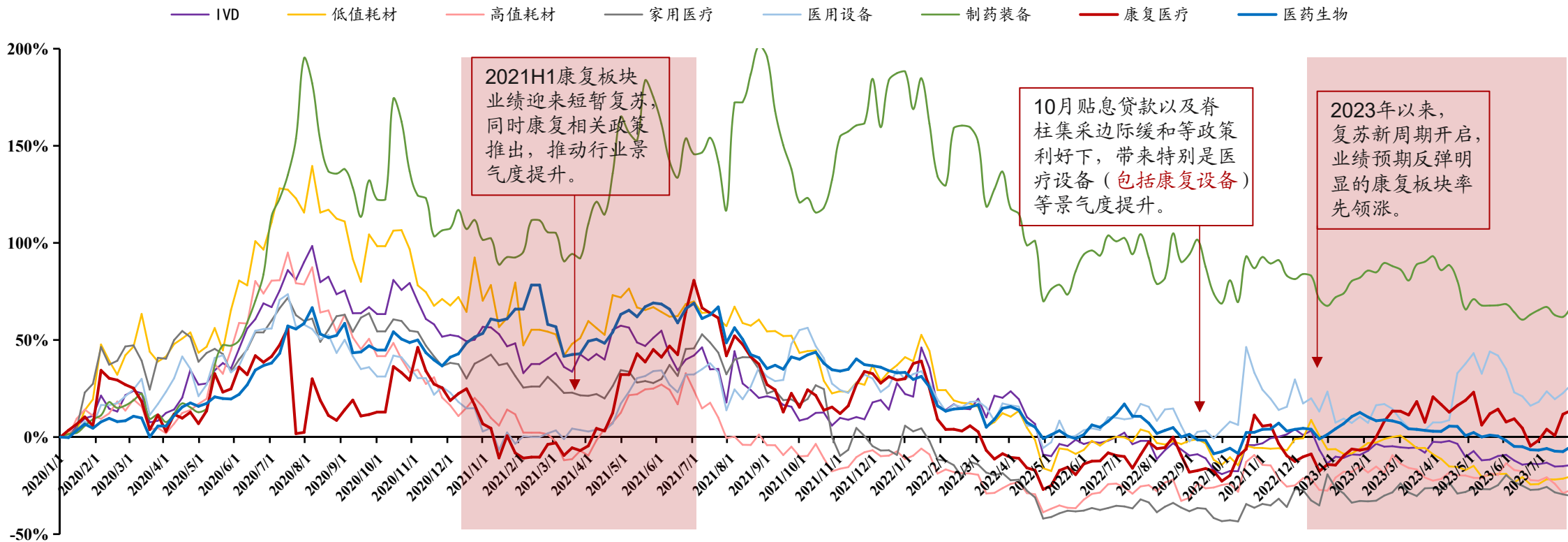
超额收益率

业绩表现

盈利能力

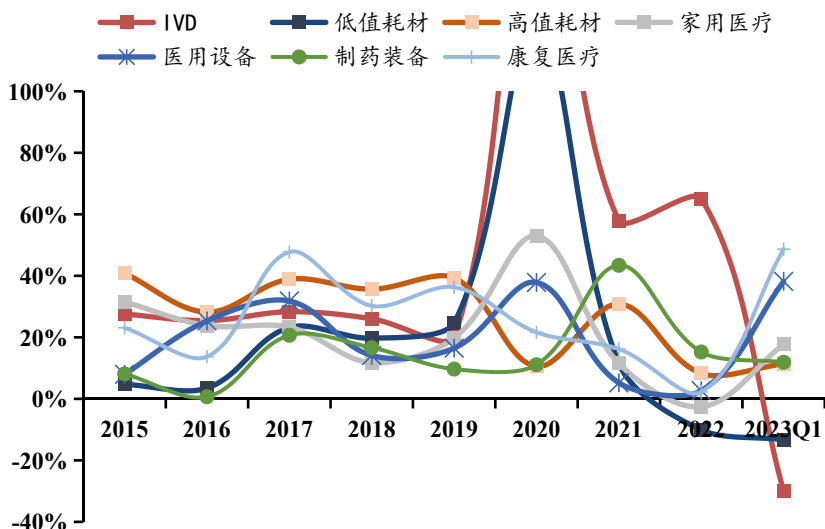
我们以2023年作为复苏新周期起点，医疗器械子板块中，**康复医疗表现出较强的复苏趋势**：截止到2023.7.26，相对医药生物（-6.1%）平均超额收益率达到**40.0%**（2021年H1复苏周期区间收益率最高达到**86.4%**），此外，其他子板块表现相对较弱：高值耗材（+8.9%），家用医疗（+7.8%），低值耗材（+0.9%），IVD（-1.0%），医用设备（-1.5%），制药装备（-3.4%）。

2020年以来医疗器械子板块收益率 (%)

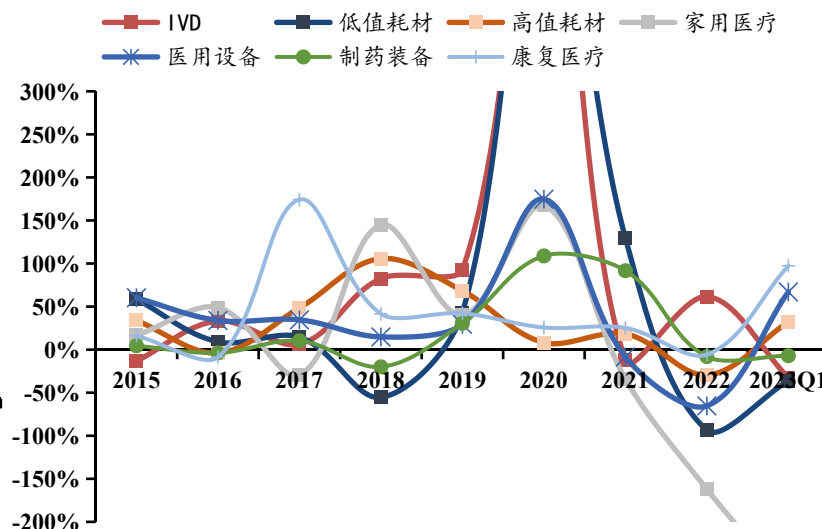


- **业绩表现：2017-2019年：**康复医疗营收增速位于医疗器械子板块前三位，背后体现的是康复行业仍处于早期快速成长阶段，**2020-2022年：**疫情扰动导致康复行业发展持续走低。**2023年以来：**复苏新周期开启，康复医疗营收增速、归母净利润增速快速恢复，在2022年低基数基础上，反弹幅度居各子板块之首。
- **估值：**在2020-2022年行业景气度持续走低下，康复医疗平均PE-TTM由2020年60.0X逐步回落至28.6X。截止到2023.7.26，康复医疗平均PE-TTM恢复至38.3X，位于各子板块第三位。

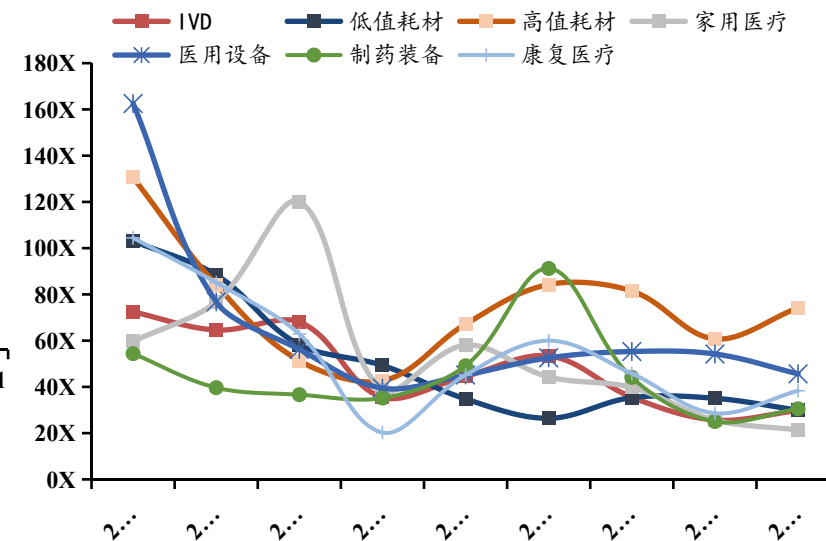
2015-2023Q1 医疗器械子板块营收增速



2015-2023Q1 医疗器械子板块归母净利润增速

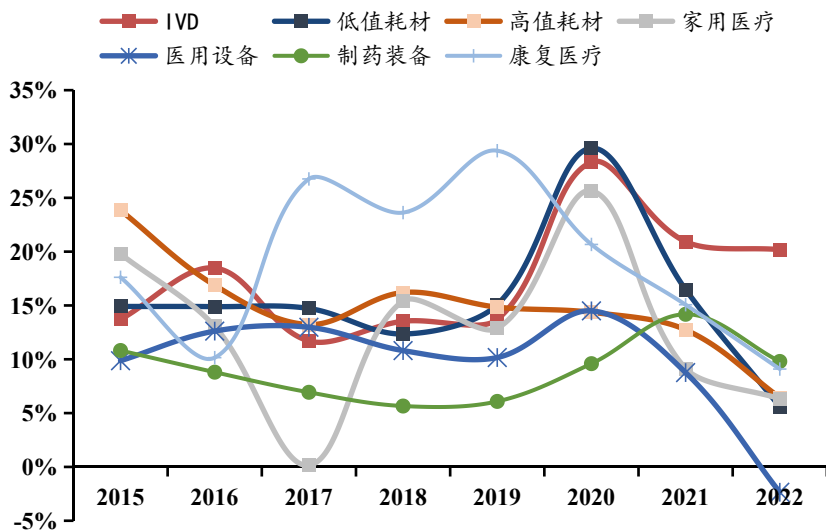


2015-2023.7.26 医疗器械子板块PE-TTM

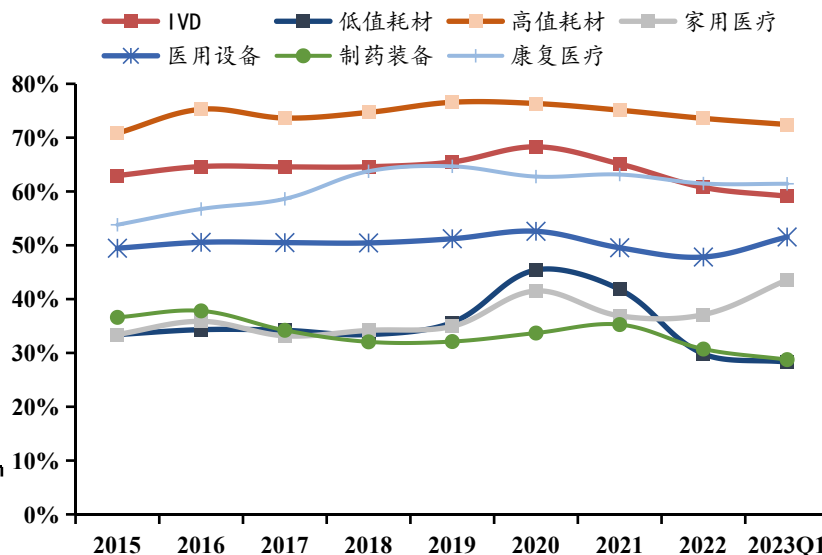


- **净资产收益率 (ROE)**：即使经历2020-2022年疫情扰动，康复板块平均ROE仍然可以维持在9.1%-20.7%水平，位于各子板块前三位。
- **毛利率**：康复板块长期维持在各子板块前三位，截止到2023Q1，康复医疗平均毛利率为61.43%，位居第二位。
- **净利率**：康复板块长期处于各自板块第一位，截止到2023Q1，康复医疗平均净利率为25.90%。
- **优秀盈利能力的背后，体现出康复医疗领域竞争格局好，仍是一片蓝海市场。**

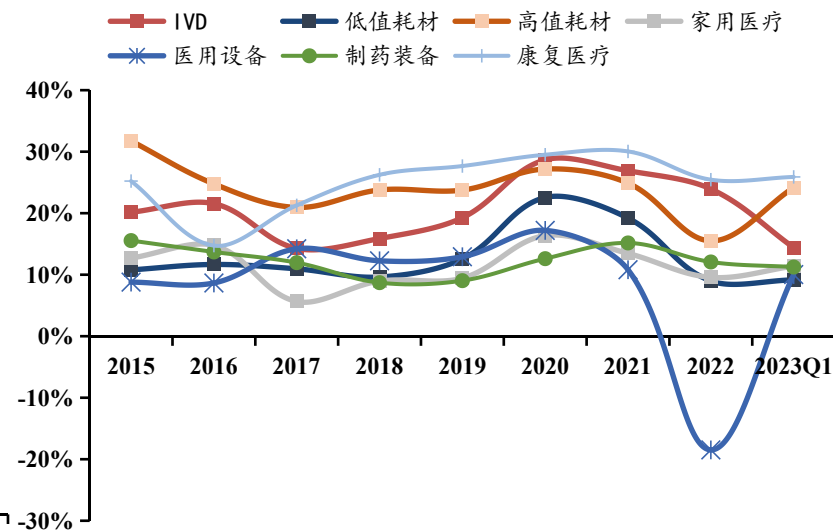
2015-2022 医疗器械子板块 ROE 水平



2015-2023Q1 医疗器械子板块毛利率水平



2015-2023Q1 医疗器械子板块净利率水平



02

公司比较

翔宇医疗

伟思医疗

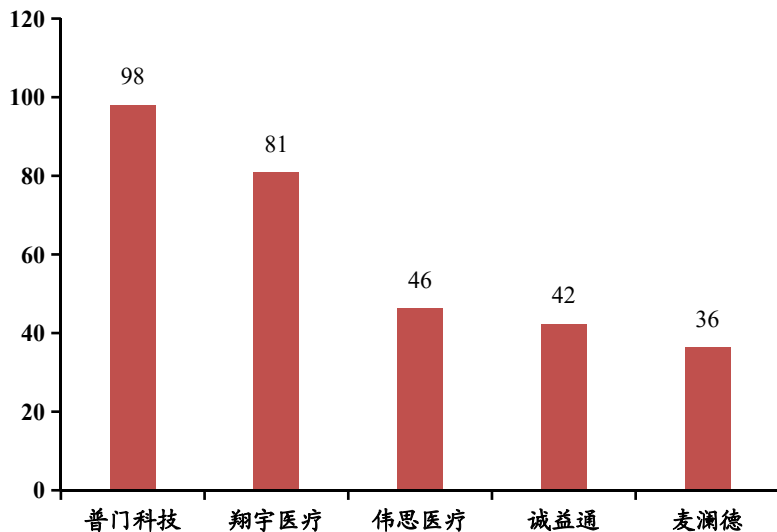
麦澜德

普门科技

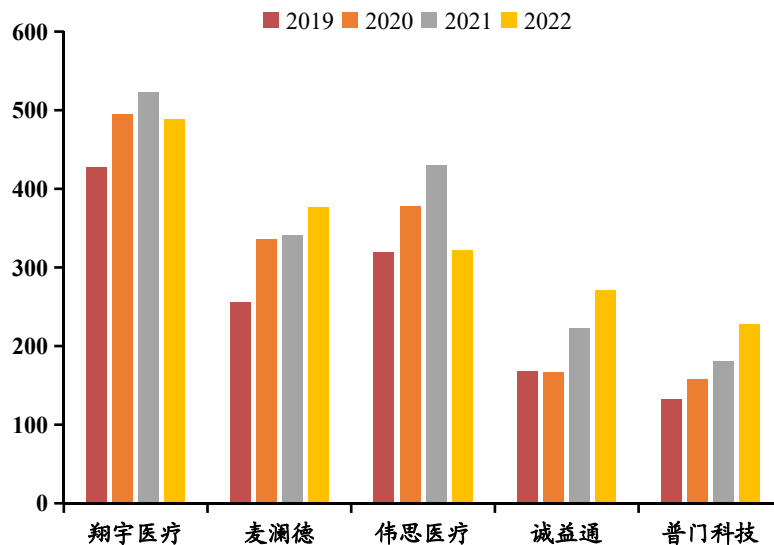
诚益通

- 截至到2020年底，我国康复医疗器械生产企业有近5000家，然而行业内上市公司却仅有少数几家。由于康复医疗设备及器材种类繁多，同时较多产品的技术壁垒并不高，致使众多的生产厂家小而分散。而少部分拥有一定自主研发能力并形成一定规模的企业（包括翔宇医疗、伟思医疗、麦澜德、普门科技、诚益通等），相较于2022年511亿（Frost & Sullivan预测值）的康复医疗器械市场而言，总占有率只有7.3%，市场集中度仍处于较低阶段，我国康复医疗器械市场仍处于企业早期跑马圈地的状态。

