

深耕康复领域十余载，引领盆底康复高速发展

买入（首次）

2020年08月24日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘闯

执业证书：S0600520070003

021-60199793

liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	319	410	613	847
同比（%）	53.5%	28.6%	49.6%	38.1%
归母净利润（百万元）	100	134	202	285
同比（%）	57.7%	35.0%	50.6%	40.5%
每股收益（元/股）	1.46	1.96	2.96	4.17
P/E（倍）	131.11	97.38	64.57	45.92

投资要点

■ **投资逻辑：**公司深耕康复领域，主要聚焦于盆底康复市场，2013-2019年营业收入和归母净利润复合增长率分别达到36.7%和38.7%，并呈现加速成长趋势。盆底市场正处于高速发展时期，国内产后女性和中老年女性盆底疾病患病率高，康复市场空间广阔。此外，公司的康复机器人项目有望成为未来新的盈利增长点。

■ **康复医疗行业高景气度，公司深耕多年有望持续受益：**中国康复医疗器械市场规模快速增长，2018年达到280亿元，2014-2018年复合增长率高达24.9%，预计未来仍将以19.1%的复合增长持续快速扩容，2023年市场规模将达到670亿元。我们认为未来康复医疗行业将持续高景气度，主要因为：1、国家政策鼓励，康复专科医院和医师数量持续增长，有助于释放终端需求；2、医保覆盖范围扩大以及居民收入提高将提升患者的就诊意愿。公司深耕康复医疗器械行业多年，产品竞争力、渠道凸显和品牌知名度优势凸显，有望持续受益于康复行业高景气度。

■ **盆底康复产品快速放量，新产品保证后续增长：**公司业务主要以盆底康复为主，其中电刺激类贡献大部分收入。未来由于二胎放开以及中老年女性对于盆底健康意识的提升，弗若斯特沙利文预计盆底康复电刺激类市场增速有望达到27.5%；磁刺激市场起步较晚但是行业增速在50%以上，公司磁刺激类产品中盆底康复占比不断提升。公司作为最早在国内推广盆底康复概念的企业之一，产品线齐全，新产品持续推出，盆底业务未来有望保持40%以上的复合增长。

■ **布局康复机器人，打开未来成长空间：**中国康复机器人市场自2017年起步，预计未来将以57.5%的年复合增长率增长至2023年的20.4亿元。公司参与了多个国家或省级的康复机器人研究课题，外骨骼下肢康复机器人和智能步行康复减重训练车已经开始产品转化，即将进入医疗器械临床试验阶段，未来有望成为公司新的利润增长点。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年的营业收入分别为4.10亿、6.13亿和8.47亿元，归母净利润分别为1.34亿、2.02亿和2.85亿元，对应2020-2022年EPS分别为1.96元、2.96元和4.17元。当前股价对应估值分别为97X、65X和46X。考虑到盆底康复领域随着二胎政策的放开和中老年女性盆底康复意识的提升，正处于快速发展阶段。公司深耕盆底康复领域多年，未来有望持续高增长。参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧风险；产品研发不达预期风险；医疗事故风险；新冠疫情出现反复风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	191.29
一年最低/最高价	150.00/237.00
市净率(倍)	49.11
流通 A 股市值(百万元)	2998.59

基础数据

每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	26.72
总股本(百万股)	68.35
流通 A 股(百万股)	15.68

相关研究

内容目录

1. 伟思医疗：康复医疗器械深耕者	4
1.1. 从代理到自主研发，产品不断丰富	4
1.2. 业绩高速增长，盈利能力持续提升	5
1.3. 坚持自主创新，自产比例不断提高	6
2. 康复医疗行业蓬勃发展，器械领域下一个黄金赛道	7
2.1. 患者群体庞大，行业规模快速增长	7
2.2. 国家政策鼓励发展，体系建设日益完善	9
2.3. 医保支付范围扩大，居民自主消费能力增加	11
3. 电刺激类持续高增长，磁刺激类市场潜力大	12
3.1. 电刺激类：康复医疗最大细分领域，市场需求远未得到满足	12
3.1.1. 国内女性患病率高，盆底及产后康复市场快速增长，	13
3.1.2. 神经系统疾病与年龄相关度高，老龄化催生庞大市场需求	14
3.1.3. 公司产品收入快速增长，代理产品比例逐年降低	15
3.2. 磁刺激类：新型康复技术，市场前景广阔	16
3.2.1. 经颅磁刺激仪市场潜力大，盆底磁刺激优势明显	17
3.2.2. 公司产品收入规模迅速扩大，盆底磁刺激仪占比提升快	18
3.3. 电生理类：市场集中度低，公司产品稳健增长	19
4. 布局康复机器人，打开未来成长空间	20
5. 盈利预测与估值	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截止 2020 年 8 月 12 日）	5
图 3：伟思医疗营业收入	5
图 4：伟思医疗归母净利润	5
图 5：2019 年公司主营业务收入结构	6
图 6：2019 年公司主营业务毛利结构	6
图 7：公司主营业务毛利率变动	6
图 8：公司期间费用率和净利率变动	6
图 9：TT 公司产品线	7
图 10：公司自产和代理比例	7
图 11：康复医学和临床医学区别	8
图 12：康复医疗主要患者群体	9
图 13：中国康复医疗市场规模	9
图 14：我国康复专科医院数量	10
图 15：我国康复专科执业医师数量	10
图 16：我国居民人均可支配收入	11
图 17：我国居民人均医疗保健消费支出	11
图 18：电刺激产品图例	12
图 19：中国电刺激康复医疗市场规模	12

图 20: 中国盆底及产后康复领域电刺激医疗器械市场规模.....	13
图 21: 中国女性尿失禁患病率.....	14
图 22: 中国城市地区盆腔器官脱垂患病率.....	14
图 23: 中国脑卒中患病人数.....	14
图 24: 中国 65 岁以上人口数量及占总人口比例.....	14
图 25: 公司电刺激类产品销售收入.....	15
图 26: 公司电刺激类产品收入占比.....	15
图 27: 公司电刺激类产品售价 (单位: 万元)	16
图 28: 公司电刺激类产品毛利率.....	16
图 29: 磁刺激产品图例.....	16
图 30: 中国磁刺激康复医疗器械市场规模.....	17
图 31: 中国抑郁症发病人数.....	18
图 32: 中国帕金森患病人数.....	18
图 33: 女性产后尿失禁和绝经尿失禁率.....	18
图 34: 中国女性各类型尿失禁患病率.....	18
图 35: 公司磁刺激类产品销售收入.....	19
图 36: 公司磁刺激类产品收入占比.....	19
图 37: 电生理类图例.....	19
图 38: 中国电生理康复医疗器械市场.....	20
图 39: 公司电生理类产品收入.....	20
图 40: 公司电生理类产品收入占比.....	20
图 41: 康复机器人分类.....	21
图 42: 中国康复机器人市场规模.....	21
表 1: 康复医疗相关鼓励政策.....	9
表 2: 医疗康复项目医保纳入情况.....	11
表 3: 公司康复机器人在研项目	21
表 4: 公司收入预测.....	23
表 5: 可比公司估值.....	23

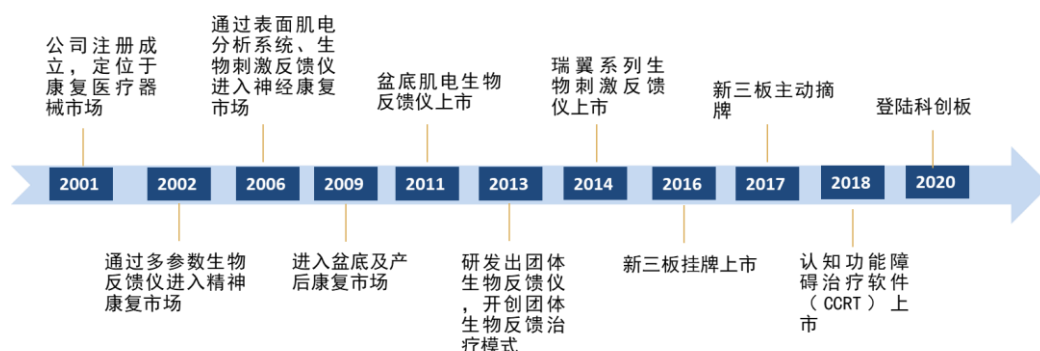
1. 伟思医疗：康复医疗器械深耕者

1.1. 从代理到自主研发，产品不断丰富

伟思医疗成立于 2001 年，主要从事康复医疗器械的研发、生产和销售。公司目前产品主要为电刺激类、磁刺激类、电生理类设备、耗材及配件等康复医疗器械及产品，覆盖的终端医疗及专业机构超过 6000 家，在国内盆底及产后康复、神经康复、精神康复等细分市场占据了重要地位。

公司在康复医疗领域已经形成了全面的解决方案。在精神康复领域，公司可提供包括评估、团体心理干预、磁刺激治疗、认知功能矫正等精神康复的整体解决方案；在神经康复领域，公司形成了电刺激、磁刺激疗法相结合的康复解决方案；在盆底及产后康复领域，公司已经形成了集盆底表面肌电定量评估、生物反馈治疗、电刺激治疗、磁刺激治疗和产后心理干预等一体的全面康复整体解决方案，并持续投入下一代康复医疗技术的研究。

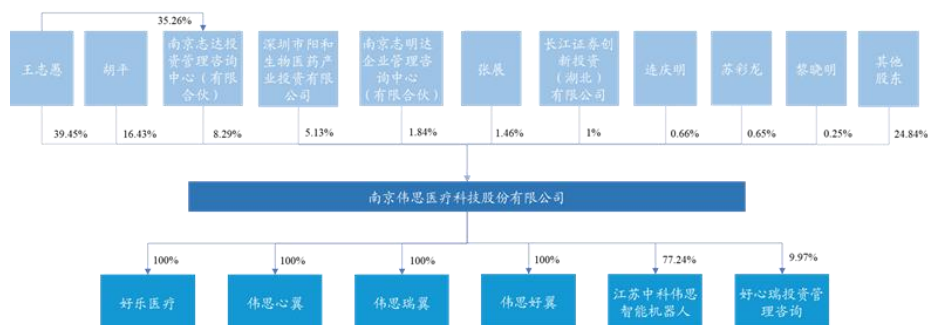
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构方面，董事长兼总经理王志愚直接持有公司 39.45% 的股份，并通过志达投资间接控制公司 8.29% 的表决权，通过与股东胡平签署《委托投票协议》间接控制公司 16.43% 的表决权，进而合计控制公司 64.17% 的表决权，是公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构（截止 2020 年 8 月 12 日）

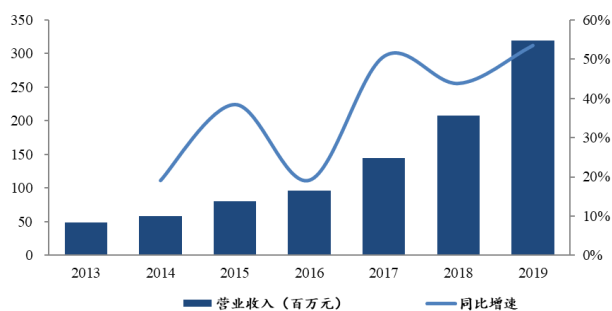


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 业绩高速增长，盈利能力持续提升

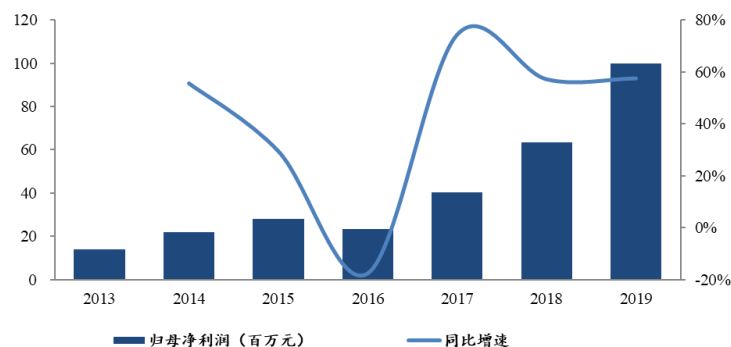
公司业绩状况：近年来公司业绩保持了高速增长，2019 年公司实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 53.5%，2013-2019 年复合增长率 36.7%。2019 年公司实现归母净利润 1 亿元，同比增长 55%，2013-2019 年复合增长率 38.7%。

图 3：伟思医疗营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

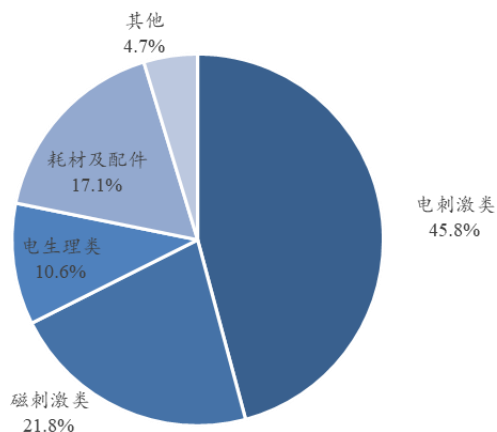
图 4：伟思医疗归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

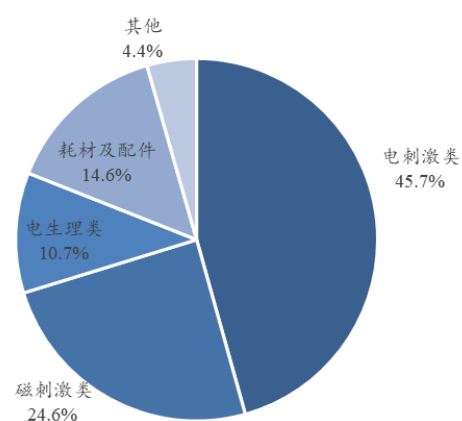
公司主营业务结构：公司自成立以来，一直专注于康复医疗器械领域，主营业务产品链不断丰富，基本实现了康复医疗领域全面覆盖。2019 年收入结构中，电刺激类产品占比 45.8%，磁刺激类产品占比 21.8%，电生理类产品占比 10.6%，耗材及配件类产品占比 17.1%。毛利结构中，电刺激类产品占比 45.7%，磁刺激类产品占比 24.6%，电生理类产品占比 10.7%，耗材及配件产品占比 14.6%。

图 5：2019 年公司主营业务收入结构



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 6：2019 年公司主营业务毛利结构

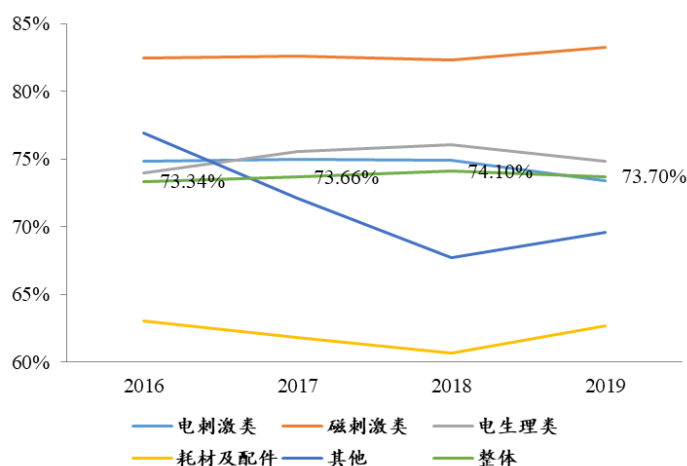


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司盈利能力：公司毛利率水平保持相对稳定，2019 年主营业务毛利率为 73.7%，同比下降 0.4 个百分点，主要是由于业务占比最大的电刺激类产品升级导致成本上升。我们预计，随着公司收入规模不断扩大，由于规模效应、工艺提升等因素，公司毛利率水平有望稳中有升。

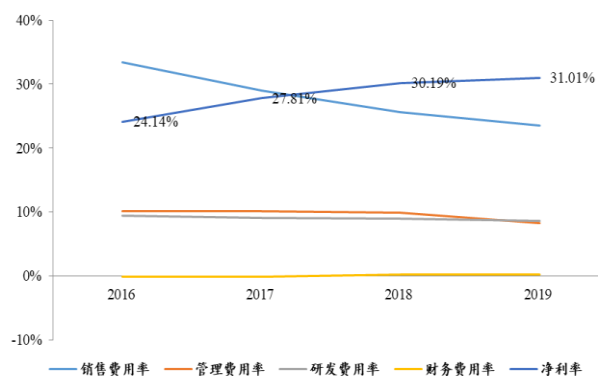
公司期间费用率近年来呈下降趋势，销售费用率从 2016 年 33.43% 下降到 2019 年 23.56%，管理费用率从 2016 年 10.11% 下降到 8.3%，净利率则从 2016 年 24.14% 提升至 2019 年 31.01%，盈利水平显著增强。

图 7：公司主营业务毛利率变动



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 8：公司期间费用率和净利率变动



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 坚持自主创新，自产比例不断提高

公司以代理业务起家，自 2003 年起一直与加拿大 TT 公司合作至今。TT 公司成立于 1975 年，是一家生物反馈、神经反馈和精神生理仪器制造商。公司作为 TT 公司的经

销商，向 TT 公司采购整套产品并增加非医疗配件后作为代理产品销售，主要是 SA9800 生物刺激反馈仪及表面肌电分析系统。

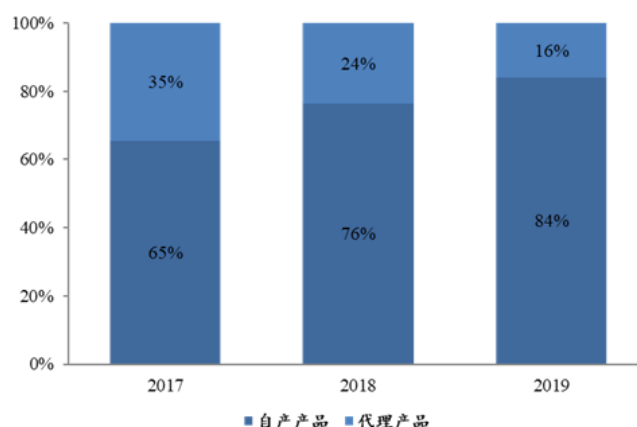
公司在开展代理业务的同时，持续投入研发和技术创新，经过多年积累，公司已经在电刺激、磁刺激、电生理等技术平台上掌握了具有自主知识产权的核心技术。公司通过自主研发持续推出新产品，自产业务占比不断提升，已从 2017 年 65% 提升至 2019 年 84%，对 TT 公司的依赖程度进一步降低。随着公司后续新产品的持续推出，我们认为公司自产比例将进一步提高。

图 9：TT 公司产品线



数据来源：TT 公司官网，东吴证券研究所

图 10：公司自产和代理比例



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2. 康复医疗行业蓬勃发展，器械领域下一个黄金赛道

2.1. 患者群体庞大，行业规模快速增长

康复医疗器械指在康复医疗中用于评测、训练与治疗，能够帮助患者评估并提高身体机能、恢复身体力量、弥补功能缺陷的医疗器具，作为现代医学的重要组成部分，康复医疗服务及康复医疗器械能够帮助患者加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症，并可节约总体治疗费用，在医疗体系中发挥了越来越重要的医学、经济和社会价值。

在医学分类中，临床医学与康复医学前后呼应，在医疗实际应用领域相辅相成。临床医学以疾病为主体，以治愈为目的，以人的生存为主，医生主要抢救和治疗疾病；康复医学以病人为主体，以恢复功能为主，以人的生存质量为主，使有障碍存在的病人最大程度的得到恢复。

图 11：康复医学和临床医学区别



数据来源：普门科技招股说明书，东吴证券研究所

康复医疗根据不同病种和年龄群体包含神经康复、骨与关节康复、心肺康复、疼痛康复、烧伤康复、产后康复、老年康复和儿童康复等多个细分领域，针对的患者人群主要包括术后康复群体、老年人群体、慢性病患者群体、残疾人群体、儿童康复群体、产后恢复群体等。

术后患者：主要来自心内科、骨科、神经科、产科等，如冠状动脉搭桥术后引起的患者术后呼吸功能不全、肺不张，关节置换术后引起的静脉血栓等。

老年人群体：年龄相关性疾病随年龄增长发病率升高，如神经、骨科、心血管疾病等，根据《中华人民共和国 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，截止 2019 年底，中国 60 岁以上人口达到 2.54 亿，老年群体成为康复医疗市场的主流群体之一。

慢性病患者群体：慢性病具有病程长、费用贵、致残致死率高的特点，慢性病防治除了推动全面健康生活方式，同时还要加强康复理念的咨询指导和科普宣传，注重慢性病康复治疗的早期介入。根据《中国医改联合研究报告》，中国慢性病群体规模约 3 亿。

残疾人群体：据《2019 年残疾人事业发展统计公报》，2019 年得到基本康复服务的持证残疾人及残疾儿童达 1043 万。而根据中国第二次全国残疾人样本调查显示，全国残疾人总人数为 8,502 万，残疾人群体的康复市场需求远未得到满足。

儿童康复群体：根据毕马威估算，中国 0-15 岁之间的儿童有康复需求者约 3000 万。康复有助于残疾儿童和孤独症儿童残存功能得到最大限度的保存或恢复，其他机体功能得到最大限度的利用，且有助于儿童心理的发展。

产后康复群体：科学的产后康复对于帮助女性恢复身体机能、持续母乳喂养具有重要作用。根据《2018 中国妇儿医疗机构白皮书》，2020 年中国适育年龄（20-35 岁）女

性将达到 1.56 亿人。

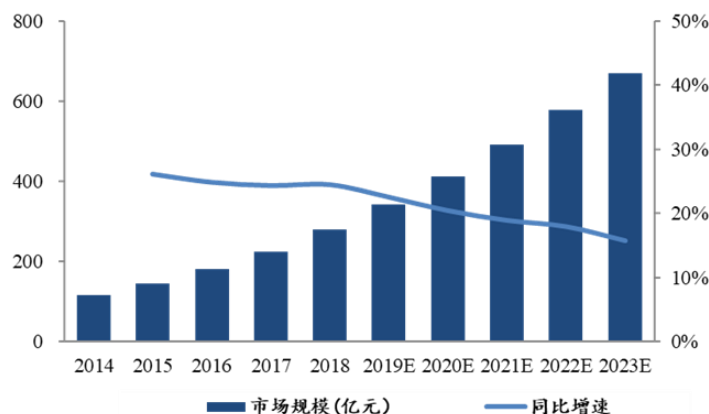
受益于医保、二胎等国家政策支持以及人口老龄化所带来的居民持续提升的康复医疗需求，中国康复医疗行业规模增长迅速。根据弗若斯特沙利文，中国康复医疗器械市场规模从 2014 年的 115 亿元增长至 2018 年的 280 亿元，年复合增长率高达 24.9%，预计未来仍将以 19.1% 的复合增长持续快速扩容，2023 年市场规模将达到 670 亿元。

图 12：康复医疗主要患者群体（2019 年）



数据来源：毕马威，东吴证券研究所

图 13：中国康复医疗市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

2.2. 国家政策鼓励发展，体系建设日益完善

为了保障民众康复需求得到满足，支持康复医疗事业快速发展，国家各部门陆续出台相关鼓励政策，康复医学行业关注度得到显著提高，行业迎来快速发展阶段。

表 1：康复医疗相关鼓励政策

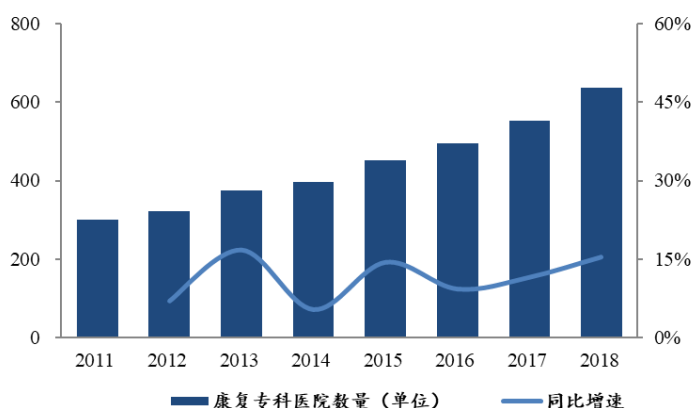
发布时间	发布单位	相关文件	核心内容
2019 年 11 月	卫健委	《国家卫生健康委办公厅关于开展加速康复外科试点工作的通知》	在全国 32 个省，自治区和直辖市分别选取 195 家试点医院，确定关节外科、脊柱外科、创伤骨科、骨肿瘤外科、足踝外科作为试点病种，加强对医务人员和患者的宣教，将康复理念融入相关疾病的诊疗
2017 年 10 月	卫健委	《康复医疗中心基本标准（试行）》《护理中心基本标准（试行）》	鼓励康复医疗中心集团化、连锁化经营，建立规范、标准的管理与服务模式。并对申请举办集团化、连锁化康复医疗中心优先设置审批
2016 年 3 月	人社部	《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》	新增 20 项康复项目与原支付范围内的 9 项康复项目，一并纳入基本医疗保险“B”类诊疗项目管理，进一步提高参保人员康复医疗保障水平，降低个人负担

2015 年 3 月	国务院	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》	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
2012 年 2 月	卫生部	《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》	鼓励有条件的二级综合医院（包括企事业单位办医院）转型为以康复医疗服务为主的综合医院或康复医院
2011 年 8 月	卫生部	《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》	鼓励建立三级康复医疗服务体系，并要求在 14 省进行试点。鼓励社会资本举办康复医疗服务机构，满足群众不同层次的康复医疗服务需求
2011 年 4 月	卫生部	《综合医院康复医学科建设与管理指南》	二级以上（含二级）综合医院应当独立设置科室开展康复医疗服务，科室名称统一为康复医学科。鼓励有条件的综合医院开展心理康复咨询工作
2010 年 9 月	卫生部	《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》	将 1 项评定项目和 8 项治疗项目纳入医保支付范围
2009 年 3 月	国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	注重预防、治疗、康复三者结合，以维护社区居民健康为中心，提供疾病预防控制，慢性病管理和康复服务

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

在国家政策引导和社会资本的参与下，康复医疗体系日益健全。2018 年，我国康复专科医院达到 637 家，同比增加 15%，执业医师人数达到 11514 人，同比增加 20%，执业助理医师人数为 13255 人，同比增加 20%。康复医疗资源的快速增长，增加了康复就诊的可及性，保证了康复医疗需求的快速释放。

图 14：我国康复专科医院数量



数据来源：卫健委，东吴证券研究所

图 15：我国康复专科执业医师数量



数据来源：卫健委，东吴证券研究所

2.3. 医保支付范围扩大，居民自主消费能力增加

2010 年出台的《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》以及 2016 年颁布的《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》，先后将 9 个评定项目和 20 个治疗项目纳入医保支付范围，显著提升了我国基本医保在康复领域的保障水平，减轻了康复患者经济负担，从而推动行业发展。

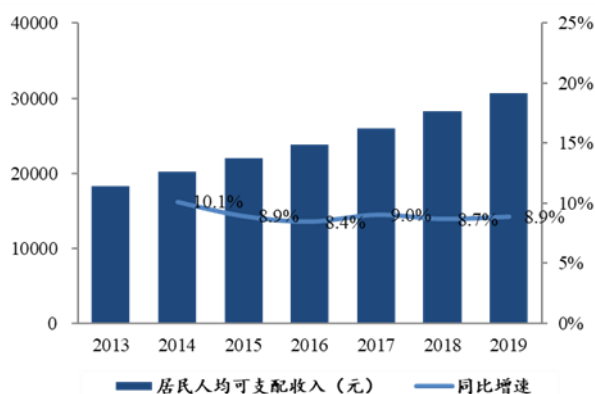
表 2：医疗康复项目医保纳入情况

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

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2019 年我国居民人均可支配收入达到 3.1 万元，同比增长 8.9%，2013-2019 年复合增长率为 9%。受益于收入的快速增加，我国人均医疗保健支出也在稳健增长。2019 年我国人均医疗保健支出达到 1902 元，同比增长 12.9%，2013-2019 年复合增长率为 13%，高于同期人均可支配收入增速。我们认为，随着我国经济未来持续增长，人均医疗保健支出将进一步提升，为居民康复医疗需求释放奠定经济基础。

图 16：我国居民人均可支配收入



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 17：我国居民人均医疗保健消费支出



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3. 电刺激类持续高增长，磁刺激类市场潜力大

3.1. 电刺激类：康复医疗最大细分领域，市场需求远未得到满足

电刺激产品的主要原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。电刺激治疗技术已经历了超过 50 年的快速发展，为患者提供了一种有效的康复途径，被广泛应用于盆底及产后康复领域、神经康复和精神康复等领域，其中以盆底及产后康复和神经康复最为主要。

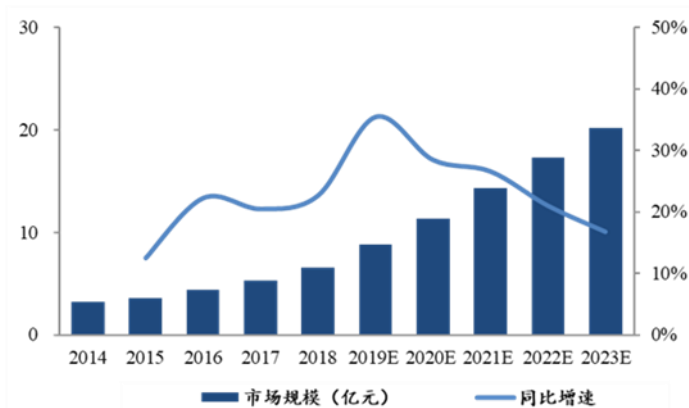
图 18：电刺激产品图例



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

根据弗若斯特沙利文数据，中国电刺激类市场保持快速增长，2018 年市场规模达到 6.5 亿，2014-2018 年复合增长率达到 19.2%，预计 2019-2024 年复合增长率将进一步提升至 25.6%，2023 年行业规模将超过 20 亿元。

图 19：中国电刺激康复医疗市场规模

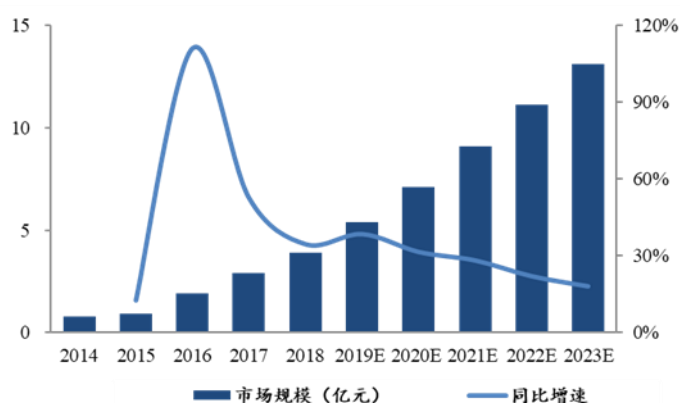


数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

3.1.1. 国内女性患病率高，盆底及产后康复市场快速增长，

盆底及产后康复领域的应用主要针对产后女性或中老年妇女中常见的盆底功能障碍，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，临床中通常联合生物反馈进行治疗。公立及民营医院妇产科、妇幼保健专科医院、医院康复科及康复医院等医疗机构均可提供专业的盆底及产后康复服务，此外，一些民营非医疗机构，比如月子中心和专业产后康复中心也是盆底及产后康复服务的重要提供者。2018 年盆底及产后康复领域电刺激医疗器械市场规模为 3.9 亿元，弗若斯特沙利文预计 2018-2023 年市场将保持 27.5% 的年复合增长率，2023 年市场规模将达到 13.1 亿元。

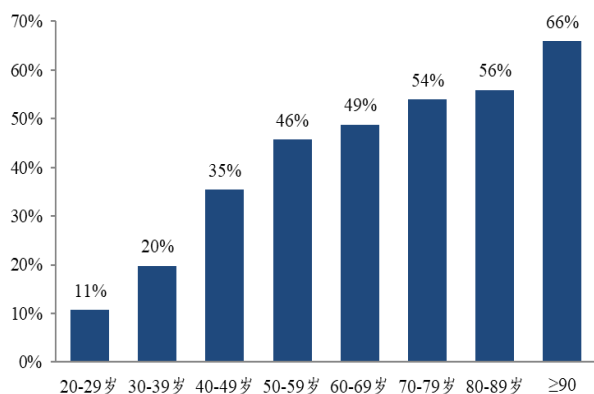
图 20：中国盆底及产后康复领域电刺激医疗器械市场规模



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

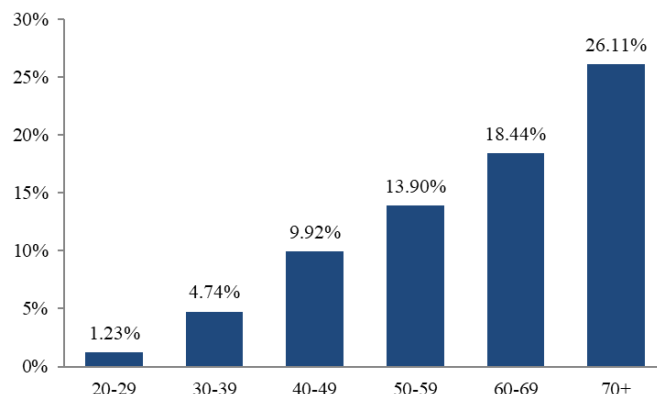
根据弗若斯特沙利文统计，中国 2018 年有 1517 万产妇，其中二胎产妇超过一半。二胎产妇盆底疾病等并发症发病率更高，盆底及产后康复需求更大。此外，据 2018 年北京大学人民医院发表于《中国妇产科临床杂志》的文章《北京市社区中老年泌尿生殖及盆底功能障碍性疾病相关因素分析》，明确指出年龄为 (53.61 ± 7.06) 岁，盆底疾病患病率为 65.24%。而盆底疾病中较为常见的尿失禁整体患病率为 31.9%，其中 60 岁人群患病率高达 49%。而盆腔器官脱垂患病率在城市地区达到 9.67%，70 岁以上人群患病率超过 26%。随着中老年女性对于盆底健康意识的提升以及对于盆底疾病的高度重视，越来越多的中老年女性中有明确尿失禁、盆腔器官脱垂、便秘、慢性盆腔疼痛等盆底疾病的患者寻求医院盆底康复治疗。

图 21: 中国女性尿失禁患病率



数据来源: A Population-based Survey of the Prevalence, Potential Risk Factors, and Symptom-Specific Bothers of Lower Urinary Tract Symptoms in Aged Chinese Women, 东吴证券研究所

图 22: 中国城市地区盆腔器官脱垂患病率



数据来源: 《中国城市地区女性盆腔器官脱垂临床流行病学调查》, 东吴证券研究所

3.1.2. 神经系统疾病与年龄相关度高, 老龄化催生庞大市场需求

电刺激治疗的另一主要应用领域为神经康复, 其适应症主要是针对脑卒中、帕金森等中枢神经或周围神经损伤所致的运动功能障碍, 如偏瘫、肌萎缩、肌力低下、步行障碍、手功能障碍等。在我国的神经康复中, 脑卒中康复最为主要。由于脑卒中愈后存活人群中大多留有不同程度的残疾, 如肢体功能障碍、言语功能障碍、认知功能障碍等, 对脑卒中愈后存活人群积极开展康复治疗极为关键, 是延长其寿命、改善其生活质量的重要方式。

随着社会老龄化和城市化进程加速, 居民不健康生活方式较为普遍, 脑卒中发病率逐年升高, 2018 年已达 1600 万人, 同比增加 11.9%。而中国 65 岁以上人群 2019 年已达 1.76 亿人, 占总人口的比例为 12.6%。随着中国老龄化进程加剧, 预计中国脑卒中患者人群将持续扩大, 为康复医疗带来刚性治疗需求。

图 23: 中国脑卒中患病人数

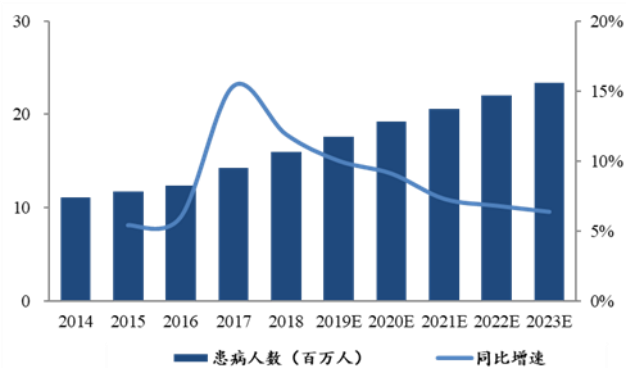
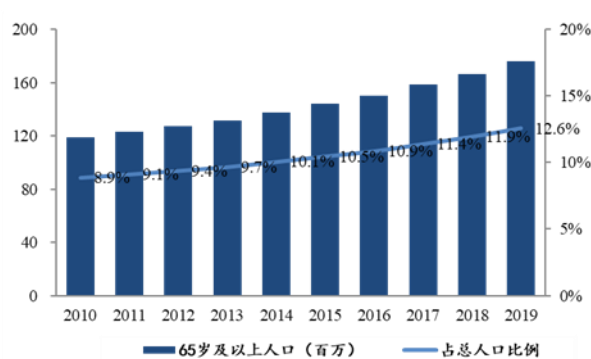


图 24: 中国 65 岁以上人口数量及占总人口比例



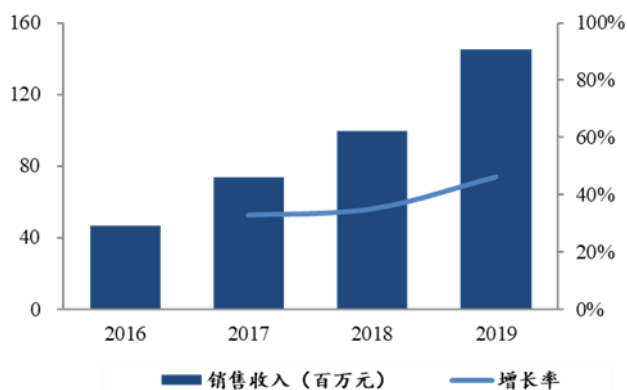
数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.1.3. 公司产品收入快速增长，代理产品比例逐年降低

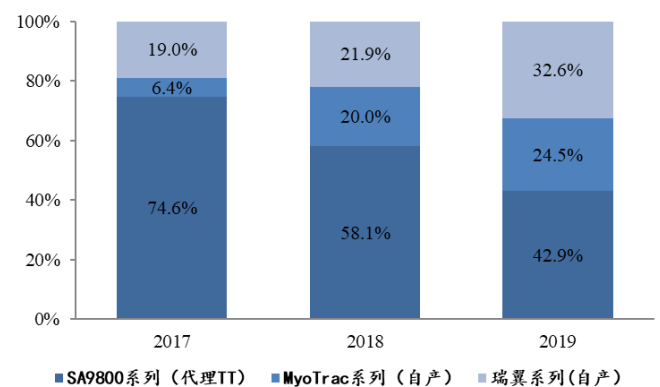
公司电刺激类产品主要包括代理的 SA9800 生物刺激反馈仪、采购 TT 部件后自产的 MyoTrac 系列产品和完全自主生产的瑞翼系列。其中 SA9800 系列产品销售医疗盆底中高端市场、康复市场；MyoTrac 系列产品销售医疗盆底中低端市场、康复市场及院外市场；瑞翼系列产品销售医疗盆底评估市场、便携式产康及康复市场及院外市场。2018 年，公司电刺激类医疗器械产品占有率为 17.31%。2019 年公司电刺激类产品共销售 1.45 亿元，同比增长 46.1%，三年复合增长率高达 46.4%，其中 SA9800 系列、MyoTrac 系列和瑞翼系列在整个电刺激类产品占比分别达到 42.9%、24.5%和 32.6%，自产比例不断升高。

图 25：公司电刺激类产品销售收入



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 26：公司电刺激类产品收入占比

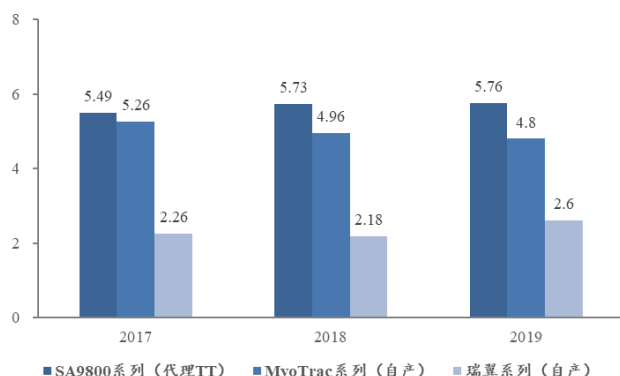


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司于 2020 年推出了 MyOnyx 系列产品，该系列产品的编码器和信号处理器采购自 TT 公司。MyOnyx 系列产品的功能与市场定位覆盖了现有的 SA9800 系列及 MyoTrac 系列，是两款产品的迭代升级，根据公司产品规划，MyOnyx 系列产品未来完全替代 SA9800 系列产品，替代 MyoTrac 系列的院内市场，即 MyOnyx 系列产品未来仅在院内销售，主要聚焦于医疗盆底及脑瘫市场；瑞翼系列产品替代 MyoTrac 系列的院外市场，未来主要聚焦于院外市场。公司在电刺激产品领域将形成 MyOnyx、瑞翼双系列对各细分市场的全覆盖。

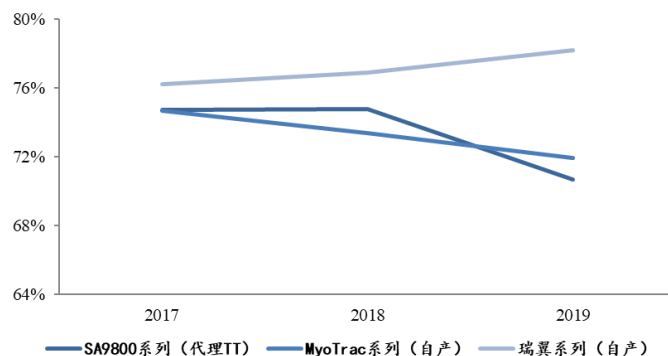
随着公司双系列产品战略的施行，公司自产产品比例将进一步提升，尤其是公司完全自主生产的瑞翼系列尽管定位于低端市场，但是产品毛利率更高，未来有望随着占比升高为公司贡献更多利润。我们认为，未来随着电刺激类市场的持续扩容，公司电刺激类产品收入有望保持 40%以上的复合增长。

图 27：公司电刺激类产品售价（单位：万元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 28：公司电刺激类产品毛利率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 磁刺激类：新型康复技术，市场前景广阔

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。

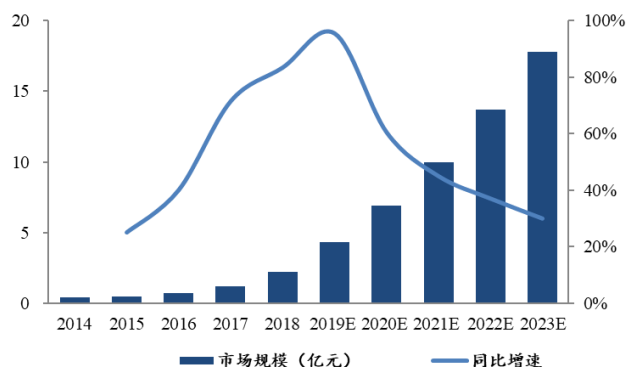
图 29：磁刺激产品图例



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

伴随适应症患者人群不断增长、康复治疗意识的提升、盆底磁刺激等新的临床运用的积极拓宽、行业规范化以及治疗标准化等有利因素的推动，中国磁刺激康复医疗器械市场规模逐渐增长。2018 年，中国磁刺激康复医疗器械市场规模为 2.2 亿元，2014-2018 年复合增长率高达 53.1%。根据弗若斯特沙利文报告，未来行业规模仍将保持 52% 的年复合增长率，2023 年市场规模预计达到 17.8 亿元。

图 30：中国磁刺激康复医疗器械市场规模



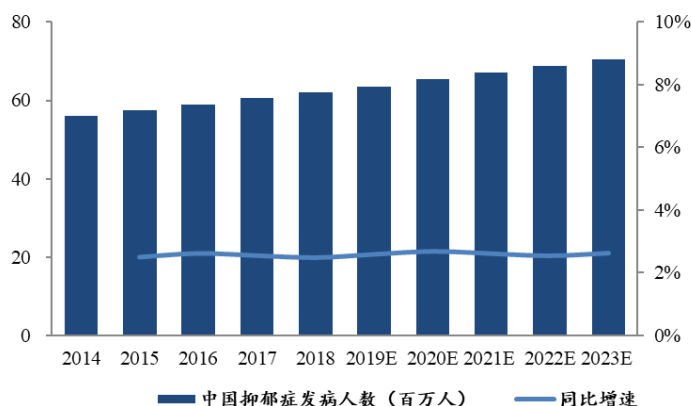
数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

3.2.1. 经颅磁刺激仪市场潜力大，盆底磁刺激优势明显

经颅磁刺激仪主要应用于精神康复和神经康复，适应症包括抑郁症、脑卒中后遗症和帕金森病等。根据弗若斯特沙利文报告，中国 2018 年抑郁症发病人数已达 6200 万人，伴随着现代社会压力加深，国内抑郁症患者预计仍将保持稳定增长，2023 将达到 7050 万人。与庞大患病基数相对的是国内抑郁症患者整体诊断率仍然较低，且以药物治疗为主，因此国内抑郁症治疗市场仍有较大的释放空间。而 2018 年我国脑卒中患病人数已达 1600 万人以上，并呈现发病率逐年提高、患者年轻化的趋势。随着经颅磁刺激在脑卒中康复治疗的应用逐渐成熟，其渗透率将不断提高。

帕金森病康复治疗也是经颅磁刺激仪的主要潜力市场。帕金森病的主要临床症状包括静止性震颤、运动迟缓、肌强直和姿势步态障碍，同时伴有抑郁、便秘和睡眠障碍等非运动症状。应用经颅磁刺激技术可以有效缓解患者的静止性震颤，同时还能改善患者的姿势步态障碍、情绪抑郁、吞咽功能障碍、大小便功能障碍等，可以在药物治疗的基础上大大提高帕金森病患者的康复治疗效果。2018 年我国 65 岁以上帕金森患者人数达到 283.1 万人，弗若斯特沙利文预计 2023 年将达到 345.9 万人，持续增长的帕金森康复治疗市场将为经颅磁刺激仪带来强劲的市场需求。

图 31: 中国抑郁症发病人数



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

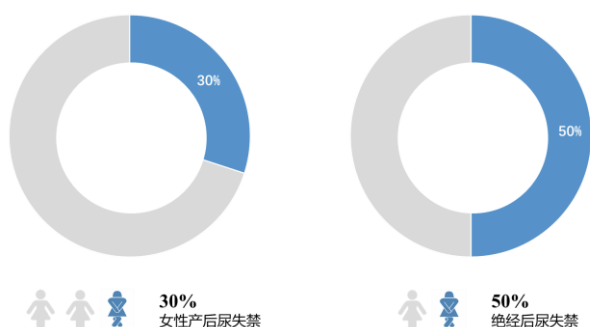
图 32: 中国帕金森患病人数



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

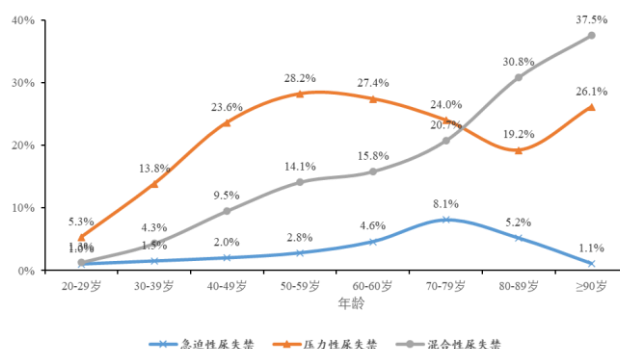
盆底磁刺激仪主要应用于泌尿科、盆底及产后康复和生殖健康等，其中以压力性尿失禁为主。据统计，全球女性中有 30% 的人患有产后尿失禁，50% 的女性患有绝经尿失禁。具体分类来看，中国女性中约有 2.6% 的成年人患有急迫性尿失禁，18.9% 的人患有压力性尿失禁，9.4% 人患有混合性尿失禁，盆底康复医疗需求迫切。与电刺激疗法相比，盆底磁刺激具有高强度、高穿透性、非侵入性、无痛刺激等优势。盆底磁刺激通过盆底磁刺激装置，产生高能聚焦电磁场，能有效穿透空气、皮肤、脂肪、骨骼等，可覆盖全部盆底肌肉群，并对神经肌肉进行无痛刺激，患者无需更衣及内置电刺激探头，大大提高治疗效果和患者的依从性。

图 33: 女性产后尿失禁和绝经尿失禁率



数据来源：《The Definition, Prevalence, and Risk Factors for Stress Urinary Incontinence》，《A Review of the Genitourinary Syndrome of Menopause》，东吴证券研究所

图 34: 中国女性各类型尿失禁患病率



数据来源：《A Population-based Survey of the Prevalence, Potential Risk Factors, and Symptom-Specific Bother of Lower Urinary Tract Symptoms in Adult Chinese Women》，东吴证券研究所

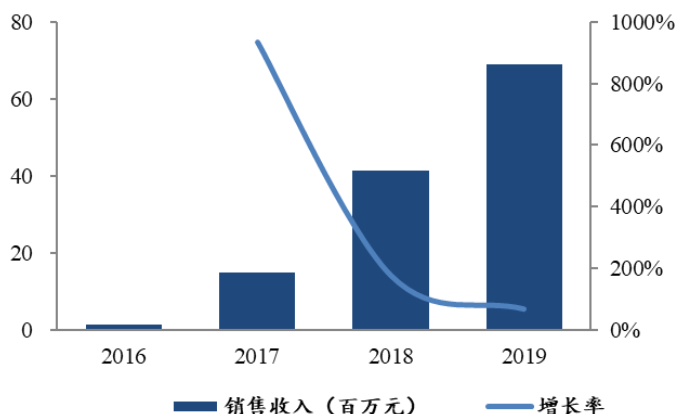
3.2.2. 公司产品收入规模迅速扩大，盆底磁刺激仪占比提升快

公司在 2016 年推出磁刺激类产品，并不断拓展产品型号及应用领域，逐渐获得市

场认可，销售收入不断增长。2018 年，公司磁刺激类医疗器械产品的市场占有率为 18.64%。2019 年公司磁刺激类产品实现收入 6899 万元，同比增长 67%，其中盆底磁刺激仪占比达到 43%，相比 2017 年 14% 的占比有了明显提升。

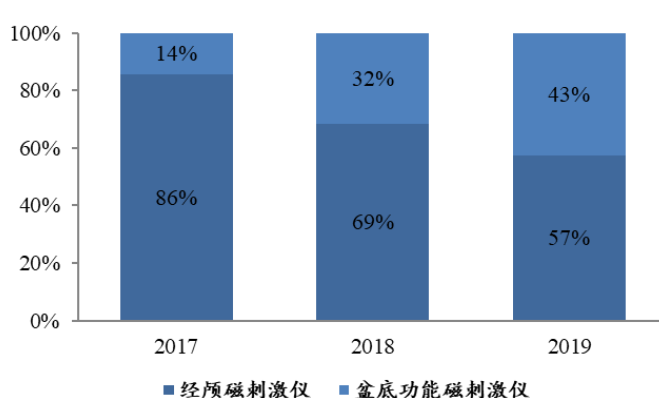
我们认为，随着磁刺激类市场的高速增长，公司磁刺激类产品未来三年内有望保持 40% 以上的复合增速。

图 35：公司磁刺激类产品销售收入



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 36：公司磁刺激类产品收入占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 电生理类：市场集中度低，公司产品稳健增长

电生理产品原理是采集表面肌电信号，对电生理信号进行分析和反馈，产品种类繁多，主要包括表面肌电分析、新生儿脑电分析及生物反馈仪等，被广泛应用于神经康复、精神康复、新生儿科等领域。目前，电生理类医疗器械行业已进入成熟发展时期。

图 37：电生理类图例

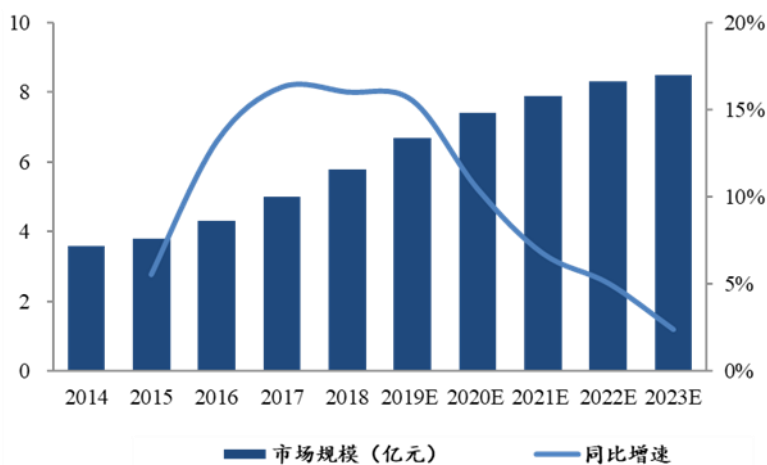


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2018 年中国电生理康复医疗器械市场规模为 5.8 亿元，2014-2018 年复合增长率为

12.5%，根据弗若斯特沙利文预计，2023 年市场规模将达到 8.5 亿元，2018-2023 年复合增长率为 7.9%。

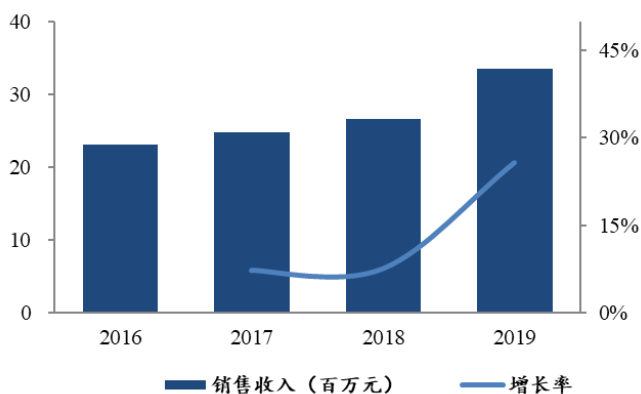
图 38：中国电生理康复医疗器械市场



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

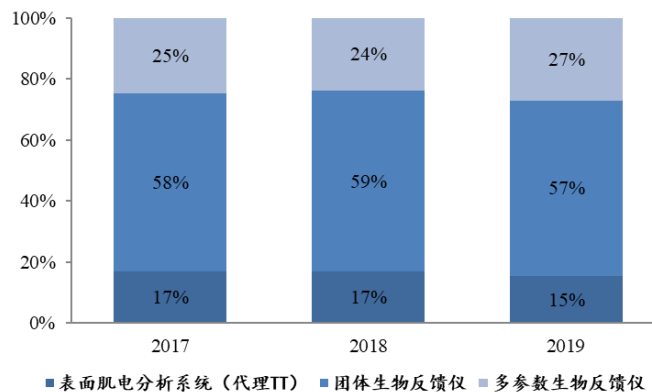
2018 年公司在国内电生理类康复医疗器械市场占比为 4.64%。2019 年公司电生理类产品销售收入为 3350 万元，同比增长 25.83%，其中代理 TT 公司的表面肌电分析系统占比达到 15.4%，自主生产的团体生物反馈仪和多参数生物反馈仪分别占比 57.4%和 27.1%。

图 39：公司电生理类产品收入



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 40：公司电生理类产品收入占比



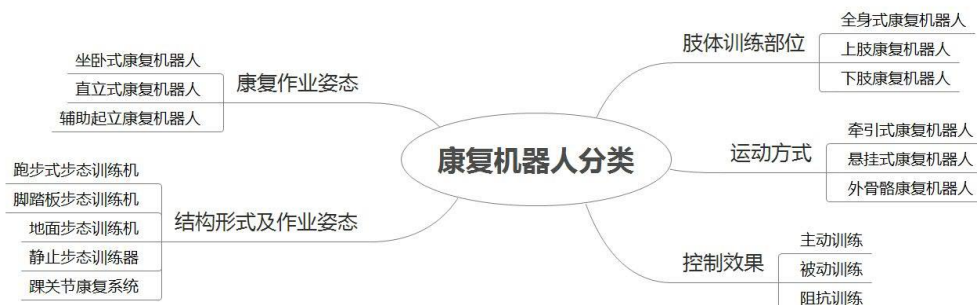
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 布局康复机器人，打开未来成长空间

康复机器人是融合康复医学、机械学、电子学、控制学、计算机科学以及机器人技术等诸多学科为一体，可以实现替代/辅助康复治疗师的职能，帮助病患重塑中枢神经系统，协助患者完成肢体动作的医疗器械。近几年才发展起来的高端康复医疗技术，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，带来回归社会的希望。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。

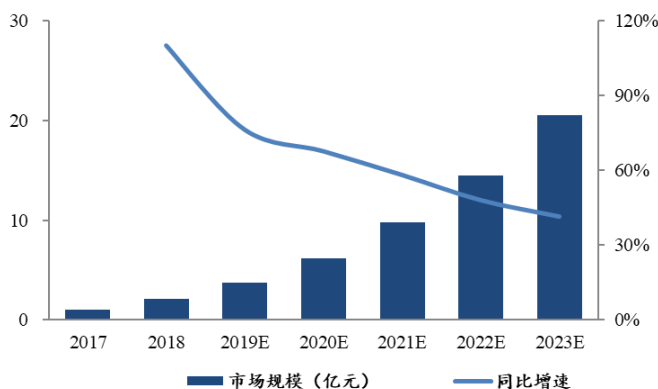
图 41：康复机器人分类



数据来源：《康复机器人研究与应用进展》，东吴证券研究所

根据弗若斯特沙利文报告，中国康复机器人市场自 2017 年起步，2018 年市场规模达到 2.1 亿元，预计将以 57.5% 的年复合增长率增长至 2023 年的 20.4 亿元。

图 42：中国康复机器人市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

近年来公司持续投入建设康复机器人技术平台并已拥有了系列相关技术积累，为公司未来拓展以外骨骼康复机器人为核心的系列运动康复机器人市场奠定了坚实的基础。公司主要开发外骨骼下肢康复机器人、肌力训练机器人、上肢康复训练机器人、床旁康复机器人、智能步行康复减重训练车等康复机器人系列产品，目前多个在研项目正在全力推进中。

表 3：公司康复机器人在研项目

在研项目	主要目标	阶段及进展情况	应用领域
脑卒中康复机器人系统集成与应用	开发脑卒中评估系统，开发训练软件，进行系统集成，形成脑卒中上、下肢康复机器人的产品设计，并进行样机的试制	设计开发	神经康复、骨科康复

脑卒中康复机器人关键技术	研究具有机器视觉精确闭环控制的功能电刺激技术和功能电刺激装置	设计开发	神经康复、骨科康复
外骨骼机器人样机及辅具的产业化试制方法与设备研发	外骨骼机器人本体结构产业化和轻量化制造工艺研究；驱动、传动部件的选配与模块化一体化关节产业化试制工业与制造方法；外骨骼机器人整机的装配工艺与机械装配精度测试；外骨骼机器人步行训练平台、辅具的开发	设计开发	神经康复、骨科康复
外骨骼下肢机器人产品开发项目	开发符合人体工程学的外骨骼下肢康复机器人，协助瘫痪病人完成站立和行走，帮助偏瘫和截瘫病人完成步态康复训练	设计开发	神经康复、骨科康复
智能机器人辅助运动康复解决方案	(1) 开发具有主动、被动、助力、抗阻等多模式肌力训练机器人，协助上下肢功能障碍的病人在无治疗师干预情形下完成肌肉力量恢复训练，提高肌力和关节活动度；(2) 开发具有主动、被动、助力、抗阻等多模式的上肢康复训练机器人，协助上肢功能障碍的病人在无治疗师干预情形下恢复上肢功能，提高生活自理能力；(3) 开发具有主动、被动、助力、抗阻等多模式的床旁康复机器人，帮助偏瘫等下肢功能障碍的病人在早期完成髋关节外展/内收、屈髋/伸髋活动及肌力诱发训练，缩短病人恢复周期	已完成	神经康复、骨科康复
智能步行康复减重训练车	开发具有动态减重功能的智能步行康复减重训练车，减重力动态可调，全电动控制，可实现自动跟随病人，协助偏瘫、截瘫病人、骨科或其他下肢功能障碍病人在无治疗师干预情形下完成减重步行训练	设计开发	神经康复、骨科康复

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

核心假设：

- 1、由于二胎政策放开及中老年盆底康复意识的提升，弗若斯特沙利文预计 2020-2022 年电刺激类市场保持 25.6% 的行业增速，公司作为头部企业，产品竞争力和品牌知名度优势突出，未来三年增速高于行业增速。
- 2、由于盆底康复市场的快速增长，叠加精神康复和神经康复领域渗透率提升，弗若斯特沙利文预计 2020-2022 年磁刺激类市场保持 52% 的行业增速，公司凭借电刺激类产品的渠道优势和协同效应，未来三年复合增速 50%。
- 3、康复机器人 2021 年上市销售，2022 年放量增长。

表 4: 公司收入预测

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	318.87	410.08	613.35	847.21
	增速	53.47%	28.60%	49.57%	38.13%
	毛利率	73.71%	73.55%	73.53%	73.17%
电刺激类	收入	145.34	184.14	274.68	384.55
	增速	46.13%	26.70%	49.17%	40.00%
	毛利率	73.43%	73.00%	73.00%	73.00%
磁刺激类	收入	68.99	93.62	144.88	202.83
	增速	67.25%	35.70%	54.75%	40.00%
	毛利率	83.27%	83.00%	83.00%	83.00%
电生理类	收入	33.50	36.38	46.23	53.16
	增速	25.83%	8.60%	27.08%	15.00%
	毛利率	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
耗材及配件	收入	54.33	73.72	114.09	159.73
	增速	70.26%	35.70%	54.76%	40.00%
	毛利率	62.71%	63.00%	63.00%	63.00%
康复机器人	收入	0	0	5.00	20.00
	增速				300.00%
	毛利率			70.00%	75.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 4.10 亿, 6.13 亿和 8.47 亿元, 归母净利润分别为 1.34 亿、2.02 亿和 2.85 亿元, 对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.96 元、2.96 元和 4.17 元。当前股价对应估值分别为 97X、65X 和 46X。考虑到公司所处康复医疗器械行业高景气度, 尤其是盆底康复领域随着二胎政策的放开和中老年女性盆底康复意识的提升, 正处于快速发展阶段。公司深耕盆底康复领域多年, 未来有望持续高增长。参考可比公司估值和增速, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688050	爱博医疗	203.11	0.89	1.32	1.72	228	154	118
300753	爱朋医疗	33.94	1.09	1.38	1.71	31	25	20
688198	佰仁医疗	96.34	0.83	1.08	1.37	116	89	70
688016	心脉医疗	264.42	2.63	3.55	4.75	101	74	56
300760	迈瑞医疗	317.78	4.82	5.86	7.12	64	53	43
	平均值					108	79	61

数据来源：Wind，东吴证券研究所，股价为 2020 年 8 月 24 日收盘价，除爱博医疗外盈利预测为 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 1、市场竞争加剧风险：目前行业仍处于快速发展阶段，如果市场竞争加剧，可能导致公司盈利不及预期；
- 2、产品研发不达预期风险：公司目前有多个在研项目，尤其是康复机器人对公司未来业绩增长预计有较大贡献，如果产品研发不及预期，可能会导致公司未来收入增长不及预期；
- 3、医疗事故风险：如果未来使用公司产品出现医疗事故，将给公司的产品销售带来较大负面影响；
- 4、新冠疫情出现反复风险：如果未来国内疫情出现反复，将导致康复治疗市场出现萎缩，进而导致公司产品收入不及预期。

伟思医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	282	1,562	1,783	2,048	营业收入	319	410	613	847
现金	244	1,521	1,708	1,964	减:营业成本	84	108	162	227
应收账款	1	1	2	2	营业税金及附加	5	6	9	12
存货	32	35	65	75	营业费用	75	98	147	195
其他流动资产	5	4	9	8	管理费用	54	74	110	136
非流动资产	122	144	217	283	财务费用	1	-16	-34	-36
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	101	110	148	199	加:投资净收益	4	4	4	4
在建工程	0	14	47	61	其他收益	10	10	10	10
无形资产	19	20	21	22	营业利润	115	154	232	327
其他非流动资产	1	1	1	1	加:营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	404	1,706	2,000	2,331	利润总额	115	155	234	328
流动负债	142	154	244	289	减:所得税费用	16	22	33	46
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
应付账款	10	13	22	27	归属母公司净利润	100	134	202	285
其他流动负债	131	141	222	262	EBIT	108	129	186	274
非流动负债	8	8	12	15	EBITDA	116	141	200	295
长期借款	4	4	8	11	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	4	4	4	4	每股收益(元)	1.46	1.96	2.96	4.17
负债合计	149	163	256	304	每股净资产(元)	3.65	22.51	25.47	29.63
少数股东权益	6	5	3	1	发行在外股份(百万 股)	51	68	68	68
归属母公司股东权益	249	1,538	1,741	2,025	ROIC(%)	410.4%	425.5%	341.1%	293.0%
负债和股东权益	404	1,706	2,000	2,331	ROE(%)	38.8%	8.7%	11.5%	13.9%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	73.7%	73.5%	73.5%	73.2%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	31.3%	32.7%	33.0%	33.6%
经营活动现金流	141	144	231	298	资产负债率(%)	36.9%	9.5%	12.8%	13.1%
投资活动现金流	-17	-30	-83	-83	收入增长率(%)	53.5%	28.6%	49.6%	38.1%
筹资活动现金流	-42	1,163	39	40	净利润增长率(%)	57.7%	35.0%	50.6%	40.5%
现金净增加额	82	1,277	187	256	P/E	131.11	97.38	64.57	45.92
折旧和摊销	8	12	15	21	P/B	52.45	8.50	7.51	6.46
资本开支	21	22	73	66	EV/EBITDA	111.00	82.29	56.79	37.78
营运资本变动	38	20	53	35					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>