

新型康复器械前景广阔，国产龙头快速成长

投资要点

- **公司是国内新型康复器械的龙头。**康复医疗需求旺盛，2019年我国康复医疗器械市场达343亿元，2014-2019CAGR为24.4%。公司所处的电刺激、磁刺激、电生理、康复机器人四个新型康复器械领域技术发展迅速，尤其磁刺激康复医疗器械和康复机器人市场刚刚起步，是康复器械中高壁垒、高技术的前沿的领域。根据Frost&Sullivan数据，公司所处的四个领域2019年市场规模约23.4亿元，占康复器械市场6.8%的份额，2014-2019年复合增速26.6%，且近三年来都保持30%以上的高增长。受益于行业迅速扩容和公司的竞争优势，公司2017-2019年收入从1.44亿元增长到3.19亿元，复合增速48.6%，归母净利润从0.4亿元增长到1亿元，复合增速57.2%。
- **电刺激类迭代升级再出发。**公司的电刺激类产品主要用于盆底及产后康复和神经康复，前者主要针对产后女性和中老年妇女常见的盆底功能障碍，“每年1500万产妇+中老年妇女盆底功能障碍的高患病率(60%)+康复治疗渗透率的提升”带来该领域高速增长，2019年达5.4亿元，增长38.5%；后者主要针对脑卒中，2019年国内约有1760万患者，电刺激对其预后肢体功能重建具有重要作用。2019年电刺激康复器械市场总体规模为8.8亿元，公司市场份额16.5%，龙头地位突出。随着Myonyx和瑞翼系列逐渐取代SA9800和Myotrac系列，公司将理顺产品线进入新的发展阶段。电刺激产品的增长也支撑公司耗材产品的高增长，2016-2019年耗材从1300万元增长到5400万元，复合增速59.5%。
- **公司磁刺激仪迅速放量。**磁刺激技术具有无创、非侵入式、副作用小、不易成瘾等特点，在抑郁症、脑卒中、帕金森、盆底功能障碍方面相比电刺激具有优势，也是药物治疗的重要补充，随着康复病床的建设，行业持续扩容，2019年全国磁刺激康复器械市场规模为4.3亿元，同比增长95.5%。2016年以来，公司经颅磁刺激仪和盆底功能磁刺激仪迅速放量，2019年该类产品收入6900万元，同比增长67.3%，公司市场份额为16%。
- **盈利预测。**新型康复器械领域是技术壁垒较高、潜在空间巨大、成长性突出、盈利能力较好的细分领域，公司是该领域龙头，下一代磁刺激仪和康复机器人有望打开公司更大的成长空间。考虑增发1709万股以及疫情的影响，预计2020-2022年EPS分别为2.54、3.71、5.46元，业绩成长性突出。
- **风险提示：**原材料供应商集中、产品调整不及预期、外协风险、研发失败风险。

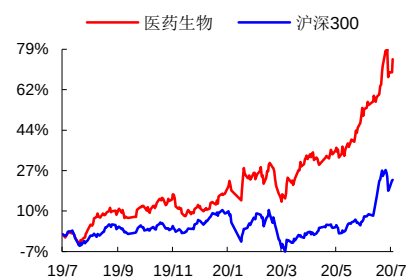
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	318.87	398.46	567.21	823.47
增长率	53.47%	24.96%	42.35%	45.18%
归属母公司净利润（百万元）	99.72	129.99	189.92	280.00
增长率	57.37%	30.35%	46.11%	47.43%
每股收益EPS（元）	1.95	2.54	3.71	5.46
净资产收益率ROE	38.80%	13.97%	17.36%	20.97%

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

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

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	5126
本次发行(万股)	1708.67
发行后总股本(万股)	6834.67
2019年每股收益(摊薄后)(元)	1.50
2019年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.38

主要指标（2019）年

每股净资产	4.86
毛利率	73.7%
流动比	1.99
速动比率	1.77
应收账款周转率	472.46
资产负债率	36.95
净资产收益率	45.67

相关研究

目 录

1 新型康复医疗器械领导者，创新驱动产品迭代.....	1
2 康复需求旺盛，公司布局新型康复医疗技术	5
2.1 电刺激类康复器械稳步增长，公司产品迭代升级再出发.....	6
2.2 磁刺激技术渗透率空间大，公司磁刺激仪快速放量.....	8
2.3 电生理类康复器械需求平稳，公司市占率有望提升.....	10
3 公司具备较强竞争优势，募集资金投入巩固壁垒.....	11
4 盈利预测与估值.....	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 相对估值.....	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 本次科创板上市前伟思医疗股权结构	2
图 3: 2019 年公司主营业务结构情况 (百万元)	2
图 4: 2016~2019 年公司收入结构变化	2
图 5: 2013-2019 年公司营业收入及增速	4
图 6: 2013-2019 年公司归母净利润及增速	4
图 7: 2013-2019 年四费率变化	4
图 8: 2013-2019 年毛利率和净利润变化	4
图 9: 中国康复医疗器械市场规模及增速	5
图 10: 公司所处 4 个康复器械细分市场规模及增速	5
图 11: 2017 年中国康复医疗器械需求结构	6
图 12: 公司产品销售终端市场	6
图 13: 盆底及产后整体解决方案	7
图 14: 中国盆底及产后康复电刺激器械市场及增速	7
图 15: 中国电刺激康复医疗器械市场规模及增速	7
图 16: 公司电刺激产品收入及增速	7
图 17: 公司电刺激康复医疗器械产品市占率变化	8
图 18: 公司电刺激产品结构变迁	8
图 19: 经颅磁刺激技术的工作原理图	8
图 20: 中国抑郁症、脑卒中、帕金森患者数量 (万人)	8
图 21: 公司 Magneuro 系列盆底功能磁刺激仪的使用场景	9
图 22: 中国磁刺激康复医疗器械市场及增速	9
图 23: 公司磁刺激仪收入及增速	9
图 24: 公司磁刺激仪市占率	10
图 25: 公司磁刺激仪收入构成	10
图 26: 公司团体生物反馈仪用于重建社交技能	10
图 27: 中国电生理康复医疗器械市场规模及增速	11
图 28: 公司电生理类产品收入及增速	11
图 29: 公司电生理康复器械市占率	11
图 30: 公司电生理类产品收入构成	11

表 目 录

表 1：公司主要产品及用途	2
表 2：康复器械分类	5
表 3：电刺激技术的主要运用	6
表 4：公司的五大优势领域	11
表 5：本次上市募集资金的使用规划	12
表 6：分业务收入及毛利率	13
表 7：可比公司估值情况	13
附表：财务预测与估值	15

1 新型康复医疗器械领导者，创新驱动产品迭代

伟思医疗成立于 2001 年，是中国康复医疗器械行业的领军者。公司在盆底及产后康复、神经康复、精神康复等细分领域为医院等医疗及专业机构提供安全、有效的康复产品及整体解决方案。目前主要产品涵盖电刺激、磁刺激、电生理等技术方向。