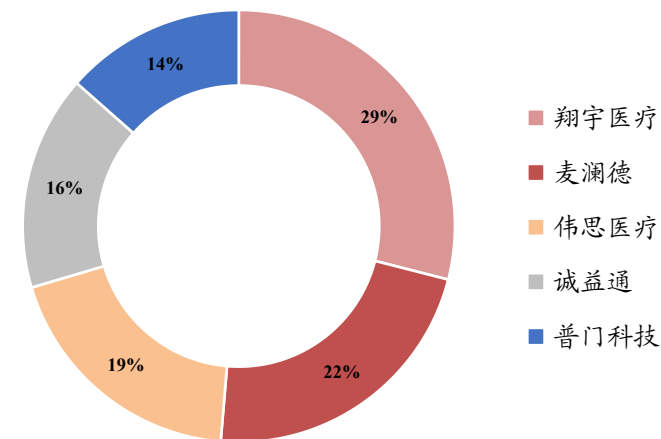
康复相关公司市值（亿元，截止到2023.7.27）



2019-2022年各公司康复业务收入（百万元）



2022年各公司康复业务格局

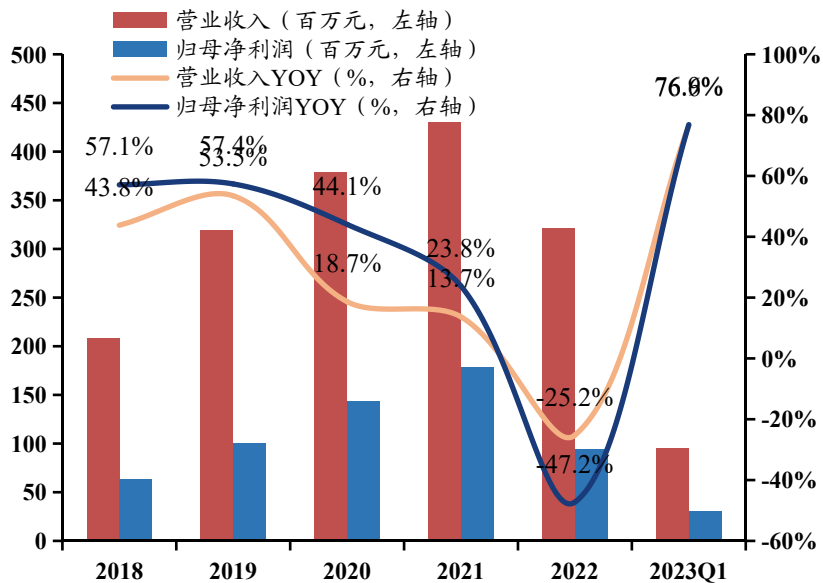


公司概况：成立于2001年，拥有电生理、电刺激、磁刺激、射频、激光、康复机器人6大技术平台，涉及盆底及产后康复、精神心理、神经康复、以及运动康复四大领域。

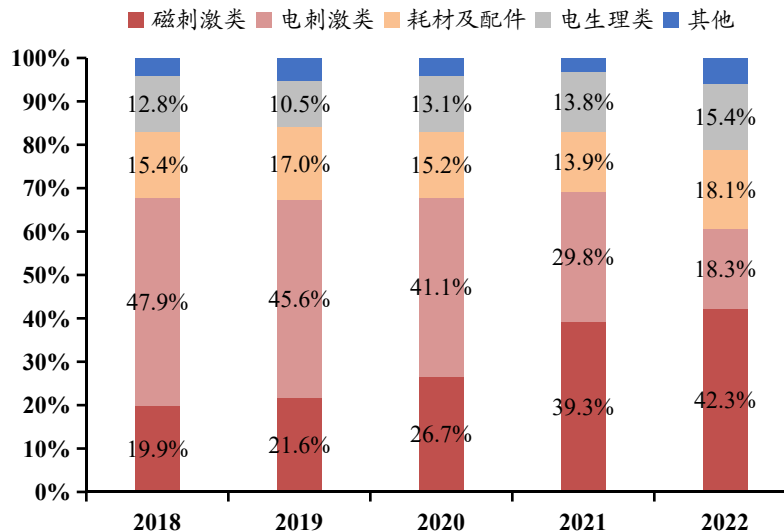
核心看点：1) 康复机器人及医美相关新产品放量；2) 复苏新周期+政策落地=需求释放；3) 协同效应：收购科瑞达激光

- 1.公司现已逐步构建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，并通过构建全面领先的产品矩阵，将细分市场从盆底及产后康复、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，新产品预期在2023-2024年逐步放量，成长天花板正逐步打开。
- 2.复苏新周期、贴息贷款政策助力延期设备采购需求得以释放、2023-2024年康复政策或将加速落地，公司业绩有望逐步迎来边际改善。

2018-2023Q1 公司营收、归母净利润及增速



2018-2022年公司各业务结构占比



	基石业务			新兴业务	
	精神 (2001)	康复 (2007)	盆底 (2013)	医美 (2022)	泌尿 (2023)
电生理 (2001)					
电刺激 (2007)					
机器人 (2017)					
磁刺激 (2013)					
射频&激光 (2020)					



磁刺激仪

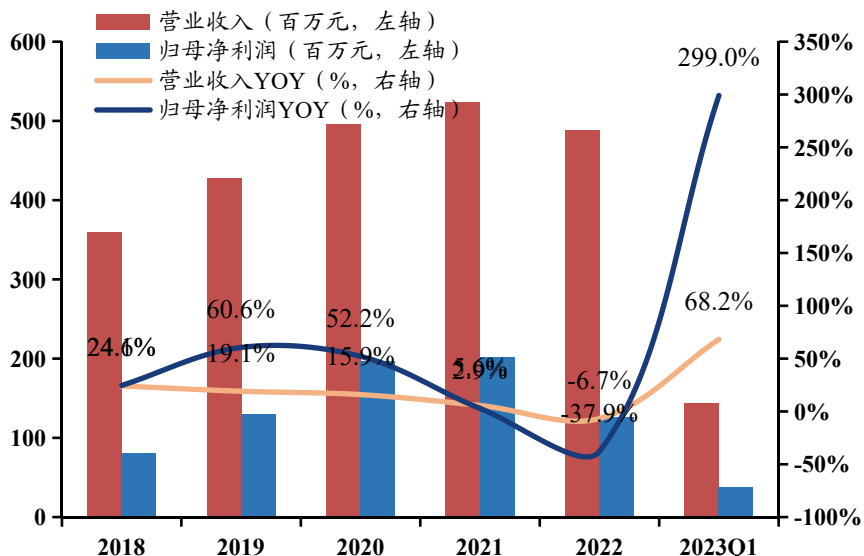
智能跟随步行
训练机器人

公司概况：成立于2002年，聚焦疼痛、神经、骨科、中医、产后、术后、心肺、医养结合等康复领域智能康复设备的自主研发、产销。目前自有产品分为康复评定、康复训练、康复理疗三大门类，共20个系列、500多种的丰富产品结构。

