

医药行业专题

# 康复行业方兴未艾，广阔空间大有可为

西南证券研究发展中心  
2023年8月

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

# 摘要

- **康复医疗潜在需求空间大，供需差推动行业发展。**从需求端看，随着我国老龄化趋势加剧、居民生活水平的提升和健康观念的进步，康复医疗需求逐步多样化，康复医疗服务可涉及老年康复、残疾人康复、疾病康复（包括术后康复及慢病康复）产后康复、儿科/运动康复等领域；我国1.9亿患有慢性病的老年群体、3800万注册残疾群体、约8000万手术群体、8.45亿慢性病群体，潜在刚性康复需求空间大；而1000万产后群体、5000万运动群体等消费型康复需求逐步提升，潜在刚性需求和消费需求同步扩大。从供给端看，2021年我国每十万人均拥有康复（助理）医师4名，距政策目标（十万人均8人）存在缺口；康复床位方面2021年每200万65岁以上老龄人口仅拥有3000张床位，尚未统计其他康复需求，而康复医疗本身低床位周转率的特性会加剧供需缺口，供需差将推动行业发展。
- **康复医疗服务处于发展早期，有资源整合能力的民营机构更具潜力。**根据艾瑞咨询测算，2021年我国康复医疗市场规模达1011亿元，预计2025市场规模突破2600亿元，2020-2025复合增长率达32.2%。行业中民营机构占主导地位，2021年康复专科医院中民营数量达628家，占康复专科医院总数77.5%，2011-2021机构数复合增速达18.2%，对公立医疗持续起补充作用。我国现已建立康复医疗分级体系，根据美国康复医疗企业发展经验以及分析我国康复医院设备价值、床位数等数据，我们认为，当前我国民营康复医疗机构发展重点在住院康复业务，且通过收购实现扩张，目前市场仍处于发展早期，行业集中度低，市场有待整合，具有资源整合能力的民营机构更具发展潜力。
- **康复医疗器械市场集中度低，研发+市场双轮驱动高端医疗器械市场发展。**根据沙利文测算，2021年市场规模约450.3亿元，同比增长17.6%。由于政策支持康复医疗行业建设，经测算将会给康复医疗器械行业在2025年带来1026.3亿元的增量市场，康复医疗器械潜力市场空间大。竞争格局方面，经测算2022年康复医疗器械产业CR5为3%，市场集中度低。目前行业中磁、电疗法可覆盖多康复领域治疗，光疗由于具备一定医美属性具备发展潜力，康复机器人具有高技术壁垒，为多公司研发热点。根据美国康复医疗器械公司发展经验，我们认为研发能力以及出海能力为企业发展关键，对于国内市场，渠道能力也为关注重点。研发能力决定产品矩阵以及在研管线，产品矩阵多样，后续储备产品丰富的公司可以获得更高估值，而出海则决定公司产品覆盖范围，国内渠道能力决定产品下沉程度。目前我国康复医疗器械公司研发投入持续加大，并已开启出海脚步，2022年部分公司海外收入占比进一步提升，我国康复医疗器械公司未来可期。
- **建议关注：**伟思医疗、普门科技；行业相关标的：翔宇医疗、麦澜德、三星医疗等。
- **风险提示：**政策风险；医疗事故风险；市场竞争格局恶化风险；研发进展不及预期风险；扩张不及预期风险等。

# 产业链梳理

## 上游

## 下游

康复设备

伟思医疗  
毛利率：72.5%  
净利率：29.2%

**VISHEE 伟思**

麦澜德  
毛利率：68.6%  
净利率：34.4%

**麦澜德  
MEDLANDER**

康复耗材

翔宇医疗  
毛利率：66.3%  
净利率：25.2%

**翔宇医疗  
XIANGYU MEDICAL**

普门科技  
(部分业务)  
毛利率：68.1%

**Lifotronic  
普门科技**

家庭康复产品

三级

二级

基层/家用

公立

民营

专科医院 2021年182家 2021年628家

广东省工伤康复医院  
Guangdong Work Injury Rehabilitation Hospital

浙江明州康复医院  
Zhejiang Mingzhou Rehabilitation Hospital

福建中医药大学附属康复医院  
福建省康复医院

东方康复医疗管理有限公司

综合医院  
康复科

西安国际医学中心医院  
XI'AN INTERNATIONAL MEDICAL CENTER HOSPITAL

专科连锁机构

泰康之家 (老年康复)  
Taikang Community

恩信 ING CARE (儿童康复)  
让康复更有效

优复门诊 (运动康复)  
UP Clinic

United Family Healthcare  
和颐家医疗

(偏产后康复)

# 目 录

---

**1 康复医疗行业：供需缺口带动行业发展**

2 康复医疗服务：民营医疗机构占据市场主导

3 康复医疗器械：研发+市场双轮驱动市场发展

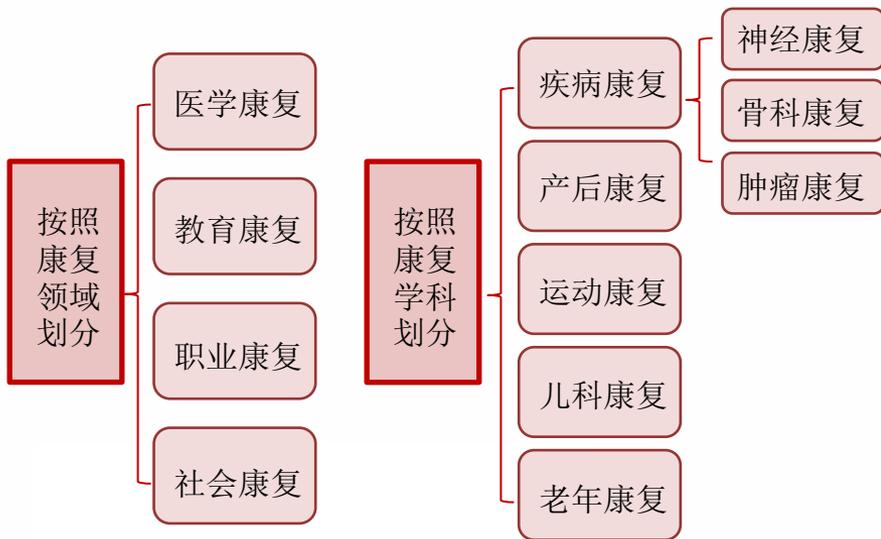
4 相关标的

5 风险提示

# 1.1 康复医疗以恢复人体功能为目的，属四大现代医学

- 康复医疗是四大现代医学之一，与临床医学相辅相成。** 康复医疗是指通过物理治疗、作业治疗、言语治疗等多种治疗方式，以减轻、弥补和重建人的功能障碍，最大限度地恢复或重建身心障碍者的受损功能和活动能力，使人尽快恢复正常生活、重新回归家庭和社会为目的的一种医疗方式，与预防医学、临床医学和保健医学一同被世界卫生组织称为四大现代医学门类，与临床医疗相辅相成。临床医疗是以疾病为主体，以治愈疾病为目的，主要运用药物、手术等方式，在生物医学模式框架下抢救患者和治疗疾病；**康复医疗是以病人为主体，以恢复功能为目的，采用非药物治疗的方式，在生物-心理-社会医学模式框架下使有功能障碍存在的病人最大程度得到恢复。**
- 康复医疗可按康复领域或康复学科划分分类。** 按照康复领域划分，康复医疗可分为医学康复、教育康复、职业康复和社会康复。按照康复学科划分，康复医疗可分为疾病康复、产后康复、运动康复、儿科康复、老年康复等，其中疾病康复又可细分为神经康复、骨科康复、肿瘤康复等。

康复医疗分类



临床医疗与康复医疗主要区别

	临床医疗	康复医疗
医疗主体	疾病	功能障碍
医疗目的	治愈疾病	恢复功能
医疗手段	(1) 药物治疗 (2) 手术治疗 (3) 放射治疗等	(1) 主动锻炼：运动疗法、语言疗法、作业疗法等。 (2) 被动治疗：理疗、针灸、牵引、药物辅助等。 (3) 康复工程：功能支架、假肢、助听器、人工耳蜗等。
医疗场所	各级医院的临床科室	康复科室、康复中心、社区、家庭
医疗人员	临床执业医师	康复治疗师等
医学模式	生物医学模式	生物-心理-社会医学模式

## 1.2 康复医疗在我国的发展历史梳理

- **20世纪80年代起我国康复医疗逐步发展。**我国康复医疗的发展源于20世纪80年代，改革开放后我国逐步引入国外先进科技和理念，1982年引入现代康复医学的理念，标志着我国康复医疗事业的滥觞。1988年中国康复研究中心成立，标志着中国正式进入康复医疗发展阶段，多城市多医院开始建设康复学科。2008年汶川地震后，康复医学受到社会广泛关注，康复医疗进入快速发展阶段，多项政策出台也推动着康复医疗发展。2016年《健康中国2030》再次强调康复医疗，随着中国社会老龄化程度的深入、居民生活水平的提高以及健康观念的转换，康复医疗持续发展。

### 康复医疗在我国的发展历史

1982 国家卫生部选择若干医疗机构试办康复中心，引入现代康复医学理念

1988 在世卫组织和香港复康会的帮助下，原卫生部在同济医学院启动康复医学紧缺人才培养的“十年千人计划”，并要求一、二、三级医院建立康复科

1989 汶川地震伤员的康复救援使康复医学受到了广泛关注，社会和政府越来越重视康复医学

2001 将运动疗法等9项医疗康复项目纳入医保

2008 2012年度复旦版中国医院最佳专科声誉排行榜首次纳入康复医学科，国家康复医学临床重点专科建设项目评审工作进一步推动康复医学发展

2009 国家卫计委发布“康复医疗中心基本标准”；北京大学第三医学院牵头全国31个省市康复医学专家联合成立“国家级康复医学专业质控中心”

2010 加强康复医院、护理院和安宁疗护机构建设，支持医疗资源丰富地区的二级及以下医疗卫生机构转型，开展康复、护理以及医养结合服务。

1982

1988

1989

2001

2008

2009

2010

2011

2012

2016

2017

2021

2022

中国康复研究中心成立，中国正式进入康复医疗发展阶段，全国多个城市开始建设康复专科医疗机构

教育部正式决定在高校开设康复治疗专业，开启了中国康复治疗师的人才培养

中共中央、国务院首次提出“防、治、康三结合”的指导原则，从顶层设计上确立康复医学的重要地位

国务院办公厅明确提出要重点加强康复等领域的医疗服务能力建设；卫生部鼓励试点城市建立三级康复医疗分级诊疗体系

《“健康中国2030”规划纲要》提出“要调整优化健康服务体系，强化早治疗、早诊断、早康复”

明确支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心

# 1.3 政策不断出台，利好康复医疗行业发展

## 近年利好康复医疗发展的政策

时间	政文件名	发文机关	相关内容
2012年2月	《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》	卫生部	鼓励有条件的二级综合医院转型为以康复医疗服务为主的综合医院或康复医院。
2015年3月	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》	国务院办公厅	鼓励社会办医院提供康复、老年护理等紧缺服务，对公立医院形成补充。引导社会办医院向高水平、规模化方向发展，发展专业性医院管理集团。完善配套支持政策，支持社会办医院纳入医保定点范围。
2016年12月	《“十三五”卫生与健康规划》	国务院	健全老年健康服务体系，完善治疗—康复—长期护理服务链，发展和加强康复、老年病、长期护理、慢性病管理安宁疗护等连续性医疗机构。
2017年2月	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	国务院	鼓励社会力量开展医养结合服务，强化医养结合人才队伍建设，加强老年医学、康复、护理、营养等方面专业人才的培养和培训。
2017年5月	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，鼓励在康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2017年9月	《关于开展国家康复辅助器具产业综合创新试点的通知》	民政部等6部门	在全国选择12个地市级行政区域（包含副省级城市），通过试点将康复辅助器具产业打造成为推动经济转型升级的先导产业；重点是加强与养老服务业、助残扶残业的融合和医疗健康业的融合，实现康复辅助器具在养老、助残、医疗、健康等领域的深度融合，发挥对其他行业发展的支撑作用。
2017年10月	《康复医疗中心基本标准（试行）》	国家卫生计生委	鼓励康复医疗中心集团化、连锁化经营，建立规范、标准的管理与服务模式。并对申请举办集团化、连锁化康复医疗中心优先设置审批。
2020年12月	《关于印发支持康复辅助器具产业国家综合创新试点工作政策措施清单的通知》	发改委等22个部门	发改委：持符合条件的康复辅助器具企业通过发行企业债券进行融资。教育部：推动试点地区的院校将康复辅助器具相关知识纳入相关专业教学内容。科技部：支持试点地区的高等学校、科研院所开展康复医学等相关领域的基础研究和科学前沿探索。药监局：对试点地区符合《创新医疗器械特别审批程序（试行）》和《医疗器械优先审批程序》的康复辅助器具类医疗器械审评审批给予支持。残联：支持试点地区开展残疾人辅助器具适配服务，建立健全残疾人辅助器具适配服务网络和保障政策。
2021年6月	《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	卫健委、发改委等	鼓励社会办医参与建设连锁化康复医疗中心；促进公立与民营，三级医院与基层共建医联体联合开展服务。统筹完善康复医疗服务价格和医保支付管理。积极支持研发和创新一批高智能、高科技、高品质的康复辅助器具产品和康复治疗设备。
2021年10月	《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》	卫健委	15个省份作为康复医疗服务试点地区，增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量、加强康复医学学科建设、加强康复医疗专业人员培养培训、创新开展康复医疗多学科合作模式以及加快推动居家康复医疗服务发展
2022年1月	《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025）》	卫健委	支持康复医院、护理院、护理站（以下统称连续性医疗机构）发展，鼓励医疗资源丰富地区的部分二级医院转型为连续性医疗机构，加大区域内服务协同，扩大康复、护理、安宁疗护等连续性服务供给。
2022年4月	《“十四五”国民健康规划》	国务院办公厅	统筹预防、诊疗、康复，优化生命全周期、健康全过程服务。健全医疗卫生机构和养老服务机构合作机制，为老年人提供治疗期住院、康复期护理、安宁疗护一体化的服务。鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺领域举办非营利性医疗机构。
2022年7月	《关于进一步推进医养结合发展的指导意见》	卫健委、发改委等	推动机构深入开展医养结合服务，优化医疗资源布局，通过新建、改扩建、转型发展等方式，加强康复医院、护理院（中心、站）和安宁疗护机构建设，支持医疗资源丰富地区的二级及以下医疗卫生机构转型，开展康复、护理以及医养结合服务。

# 1.4 需求端：康复医疗潜在需求空间大，刚需属性和消费属性并重

## 1.4.1 康复医疗需求类型多，市场规模快速增长

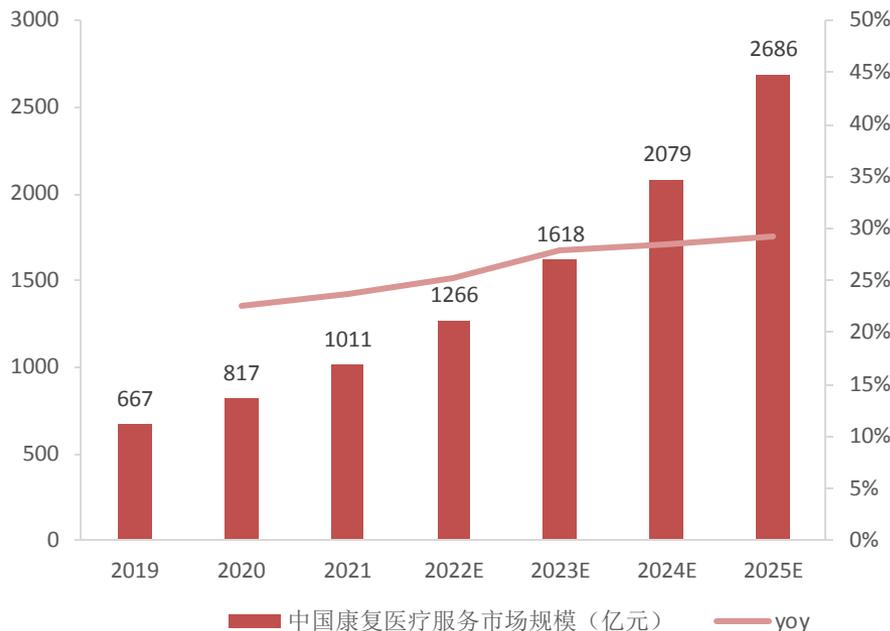
- **康复医疗需求多样，康复服务向消费型康复升级。**我国康复医疗市场覆盖群体众多，早期老年群体、残疾群体、疾病患者为康复医疗市场的主要目标人群，此类人群对康复的刚需性较强，更偏好以治病为目的的基础型康复服务，此类人群基数极大，我国具有1.9亿患有慢性病的老年群体、3800万注册残疾群体、约8000万手术群体，8.45亿慢性病群体，各类群体均具有康复需求，未来增长空间巨大。近年来随着我国居民生活水平的提升和健康观念的进步，康复医疗人群拓宽至产后群体、运动群体，此类康复需求更加偏向消费型，客单价更高，目前渗透率低但市场正在逐步成熟。
- **我国康复医疗市场规模高速增长。**2021年我国康复医疗市场规模达1011亿元，预计2025市场规模突破2600亿元，2020-2025复合增长率达26.1%。

### 我国康复人群需求

各类群体总人数 X 康复需求渗透率 = 实际康复需求数



### 2019-2025E我国康复医疗服务市场规模

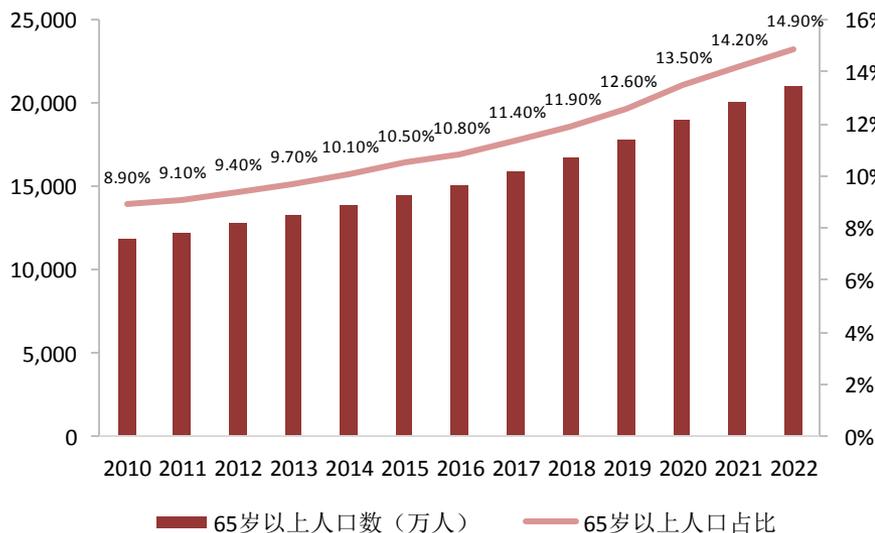


# 1.4 需求端：康复医疗潜在需求空间大，刚需属性和消费属性并重

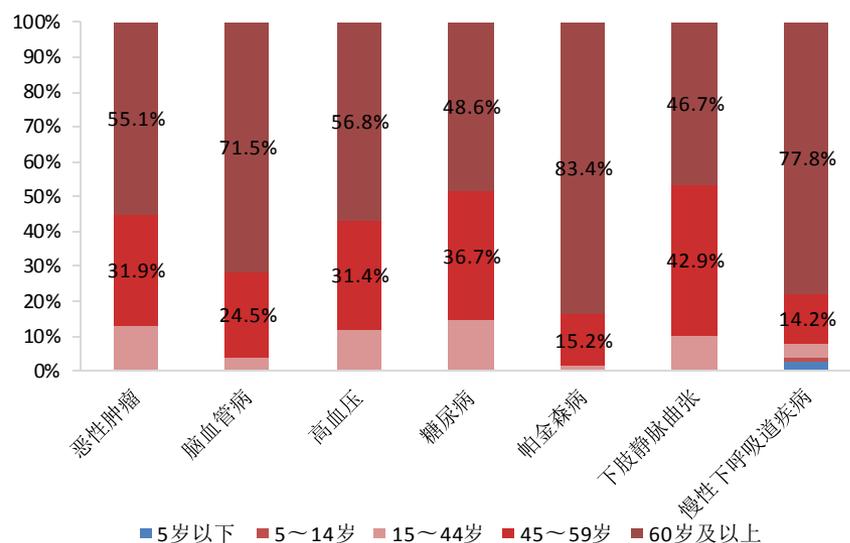
## 1.4.2 老年康复需求持续加剧

□ **中国人口老龄化加剧，康复医疗需求增加。**近年我国老龄化趋势加剧，根据国家统计局数据，2000年中国65岁以上人口占比已达7%，意味着中国在进入21世纪后已迈入老龄化社会，2010年至2022年中国65岁以上人口从1.2亿人增加到2.1亿人，占比从8.9%增长到14.9%，已迈入深度老龄化社会。老年人是心血管疾病、脑部疾病等重症/慢性疾病的高发人群，据2022《中国卫生健康统计年鉴》，脑血管病、神经系统帕金森病、慢性下呼吸道疾病等常见疾病60岁以上人群占疾病总人数70%以上，恶性肿瘤、高血压等疾病60岁以上人群占疾病总人数50%以上。而老年群体的伤病往往比年轻人病情复杂并容易致残，根据中国老年学和老年医学学会数据，2021年我国患有慢性病的老年人数量超1.9亿，约占老年人口总数的95%，其中有1.4亿老人同时患有多种慢性病，失能失智老年人约4500万，约占老年人口总数的22%，此类人群急需老年康复医疗。老年康复医疗的目的便是达到“病而不残、伤而不残、残而不废”，康复医疗对老年群体生活质量的提升十分重要，因此老年人群是康复医疗的主流需求群体，随着老龄化趋势加剧，康复医疗需求预计将持续扩大。

### 2010-2022年中国65岁及以上人口数量及占比



### 部分疾病发病年龄谱



# 1.4 需求端：康复医疗潜在需求空间大，刚需属性和消费属性并重

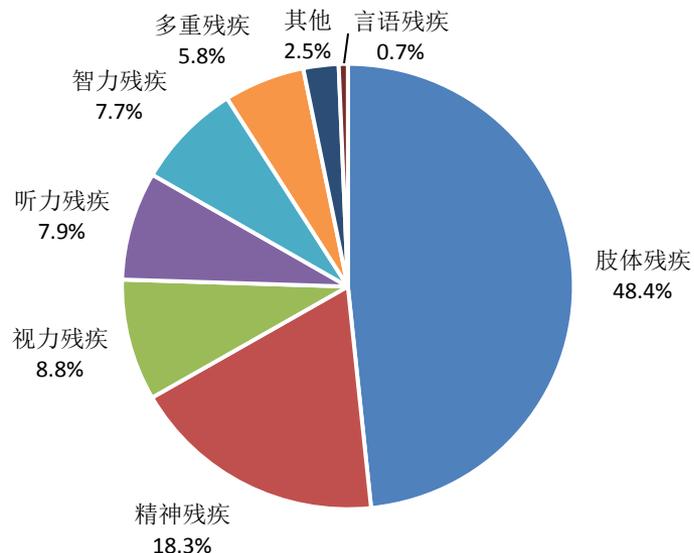
## 1.4.3 残疾人康复需求有提升空间

- **残疾人群也是康复医疗服务主要目标群体之一。**我国残疾人群体庞大，根据中国残疾人联合会公布的数据，2021年中国持证残疾人3805万人，与2014年相比增长近800万人，残疾人数量持续增加。近五年我国得到基本健康服务残疾人数均超过800万人，2021年我国共有850.8万残疾人得到基本康复服务，但与持证残疾人数量相比接受康复医疗的残疾人依旧占少数，2021年我国康复渗透率仅为22.4%，仍有大量残疾人群未能得到基础康复服务，随着残疾人数量的增加、残疾政策的不断推进以及人民生活水平的提高，预计未来残疾康复市场有较大提升空间。
- **残疾康复需求多样化。**从残疾康复诊疗方向上看，2022年我国共有856.7万残疾人得到基本康复服务，其中有视力残疾人75.5万、听力残疾人67.4万、言语残疾人5.6万、肢体残疾人414.3万、智力残疾人65.6万、精神残疾人157万、多重残疾人49.7万；此外有164.8万残疾人得到基本辅助器具适配服务，残疾康复市场需求具有多样化的特征。

2014-2021年中国持证残疾人与得到基本康复服务残疾人数



2022年得到基本康复服务的残疾人群细分

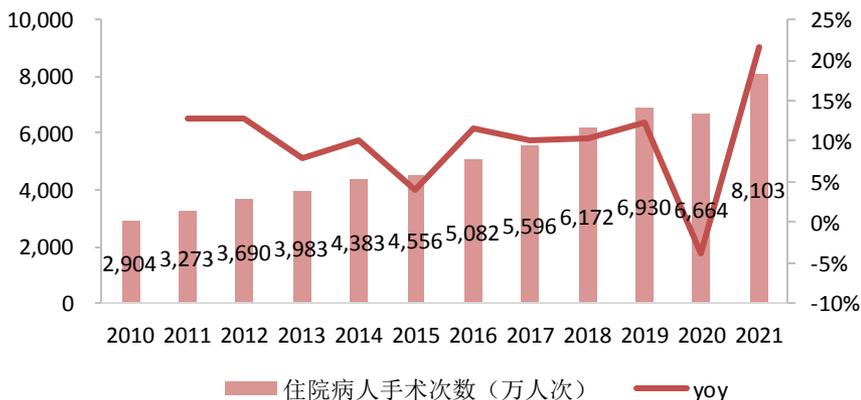


# 1.4 需求端：康复医疗潜在需求空间大，刚需属性和消费属性并重

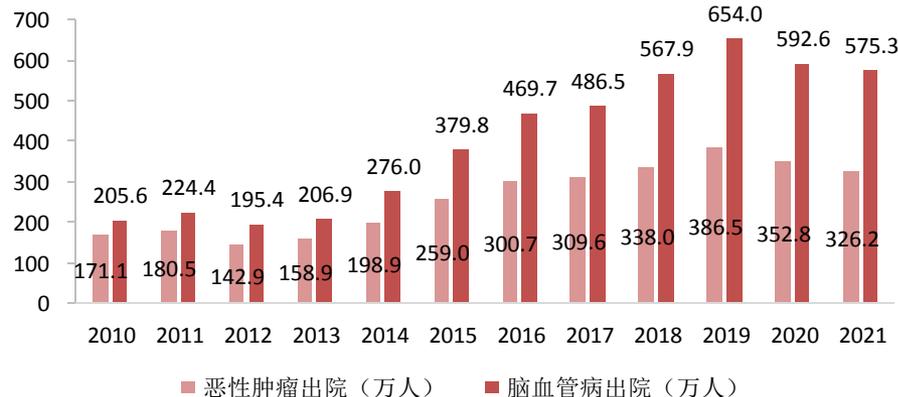
## 1.4.4 疾病康复分为术后康复和慢病康复，需求同步扩大

- 疾病康复按疾病类型可分为术后康复和慢病康复。其中术后康复是指患者进行手术后为恢复身体机能而进行的康复治疗，常见于各类骨科手术，主要康复方式包括关节松动术、肌力训练等；而慢病康复是指对于心脑血管疾病、慢性呼吸系统疾病等疾病的康复，主要康复方式包括饮食康复、运动康复等。
- 手术次数增加带动术后康复需求扩大。2021年我国住院病人手术次数达8103万次，2011-2021年住院病人手术次数复合增长率达9.8%，手术次数的增加带动术后康复需求的增长。根据《2021国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，综合医院康复科平均出院患者658.6人次，主要收治病种包括脑卒中患者255人次；脊柱关节退行性变186.8人次；骨折及运动损伤术后患者年平均46.4人次；脑外伤患者22.6人次；脊髓损伤患者19人次；人工关节置换术后患者9.3人次，主要涉及骨科与神经科。
- 慢病康复需求上升空间广阔。根据《2020健康管理蓝皮书》，2019年我国慢性病患者人数约为8.45亿人，其中高血压、心脏病等慢性循环系统疾病患者约为3.4亿人，慢性呼吸系统疾病患者为1.4亿人，慢性肾病患者为1.3亿人。慢性疾病具有病程长、治疗慢、致死致残率高等特点，往往会带来后遗症，对于慢性疾病康复与临床同等重要，康复治疗影响着患者病后的生活质量。以病症较严重的恶性肿瘤和脑血管病为例，2010年至2021年恶性肿瘤出院人数和脑血管病出院人数总体均呈上升趋势，在2021年恶性肿瘤出院人数为326.2万人，脑血管病出院人数达575.3万人，此类重症患者对康复医疗的需求更大。由于慢病病人基数大，慢病康复市场潜力巨大。

### 2010-2021年中国住院病人手术次数情况



### 2010-2021年中国恶性肿瘤与脑血管病出院人数



# 1.4 需求端：康复医疗潜在需求空间大，刚需属性和消费属性并重

## 1.4.5 产后康复渗透率有提升空间

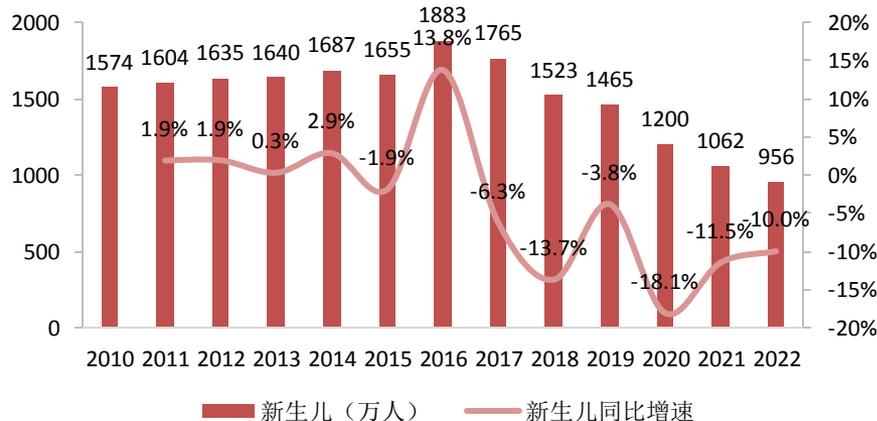
科学的产后康复对于女性产后恢复身体机能十分重要。

女性产后往往会产生多方面身体问题，约1/3的女性产后会出现不同程度的盆底功能障碍，盆底肌康复等项目已逐渐成为刚需。随着人们生活水平和消费能力的提高，产后康复需求已经在刚需项目上延伸出了身材修复、皮肤美容等升级需求，产后康复市场进入井喷式增长阶段。

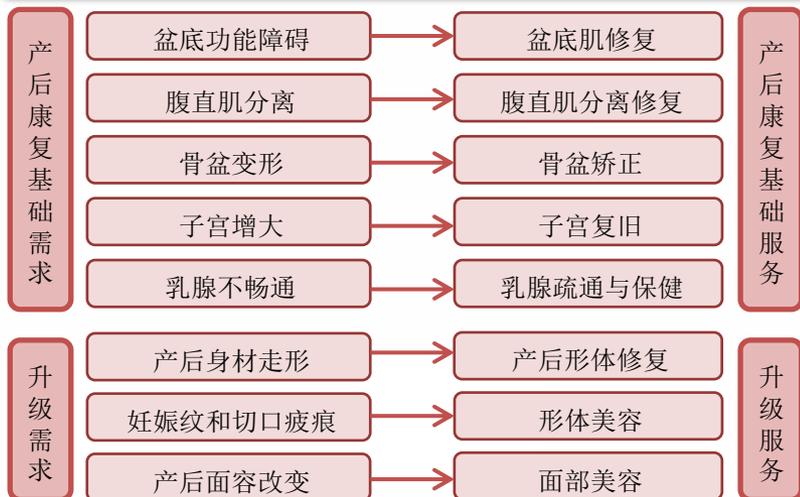
对比中国台湾市场，大陆地区市场仍有较大上升空间。

我国产后康复概念最早出现在台湾地区，虽2012-2019年台湾新生儿呈下降趋势，但产后康复机构渗透率逐步上升，2019年达62.5%。大陆地区目前产后康复机构渗透率仅为20.6%，市场渗透率仍有较大上升空间。

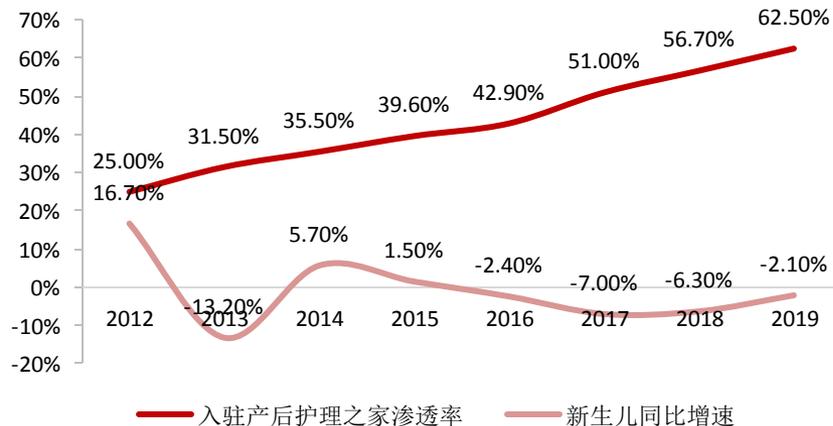
2012-2022中国新生儿人数及同比增速



产后康复需求及服务



2012-2019中国台湾产后护理之家渗透率及新生儿同比增速

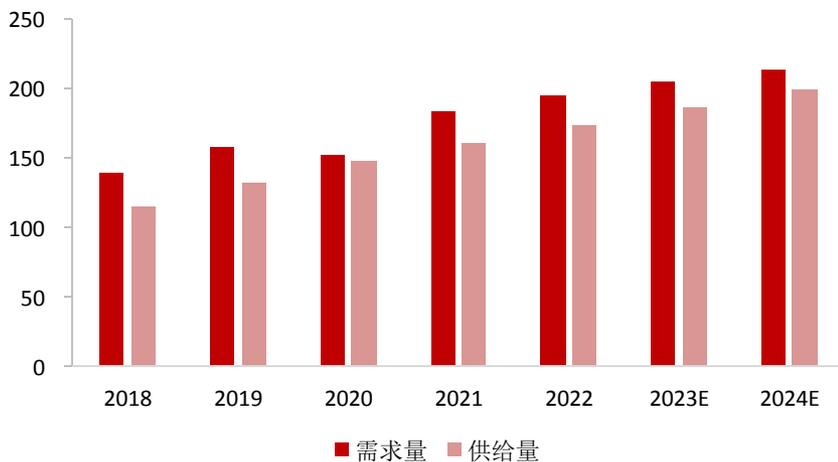


# 1.4 需求端：康复医疗潜在需求空间大，刚需属性和消费属性并重

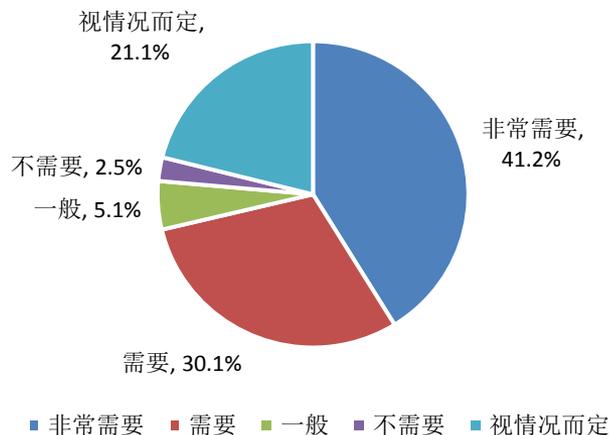
## 1.4.6 儿科康复、运动康复需求逐步提升

- 儿科康复不同于成年人各类疾病与残疾的康复，由于儿童处于生长发育期，各类器官与人体系统可塑性较强，正确的儿科康复能够使机体功能得到最大程度的恢复。儿科康复按疾病类型大致分为肌肉骨骼系统康复、神经系统康复、精神发育障碍康复、遗传性疾病康复以及各种残疾康复。根据《儿童发展障碍康复行业蓝皮书（2020）》，我国2-8岁孤独症谱系障碍患者达300万人，注意力缺陷多动障碍患者约700万人，言语障碍患者达500万人，中国0-15岁之间的儿童有康复需求者约3000万。然而我国现有的专业儿童康复机构约3000家，专业的儿童康复师仅10万人，患者:康复机构为10000:1，患者:康复师为300:1，供需严重失衡。除了儿童康复机构外，目前开展儿科康复的机构主要还有卫生部门、民政部门和残联组织的公益性康复机构等，其中卫生、民政以及残联系统为50%以上的重症患儿提供康复服务。
- 运动康复是体育运动的护航者，体育运动常常发生包括肌肉拉伤、韧带扭伤、骨折等运动损伤，需要进行康复训练达到损伤恢复的效果。根据《全民健身计划（2021-2025）》，2025年我国经常参与体育锻炼的人数比例达到38.5%，约为5亿人，而运动损伤发病率大约为10%，近5000万人会发生不同程度的运动损伤，运动康复需求量巨大。

2018-2024我国儿童康复市场发展趋势分析（亿元）



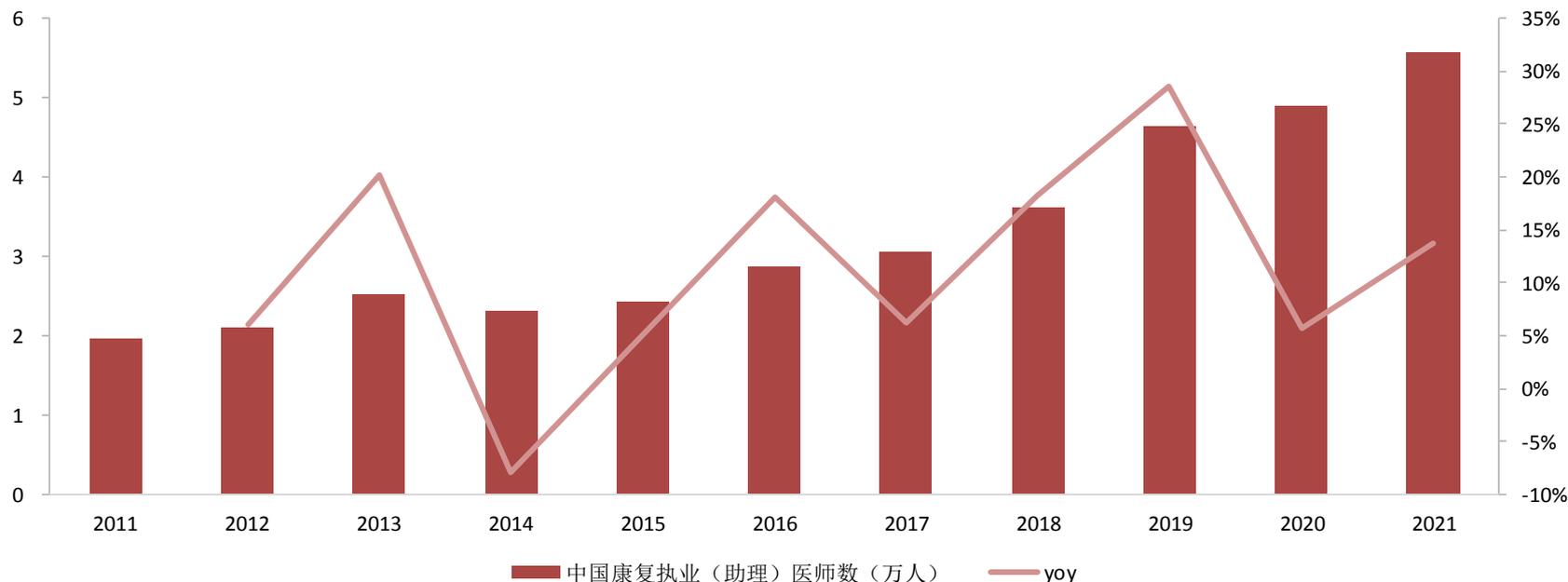
2020年居民对运动康复的态度



## 1.5 供给端：康复医师供给存在缺口，政策助力培养康复人才

- **康复医师数量较少，仍有提升空间。**根据《中国卫生健康统计年鉴》相关数据测算，2021年我国康复医学科执业（助理）医师数量为5.6万人，较上年增长13.7%，康复执业（助理）医师数量逐年增长。2021年6月，国家卫健委出台《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》，文件中指出，力争到2022年，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人，到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人，根据2021年数据测算，我国每十万人均拥有康复执业（助理）医师4名，我国康复医师数量距目标仍存在缺口。

### 2011-2021年我国康复医学科执业（助理）医师数



## 1.5 供给端：康复医师供给存在缺口，政策助力培养康复人才

- 政策助力院校培养康复人才。**我国康复医疗从无到有，从在职人员普及和技能培训到不同学历教育已经经历多层次发展。1989年我国开始在大专、中专、本科设立康复治疗专业，并在进入21世纪后将康复治疗专业纳入国家全日制高等教育计划内。近年有越来越多高校开设康复医疗相关专业，2021年共有30所高校新增康复治疗相关专业通过备案或审批，其中不乏有如上海交通大学、同济大学、四川大学等知名院校。未来随着康复医疗教育相关政策不断出台，会有越来越多高校开展康复医疗相关专业教学，同时随着康复医疗技术不断发展、相关治疗领域不断扩展，各大高校会持续在现有专业基础上开设新的相关专业，全方位为康复医疗提供高水平人才。

