

翔宇医疗 (688626.SH) 把握康复养老行业机遇，迈入发展快车道

2021 年 05 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

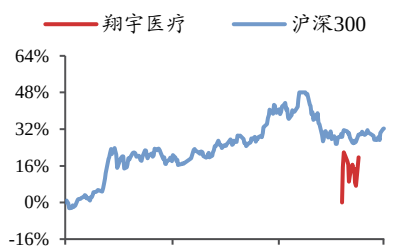
苑建（分析师）

yuanjian@kysec.cn

证书编号：S0790520070009

日期	2021/5/18
当前股价(元)	87.19
一年最高最低(元)	89.80/42.30
总市值(亿元)	139.50
流通市值(亿元)	32.02
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.37
近 3 个月换手率(%)	464.8

股价走势图



数据来源：贝格数据

● **康复医疗器械领军企业，全面覆盖市场需求，首次覆盖，给予“买入”评级**
 公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品、服务的能力，全面覆盖市场需求，拥有较大发展潜能。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.58/3.31/4.26 亿元，EPS 分别为 1.61/2.07/2.66 元，当前股价对应 P/E 分别为 54.0/42.1/32.8 倍，与同类康复医疗器械公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **我国康复医疗器械市场空间广阔，增量空间大，行业集中度低**

根据我们测算，当前我国康复器械需求总量达到约 1287 亿元，已设有康复科的综合医院占比不到 30%，增量市场达到约 906 亿元，增量空间大。康复器械新旧年限 5-8 年，新旧更替将会带来持续的设备投入需求。随着人们康复意识提升，康复治疗需求日新月异，“互联网+”康复医疗的兴起将带来康复器械的新机遇。康复行业政策推动行业快速发展。康复器械赛道厂商众多，市场集中度低，技术创新能力、需求捕捉能力、学术推广能力、渠道拓展与维护能力是企业的核心竞争因素。预计康复器械产品将趋于智能化、网络化、数字集成化、居家化，龙头企业有望率先走向产业链整合道路。

● **翔宇医疗：产品+研发+渠道齐发力领跑康复医疗器械赛道，成长空间大**

翔宇医疗在国产康复医疗器械生产企业中经营规模、利润体量均在赛道领先，商业模式从单一产品生产销售转向康复评定、康复训练、康复理疗产品方面，公司产品线齐全，具备提供康复解决方案的能力，充分受益于医疗机构建设和升级康复中心带来的增量；研发方面，公司建立多个研发中心，与知名高校及其附属医院、科研院所合作，构建完善高效的研发体系，研发实力雄厚；渠道方面，公司构建了国内庞大的销售和售后服务网络，利于新产品快速进入终端市场，带来规模效应。此外，公司新建研究、销售中心，积极布局研发，有望持续推出重磅产品；打造康复医疗设备工业互联网平台，通过平台建设，整合产业链上下游资源，科技赋能康养一体化，成长空间大。

● **风险提示：**综合医院康复科建设低于预期，公司新产品推广不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427	496	647	829	1,065
YOY(%)	19.1	15.9	30.5	28.3	28.4
归母净利润(百万元)	129	196	258	331	426
YOY(%)	60.6	52.2	31.6	28.3	28.4
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	39.9	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	27.0	26.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66
P/E(倍)	108.2	71.1	54.0	42.1	32.8
P/B(倍)	25.5	18.8	14.6	11.0	8.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 翔宇医疗：康复医疗器械赛道引领者	4
1.1、 公司介绍：科技创新推出多系列产品，推行康复一体化服务，产学研用一体，引领康复未来	4
1.2、 股权架构：实控人对公司掌控力强，管理结构稳定	4
1.3、 核心财务数据：多年沉淀获得市场认可，盈利能力逐年提升	5
2、 行业概况：康复医疗前景广阔，器械千亿市场进入掘金期	10
2.1、 康复医学为“四大医学”之一，康复器械是产业的重要组成部分，产品种类繁多	10
2.2、 康复医疗器械潜在市场需求旺盛，赛道景气度高	10
2.3、 我国康复医疗器械增量市场超 900 亿，行业具备增长确定性	11
2.3.1、 我国康复医疗器械增量市场超 900 亿，各级医疗机构有望持续打开康复医疗器械市场	11
2.3.2、 康复设备新旧更替将会带来持续的设备投入需求	13
2.3.3、 康复治疗需求日新月异，为康复医疗器械不断创造新机遇	14
2.4、 政策助力康复医疗体系逐步发展完善，推动行业快速发展	16
2.5、 行业竞争格局：厂商数量众多，行业集中度低	18
2.6、 核心竞争要素：需求捕捉能力、学术推广能力、渠道拓展与维护能力	20
2.6.1、 对于高端产品：技术壁垒拓宽护城河	20
2.6.2、 对于普通产品：产品可仿制，但定位产品需求、学术推广、渠道拓展维护等形成的综合竞争优势难以复制	21
2.7、 行业未来趋势：康复器械产品日趋智能化、网络化、数字集成化、居家化，康复器械企业走向产业链整合道路	22
2.7.1、 康复医疗器械产品正朝着智能化、网络化、数字集成化、居家化方向发展	22
2.7.2、 康复器械企业走向全产业链整合道路	23
3、 产品+研发+渠道，综合实力凸显领跑康复器械赛道	23
3.1、 产品线齐全，设备智能化管理，康复解决方案服务支持，全面覆盖市场需求	23
3.1.1、 产品线齐全，提供覆盖全领域的康复医疗器械产品	23
3.1.2、 关注市场客户需求，为医院提供各个临床专科的康复解决方案	25
3.2、 构建完善高效的研发体系，研发实力雄厚	26
3.3、 强大的渠道销售能力推动技术成果转化为经营成果	28
4、 积极布局产品创新研发、康复一体化解决方案服务，未来增长可期	29
4.1、 实行研发项目储备，新建研销中心，有望持续推出重磅产品	29
4.2、 布局康复医疗前沿领域，打造康复医疗设备工业互联网平台，科技赋能康养一体化	30
5、 翔宇医疗模型拆分及盈利预测	32
5.1、 详细模型拆分	32
5.2、 盈利预测与投资建议	33
6、 风险提示	34
附：财务预测摘要	35

图表目录

图 1：翔宇医疗坚持技术创新，历经多年积淀进入加速发展阶段	4
图 2：实控人对公司掌控力强，管理结构稳定	5
图 3：2017-2020 年公司营业收入 CAGR 13.9%	6
图 4：2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 26.0%	6
图 5：主营的三大康复器械业务收入逐年增长	7

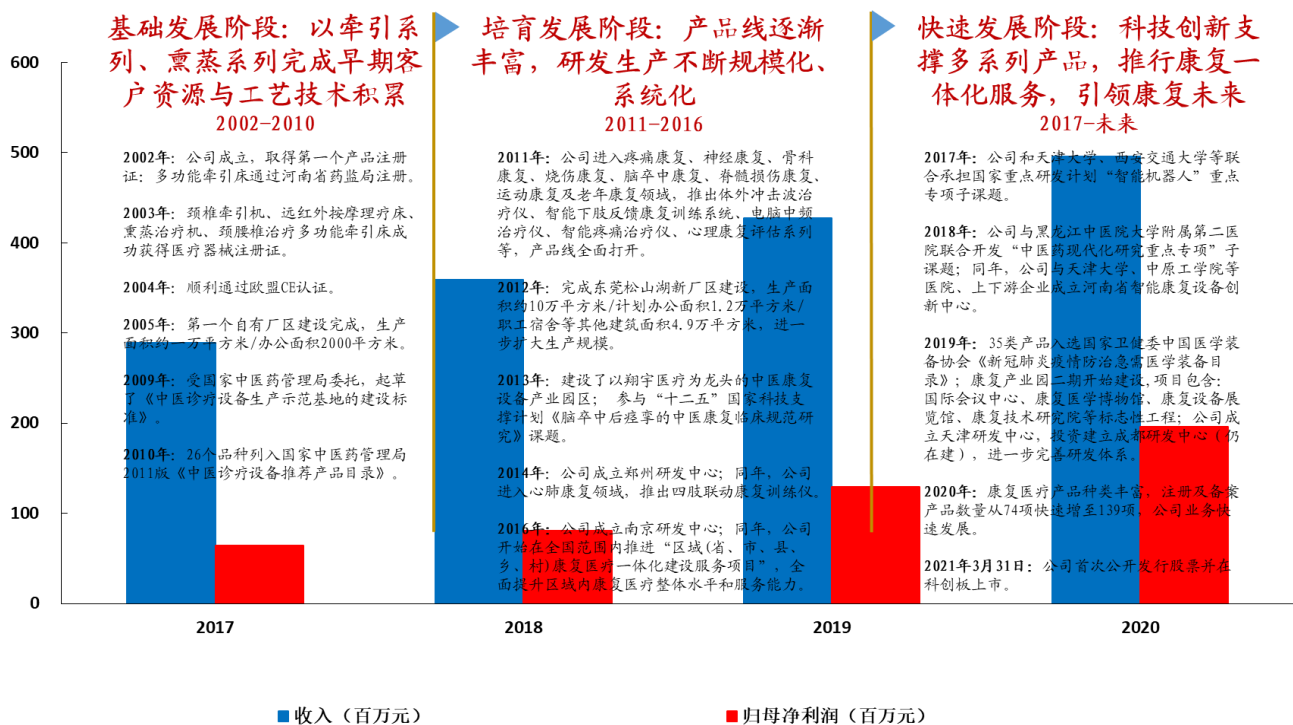
图 6:	2017-2020 年康复训练设备+康复理疗设备毛利贡献超 85%.....	7
图 7:	公司盈利能力逐年提升, 扣非净利率提升明显	7
图 8:	费用率整体维持稳定, 研发投入占比持续提升	8
图 9:	公司在手现金充足	8
图 10:	公司经营活动获取现金的能力较强	8
图 11:	公司应收账款周转率高于医疗器械行业整体平均水平	9
图 12:	公司不断推出新产品的同时存货周转速度维持稳定, 运营能力较强	9
图 13:	预计我国康复医疗器械市场规模大、增速快	11
图 14:	康复专科医院数量呈增长趋势, 康复医疗器械配置需求有望随之提升	13
图 15:	医疗器械折旧期限为 5-8 年, 康复设备新旧更替具有周期性	14
图 16:	“互联网+”康复医疗已逐步应用于临床.....	15
图 17:	医院移动康复管理系统下的康复治疗, 智能化程度高的康复项目执行率较低.....	16
图 18:	分层级、分阶段的康复医疗服务体系不断发展完善.....	17
图 19:	翔宇医疗在国产康复医疗器械赛道经营规模领先.....	19
图 20:	翔宇医疗在国产康复医疗器械赛道盈利规模领先.....	19
图 21:	翔宇医疗产品结构丰富, 毛利率相对偏低	20
图 22:	DJO 研发推出了世界上唯一一款全自动冲击波产品	21
图 23:	EMS 研发的 DolorClast 体外冲击波治疗仪, 冲击波能量密度优势明显	21
图 24:	2020 年伟思医疗盆底磁刺激产品写入国家诊治指南, 带动产品迅速放量	22
图 25:	公司形成了 3 大类, 20 大系列、400 多种自有产品的丰富产品结构	24
图 26:	从单一产品供应向康复解决方案服务转型	26
图 27:	为终端医疗机构提供全方位康复解决方案	26
图 28:	研发中心实行矩阵式管理模式, 使技术与产品得到深度的融合	27
图 29:	公司研发投入逐年提升	28
图 30:	研发团队规模不断扩大	28
图 31:	公司拟于 2 年内完成智能康复设备(西南)研销中心, 拓展市场版图	30
图 32:	医联网通过患者和治疗数据的大数据挖掘, 在线引导科学化、规范化的康复训练	32
图 33:	打通同一医联体内各医疗机构设备信息、患者信息、医生信息通道, 实现康复治疗的区域一体化	32
表 1:	康复器械产品种类繁多	10
表 2:	康复医疗终端受益者众多, 康复器械潜在市场需求庞大.....	11
表 3:	我们预计当前我国康复医疗器械需求总量达到 1287 亿元.....	12
表 4:	我们预计我国康复医疗器械增量市场达到 906 亿元.....	12
表 5:	康复治疗方法不断丰富将对康复器械提出更多临床需求.....	14
表 6:	政策助推行业快速发展	16
表 7:	厂商数量众多, 市场集中度低	18
表 8:	康复医疗器械普通产品性能差异小	21
表 9:	公司 2019 年销量排名前十的产品 7 项入选国家级推荐目录.....	24
表 10:	公司众多产品列入国家级推荐目录, 未来有望持续放量.....	25
表 11:	公司技术研发成果业内领先	28
表 12:	多系列产品在研, 研发储备充足	29
表 13:	翔宇医疗利润模型拆分及预测	33
表 14:	与同类康复医疗器械公司相比, 翔宇医疗具备估值性价比.....	34
表 15:	翔宇医疗盈利预测	34

1、翔宇医疗：康复医疗器械赛道引领者

1.1、公司介绍：科技创新推出多系列产品，推行康复一体化服务，产学研用一体，引领康复未来

河南翔宇医疗设备股份有限公司成立于 2002 年，深耕康复医疗器械领域近 20 年，是具有综合性康复医疗器械研发、生产、销售能力的企业。公司致力于疼痛、神经、骨科、中医、产后、术后、心肺、医养结合等康复领域智能康复设备的自主研发、产销。目前自有产品分为康复评定、康复训练、康复理疗三大门类，共 20 个系列、400 多种，产品结构丰富。公司历经了单个设备的研发生产→科室解决方案→康复医院解决方案&综合医院全院临床康复一体化整体解决方案→（市、县、乡）区域康养一体化的整体转型和业务提升，并已协助部分地区成功打造了康养示范（市）县。公司始终以技术创新为发展的第一驱动力，协助各地打造覆盖全人群、全生命周期的智慧康养服务保障体系，引领康复未来。

图1：翔宇医疗坚持技术创新，历经多年积淀进入加速发展阶段



资料来源：翔宇医疗官网、翔宇医疗公司公告、企查查、开源证券研究所

1.2、股权架构：实控人对公司掌控力强，管理结构稳定

上市后截至目前，公司创始人/实际控制人何永正、郭军玲夫妇通过复健润禾（何永正持股 78.88%，郭军玲持有 21.12%）间接持有公司 56.43%股份；通过安阳启旭（何永正持股 75.69%，郭军玲持股 20.12%）间接持有公司 5.38%股份，此外何永正直接持有公司 5.38%股份，实控人直接+间接持有公司 66.96%股份，对公司掌控能力强。