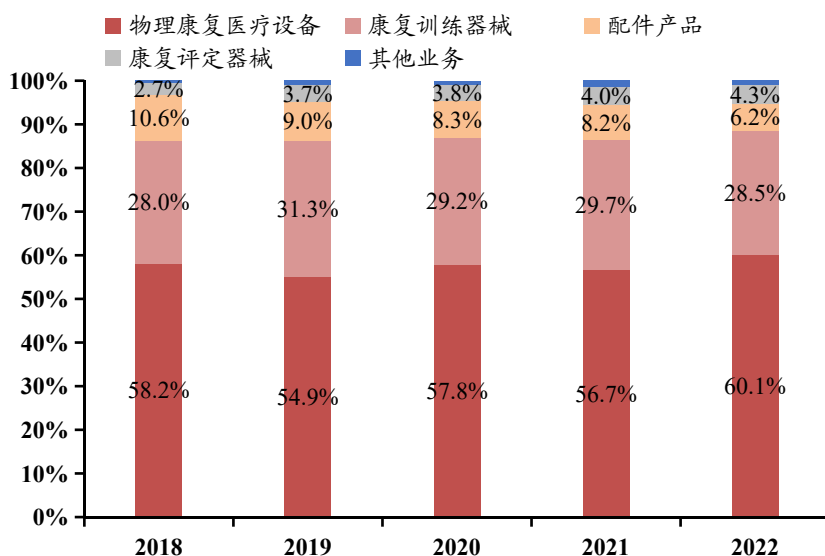
核心看点：1) 基层业务拓建加速；2) 一体化解决方案带来的平台效应；3) 复苏新周期+政策落地=需求释放；

- 1.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，公司在这方面无论是产品、渠道的广度和梯度覆盖程度以及提供的一体化解决方案均处于市场领先地位，在行业红利来临时，有望优先受益。
- 2.复苏新周期、贴息贷款政策助力延期设备采购需求得以释放、2023-2024年康复政策或将加速落地，公司业绩有望逐步迎来边际改善。

2018-2023Q1 公司营收、归母净利润及增速



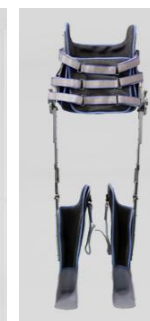
2018-2022年公司各业务结构占比



康复理疗类



康复训练类



康复辅具类



康复护理类



康复评定类

公司概况：成立于2013年，围绕着女性全生命周期常见病、多发病的诊断、治疗和预防，持续开发新技术和新产品，现已拥有盆底及产后康复设备、生殖康复设备、耗材及配件、健康管理信息系统等产品线，广泛应用于妇产、盆底康复、生殖康复、泌尿肛肠、体检等医疗健康领域。

核心看点：1) 新产品迭代，2) 管线拓展：医学彩色超声（自研产品彩色超声诊断评估系统 Mederola 系列已经获国内注册证并进入试产及临床评价阶段。通过超声检查及肌电评估相结合可帮助医生实现功能性与结构性的综合精准判断，达到精准评价盆底功能及结构异常的目的。

新生儿期

幼女期

青春期

生育期

更年期

老年期

盆底及妇产康复产品线

应用：

- 盆底疾病
- 妇产科整体康复
- 产后康复

产品：

- 盆底表面肌电分析系统 A系列
- 生物刺激反馈仪 B系列、BS系列、M系列
- 磁刺激仪 Z系列、MS系列、OSF系列
- 家用盆底生物设备



生殖康复产品线

应用：

- 痛经
- 人流术后
- 宫腔术后
- 不孕、内分泌异常

产品：

- 生殖电超声治疗仪 C系列
- 超声子宫复旧仪 001A/B/M、002A/B/M



运动康复产品线

应用：

- 脑瘫、发育不良

产品：

- 手功能评估系统
- 手功能康复系统
- 气电联合康复系统



应用：

- 卒中后
- 外伤后

产品：

- 手功能评估系统
- 手功能康复系统
- 气电联合康复系统



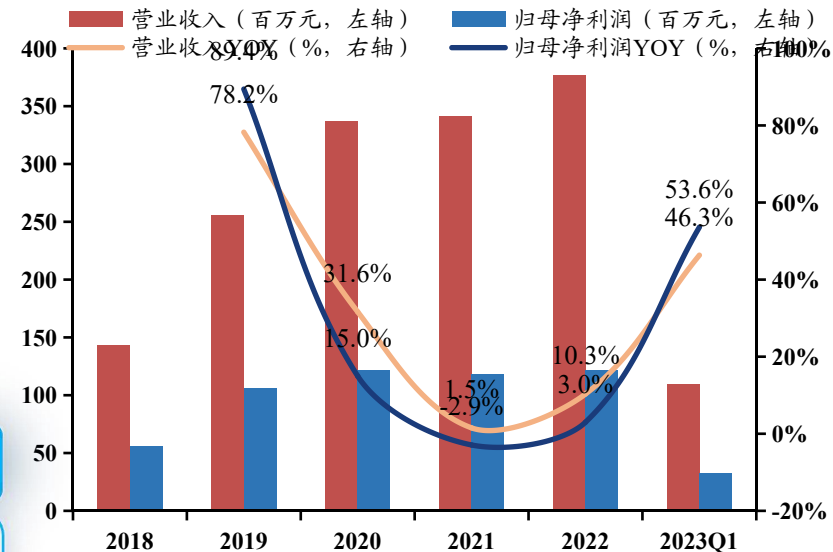
耗材和信息化产品线

产品：

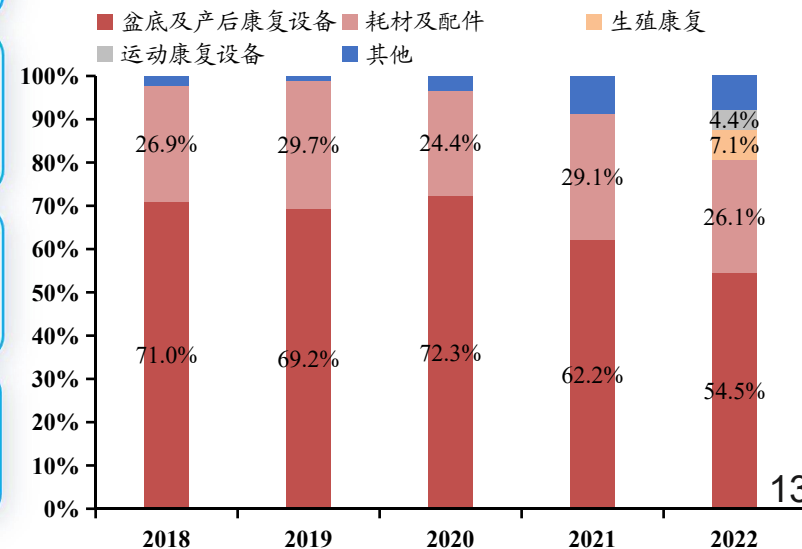
- 一次性腔内电极
- 腔内治疗电极
- 体表电极
- 多通道电极
- 气囊式电极
- 宫颈电极
- 分级诊疗系统
- 医生APP端
- 用户APP端
- 家用康复设备



2018-2023Q1 公司营收、归母净利润及增速



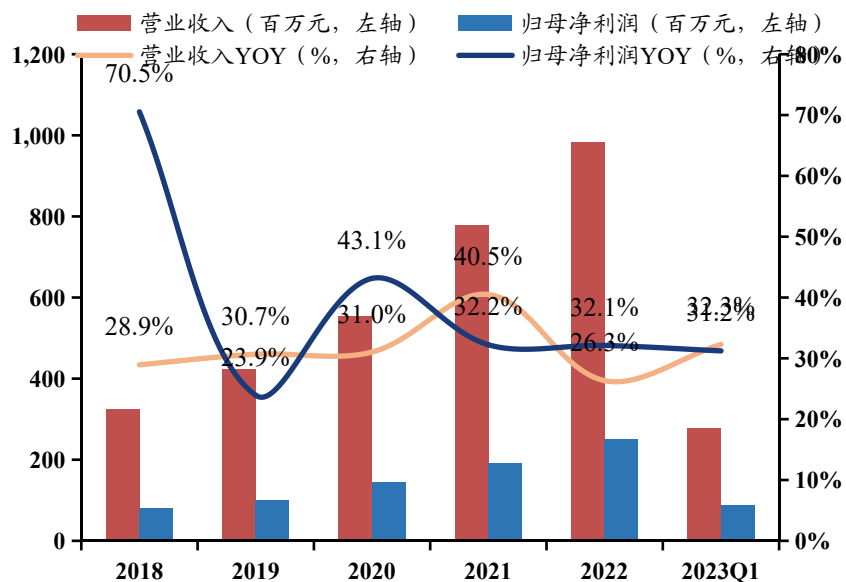
2018-2022年公司各业务结构占比



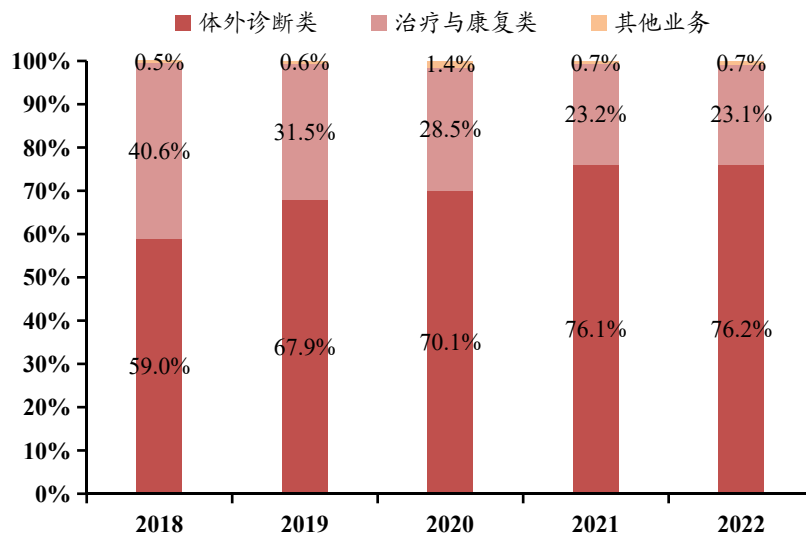
公司概况：成立于2008年，聚焦体外诊断、治疗康复、医疗美容、消费者健康。其中治疗康复主要涉及：呼吸、围术与重症（排痰系统、呼吸道湿化器），VTE（静脉血栓）防治（空气波压力治疗系统），创伤治疗与修复（光子治疗仪、清创仪、吸引器、血流分析仪等），疼痛治疗与康复（冲击波治疗仪、红外治疗仪、脉冲磁治疗仪等）。

核心看点：1) IVD常规检测复苏；2) 康复需求释放加速；3) 医美产品。

2018-2023Q1 公司营收、归母净利润及增速



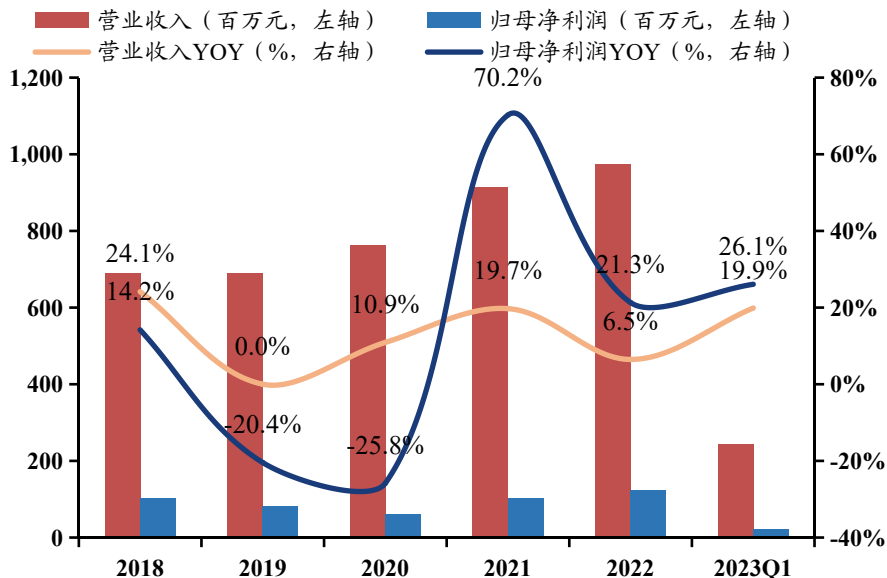
2018-2022年公司各业务结构占比



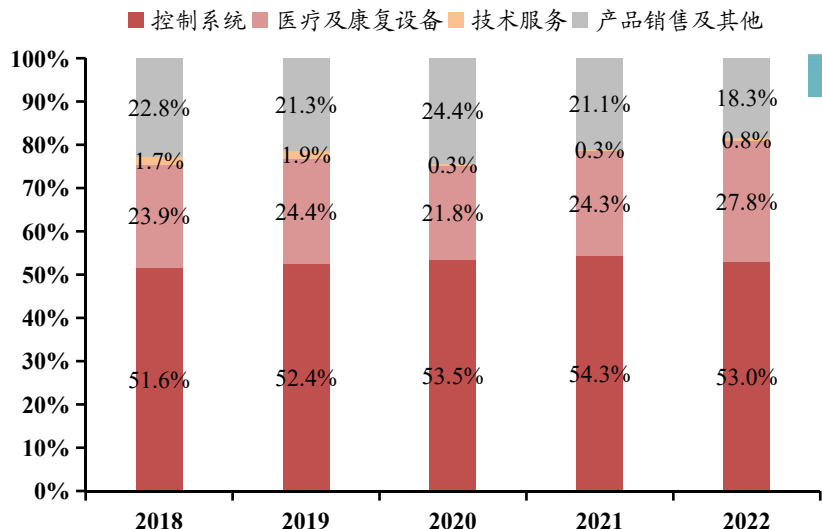
公司概况：成立于2003年，2017年通过整合龙之杰，业务拓展至康复医疗设备领域。目前，公司业务涵盖医药生物智能制造（粉体设备、无菌隔离设备、灭菌设备、包装设备、制药化工设备、医用泵等）、康复医疗设备（康复评定、康复训练、物理治疗、康复辅具等）和植物提取研发应用三大板块。

核心看点：1) 基层业务拓展；2) 一体化解决方案带来的平台效应；
3) 复苏新周期+政策落地=需求释放；

2018-2023Q1公司营收、归母净利润及增速



2018-2022年公司各业务结构占比



无尘粉碎系统



无菌隔离分装系统



上肢运动控制训练系统

康复评定类



低温冲击镇痛仪

物理治疗类



悬吊康复训练器

康复训练类

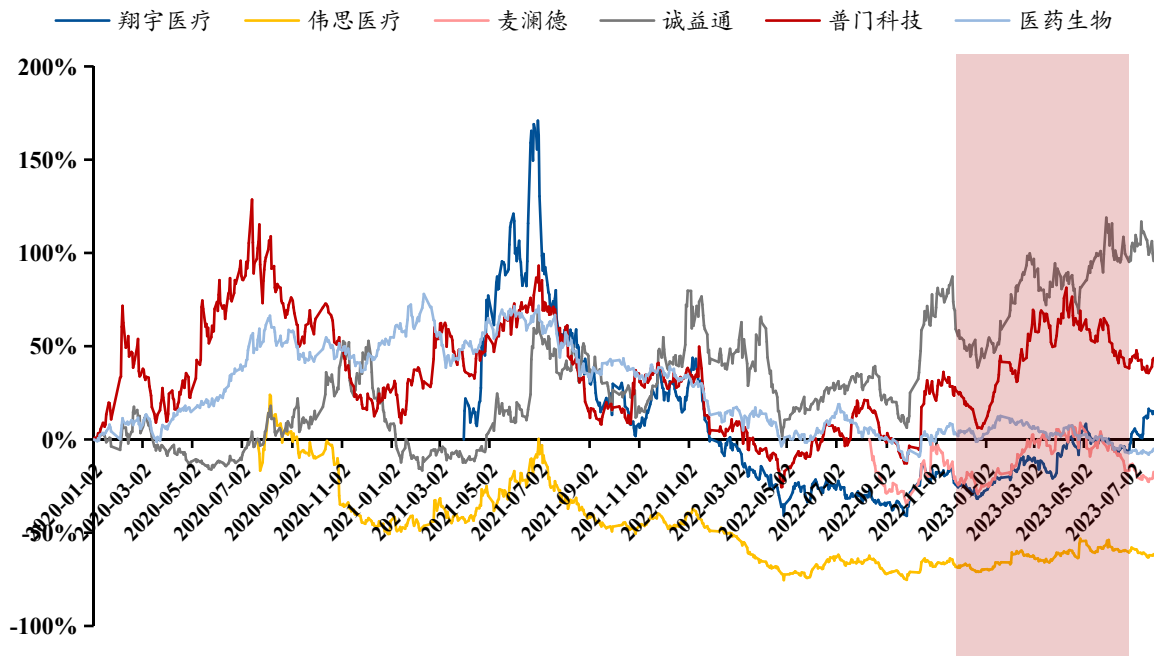


电动移位机 (天轨转移/训练...)

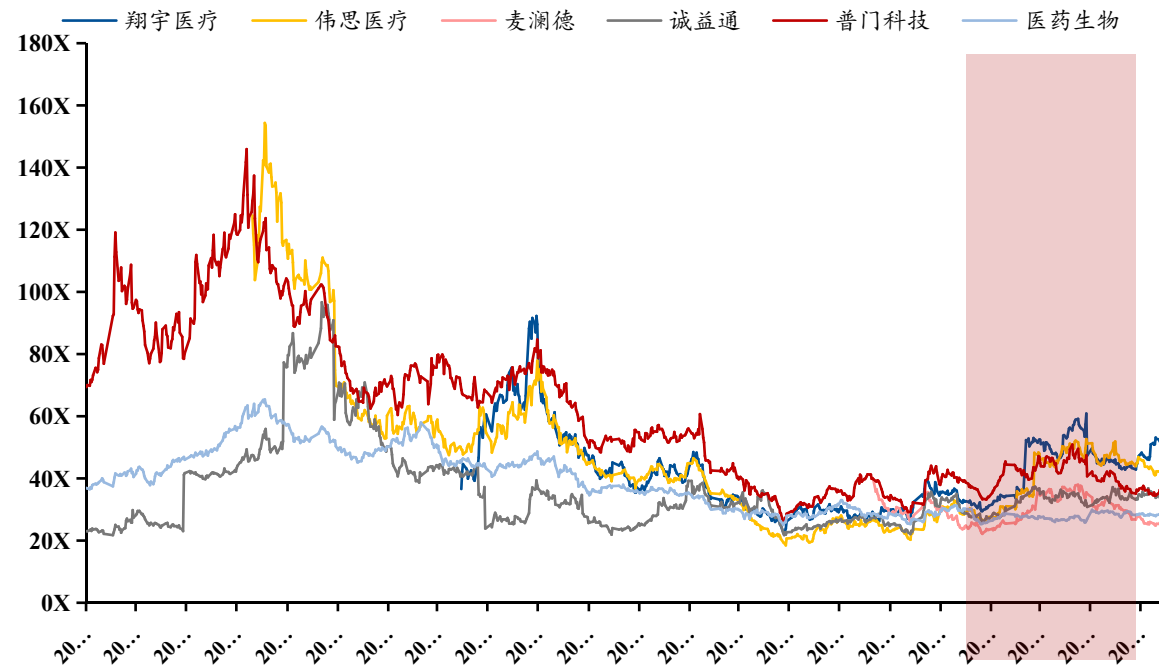
康复辅具类

- **区间收益率：2023年复苏新周期**（2023.1.1-2023.7.26）：翔宇医疗（+59.2%），诚益通（+36.1%），普门科技（+32.4%），伟思医疗（+26.8%），麦澜德（+9.9%）。**2020年以来**（2020.1.1-2023.7.26）：诚益通（+95.7%），普门科技（+43.6%），翔宇医疗（+15.1%），麦澜德（-17.5%），伟思医疗（-61.5%）。
- **估值：截止到2023.7.26**：翔宇医疗（52.5X），伟思医疗（42.9X），普门科技（36.5X），诚益通（33.2X），麦澜德（26.5X）。

2020年以来康复医疗各公司收益率 (%)

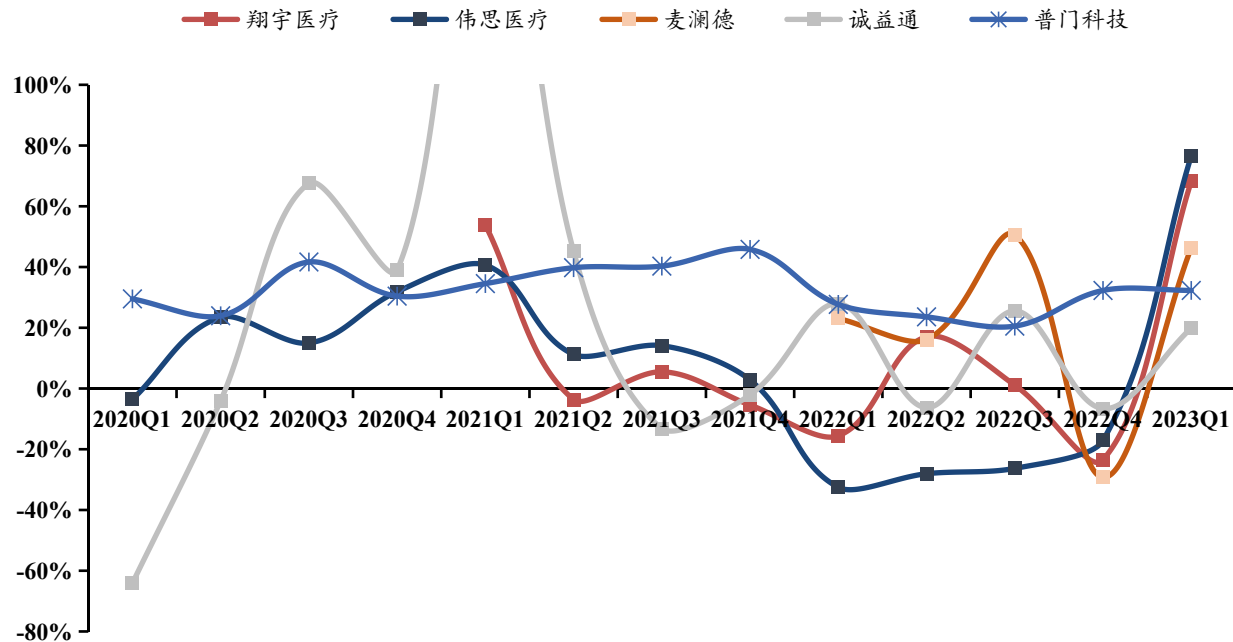


2020年以来康复医疗各公司PE-TTM

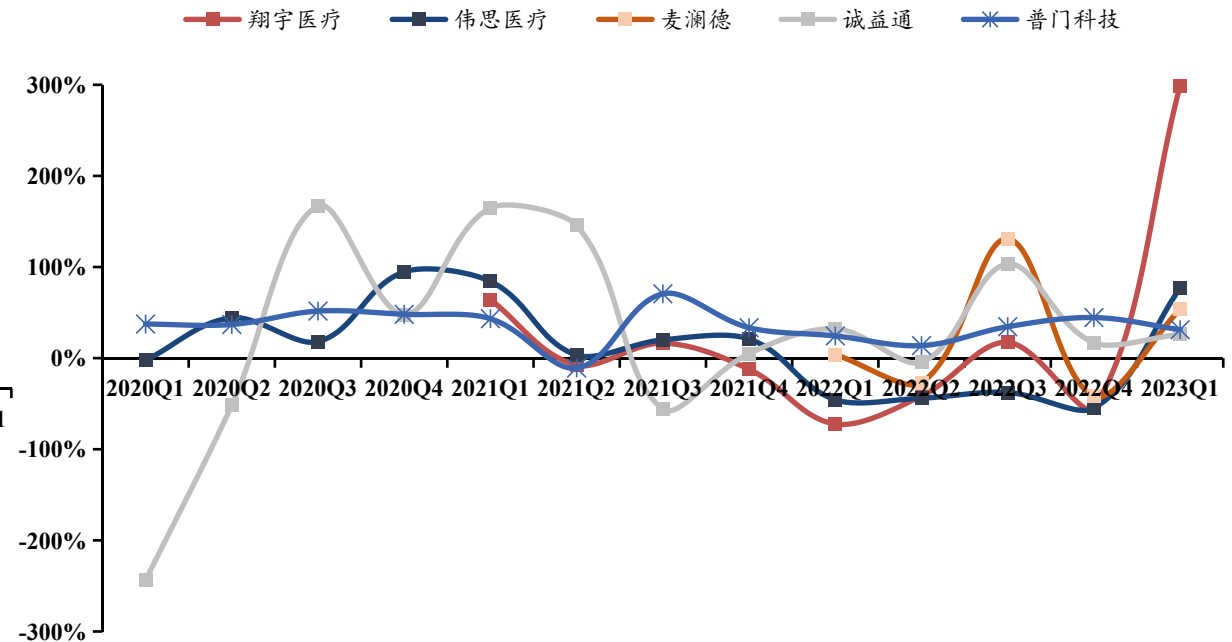


- 2023年以来，复苏新周期下需求释放带来业绩快速反弹，低基数以及业务结构差异带来恢复幅度分化。
- 营收增速：从2022Q4-2023Q1环比边际变化来看，伟思医疗 (+93.7pct)，翔宇医疗 (+91.7pct)，麦澜德 (+75.6pct) 变化幅度最为明显。
- 归母净利润：变化幅度前三位：翔宇医疗 (+352.8pct)，伟思医疗 (131.8pct)，麦澜德 (+95.2pct)。

2020年以来康复医疗各公司营收增速 (同比)

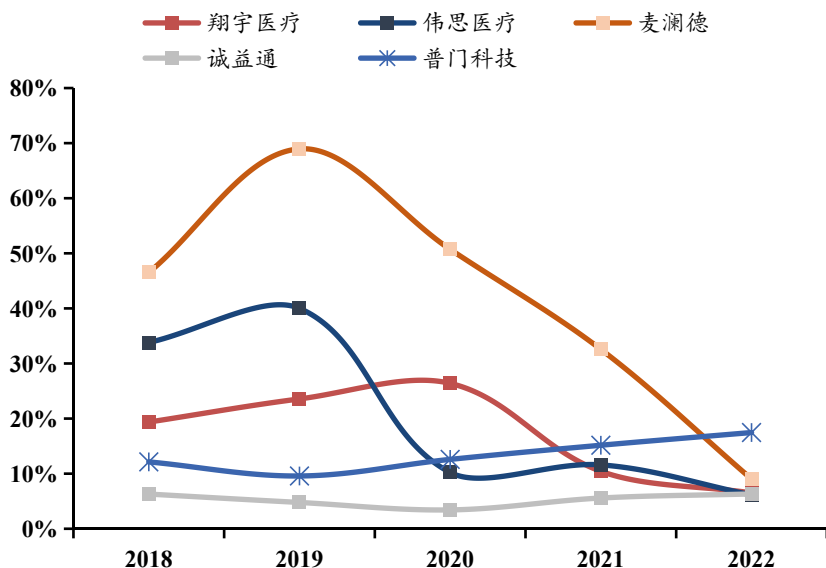


2020年以来康复医疗各公司归母净利润增速 (同比)

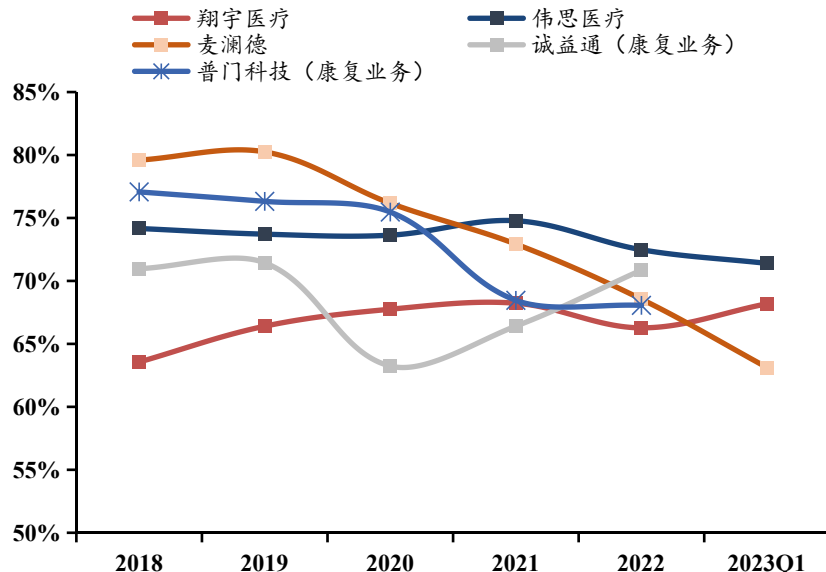


- **ROE**：由于业务结构差异，2020-2022年疫情扰动对普门科技及诚益通业务冲击相对较小，ROE保持缓慢提升趋势。
- **毛利率**：2020年以来，除麦澜德（-13.0pct）、普门科技（-7.4pct）下降较多外，基本维持稳定（其中诚益通提升7.6pct，恢复至2019年水平），伟思医疗自2021年以来毛利率水平居各家之首（2023Q1为71.4%）。
- **净利率**：2020年以来略有波动，截止到2023Q1，普门科技（31.7%），伟思医疗（31.5%），麦澜德（30.6%）均维持在30%以上。

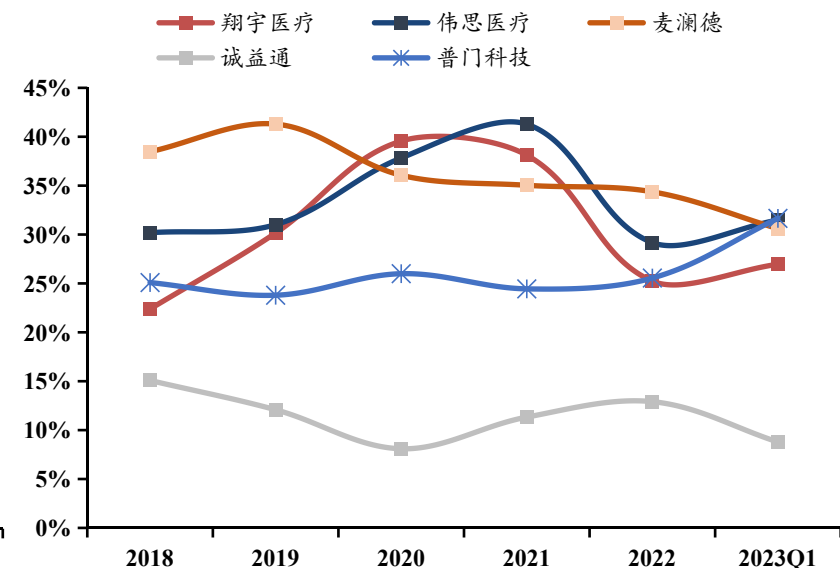
2015-2023Q1 各公司 ROE 水平



2015-2023Q1 各公司毛利率水平



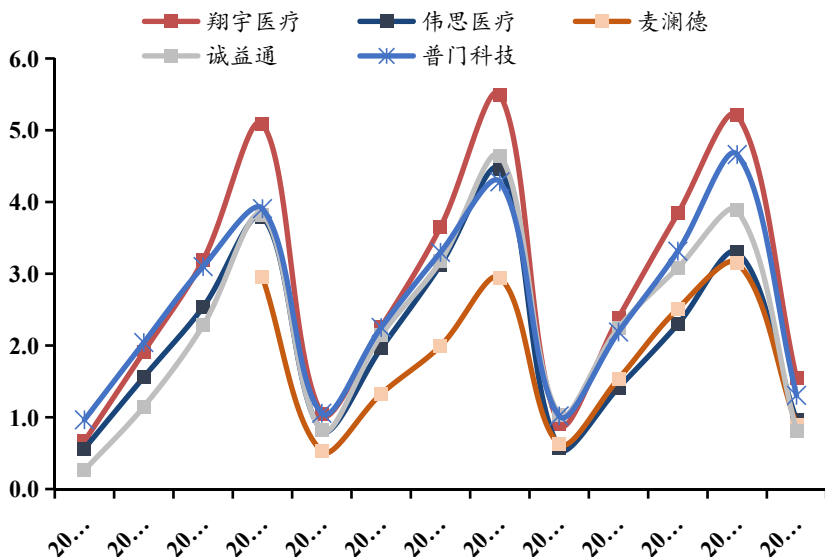
2015-2023Q1 各公司净利率水平



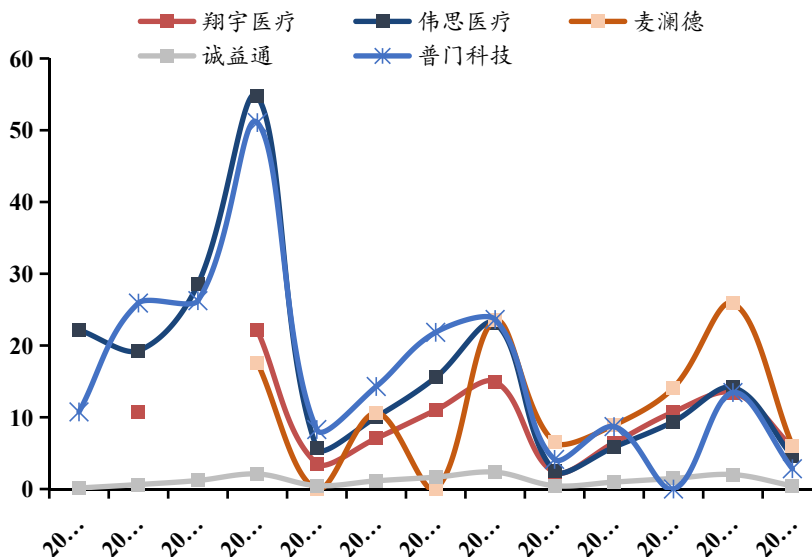
➤ 2023Q1边际变化：翔宇医疗、伟思医疗固定资产及应收账款周转率同比提升明显。

- **固定资产周转率**：翔宇医疗 (+0.63)，伟思医疗 (+0.40)，普门科技 (+0.29)，麦澜德 (+0.27)，诚益通 (-0.23)。
- **应收账款周转率**：翔宇医疗 (+3.52)，伟思医疗 (+2.12)，诚益通 (-0.03)，麦澜德 (-0.43)，普门科技 (-1.30)。
- **存货周转率**：伟思医疗 (+0.31)，麦澜德 (+0.31)，翔宇医疗 (+0.04)，诚益通 (+0.03)，普门科技 (-0.06)。

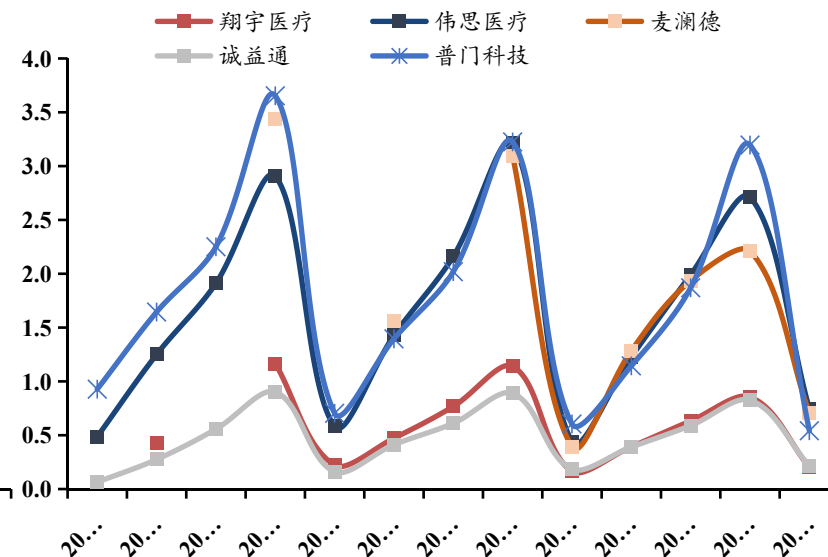
2015-2023Q1 各公司固定资产周转率



2015-2023Q1 各公司应收账款周转率



2015-2023Q1 各公司存货周转率



03

投资建议

1、核心观点：

- **政策确定性强：**在人口老龄化大背景下，康复赛道仍然是政策利好确定性最强的板块之一，另外，无论从行业增速还是盈利能力来看，康复医疗均排在医疗器械子板块前三位。
- **行业节奏：**我们认为，2021年是政策加速推进，康复理念全面建设阶段；2022年是试点探索，初步形成行业规范和标准阶段；2023-2024年或将是康复医疗加速扩面，终端需求快速释放阶段。
- **重视窗口期：**再次强调随着2023年Q1复苏新周期的开启，康复赛道迎来了重要的布局窗口期，2023年各公司平均估值为29.1X，PEG为0.82，仍具有较高性价比。

2、投资建议：

- **推荐：**伟思医疗（除行业 β 外，公司横向拓展的 α 属性有一定弹性）、翔宇医疗（主要受益于行业 β ，平台属性有望优先受益）。
- **关注：**麦澜德、普门科技、诚益通。

表：康复医疗相关公司估值表（数据更新至2023.7.27）

代码	公司简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				P/E（倍）				CAGR 2022-2025	PEG 2023
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
688626.SH	翔宇医疗	50.51	81	0.78	1.35	1.77	2.25	64.4	37.5	28.6	22.4	42.2%	0.89
688580.SH	伟思医疗	67.39	46	1.37	2.29	2.97	3.78	49.3	29.4	22.7	17.8	40.4%	0.73
688273.SH	麦澜德	36.09	36	1.21	1.50	2.01	2.66	29.8	24.1	17.9	13.6	29.9%	0.81
688389.SH	普门科技	23.02	98	0.59	0.79	1.06	1.40	39.0	29.1	21.8	16.4	33.4%	0.87
300430.SZ	诚益通	15.49	42	0.46	0.61	0.81	1.05	33.9	25.5	19.2	14.7	32.0%	0.80
	平均值							43.3	29.1	22.0	17.0	35.6%	0.82

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：ESP采取wind一致预期

04

风险提示

- ① **政策落地及执行不及预期风险：**我国康复医疗建设仍处于发展早期阶段，国家政策的持续推进，对行业的发展起到了至关重要的作用。特别是自2021年以来，康复相关政策更是加速推出，若政策落地及执行情况不及预期，将会对康复学科建设及发展速度有所影响。
- ② **市场竞争加剧的风险：**我国康复器械市场未来潜力较大，广阔的市场前景正在吸引更多的资本涌入康复器械行业，产业整合加快，行业市场化程度将进一步提升，从而导致市场竞争加剧，企业盈利能力下滑风险。
- ③ **行业政策变动风险：**康复企业终端用户多数为医疗机构，国内公立医疗机构主要通过省级或其地方采购平台进行招标采购。未来若在康复医疗器械领域全面实施集中采购政策，将对企业盈利能力以及发展带来一定影响。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>