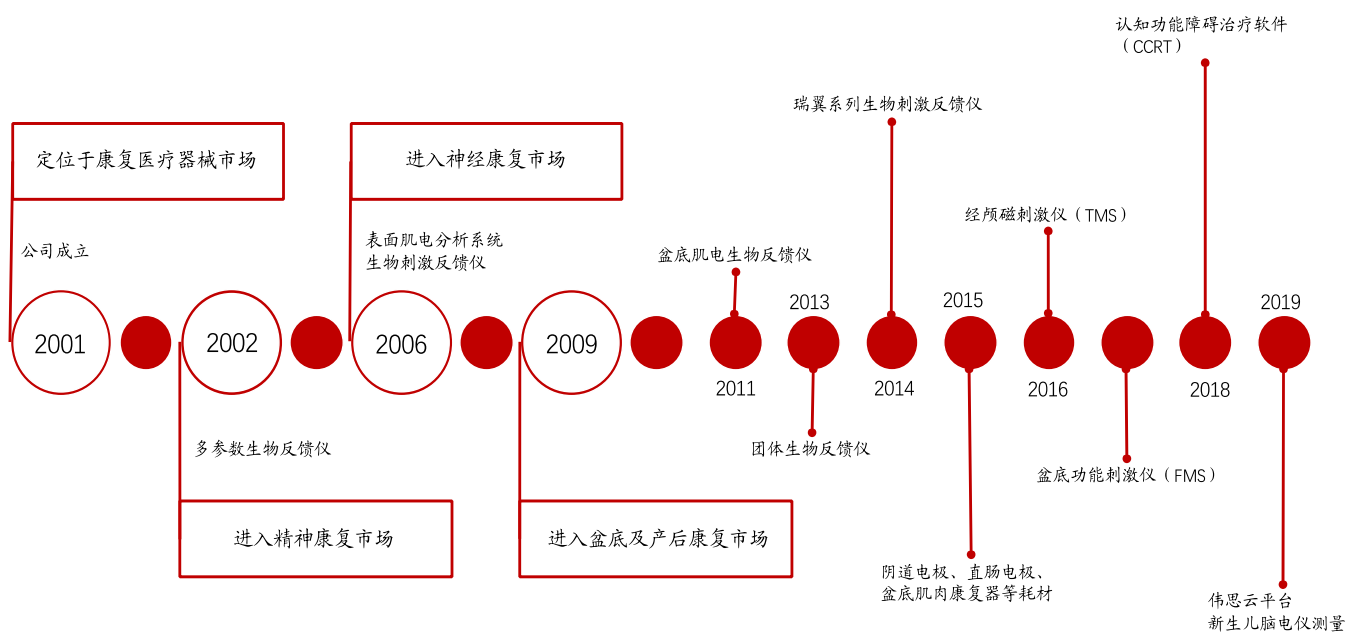
公司发展经历三个阶段：

1) 2001-2009 市场进入阶段：创立时就定位康复医疗器械市场，2002 年通过多参数生物反馈仪进入精神康复领域，2006 年通过表面肌电分析系统和生物刺激反馈仪进入神经康复市场，2009 年进入盆底及产后康复领域，完成了三大目标市场的布局。

2) 2009-2020 市场开拓和自主开发突破阶段：该阶段进行自主研发体系的建设，全面开展电刺激、电生理、磁刺激三大技术方向的产品平台建设和产品开发，研发高端产品，2011 年推出盆底肌电生物反馈仪，2014 年研发出瑞翼系列生物刺激反馈仪，2016 年自主研发实现磁刺激技术的突破，2019 年推出伟思云为用户提供信息系统支持、实施整体解决方案。

3) 2020 起，创新驱动产品升级迭代：逐渐以新产品 MyOnyx 系列和瑞翼系列取代 SA9800 和 MyoTrac，实现产品迭代升级，同时公司将提升研发深度，持续投入下一代磁刺激仪、康复机器人等高难度项目的开发，随着上市及融资资金的使用，公司将进入新的发展阶段。

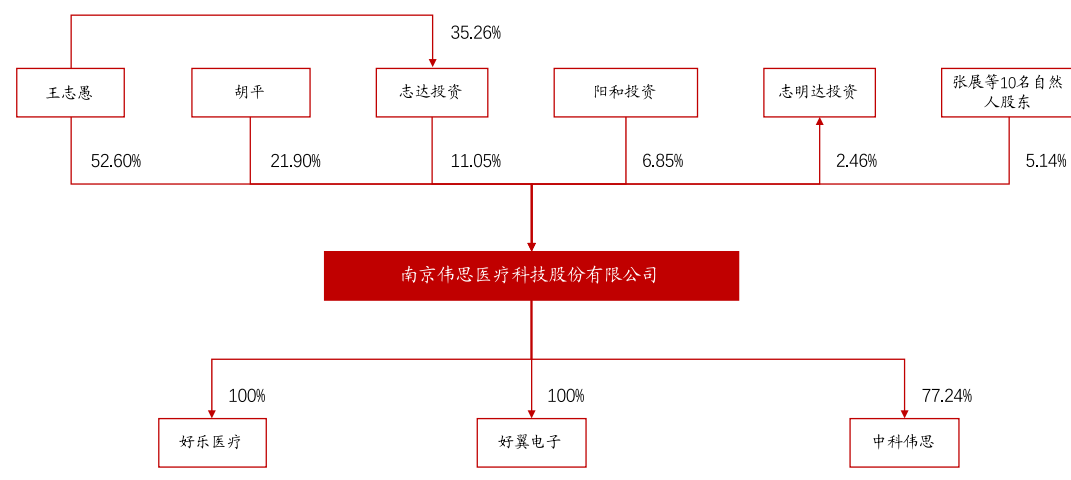
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权较为集中，本次科创板上市前，王志愚持股 52.6%，为最大单一股东，王志愚和志达投资为一致性行动人，合计持股 63.7%，王志愚为实控人。子公司好乐医疗、好翼电子主要业务为公司产品的销售，而中科伟思则负责康复机器人的研发。

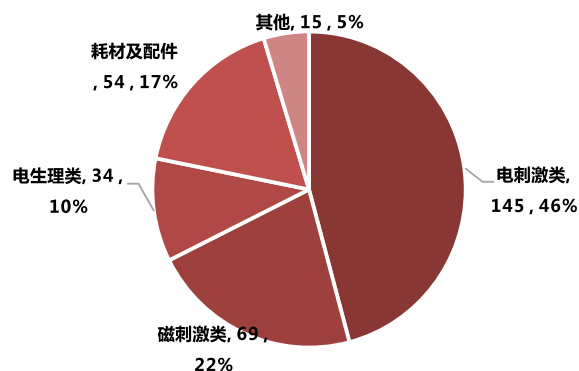
图 2：本次科创板上市前伟思医疗股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

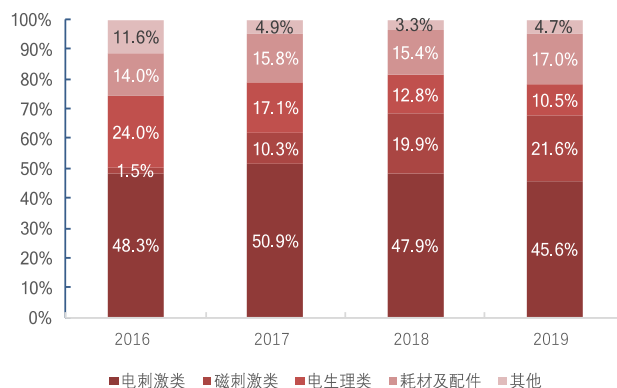
公司主营业务和主要产品：公司业务包括电刺激类、磁刺激类、电生理类、耗材和配件等，2019 年收入分别是 1.45、0.69、0.34、0.54 亿元。其中电刺激类产品主要用于盆底及产后康复和神经康复（如脑卒中康复），是公司目前收入占比最大的类别；而磁刺激产品主要包括经颅磁刺激仪和盆底功能磁刺激仪，运用于精神康复、神经康复和盆底及产后康复等场景，是公司增速最快的品类，占比从 2016 年的 1.5% 提升到 2019 年的 21.6%。

图 3：2019 年公司主营业务结构情况（百万元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 4：2016~2019 年公司收入结构变化



数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 1：公司主要产品及用途

管线大类	技术类别	主要具体产品	用途	2019 年收入	图示
现有产品	电刺激类	SA9800 生物刺激反馈仪	应用于妇产科、盆底康复中心、康复科、理疗科、神经科、儿保科、产后康复中心、月子会所等科室及专业机构，用于尿失禁、排便障碍、盆腔脏器脱垂、腹直肌分离、腰背痛、子宫复旧、运动功能障碍、脊髓损伤、废用性肌萎缩等疾病或症状的治疗及训练	1.45 亿元	
		MyoTrac 生物刺激反馈仪			
		瑞翼生物刺激反馈仪			
		盆底肌电生物反馈仪			
		盆底肌肉恢复仪			
		产后恢复仪			

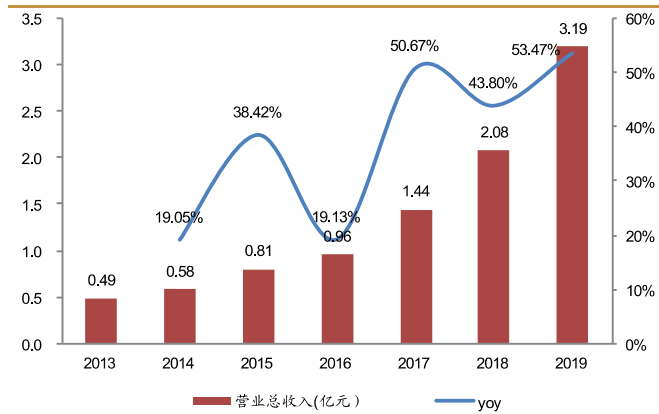
管线 大类	技术类别	主要具体产品	用途	2019 年 收入	图示	
		盆底恢复仪				
		MyOnxy 生物刺激反馈				
	磁刺激类	经颅磁刺激仪	应用于精神科、心理科、睡眠中心、康复科、神经内科、 妇产科、泌尿科、肛肠科等科室，用于神经电生理检查，心境低落、焦虑、失眠等症状的辅助治疗，以及尿失禁、 便秘及脑卒中后遗症等疾病 或症状的治疗	0.69 亿元		
		盆底功能磁刺激仪				
	电生理类	多参数生物反馈仪	应用于精神科、心理科、儿 保科等科室，用于焦虑症、 儿童多动症等精神疾病或症 状的生物反馈治疗	0.34 亿元		
		团体生物反馈仪				
		表面肌电分析系统	应用于神经科、康复科等科室，用于神经、肌肉功能的评估			
		新生儿脑电测量仪	应用于新生儿科，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			
	耗材及配件	阴道电极	应用于妇产科、妇幼保健院、 盆底康复中心、产后康复中心、肛肠科、月子会所等科室及专 业机构	0.54 亿元		
		直肠电极				
		盆底训练探头	应用于妇产科、妇幼保健院等，帮助分娩后或阴道肌力下降的女性锻炼阴道肌肉			
		盆底肌肉康复器				
	其他产品	认知功能障碍治疗软件	应用于精神科、心理科、老年科、康复科、神经内科等，用于轻度认知功能障碍的辅助治疗	0.15 亿元		
		微电流刺激仪	应用于精神科、睡眠科、心理科、儿保科、家庭个人等，用于改善失眠、焦虑等症状			
		伟思云	用于帮助实现产品整体解决方案，提供设备互联、信息共享、规范化临床诊疗路径、预约排班等功能			
在研 产品	下一代 磁刺激仪	进展：产品需求定义				
	康复机器人	进展：设计开发				

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司业绩情况：近三年增速明显加快，疫情负面影响 Q2 逐渐消除。2013-2019 年公司营业收入从 0.49 亿元增加到 3.19 亿元，复合增速 36.7%，近三年由于新品磁刺激仪放量，增速明显加快。公司归母净利润从 2013-2019 的复合增速也有 38.7%，近三年更是保持 50% 以上的增速，一方面是由于收入高增长，另一方面是由于销售费用率降低，盈利能力改善。根据招股说明书预计，2020H1 收入 1.55-1.7 亿元之间，同比增长 10.6%-21.3%，归母净利润 0.48~0.52 亿元，同比增长 12.1%-21.4%；考虑到一季度公司收入 0.57 亿元（-3.55%），

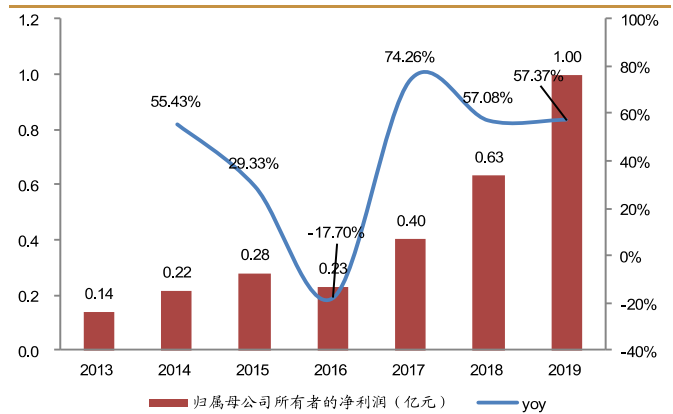
归母净利润 0.17 亿元(-2.45%),Q2 单季度公司收入 0.98-1.13 亿元,同比增长 21%~39.5%,单季度归母净利润 0.31-0.35 元,同比增长 24%~40%,疫情的影响逐渐消除,Q2 同比高增长。

图 5: 2013-2019 年公司营业收入及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

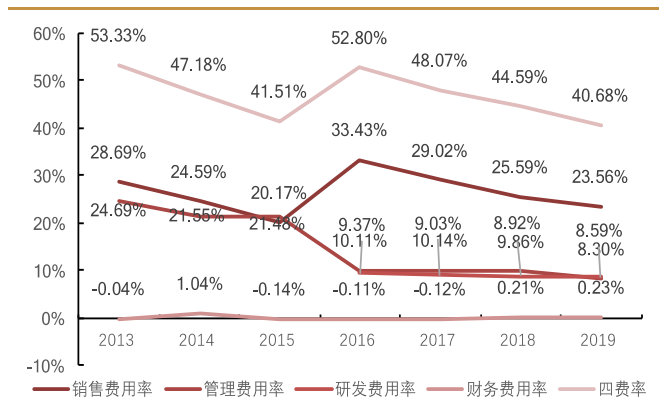
图 6: 2013-2019 年公司归母净利润及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

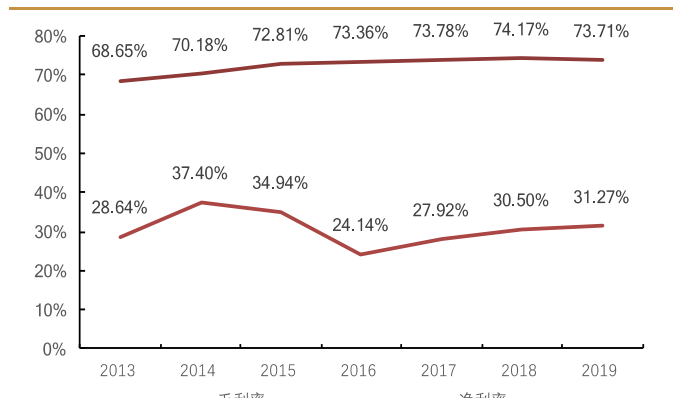
公司盈利能力: 近年来公司毛利率比较稳定, 2017-2019 年销售毛利率分别是 73.8%、74.2%、73.7%。净利率稳健提升, 2017-2019 归母净利率分别是 27.9%、30.5%、31.3%, 主要因为四费率逐渐降低, 从 2017 年的 48.1% 下降到 40.7%, 其中销售费用率从 29% 下降到 23.6%, 下降了 5.5pp。公司近三年研发费用率分别为 9%、8.9%、8.6%, 保持稳定较高的研发投入, 由于公司正布局下一代磁刺激仪和康复机器人的开发, 我们预计未来几年仍将持续投入较多的研发费用。

图 7: 2013-2019 年四费率变化



数据来源: wind, 西南证券整理

图 8: 2013-2019 年毛利率和净利润变化



数据来源: wind, 西南证券整理

2 康复需求旺盛，公司布局新型康复医疗技术

康复医学是一门以消除和减轻人的功能障碍，弥补和重建人的功能缺失，设法改善和提高人的各方面功能的医学学科，与预防医学、临床医学和保健医学被 WHO 成为“四大医学”，在现代医学体系中发挥着越来越重要的作用。

随着老龄化的进一步加剧、慢性病患者数量的逐年增加、二胎放开后产妇数量的增加、政策对康复医疗的支持、医保覆盖扩大、民众康复意识的提高等因素的推动，我国康复医疗服务和康复医疗器械的需求持续增长。但从供给端看，我国也面临康复床位缺口巨大、综合医院康复科建设不足、社区康复科建设不足、康复行业医务人员短缺等问题。需求旺盛叠加供给逐渐弥补，我国康复器械将保持高速增长。

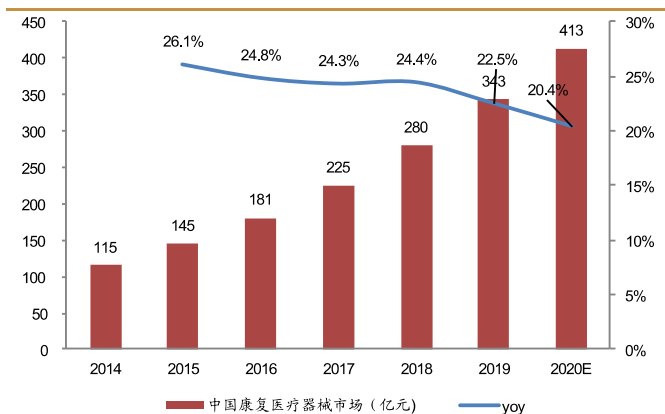
表 2：康复器械分类

分类		产品
康复医疗器械	康复评定器械	平衡功能检查训练系统、语言测量系统、步态分析系统、神经功能评价系统、肌力测评系统等
	康复训练器械	作业治疗系列、物理治疗系列、语言治疗系列、机器人辅助疗法系列
	康复理疗设备	电疗设备、磁疗设备、超声器械、光学器械、水疗设备等
康复教育设备		多感官综合训练室、儿童整合运动训练室、情绪与行为障碍干预系统
辅助器具		轮椅、假肢、助听器、无障碍设施等

数据来源：易三板研究院，西南证券整理

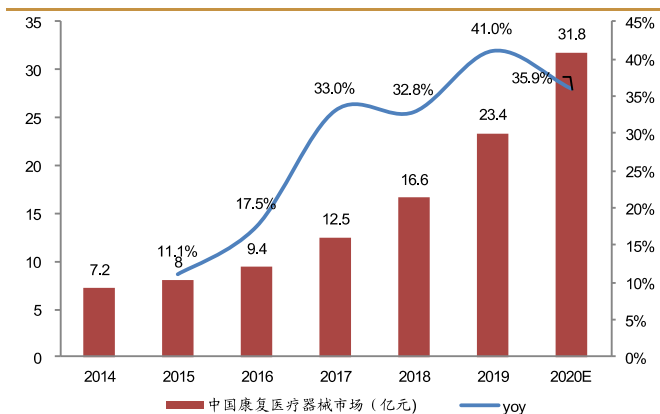
根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国康复医疗器械市场约 343 亿元，2014-2019 年复合增速 24.4%。公司医疗器械产品主要聚焦电刺激、磁刺激、电生理、康复机器人四个技术发展迅速的领域，尤其磁刺激康复医疗器械和康复机器人市场刚刚起步，代表康复器械的高壁垒、高技术的前沿领域。根据 Frost&Sullivan 数据，公司所处的四个领域 2019 年市场规模约 23.4 亿元，占康复器械市场 6.8% 的份额，2014-2019 年复合增速 26.5%，且近三年来都保持 30% 以上的高增长，预计 2023 年此四个细分领域规模将达到 66.9 亿元，占整个康复医疗器械市场 10% 的比重。

图 9：中国康复医疗器械市场规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

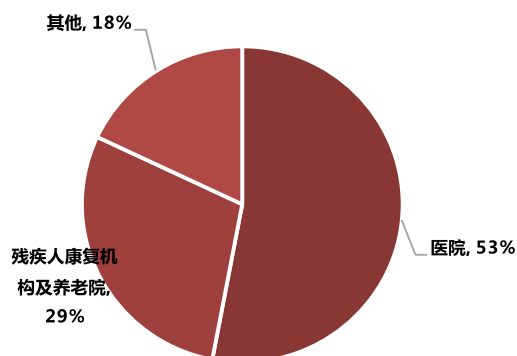
图 10：公司所处 4 个康复器械细分市场规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

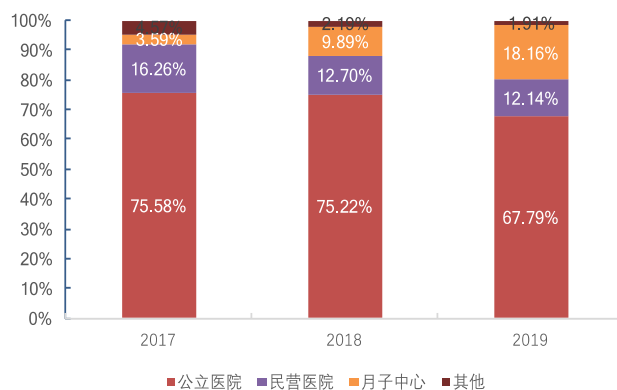
从需求终端看来，近年来随着分级诊疗推进和政府对社会资本投资康复医疗机构的鼓励，康复医疗需求有向基层下沉的趋势，长期看更是会逐渐走向家庭和社会康复（如养老院、月子中心等院外机构）。2017 年中国康复医疗器械主要销售终端市场为医院，占比 53%；从公司收入终端构成看，近三年月子中心占比从 3.6%提升至 18.2%。

图 11：2017 年中国康复医疗器械需求结构



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 12：公司产品销售终端市场



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.1 电刺激类康复器械稳步增长，公司产品迭代升级再出发

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。在国内市场，盆底及产后康复是电刺激最常用的领域。

表 3：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）

数据来源：verywellhealth，西南证券整理

盆底及产后康复：主要针对产后女性和中老年妇女的常见的盆底功能障碍，比如尿失禁、盆腔脏器脱垂、排便障碍、腹直肌分离、腰背痛、产后疼痛、子宫复旧等症状，临床使用中通常联合生物反馈进行治疗。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年国内盆底及产后康复电刺激医疗器械市场规模为 5.4 亿元，CAGR2014~2019 为 46.5%，保持高速增长，预计 2020 年将到达 7.1 亿元。该领域的迅速增长，主要因为两个方面：1) 我国的产妇规模庞大，2018 年有 1517 万产妇，二胎和高龄产妇盆底疾病发病率更高，治疗量更大；2) 老年女性盆底疾病患病率较高，根据《中国妇产科临床杂志》数据，2018 年北京年龄为（53.61±7.06）岁的女性盆底疾病患病率为 65.24%，随着健康意识提升，越来越多中老年女性寻求盆底康复治疗。

图 13: 盆底及产后整体解决方案



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 14: 中国盆底及产后康复电刺激器械市场及增速

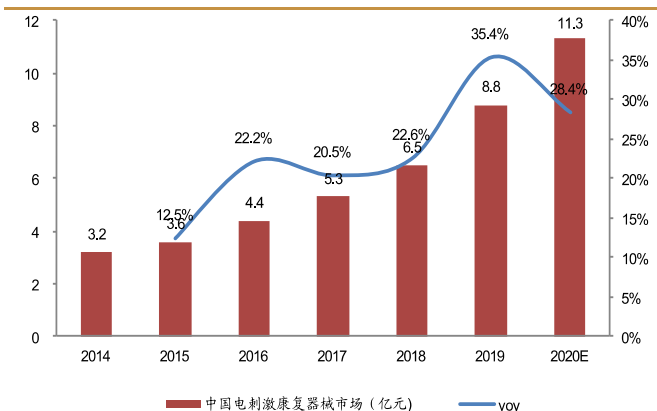


数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

神经康复：该领域是电刺激疗法的另一运用，主要针对脑卒中、帕金森等中枢神经及周围神经损伤导致的运动功能障碍，如偏瘫、肌萎缩、肌力低下、步行障碍、手功能障碍等。在我国临床运用中，以脑卒中康复最为主要。预计 2019 年国内脑卒中患者 1760 万人，2014~2019CAGR 为 9.6%，2023 年将突破 2300 万人，电刺激对重建脑卒中患者预后的肢体功能障碍具有重要作用，因此预计未来神经康复领域的电刺激器械将保持高速增长。

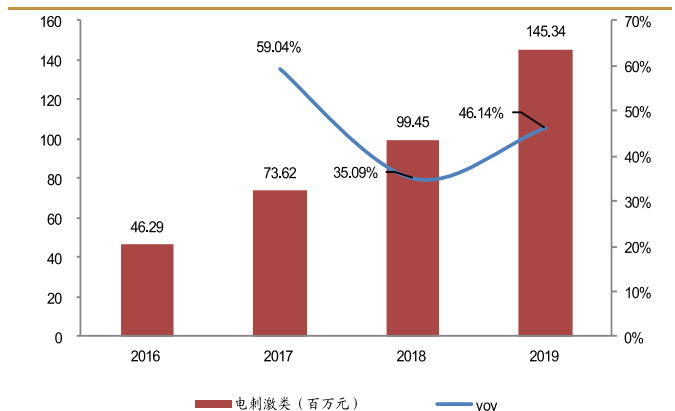
公司作为行业龙头，产品迭代升级再出发：根据 Frost&Sullivan，2019 年全国电刺激康复医疗器械市场未 8.8 亿元，增速 35.4%，比前几年明显提速，预计 2020 年将达 11.3 亿元。公司近年来电刺激产品的增速高于行业，2019 年为 1.45 亿元，增速 46.1%，市占率从 2016 年的 10.5%提升到 2019 年的 16.5%，龙头地位不断加强。公司的主要竞争者为广州杉山、南京麦澜德、广州龙之杰、河南翔宇等。同时公司产品结构的变迁也值得关注，代理 TT 的产品 SA9800 的销售占比逐年下降，2019 年自主产品 Myotrac 和瑞翼系列占比已经过半。随着公司产品战略的调整，MyOnyx 系列将逐渐取代 SA9800 和 Myotrac 系列院内市场，主打院内盆底和脑瘫市场，实现迭代升级；同时瑞翼系列将取代 Myotrac 的院外市场，主打便携式产康、康复市场及院外市场。2020 年 3 月下旬，MyOnyx 系列产品已经开始销售，产品迭代升级后公司有望焕发新的增长潜力。

图 15: 中国电刺激康复医疗器械市场规模及增速



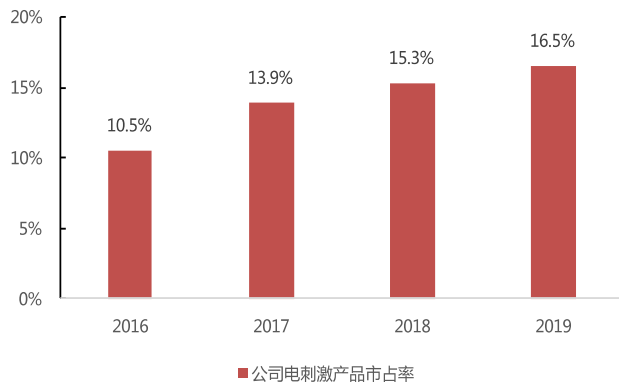
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

图 16: 公司电刺激产品收入及增速



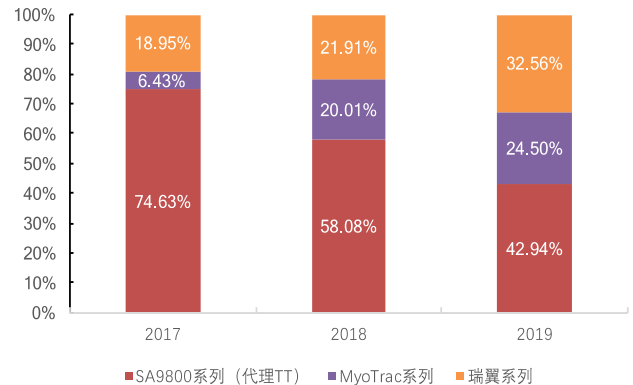
数据来源：wind，西南证券整理

图 17：公司电刺激康复医疗器械产品市占率变化



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18：公司电刺激产品结构变迁



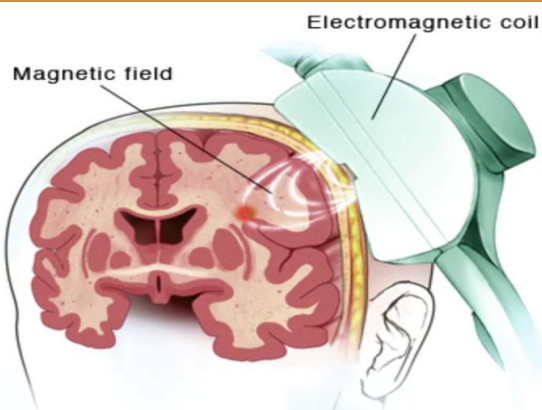
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 磁刺激技术渗透率空间大，公司磁刺激仪快速放量

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。

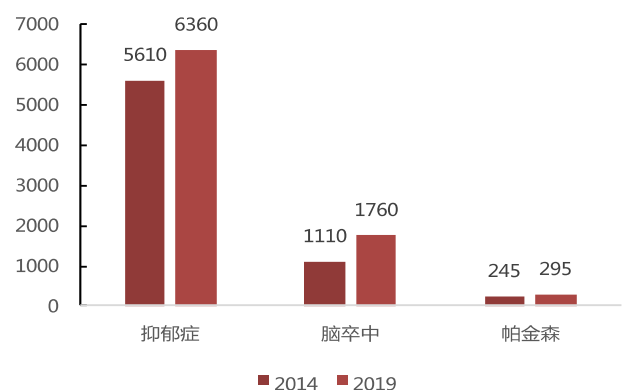
经颅磁刺激仪：经颅磁刺激（Transcranial Magnetic Stimulation, TMS）是一种无创、无痛的大脑刺激技术，通过将磁场转变为感应电场，能够改变细胞膜电位，进而使神经元产生一系列的生理、生化反应，从而达到调节神经细胞功能的目的。该技术主要用于精神康复和神经康复，近 10 年来在治疗抑郁症、脑卒中后遗症、帕金森等疾病上取得了显著疗效，逐渐成为精神神经领域疾病的重要技术。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年全国抑郁症、脑卒中、帕金森患者数量约为 6360 万、1760 万、295 万，经颅磁刺激仪本身具有无创、非侵入式、副作用小、不易成瘾等特点，配合药物和其他康复训练能起到很好的理疗效果，未来的渗透率有望不断提升。

图 19：经颅磁刺激技术的工作原理图



数据来源：梅奥诊所，西南证券整理

图 20：中国抑郁症、脑卒中、帕金森患者数量（万人）



数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

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。

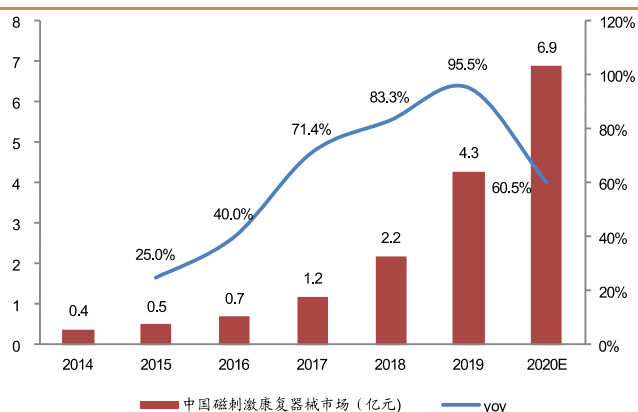
图 21：公司 Magneuro 系列盆底功能磁刺激仪的使用场景



数据来源：公司官网，西南证券整理

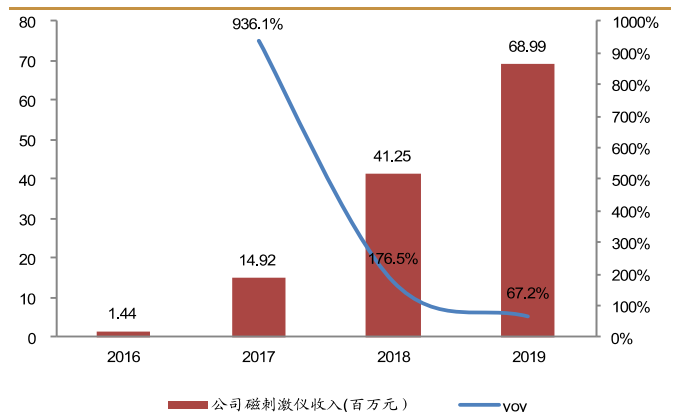
经颅磁刺激仪和盆底功能磁刺激仪快速增长：根据 Frost&Sullivan，2019 年全国磁刺激康复医疗器械市场规模为 4.3 亿元，增速 95.5%，过去几年保持超高速增长，预计 2020 年市场规模 6.9 亿元。公司磁刺激仪和盆底功能刺激仪保持快速增长，2019 年收入 6900 万元，同比增长 67.2%，市占率为 16%，主要竞争对手为武汉依瑞德、The Magstim Company Limited、Tonica Elektronik A/S、武汉奥赛福等。从结构看，近三年盆底功能磁刺激仪占比不断提升，从 14.5%提升到 42.7%，预计主要由于公司在盆底疾病康复医疗领域具有渠道优势。

图 22：中国磁刺激康复医疗器械市场及增速



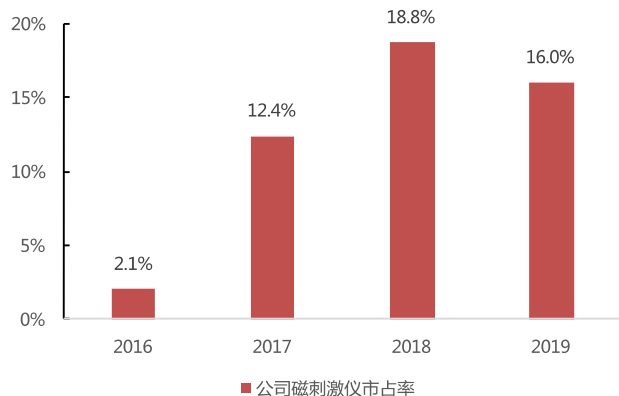
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

图 23：公司磁刺激仪收入及增速



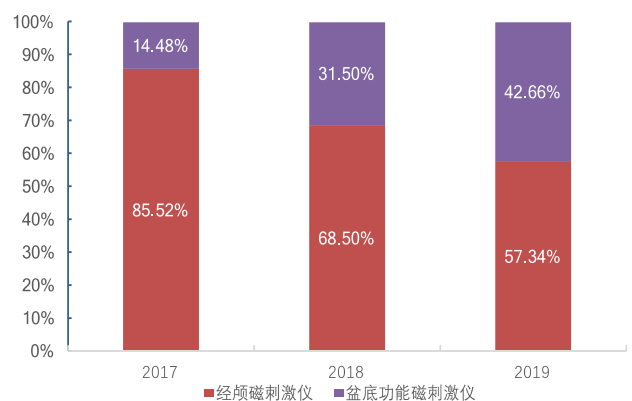
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 24：公司磁刺激仪市占率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 25：公司磁刺激仪收入构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.3 电生理类康复器械需求平稳，公司市占率有望提升

电生理类康复器械运用广泛，且行业发展较为成熟，是公司最早布局的赛道，产品用于神经康复、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。

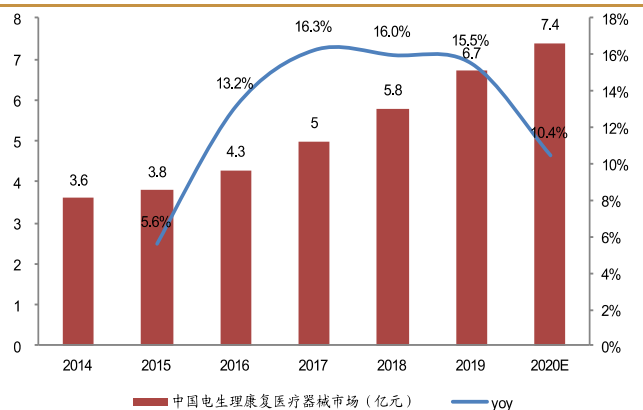
图 26：公司团体生物反馈仪用于重建社交技能



数据来源：公司官网，西南证券整理

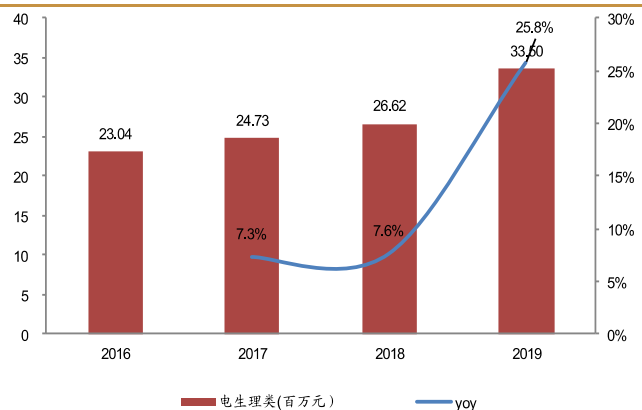
根据 Frost&Sullivan，2014-2019 年，中国电生理康复医疗器械市场规模从 3.6 亿元增加到 5.8 亿元，年复合增长率 13.2%，预计 2020 年达 7.4 亿元。2019 年公司电生理类产品收入 3350 万元，同比 25.8%，市占率 5%，近年来比较稳定，主要竞争对手为 Natus Medical Incorporated、上海诺诚、上海光电、广州润杰。从公司电生理结构来看，主要以团体生物反馈仪为主，占比 57.4%，代理 TT 产品表面肌电分析系统占比保持稳定。

图 27：中国电生理康复医疗器械市场规模及增速



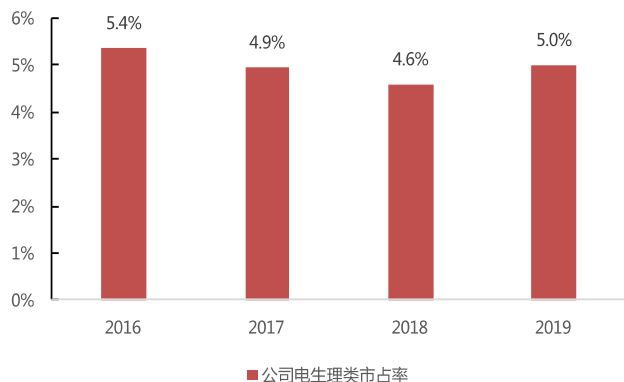
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

图 28：公司电生理类产品收入及增速



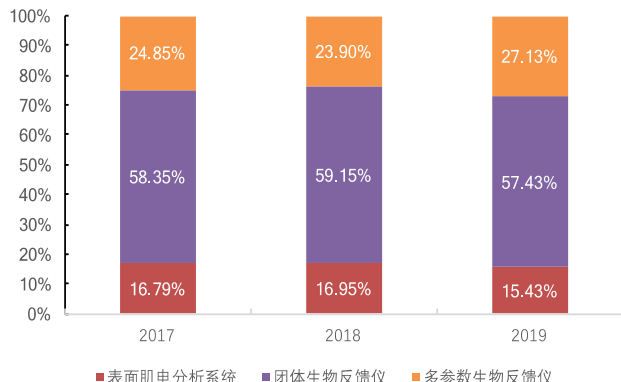
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 29：公司电生理康复器械市占率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 30：公司电生理类产品收入构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 公司具备较强竞争优势，募集资金投入巩固壁垒

公司所处的电刺激、电生理、磁刺激和康复机器人四个领域是康复医疗器械中技术壁垒较高、潜在空间巨大、成长性突出、盈利能力较好的细分领域。目前公司已在技术、产品、渠道、品牌、服务五个方面建立较强的竞争优势，我们认为科创板上市和募集资金的使用将增强公司的壁垒。

表 4：公司的五大优势领域

五大优势领域	具体内容
技术	1、已搭建了电刺激、磁刺激、电生理等技术平台
	2、拓展下一代磁刺激技术和运动康复机器人技术
产品	1、产品不断更新迭代，主要产品处于技术前沿领域
	2、电刺激产品在采样率、通频带、刺激频率、脉冲宽度和电刺激模式等几个指标处于同类产品领先水平，在耗材领域，公司于业内率先推出一次性使用无菌阴道电极，降低感染风险，在电极设计和品质保证方面，采用不锈钢和 ABS 材料，电极的导电性能和品质更具优势
	3、磁刺激产品在最大磁感应强度、输出频率、脉冲宽度、冷却方式、运动阈值确定方法、使用材料和软件功能方面均处

五大优势领域	具体内容
	于同类可比产品的领先水平，独特设计的风冷的冷却方法，在安全性上更可靠，在冷却效果上更高效，在维护方面更简单
	4、电生理产品生物反馈产品在传输方式、测量范围、共模抑制比、输入阻抗、软件功能等多个指标均处于同类可比产品的领先水平
渠道	1、经销为主，建立了覆盖全国 30 个省市的经销商体系 2、覆盖终端医疗及专业机构超过 6000 家 3、积极拓展月子中心等市场，该渠道收入占比逐渐提升
品牌	1、公司在电刺激、磁刺激、电生理等细分领域有很高的市占率 2、在已公布康复器械公司中收入规模靠前
服务	1、完善的学术培训体系，与知名医生合作，推动新型康复器械的普及 2、健全的售后服务体系

数据来源：公司公告、官网，西南证券整理

本次科创板上市计划募集资金 4.67 亿元，主要用于研发中心建设项目、信息化建设项目、康复设备组装调试项目、营销服务及品牌建设储备资金。

表 5：本次上市募集资金的使用规划

序号	项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	研发中心建设项目	19,725	19,725
2	信息化建设项目	4,475	4,475
3	康复设备组装调试项目	7,486	7,486
4	营销服务及品牌建设储备资金	15,000	15,000
合计		46,686	46,686

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

过去三年，在磁刺激仪、耗材高增长和主要品种电刺激产品稳健增长的带动下，公司业绩实现高增长，2020 年上半年或受疫情扰动增速有所放缓，但预计下半年和明后年将恢复高增长。基于此等背景，我们做出以下假设：

假设 1：电刺激类产品今年面临产品结构调整，由 MyOnyx 系列和瑞翼系列产品逐渐取代 SA9800 和 Myotrac 系列产品，预计调整相对顺利。明年 MyOnx 完全取代取代 SA9800 和 Myotrac，瑞翼取代 Myotrac 院外产品，也实现高增长；毛利率略有提升，分别为 73.6%、75.3%、75.8%。

假设 2：磁刺激类产品短期预计会受疫情有所影响，但相关设备的实际采购需求仍很旺盛，预计其中经颅磁刺激仪 2020~2022 年收入增速 30%、40%、40%；盆底功能磁刺激仪 2020~2022 的收入增速为 50%、80%、80%。未来三年毛利率稳中有升。

假设 3：电生理类产品一半以上属于团队生物反馈仪，疫情下相关团队交际功能领域康复医疗影响较大，设备采购预计会有所延后，预计 2020 年团体生物反馈仪下滑 20%。另外

表面肌电分析系统下滑 10%左右。造成总体电生理类 2020 年收入有所下滑，预计明年恢复增长，毛利率稳定。

假设 4：配件及耗材取决于电刺激设备投放量和终端盆底和产后康复需求复苏，预计增速快于电刺激设备，毛利率稳中有升。

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电刺激类	收入	145	175	226	294
	增速	46.1%	20.6%	29.0%	30.0%
	毛利率	73.4%	73.6%	75.3%	75.8%
磁刺激类	收入	69	96	151	244
	增速	67.2%	38.5%	58.5%	61.0%
	毛利率	83.3%	83.5%	84.2%	84.7%
电生理类	收入	34	27	33	39
	增速	25.8%	-18.5%	19.1%	19.2%
	毛利率	74.9%	74.3%	74.3%	74.3%
配件及耗材	收入	54	76	122	195
	增速	70.3%	40.0%	60.0%	60.0%
	毛利率	62.7%	62.0%	63.0%	64.0%
其他	收入	17	24	35	52
	增速	95.4%	45.0%	46.4%	47.4%
	毛利率	70.2%	70.8%	70.6%	70.4%
合计	收入	319	398	567	823
	增速	53.5%	25.0%	42.4%	45.2%
	毛利率	73.7%	73.6%	74.7%	75.2%

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测：基于以上假设，我们预计 2020-2022 年收入分别为 3.98、5.67、8.23 亿元，同比分别 25%、42.4%、45.2%，归母净利润分别为 1.3、1.9 和 2.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.54、3.71、5.46 元。

4.2 相对估值

表 7：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300003.SZ	乐普医疗	44.26	1.24	1.61	2.06	36	27	21
002223.SZ	鱼跃医疗	35.74	1.19	1.26	1.46	30	28	25
688358.SH	祥生医疗	80.48	1.91	2.40	2.94	42	34	27
688029.SH	南微医学	221.67	2.54	3.69	4.88	87	60	45
平均值						49	37	30

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价对应 2020 年 7 月 17 日

新型康复器械领域是技术壁垒较高、潜在空间巨大、成长性突出、盈利能力较好的细分领域，公司在电刺激、磁刺激、电生理等领域深耕多年，现有产品市占率较高，随着研发推进，下一代磁刺激仪和康复机器人有望打开公司更大的成长空间。考虑到公司在技术、产品、渠道、品牌和服务五方面的竞争优势，未来成长性突出。

5 风险提示

- 原材料供应商较为集中；
- 代理产品调整和新品上市销售不及预期；
- 外协风险；
- 经销模式及器械两票制风险；
- 研发失败风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	318.87	398.46	567.21	823.47	净利润	98.89	128.91	188.35	277.68
营业成本	83.82	105.06	143.57	203.89	折旧与摊销	8.06	7.29	7.29	7.29
营业税金及附加	4.64	6.10	8.64	12.47	财务费用	0.74	-1.09	-2.65	-3.55
销售费用	75.13	89.65	121.95	168.81	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	26.47	31.88	45.38	65.88	经营营运资本变动	27.60	25.17	47.81	75.38
财务费用	0.74	-1.09	-2.65	-3.55	其他	6.19	-4.00	-2.00	-5.00
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	141.47	156.29	238.80	351.80
投资收益	4.33	4.00	4.00	4.00	资本支出	-21.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4.69	4.00	4.00	4.00
其他经营损益	0.00	12.00	12.00	12.00	投资活动现金流净额	-16.90	4.00	4.00	4.00
营业利润	114.67	148.99	218.11	321.98	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.12	0.90	0.90	0.90	长期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.80	149.89	219.01	322.88	股权融资	-0.07	558.59	0.00	0.00
所得税	15.91	20.98	30.66	45.20	支付股利	0.00	-19.94	-26.00	-37.98
净利润	98.89	128.91	188.35	277.68	其他	-32.38	-8.91	2.65	3.55
少数股东损益	-0.83	-1.08	-1.58	-2.32	筹资活动现金流净额	-42.45	529.73	-23.35	-34.43
归属母公司股东净利润	99.72	129.99	189.92	280.00	现金流量净额	82.12	690.02	219.45	321.37
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	244.35	934.37	1153.83	1475.20	成长能力				
应收和预付款项	4.67	5.33	7.41	10.57	销售收入增长率	53.47%	24.96%	42.35%	45.18%
存货	31.53	39.52	52.01	75.70	营业利润增长率	59.24%	29.93%	46.39%	47.62%
其他流动资产	1.76	2.20	3.13	4.55	净利润增长率	57.66%	30.35%	46.11%	47.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	61.43%	25.69%	43.53%	46.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	101.32	96.31	91.30	86.28	毛利率	73.71%	73.63%	74.69%	75.24%
无形资产和开发支出	19.24	16.99	14.74	12.49	三费率	32.09%	30.23%	29.03%	28.07%
其他非流动资产	1.34	1.31	1.28	1.25	净利率	31.01%	32.35%	33.21%	33.72%
资产总计	404.22	1096.04	1323.70	1666.04	ROE	38.80%	13.97%	17.36%	20.97%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	24.46%	11.76%	14.23%	16.67%
应付和预收款项	113.48	143.15	200.12	289.71	ROIC	154.21%	295.04%	1720.05%	-733.42%
长期借款	4.00	4.00	4.00	4.00	EBITDA/销售收入	38.72%	38.95%	39.27%	39.55%
其他负债	31.87	26.47	34.81	47.88	营运能力				
负债合计	149.35	173.62	238.93	341.59	总资产周转率	0.89	0.53	0.47	0.55
股本	51.26	68.35	68.35	68.35	固定资产周转率	3.13	4.03	6.05	9.27
资本公积	19.30	560.80	560.80	560.80	应收账款周转率	472.46	406.76	453.65	450.95
留存收益	178.69	288.73	452.66	694.67	存货周转率	3.25	2.96	3.07	3.12
归属母公司股东权益	249.25	917.88	1081.81	1323.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	126.40%	—	—	—
少数股东权益	5.62	4.54	2.96	0.64	资本结构				
股东权益合计	254.86	922.42	1084.77	1324.46	资产负债率	36.95%	15.84%	18.05%	20.50%
负债和股东权益合计	404.22	1096.04	1323.70	1666.04	带息债务/总负债	2.68%	2.30%	1.67%	1.17%
					流动比率	1.99	5.92	5.26	4.69
					速动比率	1.77	5.68	5.04	4.46
					股利支付率	0.00%	15.34%	13.69%	13.57%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	123.48	155.20	222.75	325.72	每股收益	1.95	2.54	3.71	5.46
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.86	17.91	21.10	25.83
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	2.76	3.05	4.66	6.86
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.00	0.39	0.51	0.74
EV/EBITDA	-1.87	-6.00	-5.17	-4.52					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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，未经书面许可，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

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn