

聚焦女性健康和美，提供多元产品及解决方案

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-10

收盘价（元）	40.29
近12个月最高/最低（元）	N/A
总股本（百万股）	100
流通股本（百万股）	22
流通股比例（%）	22
总市值（亿元）	40
流通市值（亿元）	9

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：

● 盆底康复：盆底电刺激设备龙头企业，补齐磁刺激设备

公司自2013年成立，一直专注于盆底及产后康复领域。盆底康复市场的快速发展，带动公司收入规模从2018年的1.43亿元增长到2021年的3.42亿元，2019-2021年的复合增速达到34%。2021年，公司电刺激设备销售金额约1.70亿元（包括盆底康复和产后恢复系列），根据沙利文2021年盆底康复电刺激设备市场规模（出厂价）约9.1亿元，公司市场占有率约18.68%。2022年4月公司旗下子公司麦特斯的磁刺激仪获批上市，补足产品梯队，磁刺激产品有望快速放量。未来，在盆底康复群体扩容+多科室拓展+渠道下沉+自产磁刺激推出等多重利好因素驱动下，公司盆底及产后康复系列保持稳定增长。

● 生殖康复：五千万不孕不育人群，市场空间大，好产品缺乏

公司战略定位为专注女性健康和美，女性自14周岁进入青春期后，生殖健康即是非常重要的部分，生育能力的保存也尤为重要。根据中国人口协会此前发布的《中国不孕不育现状调研报告》显示，中国育龄夫妇的不孕不育患者超过5000万，占育龄人口的12.5%~15%，不孕不育率在提升。与此同时，我国人工流产数量也很高，根据《人工流产后促进子宫内膜修复专家共识》，疫情前2018年和2019年全国人工流产例数分别高达974万例和976万例，几乎与目前每年的新生儿数量相当。公司研发出电超声治疗仪、超声波子宫复旧仪等产品，针对不孕不育、卵巢功能早衰、术后子宫内膜修复等人群，帮助患者恢复、保存生殖能力。2021年，公司电超声设备销售量从2020年的4台增加到16台，超声子宫修复仪从2020年的14台增加到315台，两款产品均实现快速放量。

● 全渠道发力：TO B+TO C+海外市场同步发力

公司过往业务主要集中在B端业务，尤其是以医疗机构为主的等级医院层面。2022年公司调整营销架构，向基层卫生医疗机构倾斜，相较医院而言，基层卫生医疗机器数量更多，下沉市场空间也更大。院外非医疗机构，公司则通过经销商覆盖更多的月子中心、母婴中心、美容机构等。TO C端，公司家用盆底生物刺激反馈仪，线上通过京东、淘宝平台销售，三款价格适应不同支付能力的群体，C端客群基数大，60-70后是上一波人口生育高峰，线上销售也能够增加患者盆底康复的隐私感。海外市场，公司2019年起开始组建海外团队，部分产品2020年获得CE认证，海外市场预计未来也会是公司的一个重要增长点。综合来

看，公司全渠道发力，TO B+TO C+海外市场，助力公司不断打造新的增长曲线。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 4.11 亿元、5.02 亿元和 6.22 亿元，同比增速分别达到 20.3%、22.1%和 24.0%。公司磁刺激产品由代理转为自产，磁刺激仪毛利率从 30%左右提升到 80%+，预计公司整体的毛利率也会逐渐提升，预计公司 2022-2024 年的销售毛利率分别为 73.5%、73.9%和 74.1%，2022-2024 年归母净利润分别实现 1.42 亿元、1.87 亿元和 2.27 亿元，同比增速分别达到 20.1%、31.3%和 21.8%。鉴于公司所在行业政策环境友好，公司专注女性健康，提供齐备的康复解决方案及产品，产品组合协同效应强，此次 IPO 募集资金共计 10.07 亿元，助力公司长远发展，首次覆盖，给予买入评级。

● 风险提示

磁刺激设备研发及推广不及预期风险。
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	342	411	502	622
收入同比（%）	1.5%	20.3%	22.1%	24.0%
归属母公司净利润	118	142	187	227
净利润同比（%）	-2.9%	20.1%	31.3%	21.8%
毛利率（%）	72.9%	73.5%	73.9%	74.1%
ROE（%）	32.6%	10.0%	11.7%	12.4%
每股收益（元）	1.58	1.42	1.87	2.27
P/E	25.53	28.34	21.58	17.72
P/B	8.31	2.85	2.51	2.20
EV/EBITDA	20.05	16.81	13.26	9.86

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司着力于为女性各年龄阶段提供多元化器械康复方案.....	5
1.1 盆底康复起家，电刺激龙头产品	5
1.2 完成从 0 到 1，产品不仅盆底，产品开始多元化	7
1.3 募投项目：主要用于扩建产能和增强研发	10
2 行业：女性各年龄阶段康复需求大，不仅仅盆底康复	11
2.1 盆底康复仅是女性在产后康复的一个阶段，就已经大市场	11
2.2 40 岁后的女性盆底功能康复概念缺失，实际大市场	13
2.3 生殖康复是孕前和孕后需要重视的赛道，市场缺乏好产品	14
3 公司：聚焦女性各年龄阶段，提供齐备的康复解决方案	16
3.1 基本盘：盆底和产后康复助力完成公司 0 到 1	16
3.2 新动力：生殖康复和运动康复高增长，公司产品针对性强	19
3.3 渠道力：TO B+TO C+海外市场，全渠道发力	21
4 公司盈利预测与估值	23
4.1 公司业绩拆分与估值对比	23
4.2 投资建议：所在行业政策环境友好，公司产品组合协同性高、竞争力强，首次覆盖	25
风险提示：	26
财务报表与盈利预测	27

图表目录

图表 1 麦澜德发展历程	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2021 年 6 月 18 日)	6
图表 3 公司创始团队及核心管理层	6
图表 4 公司产品情况	8
图表 5 公司在研产品情况	8
图表 6 公司收入构成-按院内/院外 (单位: 万元)	9
图表 7 公司收入结构-按产品种类 (单位: 亿元)	9
图表 8 公司 2018-2021 收入和利润及增速	10
图表 9 公司销售毛利率和净利率情况	10
图表 10 公司募投项目情况	10
图表 11 我国每年新生儿数量 (万人)	12
图表 12 我国育龄妇女数量 (亿人)	12
图表 13 不同区域孕妇及家属对盆底修复的知晓率	12
图表 14 物理治疗对盆底修复效果的观察 (单位: cmH ₂ O)	12
图表 15 我国盆底及产后康复医疗器械市场规模 (单位: 亿元)	13
图表 16 我国不同年龄层女性数量总人口占比	14
图表 17 不同年龄人群的尿禁发生率	14
图表 18 我国 40 岁以上女性盆底康复需求对应所需电刺激设备潜在市场规模	14
图表 19 我国不同年龄女性不孕不育率	15
图表 20 我国 IVF 取卵周期数 (单位: 千个)	15
图表 21 电超声辅助治疗不孕不育原理	16
图表 22 电超声治疗仪图示	16
图表 23 公司盆底康复设备与竞品性能比较	17
图表 24 电刺激盆底修复市场规模	18
图表 25 公司电刺激和磁刺激收入及占比情况	18
图表 26 公司电超声治疗仪销售情况	20
图表 27 公司超声子宫修复仪销售情况	20
图表 28 公司软体康复手套主要应用的技术	20
图表 29 公司经销和直销结构	21
图表 30 公司经销销售收入终端客户情况	21
图表 31 公司医疗器械和非医疗器械收入结构	22
图表 32 公司主要产品销售量情况	22
图表 33 公司家用盆底产品销售情况	23
图表 34 公司产品展示图	23
图表 35 麦澜德收入预测 (单位: 亿元)	24
图表 36 可比公司估值情况	24

1 公司着力于为女性各年龄阶段提供多元化器械康复方案

1.1 盆底康复起家，电刺激龙头产品

南京麦澜德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。公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售和服务，相关产品广泛应用于医疗机构的妇产科、妇保科、妇科、盆底康复中心以及医院外市场的月子中心、产后恢复中心、母婴中心等专业机构。

公司战略定位于“专注于女性健康与美”，逐步拓展产品线，推出了女性生殖康复、营养及健康管理等领域的新产品，如超声波子宫复旧仪、电超声治疗仪、人体成分健康管理分析仪等。公司也被认定为“2018 年度南京市瞪羚企业”、“江苏省工业设计中心”、“江苏省盆底康复工程技术研究中心”、“专精特新‘小巨人’企业”、“苏南国家自主创新示范区潜在独角兽企业”、“苏南国家自主创新示范区瞪羚企业”。

历史沿革：公司自 2013 年成立起，就专注在盆底盆底领域。2013 年多款电刺激类设备实现拿证上市，2018 年首次收入端突破 1 亿元，2019 年首次利润端突破 1 亿元。过去九年，公司在盆底康复领域也创造了多个“第一”。

(1) 公司是第一个建立基于互联网的盆底全生态链系统（从医用筛查治疗到产后康复设备和家用康复设备，以及盆底疾病分级诊疗系统）。

(2) 公司是第一个在全国部署基于互联网的盆底疾病分级诊疗系统，大大提升了诊疗效率，合理分配了医疗资源，符合国家医改方向，并使智慧医疗和精准医疗成为可能；

(3) 公司是第一个将微云技术用于盆底康复领域，为实现远程医疗和多中心科研协作提供技术保证；

(4) 公司是第一个推出移动互联家用盆底生物刺激反馈仪，适用于长期家庭训练，并能配合医院治疗提升疗效，而且大大改善了患者的健康体验；

(5) 公司是第一个发明一次性使用阴道电极，完全避免了交叉感染，提升了患者体验，保障了医疗安全。

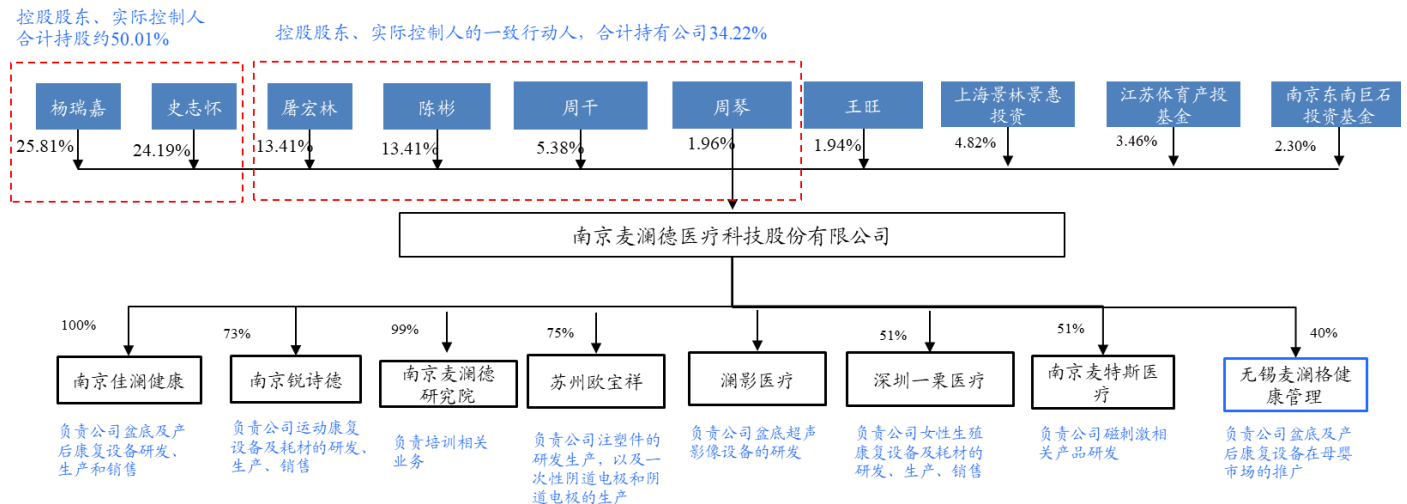
图表 1 麦澜德发展历程



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

股权结构：截至 2021 年 6 月 18 日，公司控股股东、实际控制人为杨瑞嘉和史志怀（双方签署共同控制协议）。杨瑞嘉和史志怀直接持有本公司 50.01% 的股份，并通过一致行动人（包括股东屠宏林、陈彬、周干和周琴）间接控制公司 34.22% 的表决权，对公司享有绝对的控制权。除了实际控制人及其一致行动人外的持股占比较高股东，还包括外部的机构投资者，如上海景林景惠股权投资、江苏体育产投基金和南京东南巨石投资基金。

图表 2 公司股权结构（截至 2021 年 6 月 18 日）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

创始团队背景专业，在盆底康复领域产业经验丰富。公司成立之初的创始团队主要包括杨瑞嘉、史志怀、屠宏林、陈彬和周干。创始团队在盆底康复领域有多年的从业经历，如杨瑞嘉先生于 2007 年 10 月至 2013 年 7 月历任伟思医疗及其子公司南京伟思瑞翼电子科技有限公司产品经理、市场部经理；史志怀先生于 2001 年 3 月至 2013 年 2 月历任伟思医疗软件工程师、研发部经理、研发总监。

公司成立后，杨瑞嘉先生负责公司整体运营和企业文化建设，作为发明人先后获得授权专利 69 项，其中发明专利 8 项，其参与研发的高性能多通道精准盆底肌电信息采集诊疗技术开发及应用获得第十届中国技术市场协会金桥奖二等奖，2020 年杨瑞嘉先生入选国家科技部“科技创新创业人才”。

史志怀先生自任职以来一直主导公司研发工作，作为发明人先后获得授权专利 68 项，其中发明专利 6 项。史志怀先生主导开发了公司盆底及产后康复系列产品，其主导研发和改进的盆底及产后康复系列两个产品被江苏省科技厅认定为高新技术产品。

图表 3 公司创始团队及核心管理层

姓名	职务	加入公司时间	出生年份	性别	加入公司前的主要履历
杨瑞嘉	董事、总经理	2013	1978	男	2007 年 10 月至 2013 年 7 月历任伟思医疗及其子公司南京伟思瑞翼电子科技有限公司产品经理、市场部经理
史志怀	董事、副总经理	2013	1975	男	2001 年 3 月至 2013 年 2 月历任伟思医疗软件工程师、研发部经理、研发总监
屠宏林	董事、副总经理	2015	1980	男	2004 年 4 月至 2014 年 4 月历任伟思医疗及其子公司南京伟思瑞翼电子科技有限公司工程师、销售经理、渠道总监

陈彬	董事、副总经理	2013	1976	男	2004年9月至2013年5月历任伟思医疗结构设计师,生产部经理,供应链总监
周干	创始股东、监事	2014	1980	男	2011年3月至2014年8月任伟思医疗研发部高级结构工程师
陈江宁	副总经理、财务总监、董秘	2017	1977	女	1998年至2012年先后就职于南京市果品总公司,南京鸿儒教育文化发展有限公司,伟思医疗,从事财务管理相关工作;2012年3月至2015年8月任南京友智科技有限公司财务总监;2015年8月至2017年8月任南京众豪文化传媒有限公司副总经理
王旺	副总经理	2013	1982	男	2009年11月至2013年3月任伟思医疗质量部经理
朱必胜	副总经理	2016	1988	男	2013年3月至2016年3月任南京领智商贸有限公司区域经理
罗海涛	核心技术人员 (盆底产品线总监)	2017	1978	男	2001年7月至2003年3月任中车集团南京浦镇车辆厂地铁和动车室内设计师;2003年4月至2009年5月任深圳天空遥控模型技术有限公司研发部经理;2009年6月至2015年12月任苏州金三艾特机械有限公司副总经理;2016年1月至2017年1月任南京普天通信股份有限公司结构部主管
范路	监事、核心技术人员(软件开发部经理)	2016	1986	女	2008年7月至2016年8月历任昌硕科技(上海)有限公司,南京文思创新软件有限公司,伟思医疗软件工程师

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 完成从 0 到 1，产品不仅盆底，产品开始多元化

产品布局: 公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售和服务,相关产品主要有盆底及产后康复设备、耗材及配件、信息化产品等。公司坚持在盆底及产后康复领域精耕细作,构建以患者为中心、以产品、服务、教育、数据为载体的盆底及产后康复生态系统,使患者能够在不同场景下进行盆底及产后等相关疾病的筛查、诊断、治疗及持续康复,已发展成为产品型号丰富、智能化程度高、应用场景多元、具有较强市场竞争力和影响力的企业。

而且,基于在盆底及产后康复领域深耕多年的行业经验、技术积累以及丰富的渠道资源、强大的组织搭建能力,公司积极延伸布局运动康复、女性生殖康复、营养及健康管理等领域,研发出手指关节康复评估系统、电超声治疗仪、超声波子宫复旧仪、人体成分健康管理分析仪等产品,将为公司未来业绩持续快速增长提供新动力。

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

在研产品：公司目前有合计 15 项在研产品，主要领域涉及盆底康复、运动康复和女性生殖康复领域。2019-2021 年，公司研发费用分别为 2,542.24 万元、4,135.11 万元和 3,722.82 万元，占总收入比例分别为 9.94%、12.29%和 10.90%。

图表 5 公司在研产品情况

序号	项目名称	预期目标	应用领域
1	64 通道盆底超声 智能诊断系统	开发一种针对盆底功能检查的专科超声设备。	盆底及产后康复领域
2	128 通道盆底超声 智能诊断 系统	开发一种针对盆底功能检查的高端款专科超声设备。物理通道数 128 通道，提升系统数据处理能力的同时提高成像质量	盆底及产后康复领域
3	HA 系列盆底康复仪	开发一款家用盆底及产后康复设备，实现在家庭环境下的盆底及产后康复训练	盆底及产后康复领域
4	HD 系列盆底康复仪	开发一款多功能的家用盆底及产后康复设备，实现在家庭环境下更加全面的盆底及产后康复训练	盆底及产后康复领域
5	下一代盆底康复技术平台	开发出支持解决盆底及产后康复领域更加复杂临床需求的技术平台	盆底及产后康复领域
6	下一代盆底训练仪	针对院外机构，开发一款多技术融合的盆底训练设备	盆底及产后康复领域
7	下一代阴道电极	面向盆底及产后康复市场，开发出可以提供多维度盆底肌测定数据、快速准确评判盆底肌状态的阴道电极。	盆底及产后康复领域
8	儿童手功能康复训练系统	面向儿童脑瘫和儿童手功能障碍领域，开发符合儿童的外骨骼式软体康复手套和儿童领域手功能康复训练情景互动系统	运动康复领域
9	液体耗材-养护一期	面向院内、院外、家用市场，开发与设备相配套的液态耗材，提高设备治疗效果和用户使用体验。	盆底及产后康复、女性生殖康复等领域
10	磁刺激仪（整体式）	面向医疗市场，开发一款磁刺激仪，作为目前医疗电刺激产品线的重要补充	盆底及产后康复领域
11	超声波子宫复旧仪自动化项目	面向医疗市场，在超声波子宫复旧仪器的基础上开发一款有治疗头自动化运动的组件	女性生殖康复领域
12	一次性使用无菌阴道电极研发项目	面向民营医院、公立医院等开发无菌电极产品，扩宽产品线产品系列，同时无菌产品，使用前不需再次消毒	盆底及产后康复领域
13	磁刺激仪（分体式）	面向医疗市场，开发一款磁刺激仪，作为目前医疗电刺激产品线的重要补充	盆底及产后康复领域

14	二代营养及健康管理 系统项目	面向月子中心、产后恢复等市场，基于目前的营养健康管理系统进行更新迭代	营养及健康管理领域
15	二代电超声治疗仪项 目	开发一种体积更小，更易于运输和维修的面向女性生殖健康领域的物理康复治疗设备	女性生殖康复领域

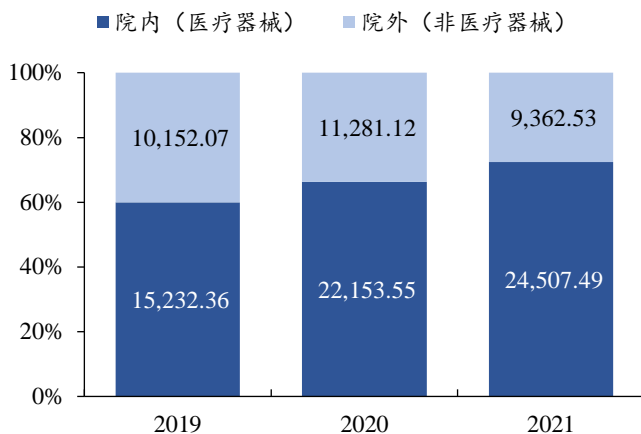
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

收入结构：公司 2021 年实现营业总收入 3.42 亿元 (yoy+1.52%)，其中医疗器械类产品贡献收入约 2.45 亿元 (yoy+10.63%)，占比约 72.36%，占比自 2019 年来持续提升，非医疗器械类产品贡献收入约 0.94 亿元 (yoy-17.01%)，占比约 27.64%。

从公司产品分类看，盆底及产后康复设备收入约 2.12 亿元 (yoy-12.71%)，耗材及配件收入约 0.99 亿元 (yoy+20.99%)。盆底及产后康复设备又包括主要用在院内的盆底诊疗类设备、用在院外月子中心等机构的产后恢复系列以及家用系列，2021 年这三大渠道的盆底康复类设备收入分别实现约 1.55 亿元、0.56 亿元和 0.01 亿元。综合来看，院内的盆底康复诊疗设备是公司核心收入来源，2021 年总收入占比约为 45.44%。

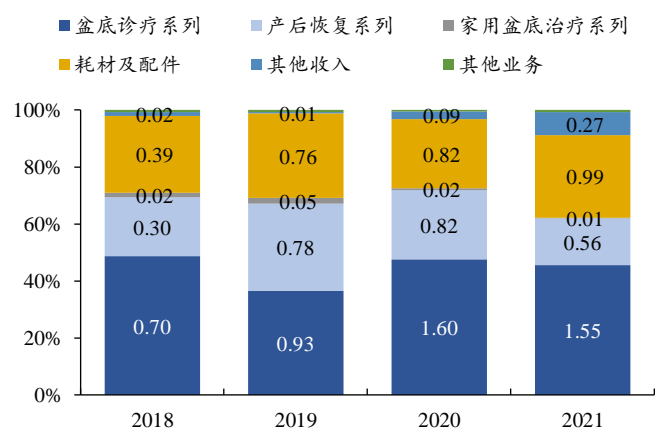
另外，公司 2020 年起磁刺激类盆底康复设备上市，2020 年当年实现收入约 0.22 亿元，2021 年实现收入约 0.31 亿元，同比 2020 年增长约 41%，保持高速增长。磁刺激类设备，2021 年占公司院内盆底诊疗系列产品收入的 20%。

图表 6 公司收入构成-按院内/院外 (单位: 万元)



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

图表 7 公司收入结构-按产品种类 (单位: 亿元)

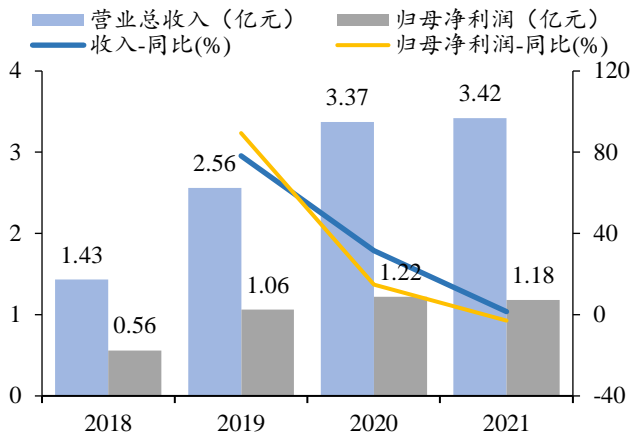


资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

盈利能力保持强劲：公司总收入自 2018 年的 1.43 亿元增长到 2021 年的 3.42 亿元，2019-2021 年均复合增长率为 33.73%，公司归母净利润自 2018 年的 0.56 亿元增长到 2021 年的 1.18 亿元，2019-2021 年均复合增长率为 28.20%。2021 年收入增速放缓，主要是受新冠疫情影响，院外市场众多的中小机构设备采购需求延迟，同时医院门诊量受防疫政策影响而有所下降，院内设备的采购需求也放缓。

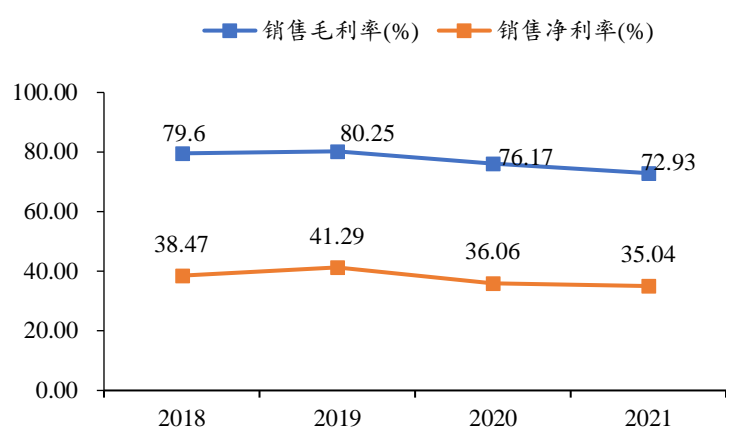
2021 年销售毛利率和销售净利率分别达到了 72.93% 和 35.04%。从变化趋势上看，公司销售毛利率水平有所下降，但仍保持在相对高水平，销售净利率随销售毛利率保持相似的趋势。

图表 8 公司 2018-2021 收入和利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 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

1.3 募投项目：主要用于扩建产能和增强研发

资金募集情况：公司此次 IPO 共募集资金 10.07 亿元，发行价 40.29 元/股，共发行 2500 万股。募投资金主要用于“麦澜德总部生产基地建设项目”、“研发中心建设项目”及“营销服务及信息化建设项目”三大项目建设。

麦澜德总部生产基地建设项目：为进一步扩大公司现有盆底及产后康复类产品的供给能力，提升快速响应客户订单与交付能力，并对公司研发的新产品进行产业化生产，丰富公司产品的生产线，公司拟在南京江宁高新技术产业开发区建设一个集组装、调试和仓储物流为一体的现代化总部生产基地。该项目拟建于南京江宁高新技术产业开发区华德仓储项目地块以东、乾德路以西、规划现状以南、华林路以北，地块总面积约 44 亩，规划用途为二类工业用地。

研发中心建设项目：公司将在南京总部建立面积为 5,000.00 平方米的研发中心，购置研发设备、招聘研发人才等。本项目的实施将为研发工作提供高标准的研究环境、先进的研发设备和强大的人才支持，有利于增强公司研发实力，进而提升公司的市场竞争力。

营销服务及信息化建设项目：为进一步完善公司现有营销网络，增强市场营销能力和客户服务能力，提升品牌知名度和信息化水平，公司拟投资 5,291.61 万元用于实施营销服务及信息化建设项目。该项目建设的主要内容包括：在南京总部建设展示中心、培训中心，为客户提供产品展示、行业指导和培训；购置所需的设备和软件、招聘、培训销售及技术支持人员；加大品牌建设和市场推广投入，强化品牌建设及营销推广力度；对信息系统进行升级和完善，包括对 ERP 及 OA 系统进行升级改造，并新增 CRM、PLM 系统。

图表 10 公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	项目备案
1	麦澜德总部生产基地建设项目	36,919.00	36,919.00	江宁审批投备[2021]130号
2	研发中心建设项目	15,167.33	15,167.33	江宁审批投备[2021]64号
3	营销服务及信息化建设项目	5,291.61	5,291.61	江宁审批投备[2021]77号
合计		57,377.94	57,377.94	-

2 行业：女性各年龄阶段康复需求大，不仅仅盆底康复

2.1 盆底康复是女性产后康复过程中的一个主要项目

从生命周期来看，女性自 14 周岁左右进入青春期后，求学、工作、生育等各个阶段，都需要女性迅速调整自身状态来适应生理与心理的阶段变化，特别是女性在围产期、产褥期和围绝经期阶段。而且由于生理结构相对复杂，易发生一些妇科疾病。

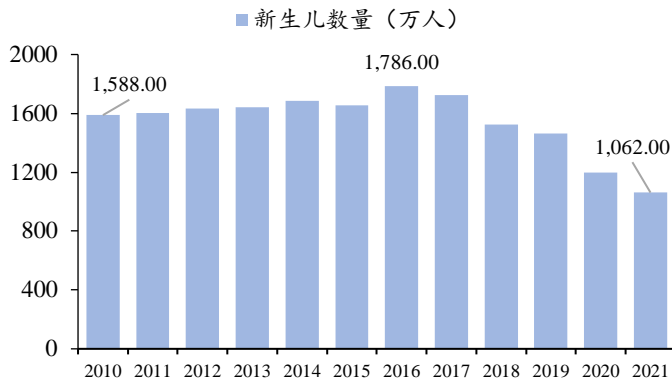
妊娠和分娩是 PFD 的主要诱发因素。盆底功能障碍性疾病 (PFD)，是指由于盆底支持结构缺陷薄弱、损伤及功能障碍等多种因素造成的盆腔脏器移位并引起各种盆腔器官功能异常的一组疾病，患病妇女可出现盆腔器官脱垂 (POP)、尿失禁 (UI) 及性功能障碍 (SD)。流行病学调查显示，妊娠和分娩是 PFD 的主要诱发因素。我国成年女性平均发病率为 20~40%，女性阴道分娩可能会使女性 POP 患病率提高到 30% 以上，其中二胎及以上且阴道分娩的女性 POP 患病率甚至接近 40%。

我国拥有庞大的产妇人群，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，尽管近几年由于新冠疫情的原因，每年的新生儿数量有所下降，但仍维持在 1,000 万人左右。其次，二胎产妇的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，除了每年正常出生的孩子外，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%。

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。

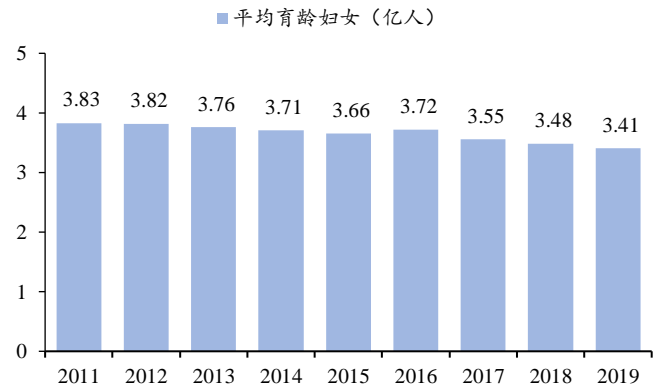
针对盆底康复的物理治疗技术，非手术方式为主流，从简单的盆底肌训练如凯格尔运动，到利用生物反馈治疗配合盆底肌训练，再到被动地接受电刺激治疗，到磁刺激治疗，产品更迭，对患者越来越友好，患者体验也越来越好。

图表 11 我国每年新生儿数量 (万人)



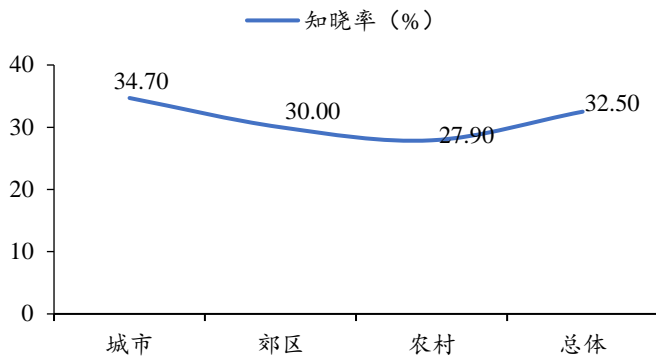
资料来源: WIND, 统计局, 华安证券研究所

图表 12 我国育龄妇女数量 (亿人)



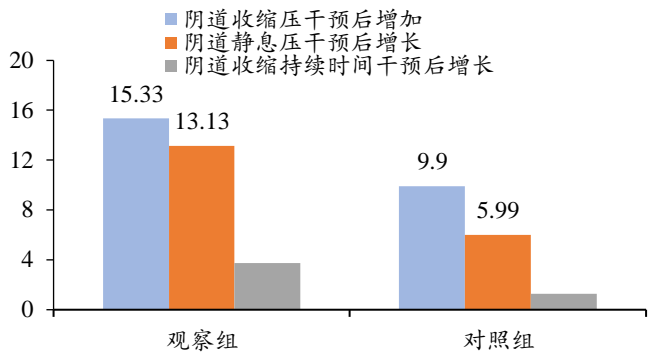
资料来源: WIND, 统计局, 华安证券研究所

图表 13 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

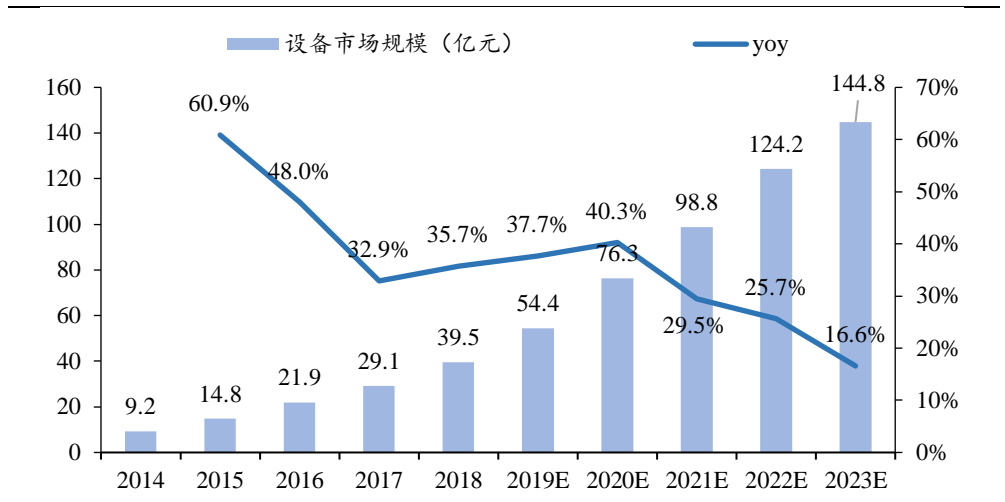
图表 14 物理治疗对盆底修复效果的观察 (单位: cmH₂O)



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

盆底及产后康复医疗器械市场快速增长。近年来,随着我国居民可支配收入水平逐年提高,居民健康意识逐渐增强,同时受人口老龄化趋势日益加剧、全面二孩政策落地等因素影响,我国盆底及产后康复医疗器械市场规模保持快速增长态势。根据头豹研究院,我国产后康复设备行业市场规模(按终端销售额计算)由 2014 年的 9.2 亿元快速增长至 2018 年的 39.5 亿元,年复合增长率达 43.9%。未来,中国产后康复设备市场将以 29.7% 的年复合增长率高速增长,预计 2023 年市场规模将达到 144.8 亿元。

图表 15 我国盆底及产后康复医疗器械市场规模（单位：亿元）



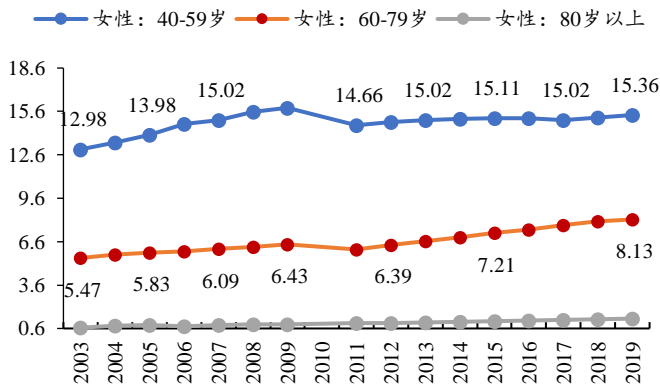
资料来源：公司招股说明书（引用头豹研究院数据），华安证券研究所

2.2 40 岁后的女性盆底功能康复概念缺失，市场潜力更大

40 岁以上女性群体基数大，盆底功能障碍患病率高。盆底康复除了广泛存在于产科，还在慢慢向肛肠、泌尿、妇科等科室拓展。中老年女性群体，由于其早年认知差异或医疗水平匮乏，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，这部分群体数量也较为庞大。根据国家统计局的人口抽样调查，预计 2019 年我国 40-59 岁的女性群体占总人口比例约 15.36%，60-79 岁的女性群体占比约 8.13%，相较十年前甚至更早期，这些群体在总人口中的占比持续提升。根据我国第七次人口普查数据，2020 年我国总人口约 14.12 亿人，40-59 岁的女性群体数量即超 2 亿人。

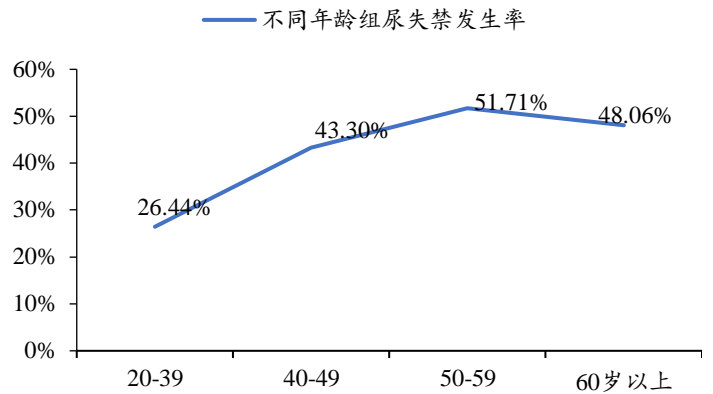
据 2018 年北京大学人民医院发表于《中国妇产科临床杂志》的文章《北京市社区中老年泌尿生殖及盆底功能障碍性疾病相关因素分析》，文章中明确指出年龄为 (53.61 ± 7.06) 岁，盆底疾病患病率为 65.24%。通常来说，随着老龄增长，POP 疾病在 60 岁以上的妇女中发病率升高，其中严重的会影响到正常的工作和社交生活。而且多数患疾病的老人，对此类疾病羞于启齿，默默忍受，没有意识到是可以通过康复治疗恢复正常生理机能。

图表 16 我国不同年龄层女性数量总人口占比



资料来源：wind，国家统计局，华安证券研究所

图表 17 不同年龄人群的尿禁发生率



资料来源：丁峰，《厦门社区女性盆底功能障碍性疾病流行病学研究》，华安证券研究所

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。这些患者可能会分散在妇科、肛肠科、康复科、泌尿外科等科室，从而对盆底康复类器械的需求持续提升。

相较于中老年女性庞大的基数群体和目前较低的盆底疾病知晓率而言，盆底疾病的治疗需求市场空间更大。中性预期下，如果未来这部分重度盆底功能障碍群体的治疗率能提升到 50%，潜在需要的电刺激设备约 10.29 万台，磁刺激设备需要 5.14 万台，整个终端的市场规模会扩大到 385.76 亿元，远高于仅针对产后女性群体所需的设备市场空间。

图表 18 我国 40 岁以上女性盆底康复需求对应所需电刺激设备潜在市场规模

	中性预期	乐观预期	悲观预期
人口总规模（亿人）	14.12	14.12	14.12
40 岁以上女性占比	24.77%	24.77%	24.77%
41 岁以上女性（亿人）	3.50	3.50	3.50
盆底功能障碍患病率	50%	50%	50%
其中：重度患者比例	20%	20%	20%
重度盆底功能障碍人群（万人）	3,497.52	3,497.52	3,497.52
治疗率水平	50%	70%	30%
对应需要的治疗重度患者人数（万人）	1,748.76	2,448.27	1,049.26
单台电刺激设备年负荷治疗人数（人/台）	170	170	170
需要电刺激设备数量（万台）	10.29	14.40	6.17
配套需要磁刺激设备数量（万台）	5.14	7.20	3.09
单台电刺激设备终端价（万元/台）	15	15	15
单台磁刺激设备终端价（万元/台）	45	45	45
电刺激和磁刺激设备终端市场规模（亿元）	385.76	540.06	231.45
电刺激和磁刺激设备出厂规模（亿元）	128.59	180.02	77.15

资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 生殖康复是孕前和孕后需要重视的赛道，市场缺乏好产品

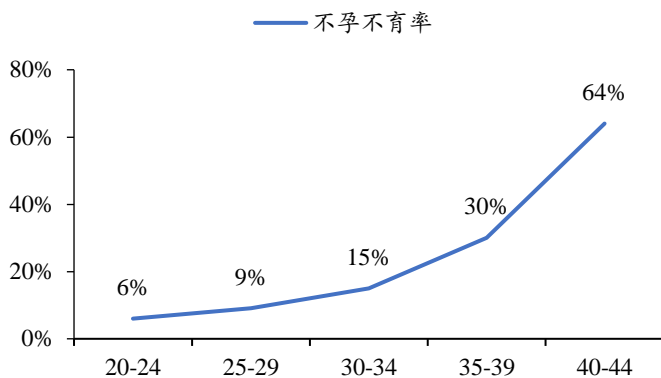
生殖康复，与生殖健康相关，贯穿于女性进入青春期之后的每个阶段，从早期

可能面临的痛经，到生育期可能面临的子宫内膜修复（如人流及引产术后、子宫内膜增殖不良、人流术后子宫复旧不良等）和辅助生殖等需求，以及可能出现在每个阶段的内分泌异常。

五千万不孕不育人群，千亿辅助生殖市场。根据中国人口协会此前发布的《中国不孕不育现状调研报告》显示，中国育龄夫妇的不孕不育患者超过 5000 万，占育龄人口的 12.5%~15%。而二十多年前，中国育龄人群中不孕不育率仅为 3%，不孕不育率明显提高。导致不孕不育率提升的原因，既包括初婚年龄推迟，生育时年龄提高，身体机能下降导致的不孕率提升，也包括近二十年来生活环境的变化，工作、生活节奏加快，压力增大影响内分泌等导致的不孕率提升。

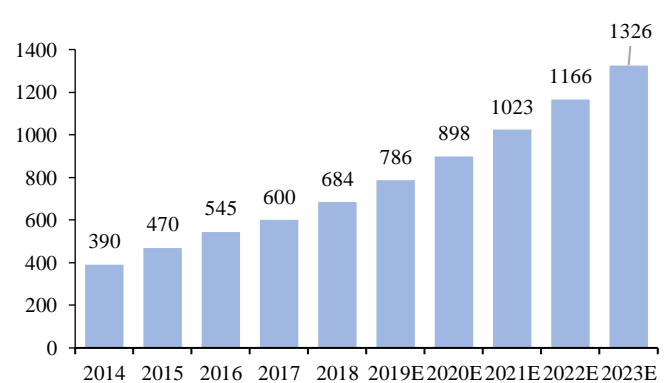
目前针对不孕不育的治疗，既有药物治疗、复育手术，也有辅助生殖技术（如体外受精 IVF）。根据弗若斯特沙利文的数据，在辅助生殖医疗机构数量不断增加、辅助生殖技术治疗水平不断发展、人们认知水平不断提高的背景下，中国 IVF 取卵周期数不断增长，从 2014 年的 39 万个增至 2018 年的 68.4 万个，2014-2018 年 CAGR 约 15.1%，预计 2023 年 IVF 取卵周期数将达到 132.6 万个，2018-2023 年 CAGR 约 14.2%。而且目前国内 IVF 渗透率仅为 7%，未来随着大众认知度上升、服务可及性提升、以及生育政策放宽等，预计 2030E 国内 IVF 取卵周期数达 203 万，市场规模达 1069 亿。

图表 19 我国不同年龄女性不孕不育率



资料来源：国际生殖健康/计划生育杂志，华安证券研究所

图表 20 我国 IVF 取卵周期数（单位：千个）



资料来源：锦欣生殖招股说明书，华安证券研究所

物理治疗有利于提高胚胎移植的成功率，保存生育能力。相较辅助生殖较昂贵的价格，普及更广大的人群需要更好、更普及的产品，帮助患者恢复、保存生殖能力，而且由于年龄、胚胎质量、子宫内膜容忍性、移植胚胎质量和数量等因素，胚胎移植也可能反复失败。目前临床上主要采用针灸法与药物结合治疗来改善卵巢、子宫内膜及宫内环境，提高胚胎移植的成功率。

临床研究也显示物理治疗可以改善少弱精，提高卵巢低反应患者获卵数、改善子宫血供、促进内膜发育、改善子宫内膜容受性，为受精卵着床提供良好条件，具体包括针灸仪器、电刺激针灸仪器、经皮穴位电刺激仪器（TENS）、电超声治疗仪等。

其中，电超声治疗是以超声波能量为主、超声电刺激双能结合的物理治疗方法，总体治疗效果优于电刺激和针灸。例如对因血液循环不畅导致的生殖功能低下进行的辅助治疗，通过运用超声波的机械效应、热效应、生物效应作用，激活神经末梢，产生的刺激信号沿着神经干传入中枢神经系统，调节下丘脑-垂体-卵巢轴神经内分

泌系统，从而改善内分泌水平，同时电刺激盆腔动脉投影区、阴道和宫颈口，使细胞生物膜及周围大分子发生谐振，血液流速加快，改善卵巢子宫动脉血流，增加卵巢子宫的血供营养，起到体液调节的作用。总体而言，我国生殖辅助康复技术经历了“传统针灸-电刺激针灸-TENS-电超声治疗”的发展历程。

图表 21 电超声辅助治疗不孕不育原理



会聚超声治疗原理



电刺激治疗原理

图表 22 电超声治疗仪图示



资料来源：麦澜德产品宣传页，华安证券研究所

资料来源：麦澜德产品宣传页，华安证券研究所

另外，生殖康复器械的电刺激、声波刺激主要作用于卵巢、子宫的康复，除了不孕不育人群外，还能应用于内分泌相关疾病的治疗，包括围绝经期症状、早发性卵巢功能不全、宫腔手术（人流手术、粘连手术、宫腔息肉等）等术后康复等应用场景，改善卵巢功能衰退、低雌激素以及围绝经期患者的卵巢血液循环及临床症状。根据中国实用妇科与产科杂志 2021 年 3 月第三期发表的人工流产术后促进子宫内膜修复专家共识，2018 和 2019 年全国人工流产例数分别高达 974 万例和 976 万例。而且人工流产手术次数越多、间隔越近、孕周越大，子宫内膜越易损伤，生育能力的保存就显得更为重要。

3 公司：聚焦女性各年龄阶段，提供齐备的康复解决方案

3.1 基本盘：盆底和产后康复助力完成公司 0 到 1

公司自 2013 年成立，一直专注于盆底及产后康复领域，盆底康复市场的快速发展，带动公司收入规模从 2018 年的 1.43 亿元增长到 2021 年的 3.42 亿元，2019-2021 年的复合增速达到 34%。其中，2021 年公司盆底及产后康复设备收入实现 2.12 亿元，约占公司总收入的 62%，产品主要包括盆底表面肌电分析系统、生物刺激反馈仪、磁刺激仪以及家用盆底生物设备。

公司在盆底康复电刺激产品勇于创新，市占率位于行业前列。盆底康复设备市场目前主要的头部企业包括杉山公司、伟思医疗和麦澜德。公司通过自主研发形成了盆底诊疗系列设备、产后恢复系列设备、家用系列设备以及配套耗材等较为丰富的产品线，已发展成为产品型号丰富、智能化程度高、应用场景多元、具有较强市场竞争力和影响力的企业。2021 年，公司电刺激设备销售金额约 1.70 亿元（包括盆底康复和产后恢复系列），根据沙利文 2021 年盆底康复电刺激设备市场规模（出厂价）约 9.1 亿元，公司的市场占有率约 18.68%。

公司的盆底康复设备创新性突出，在通道数、高分辨率、多元化诊断等方面具有行业先进性和较强竞争力，提升了筛查评估准确度、缩短了筛查评估的时间、降

低了医疗成本。针对行业内产品的使用痛点，公司加以改善：

（1）重复使用的耗材成本高，创设一次性使用阴道电极，扩大筛查范围。公司一次性使用阴道电极解决了业内原有的产品性能和成本之间的矛盾，避免了交叉感染的同时能够很好地符合数据检测的要求，有助于保障医疗安全并提升患者体验。从公司收入结构看，2021 年公司耗材及配件收入达到 0.99 亿元，耗材收入与电刺激设备收入比约 0.6:1，平均单台设备贡献耗材收入 2.11 万元（2021 年公司设备销售共 4,699 台）。

（2）针对设备操作复杂学习曲线，公司发明智能化算法，针对不同病症、不同人群，个性化有效应对的方案可打分易读的报告。公司的盆底及产后康复设备可实现独立 8 通道肌电信息采集、电刺激、生物反馈及 1 个独立张力检测通道；肌电信息采集频率最高可达 8,192Hz，电流脉宽和电刺激频率分别可实现 10-1,000 μ s（步进精度 10 μ s）、0.5-1,000Hz（步进精度 1Hz）范围内自由调节。在盆底肌功能评估过程中，可同时检测腰腹部肌肉、臀部肌肉和大腿内侧肌肉的参与情况，并实现同时对两个患者进行盆底筛查评估或盆底治疗。

（3）建立分级诊疗系统，实现医院和家用联网，数据互通。盆底疾病分级诊疗信息软件帮助医联体、医共体、总院与分支机构等建立统一的盆底疾病诊疗信息网络，实现信息互通、会诊转诊、科研管理等功能，发挥各级医疗机构的自身优势，合理分配医疗资源、提升医护诊疗效率。家用盆底及产后康复设备采用一体化集成设计，体积小、重量轻、便于携带，手机端 APP 作为功能数据平台，界面友好、智能操作、便于提升患者康复的依从性，从而达到更好的治疗效果。

图表 23 公司盆底康复设备与竞品性能比较

项目	麦澜德	主要竞品
通道数	可实现 8 个独立全功能（包含肌电采集、电刺激、肌电触发电刺激、生物反馈功能）物理通道；1 个压力检测通道，自动化定量充气	个别竞品可实现 8 个独立电刺激通道，部分通道是全功能（包含肌电采集、电刺激、肌电触发电刺激、生物反馈功能）物理通道；1 个压力检测通道
分辨率	$\leq 0.2\mu V$	$\leq 2\mu V$
采样率	8,192Hz	2,048Hz 或 8,192Hz
测量范围	1-3,000 μV	1-3,000 μV （个别竞品）
通频带	不窄于 20-550Hz	不窄于 20-500Hz
共模抑制比	大于 100dB	大于 100dB
刺激强度	0-100mA	0-100mA
电流脉宽	10-1,000 μ s、步进精度 10 μ s	10-1000 μ s、精度 10 μ s（个别竞品）
刺激频率	0.5-1,000Hz，步进精度 1Hz	个别竞品高限可到 2,000Hz，但未实现全范围的 1Hz 精度可调
治疗模式	神经肌肉电刺激、肌电触发电刺激、Kegel 模板训练、多媒体游戏、刺激反馈模式、独立电刺激模式智能牵张训练	神经肌肉电刺激、肌电触发电刺激、Kegel 模板训练、多媒体游戏 功能电刺激（个别竞品）、智能电刺激（个别竞品）、交互电刺激（个别竞品）
使用模式	单台主机双人同时进行盆底肌电反馈的诊疗：双人同时进行盆底肌电反馈评估、双人同时进行盆底肌电反馈治疗、一人进行盆底肌电反馈评估同时另一人进行盆底肌电反馈治疗，互不干扰	无类似功能
对称性评估	具备高兼容性的双通道电极；软件具备对称性评估模块；全面的量化对称性评估报告	无类似功能

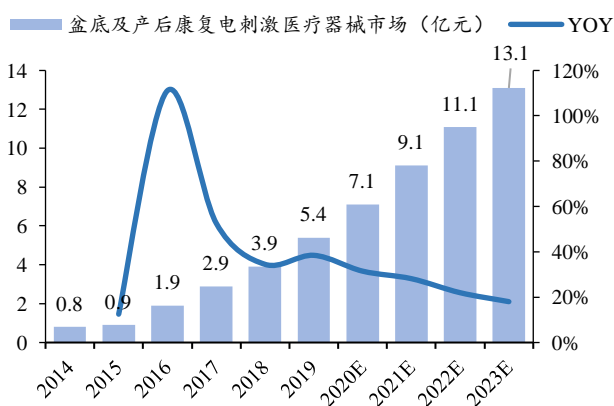
张力检测	专人专用压力探头，避免交叉感染；自动定量充气，精准易操作；可提供盆底肌动态静态张力相关测试值、张力-体积曲线等	传统压力探头，无自动定量充气；可进行盆底肌的压力评估
牵张训练	利用压力探头程序化充放气牵张盆底肌进行被动牵张训练，以降低盆底肌张力	无类似功能
治疗方案	可根据盆底筛查或评估结果一键自动生成个性化治疗程序的盆底治疗方案	个别竞品可实现
数据同步	可实现多台设备筛查评估及治疗数据的自动实时同步	个别竞品可实现
分级诊疗	盆底疾病分级诊疗信息系统拥有独立二类医疗器械注册证，实现医联体组建、共享数据、科研协作、病患转诊、本地病员管理等功能	无盆底分级诊疗信息系统的独立二类医疗器械注册证

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

磁刺激自主品牌获批，补足产品梯队，磁刺激产品有望快速放量。磁刺激技术是在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。盆底磁刺激仪通过产生高能聚焦电磁场，有效穿透空气、皮肤、脂肪、骨骼等，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。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。盆底磁刺激和电刺激设备，在临床上相互补充，并不互相替代。

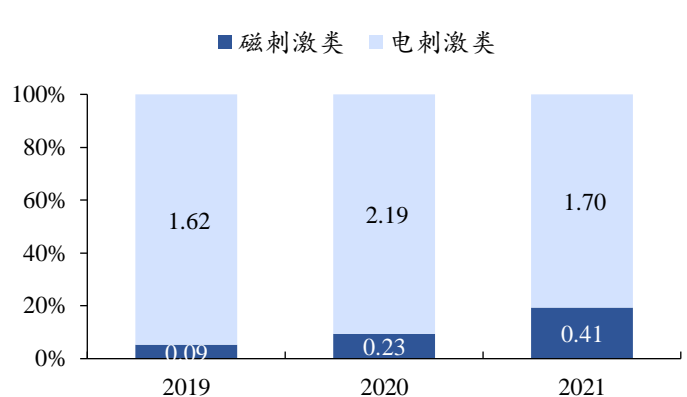
公司在磁刺激设备方面，起步相对较晚，此前主要是代理武汉奥赛福医疗科技有限公司的磁刺激仪，2019-2021 年公司的磁刺激仪产品收入分别为 927.50 万元、2,280.60 万元和 4,116.44 万元，2020-2021 年同比增长分别为 145.89%和 80.50%。2022 年 4 月公司旗下子公司麦特斯的磁刺激仪获批上市，预计公司自主品牌的磁刺激仪将快速放量。

图表 24 电刺激盆底修复市场规模



资料来源：伟思医疗招股说明书，华安证券研究所

图表 25 公司电刺激和磁刺激收入及占比情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

群体扩容+科室拓展+渠道下沉+磁刺激推出，共同推动盆底及产后康复系列保持高增速。目前盆底康复主要目标群体为产后女性，还有庞大基数的中老年女性群体，知晓率低、诊疗率低；从科室开展情况看，盆底康复不仅在产科是标配，也逐

渐外溢至康复科开展，而且其他科室如肛肠科、泌尿科也都有配置需求。从开展的等级医院来看，盆底及产后康复已经从三级医院为主向二级医院、专业康复医院，以及向社区医院渗透。随着更多的社区医院、乡镇卫生院等基层医疗机构普及盆底康复项目，整个行业的市场空间也将被打开。而且在磁电联合治疗理念的推动下，盆底康复项目设备采购有望从单纯的电刺激设备转向磁电联合采购，我们预计公司在盆底及产后康复领域有望长期保持 20% 的增速。

3.2 新动力：生殖康复和运动康复高增长，公司产品针对性强

基于公司在盆底及产后康复领域深耕多年的行业经验、技术积累，公司积极延伸布局运动康复、女性生殖康复、营养及健康管理等领域，研发出手指关节康复评估系统、电超声治疗仪、超声波子宫复旧仪、人体成分健康管理分析仪等产品，为公司未来业绩持续快速增长提供新动力。

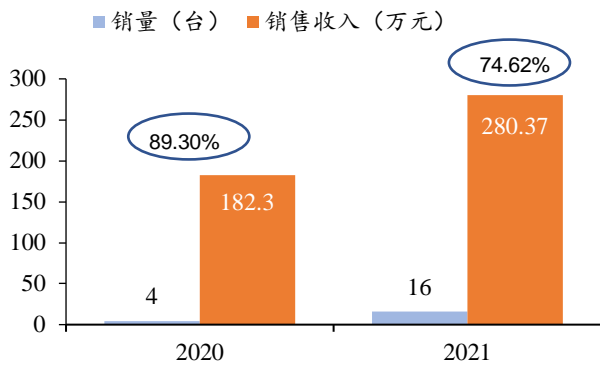
（1）生殖康复：电超声治疗设备和超声子宫修复仪

在女性生殖康复领域，公司产品主要包括电超声治疗设备和超声子宫修复仪。面向不孕不育、卵巢功能早衰人群，公司电超声治疗仪，将多通道会聚型超声和多通道生物电刺激的联合应用，超声通道多（16 通道，行业主要竞品为 4 通道）、超声换能器体积小、重量轻，可同步治疗的部位更多、便于直接贴附治疗部位，有助于提高治疗效果和效率。公司电超声治疗仪已经于 2020 年推向市场，终端客户约 50 家用户，包括中信湘雅、锦欣生殖、贵州医科大学附属医院生殖中心等机构。2021 年公司电超声设备销售量从 2020 年的 4 台增加到 16 台，收入达到了 280.37 万元，同比增长约 53.80%，毛利率水平也仍有 74.62%，高于公司原有的盆底康复类设备。

公司的超声子宫修复仪也是公司的另一大重磅产品，针对术后子宫修复（如人流手术）需求，助力生育能力保存。根据《人工流产术后促进子宫内膜修复专家共识》，疫情前 2018 年和 2019 年全国人工流产例数分别高达 974 万例和 976 万例，几乎与目前每年的新生儿数量相当。我国人工流产术三大特点，总数高、未婚未育比例高、重复流产率高，这部分人群未来的生育能力保存需求也比较大，配合人工流产手术后做生育能力的修复，相对超声子宫修复仪的采购需求也很大。2021 年，公司超声子宫修复仪销量快速增长，从 2020 年 14 台增加到 2021 年的 315 台，销售收入也快速增长到 668.74 万元，同时毛利率水平还维持在比较高水平，达到 88.23%。

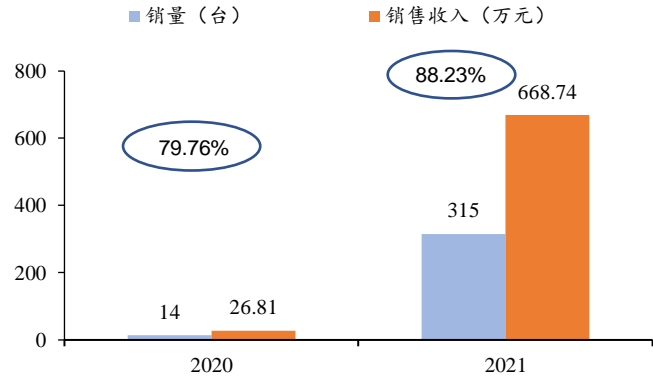
从公司生殖康复领域产品布局看，还包括盆腔修复仪类产品，2021 年也实现了较好增长，从 2020 年销量 11 台增加至 2021 年的 299 台，2021 年实现销售收入约 645.32 万元。2021 年公司加大对新产品的推广力度，终端客户数量持续增加，预计未来生殖康复板块能够保持较高的收入增速。

图表 26 公司电超声治疗仪销售情况



资料来源：WIND，华安证券研究所
注：蓝色圈中为设备的毛利率

图表 27 公司超声子宫修复仪销售情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所
注：蓝色圈中为设备的毛利率

（2）运动康复：手功能评估系统+康复系统

运动康复，是指患者通过自身肌力所进行或通过康复治疗设备进行的活动，主要是应用在骨科康复、残疾人步态恢复等。

公司的运动康复产品主要是软体康复手套，包括手功能评估系统和康复训练系统，由公司旗下子公司锐诗得负责。传统的手部康复治疗采用医师一对一的揉、捏、拉等机械运动，康复程度由人工评定，人工消耗高、耗时、治疗费用高。公司的软体康复手套辅助手指运动，取代医师进行康复评估和治疗，比刚性外骨骼提升了患者的舒适性。

公司产品融合了柔性驱动器设计与控制、健患侧协同康复训练、多因子混合康复训练等核心技术，最大抓握力（7N，行业主要竞品为 4.5N）、最大弯曲角度（270°，行业主要竞品为 220°）优于同类产品，且较同类产品重量轻、冲击载荷小。在康复策略方面，公司掌握了健患侧协同康复训练技术，其核心手势识别算法的实时测算手部姿态精度（15 个关节角度，行业内主要竞品为 5 个）优于同类产品，且相较于数据手套，无接触式姿态检测解决了手部交叉感染问题，具有较强竞争优势。

图表 28 公司软体康复手套主要应用的技术

技术名称	先进表征	应用产品
柔性驱动器设计及控制技术	柔性驱动器采用多种高分子材料，通过混合调控和特殊内部腔式设计技术，实现柔性驱动的运动轨迹可编程式设计，其具有自适应、高柔性、低刚度和高安全性。构建了软体手套的滑模变结构控制策略，满足临床对手功能康复驱动器的精准位置控制要求。	手功能康复训练系统 便携式手功能康复训练系统 手指关节康复评估系统 便携式手关节康复训练系统
健患侧协同康复训练技术	本技术采用双目视觉算法，对手部骨骼关键点实时识别和骨骼结构重建，以健侧手运动信息作为输入，软体手套作为执行机构，实现健患侧协同康复，满足临床集中患者注意力、激发镜像神经元系统和协同运动需求。	
多因子混合康复训练技术	本技术是联合表面肌电、生物电刺激和软体手功能康复驱动器控制技术的高度融合。根据表面肌电信号实时调控生物电刺激能量和软体手功能机器人的介入时间和强度，物理被动运动和肌肉生理电混合调控算法提升手部肌肉的运动恢复效果，有助于缩短康复治疗时间。	

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

而且在下一代产品中，公司增加了对儿童手功能康复训练系统产品的研发，面向儿童脑瘫和儿童手功能障碍，开发符合儿童人体工程学的外骨骼式软体康复手套和儿童领域手功能康复训练情景互动系统，协助儿童患者完成手指和手腕伸展和屈曲，帮助儿童患者完成精细化手功能康复训练治疗。

3.3 渠道力：TO B+TO C+海外市场，全渠道发力

(1) TO B：以医疗机构为主，院外非医疗机构为辅

公司目前已搭建完成覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市、1,000 余家经销商的营销网络。根据《2021 年中国卫生统计年鉴》统计数据，2020 年我国三级医院 2,996 家（其中三级甲等 1,580 家）、二级医院 10,404 家、一级医院 12,252 家。公司产品已在各级医疗机构得到广泛应用，其中三级医院 600 余家，二级医院 3,000 余家，一级医院 1,000 余家。院外非医疗机构市场，公司也进入了 3,000 余家月子中心、母婴护理中心和产后恢复中心等专业机构。

除了等级医院，公司也发力基层医疗卫生机构，2022 年公司做了营销架构的调整，往基层医疗卫生机构去倾斜。截至 2020 年底，我国共有约 97 万家基层医疗卫生机构，其中包括 3.54 万家社区卫生服务中心（站）和 3.58 万家乡镇卫生院，下沉带来的市场空间更大。

公司主要通过经销商来实现入院，截至 2021 年底，公司共有 1,282 家经销商，数量众多，其中，采购金额大于 50（含 50）万元的经销商数量 104 家，销售金额占比 69.10%。2020 和 2021 年均与公司发生过交易的经销商数量 592 家，交易金额占经销收入的比例分别为 87.25%、75.78%。

除了经销商外，2021 年底，公司销售及团队共 230 人，公司主要通过学术会议、展会和售后服务等方式宣传、展示和推广产品。同时，公司对经销商的销售人员、售后服务人员进行定期或不定期的培训，以不断提高其销售公司产品时的产品和市场知识水平、销售技能和服务质量。

根据发货地址及终端验收单，公司统计了 2019-2021 年分别占经销收入 80.96%、79.33%和 81.60%的产品的最终销售情况，其中 60%以上是销售医疗机构，其他不到 20%是销往非医疗机构。

图表 29 公司经销和直销结构

销售模式	2021 年度		2020 年度		2019 年度	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
经销模式	28,176.36	83.19%	25,676.59	76.80%	18,515.11	72.94%
直销模式	5,693.67	16.81%	7,758.08	23.20%	6,869.31	27.06%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 30 公司经销销售收入终端客户情况

终端客户类别	2021 年		2020 年		2019 年	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
医疗机构客户	19,569.89	69.45%	16,774.44	65.33%	11,463.58	61.91%
非医疗机构等客户	3,421.80	12.14%	3,593.62	14.00%	3,526.96	19.05%
合计	22,991.69	81.60%	20,368.06	79.33%	14,990.55	80.96%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 31 公司医疗器械和非医疗器械收入结构

分类	2021 年		2020 年度		2019 年度	
	收入	收入 占比	收入	收入占比	收入	收入占比
医疗器械	24,507.49	72.36%	22,153.55	66.26%	15,232.36	60.01%
其中：一类医疗器械	1,096.46	3.24%	884.60	2.65%	934.80	3.68%
二类医疗器械	23,411.03	69.12%	21,268.96	63.61%	14,297.56	56.32%
非医疗器械	9,362.53	27.64%	11,281.12	33.74%	10,152.07	39.99%
合计	33,870.03	100.00%	33,434.67	100.00%	25,384.42	100.00%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 32 公司主要产品销售量情况

产品类别	2019 年		2020 年		2021 年	
	单位售价 (万元/台)	销量 (台)	单位售价 (万元/台)	销量 (台)	单位售价 (万元/台)	销量 (台)
盆底诊疗系列	4.6	2,032	4.25	3,767	4.16	3,728
产后恢复系列	5.49	1,423	4.99	1,639	4.68	1,189

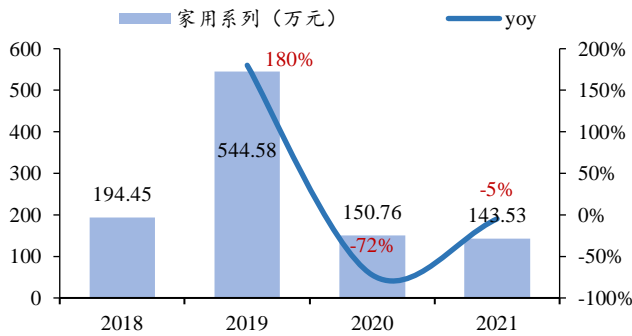
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

(2) TO C：唯一家用盆底产品系列

公司家用盆底系列产品，“澜淳”（盆底生物刺激反馈仪，二类医疗器械），主要对患者盆底表面肌电信号进行采集、分析和生物反馈训练，适用于产后盆底功能康复，压力性尿失禁（含产后压力性尿失禁），轻度盆腔器官脱垂的治疗，慢性盆腔疼痛的缓解，增强阴道收缩功能，改善盆底肌松弛和肌肉健康状态，刺激细胞恢复功能，提高局部机能，促进产后阴道复旧。

公司在京东、天猫等平台均有家用产品上架，盆底生物刺激反馈仪共有三款，针对不同支付能力的群体，其中经典款定价约 2950 元，升级款定价为 3580 元，基础款定价为 1970 元。2020-2021 年公司家用系列销售收入分别为 150.76 万元和 143.53 万元，低于疫情前 2019 年的销售金额，预计随着疫情进入常态化，新生儿数量恢复，产妇家用盆底康复需求也会逐渐恢复。

图表 33 公司家用盆底产品销售情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 34 公司产品展示图



资料来源：京东，华安证券研究所

(3) 海外市场

公司 2020 年海外市场电刺激设备已经拿到 CE 认证，接下来会重点开拓欧洲和亚太市场。而且公司也计划在北美市场拓展业务，2022 年开始 FDA510k 备案工作。2022 年将是公司开拓海外市场的元年，公司产品性价比高，海外市场教育成熟，预计海外市场也将成为公司未来一个重要增长点。

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) 盆底诊疗系列：电刺激设备市场竞争激烈，同质化严重，公司不断开拓新的医疗机构，我们预计电刺激设备未来增速仍能够保持在 10-15% 左右；磁刺激设备是公司新推出的产品，且之前有代理业务，渠道通畅，预计磁刺激设备未来 3 年增长率保持在 50% 以上；

(2) 产后康复系列：公司产后康复系列，主要受疫情扰动，未来随着疫情得到控制，院外的月子中心、母婴中心等机构正常开展业务，设备采购需求也能够回到疫情前水平，而且院外非医疗机构数量众多，我们预计未来疫情恢复后，增速也仍能保持在 10% 左右。

(3) 家用盆底治疗系列：公司家用线产品目前处于广泛推向市场阶段，公司的策略也是以扩大市场存量为主，会让利更多给经销商，我们预计未来 3 年收入增长率有望保持在 100%（甚至以上）。

(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，且主要是一次性使用耗材，耗材和设备配比相对稳定，未来 3 年收入增长预计保持在 15-20% 左右。

(5) 生殖康复：公司女性生殖康复领域三大产品，电超声治疗仪和超声子宫修复仪均是重磅产品，2020 年推出市场后，销量快速增长，2022-2024 年预计可贡献收入 2500 万元、3200 万元和 4000 万元。

(6) 运动康复：公司运动康复类产品，小型便携，对康复科而言，经济效益高，预计 2022-2024 年可分别实现收入 1500 万元、2000 万元和 3000 万元。

(7) 智慧医疗：公司其他产品主要包括盆底分级诊疗系统(二类软件)，预计随着公司设备的销售，相应的互联互通的软件需求也会提升，预计 2022-2024 年贡献

1000 万元、1500 万元和 2000 万元，保持高速增长。

(8) 海外市场：公司 2022 年是海外市场拓展元年，考虑到 2022 年的疫情因素，预计 2023 年起开始贡献收入，从更审慎角度考虑，未在模型中对海外市场收入贡献做预期。

综上，我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 4.11 亿元、5.02 亿元和 6.22 亿元，同比增速分别达到 20.3%、22.1%和 24.0%。预计公司 2022-2024 年的销售毛利率分别为 73.5%、73.9%和 74.1%，2022-2024 年归母净利润分别实现 1.42 亿元、1.87 亿元和 2.27 亿元，同比增速分别达到 20.1%、31.3%和 21.8%。

图表 35 麦澜德收入预测 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	2.55	3.37	3.41	4.11	5.02	6.22
yoy		31.62%	1.52%	20.26%	22.09%	24.05%
毛利率 (%)	80.25	76.17	72.93	73.54	73.92	74.13
盆底诊疗系列	0.93	1.60	1.55	1.86	2.29	2.90
yoy		32.86%	72.04%	-3.13%	20.00%	23.33%
毛利率	80.48	76.35	70.95	72.00	73.00	74.00
其中: 磁刺激类	0.09	0.22	0.31	0.62	0.93	1.40
yoy	800.00%	144.44%	40.91%	100%	50%	50%
电刺激类	0.84	1.38	1.24	1.24	1.36	1.50
yoy	21.74%	64.29%	-10.14%	0%	10%	10%
产后恢复系列	0.78	0.82	0.56	0.56	0.62	0.68
yoy	160.00%	5.13%	-31.71%	0%	10%	10%
毛利率 (%)	87.10	83.84	81.09	80.00	80.50	80.50
家用盆底治疗系列	0.05	0.02	0.01	0.02	0.04	0.08
yoy	150.00%	-60.00%	-50.00%	100.00%	100.00%	100.00%
毛利率 (%)	78.79	25.67	3.65	30.00	35.00	45.00
耗材及配件	0.76	0.82	0.99	1.14	1.37	1.64
yoy	94.87%	7.89%	20.73%	15%	20%	20%
毛利率 (%)	72.51	67.67	70.01	70.01	70.01	70.01
其他收入	0.01	0.09	0.27	0.50	0.67	0.90
yoy	-50.00%	800.00%	200.00%	85.19%	34.00%	34.33%
毛利率 (%)	54.23	82.01	82.22	82.00	81.50	80.00
运动康复		0.06	0.08	0.15	0.20	0.30
生殖康复			0.05	0.25	0.32	0.40
智慧医疗				0.10	0.15	0.20
其他业务	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率 (%)			70.00	70.00	70.00	70.00

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

注: 部分数据为四舍五入数据可能与原报表加总不一致

可比公司估值

公司可比公司有翔宇医疗、普门科技、诚益通、伟思医疗等公司。截至 2022 年 8 月 10 日，可比公司 2022 年和 2023 年 PE 平均水平分别约为 25 倍和 20 倍。

图表 36 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	48.91	2.02	2.14	2.63	3.16	22.86	18.60	15.48

普门科技	688389.SH	81.19	1.9	2.54	3.38	4.43	31.96	24.02	18.33
诚益通	300430.SZ	29.28	1.03	1.3	1.7	2.2	22.53	17.23	13.31
伟思医疗*	688589.SH	43.41	1.78	1.95	2.32	2.84	22.26	18.71	15.28
平均水平							24.90	19.64	15.60

资料来源：wind，华安证券研究所

注：*选取 2022 年 8 月 10 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，公司产品组合协同性高、竞争力强，首次覆盖

盆底康复：盆底电刺激设备龙头企业，补齐磁刺激设备，基本盘牢固。公司自 2013 年成立，一直专注于盆底及产后康复领域，盆底康复市场的快速发展，带动公司收入规模从 2018 年的 1.43 亿元增长到 2021 年的 3.42 亿元，2019-2021 年的复合增速达到 34%。2021 年，公司电刺激设备销售金额约 1.70 亿元（包括盆底康复和产后恢复系列），根据沙利文 2021 年盆底康复电刺激设备市场规模（出厂价）约 9.1 亿元，公司市场占有率约 18.68%。2022 年 4 月公司旗下子公司麦特斯的磁刺激仪获批上市，补足产品梯队，磁刺激产品有望快速放量。而且，在盆底康复群体扩容+科室拓展+渠道下沉+磁刺激推出等多重因素推动下，预计公司盆底及产后康复系列保持较快增长。

生殖康复：五千万不孕不育人群，市场空间大，而且缺乏好产品。公司战略定位专注女性健康，女性自 14 周岁进入青春期后，生殖健康即是非常重要的部分，生育能力的保存更是重要。根据中国人口协会此前发布的《中国不孕不育现状调研报告》显示，中国育龄夫妇的不孕不育患者超过 5000 万，占育龄人口的 12.5%~15%，不孕不育率在提升。与此同时，我国人工流产数量也很高，根据《人工流产后促进子宫内膜修复专家共识》，疫情前 2018 年和 2019 年全国人工流产例数分别高达 974 万例和 976 万例，几乎与目前每年的新生儿数量相当。公司研发出电超声治疗仪、超声波子宫复旧仪等产品，针对不孕不育、卵巢功能早衰、术后子宫内膜修复等人群，帮助患者恢复、保存生殖能力。2021 年，公司电超声设备销售量从 2020 年的 4 台增加到 16 台，超声子宫修复仪从 2020 年的 14 台增加到 315 台，两款产品均实现快速放量。

全渠道发力：TO B+TO C+海外市场同步发力。公司过往业务主要集中在 B 端业务，尤其是以医疗机构为主的医院层面。2022 年公司调整营销架构，向基层卫生医疗机构倾斜，相较医院而言，基层卫生医疗机器数量更多，下沉市场空间也更大。院外非医疗机构，公司则通过经销商覆盖更多的月子中心、母婴中心、美容机构等。TO C 端，公司家用盆底生物刺激反馈仪，线上通过京东、淘宝平台销售，三款价格适应不同支付能力的群体，C 端客群基数大，60-70 后是上一波人口生育高峰，线上销售也能够增加患者盆底康复的隐私感。海外市场，公司 2019 年起开始组建海外团队，部分产品 2020 年获得 CE 认证，海外市场预计未来也会是公司的一个重要增长点。综合来看，公司全渠道发力，TO B+TO C+海外市场，助力公司不断打造新的增长曲线。

我们预计公司 2022-2024 收入有望分别实现 4.11 亿元、5.02 亿元和 6.22 亿元，同比增速分别达到 20.3%、22.1%和 24.0%，2022-2024 年归母净利润分别实现 1.42 亿元、1.87 亿元和 2.27 亿元，同比增速分别达到 20.1%、31.3%和 21.8%。鉴于公司所在行业政策环境友好，公司专注女性健康，提供齐备的康复解决方案及产品，产品组合协同效应强，此次 IPO 募集资金共计 10.07 亿元，助力公司长远发

展，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：

- **磁刺激仪研发及推广不及预期风险。**公司磁刺激仪上市较晚，后续也有新一代更新，若进度不及预期，对公司经营将会产生重大影响。
- **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					利润表				
单位:百万元					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	341	1408	1607	1865	营业收入	342	411	502	622
现金	273	1331	1512	1756	营业成本	92	109	131	161
应收账款	10	28	19	38	营业税金及附加	5	6	7	9
其他应收款	0	0	0	1	销售费用	74	86	108	134
预付账款	5	6	7	9	管理费用	28	35	45	56
存货	38	27	53	46	财务费用	-1	-5	-27	-30
其他流动资产	15	16	15	16	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	147	156	163	170	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	5	0	0	0
固定资产	117	117	118	117	营业利润	130	156	205	249
无形资产	7	11	12	15	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	23	27	33	38	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	489	1564	1771	2035	利润总额	130	156	205	249
流动负债	100	122	140	174	所得税	10	12	16	19
短期借款	0	0	0	0	净利润	120	144	189	230
应付账款	14	18	19	26	少数股东损益	1	2	2	3
其他流动负债	87	105	120	149	归属母公司净利润	118	142	187	227
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	137	161	190	231
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.58	1.42	1.87	2.27
其他非流动负债	16	16	16	16					
负债合计	116	138	155	190					
少数股东权益	9	11	13	15					
股本	75	100	100	100					
资本公积	93	977	977	977					
留存收益	196	338	525	752					
归属母公司股东权益	363	1415	1602	1830					
负债和股东权益	489	1564	1771	2035					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	149	168	201	263	成长能力				
净利润	120	144	189	230	营业收入	1.5%	20.3%	22.1%	24.0%
折旧摊销	13	11	12	12	营业利润	-6.0%	19.8%	31.3%	21.8%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	-2.9%	20.1%	31.3%	21.8%
投资损失	-5	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	22	13	0	21	毛利率(%)	72.9%	73.5%	73.9%	74.1%
其他经营现金流	97	130	189	209	净利率(%)	34.7%	34.6%	37.2%	36.5%
投资活动现金流	-9	-19	-20	-19	ROE(%)	32.6%	10.0%	11.7%	12.4%
资本支出	-14	-19	-20	-19	ROIC(%)	30.3%	9.7%	10.1%	10.9%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	5	0	0	0	资产负债率(%)	23.7%	8.8%	8.8%	9.3%
筹资活动现金流	-18	910	0	0	净负债比率(%)	31.1%	9.7%	9.6%	10.3%
短期借款	-7	0	0	0	流动比率	3.41	11.53	11.51	10.69
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.83	11.14	10.97	10.30
普通股增加	0	25	0	0	营运能力				
资本公积增加	5	885	0	0	总资产周转率	0.83	0.40	0.30	0.33
其他筹资现金流	-15	0	0	0	应收账款周转率	23.49	21.51	21.32	21.72
现金净增加额	122	1058	181	243	应付账款周转率	7.71	7.00	7.08	7.15

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	1.58	1.42	1.87	2.27	P/E	25.53	28.34	21.58	17.72
每股经营现金流	1.49	1.68	2.01	2.63	P/B	8.31	2.85	2.51	2.20
每股净资产	4.85	14.15	16.02	18.30	EV/EBITDA	20.05	16.81	13.26	9.86

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。