公司创始人渠道开拓经验丰富，专业知识储备充足，领导能力突出，带领公司

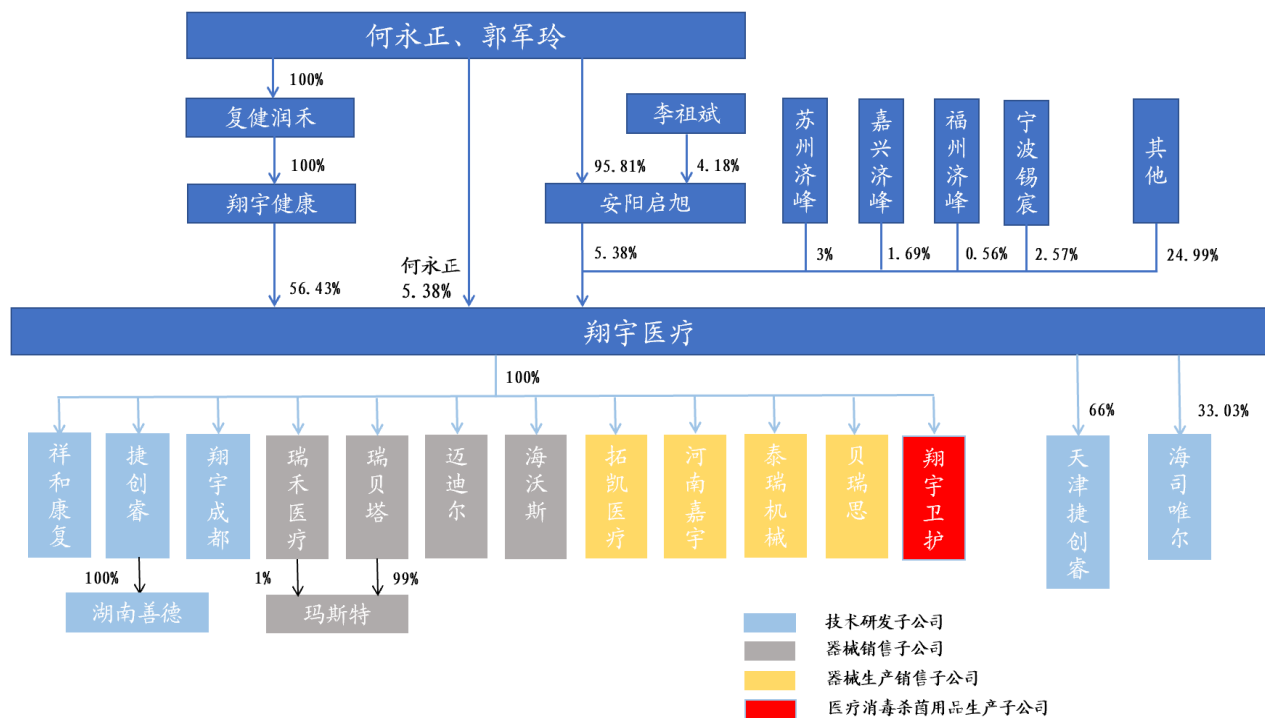
持续扩大经营规模，保持行业领先地位。公司董事长、总经理兼技术总监何永正先生，于2002年开始创业设立翔宇医疗，一直致力于康复事业。早期何永正先生在康复器械产业积累了丰富的渠道拓展经验，对康复医疗器械的临床需求以及行业发展趋势有深刻的洞察。同时，在多年的探索产品与市场需求融合的过程中，何永正先生对康复器械有了更加专业化的研究，作为主要发明人获得授权发明专利3项，2019年受聘担任中原工学院机械工程专业硕士研究生导师。对行业需求和发展趋势的敏锐洞察，也带来了公司商业模式的持续完善，经过多年的经营积淀，公司规模不断扩大，发展成为康复器械行业的领军企业。

李祖斌先生，公司副总经理、董事会秘书、财务总监，2019年2月加入翔宇医疗，为安阳启旭的有限合伙人，通过持有有安阳启旭4.18%股份而间接持有公司0.22%股份。

2018年9月18日，苏州济峰、嘉兴济峰、福州济峰通过增资成为公司股东，三家公司具有股权关联关系，合计持有公司5.25%股份。济峰资本是医疗健康领域知名投资机构，目前其管理基金规模达到12.7亿美元。济峰资本的入股，是对公司未来发展潜力的强有力背书。

翔宇医疗子公司中，贝瑞思专注于残疾人的肢具、假肢等产品；河南嘉宇主要涉及儿童康复领域器械生产和销售；瑞禾医疗经营疼痛、神经和精神康复领域器械生产销售业务；泰瑞机械为公司加工康复器械的机壳、钢架、木质配件等部件等，各子公司都有自己清晰的定位，与翔宇品牌优势互补，强化品牌效应。

图2：实控人对公司掌控力强，管理结构稳定

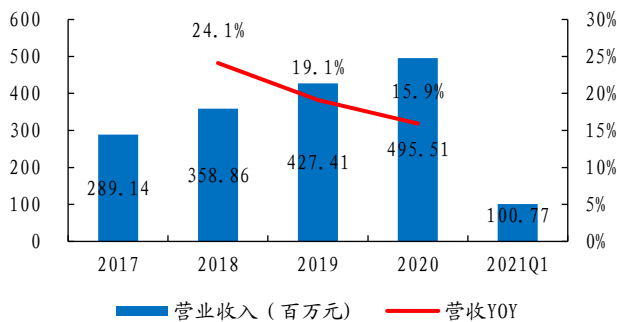


资料来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

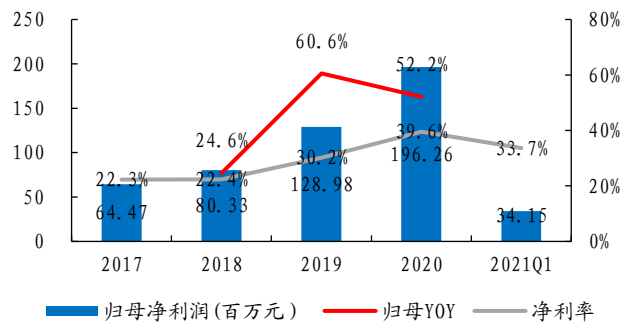
1.3、核心财务数据：多年沉淀获得市场认可，盈利能力逐年提升

公司经过十余年的累积，产品线由单一趋向齐全，产品研发生产不断规模化、系
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

统化，商业模式也从单一的产品销售优化为临床康复和康养一体化解决方案，逐渐得到市场的认可。公司于2017年开始产品种类趋于齐全，覆盖康复中心需要的大部分康复医疗器械，并为部分医院提供了康复科整体解决方案，进入快速发展阶段，营业收入由2017年2.89亿元增长至2020年4.96亿元，CAGR 13.9%，归母净利润由2017年6447万元增长至2020年1.96亿元，CAGR 26.0%。2021年第一季度，公司实现营业收入1亿元，同比增长53.83%；实现归母净利润3415万元，同比增长64.20%，营业收入与归母净利润涨幅较大，主要是由于2020年一季度公司业务受到疫情影响收入减少。

图3：2017-2020 年公司营业收入 CAGR 13.9%


数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

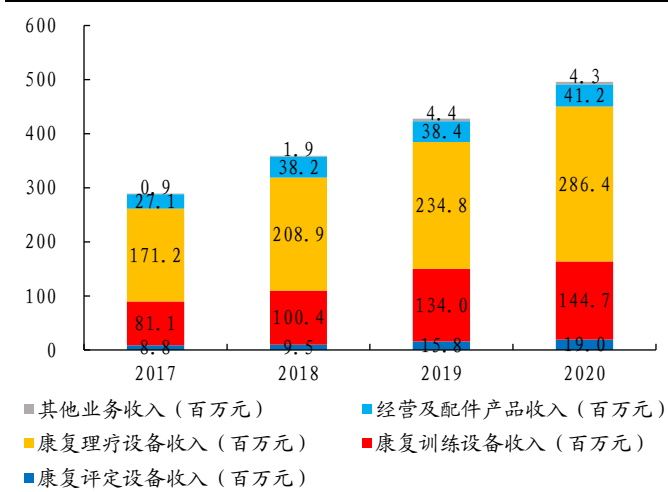
图4：2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 26.0%


数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

2020年，公司主营业务营收占比99%，主要为康复医疗器械产品的生产及销售收入，由公司自产的康复理疗设备、康复训练设备、康复评定设备销售收入，以及外购的经营及配件产品收入（即公司的代理产品、为客户提供整包服务而采购的其他厂家产品、售后服务提供的外购配件所产生的收入）构成。公司其他业务收入主要为公司暂时闲置场地的房屋租赁费、会议费收入以及技术服务收入等，其他业务收入占营业收入的比例约为1%。

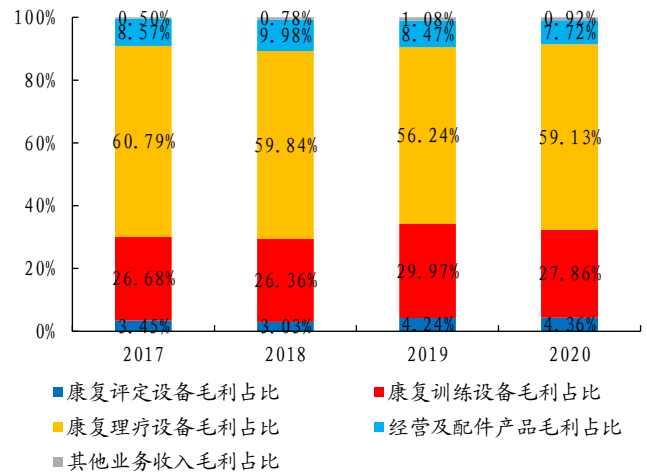
主营的三大康复器械业务收入逐年增长。2020年公司主营的三大康复器械业务均实现增长，其中康复理疗设备收入2.86亿元，同比增长21.9%，占营业收入比重为57.8%；康复训练设备收入1.45亿元，同比增长8.01%，占比29.2%；康复评定设备收入0.19亿元，同比增长19.8%，占比3.8%。公司主营业务持续增长的主要原因系一方面随着国内人口老龄化趋势的加快以及人们生活水平的不断提高对健康意识逐步增强，康复市场需求不断增长；另一方面，近几年公司康复产品线逐渐丰富，公司品牌影响力逐步提升。从毛利来看，公司毛利主要由康复训练设备、康复理疗设备贡献，2017-2020年，康复训练设备+康复理疗设备毛利占比分别为87.48%、86.21%、86.21%、86.99%。

图5：主营的三大康复器械业务收入逐年增长



数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

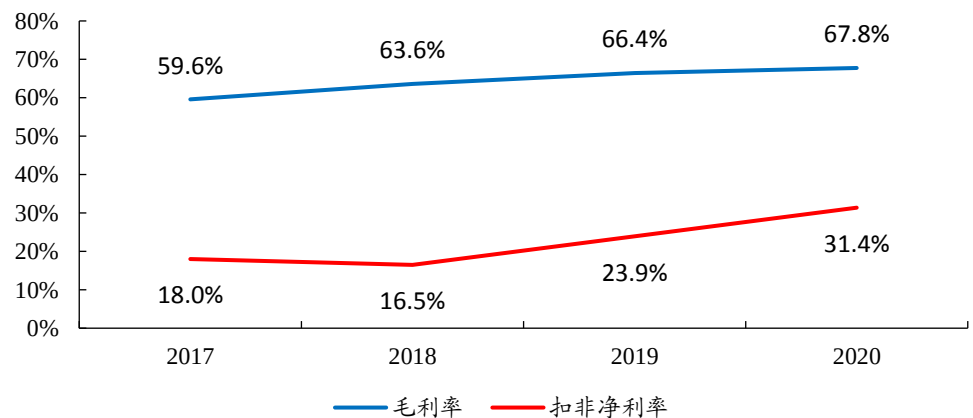
图6：2017-2020 年康复训练设备+康复理疗设备毛利贡献超 85%



数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

毛利率和扣除非经常性损益后的净利率逐年提升，公司盈利能力突出。从毛利率和扣非净利率看，2017 至 2020 年公司毛利率、扣非净利率维持较高水平，总体毛利率水平维持在 60%及以上，一直保持着逐年提升的趋势，主要原因是产品销售结构的优化和单品不断更新升级，随着量产和销售规模的扩大，部分单产品毛利率提升；此外，公司在 2018 年新增分期收款销售模式，同一产品的分期收款业务毛利率较一次回款业务毛利率高。公司扣非净利率近年来提升明显，2020 年扣非净利率达到 31.4%，创 2017 年以来新高。

图7：公司盈利能力逐年提升，扣非净利率提升明显

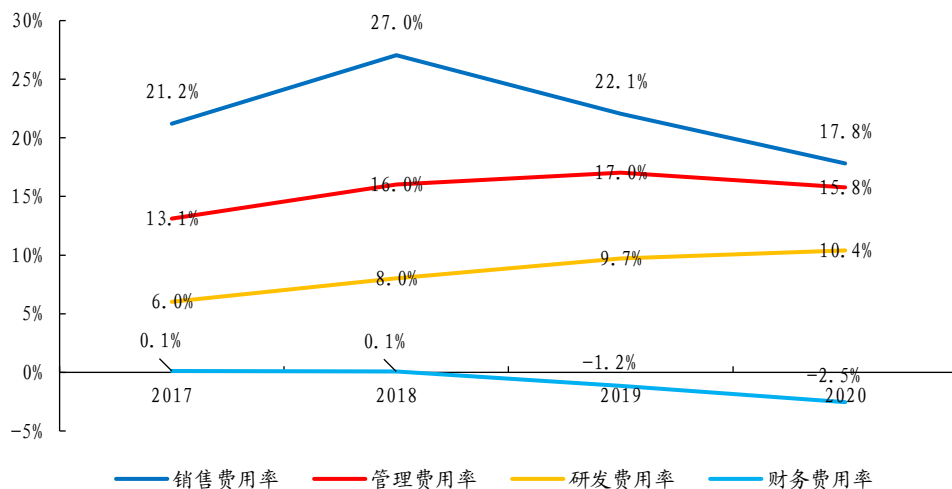


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费用率整体维持稳定，研发投入占比持续提升。从费用率来看，2017 年至 2020 年费用占同期营业收入的比例分别为 34.5%、43.1%、37.9%、31.1%。2018 年销售费用率较高，主要是由于公司 2018 年为增加市场覆盖率，销售人员增加较多所致，2018 年平均销售员工较 2017 年销售人员增加 100 人左右，销售人员职工薪酬 2018 年较 2017 年增加 2232 万元。财务费用占比较小，主要是公司借款较少。2017-2020 年，公司管理费用整体平稳。2019 年、2020 年公司财务费用率为负，主要原

因是存款利息增加。为保持和提升公司技术优势，公司十分注重新产品和新工艺的研发创新，公司研发支出金额持续增加，主要是研发人工和材料投入增长所致。

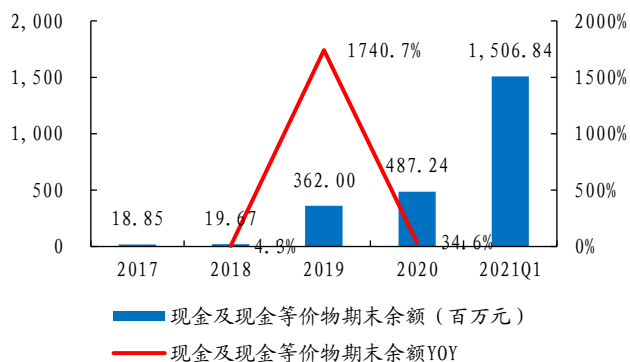
图8：费用率整体维持稳定，研发投入占比持续提升



数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

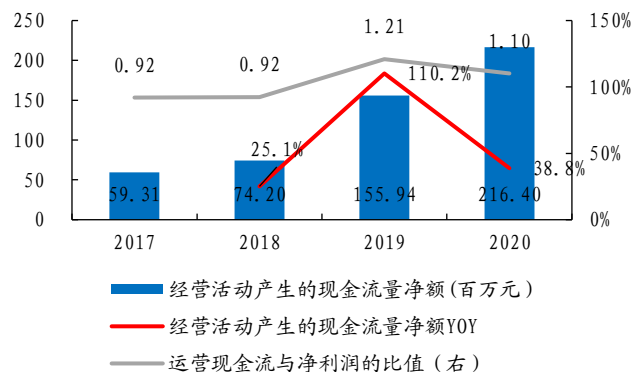
公司经营活动获取现金能力强，支撑未来发展。2020年，公司现金及现金等价物余额达到4.87亿元，2021年第一季度达到15.07亿元，主要系公司首次公开发行股票募集资金到账所致。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额2.16亿元，同比增长38.8%，2019、2020年经营活动现金流量净额与净利润比值大于1，表明公司的净利润质量较高。公司主要采取以预收款为主的模式进行销售，同时每年年末，代理商在年末预付一定的购货款，以供次年购货时使用，先款后货的方式有利于公司维持健康的现金流。公司现金流充足，有利于公司持续内生发展与外延扩张，不断扩大经营规模。

图9：公司现金在手充足



数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

图10：公司经营活动获取现金的能力较强

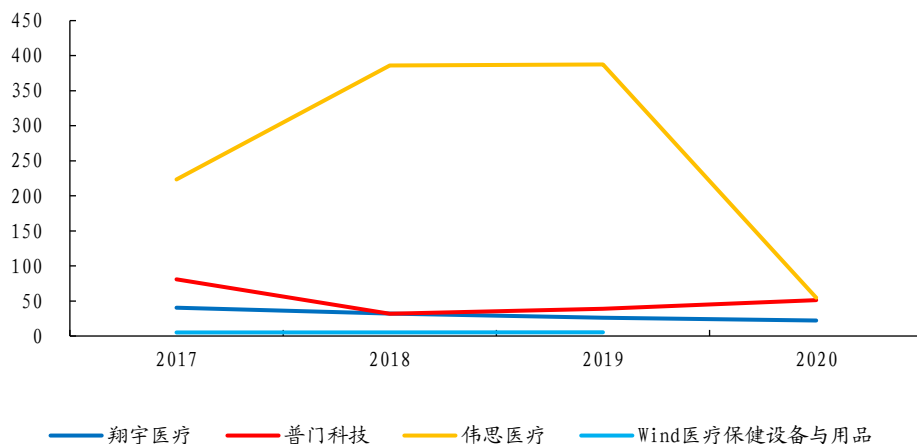


数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

应收账款周转率高于医疗器械行业平均水平，销售回款情况良好。公司与医疗器械行业平均水平相比，应收账款周转率高于医疗器械行业整体平均水平，主要是

由于公司主要采用先款后货的销售模式，销售回款情况良好。2020 年，公司应收账款周转率为 22.12 次，与细分康复医疗器械行业参与者普门科技（51.06 次）、伟思医疗相比（54.72 次），应收账款周转率的差异主要是客户结构差异所致，伟思医疗院外机构客户如月子中心、产康门店等回款较快，2020 年院外机构客户受到疫情影响应收账款周转率降低；而翔宇医疗客户以医院为主；普门科技客户结构与翔宇医疗类似，但由于普门产品线较翔宇相对单一，客户数量相对较少，回款速度较快。

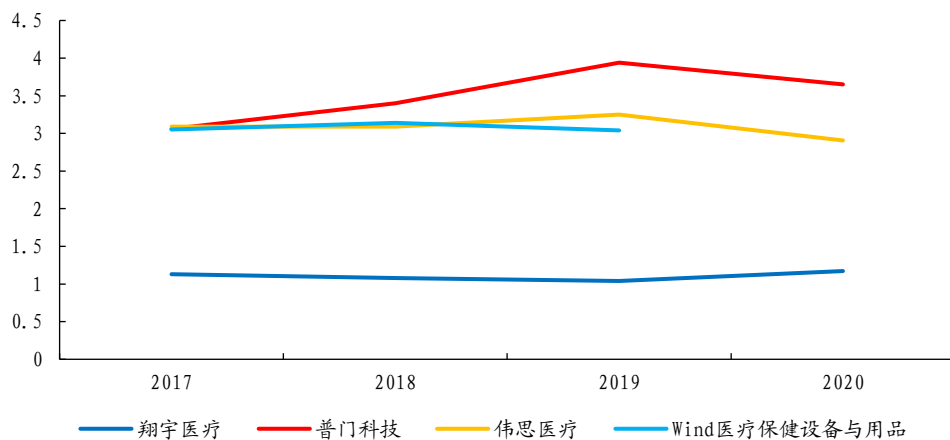
图 11: 公司应收账款周转率高于医疗器械行业整体平均水平



数据来源：翔宇医疗公司公告、Wind、开源证券研究所

公司不断推出新产品的同时存货周转速度维持稳定，体现了公司较强的运营能力。公司存货周转率较低，2020 年存货周转率为 1.17 次，主要原因系相比普门科技和伟思医疗，公司产品种类较多，渠道推广需要一个过程，受公司经营生产模式和公司产品结构特点的影响，公司存货周转相对缓慢，但在公司逐年推出多种新产品的情况下，存货周转速度一直维持在稳定水平，体现了公司较强的运营能力。

图 12: 公司不断推出新产品的同时存货周转速度维持稳定，运营能力较强



数据来源：翔宇医疗公司公告、Wind、开源证券研究所

2、行业概况：康复医疗前景广阔，器械千亿市场进入掘金期

2.1、康复医学为“四大医学”之一，康复器械是产业的重要组成部分，产品种类繁多

康复医学与预防医学、临床医学和保健医学一并被世界卫生组织称为“四大医学”。作为现代医学的重要组成部分，康复医疗服务及康复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。

康复器械指在康复医疗中用于康复训练与治疗、辅助人体功能提高或代偿的器具，广义上即为能够单独或组合使用从而改善功能障碍者功能状况而适配的或专门设计的器具、设备、仪器、技术和软件。康复器械产品种类繁多，按照应用领域的不同，可分为康复医疗器械、康复教育设备和康复辅具等。康复医疗器械指在康复医疗中用于康复评定、训练与治疗、有效改善或恢复患者功能的医疗设备，是康复器械的重要组成部分，也是各级康复医疗机构开展诊疗活动的必备条件；而康复医疗器械按照作用的不同，又可分为康复评定设备、康复训练设备以及康复治疗设备。

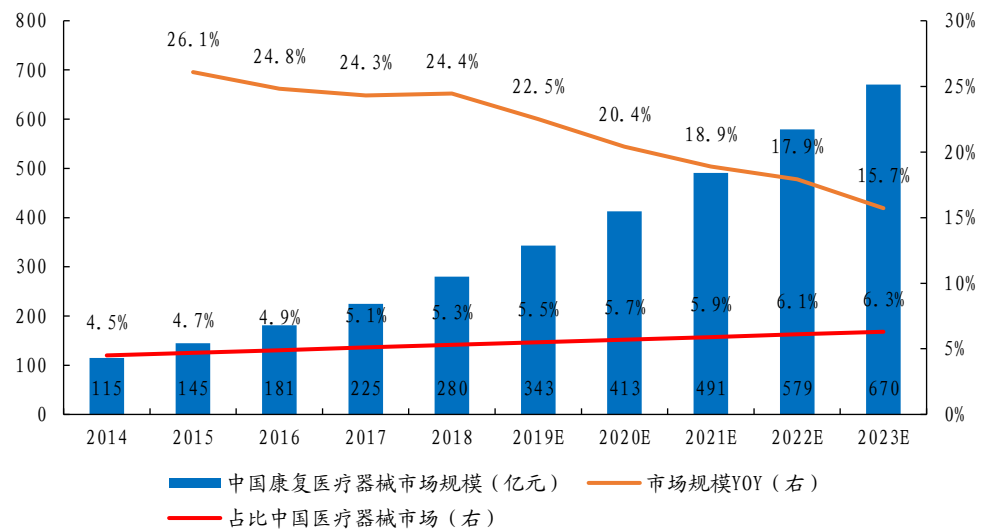
表1：康复器械产品种类繁多

康复器械分类		代表性产品
康复医疗器械	评定设备	认知障碍康复评估训练系统、平衡功能训练及评估系统、语言障碍康复评估训练系统、神经康复功能评定系统、成人康复心理测验系统、角度尺、智能多关节活动度（ROM）评测系统等
	训练设备	运动训练系列：多关节主被动训练仪、四肢联动康复训练仪等；作业训练系列：智能反馈康复训练系统、手关节持续被动活动仪等；吞咽言语训练系列：吞咽神经和肌肉电刺激仪、吞咽喉肌评估训练仪等
	理疗设备	声疗设备、光疗设备、电疗设备、磁疗设备、冷热疗设备、压力疗法设备、水疗设备、牵引设备、熏蒸设备、灸疗设备、按摩疗法设备等
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等
康复辅具		轮椅、假肢、助听器、助视器、无障碍设备等

资料来源：翔宇医疗公司公告、前瞻产业研究院，开源证券研究所

2.2、康复医疗器械潜在市场需求旺盛，赛道景气度高

康复医疗器械市场规模大，增速领先医疗器械行业整体增速。根据 Frost&Sullivan 数据，2014-2018 年，中国的康复医疗器械市场规模（终端口径）从 115 亿元增长至 280 亿元，年复合增长率为 24.9%，增速高于该时期医疗器械行业整体市场 20% 的年复合增长率，并预计 2023 年我国康复医疗器械市场规模将以 19.1% 的年复合增长率增长至 670 亿元。康复医疗器械市场在医疗器械行业整体市场占比也将逐年提升，预计将从 2014 年的 4.5% 增长至 2030 年的 6.3%。

图13: 预计我国康复医疗器械市场规模大、增速快


数据来源: Frost&Sullivan、开源证券研究所

康复医疗终端受益者众多，能够节省不必要的后期治疗费用，康复器械潜在市场需求庞大。我国拥有庞大的老年人群、慢性病患者、残疾人士、重疾人群等需要康复的人群，衍生了较大的康复医疗服务及康复医疗器械需求。随着人口老龄化的加快、慢性病患者数量逐年增加、二胎政策放开后产妇数量的增加及其他因素的推动，我国康复医疗服务及康复医疗器械需求有望持续增长。

表2: 康复医疗终端受益者众多，康复器械潜在市场需求庞大

康复医疗终端分类	终端受益者	市场情况
养老康复市场	老年人	2019 年我国 60 岁以上老年人口 2.54 亿人，失能老人超 4000 万，人口老龄化带来刚性需求
病康复市场	慢性病患者	我国慢性病患者群体 2.6 亿人，80% 需要康复的人群未得到康复治疗
残疾人康复市场慢性	残疾人群	国家统计局第二次全国残疾人抽样调查数据显示我国残疾人总人数为 8296 万人，有康复训练与服务需求的有 2297 万人，其中 1222 万尚未得到基本康复服务
产后康复市场	产后功能障碍者	中国每年约有 1000 余万新生儿降生，并且随着经济持续高速发展及二胎政策放开，产后康复市场随着刚性需要人群大量增加，市场空间将更为广阔
加速康复外科市场	术后功能障碍者	2019 年，我国医疗卫生机构入院手术人次达 6930 万人次。目前对于加速康复外科的推广及普及尚未覆盖每年的手术人次，市场容量远没有饱和
重疾康复市场	重疾人群	2019 年，公立医院因恶性肿瘤、心脑血管病、各种严重肾病、肝病以及接受器官移植等出院患者至少在 1000 余万人次以上

资料来源: 翔宇医疗公司公告、国家卫健委、国家统计局、开源证券研究所

2.3、我国康复医疗器械增量市场超 900 亿，行业具备增长确定性

2.3.1、我国康复医疗器械增量市场超 900 亿，各级医疗机构有望持续打开康复医疗器械市场

根据国家卫健委数据，截至 2019 年，全国共设立综合医院 19963 家，其中三级综合医院 1502 家，二级综合医院 4785 家，一级综合医院 4785 家，未评级综合医院

5466 家；2019 年我国康复专科医院 706 家。

在康复医疗器械投入方面，根据翔宇医疗招股说明书数据，三级综合医院建设康复科需要 2000 万元；二级综合医院建设康复科大约需要 500-1000 万元，取平均值 750 万元作为二级医院康复科设备投入；一级综合医院、未评级综合医院规模较小，估算康复医疗器械投入分别为 500 万元、300 万元；在我国康复医疗体系中，康复专科医院与二级综合医院均属于康复稳定期医疗机构，属同一层级，因此估算康复专科医院康复医疗器械投入与二级综合医院一致，为 750 万元。目前我国三级医院康复体系中，康复医疗资源主要集中在综合医院及专科医院，基层医疗中心康复医疗资源较少，器械投入较小。

按照每家医院需购置康复医疗器械费用计算，我们预计当前我国康复医疗器械需求总量达到约 1287 亿元，市场需求旺盛。

表3：我们预计当前我国康复医疗器械需求总量达到 1287 亿元

	三级 综合医院	二级 综合医院	一级 综合医院	未评级 综合医院	康复 专科医院
机构数（所）	1502	4785	8210	5466	706
平均每家医院设备投入（万元）	2000	750	500	300	750
康复医疗器械需求（亿元）	300	359	411	164	53
康复医疗器械需求合计（亿元）	1287				

数据来源：国家卫健委、翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

注：医院设备投入为医院进货价

根据翔宇医疗招股说明书，我国已设有康复医学科的综合医院占比约不到 30%，考虑到评级较高的综合医院康复科渗透率更高，假设三级、二级、一级、未评级综合医院设立康复科占比分别为 35%、30%、20%、20%。我们预计我国康复医疗器械增量市场达到约 906 亿元，市场空间广阔。

表4：我们预计我国康复医疗器械增量市场达到 906 亿元

	三级 综合医院	二级 综合医院	一级 综合医院	未评级 综合医院
机构数（所）	1502	4785	8210	5466
未设立康复科占比	65%	70%	80%	80%
未设立康复科机构数（所）	976	3350	6568	4373
平均每家医院设备投入（万元）	2000	750	500	300
康复医疗器械需求（亿元）	195	251	328	131
康复医疗器械需求合计（亿元）	906			

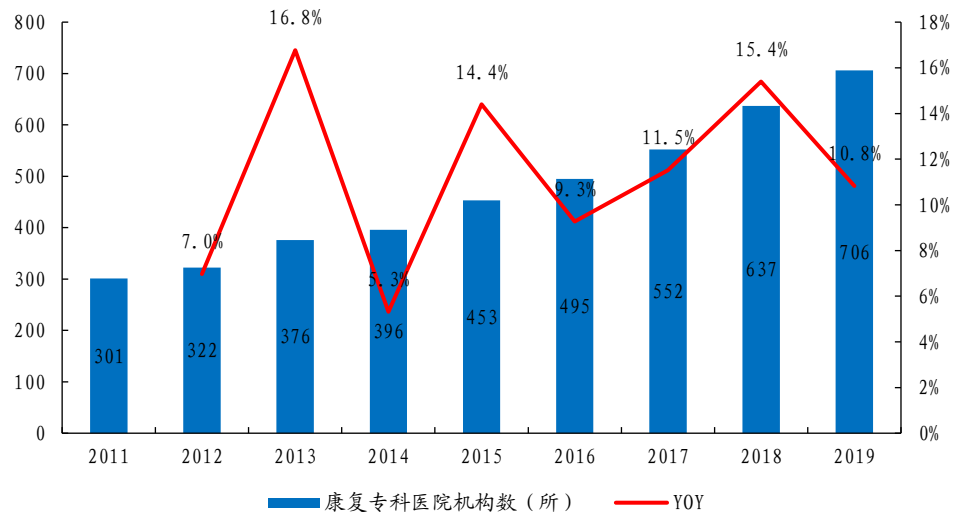
数据来源：国家卫健委、翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

注：未设立康复科占比为估算；医院设备投入为医院进货价

各级医疗机构有望持续打开康复医疗器械市场。综合医院端，我国政策规定二级及以上综合医院须设立开设康复医学科，但目前我国已设有康复医学科的综合医院占比约不到 30%，未来各级综合医院新设康复医学科需要配置大量康复医疗器械；康复专科医院端，根据国家卫健委数据，2011-2019 年我国康复专科医院数量从 301

家增长至 706 家，CAGR 11.2%，机构数呈增长趋势，叠加政策利好、国民康复理念提升等因素影响，预计未来我国将有更多康复专科医院得到新建，新增大量康复医疗器械配置需求；基层康复医疗机构端，近年来随着分级诊疗的政策深入，国家颁布的多项政策使康复理念更深一步地走向基层，鼓励更多的社会力量兴办康复医疗中心等机构，预计也将带来康复医疗器械的需求增长。

图 14：康复专科医院数量呈增长趋势，康复医疗器械配置需求有望随之提升



数据来源：国家卫健委、开源证券研究所

2.3.2、康复设备新旧更替将会带来持续的设备投入需求

财政部、原卫生部联合发布的《医院财务制度》，对我国医院固定资产折旧年限做了明确规定，其中用于诊疗的专用设备折旧年限 5-8 年。康复医疗器械作为专用设备，品种繁多，覆盖了物理治疗及体疗设备、中医仪器设备等多个类别，折旧年限亦在 5-8 年范围内，设备新旧更替具有周期性，将会带来持续的设备更新需求。此外，当前我国康复医疗设备陈旧，亟需替旧图新。据公司官方公众号数据，综合医院超过 49.6% 康复设备陈旧。随着我国康复医疗产业的兴起，医疗机构将更加重视对康复医疗设备生命周期的管理，提升设备投入用于更新旧设备、配置先进设备，以保障康复设备的配置与诊疗的效率与效果，更好地满足患者康复需求。

图15：医疗器械折旧期限为 5-8 年，康复设备新旧更替具有周期性

医院固定资产折旧年限表		
设备分类名称	折旧年限	备 注
二、专用设备		
1. 医用电子仪器	5年	心、脑、肌电图、监护仪器、除颤器、起搏器等
2. 光学仪器及窥镜	6年	验光仪、裂隙灯、手术显微镜、内窥镜等
3. 医用超声仪器	6年	超声诊断仪、超声手术刀、超声治疗机等
4. 激光仪器设备	5年	激光诊断仪、激光治疗仪、激光手术设备等
5. 医用高频仪器设备	5年	高频手术、微波、射频治疗设备等
6. 物理治疗及体疗设备	5年	电疗、光疗、理疗、生物反馈仪等
7. 高压氧舱	6年	
8. 中医仪器设备	5年	脉相仪、舌色相仪、经络仪、穴位治疗机、电针治疗仪等
9. 医用磁共振设备	6年	永磁型、常导型、超导型等
10. 医用X线设备	6年	X射线诊断、治疗设备、CT、造影机、数字减影机、X光刀
11. 高能射线设备	8年	医用加速器、放射治疗模拟机等
12. 医用核素设备	6年	核素扫描仪、SPECT、钴60机、PET等
13. 临床检验分析仪器	5年	电泳仪、色谱仪、生化分析仪、血氧分析仪、蛋白测定仪、肌肝测定仪、酶标仪等
14. 体外循环设备	5年	人工心肺机、透析机等
15. 手术急救设备	5年	手术床、麻醉机、呼吸机、吸引器等
16. 口腔设备	6年	牙钻、综合治疗台等
17. 病房护理设备	5年	病床、推车、婴儿暖箱、通讯设备、供氧设备等
18. 消毒设备	6年	各类消毒器、灭菌器等
19. 其他	5年	以上未包括的医药专用设备

资料来源：财政部、原卫生部

2.3.3、康复治疗需求日新月异，为康复医疗器械不断创造新机遇

不断丰富的康复治疗手段以及多元化的康复需求将持续对康复医疗器械产生诉求。在我国康复医疗产业萌芽初期，中医针灸、按摩、理疗作为传统的康复项目是康复医疗较为主流的治疗方式。随着康复医学科受到国家重视，政策的鼓励和财政的支持带动了康复医疗机构的建设，国际先进的康复治疗方法得到引进，单一的针灸、按摩治疗手段不断丰富，发展出了运动疗法、作业疗法、物理治疗等多种治疗方法，随之衍生出了基于不同治疗手段的设备需求以辅助治疗。未来随着人民生活水平和健康意识不断提升，康复理念日渐深入人心，将会产生更加多元化的康复治疗需求，对康复医疗器械也会产生更加多样化的需求；翔宇医疗 SKU 丰富，利于医疗机构一站式采购。

表5：康复治疗方法不断丰富将对康复器械提出更多临床需求

治疗方法	具体内容
运动疗法	用于恢复偏瘫患者的运动功能，主要是一对一（即一个康复治疗师对一个患者）的手法治疗。治疗方法是根据中枢神经发育学原理，通过易化和促通技术恢复患者的运动和感觉功能，抑制异常运动和反射。也配合使用一些运动器械

治疗方法	具体内容
	促进患者的运动能力。
作业疗法	是针对上肢运动能力、协调性和手的精细活动进行的康复治疗，目的是恢复患者的日常生活活动能力。
物理治疗	如功能性电刺激、生物反馈治疗和相应的理疗，改善偏瘫肢体的肌肉和循环问题。
言语治疗	对伴有言语功能障碍的患者进行治疗，以改善患者的言语沟通能力。
心理治疗	脑卒中偏瘫患者常伴有抑郁、焦虑情绪，需要给予适当的心理干预。
康复工程	对于偏瘫肢体可以配置适当的矫形支具，以阻止肢体变形，辅助功能活动。
康复护理	患者发病早期或卧床期的肢体功能位摆放和被动活动，预防呼吸道、泌尿道和胃肠道的并发症等。

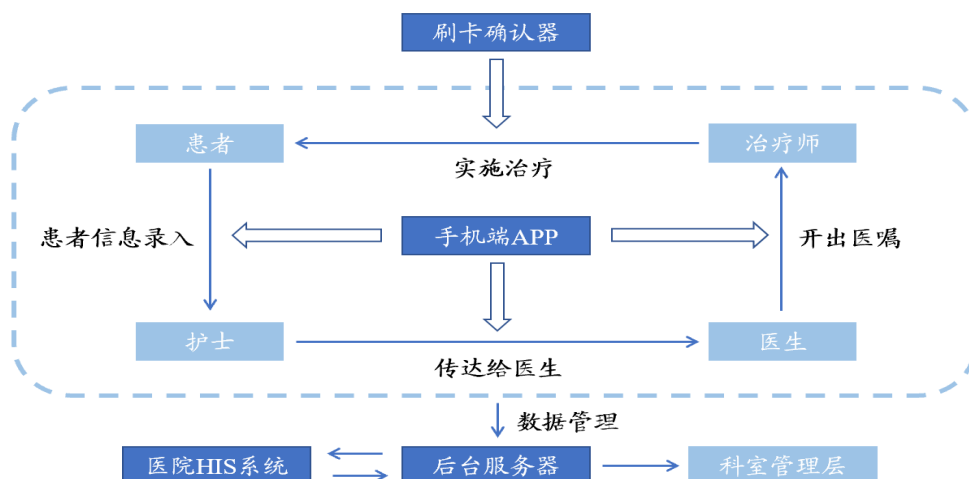
资料来源：丽水市中心医院官网、开源证券研究所

“互联网+”康复医疗的兴起将带来康复医疗器械的新机遇。近年来“互联网+”浪潮席卷医疗行业，在康复医疗行业应用场景不断增加，“互联网+”康复医疗可以让患者更便捷地完成康复训练，通过移动端将患者与康复师、康复医院、康复设备连接，便捷地实现专业的康复服务。

当前我国已有部分医院为了更好地开展康复治疗服务、提升患者的满意度，组成软件研发团队，将现代化的信息技术与康复治疗管理相结合，自主研发了康复治疗管理系统并应用于临床工作中。在医院利用移动互联网进行康复治疗的实践中，存在一些问题，例如需要智能化程度较高设备治疗的仪器平衡功能训练以及情景模拟训练，出于医院康复治疗设备陈旧等原因，康复治疗的执行率则相对较低¹，预计医院将增加设备投入引进智能化程度更高的康复设备以提升医院康复治疗的执行率。

随着我国老龄化趋势日益加深，康复医疗在政策层面利好以及移动互联网、机器人技术等新兴技术快速发展，在“互联网+”大背景下成长的康复医疗将具有广阔的空间，也将对康复医疗器械释放新的需求。

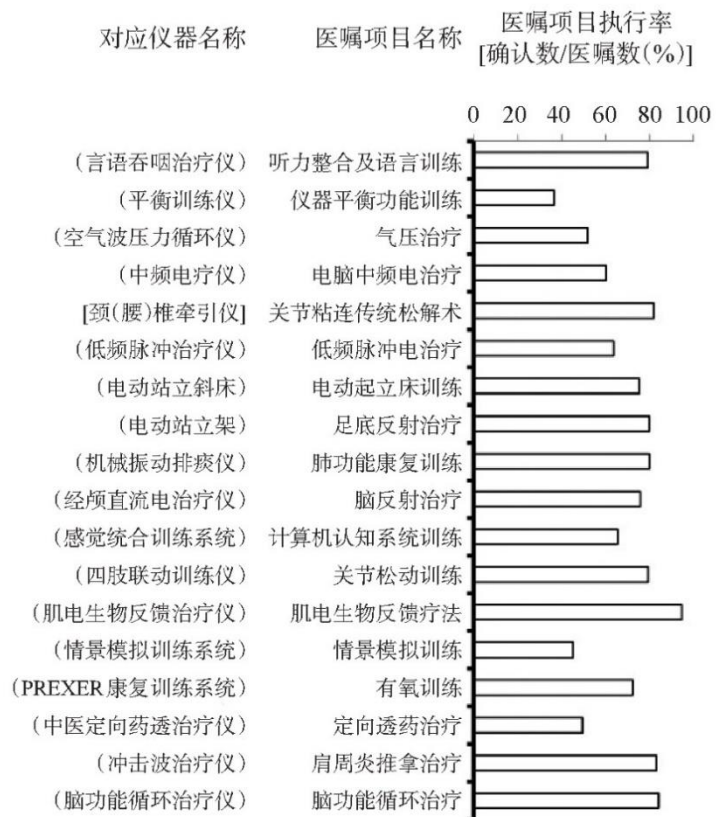
图16: “互联网+”康复医疗已逐步应用于临床



资料来源：《利用移动互联网技术提升康复医疗管理——新型康复管理系统的应用与探索》、开源证券研究所

¹吕星,阮双喜,万力,余飞,王玉龙.利用移动互联网技术提升康复医疗管理——新型康复管理系统的应用与探索[J].中国康复医学杂志,2020,35(12):1499-1502.

图17: 医院移动康复管理系统下的康复治疗, 智能化程度高的康复项目执行率较低



资料来源:《利用移动互联网技术提升康复医疗管理——新型康复管理系统的应用与探索》

2.4、政策助力康复医疗体系逐步发展完善, 推动行业快速发展

康复行业政策上升至国家战略, 具备政策引导优势。2015 年开始, 国务院陆续发布了《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015—2020 年)》、《关于促进医药产业健康发展的指导意见》等政策。2020 年国家卫生健康委、国家中医药管理局、国家体育总局、国家医疗保障局、中国残疾人联合会和中央军委后勤保障部卫生局等六部委发布《关于印发中医药康复服务能力提升工程实施方案(2021-2025 年)》政策。

表6: 政策助推行业快速发展

政策方向	年份	发布单位	政策名称	内容
服务能力提升	2011	原卫生部	《综合医院康复医学科建设与管理指南》	1、二级及以上综合医院应当独立设置科室开展康复医疗服务, 并配置标准化的康复医疗器械;
	2012	原卫生部	《综合医院康复医学科基本标准(试行)》	2、康复医院配置标准化的康复医疗器械及相应床位等;
	2012	原卫生部	《康复医院基本标准(2012 年版)》	3、康复医疗中心及医养结合机构等机构配置标准化的康复医疗器械及相应床位等;
	2017	原卫计委	《康复医疗中心基本标准(试行)》	4、社区卫生服务中心和乡镇卫生院能够开展基本康复医疗服务
	2019	卫健委等	《医养结合机构服务指南(试行)》	
	2017	国务院	《国务院关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知》	未来要完善治疗—康复—长期护理服务链, 发展和加强康复等接续性医疗机构
	2020	卫健委等	《中医药康复服务能力提升工程实施方案	到 2025 年, 依托现有资源布局建设一批中医康复中心,

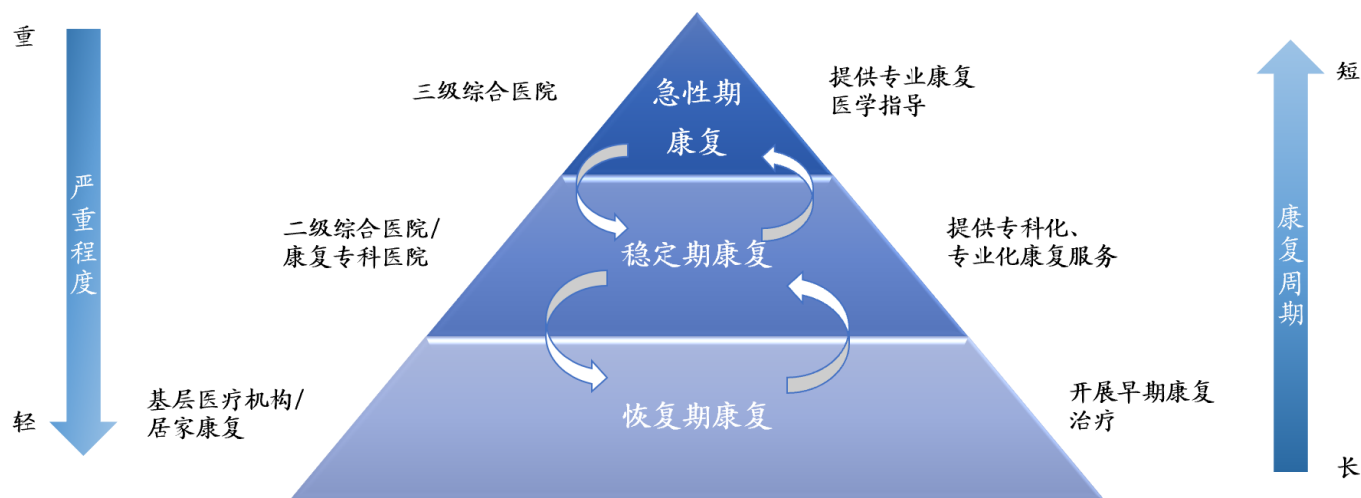
		(2021-2025)》	三级中医医院和二级中医医院设置康复(医学)科的比例分别达到 85%、70%
医保报销	2010	人社部等《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》	将 9 项以残疾人为主的康复医疗项目纳入医保
	2016	人社部等《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》	康复医疗领域医保支付项目增加 20 项, 报销项目从物理治疗延伸至各项治疗性项目和康复评定项目
研发促进	2018	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知》	推进医疗器械国产化, 促进创新产品应用推广
	2020	卫健委等《中医药康复服务能力提升工程实施方案(2021-2025)》	研发、熟化康复设备。对康复新设备、新产品进行临床验证和应用研究, 在确保患者得到安全有效的康复治疗的同时, 通过临床应用研究, 优化康复新设备、新产品, 加快科研成果转化

资料来源: 翔宇医疗公司公告、各单位官网、开源证券研究所

医保覆盖康复项目从 9 项增加至 29 项, 范围扩大, 推动消费需求释放。自 2010 年人社部等发布《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》, 将 9 项以残疾人康复为主的康复医疗项目纳入医保到 2016 年人社部等发布《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》, 医保报销的康复项目增加到 29 项, 覆盖人群从残疾人为主扩大到了各类患者, 康复领域从主要为肢体障碍扩大到肢体障碍、精神障碍、言语障碍、听力障碍等范围。医保覆盖范围的扩大直接推动了消费需求的释放, 间接推动医院布局前期忽视的康复治疗领域的发展。

康复医疗体系逐步发展完善, 弥补供需缺口。我国已初步建立分层级、分阶段的康复医疗服务体系: 一是急性期, 康复在三级综合医院, 以疾病急性期患者为主, 立足开展早期康复治疗, 及时下转患者; 二是稳定期, 康复在康复医院或者以康复为主的二级综合医院, 以疾病稳定期患者为主, 提供专科化、专业化康复服务; 三是恢复期, 康复进入社区、基层医疗机构, 以疾病恢复期患者为主, 为患者提供专业康复医学指导。我国康复医疗资源供给存在缺口, 医疗体系存在广阔的发展空间, 国家政策支持引导, 有望促进体系不断规模化、系统化发展, 拉动康复医疗服务和康复医疗设备的需求持续增长。

图18: 分层级、分阶段的康复医疗服务体系不断发展完善



资料来源: 翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

2.5、行业竞争格局：厂商数量众多，行业集中度低

康复医疗器械行业在我国起步时间较晚，属于近年来新兴的医疗领域，**康复医疗器械产品种类繁多，厂商数量众多，行业呈现企业林立的局面，市场集中度较低。**

从竞争格局来看，康复器械行业品种众多，国内市场的高端康复器械主要被国外垄断，进口产品占主流，目前我国国产康复医疗器械产品仍以仿制为主，缺乏有自主知识产权的高端康复器械。近年来少数国产康复医疗器械生产企业凭借在细分领域的长期技术和渠道积累，面对迅速扩容的细分市场领域，不断推出符合市场需求的产品，逐步提升市场占有率及品牌美誉度，在细分领域出现了一批优秀企业。

国外主要康复器械生产企业有 DJOGlobal,Inc.（总部美国，母公司已上市）、BTLCorporate（总部英国，未上市）、OGWellnessTechnologiesCo.,Ltd（总部日本，未上市）等，国内主要康复器械生产企业有已上市的河南翔宇医疗设备股份有限公司、深圳普门科技股份有限公司、南京伟思医疗科技股份有限公司以及未上市的广州龙之杰科技有限公司（诚益通子公司）等。

从经营规模看，翔宇医疗产品覆盖康复领域广泛，产品线齐全，经营规模业内领跑，2020 年营业收入、净利润在国产企业中排名第一；从盈利能力来看，相比竞争对手产品体系较为集中，毛利率较高，盈利能力突出；从产品来看，翔宇医疗产品进入国家相关目录的产品数量优势明显，获得医疗器械产品注册证数量处于业内领先地位。

表7：厂商数量众多，市场集中度低

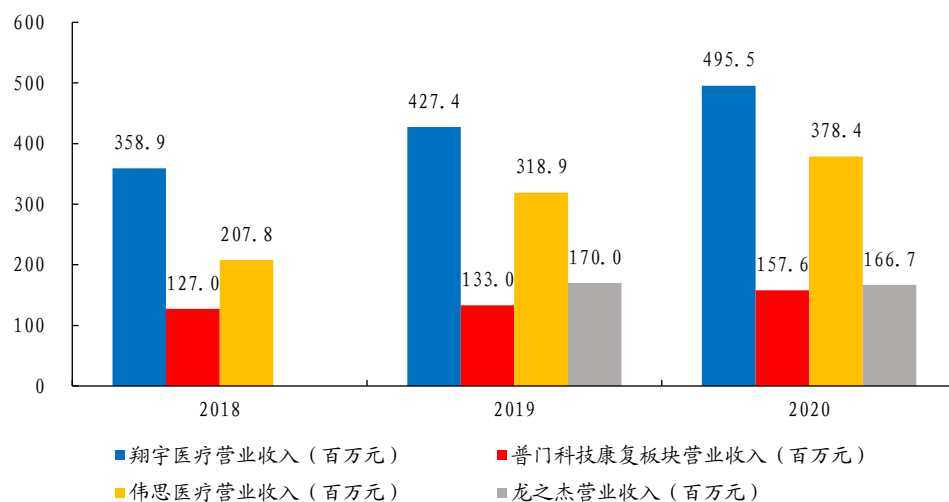
项目/公司	翔宇医疗	普门科技	伟思医疗	龙之杰
主营业务	提供康复医疗器械领域的全系列产品和服务，致力于疼痛康复、神经康复、骨科康复、产后康复、医养结合等领域智能康复设备的自主研发、生产、销售和服务，目前是行业内少数能够提供全品类康复医疗器械产品、一体化康复解决方案及专业技术支持服务的综合型企业之一	专注于治疗与康复解决方案和体外诊断产品线的开发及技术创新，目前主营业务为治疗与康复产品、体外诊断设备及配套试剂的研发、生产和销售	专注于康复医疗器械及产品的研发、生产和销售，主要产品包括电刺激类、磁刺激类、电生理类设备、耗材、配件及其他产品，主要应用于盆底及产后康复、神经康复、精神康复等领域	公司产品康复医疗设备产品线涉及疼痛康复、神经康复、孕产康复、骨科康复、养老康复、重症康复等领域
经营状况	2020 年营业收入为 4.96 亿元	2020 年治疗与康复类板块营业收入为 1.58 亿元	2020 年营业收入为 3.78 亿元	2020 年康复医疗设备营业收入为 1.67 亿元
产品市场地位	产品入选国家中医药管理局中医诊疗设备提升、改造、开发项目及评估选型推荐品目 38 项；入选中国医学装备协会《优秀国产医疗设备产品目录》8 项；入选中国医学装备协会《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》35 项；已获得医疗器械产品注册证 98 项	产品入选国家中医药管理局中医诊疗设备评估选型推荐品目 2 项；入选中国医学装备协会《优秀国产医疗设备产品目录》4 项；入选中国医学装备协会《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》7 项；已获得医疗器械产品注册证 99 项（其中包含体	产品入选国家中医药管理局中医诊疗设备提升、改造、开发项目及评估选型推荐品目 2 项；入选中国医学装备协会《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》2 项；已获得医疗器械产品注册证 16 项	产品入选国家中医药管理局中医诊疗设备评估选型推荐品目 5 项；入选中国医学装备协会《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》4 项

项目/公司	翔宇医疗	普门科技	伟思医疗	龙之杰
		外诊断类及治疗与康复类产品的注册证)		

资料来源：翔宇医疗公司公告、普门科技公司公告、伟思医疗公司公告、诚益通公司公告、开源证券研究所

注：龙之杰 2020 年营业收入取诚益通器械板块收入。

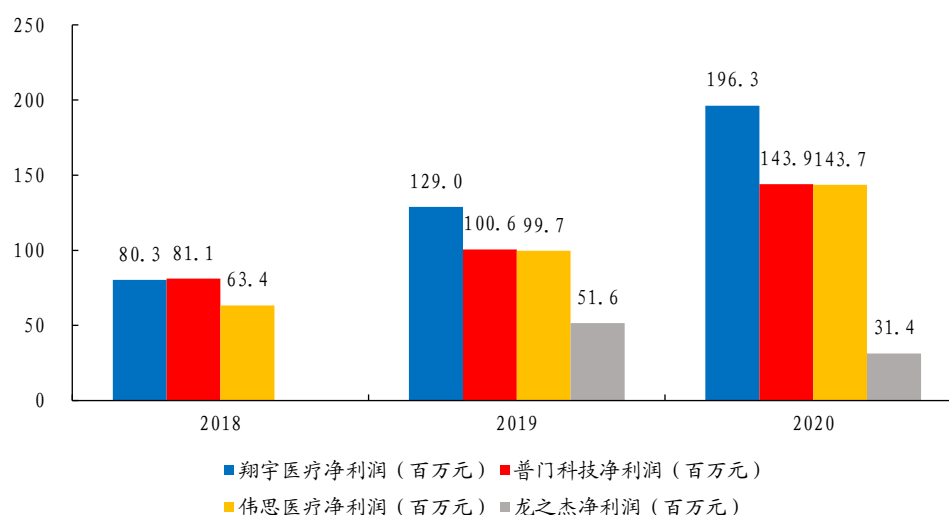
图19：翔宇医疗在国产康复医疗器械赛道经营规模领先



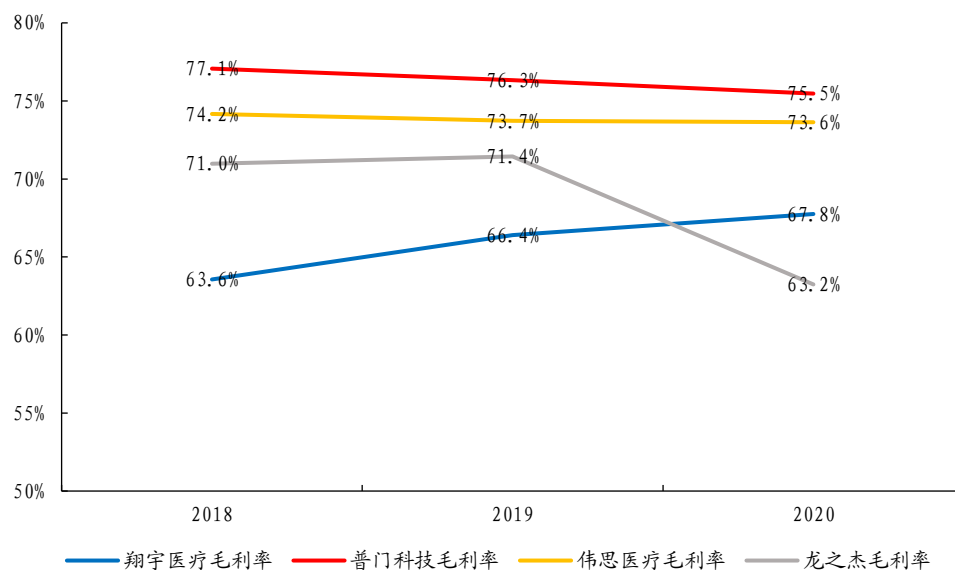
数据来源：翔宇医疗公司公告、普门科技公司公告、伟思医疗公司公告、诚益通公司公告、开源证券研究所

注：龙之杰营业收入取诚益通器械板块收入。

图20：翔宇医疗在国产康复医疗器械赛道盈利规模领先



数据来源：翔宇医疗公司公告、普门科技公司公告、伟思医疗公司公告、诚益通公司公告、开源证券研究所

图21: 翔宇医疗产品结构丰富, 毛利率相对偏低


数据来源: 翔宇医疗公司公告、普门科技公司公告、伟思医疗公司公告、诚益通公司公告、开源证券研究所

注: 龙之杰毛利率取诚益通器械板块毛利率。

2.6、核心竞争要素: 需求捕捉能力、学术推广能力、渠道拓展与维护能力

2.6.1、对于高端产品: 技术壁垒拓宽护城河

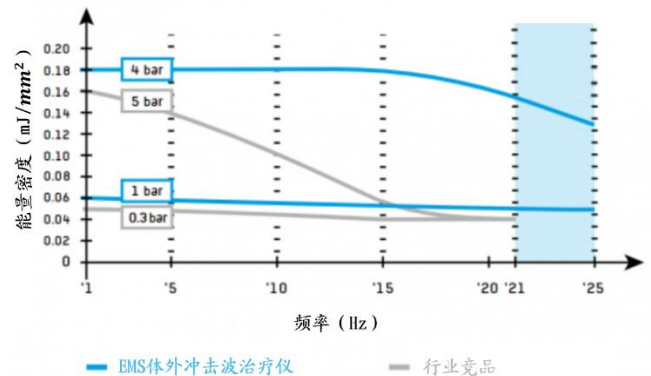
以康复医疗器械细分的体外冲击波治疗仪市场为例, 根据新思界产业研究中心发布的《2021-2025 年冲击波治疗仪行业深度市场调研及投资策略建议报告》显示, 2020 年, 全球冲击波治疗仪市场规模约为 7.3 亿元人民币, 预计未来 5 年将以 5.3% 左右的增速增长, 到 2025 年市场规模将接近 9.5 亿元人民币。在全球市场中, 美国 DJO、英国 BTL、瑞士 Storz Medical 三家企业凭借其核心技术优势, 在全球市场中占据了较高市场份额, 处于主导地位。其中, DJO 研发推出了世界上唯一一款全自动冲击波产品; EMS 研发的 DolorClast 体外冲击波治疗仪, 冲击波能量密度优势明显, 是同类产品的 3 倍, 具有更好的治疗效果。技术的先进性能为企业带来产品的快速放量, 助力企业获取更高的市场份额, 成为赛道的领军企业。

图22: DJO 研发推出了世界上唯一一款全自动冲击波产品



资料来源: DJO 官网

图23: EMS 研发的 DolorClast 体外冲击波治疗仪, 冲击波能量密度优势明显



资料来源: EMS 官网

注: EMS 性能对比选取的是业内最佳竞品

2.6.2、对于普通产品: 产品可仿制, 但定位产品需求、学术推广、渠道拓展维护等形成的综合竞争优势难以复制

康复医疗器械普通产品同质化严重, 性能差异较小, 产品结构丰富、贴合临床治疗需求利于企业获得更多市场份额。康复医疗器械产品种类繁多, 单一产品的市场规模和空间有限。此外, 普通产品技术门槛较低, 企业基于相关技术的积累不断研发扩充产品线、丰富产品种类, 最大程度满足临床的康复需求, 将提升收入增长点。

表8: 康复医疗器械普通产品性能差异小

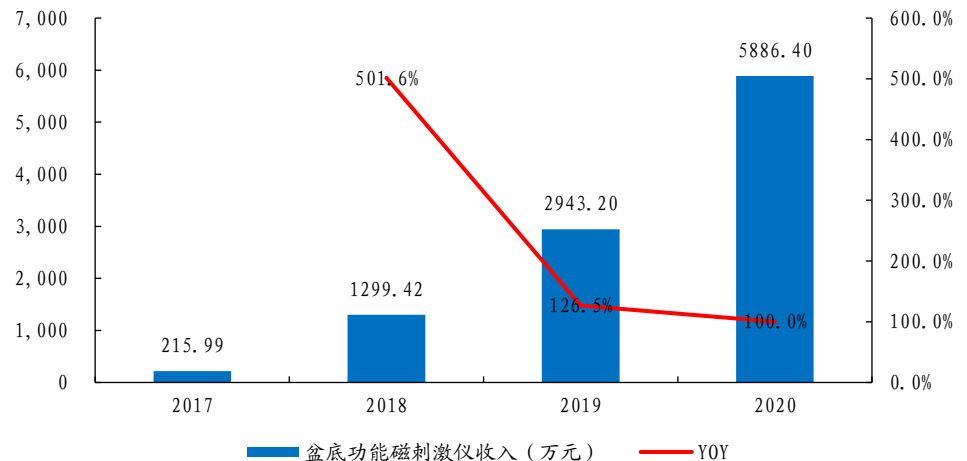
核心技术	项目	翔宇医疗	主要同类产品
波形多通道控制技术	设计原理	利用数字信号处理 (DSP) 技术产生 2kHz~5kHz 的正弦波中频电流, 通过低频调制方式流经人体组织, 使人体发生电化学或电生理反应; 并集成真空负压按摩智能控制技术, 增加治疗体感与效果	使用负压吸引式电极将多组基频为 2K~5KHz 的正弦电流以多种模式差频输入人体, 利用 PMC 电流的浅表电刺激效应及 IFC 的深部干扰 (即电流倍增效应) 起到治疗作用
	使用材料	吸附碗	硅胶
	相关参数	差频频率	0~200Hz
	通道	OFF、1、2、3、4、5	OFF、1、2、3、4、5
操作友好度	操作屏幕	触摸屏	一键飞梭式调节, 具备自动锁定及手动解锁功能
	取得效果	负压吸附电极, 对三路电流进行低频幅度调制, 从而获得多部位、不同方向、角度和形状的动态刺激效应, 不易产生耐受性, 治疗面积更大、效果更明显	负压吸附电极, 立体三维干扰电场, 治疗面积广
	价格	产品市场报价	2-22 万
	主要同类产品		6-21 万

资料来源: 翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

通过学术推广活动推进公司产品进入权威推荐, 将提升公司的口碑和影响力,

推动产品快速放量。权威引导对于医院认可康复医疗设备有重要的影响，公司产品进入国家专家共识、治疗指南、推荐名录能够得到更加迅速的放量。康复医疗器械国产企业伟思医疗 2017 年上市磁刺激产品，通过持续举办学术推广活动，开展盆底磁刺激的规范化培训、临床医学研究和学术交流，市场对于磁刺激在盆底疾病的治疗方面有了更深的理解和成功的应用，“磁电联合”成为盆底及产后康复市场获得广泛认可的标准配置，也成功纳入《盆腔器官脱垂的中国诊治指南（2020 年版）》。2020 年，伟思医疗盆底磁刺激产品销售收入同比增长近 100%，产品放量迅速。

图24：2020 年伟思医疗盆底磁刺激产品写入国家诊治指南，带动产品迅速放量



数据来源：伟思医疗公司公告、开源证券研究所

康复医疗器械渠道具有共用性和排他性，获取渠道即抢占先机。康复医疗器械行业具有很强的渠道共用性，当一种产品打通渠道并获得客户认可后，企业能够通过该渠道销售其他产品。另一方面，康复医疗器械行业的渠道亦具有显著的排他性特点，先入企业较易形成渠道壁垒、挤压后进入者的渠道空间，形成强者越强的行业趋势。

产品、学术推广、渠道等形成的综合竞争优势难以复制。当前我国康复医疗产业方兴未艾，康复器械赛道景气度高，普通产品技术门槛较低，不乏中小企业希望获得行业红利，持续进入市场。但为公司提供核心竞争力的产品、学术推广、渠道等优势是难以短期复制的：产品方面，企业对康复临床需求的掌握和临床方案的理解需要时间的积累和数据的支撑；学术推广方面，举办医院交流会、专家讨论等活动是一个长期的投入，且产品进入权威推荐的审核流程严谨，并非短期可以迅速实现；渠道方面，客户资源以及客户粘性需要企业长时间的挖掘和培养，形成渠道优势和品牌影响难以一蹴而就。

2.7、行业未来趋势：康复器械产品日趋智能化、网络化、数字集成化、居家化，康复器械企业走向产业链整合道路

2.7.1、康复医疗器械产品正朝着智能化、网络化、数字集成化、居家化方向发展

智能化：未来，康复医疗器械有望与智能传感器、物联网、大数据等技术融为一体，朝着智能化的方向发展。

网络化：网络化康复医疗器械将实现远程沟通、远程医疗，有利于提高患者康复

锻炼的积极性，有利于医务人员跟进患者的康复进程，提高康复治疗的效果。

数字集成化：如何将医疗信息资源进行整合、统一管理使用，避免因信息孤岛而产生的浪费，将成为行业在今后发展中亟需解决的问题之一，这就需要一个既能满足医疗机构各类应用，同时又具有足够可扩展性的平台做后台支撑，保障全面化、一体化、精细化的医院信息管理系统落地实施。

居家化：在“医养结合”等政策大力扶持、人口老龄化加速的背景下，家用市场未来或将是康复医疗器械的蓝海市场。随着我国三级康复医疗体系建设的逐步完善，康复医疗资源将向基层医疗机构乃至社区下沉，康复医疗器材最终将逐步走入家庭，向便利居家化方向发展。

2.7.2、康复器械企业走向全产业链整合道路

康复器械生产企业处在康复医疗产业链的中游，起到承上启下的作用，有望向上游延伸，从原材料端优化装备制造流程；中游横向推进与康复研究院、康复学院、各大高校的合作，研发先进技术，吸纳人才，不断推出高附加值、高品质的新产品，始终走在行业技术创新升级的最前端；向下游延伸，依托企业的产业化能力和商业化能力，细分市场领域，持续推出重磅产品和全面推进临床康复一体化解决方案的项目建设，整合行业上下游有效资源，完善在康复产业的纵深布局，有计划、有步骤、积极稳妥的实现企业规模化、专业化和品牌化，增强综合实力和核心竞争力。

3、产品+研发+渠道，综合实力凸显领跑康复器械赛道

3.1、产品线齐全，设备智能化管理，康复解决方案服务支持，全面覆盖市场需求

3.1.1、产品线齐全，提供覆盖全领域的康复医疗器械产品

公司是目前国内少数具有全系列康复医疗器械研发、生产能力的企业之一。公司注重产品的持续研发，经历了从早期以疾病为中心的单一功能产品研发生产（牵引系列产品）到至今公司覆盖了声疗、光疗、电疗、磁疗、康复评定等全系列产品的研发生产。目前公司已取得 139 项医疗器械注册及备案产品。公司经过长期的沉淀与发展，形成了 3 大类，20 大系列、400 多种自有产品的丰富产品结构，产品提供的诊疗服务项目进入医保目录的比例达到 94%以上，公司收入超 1000 万元单款产品的数量超过十个。

图25：公司形成了3大类，20大系列、400多种自有产品的丰富产品结构



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司入选国家级推荐目录的产品销量领先。公司2019年销量排名前十的产品7项入选国家级推荐目录，7项产品实现的销售收入达到1.26亿元、占营收比重29.81%。

公司产品优势明显，众多产品列入国家级推荐目录，有望持续放量。公司产品中，颈腰椎治疗多功能牵引床、极超短波治疗机、经颅磁脑病生理治疗仪等38种产品被列入国家中医药管理局中医诊疗设备评估选型推荐品目；体外冲击波治疗仪、四肢联动康复训练仪、认知障碍康复评估训练系统等8种产品入选国家卫健委委托中国医学装备协会遴选的优秀国产医疗设备目录。同时，公司被列入中央军委后勤保障部采购目录，并被评为一级生产型供应商。在新冠肺炎疫情发生后，公司连续四次、共计35种产品，包括空气波压力治疗仪、极超短波治疗机、四肢联动康复训练仪、多关节主被动训练仪等被选入中国医学装备协会编制的《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》，并且在极超短波治疗机、功能性动作康复训练（八件组件）、全身音波垂直律动康复训练系统等20余个设备品目下，翔宇医疗为唯一被列入目录的生产厂家。公司众多产品具备政策引导优势，未来有望持续放量。

表9：公司2019年销量排名前十的产品7项入选国家级推荐目录

产品名称	应用领域	被收入推荐目录/获得荣誉	颁布机构	2019年 销售金额 (万元)	营收占比
体外冲击波治疗仪	疼痛、骨科	《优秀国产医疗设备产品目录》	中国医学装备协会	3173	7.50%
熏蒸治疗仪	全科、中医康复、疗养保健	-	-	2593.46	6.13%
多功能牵引床	疼痛科	《中医诊疗设备评估选型推荐品目》、 《优秀国产医疗设备产品目录》	中医药管理局、中国医学装备学会	1944.29	4.60%
多关节主被动训练仪	-	《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》	中国医学装备协会	1880.2	4.44%
电脑中频治疗仪	疼痛、脊柱康复	《优秀国产医疗设备产品目录》	中国医学装备协会	1643.26	3.88%

产品名称	应用领域	被收入推荐目录/获得荣誉	颁布机构	2019 年 销售金额 (万元)	营收占比
极超短波治疗机	妇产科、呼吸内科	《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》	中国医学装备协会	1082.66	2.56%
电脑恒温电蜡疗仪	神经内科、骨科、烧伤（创面）科	-	-	1019.93	2.41%
激光磁场理疗仪	疼痛、骨科、盆底康复	《优秀国产医疗设备产品目录》	中国医学装备协会	1000.15	2.36%
多体位医用诊疗床	-	-	-	993.46	2.35%
四肢联动康复训练仪	神经内科、呼吸内科	《优秀国产医疗设备产品目录》、《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》	中国医学装备协会	870.07	2.06%

资料来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

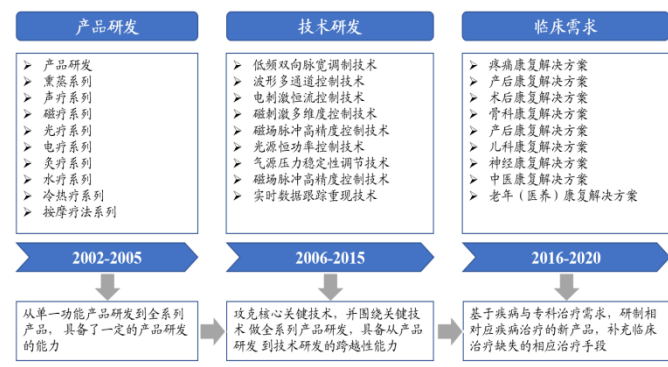
表10：公司众多产品列入国家级推荐目录，未来有望持续放量

	《中医诊疗设备提升、改造、开发项目及评估选型推荐目录》	《优秀国产医疗设备产品目录》	《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》
发布单位	国家中医药管理局	国家卫健委 中国医学装备协会	国家卫健委 中国医学装备协会
入选产品数量	38	8	35

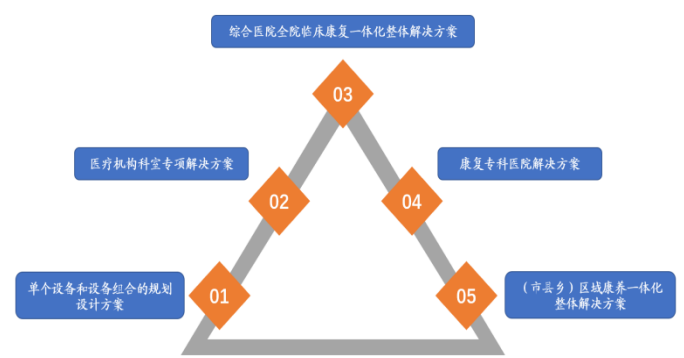
资料来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

3.1.2、关注市场客户需求，为医院提供各个临床专科的康复解决方案

公司利用自身产品线齐全优势、产品质量过硬优势、行业经验丰富优势，根据患者以及终端客户的需求，从临床诊疗需求出发，针对不同疾病、不同科室的相应需求推出适宜技术的解决方案。全系列产品叠加全面的技术服务支持，全方位满足不同人群、不同病症以及各级医疗机构的临床治疗需求。

图26：从单一产品供应向康复解决方案服务转型


资料来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

图27：为终端医疗机构提供全方位康复解决方案


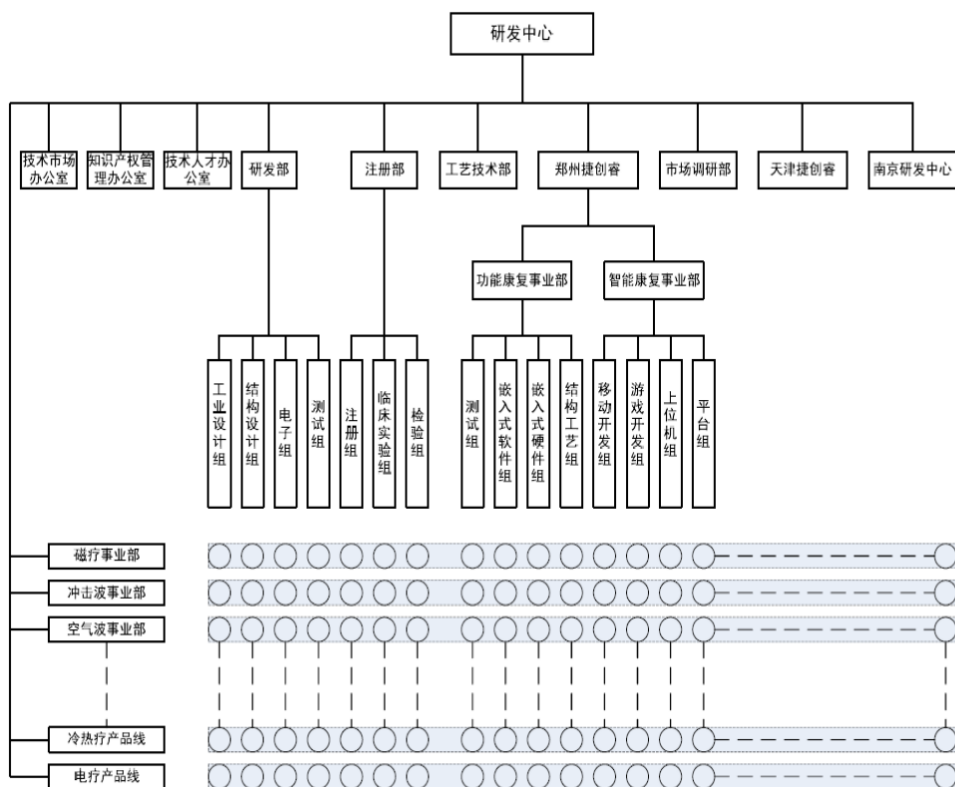
资料来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

3.2、构建完善高效的研发体系，研发实力雄厚

公司构建了完整、高效的研发体系，对康复医疗器械研发与生产设计的关键技术拥有自主知识产权，保障了公司产品品质的优越性与稳定性，并在不断地进行公司产品的创新。

多地布局研发中心，产学研一体提升研发能力。公司的研发职能部门为研发中心，除公司住所地的总部研发中心外，同时在郑州、天津、南京、成都设立了研发中心。研发中心实行矩阵式管理模式，设立结构、硬件、软件等综合技术部门，根据产品特性设立电疗事业部、磁疗事业部、冷热疗事业部等多个事业部，又下设了不同细分方向的小组，使技术与产品得到深度的融合。此外，公司通过产学研结合提升研发能力。公司依托知名高校及其附属医院、科研院所、产业链集聚区优势整体布局研发结构，与天津大学、西安交通大学、郑州大学等高等院校合作国家级重点专项，同时通过合作高校增加人才储备。

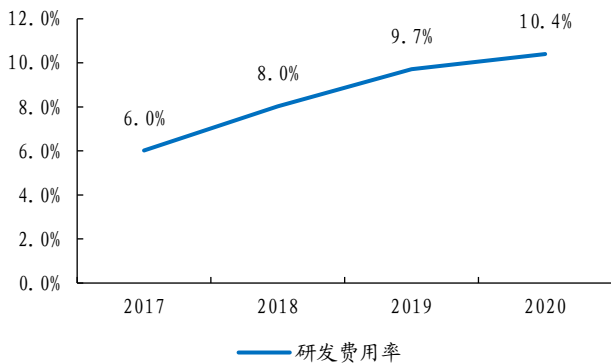
图28: 研发中心实行矩阵式管理模式, 使技术与产品得到深度的融合



资料来源：翔宇医疗公司公告

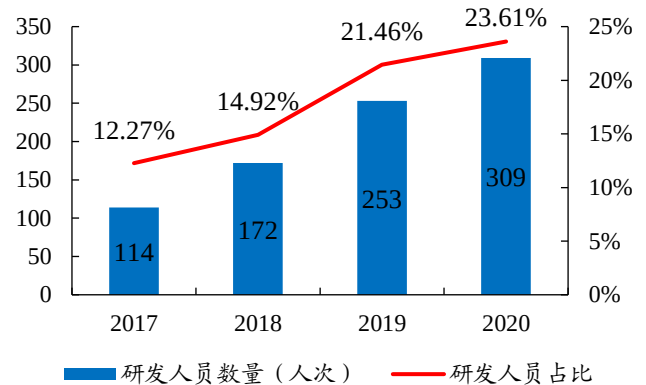
研发投入逐年提升，研发团队规模不断扩大。公司始终坚持把技术研发放在关键的位置，不断加大技术研发投入，在技术开发及创新方面的支出呈持续增长的趋势，公司的研发费用占比从2017年的6.0%增长至2020年的10.4%。同时，公司十分重视研发团队的培养，研发人员专业背景覆盖电子技术、计算机技术、信号处理技术、精密机械、临床医学等多种类学科，多元化、复合型的人员配备能够满足公司康复医疗器械多个细分领域的核心技术研发需要。公司积极从专业领域研究院、高校相关专业专家学者吸纳高层次专业人才，研究高端前沿技术。此外，公司积极建设后备技术梯队，从国内外高校优秀毕业生中选拔高素质人才。从2017年至2020年，公司研发人员从114名增长至309名，占公司员工比例从12.27%提升至23.61%，研发团队规模不断扩大。

图29：公司研发投入逐年提升



数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

图30：研发团队规模不断扩大



数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

授权专利等多项研发成果业内领先。公司拥有完整的研发体系，对康复医疗器械研发与生产设计的关键技术拥有自主知识产权，目前已授权发明及实用新型专利 400 余项，已获取软件著作权 60 余项，参与起草或参与评定 27 个国家、行业标准，获得省级科技成果 32 项，与康复器械同行业伟思医疗、普门科技相比，公司的授权专利、软件著作权、II 类医疗器械注册证数量均处于领先地位。公司的技术研发成果保障了公司产品品质的优越性与稳定性，形成了公司的核心竞争力。

表11：公司技术研发成果业内领先

	授权专利	软件著作权	II 类医疗器械产品注册证
翔宇医疗	831 项	61 项	137 项
普门科技	109 项	64 项	104 项
伟思医疗	73 项	51 项	16 项

数据来源：翔宇医疗公司公告、普门科技公司公告、伟思医疗公司公告、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年 12 月 31 日。

研发体系高效，2020 年新增多项研发成果。公司秉承科技创新驱动，持续加大研发投入，2020 年新增专利 161 项，累计获得 831 项；新增软件著作权 17 项，累计获得 61 项；新增商标 6 项，累计获得 85 项。截至 2020 年底，公司拥 97 项第 II 类医疗器械注册产品及 40 项第 I 类医疗器械备案产品。公司建立了高效的研发体系，持续的新产品研发、新产品注册证的获取，为公司后续发展提供了储备力量。

3.3、强大的渠道销售能力推动技术成果转化为经营成果

销售渠道遍布全国，市场覆盖率高。公司在 31 个省级行政区域拥有 400 余人的销售团队、400 余家代理商，共同构成了国内庞大的销售网络。公司每个销售业务经理对应服务各自省、市、县（区）内的客户并对客户进行系统管理，销售能力强。目前已为国内上万家终端机构提供服务，销售范围覆盖全国 300 余个地级行政区（包括地级市、地区、自治州、盟），市场区域覆盖率高，有利于公司快速响应市场需求。

公司实施主动售后服务，提升客户粘性。在 31 个省级行政区域（包括新疆、西藏等偏远地区）均有常驻售后工程师，除满足客户正常的产品故障报修外，公司会实施主动售后服务。在设备尚未故障、客户尚未报修的情况下，翔宇医疗业务经理和售后工程师将定期为客户提供主动上门售后服务，对产品进行检修、维护和保养，排除设备潜在故障和陈旧设备的安全隐患，并定期电话回访了解客户设备使用情况，针

对性满足客户使用需求，为终端客户、机构在产品使用中提供全方位保障服务。

4、积极布局产品创新研发、康复一体化解决方案服务，未来增长可期

4.1、实行研发项目储备，新建研销中心，有望持续推出重磅产品

多系列产品在研，研发储备充足。目前公司拥有多项进入实审阶段的发明专利，以及多项进入临床阶段的医疗器械产品注册证申请，自主知识产权护城河不断拓宽。同时，公司致力于研发新产品以更好地满足市场需求，当前在研项目涉及产后、神经、疼痛、运动等多个康复领域，毛利贡献较高的电疗、声疗系列项目占比较高，其中电疗项目占比超 1/4，是公司未来研发的方向，新产品面市将进一步完善公司的产品线，提升公司的市场竞争力。

表12：多系列产品在研，研发储备充足

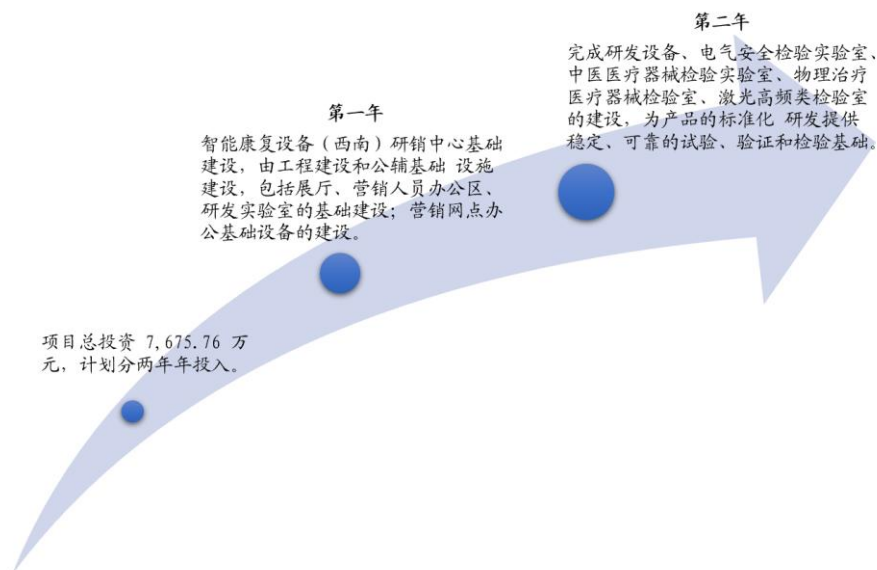
在研项目	阶段及进展情况	应用领域	系列	核心技术
智能盆底功能磁刺激治疗仪控制系统开发及应用	样机设计研发阶段	产后康复	磁疗系列	1、磁场脉冲高精度控制技术； 2、液态冷循环快速 降温处理技术
新型磁疗康复设备关键技术研究及产业化	样机设计研发阶段	神经康复	磁疗系列	1、磁刺激多维度控制技术； 2、液态冷循环快速降温处理技术
产后康复低频刺激治疗系统开发及应用	样机设计研发阶段	产后康复	电疗系列	1、肌电采集滤波技术； 2、电刺激恒流控制技术
中频盆底电刺激康复治疗系统开发及应用	调研分析阶段	产后康复	电疗系列	1、波形多通道控制技术； 2、低频双向脉宽调制技术
光因子疼痛治疗系统开发及应用	样机设计研发阶段	疼痛康复	光疗系列	1、光源恒功率控制技术； 2、偏振光辐射器集成技术
超声波高频治疗系统开发及应用	样机设计研发阶段	疼痛康复	声疗系列	1、声功率变增益实时控制技术； 2、射频输出功率稳定控制技术； 3、短波信号源恒幅控制技术
运动辅助康复训练系统	调研分析阶段	神经康复	运动训练系列	1、智能系统与自然交互技术； 2、等速零惯性控制技术
平衡功能训练及评估系统开发及应用	样机设计研发阶段	神经康复	平衡评估系列	1、平衡多模组测控技术； 2、动态传感反馈信息驱动技术； 3、生活场景模拟的虚拟现实技术； 4、实时数据跟踪重现技术
聚焦式冲击波	样机设计研	疼痛康复	声疗系列	超声波聚焦技术（新技术）

在研项目	阶段及进展情况	应用领域	系列	核心技术
发阶段				
肌电生物刺激反馈系列	调研分析阶段	运动康复	电疗系列	肌电信号降噪处理技术（新技术）
柔性减重系统	调研分析阶段	运动康复	运动训练系列	柔性减重技术（新技术）
基于云平台的大数据管理项目	设计研发阶段	全领域	全系列	1、物联网技术（新技术）； 2、医联体技术（新技术）； 3、大数据技术（新技术）
工作站多模块集成 康复设备关键技术及产业化	设计开发	疼痛康复	电疗系列	1、多路实时通讯控制技术； 2、物理治疗模块集成化技术（新技术）
中医灸疗设备关键技术及产业化	设计开发	疼痛康复	灸疗系列	经络穴位智能识别技术（新技术）

资料来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

新建研发、销售中心，把握新地区市场需求，拓展市场版图。公司募集资金7675.76万元拟于成都温江区建设智能康复设备（西南）研发、销售中心，预计两年完工。公司以西南区域市场为核心，重点对区域市场销售产品种类、各类产品市场容量规模进行全方位调研，通过建设营销团队，重点把握西南区域市场的产品需求情况，针对区域特点与产品需求，建设研发团队，集中攻克新产品、新技术研发过程中的难关，不断加强公司在西南区域市场的影响力。

图31：公司拟于2年内完成智能康复设备（西南）研销中心，拓展市场版图



资料来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

4.2、布局康复医疗前沿领域，打造康复医疗设备工业互联网平台，科技赋能康养一体化

康复+养老有望成为公司新的业绩增长点。据中国证券网公布,国家发展改革委、民政部、国家卫生健康委正在会同有关方面编制“十四五”养老服务体系规划。随着人口老龄化,国家日益重视养老体系建设,将不断加强老年康复医院和综合医院老年病科建设,为老年人提供持续的健康管理和医疗服务,康复+养老有望带来康复器械需求,成为公司新的业绩增长点。

公司积极布局康复医疗前沿领域,在研的康复医疗设备工业互联网平台整合产业链上下游资源,通过平台建设,将康复医疗设备、康复医联网、康复医联体形成一个统一的有机整体,协同运作,达到康复医疗设备的互联互通及康复医疗服务的一体化:

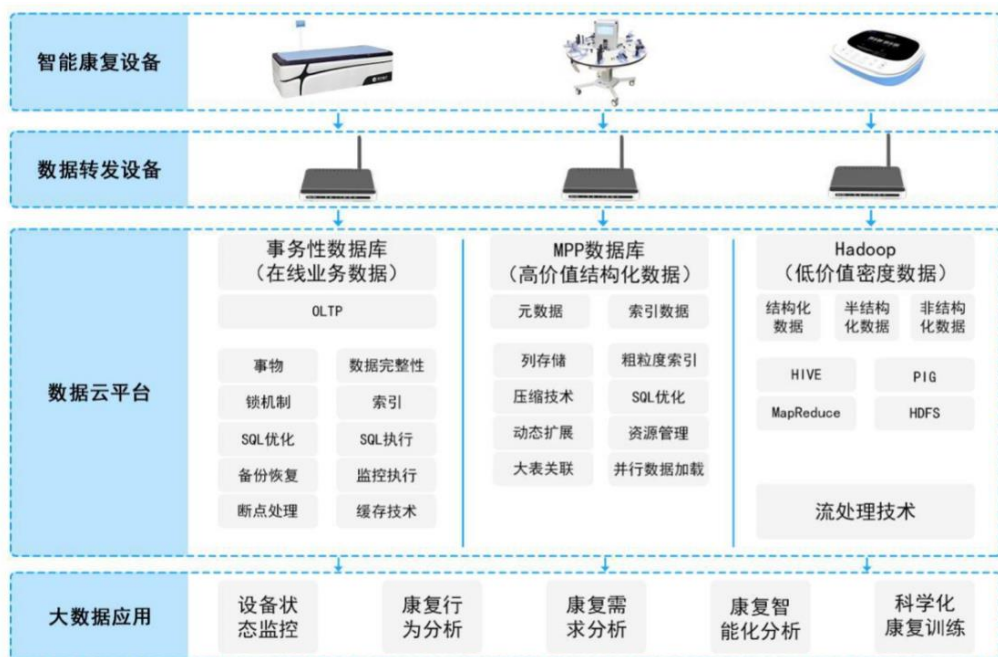
(1)康复医疗设备:通过设备智能化生产提供制造加工、制造设备互联等服务,完成对康复设备的智能化升级,所有的康复设备能对患者的基本信息和训练数据实现数据收集以及基本的数据筛选识别功能;

(2)康复医联网:通过治疗设备的数据采集、互联互通、在线服务和监管、主动售后服务及康复医疗的标准化治疗路径,同时建立康复治疗数据的微服务平台,为科研院所、医院等机构提供开放的康复医疗大数据服务,通过患者和治疗数据的大数据挖掘,实现针对单一病症和综合病症的知识图谱构建,在线引导科学化、规范化的康复训练;

(3)康复医联体:通过康复治疗信息的共享、患者在各级康复机构的自由转诊、患者在线无障碍问诊服务、医疗机构资源协调处理及辅助决策等平台服务,为各级医疗机构融入医联体,紧密协调合作,实施康养一体化提供平台支撑。

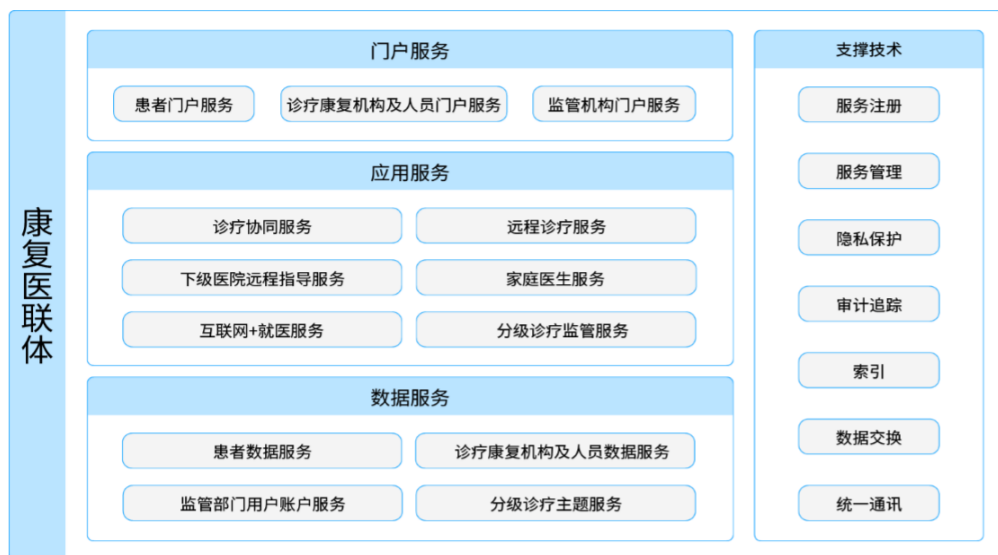
助力公司产品升级迭代,推动公司康复一体化解决方案深入各层级医疗机构。康复医疗设备工业互联网平台通过康复医疗大数据云平台的建设,为公司提供设备的物联网化、产品的升级改造、新品研发和主动售后服务体系建设的信息支撑;为政府和各级医疗机构提供辅助决策支持、提供大数据微服务接口和提炼标准化诊疗路径;为各级医院提供医疗数据平台建设支撑,提供更专业的临床康复一体化整体解决方案,为更多县市政府打造区域康养一体化工程。

图32: 医联网通过患者和治疗数据的大数据挖掘, 在线引导科学化、规范化的康复训练



资料来源: 翔宇医疗公司公告

图33: 打通同一医联体内各医疗机构设备信息、患者信息、医生信息通道, 实现康复治疗的区域一体化



资料来源: 翔宇医疗公司公告

5、翔宇医疗模型拆分及盈利预测

5.1、详细模型拆分

对于公司的主营业务, 我们假设:

(1) 国内康复评定理念增强、医疗水平提高、医院对康复评定设备需求逐渐增加，假设康复评定设备每年收入增速为 25%-30%；

(2) 我国目前的康复器械市场中康复训练器械系列发展较快，假设康复训练设备每年收入增速为 30%-35%；

(3) 公司康复理疗设备中磁疗系列、电疗系列、灸疗系列、声疗系列增幅较快，假设康复理疗设备每年收入增速为 25%-31%；

(4) 经营及配件产品每年收入增速为 30%；

(5) 其他业务每年收入增速为 20%。

表13：翔宇医疗利润模型拆分及预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)=(1)+(2)+(3)+(4)+(5)	427.42	495.51	646.60	829.49	1065.43
YOY	19.1%	15.9%	30.5%	28.3%	28.4%
(1)康复评定设备	15.83	18.97	24.66	30.82	38.52
YOY	66.7%	19.8%	30.0%	25.0%	25.0%
(2)康复训练设备	133.97	144.70	188.11	253.94	342.82
YOY	33.5%	8.0%	30.0%	35.0%	35.0%
(3)康复理疗设备	234.83	286.35	375.12	468.91	586.13
YOY	12.4%	21.9%	31.0%	25.0%	25.0%
(4)经营及配件产品	38.39	41.22	53.59	69.67	90.57
YOY	41.6%	8.0%	30.0%	30.0%	30.0%
(5)其他业务	4.39	4.27	5.13	6.15	7.38
YOY	131.2%	-2.7%	20.0%	20.0%	20.0%
归母净利润（百万元）	128.98	196.26	258.25	331.30	425.53
YOY	60.6%	52.2%	31.6%	28.3%	28.4%
净利率	30.2%	39.6%	39.9%	39.9%	39.9%

数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测与投资建议

公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品线齐全、具备提供康复一体化解决方案服务的能力，全面覆盖市场需求，拥有较大发展潜能。预计 2021-2023 年收入分别为 6.47/8.29/10.65 亿元，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.58/3.31/4.26 亿元，EPS 分别为 1.61/2.07/2.66 元，当前股价对应 P/E 分别为 54.0/42.1/32.8 倍，与同类康复医疗器械公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：与同类康复医疗器械公司相比，翔宇医疗具备估值性价比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速(%)				P/E (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688389.SH	普门科技	26.36	43.15	39.21	40.16	38.88	61.6	55.5	39.6	28.5
688580.SH	伟思医疗	128.00	44.07	24.22	38.89	34.48	48.3	49.0	35.3	26.3
	可比公司平均		43.61	43.61	31.72	39.53	36.68	55.0	52.3	37.5
688626.SH	翔宇医疗	87.19	52.17	31.59	28.28	28.44	71.1	54.0	42.1	32.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日期为 2021/5/18；普门科技、伟思医疗数据来源为 Wind 一致预期。

表15：翔宇医疗盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427	496	647	829	1,065
YoY(%)	19.1	15.9	30.5	28.3	28.4
净利润(百万元)	129	196	258	331	426
YoY(%)	60.6	52.2	31.6	28.3	28.4
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	39.9	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	27.0	26.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66
P/E(倍)	108.2	71.1	54.0	42.1	32.8
P/B(倍)	25.5	18.8	14.6	11.0	8.3

数据来源：翔宇医疗公司公告、开源证券研究所

6、风险提示

综合医院康复科建设低于预期，公司新产品推广不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	549	671	1008	1219	1675
现金	364	487	766	974	1360
应收票据及应收账款	16	29	30	45	51
其他应收款	1	3	3	4	4
预付账款	20	14	31	27	47
存货	143	130	170	160	204
其他流动资产	4	9	9	9	9
非流动资产	175	310	311	350	386
长期投资	3	3	2	1	0
固定资产	98	97	91	121	154
无形资产	45	52	60	70	76
其他非流动资产	30	159	157	157	157
资产总计	724	982	1318	1569	2061
流动负债	145	200	283	217	302
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	25	16	29	20	34
其他流动负债	120	134	204	147	218
非流动负债	32	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	38	38	38	38
负债合计	177	238	321	256	341
少数股东权益	0	-0	-0	-1	-1
股本	120	120	160	160	160
资本公积	285	285	285	285	285
留存收益	142	338	582	889	1277
归属母公司股东权益	547	744	997	1314	1721
负债和股东权益	724	982	1318	1569	2061

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	156	216	276	251	426
净利润	129	196	258	331	425
折旧摊销	10	11	9	11	14
财务费用	-5	-13	-16	-21	-28
投资损失	-2	0	-1	-1	-1
营运资金变动	17	5	26	-69	15
其他经营现金流	7	16	0	0	0
投资活动现金流	189	-139	-9	-49	-49
资本支出	21	140	1	40	37
长期投资	-3	0	1	1	1
其他投资现金流	207	0	-7	-8	-12
筹资活动现金流	-3	48	11	6	10
短期借款	0	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	40	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
其他筹资现金流	-6	-2	-29	6	10
现金净增加额	342	125	279	208	386

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	427	496	647	829	1065
营业成本	144	160	176	194	213
营业税金及附加	6	8	10	13	17
营业费用	94	88	130	180	228
管理费用	31	27	45	57	71
研发费用	41	52	68	91	128
财务费用	-5	-13	-16	-21	-28
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	34	53	65	65	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	-0	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	147	223	300	382	488
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	147	223	299	381	488
所得税	19	27	41	50	63
净利润	129	196	258	331	425
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	129	196	258	331	426
EBITDA	146	222	293	370	471
EPS(元)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	19.1	15.9	30.5	28.3	28.4
营业利润(%)	56.7	51.8	34.2	27.3	28.0
归属于母公司净利润(%)	60.6	52.2	31.6	28.3	28.4
获利能力					
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	39.9	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	27.0	26.0	25.3
ROIC(%)	20.6	22.4	23.4	22.9	22.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	24.3	24.4	16.3	16.5
净负债比率(%)	-60.8	-53.8	-71.0	-69.7	-75.8
流动比率	3.8	3.4	3.6	5.6	5.5
速动比率	2.6	2.6	2.8	4.7	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	25.0	22.1	22.1	22.1	22.1
应付账款周转率	6.6	7.8	7.8	7.8	7.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.35	1.73	1.57	2.66
每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.65	5.98	7.96	10.51
估值比率					
P/E	108.2	71.1	54.0	42.1	32.8
P/B	25.5	18.8	14.6	11.0	8.3
EV/EBITDA	93.0	61.0	45.3	35.3	26.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn