

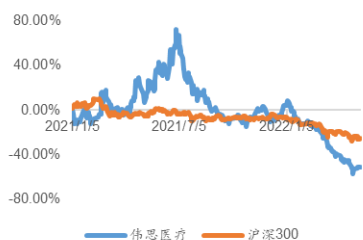
磁刺激技术平台领先构建，运动康复与消费赛道战略卡位第二增长曲线

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-06-14

收盘价（元）	56.35
近 12 个月最高/最低（元）	180.99/42.30
总股本（百万股）	68
流通股本（百万股）	24
流通股比例（%）	35.29
总市值（亿元）	39
流通市值（亿元）	14

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 好赛道：居民老龄化+消费升级+康复科新基建，带动康复设备的采购周期到来

需求端：居民老龄化持续加深，我国 65 岁以上人口比重快速增长，人口结构成为影响产业格局的根本力量。过去中国经济 40 年的快速发展，居民生活水平快速提高，对美好生活品质的追求驱动对康复需求的提升。康复需求既包括基础的疾病康复，也包括有明显消费升级属性的产后康复、运动康复、儿童康复等需求，预计 2025 年，康复医疗器械市场规模 810 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 13.97%。

供给端：我国康复专科医院和康复科的开设数量自 2011 年起快速增长，我国康复医疗的三级体系也已经建成。随着国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》、国家卫健委推进 15 个省份率先开展康复医疗服务试点工作等政策驱动，康复端有望迎来一轮新的康复基建周期。我们预计未来 5 年的康复科基建周期有望带来潜在市场增量约 700 亿元。

支付端：医保支付项目扩容和长期护理保险试点，有望为康复治疗提供资金保险。2010 年和 2016 年人社部先后出台两项政策将 9 项以残疾人为主的康复项目和 20 项康复项目纳入医保，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。2020 年 9 月医保局、财政部印发《医保局、财政部关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，确定了 28 个省的 48 个地级市为试点，探索建立以互助共济方式筹集资金、为长期失能人员的基本生活照料和与之密切相关的医疗护理提供服务或资金保障的社会保险制度，力争在“十四五”期间基本形成适应我国经济发展水平和老龄化发展趋势的长期护理保险制度政策框架。

● 公司磁刺激产品全面领先，产品应用于多个康复场景（包括盆底及产后康复、精神康复、神经康复等），保持高速增长

公司产品技术领先，深耕康复领域，先后进入精神康复、神经康复和盆底及产后修复领域，产品组合包括电刺激设备、磁刺激设备、电生理类产品等。其中，2017 年公司率先推出盆底磁刺激产品，大大提高了治疗效果和患者的依从性，磁刺激接力电刺激成为公司第一大品类，2021 年公司磁刺激产品实现收入约 1.69 亿元，同比增长 67.59%，2021 年盆底磁销售过亿元，同比增速超 80%。

另外，2020 年，“磁电联合”疗法被纳入《盆腔器官脱垂的中国诊

治指南（2020年版）》，成为盆底康复市场广泛认可的标准配置。公司磁刺激产品在盆底市场获得了全面领先的竞争优势，公司有望通过磁刺激，重新定义盆底市场的竞争格局，通过磁电联合带动盆底市场恢复稳定持续的增长。

随着公司在盆底修复及产后康复领域，推行磁电联合的盆底修复新理念，以及公司经颅磁等磁刺激产品进入更多医保支付目录，公司磁刺激产品仍能保持 30% 左右的高速增长。

● 公司战略升级，一体两翼，进入康复机器人和医美能量源设备市场，打造公司第二成长曲线

2022 年公司战略升级，以磁刺激产品为主体，以康复机器人和医美能量源产品为“两翼”，构建全面领先的产品矩阵。

公司在康复机器人领域已经获得 X-Walk 系列机器人的注册证，能够覆盖脑卒中及脊髓损伤病人全周期的步态康复训练，X-locom 系列三个产品正在注册过程中，帮助公司进入运动康复领域最大的细分市场，覆盖脑卒中、脊柱、关节、运动康复等目前康复科主流康复需求，同时满足临床方案智能化、康复效果标准化等升级迭代需求。

公司在医美能量源设备领域，技术积累承接公司以往在电刺激、磁刺激等能量平台的研发，目前塑形磁产品、射频和激光项目样机均已研发完成，进入注册阶段，将于 2022-2023 年陆续上市。公司瞄准世界级主流产品，全面布局皮秒激光、射频以及塑形磁，目标在 5 年内成为中国医美能量源市场的一线品牌。

● 投资建议

2022 年疫情扰动下从需求和供给端运营不正常带来全年的业绩具备不确定性，对企业运营是考验，我们考虑到行业的推动以及公司发展内核，认为行业和公司 2022 年二季度是低点，三季度开始将会逐渐改善，2023 年和 2024 年将会是收获时点。考虑到公司磁电联合的优势、新产品推出带来的增长，我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 4.63 亿元、5.67 亿元和 6.95 亿元，同比增速分别达到 7.7%、22.5% 和 22.5%。公司磁刺激产品不断推陈出新，预计公司整体的毛利率和净利率水平仍保持在较高水平，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 1.95 亿元、2.32 亿元和 2.85 亿元，同比增速分别达到 9.4%、19.2% 和 22.6%。2022-2024 年的 EPS 分别为 2.85 元、3.39 元和 4.16 元，对应 PE 估值分别为 20x、17x 和 13x。鉴于公司所在行业政策环境友好，公司产品竞争力强，技术平台横向拓展能力强，中长期增长动力足，首次覆盖，给予买入评级。

● 风险提示

新品种研发及推广不及预期风险；
医疗事故风险；
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	430	463	567	695
收入同比（%）	13.7%	7.7%	22.5%	22.5%
归属母公司净利润	178	195	232	285
净利润同比（%）	23.8%	9.4%	19.2%	22.6%
毛利率（%）	74.8%	75.4%	75.3%	75.7%
ROE（%）	11.6%	11.3%	11.8%	12.7%
每股收益（元）	2.60	2.85	3.39	4.16
P/E	41.82	19.67	16.50	13.45
P/B	4.85	2.22	1.95	1.71
EV/EBITDA	35.93	13.80	10.16	7.08

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司深耕康复赛道，磁电产品龙头企业	7
1.1 聚焦于盆底康复，20 年成长为行业龙头	7
1.2 一体两翼助力战略升级，打造公司持续增长	9
2 行业：康复医疗赛道有望迎来供需双重提振	11
2.1 需求端：居民消费升级，康复需求“觉醒”	11
2.2 供给端：康复科开设增加，康复基建带动康复器械增长	17
2.3 支付端：医保支付政策完善，长期护理险开启试点	19
3 公司：聚焦康复大赛道，技术平台拓展性强	20
3.1 盆底和产后修复：磁电结合重新定义盆底修复市场	20
3.2 精神/神经康复：磁刺激产品快速放量，产品布局完善	23
3.3 底层技术积累充分，进入康复机器人和医美赛道	24
4 公司盈利预测与估值	28
4.1 公司业绩拆分与估值对比	28
4.2 投资建议：所在行业政策环境友好，公司产品竞争力强，技术平台横向拓展能力强，中长期增长动力足，首次覆盖	30
风险提示：	31
财务报表与盈利预测	32

图表目录

图表 1 伟思医疗发展历程.....	7
图表 2 公司股权结构（截至 2022 年 4 月 11 日）.....	8
图表 3 公司限制性股票激励首次授予情况（2021 年 3 月 16 日）.....	8
图表 4 公司产品情况.....	9
图表 5 公司收入构成-按产品种类（单位：亿元）.....	10
图表 6 公司核心品类同比增速情况（单位：%）.....	10
图表 7 公司 2013-2021 收入和利润（亿元）.....	10
图表 8 公司销售毛利率和净利率情况.....	10
图表 9 康复医学主要内容.....	11
图表 10 物理治疗主要原理.....	12
图表 11 我国康复需求总人数达 4.6 亿人，具体疾病分布情况（单位：百万人）.....	13
图表 12 我国康复医疗器械规模预计（单位：亿元）.....	13
图表 13 我国康复医疗服务市场规模预计（单位：亿元）.....	13
图表 14 我国每年新生儿数量（万人）.....	15
图表 15 我国育龄妇女数量（亿人）.....	15
图表 16 不同区域孕妇及家属对盆底修复的知晓率.....	15
图表 17 物理治疗对盆底修复效果的观察（单位：cmH ₂ O）.....	15
图表 18 产后康复主要需求列示.....	16
图表 19 我国 7 岁以上人群体育锻炼参与率.....	16
图表 20 我国体育锻炼人群消费水平（单位：元/年）.....	16
图表 21 我国需要运动康复人群规模预计.....	17
图表 22 筋膜枪价格比较（单位：元）.....	17
图表 23 我国康复科门诊人次（单位：十万人次）.....	18
图表 24 我国康复科出院人数占全部出院人数比.....	18
图表 25 我国等级医院康复科开设情况.....	18
图表 26 我国公立康复专科医院数量情况.....	18
图表 27 康复医疗器械市场规模潜力（单位：亿元）.....	19
图表 28 2010 和 2016 年康复医疗项目纳入医保支付情况.....	20
图表 29 电刺激盆底修复市场规模（亿元）.....	21
图表 30 公司电刺激产品收入（亿元）.....	21
图表 31 公司盆底及产后康复收入情况（亿元）.....	22
图表 32 公司磁刺激产品收入（亿元）.....	22
图表 33 全国抑郁症患病人数（百万人）.....	24
图表 34 全国脑卒中患病人数（百万人）.....	24
图表 35 全国 65 岁以上帕金森病患者人数（万人）.....	24
图表 36 磁刺激康复医疗器械收入（亿元）.....	24
图表 37 公司研发支出情况（亿元）.....	25
图表 38 公司人员组成情况（2021 年）.....	25

图表 39 公司磁刺激产品布局情况	26
图表 40 公司康复机器人产品布局情况	27
图表 41 公司医美领域产品布局情况	27
图表 42 伟思医疗收入预测（单位：百万元）	29
图表 43 可比公司估值情况	29

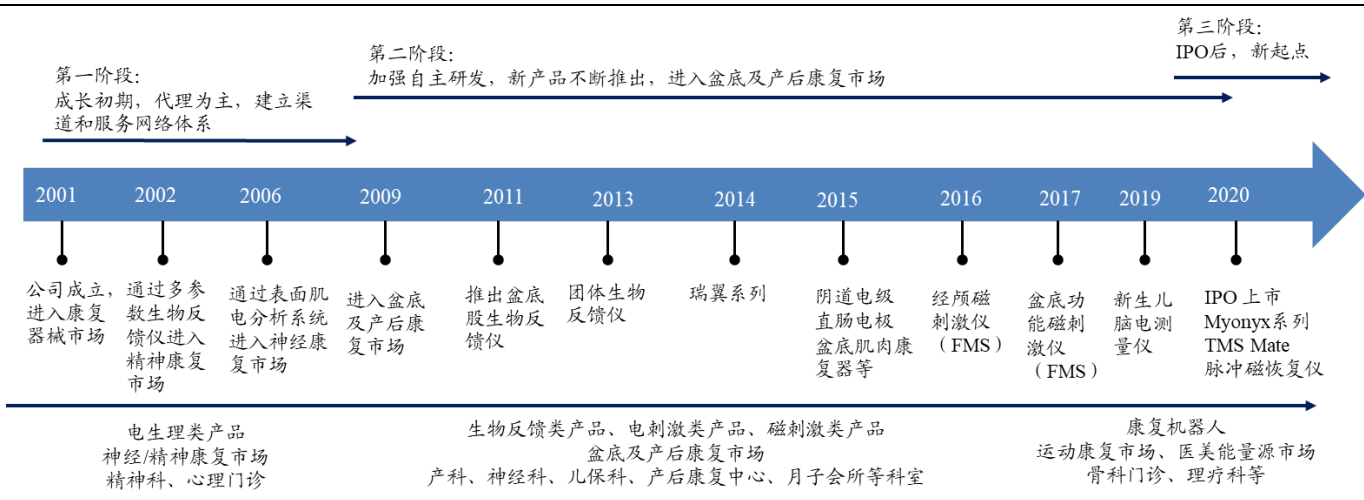
1 公司深耕康复赛道，磁电产品龙头企业

1.1 盆底康复起家，20 年成长为康复行业龙头

南京伟思医疗科技股份有限公司是位于江苏南京的一家康复类医疗器械公司。公司以研发创新为发展驱动力，在电刺激、磁刺激、电生理、射频、激光、康复机器人等方向持续加大投入，并完善产品布局。公司致力于在磁刺激领域成为全球领先供应商，在医美领域和康复领域成为中国领先供应商，正在探索海外市场以及 TMS 治疗抑郁症技术及创新模式。

历史沿革：公司过去二十多年发展历程可以简单分为三个阶段：（1）2001-2009 年，公司自成立之初即进入康复市场，初期以代理产品为主，进入三大康复市场（精神康复、神经康复市场、盆底修复及产后康复市场）。（2）2011-2019 年，公司加大自主研发投入，专注于盆底修复和产后康复市场，逐渐推出电生理类、电刺激类产品，尤其是 2016 年公司在磁刺激类技术方面的突破，推出经颅磁刺激仪。自此公司三大技术平台成型，这些技术和产品形成了具有竞争力的产品解决方案，有力支撑了公司快速增长。（3）2020 年至今，公司在 2020 年实现了科创板上市，此前公司曾于 2015 年登陆新三板。科创板上市，公司顺利募资 11.55 亿元，促进公司未来可持续发展。

图表 1 伟思医疗发展历程

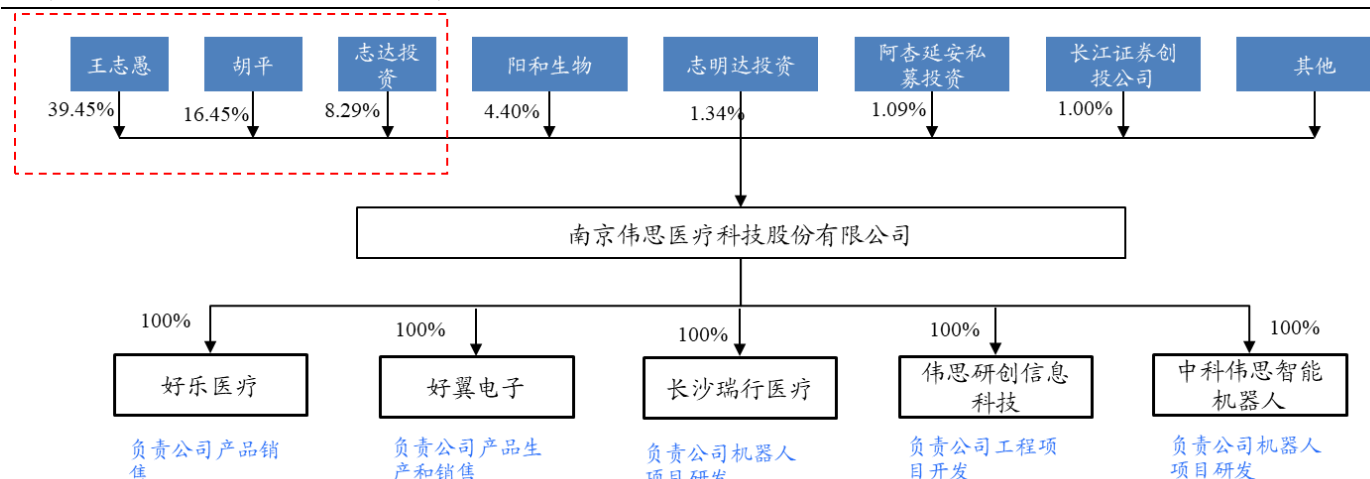


资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

股权结构：截至 2022 年 4 月 11 日，公司控股股东、实际控制人为王志愚。王志愚直接持有本公司 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。另外较为重要的股东为深圳阳和投资（直接持股 4.40%）。

王志愚先生，男，1967 年出生，中国国籍，拥有加拿大永久居留权。本科毕业于南京大学数学专业，硕士毕业于南京大学工商管理专业，长期致力于康复医疗器械领域的研究与开发，主导公司多项重点产品项目的研发工作，作为公司专利的发明人先后获得 11 项专利。

图表 2 公司股权结构（截至 2022 年 4 月 11 日）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

注：红框内为实际控制人及其一致行动人；志明达投资和志达投资为公司设立的员工持股平台

高管团队激励充分，业绩考核目标较高。公司 IPO 时，设立员工持股平台志明达投资和志达投资，持股平台主要的投资人为公司在任或离职高管及核心技术人员。公司技术核心人员主要包括董事长王志愚先生、首席技术官黄河先生、研发部经理高飞先生、研发部总监仇凯先生、产品管理部经理刘文龙先生。

公司上市后，2021 年 1 月发布了限制性股票激励计划，2021 年 3 月完成了首次授予，授予人数共 100 人，首次授予数量 85.85 万股，占公司股本总额的 1.26%。此次股票激励计划，公司业绩考核目标为 2021 年、2022 年营业收入或净利润同比上一年度增长不低于 30%。

图表 3 公司限制性股票激励首次授予情况（2021 年 3 月 16 日）

姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量（万股）	获授限制性股票占授予总量的比例	获授限制性股票占当前总股本比例
一、董事、高级管理人员					
钟益群	中国	董事、副总经理、董事会秘书	2.5	2.33%	0.04%
许金国	中国	副总经理	3	2.80%	0.04%
伍夏	中国	董事、副总经理	3	2.80%	0.04%
陈莉莉	中国	财务总监	2.5	2.33%	0.04%
二、核心技术人员					
黄河	中国	核心技术人员	5	4.66%	0.07%
仇凯	中国	核心技术人员	4	3.73%	0.06%
高飞	中国	核心技术人员	2.5	2.33%	0.04%
刘文龙	中国	核心技术人员	2	1.86%	0.03%
三、董事会认为需要激励的其他人员（共 92 人）			61.35	57.17%	0.90%
首次授予部分合计			85.85	80.00%	1.26%
预留			21.46	20.00%	0.31%
合计			107.31	100.00%	1.57%

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

1.2 一体两翼助力战略升级，推进公司持续增长

产品布局：经过二十多年的行业深耕，公司产品涉及盆底及产后康复、精神/神经康复和运动康复，产品技术平台涉及电刺激、磁刺激和电生理三大平台。

公司电刺激类产品主要包括 MyOnyx 生物刺激反馈仪、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等产品；

磁刺激类产品主要包括经颅磁刺激仪、盆底功能磁刺激仪和脉冲磁恢复仪；

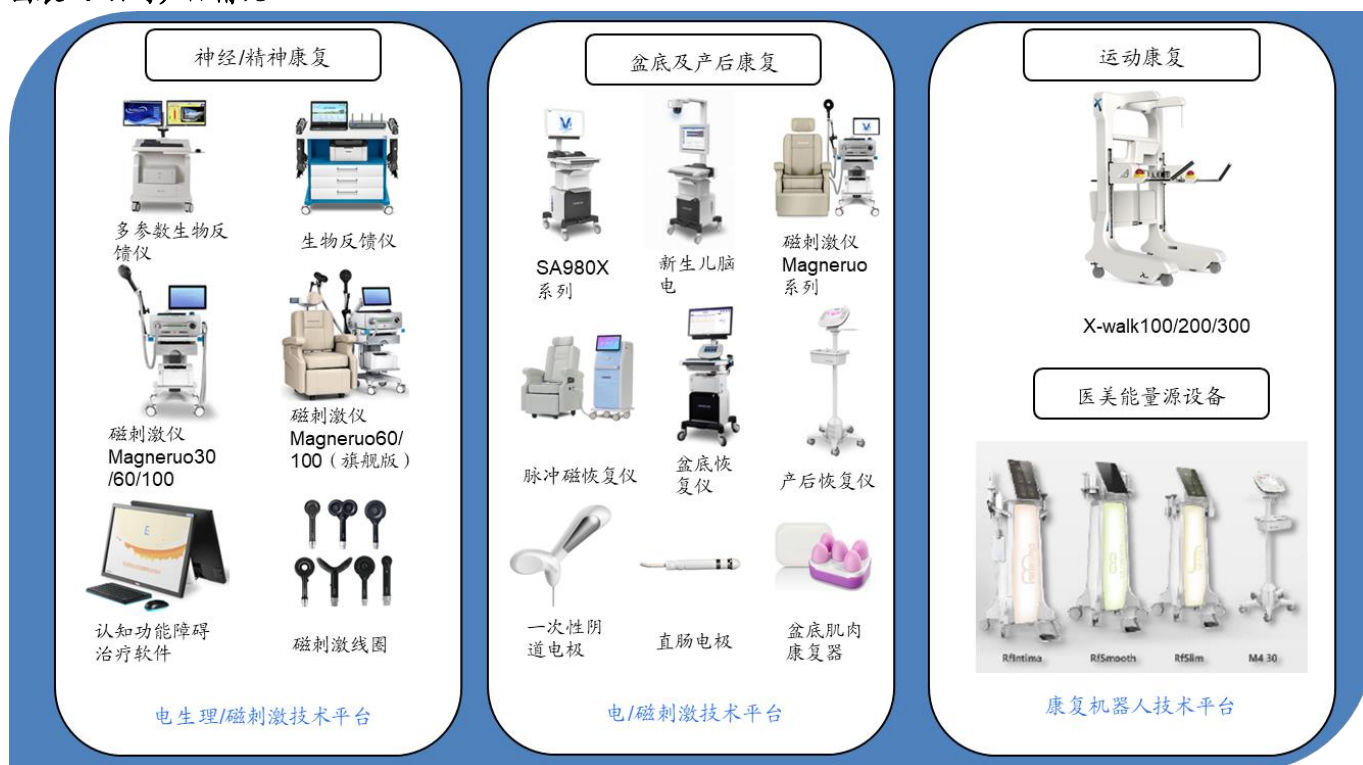
电生理类产品主要包括多参数生物反馈仪、团体生物反馈仪、表面肌电分析系统和新生儿脑电测量仪；

康复机器人产品线从 2021 年开始启动正式上市，目前已经形成了覆盖下肢、上肢的全周期康复训练和评估的运动康复系列机器人产品，包括 X-walk 系列和 X-locom 两个产品系列，将于 2022 年陆续完成上市。

耗材及配件主要包括阴道电极、直肠电极、盆底训练探头和盆底肌肉康复器；其他产品主要包括认知功能障碍治疗软件、微电流刺激仪和伟思云等。

战略升级：2021 年，公司战略升级，以磁刺激技术平台为一体，以康复机器人和医疗能源源设备为两翼，瞄准康复和医美两大黄金赛道，对标世界级市场产品，不断提升自身竞争力，力争成为康复领域的领先的供应商和医美能源源领域的一线品牌商。同时，公司也相应调整了组织架构，成立了运动康复和医美事业部。

图表 4 公司产品情况



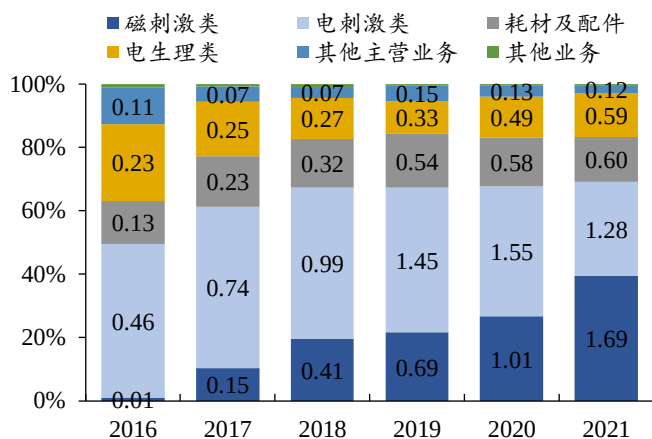
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

注：公司医美能源源类设备产品还在样机过程，目前尚未有产品上市

磁刺激产品收入首次超过电刺激产品：公司 2021 年实现营业总收入 4.30 亿元 (+13.66%)，其中磁刺激类 1.69 亿元 (+67.59%)，电刺激类 1.28 亿元 (-17.56%)，耗材及配件 0.60 亿元 (+3.70%)，电生理类 0.59 亿元 (+20.14%)，分别占总收入

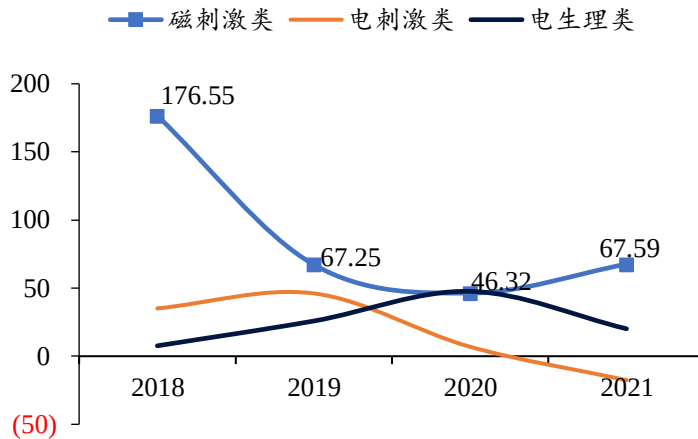
比例为 39.34%、29.78%、13.88%和 13.81%。磁刺激类产品自 2016 年推出后，2017 年收入自 0.15 亿元，快速增长至 2021 年的 1.69 亿元，2018-2021 年的 CAGR 约 83.20%，2021 年首次收入超过电刺激类产品，成为公司第一大收入品类。具体来拆分磁刺激类产品，主要是经颅磁刺激仪（TMS）和盆底功能磁刺激仪（FMS），2021 年持续放量增长，其中 FMS 预计销售额同比增长超 80%。

图表 5 公司收入构成-按产品种类（单位：亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司核心品类同比增速情况（单位：%）

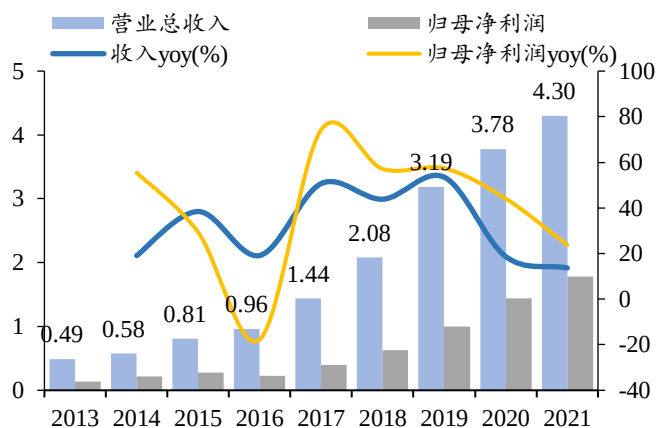


资料来源：wind，华安证券研究所

盈利能力保持强劲：公司总收入自 2013 年的 0.49 亿元增长到 2021 年的 4.30 亿元，2014-2021 年 CAGR 约 31.19%，公司归母净利润自 2013 年的 0.14 亿元增长到 2021 年的 1.78 亿元，2014-2021 年 CAGR 约 37.42%，期间只有 2016 年净利润同比负增长，推测主要是由于 2016 年公司首次推出了磁刺激产品经颅磁刺激仪（TMS），新产品上市销售费用大量投入导致。

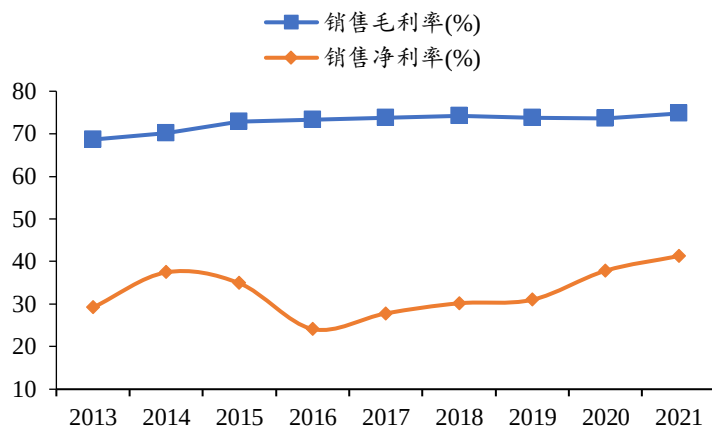
公司销售毛利率和销售净利率保持在相对高水平，2021 年分别达到了 74.78% 和 41.28%。公司销售净利率略有波动，自 2016 年底部回升，从 2016 年的 24.14% 逐年提升，主要原因是公司磁刺激类产品的不断推出，高毛利产品快速放量。

图表 7 公司 2013-2021 收入和利润（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司销售毛利率和净利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2 行业：康复医疗赛道有望迎来供需双重提振

2.1 需求端：居民消费升级，康复需求“觉醒”

以恢复功能为主，有效改善病人预后。康复医疗与预防医学、临床医学和保健医学一并被世界卫生组织称为“四大医学”。临床医学是以疾病为主体，以治愈和人的生存为目的，医生进行抢救和治疗。康复医学是以病人为主体，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限度地恢复功能，回到社会中去。

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。

图表 9 康复医学主要内容

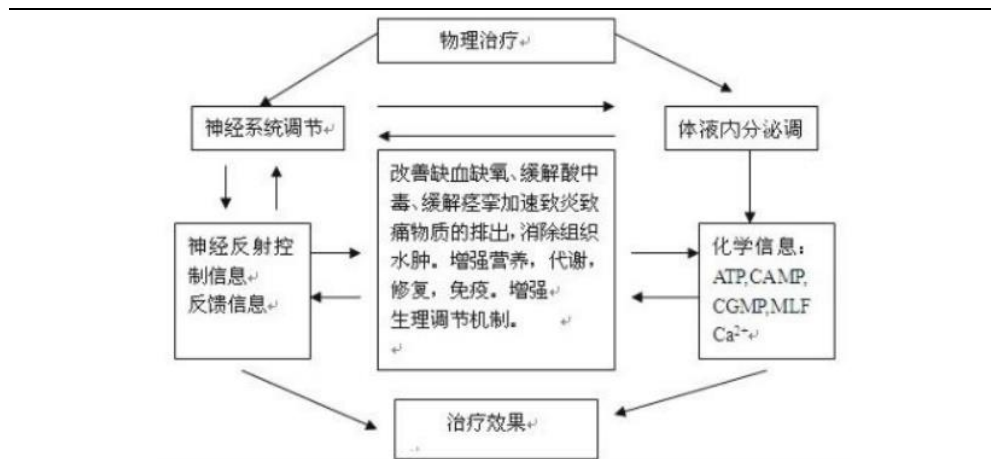
	项目	主要内容
康复 评定	运动功能评定	徒手肌力检查、关节活动度检查、步态分析等
	神经-肌肉功能评定	徒手功能评估，包括关节活动度、肌肉力量、肌肉耐力等
	心肺功能及体能评定	六分钟步行试验（6MWT）等
	心理评定	心理、行为及认知能力等方面的评定
	职业评定	测定残疾人的作业水平和适应职业的潜在性
	社会生活能力评定	人际交往、适应能力、个人社会角色实现等
康复 治疗	物理疗法	包括物理治疗、体育疗法、运动疗法
	作业疗法	包括功能训练、心理治疗、日常生活训练等
	语言治疗	对失语、构音障碍及听觉障碍患者进行训练
	康复护理	对体位处理、心理支持、膀胱护理、肠道护理等
	康复工程	利用矫形器、假肢及辅助器械等补偿生活能力的缺陷
	传统康复疗法	利用传统中医针灸、按摩、推拿等疗法，促进康复

资料来源：《生物医学功能》，华安证券研究所

物理治疗是康复治疗中主要运用的方式。我国康复医学的发展也是从物理治疗、物理医学发展而来。物理治疗指利用人工物理因子治疗，如电疗法、磁疗法、光疗法、超声疗法、热疗法、冷疗法、水疗法、生物反馈疗法等，也有利用自然中的物理因子疗法，如气候疗法、日光疗法、海水疗法、泥消疗法等。物理因子作为能和信息作用于机体或局部组织后，引起局部效应，神经、血液、内分泌、免疫系统的改变，从而产生一系列生理、生化效应和治疗效应。

现代物理学的进步促进了物理疗法的发展，如 17 世纪的静电疗法、18 世纪的直流电疗法、18 世纪下半叶的日光疗法、19 世纪的感应电疗法、直流-感应电诊断、直流电药物导入疗法、激光疗法等等。

图表 10 物理治疗主要原理

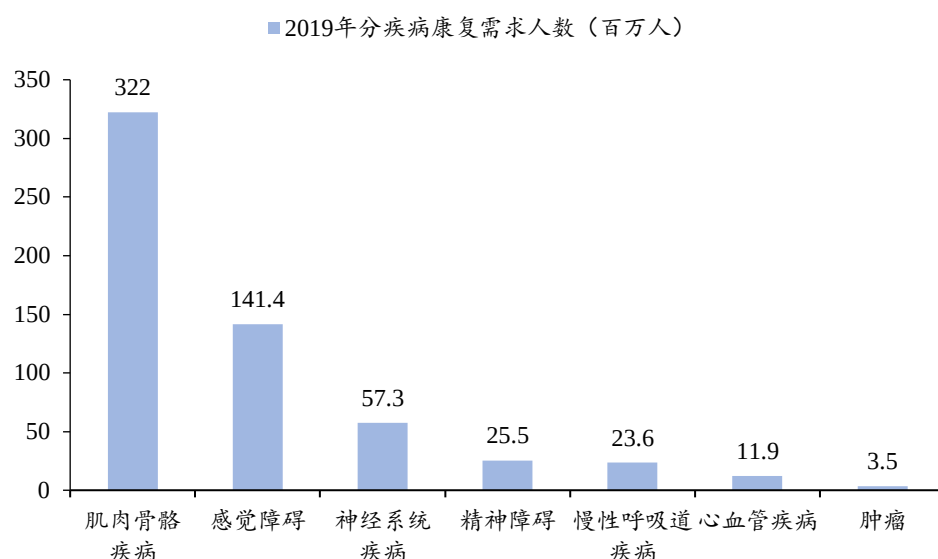


资料来源：《物理因子治疗技术》，华安证券研究所

从目前主要的需求领域来看，主要集中在疾病康复、产后康复、运动康复和儿童康复。2019 年我国康复需求总人数达到 4.6 亿人，其中肌肉骨骼疾病患者数量最多，2019 年达到 3.2 亿人，其次为感觉障碍和神经系统疾病，患者人群分别达到 1.4 亿人和 0.6 亿人。

- 疾病康复：目标人群主要包括老年人、慢病患者、残疾人和疾病损伤人群，其中，老年人和慢病人群的数量规模最大，残疾康复与临床医学联系紧密，往往由于住院。
- 产后康复：主要是指女性在产后身体面临着多方面的困扰，如约有 1/3 产妇在产后出现不同程度的盆底功能障碍造成尿失禁等问题。
- 运动康复：主要针对运动损伤人群，已经从运动员、运动人群，拓展至所有运动康复训练需求的人群。
- 儿童康复：我国儿童康复由脑瘫开始扩展现主要涵盖患有脑性瘫痪、癫痫、脑炎后综合征、脑外伤后综合征等神经系统损伤疾病以及智力低下、精神发育迟滞等精神发育障碍疾病导致智力、听力、精神、肢体、言语等功能障碍的特殊儿童。

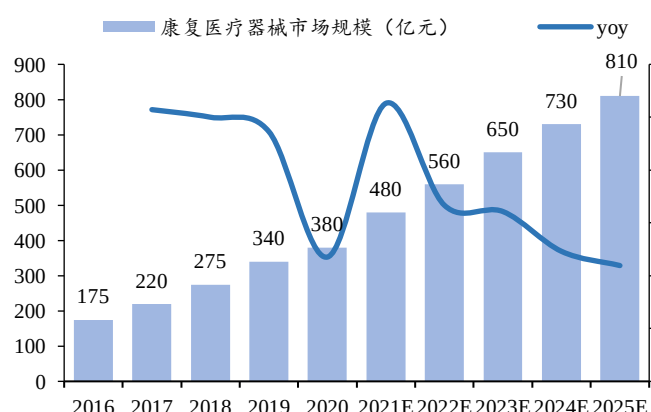
图表 11 我国康复需求总人数达 4.6 亿人，具体疾病分布情况（单位：百万人）



资料来源：亿渡数据，华安证券研究所

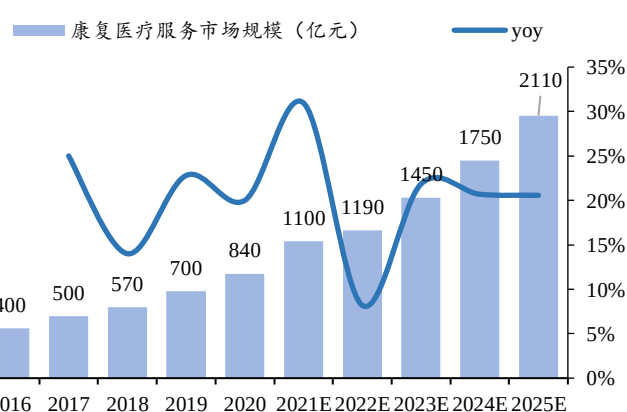
从康复产业链的整体市场规模看，2020 年，中国康复行业市场规模从 2016 年的 575 亿元增至 1220 亿元，CAGR 约 20.69%。其中，康复医疗器械市场规模 380 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 21.39%；康复医疗服务市场规模 840 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 20.38%。到 2025 年，预计中国康复行业市场规模将增至 2920 亿元，2021-2025 年 CAGR 约 16.59%。其中，康复医疗器械市场规模 810 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 13.97%；康复医疗服务市场规模预计 2110 亿元，2021 年-2025 年 CAGR 为 17.68%。

图表 12 我国康复医疗器械市场规模预计（单位：亿元）



资料来源：亿渡数据，华安证券研究所

图表 13 我国康复医疗服务市场规模预计（单位：亿元）



资料来源：亿渡数据，华安证券研究所

按需求的刚性程度来分，康复需求可分为基础康复需求和康复升级需求。随着居民生活水平提高，对高品质生活的追求，居民的康复需求已经“觉醒”，尤其是有消费升级属性的康复需求，如产后康复、运动康复等。

- 基础的康复需求，主要针对传统的残疾人康复、老年人、慢性病等，包括如

脑卒中、神经康复、重症康复、骨科康复类的急性或亚急性康复患者。

- 除了这些基本的康复需求外，一些消费升级类的康复需求也正在崛起，如产后康复、运动康复、特殊儿童康复等。

（1）盆底修复及产后康复

妊娠和分娩是主要诱发因素。盆底功能障碍性疾病（PFD），是指由于盆底支持结构缺陷薄弱、损伤及功能障碍等多种因素造成的盆腔脏器移位并引起各种盆腔器官功能异常的一组疾病，患病妇女可出现盆腔器官脱垂（POP）、尿失禁（UI）及性功能障碍（SD）。流行病学调查显示，妊娠和分娩是 PFD 的主要诱发因素。我国成年女性平均发病率为 20~40%，老年女性发病率高达 40~60%，女性阴道分娩可能会使女性 POP 患病率提高到 30% 以上，其中二胎及以上且阴道分娩的女性 POP 患病率甚至接近 40%。

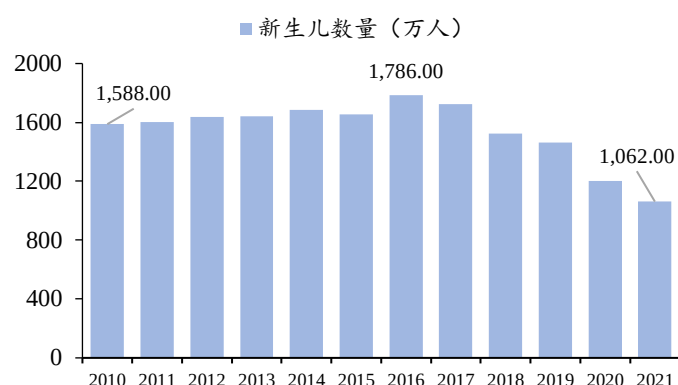
我国拥有庞大的产妇人群和中老年女性盆底疾病患者，而且随着我国“全面二胎政策”的正式施行，我国产妇仍将维持在较大的规模基数，根据 Frost & Sullivan 数据显示，中国 2018 年有 1,517 万产妇。二胎产妇盆底疾病等并发症发病率更高，治疗量增加，盆底及产后康复需求更大。而且除了正常出生的孩子外，中国人工流产的数量也一直较高，据国家卫健委编写发布的《中国卫生健康统计年鉴（2020 年）》数据，自 2017 年以来，中国人工流产人数逐年增加，2019 年中国人工流产人数达 976.2 万例，较 2018 年增加了 2.2 万例，同比增长 0.23%。

此外，老年女性群体，由于其早年认知、知识水平或医疗水平，没有及时做盆底肌功能修复，在其之后的生活中一直受到困扰，这部分群体也较为庞大。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》，此文章中明确指出年龄为（53.61±7.06）岁，盆底疾病患病率为 65.24%。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。

盆底康复知晓率提升。很多女性对盆底功能障碍性疾病知识相对缺乏，尤其是轻度盆底功能障碍性疾病患者，而中重度患者，由于文化程度、社会因素及医疗条件等相关因素，患者不愿暴露自己的隐私，导致延误病情。2017 年以来，随着社会关注度提升，产妇对盆底康复的重视程度提升，尤其是城市的高学历女性人群中，盆底肌康复逐渐成为刚性需求。而且，盆底肌康复，也可以居家使用（如部分电刺激类产品），考虑到去医院所需的时间成本，居家康复更便捷，居家康复需求也在提升，TO C 端的消费市场也有利于打开相关器械产品的市场空间。

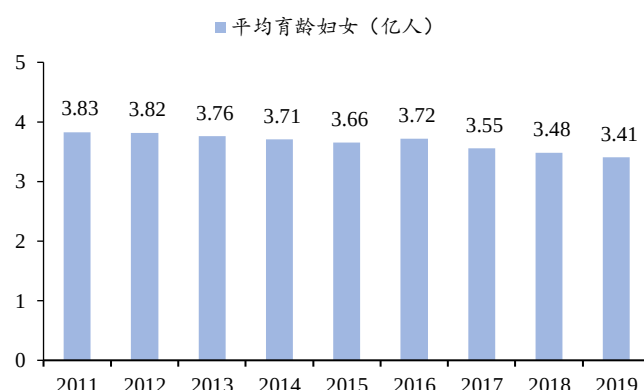
针对盆底康复的物理治疗技术，非手术方式为主流，从简单的盆底肌训练如凯格尔运动，到利用生物反馈治疗配合盆底肌训练，再到被动地接受电刺激治疗，到磁刺激治疗，产品更迭，对患者更友好，患者的体验也更好。

图表 14 我国每年新生儿数量 (万人)



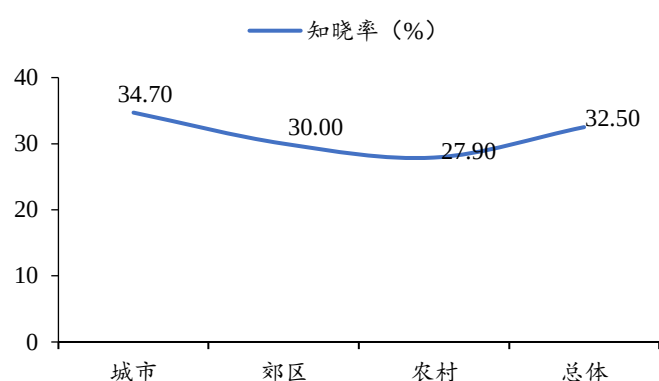
资料来源: WIND, 统计局, 华安证券研究所

图表 15 我国育龄妇女数量 (亿人)



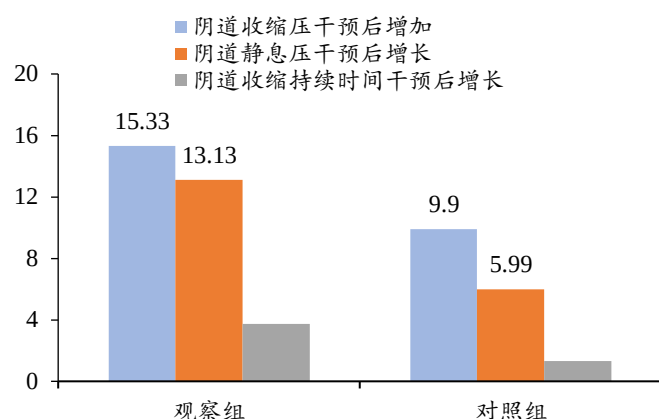
资料来源: WIND, 统计局, 华安证券研究所

图表 16 不同区域孕妇及家属对盆底修复的知晓率



资料来源: 李晨阳等,《孕妇及家属对盆底功能障碍性疾病认知情况调查分析》,中国实用乡村医生杂志,2019,26(4),华安证券研究所

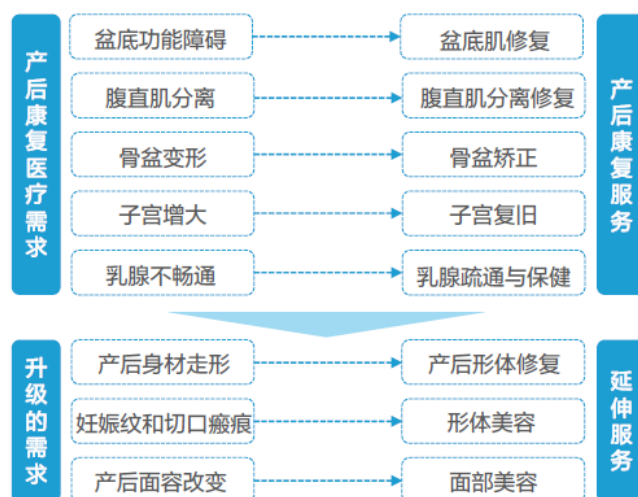
图表 17 物理治疗对盆底修复效果的观察 (单位: cmH₂O)



资料来源: 周艳丽,《产后盆底肌肉康复治疗在产后恢复护理中的应用》,国际护理学研究,2020年第2卷第3期,华安证券研究所

产后康复内涵扩大。在需求服务上,随着人群对美的关注提升,产后康复已经从较为刚需的盆底肌、骨盆、腹直肌修复,延伸到对身材管理、美容护理等升级的需求。产后康复的内涵也扩大到盆底肌修复、子宫复旧和形体恢复三个方面。部分企业也借助自身的技术优势,切入到医美塑性等更偏消费属性的领域。

图表 18 产后康复主要需求列示



资料来源：亿欧智库，华安证券研究所

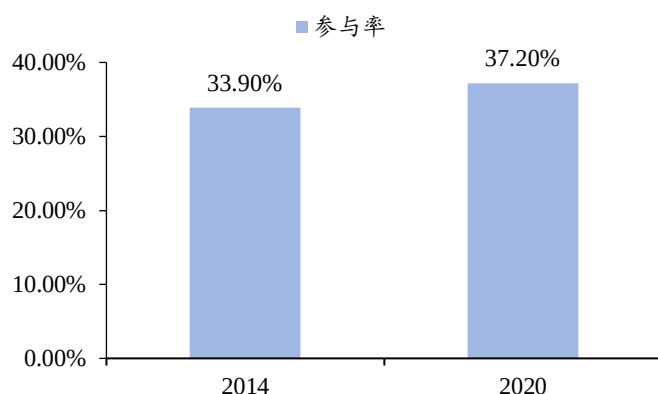
（2）运动康复

运动康复潜在需求庞大。运动康复是伴随着运动损伤而产生，运动康复最早主要适用于运动员小圈子，2008 北京奥运会的成功举办，运动、健身越来越普及，全民运动健身意识开始觉醒，运动康复专业也随之进入大家视线，国外先进的运动康复理念、优秀的运动康复类导师慢慢开始进入中国的体育及医疗市场。

2020 年我国 7 岁以上参加体育锻炼人数占比约 37.2%，较 2014 年提升约 3.3 个百分点。其中，10%的锻炼人群可能会发生运动损伤。而今，运动康复的范畴从运动员、运动人群，拓展至所有运动康复训练需求的人群。

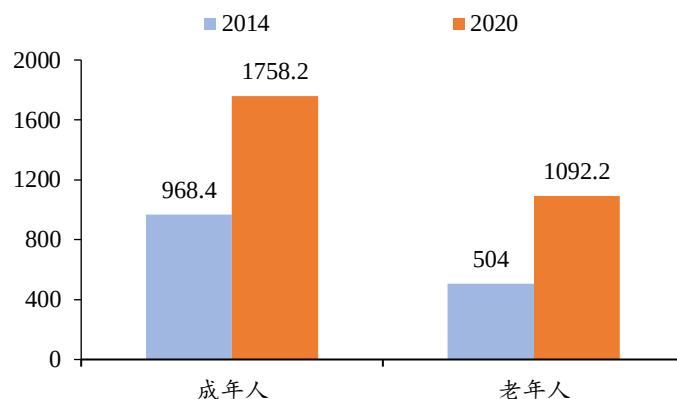
2020 年年底，预计中国经常从事体育锻炼的人群已经达到 4.4 亿，按 10%测算，其中运动损伤患者规模约在 4350 万左右。据头豹研究院估算，到 2025 年运动损伤患者可以达到 5500 万左右。

图表 19 我国 7 岁以上人群体育锻炼参与率



资料来源：《2020 年全民健身活动状况调查公报》，华安证券研究所

图表 20 我国体育锻炼人群消费水平（单位：元/年）

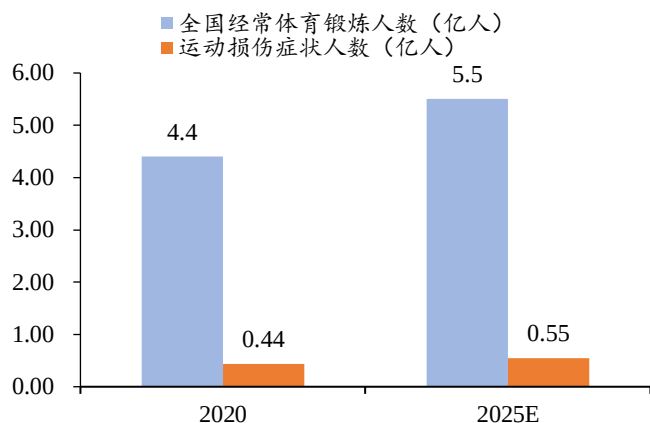


资料来源：《2020 年全民健身活动状况调查公报》，华安证券研究所

国内运动康复产业仍在发展初期，国产品牌迎来上升期。运动康复属于交叉学

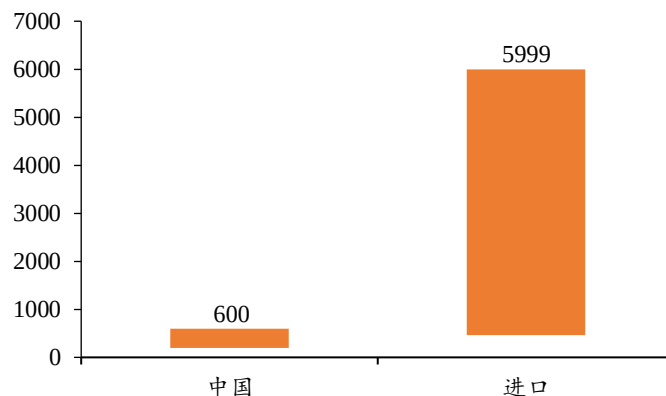
科，产业链上游包括了药品、医疗器械、运动器械等供应商。国内产业链发展相对落后，市场占有率偏低，产品仍集中在中低端领域。便携式康复类器械以常见的筋膜枪为例，进口筋膜枪的价格大致 459 元-5999 元的价格区间里浮动，而国产的筋膜枪多为仿制，价格区间主要集中在 200-600 的价格区间里。随着国产品牌在研发投入上的增加，掌握主流技术平台，国产企业有望凭借产品性价比占取更多的市场占有率。

图表 21 我国需要运动康复人群规模预计



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

图表 22 筋膜枪价格比较（单位：元）



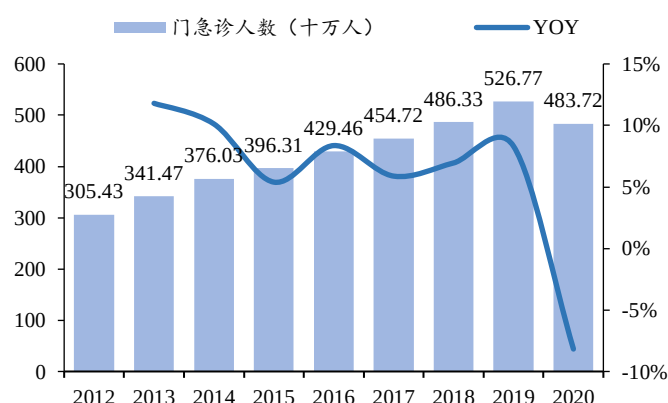
资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

2.2 供给端：康复科开设增加，康复基建带动康复器械增长

康复科开设数量不断增加，但仍有较大供给缺口。2011 年，卫生部发文提出要建立完善的三级康复医疗体系，急性期患者主要在公立综合医院就诊，生命体征平稳进入亚急性期后转院至康复专科医院，随后前往社区机构或者居家进行恢复，形成公立与私立医疗机构互补模式，充分利用有限的医疗资源。

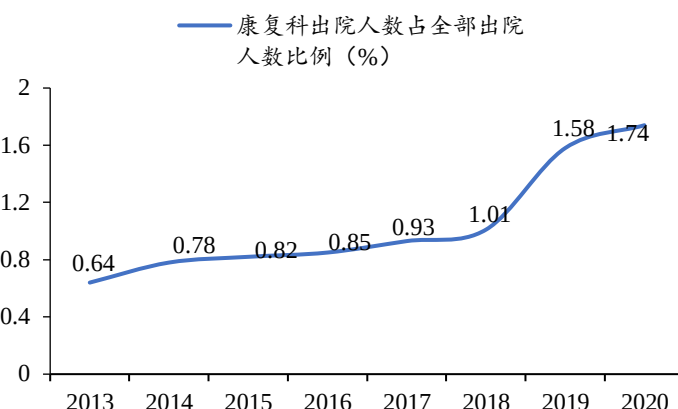
根据国家卫健委统计数据，截至 2020 年，全国共设立三级医院 2996 家，二级医院 10404 家，一级医院 12252 家，其中康复专科医院 739 家。2012-2020 年我国康复的门急诊诊疗人数呈现缓慢上升到 2020 年达 4837.2 万人次。同时康复科的出院患者占比逐年上升，占比从 2013 年的 0.64% 提升到 2020 年的 1.74%，从这个角度看，康复科病人的周转速度要快于其他科室。

图表 23 我国康复科门诊人次 (单位: 十万人次)



资料来源:《中国卫生统计年鉴》, 华安证券研究所

图表 24 我国康复科出院人数占全部出院人数比

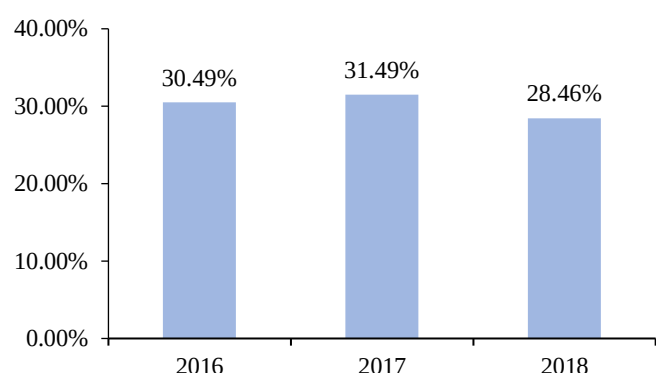


资料来源:《中国卫生统计年鉴》, 华安证券研究所

但从目前各类医院开设康复得情况看, 康复科开设的数量偏少。而且, 由于各地区和医院对康复科的重视程度不一, 2018 年随着康复热潮的退散, 综合医院康复病房的配置率下降至 28.46%, 我国公立的专科康复医院的数量到 2020 年也仅有 166 家 (占有康复专科医院比约 22.5%)。根据亿渡数据, 2019 年中国设有康复医学科的三级综合医院比例为 52.92%, 二级为 20.5%。公立康复专科医疗的缺席, 使得民营专科医院快速进入, 民营康复专科医院复制扩张能力强, 这也是带动康复医学快速发展的重要驱动力。

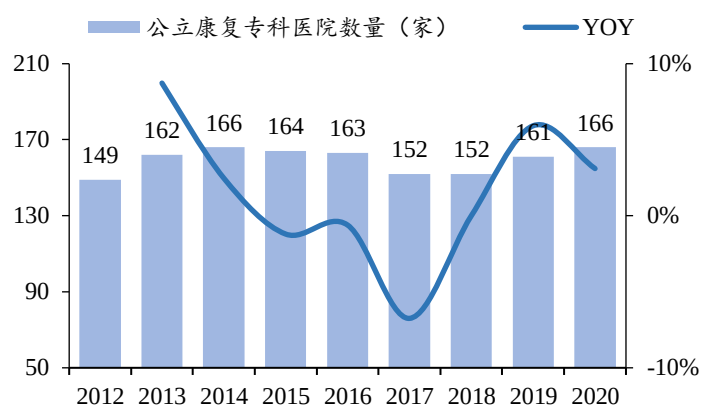
除了康复科建设数量不足外, 康复资源也存在着较大的不均衡。公立医院重点收治神经康复和骨关节康复的患者, 对于其他心脏康复、肿瘤康复的患者收治比例较少。然而, 全球对康复服务的需求中除了骨关节肌肉外, 感觉系统障碍、精神障碍等康复需求也较大。

图表 25 我国等级医院康复科开设情况



资料来源: 亿欧智库, 华安证券研究所

图表 26 我国公立康复专科医院数量情况



资料来源: 亿欧智库, 华安证券研究所

政策驱动康复科基建有望再次开起。2021 年 6 月, 国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》,《意见》表示,“十四五”期间原则上每个省会城市、常住人口超过 300 万的地级市至少设置 1 所二级及以上康复医院; 常住人口超过 30 万的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科; 常住人口 30 万以下

的县至少有 1 所县级公立医院设置康复医学科门诊。

在康复治疗师培养方面，政策同样也有给出发展目标。《意见》对康复治疗师人数给出目标：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。2020 年我国康复执业医师/助理合计 4.63 万人，即每 10 万人拥有康复医师 3.31 人；2018 年我国康复治疗师约 5 万人，即每 10 万人拥有康复治疗师 3.6 人。未来 5 年，预计快速增长的人才供给将提升康复医疗普及度和居民治疗率。

康复科建设对康复器械的需求进入爬坡周期。从康复科的投资建设来看，参考翔宇医疗招股说明书，对康复类医疗设备的投入规模，预计三级综合医院需要 2000 万元，二级综合医院建设康复科大约需要 500-1000 万元。而且医院自身也需要考虑投入产出情况，通常逐步增加对康复科建设投入，一旦医院进入对康复科的建设周期，其对康复医疗器械的采购需求周期可能会持续 3-5 年。

假设三级医院需要 2000 万元，二级医院建设康复科需要 500 万元，一级综合医院、未评级综合医院建设康复科康复医疗器械投入分别为 300 万元、200 万元，基层医疗卫生机构平均采购额 20 万元，我们预计康复科基建预计会带来潜在市场规模约 700 亿元，增量空间远超当前市场规模。

图表 27 康复医疗器械市场规模潜力（单位：亿元）

	医疗机构类别	2020 年数量（家）	未建立康复科比例	渗透率	平均医院设备投入（万元）	康复器械需求（亿元）
医院	三级医院	2996	41.08%	90.00%	2000	221.54
	二级医院	10404	79.50%	70.00%	500	289.49
	一级医院	12252	80.00%	50.00%	300	147.02
	未定级医院	9742	80.00%	30.00%	100	23.38
基层卫生医疗机构	卫生院	36301	80.00%	20.00%	20	11.62
	社区卫生服务中心	9826	80.00%	30.00%	20	4.72
合计						697.77

资料来源：《中国卫生统计年鉴》，亿渡数据，华安证券研究所

2.3 支付端：医保支付政策完善，长期护理险开启试点

医保支付项目扩容，部分项目支付价格有所提升。2010 年和 2016 年人社部先后出台两项政策将 9 项以残疾人为主的康复项目和 20 项康复项目纳入医保，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。这两项政策显著提升了中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。另外，2021 年部分省市康复医疗服务价格上调，如北京、安徽宿迁、江苏盐城等地，对部分物理治疗项目的价格小幅上调。新疆、广东、陕西在内的很多省份已将经颅磁刺激治疗纳入医保收费项目中，以浙江省举例，经颅磁刺激治疗项目价格为 200 元/次，一个住院过程最多可按 10 次计价。下肢步行外骨骼辅助训练装置于 2021 年 8 月纳入北京医保支付范畴，项目价格 222 元/次，一般治疗时间 30-40 分钟/次。

《中国中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见（2020 年 3 月印发）》指出，要加大支持保障力度，统筹完善康复医疗服务价格和医保支付管理。将康复医疗服务价格纳入深化医疗服务价格改革中统筹考虑，做好相关项目价格的调整和优

化工作，指导各地落实康复综合评定等 29 项医疗康复项目。

图表 28 2010 和 2016 年康复医疗项目纳入医保支付情况

	2010 年	2016 年（新增）
	8 个治疗项目+1 个评定项目	12 个治疗项目+8 个评定项目
项目清单	运动疗法	康复综合评定
	偏瘫肢体综合训练	吞咽功能障碍检查
	脑瘫肢体综合训练	手功能评定
	截瘫肢体综合训练	平衡试验
	作业疗法	表面肌电图检查
	认知知觉功能障碍训练	轮椅技能训练
	言语训练	耐力训练
	吞咽功能障碍训练	大关节松动训练
	日常生活能力评定	徒手手功能训练
		截肢肢体综合训练
		小儿行为听力测试
		孤独症诊断访谈量表测评
		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
		电动起点床训练
		儿童听力障碍语言训练
		言语能力筛查

资料来源：医保支付目录，华安证券研究所

扩大长期护理保险制度试点。2020 年 9 月医保局、财政部印发《医保局、财政部关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，确定了 28 个省的 48 个地级市为试点，探索建立以互助共济方式筹集资金、为长期失能人员的基本生活照料和与之密切相关的医疗护理提供服务或资金保障的社会保险制度，力争在“十四五”期间基本形成适应我国经济发展水平和老龄化发展趋势的长期护理保险制度政策框架。长期护理保险基金主要用于支付符合规定的机构和人员提供基本护理服务所发生的费用。经医疗机构或康复机构规范诊疗、失能状态持续 6 个月以上，经申请通过评估认定的失能参保人员，可按规定享受相关待遇。对符合规定的护理服务费用，基金支付水平总体控制在 70% 左右。

3 公司：聚焦康复大赛道，技术平台拓展性强

3.1 盆底和产后修复：磁电结合重新定义盆底修复市场

公司电刺激类产品主要包括 MyOnyx 系列和瑞翼系列，主要针对盆底修复及产后康复、神经康复两大领域，主要科室为妇产科、泌尿科、神经外科。MyOnyx 系列产品销售院内市场，包括医疗盆底中高端市场、康复市场；瑞翼系列产品主要销售院外市场，包括医疗盆底评估市场、便携式产康及康复市场及院外市场。根据 Frost

& Sullivan 数据显示, 2018 年, 在国内电刺激类康复医疗器械领域, 公司电刺激类医疗器械产品的市场占有率为 17.31%。

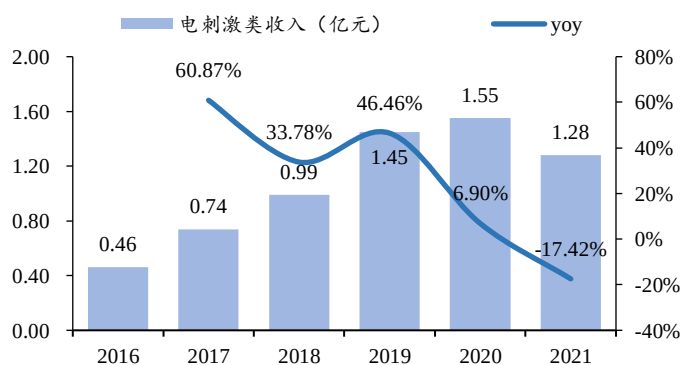
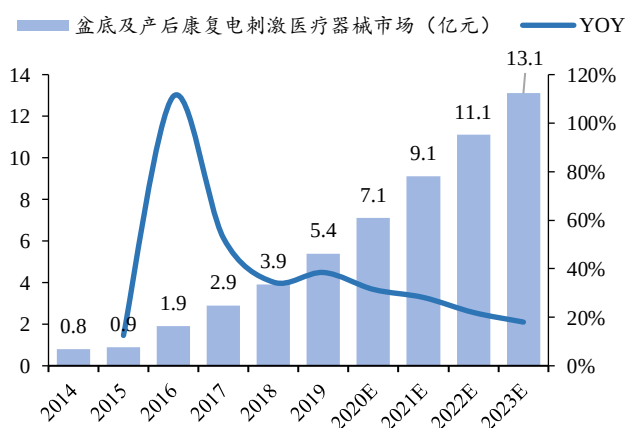
公司在盆底康复电刺激领域, 市场占有率已经较高, 过去 4-5 年的快速增长后, 增长面临渠道饱和的压力。过去公司盆底康复主要客群为年轻的产后女性, 产后女性在其产后 42 天, 接受了医院的宣传教育, 对产康类项目有一定认知, 且她们具备支付能力, 也愿意去做盆底康复等产康项目, 从而带动产康领域电刺激产品的快速增长。但其实存在尿失禁、盆腔脏器脱垂、慢性盆腔痛等妇科或盆底相关疾病的主要集中在 53±7 岁的老年妇女人群, 甚至更高龄的妇女群体, 这部分人群对于疾病的认知、支付能力以及寻求治疗渠道的能力都不及年轻的产后女性群体, 这部分老年妇女群体目前还没有成为盆底市场的有效客群。我国 50 岁以上的中老年妇女群体约有 2 亿人, 这是盆底修复市场的重要增量来源。

从开展的等级医院来看, 近年来, 盆底及产后康复有从三级医院为主向二级医院、专业康复医院、非医疗机构、社区医院下沉的趋势。目前主要是由妇产科自行开展盆底康复项目, 而非由康复科开展, 国内主要的三级医院多数都有开设盆底康复项目。我国的康复医疗三级体系中, 三级医院主要负责急性和亚急性疾病, 床位常年处于紧张的状态, 而床位相对宽松的二级医院、社区及基层医疗机构更适合发展康复科, 他们辐射的人群也更广泛, 如果他们开设康复项目, 如盆底康复项目, 更多的中老年女性也会愿意在家门口附近选择治疗。

电刺激产品向妇科和基层医疗机构推广, 打开市场空间。基于以上现状, 公司也在积极向妇科推广, 把目标人群拓展到有症状的中老年女性而不仅仅是产妇群体。同时, 公司继续下沉销售渠道, 此外, 民营的非医疗机构也是盆底及产后康复服务的重要提供者。预计随着公司销售策略的调整, 以及国内疫情得到有效控制, 医院门诊量恢复, 预计电刺激产品仍能够回到中高增速。

图表 29 电刺激盆底修复市场规模 (亿元)

图表 30 公司电刺激产品收入 (亿元)



资料来源: WIND, 公司招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

注: 公司电刺激产品收入包括了应用在盆底修复、精神及神经康复会试的收入

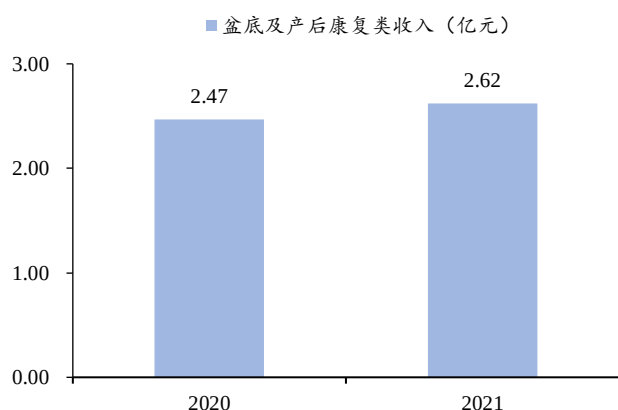
磁刺激产品性能较电刺激极大提升。磁刺激技术是继电刺激技术之后发展起来并逐步得到应用的新型康复医疗技术。国内磁刺激康复医疗器械市场起步较晚, 2016 年前后才逐步规模化推广。与电刺激疗法相比, 盆底磁刺激具有高强度、高穿透性、

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。而且，电刺激治疗单个患者需要 30-40 分钟，而磁刺激只需 20 分钟，周转率更高，也提升了科室的诊疗效率。

磁刺激康复医疗器械制造要求精准复杂，存在较高的技术壁垒，目前国内磁刺激康复医疗器械市场相对较为集中，公司盆底磁刺激产品自 2017 年推出，2018 年以来快速增长，根据 Frost & Sullivan 数据显示，2018 年，在国内磁刺激类康复医疗器械领域，公司磁刺激类医疗器械产品的市场占有率为 18.64%。

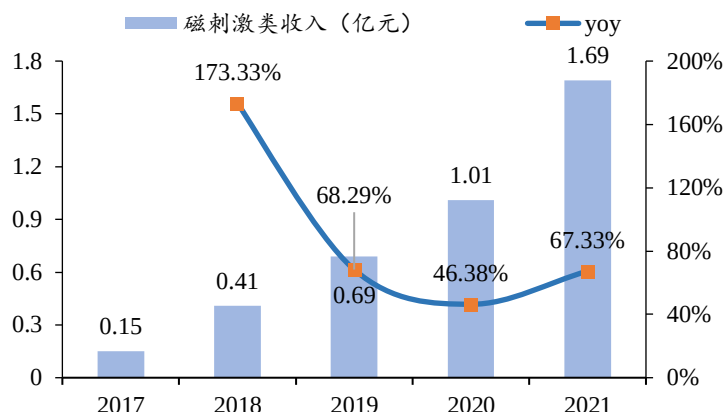
磁刺激产品快速放量。公司发展磁刺激产品，一方面是为了应对盆底电刺激产品可能面临的市场饱和，另一方面是延续产品的升级迭代。目前公司盆底磁刺激产品已经接力电刺激产品，在盆底市场获得全面且领先的竞争优势，21 年同比增长超过 80%，盈利能力也进一步提升。

图表 31 公司盆底及产后康复收入情况（亿元）



资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表 32 公司磁刺激产品收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

注：公司磁刺激产品收入包括了应用在盆底修复、精神及神经康复会试的收入，主要是盆底磁和经颅磁

磁电结合重新定义盆底修复。公司有着较强的电刺激和磁刺激技术平台，也提出了磁电联合的盆底修复新理念，是磁电联合先行者。学术研究已证明磁电联合的有效性，并且相较于单一的电刺激治疗，磁电联合可以有效提高盆底疾病治疗效果。如宋天娇（2021）在论文《磁刺激联合生物反馈电刺激对产后盆底康复效果的影响》中的阐述，与单纯生物反馈电刺激相比，磁刺激与生物反馈电刺激联合应用对顺产初产妇盆底肌功能障碍的康复效果明显增强。2020 年“磁电联合”也成功纳入《盆腔器官脱垂的中国诊治指南（2020 年版）》，成为盆底及产后康复市场获得广泛认可的标准配置。

盆底磁刺激和盆底电刺激产品，在临床上二者相互补充。公司的电刺激产品可以进行盆底功能的评估、主动训练、被动训练，产品更侧重于阴道括约肌、肛提肌的训练，侧重对肌肉的刺激，刺激主要局限在电极周围。而盆底磁刺激的刺激范围更广、深度更深，能够刺激到更多的神经和肌肉，发挥治疗作用，且非侵入式，体验感更好。因此，在盆底筛查与治疗的过程中，将盆底电刺激与磁刺激相互结合应用，能够有效提高临床治疗效率，患者体验感更佳、依从性更高。

在磁电联合临床有效性逐步得到验证下，盆底康复有望迎来从单纯的电或磁刺激转向磁电联合治疗的诊疗升级，公司作为先行者，有望持续扩大先发优势。我们预计公司在盆底及产后康复领域未来将保持中高速增长。

3.2 精神/神经康复：磁刺激产品迭代升级，终端适用范围广

公司早在 2002-2006 年即进入了精神康复和神经康复领域，早期的产品以代理为主，主要包括多参数生物反馈仪、表面肌电分析系统。2016 年公司自研的经颅磁刺激仪上市，带动公司在精神、神经康复领域收入快速增长。目前公司又重点开发的新生儿脑电测量仪，进入新生儿脑功能监测市场，有望接力经颅磁刺激仪成为公司另一大重要产品。

经颅磁刺激技术具有高强度、高穿透性、非侵入性、无痛刺激等优势，已成为治疗精神疾病和神经系统疾病的一种重要技术，2008 年美国 FDA 首先批准了磁刺激用于抑郁症的治疗。近年来，随着磁场深度和聚焦、导航定位等新技术的应用，经颅磁刺激在抑郁症、帕金森病等疾病的治疗效果不断提高；影像辅助的导航定位、刺激线圈的机械臂自动跟踪等新技术的应用也更有利于提高对脑部靶点治疗定位的精准性，从而提高临床疗效。抑郁症、脑卒中和帕金森病康复是经颅磁刺激仪的主要应用领域。

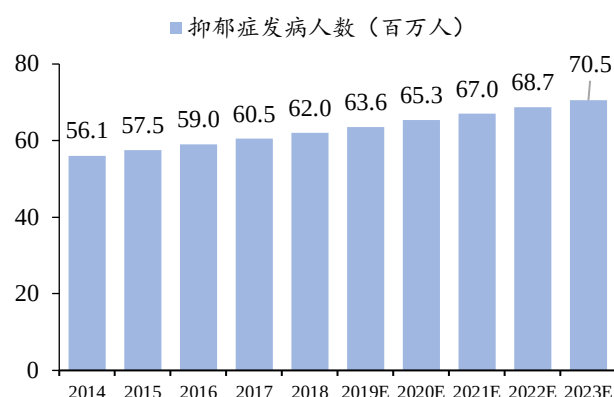
（1）抑郁症康复治疗。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2018 年我国抑郁症发病人数达到 6,200 万人，预计 2023 年将达到 7050 万人。而与巨大患病基数相对的是，国内抑郁症患者整体诊断率仍然较低，且以药物治疗为主。经颅磁刺激用于抑郁症治疗已在美国、加拿大、新西兰、以色列等国家明确获批。与药物治疗相比，经颅磁刺激具有副作用小、安全性高、无痛苦、不易成瘾、不会影响认知功能等优势。随着经颅磁刺激治疗有效性的不断提高，其在国内抑郁症相关症状的治疗渗透率将不断增长。

（2）脑卒中康复治疗。作为一种安全、无痛、非侵入性的神经干预手段，经颅磁刺激联合康复训练可明显改善脑卒中所致的肢体功能障碍。根据 Frost & Sullivan 数据显示，我国拥有庞大脑卒中患病人数，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。

（3）帕金森病康复治疗。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。根据 Frost & Sullivan 数据显示，我国 65 岁以上帕金森病患者人数持续增长，2018 年达到了 283.1 万人，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。

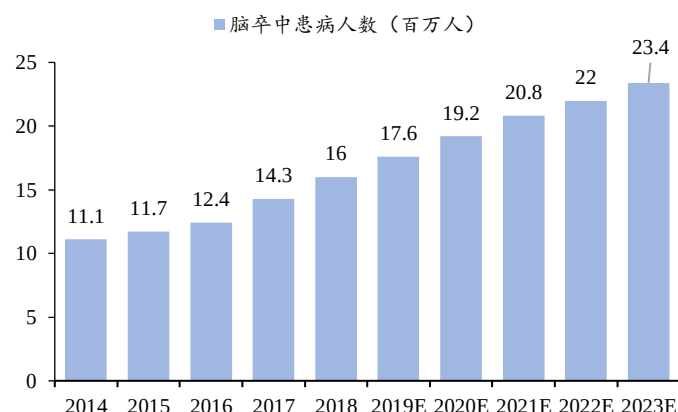
磁刺激产品持续快速放量。从整个市场来看，根据 Frost & Sullivan 数据显示，2014~2018 年，中国磁刺激康复医疗器械市场规模从 0.4 亿元增长至 2018 年 2.2 亿元，复合年增长率达 53.1%。目前磁刺激康复治疗在国内的治疗渗透率仍较低，预计将以 52.0% 的复合年增长率增长至 2023 年 17.8 亿元。从公司自身的收入情况看，受益于部分省份医保政策和居民消费升级，我们预计公司 2021 年在精神和神经康复领域实现收入约 1.67 亿元，同比 2020 年增长约 28.69%，其中核心产品经颅磁刺激仪收入同比增长达 46%。

图表 33 全国抑郁症患病人数 (百万人)



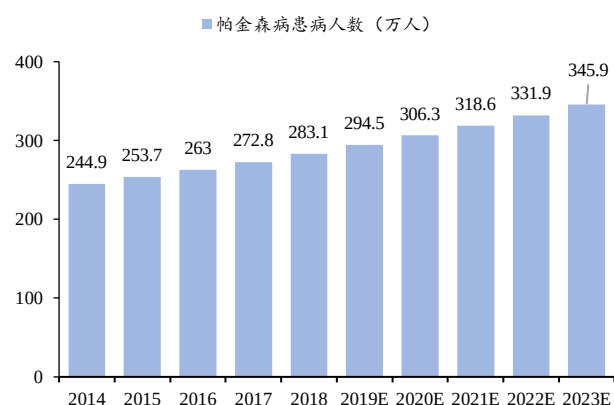
资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 34 全国脑卒中患病人数 (百万人)



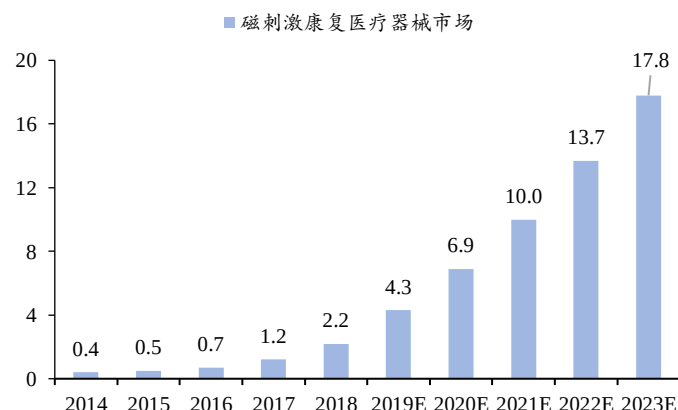
资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 35 全国 65 岁以上帕金森病患者人数 (万人)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 36 磁刺激康复医疗器械收入 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

注: 此处包括磁刺激产品在产康领域的市场规模

根据 NMPA, 目前国内已拿证的经颅磁刺激仪产品共 17 家, 公司是国内少数完全自主研发的企业。公司产品采用风冷的冷却方法, 在安全性上更可靠, 冷却效果上更高效, 在维护方面更简单。运动阈值测定上, 采用无线磁触发专利技术, 在测定过程中没有线的束缚、干扰更少、方便操作者使用。同时, 依据经颅磁刺激仪安全应用指南, 公司结合运动诱发电位, 设计出一种电生理安全监测方法, 可以在治疗过程中实时监测患者无关运动脑区的兴奋情况, 并能在异常时给出声音预警。

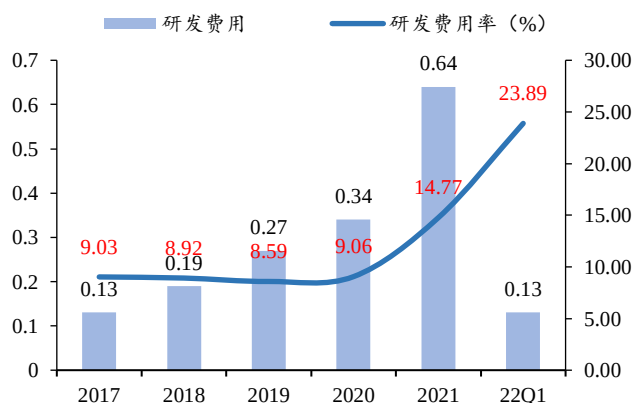
另外, 公司于 2022 年 2 月 28 日公告, 取得磁刺激仪第三类医疗器械注册证, 产品适用范围是“该产品在医疗机构使用, 通过刺激线圈产生的磁场刺激人体大脑皮层, 用于辅助改善脑卒中患者手部功能障碍”。磁刺激仪第三类医疗器械注册证的取得, 进一步完善了公司磁刺激技术平台, 丰富和延续公司在磁刺激领域的产品布局。

3.3 底层技术积累充分, 进入康复机器人和医美赛道

公司底层技术积累充分。公司自 2009 年进入盆底修复市场后, 一直注重自主研发, 研发投入持续增加。2021 年公司研发费用支出约 0.64 亿元, 占营业收入比约

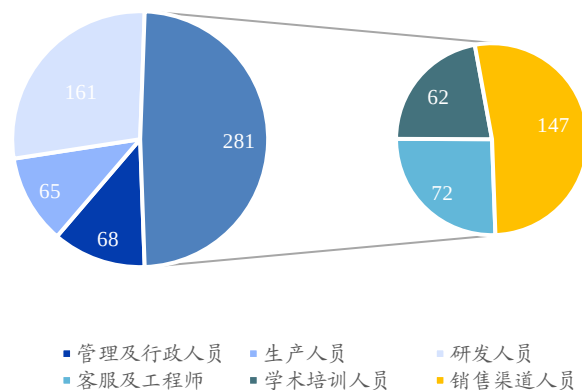
14.77%，远高于同行水平。目前，围绕公司战略升级，以磁刺激产品为主体，以康复机器人和医美能量源产品为“两翼”，构建全面领先的产品矩阵，将细分市场从盆底及产后康复、神经康复、精神康复，战略升级至康复全场景以及医美能量源器械两个优质赛道，公司在研发上做了充足准备。截至 2021 年 12 月 31 日，公司在研研发人员共 161 人，较 2020 年增加 36 人，占公司总人数比约 28.00%。

图表 37 公司研发支出情况 (亿元)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 38 公司人员组成情况 (2021 年)



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

(1) 原有业务赛道 (产后、精神、神经康复)

公司在已布局的电刺激、磁刺激、电生理等领域不断推陈出新，提升患者体验，拓展治疗领域。电刺激中实现了中低频的多刺激波形的电刺激输出，提供更加广泛的治疗范围；下一代经颅磁刺激基于临床需求研究出专病专用的刺激线圈以及压力触发磁刺激技术，以获得更佳的临床治疗效果；下一代盆底磁刺激实现双通道线圈快速切换，实现惰性液体提升散热效率，突破治疗强度上限，并实现多体位治疗功能座椅的开发。二代脑功能产品完成技术预研及概念样机，下一代生物反馈仪产品已进入送检阶段。

图表 39 公司磁刺激产品布局情况



资料来源：wind，公司官网，华安证券研究所

另外，电刺激领域，2021年6月，公司以600万加拿大元（折合人民币含税金额3197.19万元）与TT公司签署了《技术转让协议》，获得了TT公司拥有的MyOnyx设备技术在中国大陆地区的权利，包括但不限于在中国大陆地区独家生产、使用、销售、支持和维护MyOnyx设备及其专有技术等所有权利。此前，公司与TT公司签署的客户与供应商协议具有一定的排他性条款，使得公司在医疗盆底和脑瘫市场只能销售使用TT公司部件的MyOnyx系列产品，而无法销售公司自主研发的瑞翼系列产品。MyOnyx技术转让后，公司MyOnyx系列产品相关部件转移至国内生产或采购，供应链效率提升，公司电刺激产品的原材料采购成本降低；公司瑞翼系列产品销售区域限制的解除，产品梯队更加完善丰富。

（2）运动康复赛道

公司康复机器人产品线已顺利完成了国家科技部和江苏省科技厅的康复机器人重点研究计划课题任务，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顺利拿证并于2021年底上市销售。X-locom 系列三个产品也已进入注册阶段。

外骨骼机器人X-walk系列产品，能够覆盖脑卒中及脊髓损伤病人全周期的步态康复训练，X-locom 系列三个产品，未来将帮助公司进入运动康复领域最大的细分市场，覆盖脑卒中、脊柱、关节、运动康复等目前康复科主流康复需求，同时满足临床方案智能化、康复效果标准化等升级迭代需求。

公司运动康复机器人，对标国外同行优秀产品，如X-walk300 对标以色列Rewalk公司产品和X-locom300 瑞士Hocoma产品。整个运动康复条线致力于为临床提供智能化、标准化、效果可评估的应用解决方案，提高康复效果，提升公司在康复市场产品和方案的整体竞争力。

图表 40 公司康复机器人产品布局情况



资料来源：wind，公司官网，华安证券研究所

（3）医美能量源设备赛道

公司过去的电刺激、磁刺激技术平台，以及在研的射频、激光，都是以能量源为主的产品，技术层面具有共通性，因此相对较容易切入医美能量源设备领域。

公司能量源设备产品矩阵丰富，现均已进入注册阶段，覆盖妇产科、皮肤科、医疗美容、生活美容等多应用场景。塑形磁可解决产后康复、塑形、减脂等需求，射频可用于私密、抗衰和溶脂，皮秒激光可实现祛除纹身及治疗皮肤色素类疾病等功能。公司瞄准世界级主流产品，全面布局皮秒激光、射频（私密、溶脂、抗衰）以及塑形磁。

公司塑形磁独特腹部双面线圈和臀部专属线圈设计，满足不同人群不同部位治疗需求，实时反馈治疗过程中肌肉收缩状态，实现精准化治疗。射频已完成了送检样机的生产、调试、测试验证和检验，实现了全功能开发、性能验证和安全性验证工作，目前处于注册阶段。激光完成了两轮样机的开发和测试，下一阶段展开注册检测及临床部分。

图表 41 公司医美领域产品布局情况



资料来源：公司投资者展示材料，华安证券研究所

4 公司盈利预测与估值

4.1 公司业绩拆分与估值对比

收入关键假设：

（1）电刺激：电刺激康复器械领域中，中低端产品市场竞争激烈，同质化严重，公司电刺激产品主要包括 MyOnyx 生物刺激反馈仪、MyoTrac 生物刺激反馈仪、瑞翼生物刺激反馈仪等。随着公司在盆底修复市场磁刺激产品的丰富，电刺激产品的增速预计较早些年有所下降，但公司仍持续加强对低等级医院下沉，拓展妇科等潜在群体，考虑到公司战略升级带来的相关内部资源的倾斜，2022 年上半年华东地区受到的疫情影响，我们预计电刺激板块未来 2022-2024 年增长率分别在-16%、5%和 5%左右。

（2）磁刺激：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，国内应用相对渗透率还不高，公司重点发力磁刺激产品，经颅磁和盆底磁均已上市，并实现快速增长，我们认为随着公司下一代磁刺激产品的推出，以及公司磁刺激产品向低等级医院的渗透，未来几年仍是快速放量趋势，我们预计未来 2023-2024 年的增长率保持在 30%左右，2022 年仍受华东区疫情影响，预计增速较之前有所放缓，预计在 18%。

（3）电生理：公司产品主要是表面肌电分析、新生儿脑电分析及生物反馈仪等，广泛应用于神经康复、精神康复、新生儿科等领域，我们预计未来 2023-2024 年收入增长率有望保持在 20-25%左右，2022 年受华东区疫情影响，增速预计约为 15%。

（4）耗材及配件：公司耗材配件主要是和电刺激类产品相匹配，收入增速低于电刺激类产品，未来 2023-2024 年收入增长预计保持高个位数增长（在 8%左右），2022 年受电刺激产品销售下滑预期，增速预计在-10%。

（5）康复机器人：公司的 X-Walk 系列康复机器人已经上市并实现装机，我们预计公司 2022 年实现销售收入 1500 万元，未来三年合计不低于 1 亿元销售收入。

（6）医美能量设备：公司塑形磁产品预计 2022 年下半年会逐渐开始销售，我们预计公司院外市场渠道广泛，医疗级塑形磁产品预计在 2023 年上市，公司医美能源设备板块的收入有望 2022-24 年分别贡献 500 万元、1500 万元和 3000 万元。

综上，我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 4.63 亿元、5.67 亿元和 6.95 亿元，同比增速分别达到 7.7%、22.5%和 22.5%。公司磁刺激产品不断推陈出新，预计公司整体的毛利率和净利率水平仍保持在较高水平，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 1.95 亿元、2.32 亿元和 2.85 亿元，同比增速分别达到 9.4%、19.2%和 22.6%。

图表 42 伟思医疗收入预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	207.78	318.87	378.37	430.04	462.95	567.19	694.67
Yoy (%)	43.79	53.47	18.66	13.66	7.65	22.52	22.48
毛利率 (%)	74.17	73.71	73.63	74.78	75.37	75.34	75.73
磁刺激	41.25	68.99	100.95	169.18	199.63	255.53	332.19
Yoy (%)	176.47	67.25	46.33	67.59	18.00	28.00	30.00
毛利率 (%)	82.32	83.27	83.48	81.41	81.00	81.00	81.00
电刺激	99.45	145.34	155.37	128.09	107.60	112.98	118.62
Yoy (%)	35.09	46.14	6.90	-17.56	-16.00	5.00	5.00
毛利率 (%)	74.94	73.43	70.75	71.05	70.80	70.80	70.60
耗材及配件	31.91	54.33	57.55	59.68	53.71	58.01	62.65
Yoy (%)	39.83	70.26	5.93	3.70	-10.00	8.00	8.00
毛利率 (%)	60.65	62.71	63.88	65.81	66.00	66.00	66.00
电生理	26.62	33.50	49.45	59.41	68.32	81.99	100.02
Yoy (%)	7.64	25.85	47.61	20.14	15.00	20.00	22.00
毛利率 (%)	76.05	74.87	74.76	74.15	74.00	73.90	73.70
其他主营业务	6.95	14.87	13.31	12.38	12.38	12.38	12.38
Yoy (%)	-2.39	113.96	-10.49	-6.99	-	-	-
毛利率 (%)	67.72	69.56	68.86	69.02	69.20	69.30	69.40
其他业务	1.59	1.85	1.74	1.31	1.31	1.31	1.31
Yoy (%)	23.26	16.35	-5.95	-24.71	-	-	-
毛利率 (%)	82.22	75.47	86.60	75.23	75.00	75.00	75.00
康复机器人					15.00	45.00	67.50
Yoy (%)						200.00	50.00
毛利率 (%)					70.00	71.00	72.00
医美能源源设备					5.00	15.00	30.00
Yoy (%)						200.00	100.00
毛利率 (%)						71.00	72.00

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

可比公司估值

公司可比公司有翔宇医疗、普门科技、诚益通等公司。截至 2022 年 6 月 13 日，可比公司 2023 年 PE 平均水平约为 19 倍，公司对应 2023 年的 PE 约 17 倍，略低于同行水平。

图表 43 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE		
			21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
翔宇医疗	688626.SH	52.85	2.02	2.14	2.63	3.16	24.70	20.09	16.72
普门科技	688389.SH	69.07	1.9	2.54	3.38	4.43	27.19	20.44	15.59
诚益通	300430.SZ	26.94	1.03	1.3	1.7	2.2	20.72	15.84	12.24
平均水平							24.20	18.79	14.85
伟思医疗*	688580.SH	38.43	1.78	1.95	2.32	2.85	19.67	16.50	13.45

资料来源：wind，华安证券研究所

注：**选取 2022 年 6 月 13 日收盘市值水平，标*号公司归母净利润取自华安证券研究报告，其他可比公司数据均取 WIND 一致预测（180 天）

4.2 投资建议：所在行业政策环境友好，公司产品竞争力强，技术平台横向拓展能力强，中长期增长动力足，首次覆盖

好赛道：居民老龄化+消费升级+康复科新基建，带动对康复设备的采购周期。
 需求端：居民老龄化持续加深，我国 65 岁以上人口比重快速增长，人口结构成为影响产业格局的根本力量。过去中国经济 40 年的快速发展，居民生活水平快速提高，对美好生活品质的追求驱动对康复需求的提升。康复需求既包括基础的疾病康复，也包括有明显消费升级属性的产后康复、运动康复、儿童康复等需求，预计 2025 年，康复医疗器械市场规模 810 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 13.97%。

供给端：我国康复专科医院和康复科的开设数量自 2011 年起快速增长，我国康复医疗的三级体系也已经建成。随着国家卫生健康委员会发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》、八部委联合印发的《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》、国家卫健委推进 15 个省份率先开展康复医疗服务试点工作等政策驱动，康复端有望迎来一轮新的康复基建周期。我们预计未来 5 年的康复科基建周期有望带来潜在市场增量约 700 亿元。

支付端：医保支付项目扩容和长期护理保险试点，有望为康复治疗提供资金保险。2010 年和 2016 年人社部先后出台两项政策将 9 项以残疾人为主的康复项目和 20 项康复项目纳入医保，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。2020 年 9 月医保局、财政部印发《医保局、财政部关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，确定了 28 个省的 48 个地级市为试点，探索建立以互助共济方式筹集资金、为长期失能人员的基本生活照料和与之密切相关的医疗护理提供服务或资金保障的社会保险制度，力争在“十四五”期间基本形成适应我国经济发展水平和老龄化发展趋势的长期护理保险制度政策框架。

公司磁刺激产品全面领先，产品应用于多个康复场景（包括盆底及产后康复、精神康复、神经康复等），保持高速增长

公司产品技术领先，深耕康复领域，先后进入精神康复、神经康复和盆底及产后修复领域，产品组合包括电刺激设备、磁刺激设备、电生理类产品等。其中，2017 年公司率先推出盆底磁刺激产品，大大提高了治疗效果和患者的依从性，磁刺激接力电刺激成为公司第一大品类，2021 年公司磁刺激产品实现收入约 1.69 亿元，同比增长约 67.59%，其中盆底磁刺激仪产品同比增长约 83%，经颅磁产品同比增长约 43%。

随着公司在盆底修复及产后康复领域，推行磁电联合的盆底修复新理念，以及公司经颅磁等磁刺激产品进入更多医保支付目录，公司磁刺激产品仍能保持 30-40% 的高速增长。

战略升级，一体两翼，进入康复机器人和医美能量源设备市场，打造公司第二成长曲线。2022 年公司战略升级，以磁刺激产品为主体，以康复机器人和医美能量源产品为“两翼”，构建全面领先的产品矩阵，将细分市场从盆底及产后康复、神经康复、精神康复，战略升级至康复全场景以及医美能量源器械两个优质赛道。

公司在康复机器人领域已经获得 X-Walk 系列机器人的注册证，能够覆盖脑卒中

及脊髓损伤病人全周期的步态康复训练，X-locom 系列三个产品正在注册过程中，未来将帮助公司进入运动康复领域最大的细分市场，覆盖脑卒中、脊柱、关节、运动康复等目前康复科主流康复需求，同时满足临床方案智能化、康复效果标准化等升级迭代需求。

公司在医美能量源设备领域，技术积累承接公司以往在电刺激、磁刺激等能量平台的研发，目前塑形磁产品、射频和激光项目样机均已研发完成，进入注册阶段。公司瞄准世界级主流产品，全面布局皮秒激光、射频以及塑形磁，目标在 5 年内成为中国医美能量源市场的一线品牌。

我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 4.63 亿元、5.67 亿元和 6.95 亿元，同比增速分别达到 7.7%、22.5%和 22.5%。公司磁刺激产品不断推陈出新，预计公司整体的毛利率和净利率水平仍保持在较高水平，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别实现 1.95 亿元、2.32 亿元和 2.85 亿元，同比增速分别达到 9.4%、19.2%和 22.6%。2022-2024 年的 EPS 分别为 2.85 元、3.39 元和 4.16 元，对应 PE 估值分别为 20x、17x 和 13x。鉴于公司所在行业政策环境友好，公司产品竞争力强，技术平台横向拓展能力强，中长期增长动力足，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：

- **新产品研发注册不及预期。**公司后续新产品较多，若进度不及预期，对公司经营将会产生重要影响。
- **医疗事故风险。**若公司产品使用过程中出现医疗事故，将对公司的品牌造成不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**康复大赛道，市场参与者增加后，若市场竞争加剧，对公司盈利能力净造成不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E		会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1434	1643	1890	2198		营业收入	430	463	567	695
现金	1366	1578	1808	2098		营业成本	108	114	140	169
应收账款	24	19	25	31		营业税金及附加	5	6	6	8
其他应收款	11	6	9	11		销售费用	78	83	102	125
预付账款	2	2	2	3		管理费用	38	41	50	61
存货	30	37	45	53		财务费用	-17	-20	-24	-27
其他流动资产	1	1	1	1		资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	204	223	230	238		公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0		投资净收益	21	19	23	28
固定资产	95	108	112	115		营业利润	195	214	256	314
无形资产	19	22	23	24		营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	91	93	96	98		营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1639	1866	2120	2436		利润总额	197	216	258	316
流动负债	104	136	159	191		所得税	20	22	26	32
短期借款	0	0	0	0		净利润	178	194	232	284
应付账款	9	11	13	16		少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	95	125	146	175		归属母公司净利润	178	195	232	285
非流动负债	2	2	2	2		EBITDA	169	163	199	245
长期借款	0	0	0	0		EPS（元）	2.60	2.85	3.39	4.16
其他非流动负债	2	2	2	2						
负债合计	106	138	161	192						
少数股东权益	0	0	-1	-1						
股本	68	68	68	68						
资本公积	1086	1086	1086	1086						
留存收益	378	573	805	1090						
归属母公司股东权	1533	1728	1960	2244						
负债和股东权益	1639	1866	2120	2436						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E		会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	157	221	225	282		成长能力				
净利润	178	195	232	285		营业收入	13.7%	7.7%	22.5%	22.5%
折旧摊销	11	11	12	13		营业利润	18.1%	9.9%	19.4%	22.8%
财务费用	0	0	0	0		归属于母公司净利	23.8%	9.4%	19.2%	22.6%
投资损失	-21	-19	-23	-28		获利能力				
营运资金变动	-4	36	6	14		毛利率（%）	74.8%	75.4%	75.3%	75.7%
其他经营现金流	174	157	224	268		净利率（%）	41.3%	42.0%	40.9%	41.0%
投资活动现金流	-77	-9	5	8		ROE（%）	11.6%	11.3%	11.8%	12.7%
资本支出	-87	-28	-17	-19		ROIC（%）	9.2%	7.9%	8.6%	9.3%
长期投资	0	0	0	0		偿债能力				
其他投资现金流	11	19	23	28		资产负债率（%）	6.4%	7.4%	7.6%	7.9%
筹资活动现金流	-81	0	0	0		净负债比率（%）	6.9%	8.0%	8.2%	8.6%
短期借款	0	0	0	0		流动比率	13.81	12.05	11.89	11.53
长期借款	0	0	0	0		速动比率	13.50	11.76	11.60	11.23
普通股增加	0	0	0	0		营运能力				
资本公积增加	21	0	0	0		总资产周转率	0.26	0.25	0.27	0.29
其他筹资现金流	-102	0	0	0		应收账款周转率	17.69	24.93	22.43	22.18
现金净增加额	0	212	231	290		应付账款周转率	11.69	10.36	10.72	10.74

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	13.7%	7.7%	22.5%	22.5%
营业利润	18.1%	9.9%	19.4%	22.8%
归属于母公司净利	23.8%	9.4%	19.2%	22.6%
获利能力				
毛利率（%）	74.8%	75.4%	75.3%	75.7%
净利率（%）	41.3%	42.0%	40.9%	41.0%
ROE（%）	11.6%	11.3%	11.8%	12.7%
ROIC（%）	9.2%	7.9%	8.6%	9.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	6.4%	7.4%	7.6%	7.9%
净负债比率（%）	6.9%	8.0%	8.2%	8.6%
流动比率	13.81	12.05	11.89	11.53
速动比率	13.50	11.76	11.60	11.23
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.25	0.27	0.29
应收账款周转率	17.69	24.93	22.43	22.18
应付账款周转率	11.69	10.36	10.72	10.74
每股指标（元）				
每股收益	2.60	2.85	3.39	4.16
每股经营现金流	2.30	3.23	3.30	4.12
每股净资产	22.43	25.28	28.67	32.84
估值比率				
P/E	41.82	19.67	16.50	13.45
P/B	4.85	2.22	1.95	1.71
EV/EBITDA	35.93	13.80	10.16	7.08

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李婵，研究助理，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。