### 普通高校开设康复领域本科相关专业情况

名称	开设时间	开设院校数量	知名院校（部分）/首次开设院校	毕业生规模（2020）
教育康复学	2013	11所	华东师范大学（第一所）	200-250人
运动康复	1998年前	81所	北京体育大学、上海体育学院	2000-2500人
中医康复学	2016	15所	黑龙江中医药大学（第一所）、南京中医药大学	-
康复治疗学	1998年前	179所	南方医科大学、南京医科大学	10000-12000人
康复物理治疗	2016	9所	上海中医药大学（第一所）	-
康复作业治疗	2016	4所	上海中医药大学（第一所）	-
康复工程	2019	4所	上海理工大学（第一所）	-
听力与言语康复学	1998年前	14所	浙江中医药大学、上海中医药大学	250-300人

### 近年我国部分促进康复医师培养力度政策

时间	发布机构	政策	相关内容
2022.4	国务院办公厅	《“十四五”国民健康规划》	建成康复大学，加快培养高素质、专业化康复人才。
2021.6	卫健委、发改委、医保局等8部委	《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	<b>加强康复医疗人才教育培养。</b> 有条件的院校要积极设置康复治疗学和康复工程学等紧缺专业，增加康复治疗专业人才培养供给。持续推进康复医学科住院医师规范化培训，探索开展康复医学科医师转岗培训， <b>增加从事康复医疗工作的医师数量</b> ，力争到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。
2020.9	发改委等22个部门	《关于印发支持康复辅助器具产业国家综合创新试点工作政策措施清单的通知》	推动试点地区的院校将康复辅助器具相关知识纳入相关专业教学内容； <b>加强残疾人辅助器具适配服务专业人员培养</b>
2019.10	国务院	《关于深入推进医养结合发展的若干意见》	<b>扩大医养结合服务队伍。</b> 将医养结合人才队伍建设分别纳入卫生健康和养老服务发展规划。鼓励引导普通高校、职业院校增设相关专业和课程，加强老年医学、康复、护理、健康管理等专业人才培养， <b>扩大相关专业招生规模。</b>
2019.9	教育部、发改委等7部委	《关于教育支持社会服务产业发展提高紧缺人才培养培训质量的意见》	<b>重点扩大技术技能人才培养规模。</b> 鼓励引导有条件的职业院校积极增设护理（老年护理方向、中医护理方向）、老年服务与管理、智能养老服务、康复治疗技术、中医康复技术、康复辅助器具技术、康养休闲旅游服务等社会服务业相关专业点。 <b>加快培养养老机构、大型康养综合体经营管理等急需人才。</b>

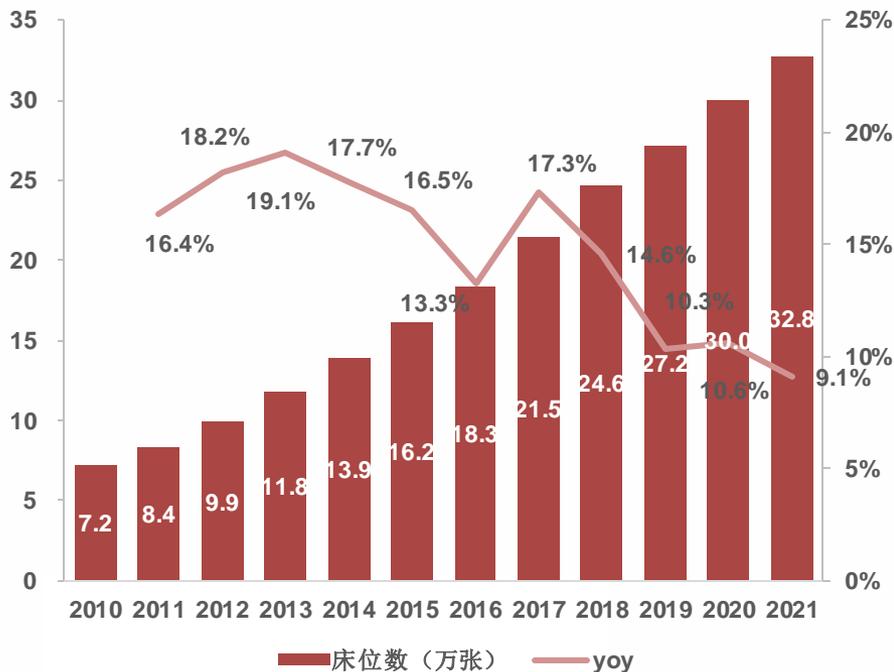
www.swsc.com.cn

数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，教育部，发改委，国务院等，《2011-2022年中国卫生健康统计年鉴》，西南证券整理

## 1.6 供给端：低床位周转率加剧供需缺口

- 康复医疗的特殊性决定了床位的紧缺性。** 康复医疗机构康复医学科提供的床位逐年增长。截至2021年康复医学科床位数为32.8万张，较上年增长9.1%，2011-2021年复合增长率为14.7%。但由于康复治疗周期较长，单个病人占用病床的时间也较长，单床能服务的病人较少，病床周转次数也相对较低。根据《中国卫生健康统计年鉴》显示，2021年康复科室每床出院人次数（人次）为9.4人次，平均每个病人占床时间达39天；2021年康复病床周转次数为10.4次，远低于其他科室和平均水平，床位周转率低，患者使用床位周期长，意味相较于其他科室，同样的床位将服务更少的患者。从床位数量看，2021年32.8万张床位对应当年2亿左右的65岁以上老龄人口，推算下来相当于仅老年康复一类需求约200万人口仅对应约3000张床位，供需存在缺口，而低床位周转率会使供需问题进一步凸显。随着居民生活水平的不断上升和人们对康复医疗的日益重视以及政策鼓励，康复医疗床位供给将持续增加。

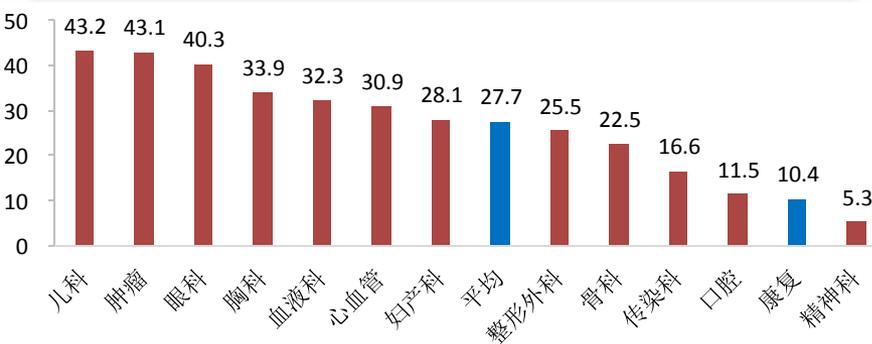
### 2010-2021年中国康复医学科床位数



### 2021年各科室每床出院人次数 (人次)



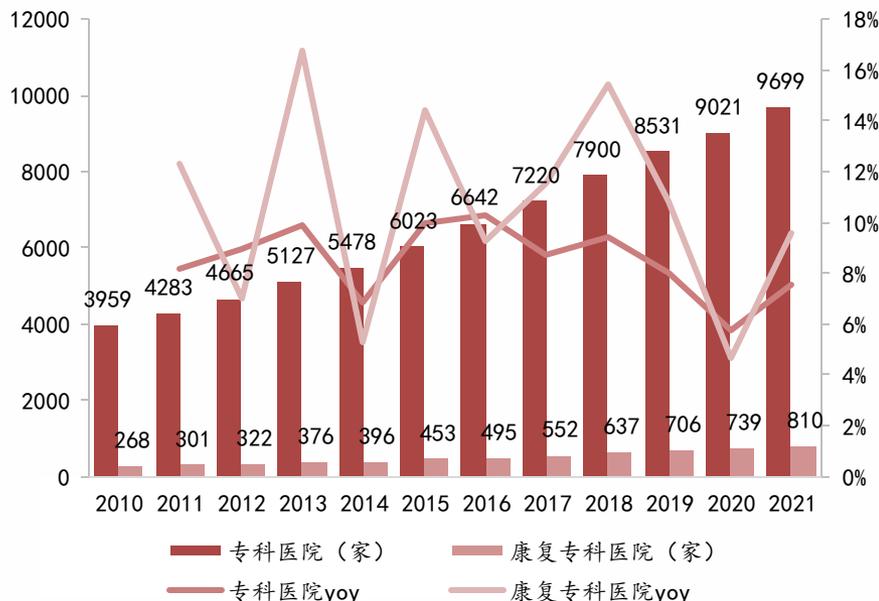
### 2021年各科室医院病床周转次数 (次)



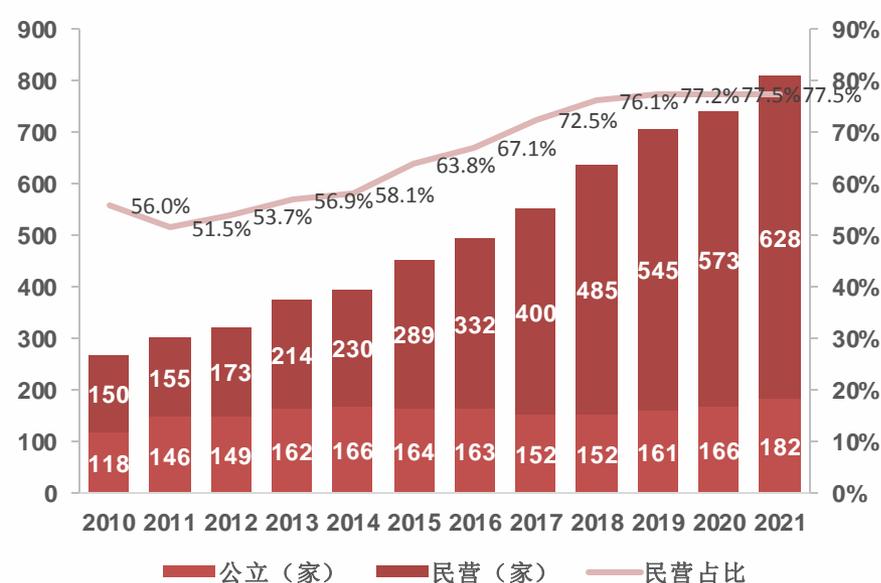
## 1.7 供给端：民营康复医院数量增长起补充作用

- 专科医院快速扩张，民营康复专科医院持续增长。**2017年国务院发文积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势；2019年国务院发文支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。截至2021年中国专科医院数量达9699家，较2010年增加5740家，年复合增长率达8.5%，其中2021年康复专科医院数量为810家，占专科医院总数的8.4%，占比较2010年增加1.6pp。
- 康复专科医院中民营医院占主体，2010年康复专科医院中民营数量为150家，占康复专科医院总数的56%；2021年康复专科医院中民营数量达628家，占康复专科医院总数77.5%，2011-2021年复合增长率13.9%。**公立康复专科医院从2010年的118家增加到2021年的182家，2011-2021年复合增长率为4%。

### 2010-2021年中国专科医院及康复专科医院



### 2010-2021年中国民营/公立康复医院



# 目 录

---

- 1 康复医疗行业：供需缺口带动行业发展
- 2 康复医疗服务：民营医疗机构占据市场主导**
- 3 康复医疗器械：研发+市场双轮驱动市场发展
- 4 相关标的
- 5 风险提示

## 2.1 海外康复医疗起步早，美英日已建立分级康复医疗体系

- 发达国家康复医疗起步较早，发展较完善。目前许多发达国家和地区已经建立完善的三级康复体系，既可以保证患者得到恰当的康复治疗服务，又可以及时转诊从而节省医疗费用。美国是世界上康复医学最发达的国家之一，在经过超过50年发展后已具有全面、完善、先进的体系。美国康复医疗体系大致分为三级，三级康复为急性期康复，主要在急诊医院或综合医院开展康复治疗，二级康复为急性后康复，主要在病情稳定后转入康复医院进行进一步治疗，一级康复为长期照护，主要在不需住院治疗后转至社区或家庭康复。

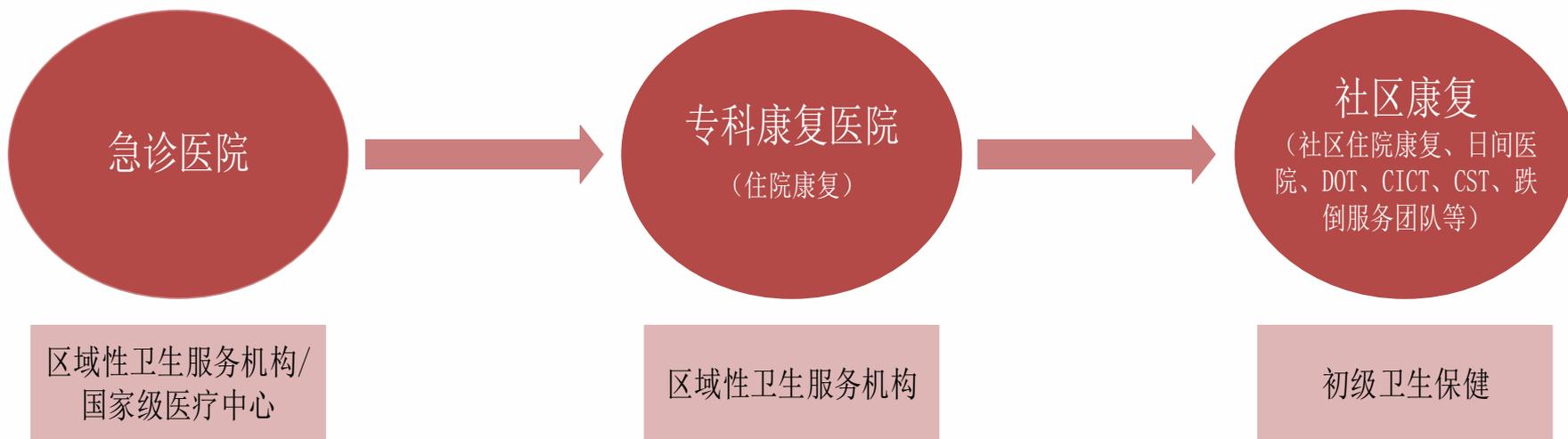
### 美国康复医疗发展历程

时期	类型	内容
1965-1982年	按服务付费	住院康复医疗和急性病住院医疗费用尚未分开，均采用按服务付费方式，包含90天的住院费、100天的出院后续治疗费和100次的家庭医疗服务费。在医疗供方提供医疗服务后，按照标准支付费用，其操作方便，适用性强，容易调动医疗机构的积极性，但易刺激医疗机构提供过度医疗，导致医疗行为难以规范，医疗费用难以控制。
1982-2002年	DRGs	以国际疾病诊断分类标准为基础，将疾病按诊断、年龄、性别分为若干组，每组根据病种病情轻重程度及有无并发症确定疾病诊断相关组分类标准，并测算出每个组每个级别的费用标准，并按这个标准预先支付给医疗机构。其主要适应于诊断明确、治疗方法相对一致、治疗程序相对稳定且住院时间较短的疾病，因住院康复医疗、精神类疾病等四类治疗住院时间长、治疗复杂且费用高等特殊性，未采取DRGs支付办法。它使政府对医疗费用的控制更为直接、有效，对医院的补偿更加科学、公平。同时，对医院起到很好的约束作用，激励起降低医疗成本，加快周转，节约资源，但一个重要缺点是任何疾病均有不同严重程度，因此治疗费用差异很大，如果采用统一的医疗保险额度，那么接受重症患者的医院便难以生存。
2002-至今	预付制	根据《国际残损、残疾和残障分类》(ICD IH) 残疾、残损的标准将患者分类，再根据UDSMR数据和信息按患者功能状况和年龄分为若干组，测算出每组每个分类级别的医疗费用标准，并结合住院天数确定一个费用定额，预先支付给康复医疗机构。在实施后，康复医院的平均住院时间将会限制在20天左右，这将促使康复医院采取最有效和经济的手段，使患者的功能得到恢复，从中获得经济利益。其对康复医疗机构来说支付更加公平，且能促使其产生内生变革；对患者来说有利于功能的改善和提高。

## 2.1 海外康复医疗起步早，美英日已建立分级康复医疗体系

- NHS为英国合法居民与公民提供了全面的医疗服务，绝大多数英国居民享受免费服务。英国的医疗体系主要由初级卫生保健、区域性卫生服务机构和国家级医疗中心三个层面构成，病患在不同医疗机构间就诊和转诊有清晰明确的规则。过去10年尤其是近2-3年，英国在生理-心理-社会医疗模式的引导下，ICF的概念对康复观念产生了巨大影响。现在英国康复采取社会模式，患者在综合性医院的康复科、专科康复医院和诊所以及社区康复机构之间的转介遵循一定的康复指南流程，很快从急诊医院转入社区康复，在社区有专业人员进行评估并结合患者自我需求，综合考虑通过哪些手段可使患者达到独立和提高生活质量的目的。

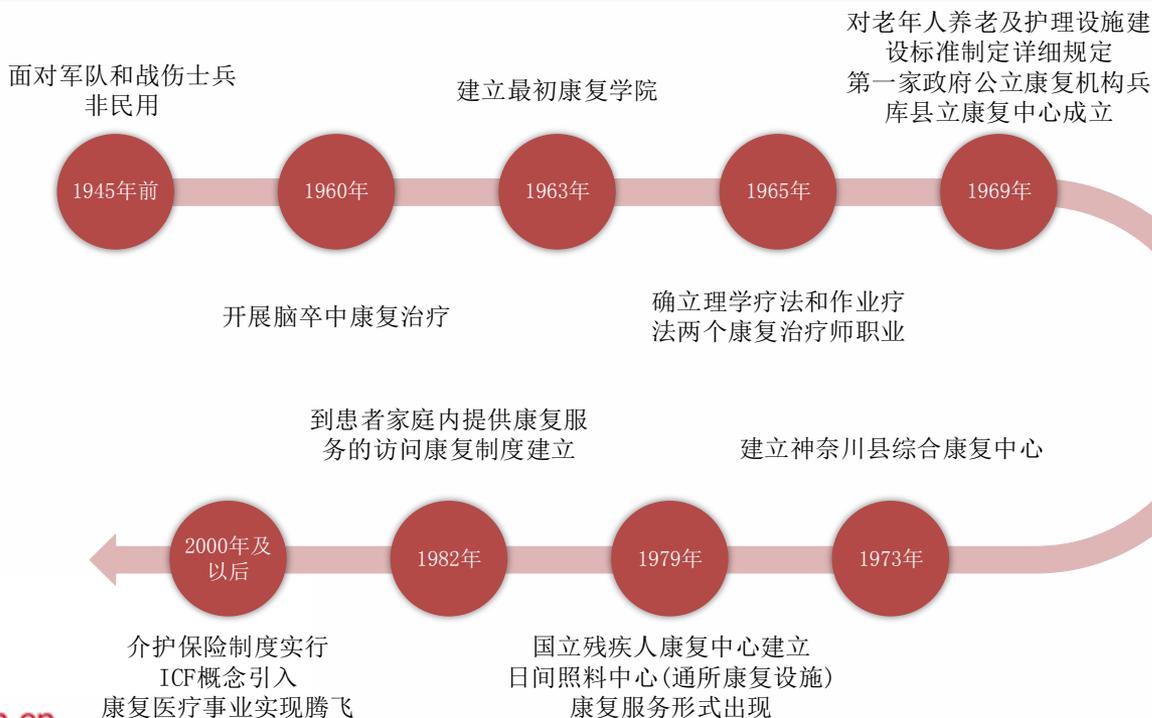
### 英国康复诊疗流程



## 2.1 海外康复医疗起步早，美英日已建立分级康复医疗体系

- 日本康复医疗起步相对较晚，起步于1945年，1960年日本接触到规范化的老年康复理念，并在一部分医疗机构中逐步系统地开展了脑卒中康复治疗。随着厚生省对残疾人福利事业的不断重视，日本各个都府道县都陆续建立了各自的综合康复中心。经过近40年发展，日本康复从无到有，建立了一套从急性期住院、恢复期住院、短期住院、社区康复、日间照料、家庭康复、访问康复等一系列成套康复体系，康复对象不仅涵盖各种身体、心理问题的残疾人，还覆盖了老年人、生活需要辅助者的完整体系。2001年ICF概念引入日本后也为日本康复事业的发展注入了新的活力和理念。日本主要有三种康复机构：专业的康复机构、综合医院内的康复科、专为残疾人开设的疗养所。日本的康复医疗按照单位和点数收费，每治疗20分钟计“1单位”，在不同规模的康复设施“1单位”所等同的“点数”不同，点数收费标准相同，为“1点”计费10日元。

### 日本康复医疗发展历程

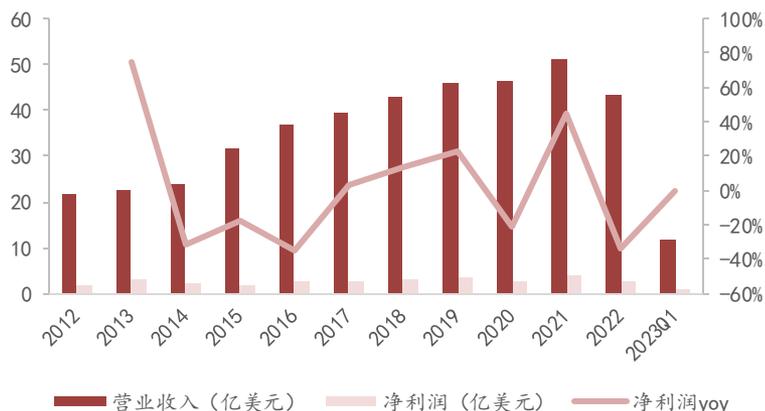


## 2.2 以美国两家公司为例探索康复医疗发展路径

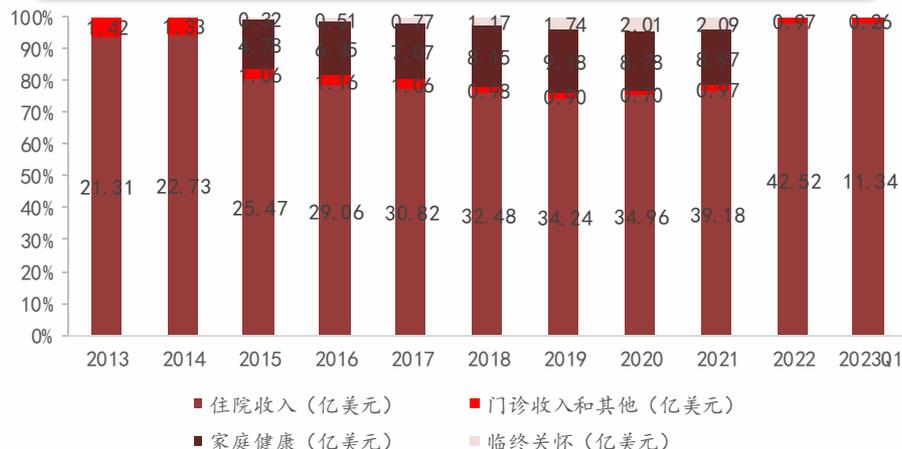
### 2.2.1 EHC住院业务占比高

- 以美国为例，康复医疗以住院康复和门诊康复为主，辅以社区和家庭康复机构。康复医疗服务涉及领域广泛，患者需求具有多元化的特点，因此康复医疗也有许多不同的经营模式。美国作为全球康复医疗起步最早的国家之一，拥有完善的康复医疗体系以及康复医疗上市公司，发展较为成功的有Encompass Health (EHC)、Select Medical (SEM) 等。
- EHC作为美国最大的住院康复机构运营商之一，其主要康复机构有康复医院、家庭康复场所和临终关怀场所，康复医院的业务主要包含住院康复和门诊两部分。2021年EHC营业收入51.2亿美元，同比增长10.3%，净利润4.1亿美元，同比增长45%。公司主要收入来源是住院康复业务，2021年住院康复治疗收入39.2亿美元，占主营业务收入76.5%；家庭健康业务收入9亿美元，占主营业务收入17.5%；临终关怀业务收入2.1亿美元，占主营业务收入4.1%；门诊及其他收入1亿美元，占主营业务收入1.9%。2022年EHC营业收入43.5亿美元，同比下降15.1%，净利润2.7亿美元，同比下降34.3%。公司主要收入来源是住院康复业务，2022年住院康复治疗收入42.5亿美元，占主营业务收入的97.8%；门诊及其他收入1亿美元，占主营业务收入的2.2%。**公司2022年整体业绩下降主要由于剥离家庭健康与临终关怀业务，统计口径发生变化所致。**公司为提高每个管理团队对业务的专注性，也为更好激励管理层，将该业务条线分拆上市成立新公司Enhabit,Inc，2022年家庭健康与临终关怀业务业绩计入新公司。我们将住院收入及门诊收入单独核算，2021年公司住院康复业务+门诊收入为40.2亿美元，2022年该两项合计收入为43.5亿美元，同比增长8.2%，保持公司一贯增速。

2012-2023Q1年EHC营业收入和净利润



2013-2023Q1年EHC主营业务结构

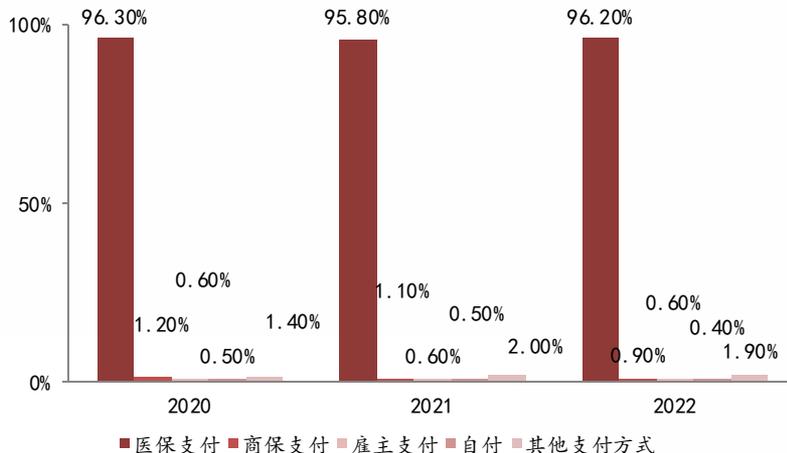


## 2.2 以美国两家公司为例探索康复医疗发展路径

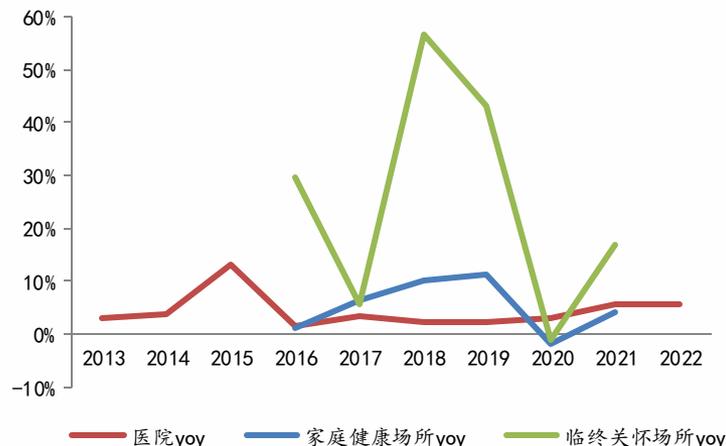
### 2.2.2 EHC依靠并购实现扩张

- EHC公司的主营业务包括住院业务和家庭健康及临终关怀业务（2022年前，2022年剥离）：**1）住院康复业务**根据其官网披露的项目（包含脑损伤、糖尿病、先天性畸形、中风、帕金森、肿瘤等多项疾病），我们认为偏向疾病康复领域；**2）家庭健康服务**是在患者个人家中提供的医疗或支持性护理服务。它是由专业护理人员提供的辅助医疗和日常生活援助，例如（1）护理人员协助患者进行日常生活活动；（2）护理人员执行医嘱，记录生命体征，并进行抽血等辅助医疗任务；3）临终关怀服务专注于缓解寿命不超过6个月的晚期病患，以减轻疼痛和痛苦、提高患者的舒适度和生活质量为重点的健康护理。
- ✓ **EHC公司主要依赖于医保支付**。2022年EHC营业收入中，医保支付占比为96.2%，商保支付占比仅有0.9%。
- ✓ EHC持续扩张业务版图，康复医院从2012年的100家增加至2022年共153家；至2021年，家庭健康场所扩张速度最快，2014-2021年期间从仅25家扩张至251家，主要由于公司在2015年收购Encompass公司包括旗下135个家庭康复场所和临终关怀场所，2015年公司家庭康复场所达186家，较前年增长644%，目的在于加速布局家庭康复使公司可以更全面协调地提供居家型急性后康复，从而在康复医疗服务体系中具有更强竞争力；公司2015年收购Encompass开始布局临终关怀业务，在2021年临终关怀场所达到96家。

2020-2022年EHC营业收入占比（按支付方式分类）

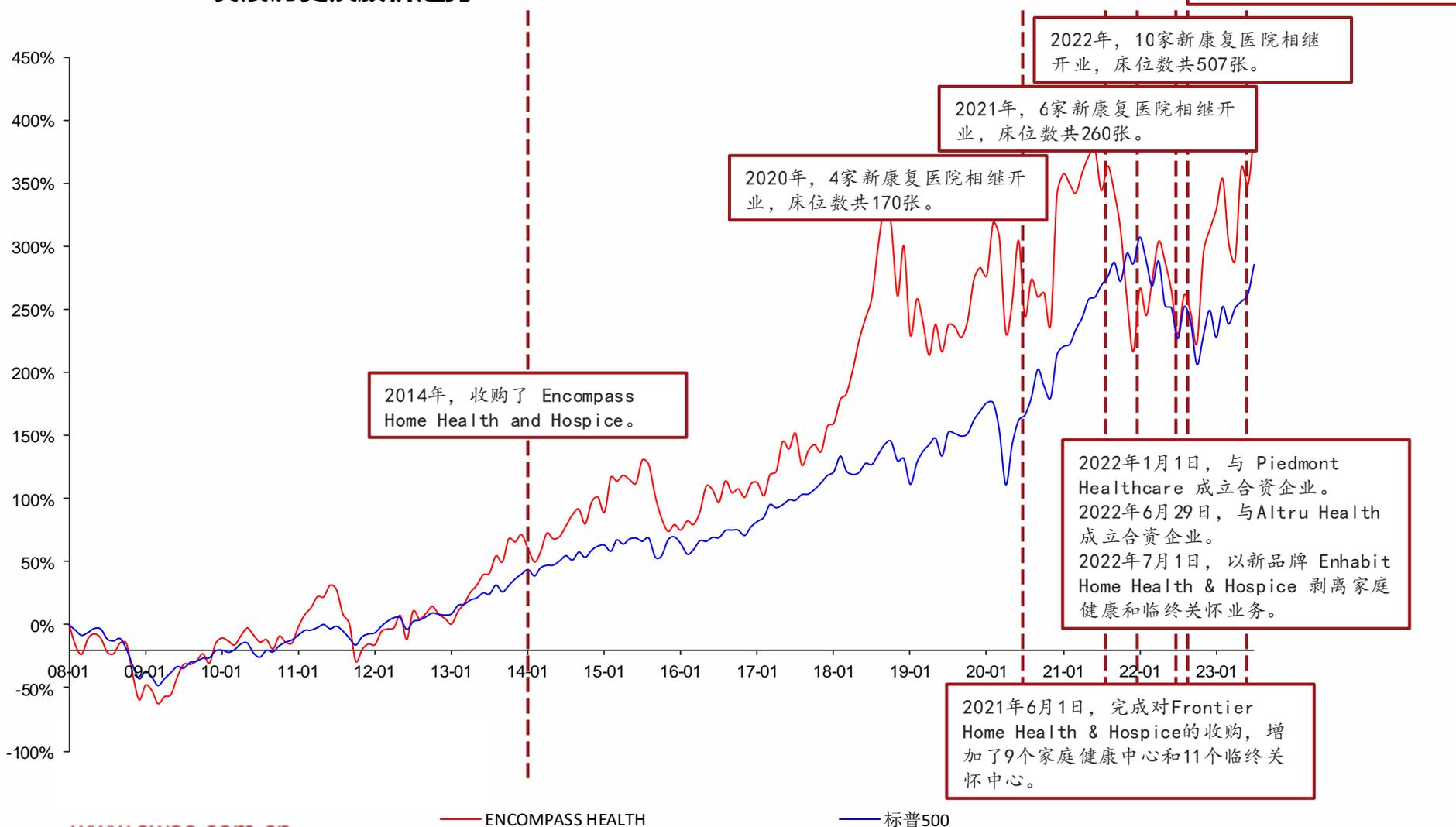


2013-2022年EHC各类康复机构增长率



## 2.2 以美国两家公司为例探索康复医疗发展路径

### 2.2.3 EHC发展历史及股价走势

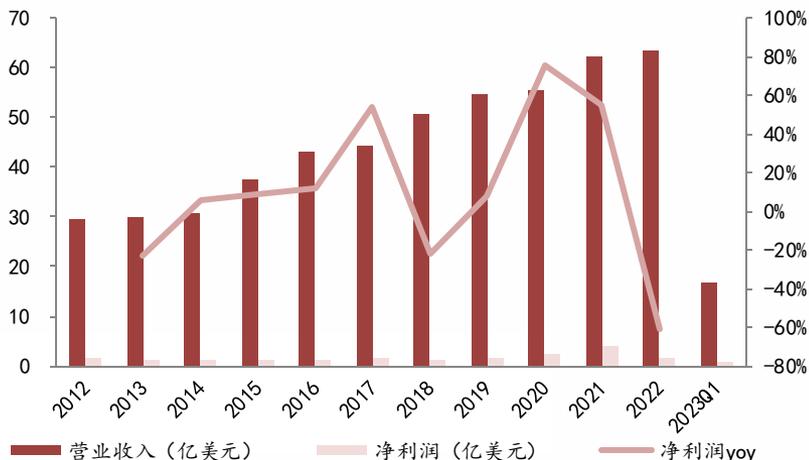


## 2.2 以美国两家公司为例探索康复医疗发展路径

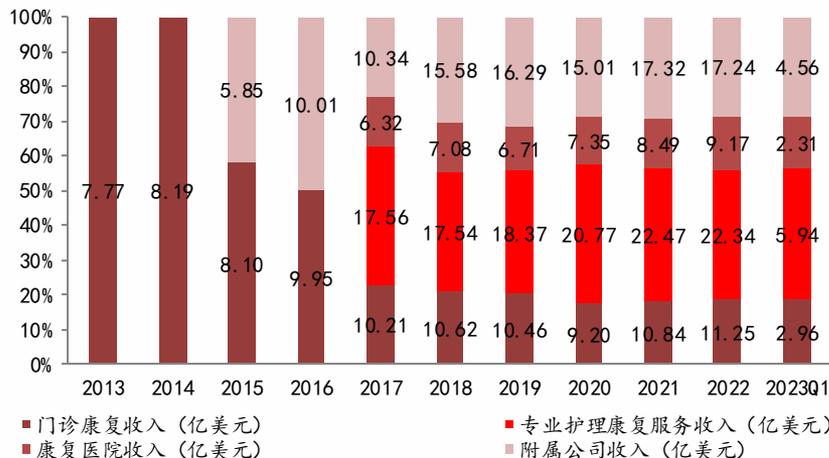
### 2.2.4 SEM主要收入来自于住院业务

- SEM以康复门诊起家，通过不断收购医疗服务公司和康复医院，逐渐成长为多元化医疗服务提供商。根据公司2022年报数据，2022年SEM营业收入63.3亿美元，同比增长2.1%，净利润1.6亿美元，同比下降60.5%。利润下降主要由于公司在2022年用自由资金收购Concentra Group Holdings Parent，导致归母净利润下降，净利润率降低。按主营业务细分，截至2022年康复医院收入9.2亿美元，占主营业务收入15.3%；康复门诊收入11.3亿美元，占主营业务收入18.8%；专业护理康复服务收入22.3亿美元，占主营业务收入37.2%；附属公司收入17.2亿美元，占主营业务收入28.7%。
- SEM的主营业务可以分为门诊和住院服务：1) 门诊服务旨在帮助患者缓解身体和认知损伤，提升身体机能并防止短期残疾成为慢性疾病。门诊服务包括：身体治疗、职业康复治疗 and 言语康复项目以及一些特殊项目：工伤功能康复、手部治疗、脑震荡后康复、儿童康复、癌症康复和运动训练；2) SEM公司的医院住院服务分为危重症康复医院（专业护理康复）和其他康复医院（康复医院），为严重损伤和有强烈康复需求的患者进行医疗干预。其中，危重症康复医院为康复中的病情复杂的患者提供服务，对应业务结构中的专业护理康复服务，举例来说包括神经创伤、心力衰竭等术后或者慢病康复，对应本文分类中的疾病康复。康复医院为需要密集物理康复护理的患者提供服务。相比门诊服务，住院服务时间层面上更紧凑、医患关系更紧密、康复过程更深入。

2012-2023Q1年SEM营业收入和净利润



2013-2023Q1年SEM主营业务结构



www.swsc.com.cn

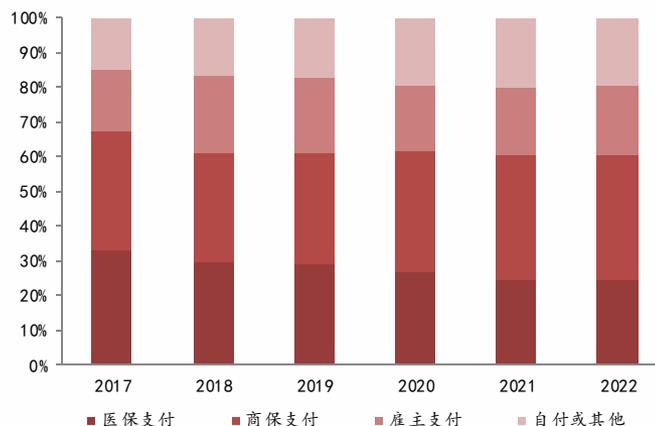
数据来源：SEM年报，西南证券整理

## 2.2 以美国两家公司为例探索康复医疗发展路径

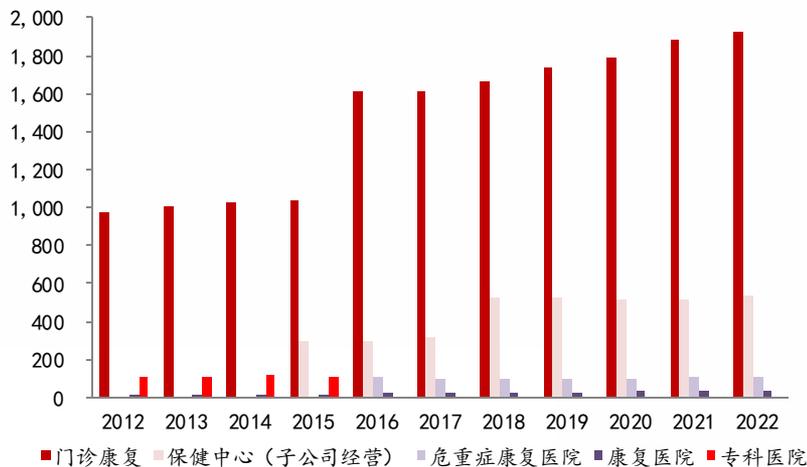
### 2.2.5 SEM通过并购发展基层康复业务

- ✓ SEM同样在持续扩展业务，2022年公司拥有103家重大疾病康复医院；31家康复医院；康复门诊达1928家，较2012年数量几乎翻倍；子公司经营的医疗保健中心540家，主要提供职业康复。公司最初布局康复门诊，因此康复门诊数量庞大，但收入主要来源依旧是专业护理康复服务。
- ✓ SEM的主要支付方式是医保支付和商保支付。2018-2022年，商保支付占比逐年上升，2022年占比达到36%。2017-2022年，医保支付占比逐年下降，2022年医保支付占比为24.6%。雇主支付和自付或其他支付方式占比分别为19.6%和19.8%。

2017-2022年SEM营业收入占比（按支付方式分类）



2012-2022年SEM各类康复机构数量（家）

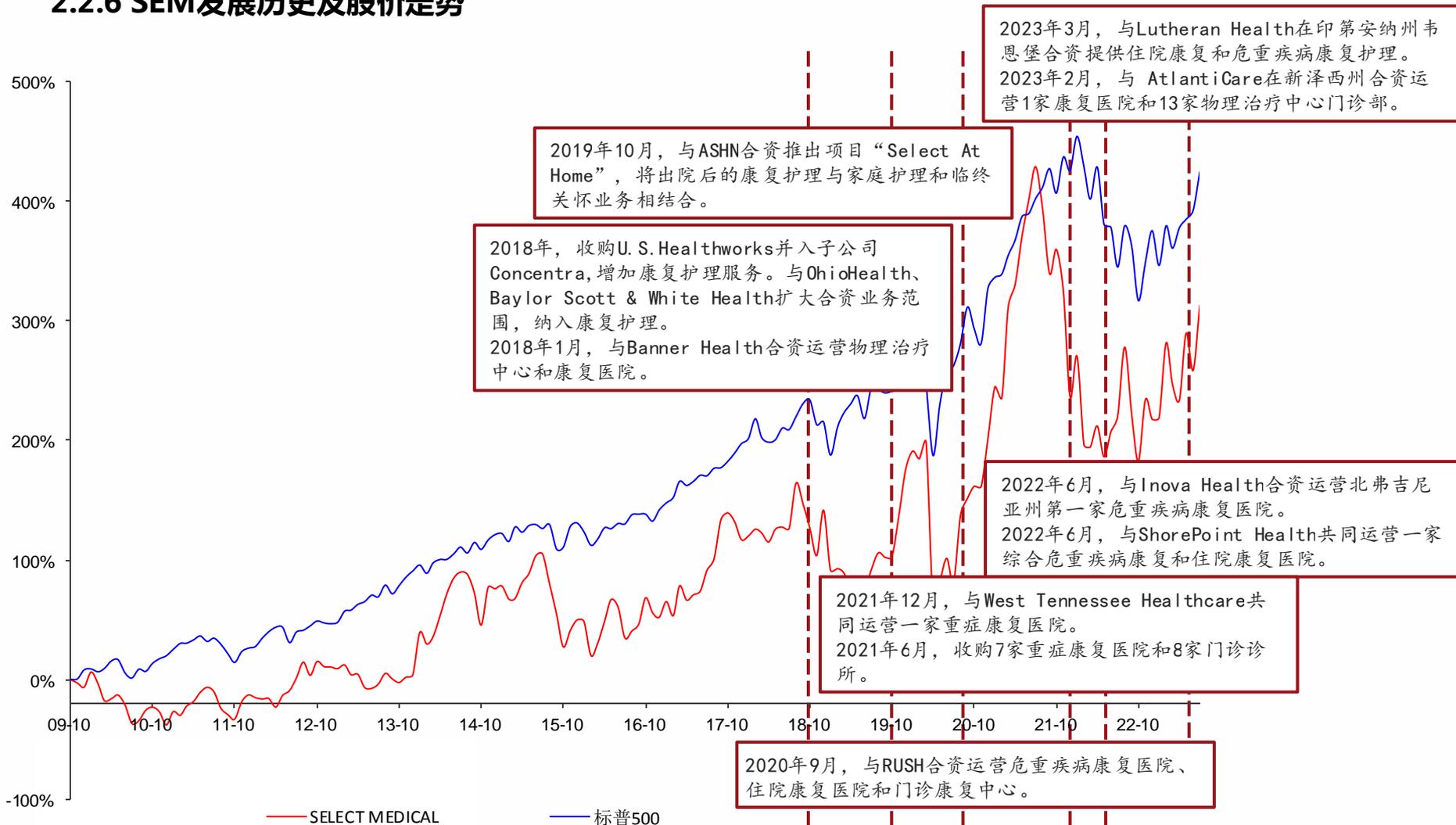


2013-2022年SEM各类康复机构增长率



## 2.2 以美国两家公司为例探索康复医疗发展路径

### 2.2.6 SEM发展历史及股价走势



## 2.2 以美国两家公司为例探索康复医疗发展路径

### 2.2.7 发展康复住院业务及利用收购扩张为早期发展路径

- **康复医疗收入主体在住院康复治疗。**对比这两家美国头部康复医疗服务企业可以观察到，康复医疗的收入主体来自于康复医院，即使SEM最初创立时是门诊康复，但在发展过程中在以极高速度不断布局更多门诊康复的同时也在加速收购医疗服务企业，加速布局康复医院。而EHC在持续扩展住院康复业务的同时，深入布局家庭康复和临终关怀，为后续需要长期康复治疗的患者提供居家的急性后康复服务，不断扩大自身服务目标人群和服务范围。康复医院常用于治疗处于急性期需要康复治疗或身患重病需要长期住院治疗的患者，他们通常有严重且复杂的、特殊的疾病状况，需要专业化治疗，因此康复医院通常收入较高，但康复医院占地面积偏大、设备要求高所以建设运营成本也较高。康复门诊通常进行物理康复、职业康复、言语康复，主要帮助患者减少身体和认知障碍，康复门诊占地面积较小，便于在小镇、社区、乡村铺开，但康复门诊主要从事一些较基础的康复服务，所以收入贡献有限。我国居民康复意识仍较为薄弱且倾向于前往大型综合医院就诊，居民较少会主动前往社区康复机构进行诊断治疗，首先在城镇大面积铺开康复门诊和小型康复机构可能收效甚微，因此可以以布局康复医院和综合医院内康复医学科作为主要收入来源，在有一定规模和品牌优势后辅以康复门诊和社区、家庭康复机构作为引流和消费者来源。
- **收购为快速扩张有效途径。**通过回溯EHC和SEM发展历史我们发现公司机构数量、业绩快速增长来自于收购其他康复标的，康复医院由于其对占地面积以及设备的要求，在扩张方面盈亏平衡所需时间较长，如可用并购基金模式进行扩张则可平衡收入增长和利润率提升之间的矛盾。

## 2.3 我国康复医疗服务三级体系已建立

- 我国现已建立综合以综合性三级医院康复学科为主，二级康复专科医院和社区基层康复机构为辅的康复医疗体系，但仍存在：1) 康复意识不足，需求未释放；2) 基层社区康复中心资源配置待完善，专业人才短缺；3) 双向转诊困难等问题。各级康复机构间缺乏有效关联，联动效果有待加强，患者康复意识有待提升。

国内外康复医疗分级体系图

	三级康复医疗机构	二级康复医疗机构	一级康复医疗机构
美国	住院康复机构(IRFs): 满足急性期康复需求。	长期护理型医疗机构(LATCS): 为非急性期患者提供团队式系统的康复医疗。	专业护理机构(SNFs): 提供长期的日常护理和康复服务。
英国	教学医院: 以紧急救治和重大疑难病医院为主。	地区医院: 接收由一级医疗机构转诊而来的患者。	基本护理机构: 英国医疗服务体系的预算主体。
日本	区域中心医院: 提供高精尖住院服务。	综合医院康复科和康复中心: 负责治疗特定病症, 为当地患者的康复治疗提供支持。	疗养型医院: 负责恢复期的康复疗养过程。
中国	三级医院康复科: 进行急性期康复治疗。	二级医院康复科或康复专科医院: 承担稳定期康复治疗。	社区康复中心(如护理院和敬老院): 完成恢复期和维持期的康复治疗。基层医疗机构资源配置不完善, 服务能力有限, 致使区域医联体大多联而未通。

## 2.4 康复医疗服务竞争格局：民营机构快速发展，行业处于发展早期

- **康复医疗服务市场有望快速增长。**根据前文艾瑞咨询数据，我国康复医疗服务市场从2019年的667亿元，增长至2021年的1011亿元，预计至2025年将增长至2686亿元，2020-2025年CAGR达26.1%。需求端推动因素如前文所述，有来自老年人数量增加带来的刚需推动，以及来自受治疗残疾人数量增加、产后康复、儿童康复等需求增加带来的消费升级推动。
- **民营机构数量迅速增长，预计将在未来持续起补充公立医疗资源不足作用。**目前康复医疗机构有公立机构和民营机构，公立医院康复治疗渠道有公立综合医院的康复科室和公立专科医院，2021年康复专科医院中民营数量达628家，占康复专科医院总数77.5%，2011-2021CAGR达13.9%。公立康复专科医院从2010年的118家增加到2021年的182家，2011-2021年CAGR为4%。
- **康复医疗服务市场处于发展早期，发展潜力大。**我国康复民营市场中，有康复医院和专注于某一康复领域的连锁机构两种形式，康复医院偏向疾病康复等偏严肃属性的领域，连锁专科则更偏向消费属性的领域。目前行业中上市公司数量少，部分业务从事康复医疗服务的三星医疗，2021年康复服务收入13.7亿元，而艾瑞咨询测算2021年康复医疗服务市场规模为1011亿元，则三星医疗在康复领域中市占率仅约1.4%，整体来讲我国康复医疗服务市场处于发展早期，发展潜力大。

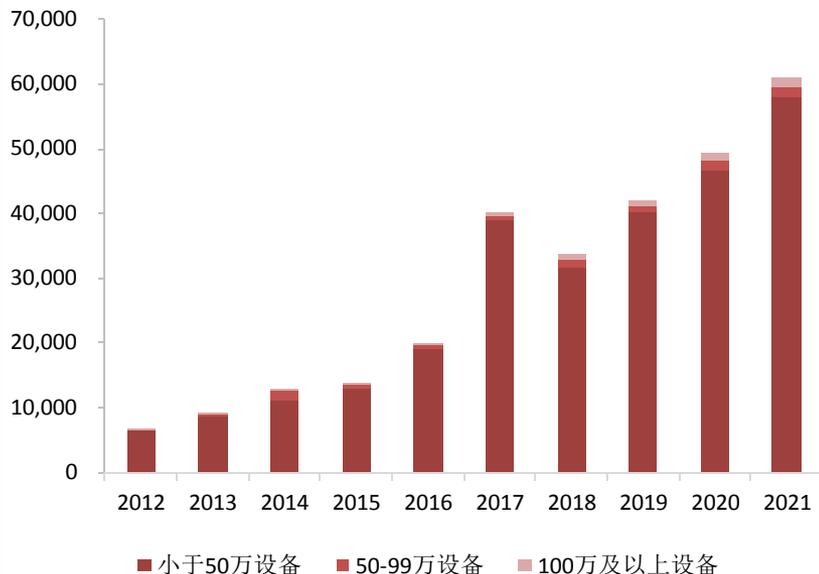
主要连锁康复医疗服务企业介绍

名称	融资情况	下属机构数量	员工数量	床位数	主要业务	主要城市
三星医疗	已上市	2家综合医院 12家康复医院 (另有5家康复医院在建)	8131人(整体)	5205张	神经康复、功能康复、重症康复、心肺康复、肿瘤康复、骨关节康复、老年康复、中医康复、脑损伤康复、疼痛康复综合康复服务	宁波、抚州、鄞州、杭州、南昌、南京、武汉、长沙、常州、温州、湖州、绍兴、余姚、嘉兴、泉州、衢州
顾连医疗	战略融资 10亿	26家(其中三甲医院1家， 三级医院3家)	3000名医疗人员	7000张	老年康复、功能康复、重症康复、居家护理等综合康复服务	成都、绵阳、重庆、长沙、武汉、衡阳、常德、杭州、金华、宁波、温州
和睦家医疗	战略融资 9.16亿	22家 (其中北京11家，上海6家)	600名全职医生 1000名兼职医生 1000名护理人员	-	产后康复、居家护理等综合康复服务	北京、上海、广州、天津、青岛、博鳌、深圳
泰康之家	-	15家	-	护理床位8000张 医疗床位3000张	健康护理、康复医院、临终关怀老年康复服务	北京、上海、广州、成都、苏州、武汉、杭州、南昌、沈阳、长沙、厦门、南宁、宁波、合肥
东方华康	战略融资 3.3亿	7家	-	3000张	神经康复、骨与关节及疼痛康复、脊髓损伤康复、老年病及脏器康复等综合康复服务	上海、常州、无锡、杭州

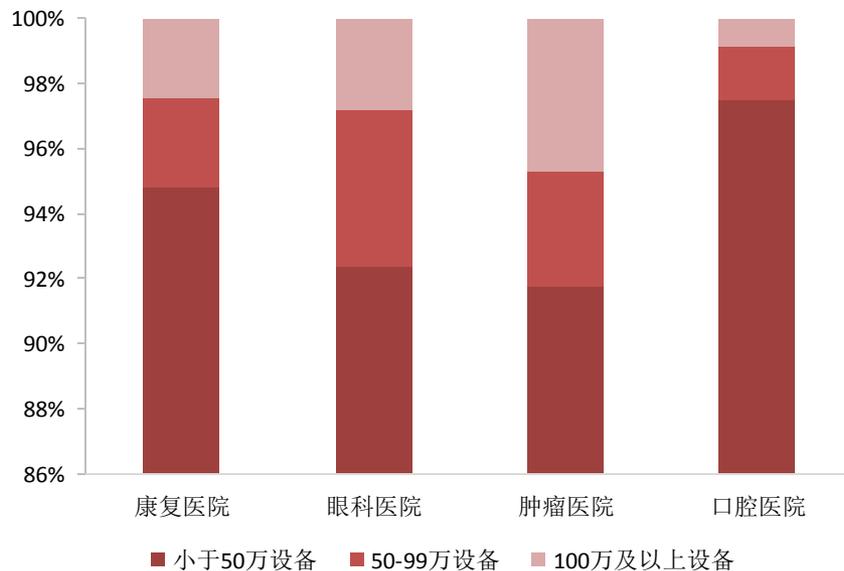
## 2.5 康复医院有连锁扩张难度，并购基金扩张模式或为最佳选择

- 康复行业设备依赖度较眼科行业低，其部分服务项目医技依赖度高。**我国康复医院价值在100万及以上的设备数量持续增长，从2012年的95台增长至2021年的1508台，2013-2021年CAGR达29.5%，而50-99万设备2013-2021年CAGR达27.8%，小于50万设备2013-2021年CAGR达27.7%，100万及以上设备数量增速最快，我们对比2021年眼科、口腔、肿瘤以及康复医院设备价值，发现人工依赖度较高的口腔医院，小于50万元设备占比为97.5%，而50-99万元设备、100万及以上设备占比分别为1.7%和0.9%；而设备依赖度更高的肿瘤医院，小于50万元设备占比为91.8%，而50-99万元设备、100万及以上设备占比分别为3.6%和4.7%，对于康复医院，其小于50万元设备占比为94.8%，而50-99万元设备、100万及以上设备占比分别2.7%和2.5%，介于口腔医院和肿瘤医院之间，与眼科医院类似（眼科医院小于50万元设备占比为92.3%，50-99万元设备、100万及以上设备占比分别4.8%和2.8%），根据设备价值占比数据我们认为，康复行业设备依赖度较眼科低，其部分服务项目医技依赖度高，在连锁扩张方面，难度介于眼科医疗和口腔医疗之间。

2012-2021年康复医院不同价值段设备占比及数量（个）



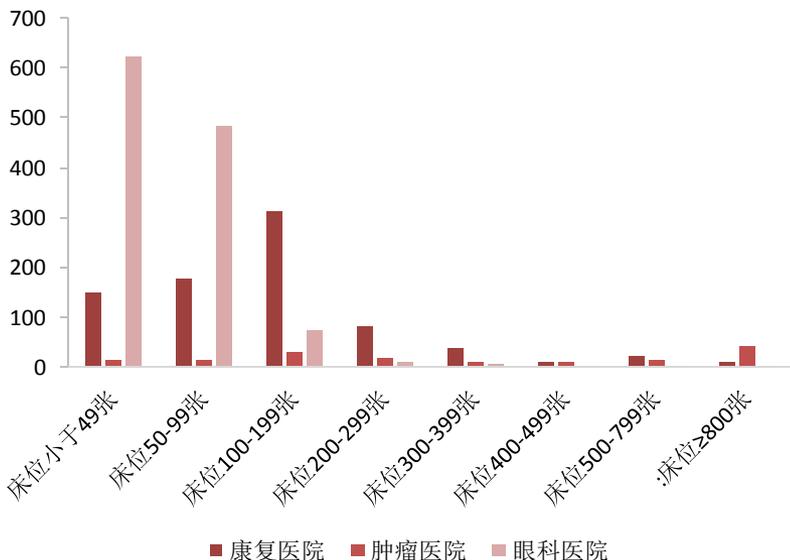
2021年不同专科医院设备价值分布



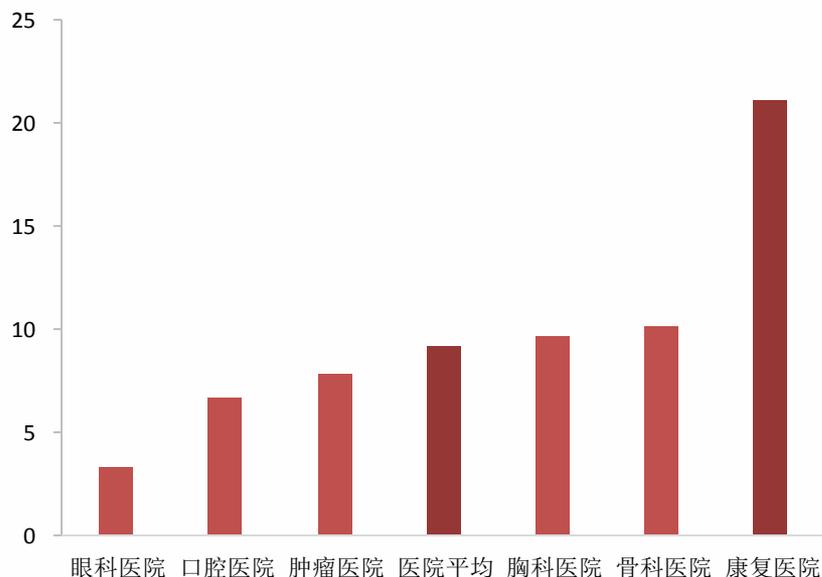
## 2.5 康复医院有连锁扩张难度，并购基金扩张模式或为最佳选择

- 新建康复医院对占地面积及床位数有要求，有扩张成本壁垒。**我们分析不同专科医院床位数量分布，发现康复医院床位数多集中于100-199张区间，而眼科医院床位数多集中于0-49张区间，而肿瘤医院床位数多集中在800张以上，进而分析不同医院患者住院天数，康复医院患者住院天数达到21.1天，远高于眼科医院（3.3天）、口腔医院（6.7天）、肿瘤医院（7.8天）以及行业平均住院天数9.2天，我们认为康复医疗患者住院治疗需求高，康复医院在扩张时需要考虑床位情况，一般康复医院规模较眼科、口腔等医院规模大，投入成本高。
- 根据设备价值以及床位需求情况，我们认为康复医院有一定连锁扩张难度，但由于前期投入成本高（设备、床位），有一定进入壁垒，竞争格局优于口腔医疗服务机构，目前依靠并购基金模式为平衡收入增长和利润率的最佳方式。**

2021年不同专科医院床位数量分布



2021年各医院平均住院日（天）



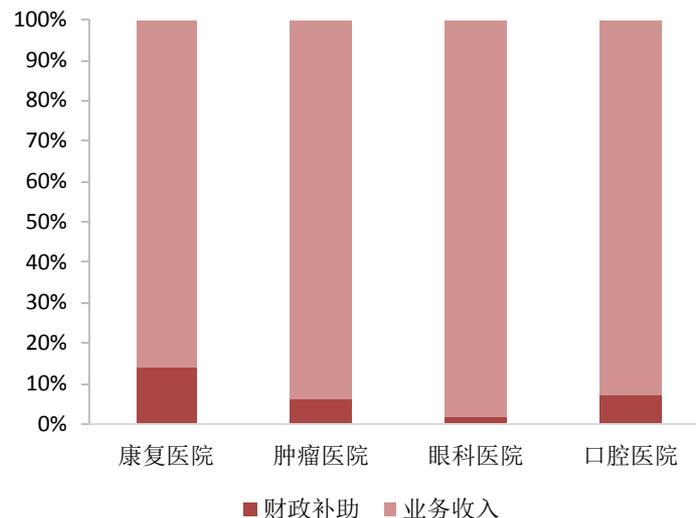
## 2.6 康复医疗服务进入医保范围扩大，消费属性康复仍有提升空间

- 目前我国急性期康复医疗服务享受医保待遇，被纳入医保的康复医疗项目从2010年的9项扩充至2016年的29项，覆盖人群从残疾人为主扩大到老年人、儿童等各类患者人群，报销项目从物理治疗延伸至各项治疗性项目和康复评定项目。产后康复项目仍为自费项目，消费属性较强。
- 目前康复医院约14.9%的收入来源为政府财政补助，为肿瘤医院、眼科医院、口腔医院中最高专科医院，可见：1) 政府对康复医疗事业重视度高；2) 目前我国康复医疗服务中，消费属性强项目较少，消费属性康复医疗服务项目如产后康复、运动康复仍有提升空间。

### 康复医疗纳入医保项目清单

时期	类型	治疗项目	评定项目
2010年	8个治疗项目 1个评定项目	运动疗法 偏瘫肢体综合训练 脑瘫肢体综合训练 截瘫肢体综合训练 作业疗法 认知知觉功能障碍训练 言语训练 吞咽功能障碍训练	日常生活能力评定
2016年 (新增)	12个治疗项目 8个评定项目	平衡训练 轮椅技能训练 耐力训练 大关节松动训练 徒手手功能训练 截肢肢体综合训练 日常生活动作训练 职业功能训练 精神障碍作业疗法训练 减重支持系统训练 电动起立床训练 儿童听力障碍语言训练	康复综合评定 吞咽功能障碍检查 手功能评定 平衡试验 表面肌电图检查 小儿行为听力测试 孤独症诊断访谈量表(ADI)测评 言语能力筛查

### 2021年各专科医院收入来源



## 2.7 康复医疗支付体系：FRGs或为未来导向

- **美国康复医疗服务采用DRG+FIM-FRG支付体系。**对于急性病住院医疗，采用了DRGs（诊断相关）定额预付制度。而对于康复住院医疗，则实施了基于患者功能的FRGs（功能相关）定额预付制度。DRG是一种病例组合分类方案，即根据年龄、疾病诊断、合并症、并发症、治疗方式、病症严重程度及转归和资源消耗等因素，将患者分入若干诊断组进行管理的体系。FRGs-FIM是以患者功能为分类依据，预测各项资源的消耗程度进而对患者进行分组管理的体系。
  - **DRG+FIM-FRG支付体系的优势：**研究患者的综合功能水平，有助于较好地预测住院时间和费用，可以有效减少过度康复的情况。当患者度过急性期，确定医保支付费用的最优方法是将其与患者功能的改善程度相关联。
- **我国康复医疗体系采用DRG+按住院床日付费支付体系。**对于急性病住院治疗，采取DRGs定额预付制度。对于康复住院治疗，则是按住院床日计费的后付制度。我国目前的支付体系易于操作，有效约束了医保经办机构和医疗机构的支付管理机制并控制了康复医疗服务费用。该支付体系也导致了患者低于标准入院或重症患者存在推诿机会，延长住院时长等现象。
  - 将两种支付体系结合来看，基于患者功能的FRGs（功能相关）定额预付制度是医保支付的未来走向。且未来我国康复医疗支付体系将纳入商业保险，其比重会持续攀升，形成医疗保险和商业保险相辅相成的新支付体系。

### 中美康复医疗支付体系对比图

时间	美国	优势/劣势	时间	中国	优势/劣势
1965-1982	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 按服务项目计费的后付制度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 劣势：过度医疗现象多，加重了政府财政负担。</li> </ul>	1988之前	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 医疗支付体系尚未构建</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 劣势：多以国家财政支持为主。</li> </ul>
1982-2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 急性病住院采用DRG预付制度</li> <li>• 康复住院医疗采用按服务项目计费的后付制度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优势：有效地约束医院缩短急性病治疗周期，控制政府的医疗费用成本。</li> <li>• 劣势：住院康复医疗仍有过度医疗的现象。</li> </ul>	1988-2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 按服务项目计费的后付制度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优势：具有适用性和操作性，提高医疗机构的积极性。</li> <li>• 劣势：容易产生过度医疗现象。</li> </ul>
2002-至今	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 急性病住院采用DRG预付制度</li> <li>• 康复住院医疗采用按患者功能计费(FIM-FRG)的后付制度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优势：通过对患者情况的综合评定可以使得住院时长和费用更合理，有效地控制过度康复现象。</li> </ul>	2017-至今	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 急性病住院采用DRG预付制度</li> <li>• 康复住院医疗采用按住院床日计费的后付制度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优势：具有可操作性，能有效控制医疗费用。</li> <li>• 劣势：住院时长难以界定，易产生入院标准低、住院床日延长、无法接收重症患者的情况。</li> </ul>

## 2.8 以三星医疗为例探索我国康复医院特点

- **以浙江省为起点，逐步向全国拓展。**目前三星医疗旗下有宁波明州医院、浙江明州康复医院、杭州明州脑康康复医院、南昌明州康复医院、南京明州康复医院、武汉明州康复医院、长沙明州康复医院、常州明州康复医院、宁波北仑明州康复医院共9家在营医院，其中8家康复专科医院，综合医院1家。公司进入康复医疗行业最初布局两家医院为宁波明州医院和浙江明州康复医院，均在浙江省，2021年收购南昌明州康复医院开始向浙江省外布局，目前公司旗下医院中有4家位于浙江省，2家位于江苏省，其余分别位于江西省、湖北省和湖南省，浙江省外主要最先布局在省会城市，易于向全省辐射需求。
- **体内运营和体外孵化并行，助力公司稳定运营。**目前公司体外并购基金旗下有超过20家医院，经过体外孵化多年可以稳定盈利后公司再进行收购。体外医院基本按照规划开业第一年爬坡，第二年基本实现盈亏平衡，在盈亏平衡后进行收购，收购方也会给出业绩承诺保障上市公司业绩不会受损。

2023年公司并购基金旗下医院

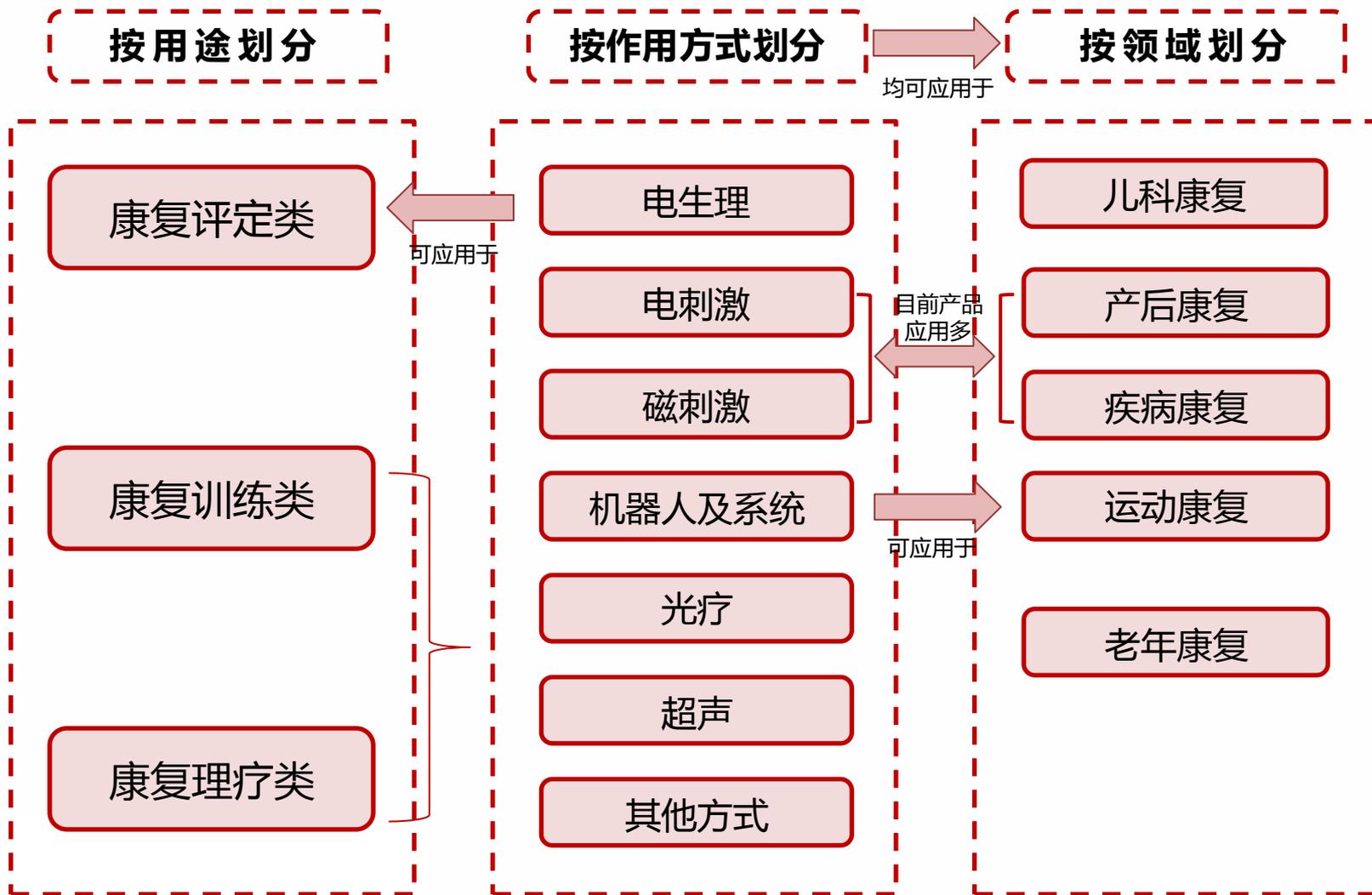
子公司(二级)	持股比例	子公司(三级)	持股比例	子公司(四级)	持股比例	医院名称	持股比例	省份	成立时间
宁波奥克斯投资管理	100%	宁波奥克斯开云医疗投资	34.10%	宁波开云华帆	99%	瑞安明州康复医院有限公司	70%	浙江	2021/7/23
				宁波开云华昱	99%	杭州明州姑娘桥康复医院有限公司	70%	浙江	2020/8/11
				宁波开云华玺	99%	上海明州甬嘉康复医院有限公司	51%	上海	2020/10/10
				宁波开云华旭	99%	南昌明州赣北康复医院有限公司	70%	江西	2020/12/28
				宁波开云华鑫	99%	南京瑞霞明州康复医院有限公司	70%	江苏	2020/3/11
				宁波开云华利	99%	泰州明州康复医院有限公司	70%	江苏	2017/12/14
				宁波开云华恒	99%	扬州明州康复医院有限公司	70%	江苏	2020/5/7
				宁波开云华威	99%	南通明州康复医院有限公司	80%	江苏	2018/5/9
				宁波开云华炬	99%	常熟明州康复医院有限公司	70%	江苏	2020/12/9
				宁波开云华泉	99%	郑州明州康复医院有限公司	70%	河南	2020/6/3
				宁波开云华惠	99%	深圳明州康复医院有限公司	70%	广东	2020/3/13
				宁波开云华富	99%	宁波明州脑科医院管理合伙企业(有限合伙)	79%	浙江	2017/8/22
				宁波开云华途	99%	台州明州护理院有限公司	70%	浙江	2020/4/28
				宁波开云华狮	99%	杭州明州萧南护理院有限公司	70%	浙江	2021/4/27
				重庆明州康复医院有限公司	100%			重庆	2017/10/23
杭州明州医院有限公司	59%			浙江	2022/8/17				

# 目 录

---

- 1 康复医疗行业：供需缺口带动行业发展
- 2 康复医疗服务：民营医疗机构占据市场主导
- 3 康复医疗器械：研发+市场双轮驱动市场发展**
- 4 相关标的
- 5 风险提示

### 3.1 康复医疗器械划分



## 3.2 上市公司主流产品

### 主流产品矩阵（部分）

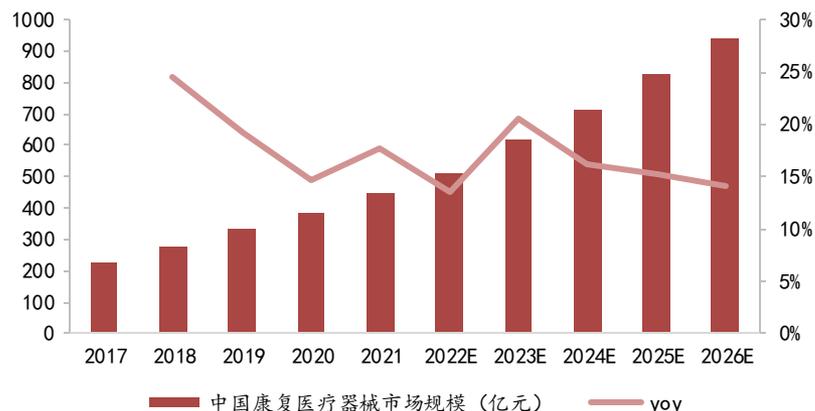
	产后康复		疾病康复		运动康复		神经康复（属于疾病康复的一种）	
磁刺激疗法	伟思医疗	磁刺激仪（Magneuro系列）	翔宇医疗	低频电磁脉冲治疗仪 激光低频交变磁场治疗机 低频交变磁场治疗仪			伟思医疗	磁刺激仪Magneruo30/60/100
	麦澜德	磁刺激仪 MTS Z100	普门科技	脉冲磁治疗仪				
	翔宇医疗	盆底功能磁刺激治疗仪						
电生理疗法	伟思医疗	生物刺激反馈仪	普门科技	生物反馈治疗仪			伟思医疗	多参数生物反馈仪Infiniti3000A 生物刺激反馈仪S460
	麦澜德	生物刺激反馈仪 MLD B4D						
	翔宇医疗	肌电生物反馈训练系统						
电刺激疗法	麦澜德	高频评估电灼仪 MLD UR50 盆底表面肌电分析系统 MLD A1 电超声治疗仪 C7000	翔宇医疗	短波治疗仪 中频脊柱物理治疗系统 离子导入仪			翔宇医疗	神经肌肉低频电刺激仪
			普门科技	中频干扰电治疗仪				
机器人或系统					伟思医疗	智能跟随步行训练机器人 下肢外骨骼步态训练机器人		
					翔宇医疗	上肢主被动训练与评估系统A350 平衡训练与评估系统E360		
超声波	麦澜德	超声波子宫复旧仪 ESU-002	翔宇医疗	体外冲击波治疗仪 超声波治疗仪				
			普门科技	多功能清创仪 超声多普勒血流分析仪				
光治疗			翔宇医疗	红外偏正光治疗仪 疼痛光疗仪 紫外线治疗仪				
			普门科技	光子治疗仪 红外治疗仪				
空气动力			普门科技	空气波压力治疗系统 间歇脉冲加压抗栓系统 体外冲击波治疗仪				

## 3.3 康复医疗器械市场规模及市场竞争格局

□ **我国康复医疗器械产业处于快速发展期。**生育政策放宽后产妇数量增加、人口老龄化程度加重、慢性病康复群体增加等多因素共同推进了我国康复医疗器械市场的规模扩张。根据沙利文测算，2021年市场规模约450.3亿元，同比增长17.6%，预计2026年时市场规模将达到941.5亿元。

□ **康复医疗器械行业集中度较低。**代表性企业为普门科技、翔宇医疗、伟思医疗、麦澜德等。根据沙利文测算市场规模数据，我们进行测算，2022年康复医疗器械产业CR4为2.4%。主要原因是行业仍处于成长初期，目前康复医疗器械企业众多，规模较小且产品高度同质化，多以仿制进口产品为主。而由于政府监管严格，高端康复医疗器械从产品研发到取得上市资质，再到市场推广时间较长，市场准入门槛高。随着人均可支配收入增加、医保支付在康复领域范围扩大、人口老龄化程度加重与全民康复意识增强，医疗器械行业需求将进一步提高。

2017-2026E年中国康复医疗器械市场规模



康复医疗企业市场占有率

上市公司	主营业务	2022年市占率
翔宇医疗	加速康复外科、老年康复、儿科康复、残疾人康复、运动康复、产后康复、疼痛康复、中医康复、神经康复、骨科康复、心肺康复、烧伤康复、脊髓损伤康复、脑卒中康复、慢性病康复、ICU重症康复	0.95%
麦澜德	盆底康复、生殖康复、运动康复	0.48%
伟思医疗	盆底及产后康复、神经康复、精神康复、运动康复	0.56%
普门科技	创面康复、疼痛康复、呼吸康复、运动康复、产后康复、围术期加速康复、医美康复器械	0.44%

## 3.4 康复医疗器械潜在市场空间大

**假设一：各级综合医院保持自然增长。**根据《中国卫生健康统计年鉴》历年数据，我们分别设定三级、二级、一级、未定级综合医院自然增长率8%、1%、3%、1%。

**假设二：根据2020年12月《中医药康复服务能力提升工程实施方案(2021-2025年)》，**预计2025年三级中医医院和二级中医医院设置康复(医学)科的比例分别达到85%、70%。综合医院情况与中医医院情况相似，据此我们假设，到2025年，**三级、二级、一级、未定级综合医院康复科渗透率达85%、70%、50%、40%。**

**假设三：根据翔宇医疗招股书，在康复医疗器械投入方面，初步估算三级综合医院需要 2000 万元，二级综合医院建设康复科大约需要 500-1000 万元，我们假设三级、二级、一级、未定级综合医院康复器械采购支出分别为2000万元、700万元、200万元、200万元。**

综合医院康复科 自然新建需求		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
三级综合医院(家)		1631	1763	1906	2060	2227	2407
yoy			8%	8%	8%	8%	8%
渗透率		35%	45%	55%	65%	75%	85%
二级综合医院(家)		4924	4839	4887	4936	4986	5035
yoy			-2%	1%	1%	1%	1%
渗透率		25%	34%	43%	52%	61%	70%
一级综合医院(家)		8878	9142	9416	9699	9990	10289
yoy			3%	3%	3%	3%	3%
渗透率		15%	22%	29%	36%	43%	50%
未定级综合医院(家)		4700	4563	4609	4655	4701	4748
yoy			-3%	1%	1%	1%	1%
渗透率		20%	28%	32%	36%	38%	40%
三级综合医院康复器械 采购支出(万元)		2000	2000	2000	2000	2000	2000
二级综合医院康复器械 采购支出(万元)		700	700	700	700	700	700
一级综合医院康复器械 采购支出(万元)		200	200	200	200	200	200
未定级综合医院康复器械 采购支出(万元)		200	200	200	200	200	200
综合医院康复科康复医疗器械 市场规模(亿元)				440.85	550.81	668.52	796.78

## 3.4 康复医疗器械潜在市场空间大

**假设四：康复专科医院以10%的速度自然增长**，每年会新建一定数量的康复专科医院，带动康复医疗器械采购需求。

**假设五：2022年1月《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025）》提出鼓励医疗资源丰富地区的部分二级医院转型为接续性医疗机构**，2022年7月《关于进一步推进医养结合发展的指导意见》提出支持医疗资源丰富地区的二级及以下医疗卫生机构转型，开展康复、护理以及医养结合服务。为此我们认为，**在医疗资源丰富地区，未来会存在部分二级及以下医院转型康复医院**。我们以各省份人均床位数作为医疗资源丰富程度的衡量标准，超过全国平均水平10%以上的省份为医疗资源丰富地区，超过平均水平0-10%的省份为医疗资源较丰富地区，分别设置不同的转型率。综合考虑二级医院、一级医院及未定级医院数量与实际情况，我们折中以一级医院数量为基数进行计算。

**假设六：根据《中国卫生健康统计年鉴》，2018-2021康复专科医院院均万元以上设备总价值均超过1000万元**，因此我们假设，2022E-2025E自然新建康复专科医院院均采购康复医疗器械1000万元，政策带动转型康复医院院均采购康复医疗器械900万元。

**综上，经测算，我们预计由于加快康复专科医院/综合医院康复科建设，将会给康复医疗器械行业在2025年带来1026.3亿元的市场，康复医疗器械潜力市场空间大。**

		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>康复专科医院自然新建需求</b>	康复专科医院（家）	739	810	891	980	1078	1186
	yoy			10%	10%	10%	10%
	新增康复医院数量（家）		71	81	89	98	108
	康复专科医院康复医疗器械采购支出（万元）	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	康复专科医院 康复医疗器械市场规模（亿元）		7.1	8.1	8.9	9.8	10.8
<b>政策带动转型康复医院需求</b>	医疗资源丰富地区一级医院数量（家）	3597	3776	3965	4163	4371	4590
	yoy		5%	5%	5%	5%	5%
	转型率			8%	16%	24%	32%
	医疗资源较丰富地区一级医院数量（家）	3669	3562	3669	3779	3892	4009
	yoy		-3%	3%	3%	3%	3%
	转型率			6%	12%	18%	24%
	转型康复专科医院数量（家）			537	1120	1750	2431
	康复专科医院康复医疗器械采购支出（万元）	900	900	900	900	900	900
	转化康复专科医院 康复医疗器械市场规模（亿元）			48.4	100.8	157.5	218.8
<b>总市场规模</b>	康复医疗器械总市场规模（亿元）			497.30	660.48	835.80	1026.34

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：2021-2022年中国卫生健康统计年鉴，翔宇医疗招股书，中医药康复能力提升工程实施方案，西南证券整理

## 3.5 治疗手段丰富，磁电疗法应用成熟广泛，康复机器人技术要求高

□ **电刺激**是一种通过使用电脉冲刺激和收缩肌肉来发挥作用的理疗方法，常用于疼痛管理和肌肉康复。其**主要原理和作用机理**是：采集表面肌电信号，对肌电信号进行分析和生物反馈训练，对人体施加电刺激用于改善神经或肌肉功能。

➢ 在国内市场，**盆底及产后康复**是电刺激最常用的领域。麦澜德、龙之杰、翔宇医疗等拥有电刺激设备产品，伟思医疗等拥有电极耗材产品。此外，电刺激疗法也可应用于神经康复领域，如脑卒中等。

### 电刺激产品构成



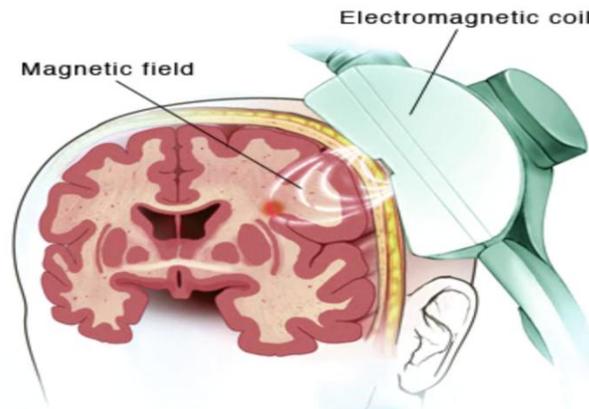
### 电刺激技术的主要运用

技术	用途	原理	常见方法举例
电刺激	缓解疼痛	改变或中断从受伤组织到大脑的痛苦信号	经皮电神经刺激（TENS） 电流干扰（IFC）
	重建肌肉功能，提升康复速度	利用电脉冲信号收缩肌肉	神经肌肉电刺激（NMES） 俄罗斯电刺激（RS）

□ **磁刺激技术**是继电刺激技术之后发展起来并逐步得到应用的**新型康复医疗技术**。在中国，磁刺激康复医疗器械市场起步较晚，2016年前后才逐步规模化推广，产品以经颅磁刺激仪、盆底功能磁刺激仪为主，临床主要应用于精神康复、神经康复和盆底及产后康复领域，市场规模逐渐增长。

➢ **经颅磁刺激仪**：经颅磁刺激（Transcranial Magnetic Stimulation, TMS）是一种无创、无痛的大脑刺激技术，通过将磁场转变为感应电场，能够改变细胞膜电位，进而使神经元产生一系列的生理、生化反应，从而达到调节神经细胞功能的目的。该技术主要用于精神康复和神经康复，近10年来在治疗抑郁症、脑卒中后遗症、帕金森等疾病上取得了显著疗效，逐渐成为精神神经领域疾病的重要技术。

### 经颅磁刺激技术的工作原理图



[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

数据来源：verywellhealth, 伟思医疗招股书, 梅奥诊所, 西南证券整理

## 3.5 治疗手段丰富，磁电疗法应用成熟广泛，康复机器人技术要求高

- **盆底功能磁刺激仪：**与经颅磁刺激相比，盆底磁刺激发展较晚。1999年，Galloway发表了磁刺激治疗尿失禁的第1个成功案例，2000年，美国FDA批准带有磁刺激功能的座椅治疗尿失禁。当前，在临床上盆底磁刺激仪主要用于尿失禁、轻中度盆腔脏器脱垂、神经源性膀胱、尿频尿急、盆底痛、前列腺增生等疾病或功能障碍的治疗。与电刺激疗法相比，盆底磁刺激具有高强度、高穿透性、非侵入性、无痛刺激等优势。盆底磁刺激通过盆底磁刺激装置，产生高能聚焦电磁场，能有效穿透空气、皮肤、脂肪、骨骼等，可覆盖全部盆底肌肉群，并对神经肌肉进行无痛刺激，患者无需更衣及内置电刺激探头，大大提高治疗效果和患者的依从性。

- **电生理类康复器械运用广泛，且行业发展较为成熟。**产品应用于神经康复、精神康复、新生儿科等领域。如表面肌电分析主要用于脑卒中患者康复评定；生物反馈仪主要用于焦虑、抑郁、失眠等精神疾病的治疗；新生儿脑电测量仪用于帮助临床开展新生儿脑损伤筛查、脑功能监护和脑发育评估等。

### 伟思医疗Magneuro系列盆底功能磁刺激仪的使用场景



### 伟思医疗电生理设备

**Randall Vishee 7步法：**  
专利技术解读新生儿脑电图，实现标准化、规范化、简化的临床应用

**脑电放大器：**  
1. 高采样率：2000Hz  
2. 高分辨率：24bit  
3. 高输入阻抗：> 50MQ  
4. 高共模抑制：> 120dB  
5. 低噪声：< 1.0μV  
6. 抗干扰设计

**电极：**  
配置新生儿专用电极帽进行长期监护；配置水凝胶电极进行筛查；配置传统盘式电极，满足不同场合临床需要

**视频监控：**  
360°无死角高清视频，24h视频同步  
误差1sec

**智能算法辅助进行临床判读**  
1. 高精度增强显示  
2. 背景自动识别  
3. 睡眠觉醒识别  
4. 爆发抑制识别  
5. 惊厥识别



## 3.5 治疗手段丰富，磁电疗法应用成熟广泛，康复机器人技术要求高

□ **康复机器人技术**是集康复医学、机械学、计算机科学以及机器人技术等诸多学科为一体的新型交叉研究领域，所涉及的学科广泛，**技术高度密集且门槛要求高**，因此康复机器人的发展有赖于多个学科同步创新推进。进入康复机器人医疗器械市场需要在核心技术上有所集成积累，拥有综合的技术整合能力，技术门槛较高。

➤ **康复机器人**是近几年才发展起来的高端康复医疗产品，是机器人技术与医疗技术结合的产物，帮助残疾患者重新恢复运动功能。康复训练机器人可以替代康复治疗医师的机械重复操作，将治疗师从繁重的、重复的训练工作中解脱出来，使得专业人员可以更加专注于治疗方案的改进，同时也为远程康复医疗及集中化康复医疗提供可能。

□ **光疗技术**起源于上世纪五十年代，欧美国家主要采用激光方式，利用激光的精确度和高能量，用于皮肤医学美容；其他早期光疗技术包括卤素灯和滤光片等方式，主要用于疼痛治疗。但早期光源均为宽谱波长，发热明显，无法用于创面治疗。**光子治疗仪在医疗领域的发展始于 LED 产业的技术突破**。随着国内LED 技术的发展，大功率集成芯片 LED 技术逐渐成熟，为大面积创面治疗提供了技术条件。

➤ 光子治疗仪作为一种物理加速治疗手段，是临床创面治疗的新医疗技术，临床优势包括加速创面愈合的疗效确切、无创伤、治疗费用低、减轻患者负担，操作简单方便，与其他创面治疗方案兼容性好。**光子治疗仪治疗糖尿病效果显著，还广泛运用于皮肤科医美、妇产科各个领域**，未来发展潜力巨大。

康复机器人示意图（以伟思医疗产品为例）



- 悬吊减重  
支持早期步行，延长患肢支撑期
- 真实落地  
提供本体感觉反馈，促进神经功能恢复
- 软件管理  
提高治疗师工作效率，分析治疗进展
- 多部位调节  
骨盆宽度、大小腿长度轻松调节
- 支撑减重  
辅助骨盆转动，有效保护躯干
- 多种步态算法  
为不同需求患者提供针对性训练
- 实时评估  
监测训练状态，时把控问题所在

光子治疗仪示意图（以普门科技产品为例）



- 高能窄谱冷光源
- 红外温感探头
- 一体式伸缩遮光装置
- 智能联网
- 高分辨触摸显示屏
- 多项光源专利技术

## 3.6 以美国纳图斯医疗为例探索康复医疗器械公司发展路径

### 3.6.1 Natus历史及股价复盘

□ **Natus是全球领先的康复医疗设备制造商与康复医疗解决方案提供商。** Natus为神经、新生儿护理、听觉和平衡三个终端市场提供产品解决方案，已为全球患者提供标准化的康复护理服务超过85年。产品受到世界各地大学医疗中心、公立和私立医院、研究实验室和其他场所的专业医务人员的信赖，销往全球140余个国家。公司最初公司专注于神经诊断设备的开发和制造；2001年Natus收购了加拿大公司Xitek Inc.，这是一家专注于神经生理学和婴儿监护设备的制造商，公司业务拓展至新生儿护理领域；2007年，Natus收购了IntegraMed America, Inc.的婴儿监护业务部门，加强了其在新生儿领域的市场份额；2010年，Natus收购了Grass Technologies Product Group，增强了Natus公司在神经生理学设备领域的地位；2013年：Natus Medical收购了新生儿听力筛查设备制造商Bio-logic Systems Ltd.，进一步巩固了其在新生儿诊断领域的市场地位；2016年：Natus Medical收购了Otometrics A/S，这是一家位于丹麦的听力和平衡诊断设备制造商，进一步扩大了其在听力领域的市场份额。此后，公司业务板块基本形成，并不断丰富产品管线，持续开发新产品。



## 3.6 以美国纳图斯医疗为例探索康复医疗器械公司发展路径

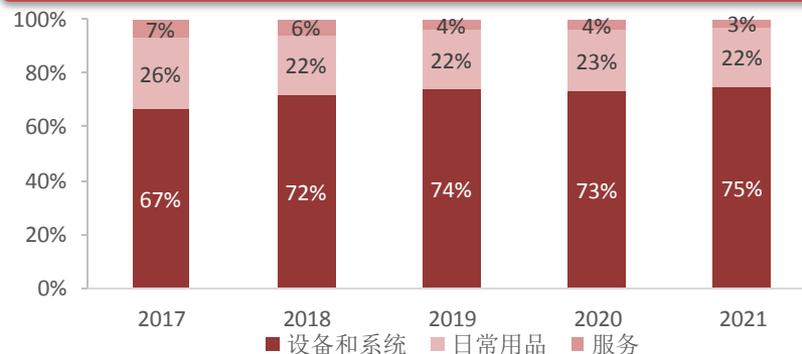
### 3.6.2 Natus产品管线丰富，全方位覆盖神经系统、新生儿护理及听觉三大领域

□ 公司业务覆盖神经系统、新生儿护理和听力平衡康复三大终端市场。公司产品管线丰富，覆盖三大终端市场，并针对应用场景提供覆盖诊断、治疗、监测、护理的全流程产品，包括设备系统和相关的一次性用品及配件。按业务类型划分，2017-2021年公司设备和系统业务占主导地位，且占比呈上升趋势，2021年收入占比达75%；按应用场景划分，2017-2021年公司神经系统业务占比逐年上升，2021年收入占比达60%。

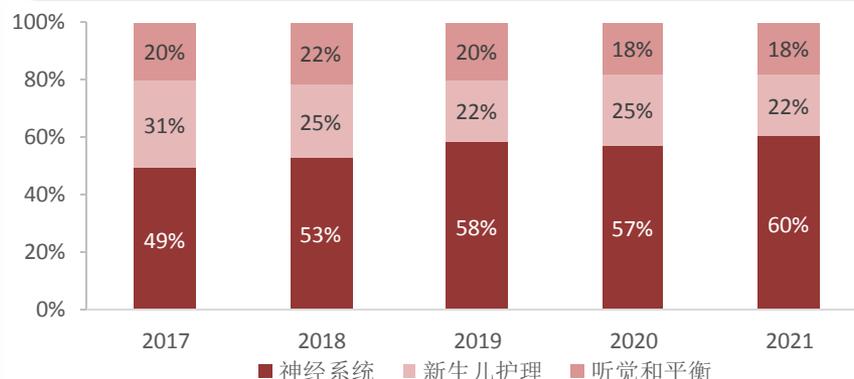
Natus主要产品

终端场景	产品管线	详情
神经系统	神经诊断	脑电图诊断和长期监测
		电诊断系统
		诊断性多相睡眠摄影监测
		术中监测
	神经护理	卡米诺颅内压（ICP）监护
		卡米诺导管
		脑脊液外引流系统
		颅介入工具包
	神经外科学	分流器
用于癫痫的外科监测和脑图绘制产品		
新生儿护理	新生儿听力检查	听力检查器以及听力筛查一次性用品
	黄疸症治疗	蓝光治疗仪
	新生儿脑损伤	奥林匹克大脑检测仪
	眼睛成像	眼底成像系统
	视频监护产品	新生儿病房监护系统
	新生儿护理基本产品	眼镜保护器、微小噪声减震器、气管治疗器、奥林匹克环切器等
听觉和平衡	听力评估解决方案	听力评估仪器及相关配件
	助听器解决方案	助听器及相关一次性产品和配件
	3d数字耳朵扫描解决方案	3d数字耳朵扫描仪及相关配件

2017-2021年Natus主营业务结构（按业务类型划分）



2017-2021年Natus主营业务结构（按应用场景划分）



www.swsc.com.cn

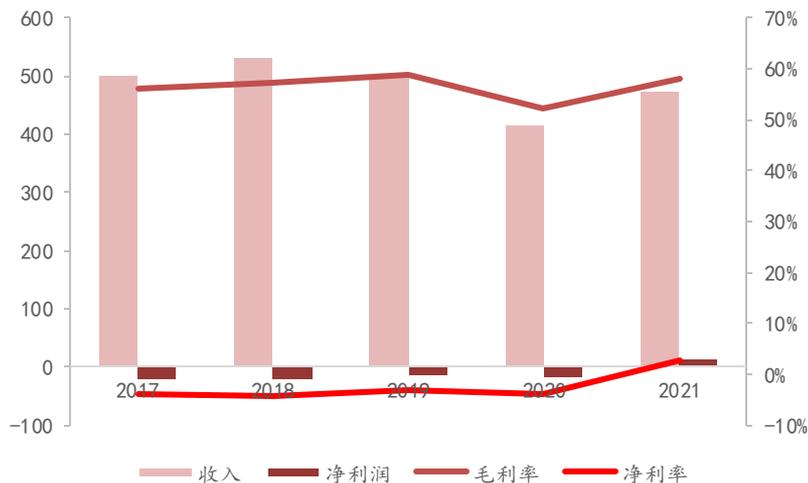
数据来源：纳图斯医疗官网，wind，西南证券整理

## 3.6 以美国纳图斯医疗为例探索康复医疗器械公司发展路径

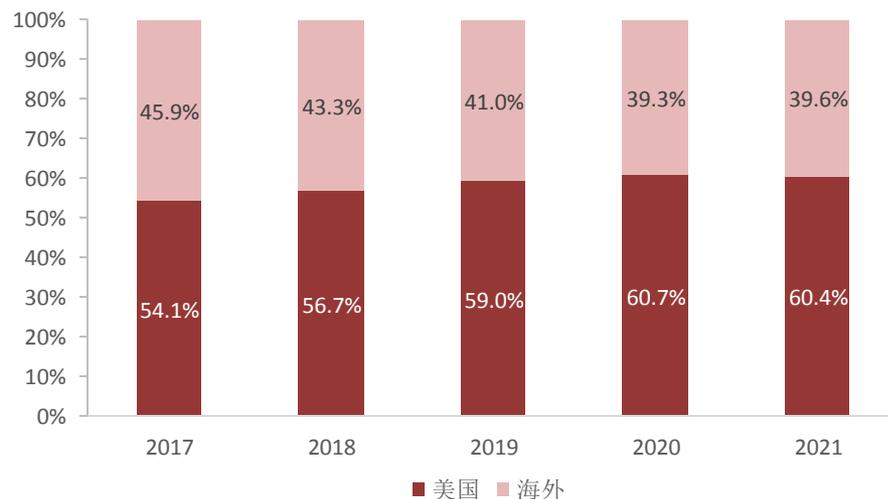
### 3.6.3 海外销售收入占比稳定

- **公司近年来受业务结构变化和疫情影响，业绩出现波动。**收入端上，2019年公司由于剥离Medix公司以及剥离神经系统服务业务，导致总业绩出现下滑；2020年，受新冠疫情影响，公司各类业务均受到不同程度的影响；2021年疫情稳定后，公司业绩出现复苏态势，收入回升。利润端上，公司2017-2019年均为负净利，主要受公司该段时期兼并收购与重组后带来的无形资产摊销与减值影响，账面净利较低；2020年为疫情影响；2021年疫情平稳后，公司净利回正。长期来看，在后疫情时代，随着公司产品管线的丰富，公司业绩持续向好。
- **公司美国国内销售占比逐年提升。**公司国内销售采取直销和分销相结合的方式，以直接销售为主；海外业务拓展上，公司通过直接销售渠道在澳大利亚、加拿大、中国、丹麦、法国、德国、意大利、荷兰、新西兰、北欧(芬兰、瑞典、挪威)、西班牙和英国销售，覆盖北美、欧洲、大洋洲、亚洲四大洲；通过经销商销售渠道向100多个其他国家销售产品，公司海外收入占比在4成左右，且占比稳定。

2017-2021年Natus收入及利润情况（百万美元）



2017-2021年Natus国内外销售收入占比



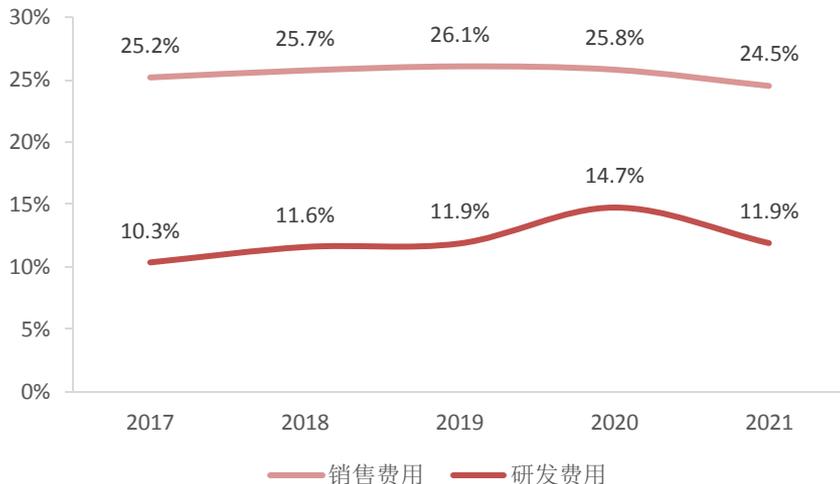
## 3.6 以美国纳图斯医疗为例探索康复医疗器械公司发展路径

### 3.6.4 技术、出海为发展关键

□ 通过复盘Natus公司的发展路径，我们认为有以下几个关键因素：

- **技术决定产品。**公司注重产品研发，产品管线丰富，为神经系统、新生儿护理和听力平衡康复三大终端市场提供产品解决方案，覆盖诊断、治疗、监测、护理全流程，丰富的产品管线帮助公司快速占领市场；公司2017-2020研发费用率持续上升，主要用于新产品的开发布局；2021年由于医疗器械法规合规测试等的支出减少，导致研发费用率降低，但新产品仍持续开发中。我们对比了从事医疗健康产品销售的飞利浦以及医疗设备公司麦斯莫医疗（产品为血氧仪、可穿戴设备等）的销售费用率及研发费用率，发现纳图斯医疗研发费用率位于前列。
- **出海决定格局。**公司注重海外市场布局，直销四大洲14个国家，通过经销商覆盖100余国家，海外布局有利于避免公司陷入国内红海市场的恶性竞争中，在海外寻求新的增长点，同时推动公司树立品牌形象，帮助公司愿景和使命的实现。

2017-2021年Natus研发费用率及销售费用率



2018-2022年纳图斯医疗与飞利浦、麦斯莫医疗费用率对比

		2018	2019	2020	2021	2022
销售费用率	纳图斯医疗	25.75%	26.07%	25.81%	24.50%	
	麦斯莫医疗	33.67%	33.59%	32.26%	31.88%	32.27%
	飞利浦	24.83%	24.03%	23.58%	24.82%	25.85%
研发费用率	纳图斯医疗	11.58%	11.86%	14.75%	11.89%	
	麦斯莫医疗	8.97%	9.92%	10.40%	11.06%	9.38%
	飞利浦	9.71%	9.67%	9.80%	10.53%	11.79%

## 3.7 研发为创新之本，关注企业研发投入及在研管线

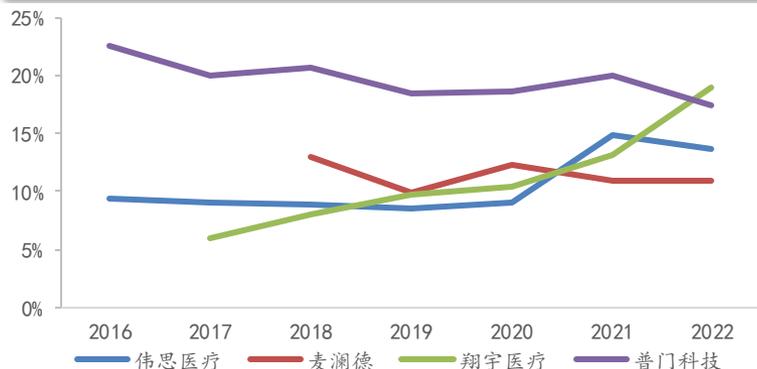
### 3.7.1 翔宇医疗研发投入持续加大

- 根据Natus经验，我们认为研发能力对康复医疗器械公司较为重要，研发投入以及研发人员数量为衡量指标。目前我国康复医疗器械公司产品同质化高，更新迭代速度快，有丰富的在研产品储备将使公司在行业中更具竞争力。
- 通过分析数据我们发现，翔宇医疗研发费用率持续提升，至2022年已超过普门科技达18.9%，伟思医疗及麦澜德2022年研发费用率分别为13.6%和11%，普门科技研发费用率较为稳定，2022年略有下降为17.4%，翔宇医疗和普门科技在研发投入方面力度较大；研发团队方面，伟思医疗、普门科技研发人员占比高，分别为27.1%和26.6%，待遇方面，普门科技和伟思医疗分别为29.9万元/年/人和27.7万元/年/人。
- 产品方面，麦澜德、伟思医疗产品均获得优先审批绿色通道。

2017年以来曾获中国器械优先审批名单

产品名称	企业名称	审批类别	理由分类	发布日期	审核机构
减重步行训练跟随系统	南京伟思医疗科技股份有限公司	优先审批	国家或省市项目	2022-09-16	江苏省药品监督管理局
磁刺激仪	南京伟思医疗科技股份有限公司	优先审批	江苏专精特新	2022-06-15	江苏省药品监督管理局
生物反馈仪	南京伟思医疗科技股份有限公司	优先审批	江苏专精特新	2022-05-13	江苏省药品监督管理局
高频评估治疗仪	南京麦澜德医疗科技股份有限公司	优先审批	江苏专精特新	2022-07-06	江苏省药品监督管理局

2016-2022年各公司研发费用率



2022年各公司研发团队对比

	研发人员 (人)	员工占比	平均薪酬 (万元)	博士	硕士	本科
伟思医疗	186	27.11%	27.67	—	37	121
麦澜德	127	24.02%	22.26	2	40	78
翔宇医疗	434	25.48%	12.49	—	38	288
普门科技	365	26.55%	29.92	3	125	216

# 3.7 研发为创新之本，关注企业研发投入及在研管线

## 3.7.2 各公司产品布局历史梳理

2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 未来



早期创业阶段	基础发展阶段	培育发展阶段	快速发展阶段	将运用智能化技术以及人因工程设计，实现康复医疗设备网各互联组合的一体化解决方案；以大数据云平台支撑的系统化康复解决方案为基础，以康复设备展销一体化为枢纽，向客户提供差异化、系统化、专业化的精准服务
主要产品为牵引以及熏蒸系列，产品结构较为单一	完成弹道式体外冲击波治疗仪等关键设备的研发、生产	完成了新产区的建设；产品线逐渐丰富，覆盖康复评定、训练、理疗等系列，形成规模化、系统化康复医疗器械研发、生产能力	产品种类趋于齐全，覆盖康复中心大部分康复医疗器械，开始为部分医院提供康复整体解决方案	



早期创业阶段，聚焦女性盆地疾病	培育发展阶段	创新发展阶段	持续投入在电刺激、磁刺激、医学超声诊断、射频、聚焦超声等方向的技术研发，围绕着女性常见病、多发病的筛查、诊断和治疗，不断完善产品布局
盆底表面肌电分析及生物反馈训练系统、生物刺激反馈仪、等盆底及产后康复产品	进一步丰富盆底及产后康复产品的功能，布局国际市场	拓展产品线，推出了女性生殖康复、营养及健康管理等领域的新产品，如超声波子宫复旧仪、电超声治疗仪、人体成分健康管理分析仪等	



布局精神康复市场	布局神经康复市场	布局盆底及产后康复市场	多产品管线持续研发	上市并布局康复机器人产线	以研发创新作为发展核心驱动力，持续投入在电刺激、磁刺激、电生理、康复机器人、射频以及激光等平台技术，推动新品研发和产品迭代，丰富产品管线，提高科室覆盖
多参数生物反馈仪上市	表面肌电分析系统和生物刺激反馈仪上市	盆地肌电生物反馈仪上市	布局固体生物反馈仪、经颅磁刺激仪、盆地功能刺激仪、新生儿脑电测量仪等硬件仪器；阴道电极、直肠电极、盆底肌肉康复器等耗材类产品；伟思云平台、认知功能障碍治疗软件等软件系统	布局随动定位机器人、外骨骼康复机器人等产品	



布局创面治疗与修复领域	布局疼痛治疗与康复领域	布局VTE防治能力建设	布局呼吸、围术、重症康复领域并多管线持续研发	继续强化在创面治疗、呼吸重症、围术期、疼痛康复等治疗与康复领域的研发
光子治疗仪上市	红外治疗仪、脉冲磁治疗仪等上市	空气波压力治疗仪等上市	高频振动排痰仪、中频干扰电治疗仪等产品上市，多管线布局	

www.swsc.com.cn

数据来源：翔宇医疗历年年报，麦澜德历年年报，伟思医疗历年年报，普门科技历年年报，西南证券整理

## 3.7 研发为创新之本，关注企业研发投入及在研管线

### 3.7.3 各公司在研产品管线（设备类）

公司	产品	阶段	领域
伟思医疗	磁刺激仪（精康）	1/2/4 通道型号已实现转产	将用于盆底康复/经颅/塑性磁产品拓展适应症满足更多需求，并应用于更多科室和领域
	Xwalk100 和 Xwalk200	上市后维护阶段	将应用于康复科、康复专科医院、骨科、神经内科等，协助截瘫患者、偏瘫患者、脑外伤患者恢复步行能力；协助术后或者其它运动功能障碍患者进行康复训练
	脑卒中康复机器人系统集成与应用	取得医疗器械产品注册证并完成批量生产	协助术后或者其它运动功能障碍患者进行康复训练
	Xlocom 床边主被动项目	取得医疗器械产品注册证并完成小批试产	
	二代脑功能产品	完成技术预研及概念样机	应用于新生儿科重症监护室、用于辅助筛查新生儿缺氧性脑病、出院随访
	皮秒激光治疗仪	完成临床样机的生产；伦理会	应用于皮肤科、激光科、整形美容科、妇科、产科、医疗美容机构及非医疗机构
	半导体激光	已完成动物试验	半导体激光、光纤应用于泌尿外科、妇科等
麦澜德	64 通道盆底超声智能诊断系统研发项目	获得注册证	应用于盆底超声领域专科检查
	二代电超声治疗仪	试产	应用于生殖康复领域
	磁刺激仪（分体式）	在研	应用于妇产科、康复科、用于压力性尿失禁、盆腔器官脱垂、脑瘫以及产后盆底功能恢复治疗
	超声波子宫复旧仪自动化项目	在研	应用于盆底及生殖健康领域
	128通道盆底超声智能诊断系统研发项目	在研	应用于盆底超声领域专科检查
翔宇医疗	产后康复低频刺激治疗系统	低频产后康复治疗仪获得注册证	产康
	聚焦式冲击波	获得注册证	疼痛领域、骨科
	运动辅助机器人	在研	关节功能障碍的辅助训练
	光子疼痛治疗系统	集成式双波长产品试产；电疗+光疗的综合治疗系统产品提交注册证	手术创面修复、疼痛、压疮等
	多功能超声治疗系统	在研	除颅内、眼部、胸腔、腹腔外伤和手术以外的，可直接接触的受污染、感染的伤口或创面的治疗
	智能盆底功能磁刺激治疗仪控制系统	脉冲磁场刺激仪XYPDC-III已转产；脉冲磁场刺激仪XY-PDC-III已转产。	适用于妇产科、男科、肛肠科、泌尿外科等科室，用于各种原因导致的盆底肌功能障碍的康复治疗
	运动康复训练系统	提交注册证	肢体障碍恢复
普门科技	光子治疗仪	在研	加速伤口愈合
	盆底肌治疗探头 VET-100 (A005)	获得注册证	治疗盆底功能障碍
	超声治疗仪	在研	性软组织损伤性疼痛的治疗

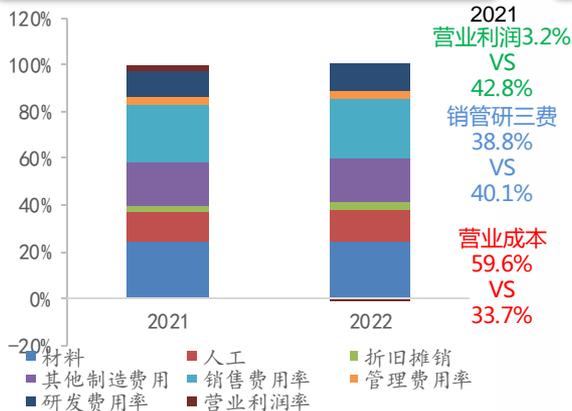
### 3.8 康复医疗器械海外收入有提升趋势，还需持续提升创新能力

国内产品具有性价比优势。由于2022年国内疫情反复，企业收入下降，规模效应减弱对毛利率以及费用率有影响，我们采用2021年数据进行对比。国内医疗器械企业和国外同行相比企业端普遍具备更好的盈利能力。以飞利浦和翔宇医疗相比，毛利率端，翔宇医疗近三年在66-68%左右，而飞利浦在40-45%左右，主要差别不在材料费用占比，而是人工（相差8-9pp）、制造费用（相差9-14pp）。费用端国外与国内接近，最终营业利润率上，飞利浦为5~10%，翔宇为25%-40%，相差巨大。

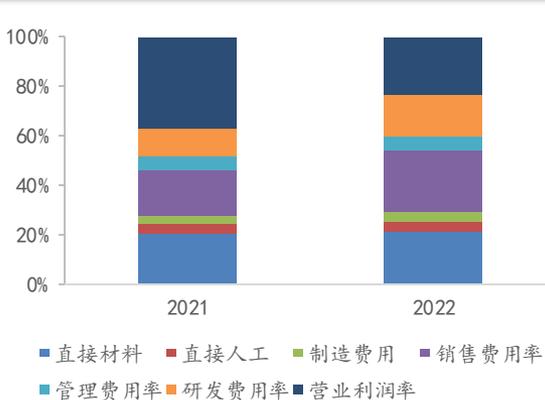
康复医疗器械海外收入占比有提升趋势。参考之前发布的医疗器械出海专题中相关结论，我国医疗器械中，最容易实现出海的是低值耗材以及设备，而康复医疗器械大部分产品为设备，部分产品为耗材。2022年由于国内销售受疫情影响大，各公司海外销售收入占比提升，医疗器械整体出海收入占比由2021年的29%提升至32%，而康复医疗器械公司如麦澜德、翔宇医疗海外收入占比进一步提升，目前我国康复医疗器械仍存在同质化高，创新能力需进一步提升，但我国康复医疗器械企业相交国外企业仍有成本优势，当康复医疗器械行业具备创新能力时，出海收入将进一步提升。

目前国内康复医疗器械上市公司中，翔宇医疗、麦澜德2022年出海业务收入占比均在2%以上。

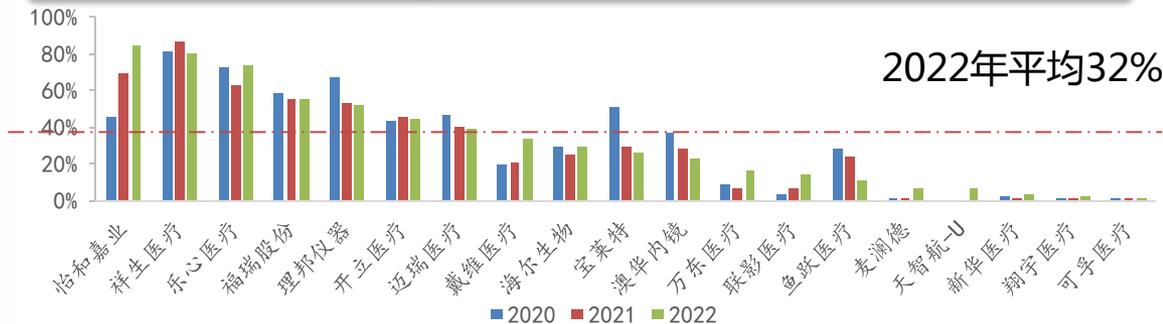
飞利浦的收入、成本、费用、盈利拆分



翔宇医疗的收入、成本、费用、盈利拆分



主要医疗设备企业出海收入占比情况



中国大陆以外地区收入占比

	2018	2019	2020	2021	2022
伟思医疗	0.77%	0.58%	0.46%	0.30%	0.61%
麦澜德	0.90%	0.71%	0.64%	0.86%	6.51%
翔宇医疗	1.53%	2.00%	1.65%	2.86%	2.31%

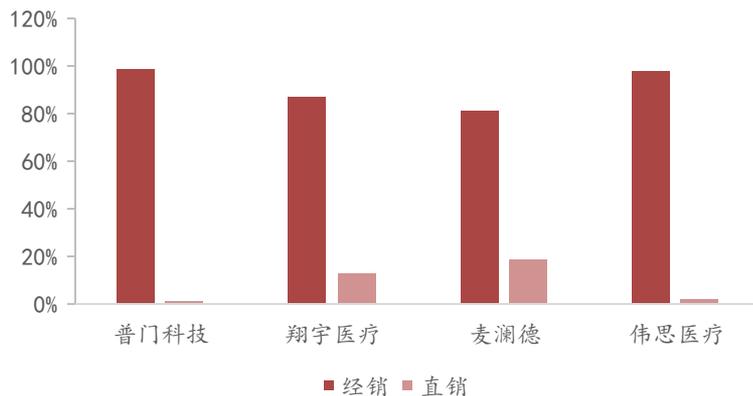
www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 飞利浦2022年年报, 翔宇医疗2022年年报, 西南证券整理

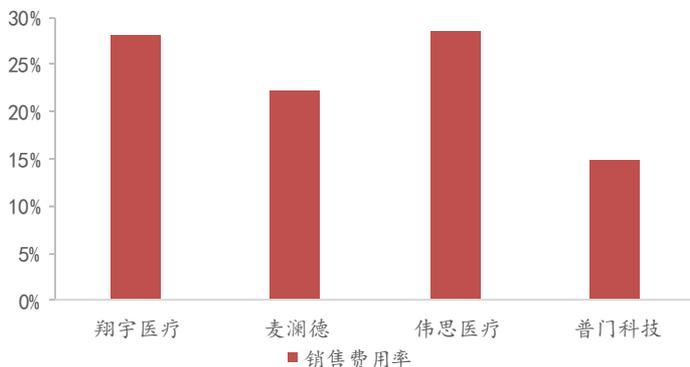
### 3.9 国内医疗器械厂商以经销方式销售为主，翔宇医疗及麦澜德渠道分布广

- 经销为主、直销为辅。**目前我国康复医疗器械产品大多是通过经销的方式进行销售，普门科技产品销售覆盖全国18000多家医疗机构，分销渠道成熟，2022年普门科技经销收入同比增长26.7%，经销收入占比达98.5%，翔宇医疗、麦澜德、伟思医疗分销收入占比分别为87.7%、87%和98.5%。
- 2022年康复医疗服务企业销售费用均有所提升。**翔宇医疗和伟思医疗的销售费用处于高点，2022年，其销售费用增幅分别为28.8%和17.2%，系市场推广受疫情影响未能达标且各地管控政策导致销售人员出差滞留所致，且翔宇医疗销售人员数同比增长19.1%，大量招聘销售人员也是导致了销售费用高居不下。普门科技加速拓宽国际销售渠道导致销售费用有所提升，销售费用增幅为23.8%。
- 通过对比数据我们发现康复医疗机构主要销售还是通过经销商模式，配送到医院，合作经销商数量方面，目前翔宇医疗和麦澜德均有超1000家经销商进行合作，销售渠道布局良好，而普门科技由于其传统业务为IVD的原因，和医院直接对接较多，也拥有除诚益通外，最低的销售费用率，而诚益通主营业务仍以机械设备为主，在医疗领域积累较少，暂无合作医疗经销商及医院信息。**

2022年主要康复医疗企业收入结构 (按销售方式分类)



2022年主要康复医疗企业销售费用率



康复医疗器械企业渠道情况

企业	合作医院数量	合作经销商数量
翔宇医疗	-	500+
麦澜德	10000+	1000+
伟思医疗	3000	-
普门科技	18000+	314

# 目 录

---

1 康复医疗行业：供需缺口带动行业发展

2 康复医疗服务：民营医疗机构占据市场主导

3 康复医疗器械：研发+市场双轮驱动市场发展

**4 相关标的**

5 风险提示

## 4.1 伟思医疗：22年业绩短期承压，23Q1复苏明显

- 事件：公司发布2022年年报，实现收入3.2亿元（-25.2%），实现归母净利润0.9亿元（-47.2%），实现扣非归母0.8亿元（-49%）。经营活动现金流净额0.9亿元（-45.2%）。同日，公司公布2023年一季度报告，实现收入9554万元（+76.9%），实现归母净利润3008万元（+76.9%），实现扣非归母2647万元（+190.8%）。经营活动现金流净额1115万元。22年业绩因公共卫生安全事件不断反复短期承压，主要系需求延后，市场销售推广活动有不同程度的延迟或取消，以及团队调整所致。23年Q1业绩复苏明显。
- 22年业绩短暂承压，23年Q1需求复苏明显。公司2022年受公共卫生安全事件影响较大，但总体克服影响。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.54/0.8/0.8/1.1亿元（-32.5%/-28.1%/-26.3%/-17.1%），前三季度收入同比下降较为明显，第四季度有所回暖。单季度归母净利润分别为0.17/0.21/0.24/0.32亿元（-45.6%/-43.9%/-37.7%/-54.9%）。从盈利能力看，22年全年毛利率72.5%（-2.3pp），四费率48.1%（+10pp），主要系销售费用大幅增加，员工薪酬增加以及股权激励费用摊销所致。此外，股份支付费用的影响也扩大了研发费用的降幅。财务费用主要系利息收入增加所致。23Q1单季度收入为9554万元（+76.6%），复苏明显趋势向好。磁刺激板块未来预计将快速增长，基石业务（精神，康复，盆底）未来预计将维持高景气度。此外，公司推行股权激励，发布了《2023年限制性股票激励计划（草案）》，调动员工积极性，彰显公司对业绩未来增长的信心。
- 磁刺激类产品23年有望提速，新品有望贡献新增长动能。分业务看，22年磁刺激产品收入1.4亿元（-19.5%），其中盆底磁刺激仪经多年“磁电联合”培育市场认可度大幅提升，全年因疫情影响销售，预计23年有望提速；电刺激产品收入5893万元（-54%），耗材和配件收入5829万元（-2.3%）；电生理类收入4958万元（-16.5%）；激光射频类收入648万元，皮秒激光、射频等项目亦在有序推进过程中，已陆续完成设计开发和型式检测，进入产品注册阶段。此外，公司加大创新，在研重磅产品逐步进入收获期，其中X-walk100 康复减重步行训练车、X-walk200/300 下肢步行外骨骼辅助训练装置已于2022年启动上市销售，X-walk400 已经进入注册阶段。X-locom100 上下肢主被动康复训练系统已于2022年上半年顺利取得医疗器械产品注册证并进入批量生产阶段；X-locom200床边主被动康复训练系统已于2022年下半年顺利取得医疗器械产品注册证并完成小批试产；X-Locon300 上肢运动康复训练系统已经进入注册阶段尾期，正在筹备上市。除康复机器人外，公司医美业务三块能量源矩阵产品丰富，覆盖妇产科、皮肤科、医疗美容、生活美容等多应用场景。竞争格局良好，未来将主打进口替代逻辑。
- 新型康复器械龙头，疫情后有望复苏。公司为电刺激、磁刺激、电生理等康复器械创新龙头，拥有技术、产品、渠道、品牌、服务五位一体的综合优势，有望持续受益于康复行业政策红利。随着疫情逐渐得到控制，公司将迎来电刺激的企稳、磁刺激的高增长以及新品的放量。
- 盈利预测与投资建议。预计2023-2025年归母净利润1.7、2.3、2.8亿元，EPS为2.54、3.37、4.02元，对应PE为30、23、19倍。给予2023年38倍估值，对应目标价96.52元，维持“买入”评级。
- 风险提示：研发失败风险、新品放量不及预期风险、政策风险。

## 4.2 普门科技：IVD与治疗康复业务比翼齐飞，医美业务持续高增

- 事件：公司发布2022年年报，实现收入9.8亿元（+26.3%），实现归母净利润2.5亿元（+32.1%），实现扣非归母2.3亿元（+43%）。经营活动现金流净额2.7亿元（+49.2%）。同日，公司公布2023年一季度报告，实现收入2.8亿元（+32.3%），实现归母净利润8811万元（+31.2%），实现扣非归母8290万元（+29.3%）。经营活动现金流净额2318万元（+21.4%）。
- 22年业绩短暂营收增速放缓，费用控制有效且盈利能力有所提升。分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为2.1/2.4/2.3/3.1亿元（+27.7%/+23.6%/+20.5%/+32.3%），单季度归母净利润分别为0.7/0.3/0.5/1亿元（+24.4%/+13.8%/+34.5%/44.5%），单季度扣非归母净利润分别为0.64/0.29/0.5/0.9亿元（+30.3%/+47.9%/+59%/+43%），三四季度业绩提速。从盈利能力看，2022年全年毛利率58.5%（-3.1pp），四费率33.4%（-5.3pp），其中研发费用率17.4%（-2.7pp），财务费用率-3.6%（-2.4pp）。最终归母净利率25.6%（+1.1pp），盈利能力有所提升。
- IVD与治疗康复产品比翼齐飞，其中医美业务持续高增。22年IVD业务营收7.5亿元（占比76.7%），治疗与康复类产品2.3亿元（占比26.1%）。两大块业务22年均维持在约26%的高增速。IVD系列产品在国内和国际市场中的竞争力进一步提升，临床应用持续上量，特别是发光和糖化两大系列产品拉动了相关业绩增长。在电化学发光领域，公司未来会持续加大投入，加快电化学发光免疫分析仪器和试剂的系列化开发、注册和上市，增强公司在该领域的核心竞争力；治疗与康复产品线中的核心临床医疗产品如空气波、排痰机、高流量氧治疗仪等继续保持较好业绩增长，同时皮肤医美系列产品逐步推广上量，获得行业好评和新业务板块的业绩增长；两大产品线组织架构聚焦整合，国内外营销团队能力持续提升，人员效率逐级提高，推动了业绩增长。此外，皮肤医美产品线23年将独立出治疗康复事业部并成立为消费者健康业务部门。消费者健康业务是公司未来孵化的全新业务，服务于家庭医疗、生活美容、慢病康复等需求，公司基于现有在治疗与康复产品领域的技术积累，开发适用于消费者健康需求的专业化、特色化医疗产品，同时搭建并自主运营电商服务平台。
- 高研发投入带来丰富产品线。在体外诊断领域，大型、高速电化学发光设备eCL9000、高端糖化血红蛋白分析仪H100Plus及配套试剂相继上市；在治疗与康复领域，对老产品进行升级，进一步完善能量医美，8月底，全新升级和注册的LC-580体外冲击波治疗仪重磅加入皮肤医美产品方案行列，后续有望带来增量。
- 盈利预测与投资建议。预计2023-2025年归母净利润分别为3.3、4.5、6.2亿元，对应PE为34、25、18倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：销售推广不及预期、研发不及预期等风险。

# 目 录

---

- 1 康复医疗行业：供需缺口带动行业发展
- 2 康复医疗服务：民营医疗机构占据市场主导
- 3 康复医疗器械：研发+市场双轮驱动市场发展
- 4 相关标的
- 5 风险提示**

## 5 风险提示

---

- ✓ 政策风险；
- ✓ 医疗事故风险；
- ✓ 市场竞争格局恶化风险；
- ✓ 研发进展不及预期风险；
- ✓ 扩张不及预期风险等。

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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综合指数或标普500指数为基准。

公司  
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业  
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	卞黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	xy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				