

伟思医疗 (688580.SH) 康复赛道优质厂商，布局医美获第二成长曲线

2022 年 09 月 03 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

蔡明子（分析师）

龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

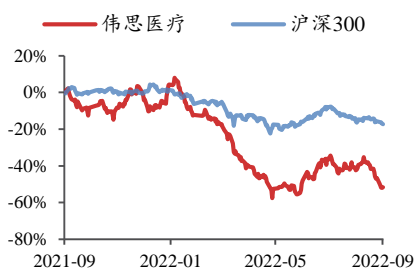
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/9/2
当前股价(元)	49.18
一年最高最低(元)	114.84/42.30
总市值(亿元)	33.75
流通市值(亿元)	12.18
总股本(亿股)	0.69
流通股本(亿股)	0.25
近 3 个月换手率(%)	164.41

股价走势图



数据来源：聚源

● 康复赛道优质厂商，布局医美能量源器械获第二成长曲线

伟思医疗主要从事医疗器械的研发、生产和销售，以研发创新为发展驱动力，持续投入在电刺激、磁刺激、电生理、康复机器人、医美能量源设备等方向的先进技术研发，并完善产品布局。公司致力于通过脉冲磁和康复机器人，开启康复的全新时代，在康复领域成为中国领先供应商。在磁刺激领域成为全球领先供应商，同时全面布局皮秒激光、射频（私密、溶脂、抗衰）以及塑形磁。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.87/2.41/3.12 亿元，EPS 分别为 2.73/3.51/4.55 元，当前股价对应 P/E 分别为 18.0/14.0/10.8 倍，与同类康复医疗器械公司相比估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 康复行业目标人群广，需求旺盛，供给端存在一定缺口

根据沙利文数据，我国康复医疗器械市场规模由 2016 年的 175 亿规模增长至 2021 年的 480 亿规模，复合年增长率为 22.36%，预计 2025 年市场规模有望增至 810 亿。根据艾瑞咨询，康复医疗服务市场由 2016 年的 400 亿规模增长至 2021 年的 1100 亿规模，复合年增长率为 22.42%，预计 2025 年市场规模有望增至 2110 亿。根据《中国卫生健康统计年鉴》，2011 年我国康复专科医院 301 家（其中公立 146 家，民营 155 家），2019 年增加至 706 家（其中公立 161 家，民营 545 家），仅占综合医院（2019 年共 19963 家）的 3.5% 左右。相较于我国庞大的康复需求人口基数，难以满足人民康复需求，供给端存在较大的发展空间。

● 伟思医疗具备研发、学术推广和渠道优势

伟思医疗在原有的电刺激、磁刺激和电生理赛道上，在研发上不断提升患者体验，拓展治疗范围；利用已有的技术基础和强劲的研发实力，切入运动康复机器人和医美能量源设备领域。并且通过多年的经验积累，公司已经创立了系统立体的学术推广培训体系，伟思医疗深耕于科研、培训和科普三大板块。公司也建立了具备专业临床应用知识、产品知识和营销知识的专业营销支持团队，建立了完善的营销支持系统。

● **风险提示：**新产品研发注册不及预期；市场竞争加剧风险；医疗改革相关政策影响。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	378	430	463	590	767
YOY(%)	18.7	13.7	7.6	27.5	30.1
归母净利润(百万元)	144	178	187	241	312
YOY(%)	44.1	23.8	5.4	28.5	29.6
毛利率(%)	73.6	74.8	74.1	74.7	75.0
净利率(%)	37.8	41.3	40.3	40.6	40.5
ROE(%)	10.1	11.6	11.4	13.1	14.9
EPS(摊薄/元)	2.09	2.59	2.73	3.51	4.55
P/E(倍)	23.5	19.0	18.0	14.0	10.8
P/B(倍)	2.4	2.2	2.1	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 伟思医疗：康复赛道优质厂商，布局医美能量源器械获第二成长曲线	4
1.1、 公司概况：中国康复领域的领先供应商	4
1.2、 伟思医疗具备丰富的产品管线，应用范围广	6
1.3、 伟思医疗营收端和利润端保持稳定增长	8
2、 康复行业：目标人群广，市场规模持续增长中	9
2.1、 需求端：目标人群总量持续增长	9
2.2、 供给端：康复科数量不断增加，但仍存在较大缺口	12
2.3、 竞争格局：厂商数量众多，行业集中度低	17
3、 公司业务：一体两翼，助力战略升级	18
3.1、 电刺激：主要应用于盆底及产后康复和神经康复两大领域	18
3.2、 磁刺激：接力电刺激，快速增长中	20
3.3、 电生理：广泛应用于神经康复、精神康复、新生儿科等领域	22
3.4、 康复机器人：潜力较大的高端康复医疗技术	23
3.5、 能量源医美：产品矩阵丰富，覆盖下游多场景	24
3.6、 伟思医疗具备研发、学术推广和渠道优势	26
4、 盈利预测与投资建议	28
4.1、 详细模型拆分	28
4.2、 盈利预测与投资建议	29
5、 风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1： 公司董事长兼总经理王志愚总计控制公司 64.17%的表决权，是公司实际控制人	5
图 2： 伟思医疗营收端保持稳定增长	8
图 3： 伟思医疗利润端保持稳定增长	8
图 4： 2019 年中国康复需求患者中，肌肉骨骼疾病患者数量最多，其次为感觉障碍和神经系统疾病	10
图 5： 2013-2020 中国精神医院诊疗人数稳定增长	11
图 6： 2013-2020 年中国持证残疾人数量稳定增长	11
图 7： 65 岁是老年人面临失能风险的重要转折点	12
图 8： 我国康复医疗器械市场规模预计稳定扩张	12
图 9： 我国康复医疗服务市场规模预计稳定扩张	12
图 10： 我国民营康复医院数量出现较大幅度的增加	13
图 11： 分层级、分阶段的康复医疗服务体系不断发展完善	16
图 12： 伟思医疗在营收端超过普门科技康复板块与麦澜德	17
图 13： 2021 年伟思医疗的毛利率超过其他三家公司	18
图 14： 中国电刺激康复医疗器械市场规模有望稳定增长	19
图 15： 中国盆底及产后康复电刺激医疗器械市场规模有望稳定增长	19
图 16： 中国脑卒中患病人数预计逐年增长	19
图 17： 2021 年公司电刺激类产品营收略有下降	20
图 18： 中国磁刺激康复医疗器械市场预计 2023 年增至 17.8 亿元市场规模	20
图 19： 公司磁刺激产品自上市后一直保持较高增速	22

图 20: 中国的电生理康复治疗器械预计有望增长至 2023 年的 8.5 亿元.....	22
图 21: 公司的电生理类产品保持稳定增长.....	23
图 22: 不同能量源可以作用于不同皮肤层.....	25
图 23: 2020 年受新冠疫情影响能量源医美市场规模有所收缩, 2021 年快速反弹.....	25
图 24: 2021 年伟思医疗的研发费用有较高增长.....	26
表 1: 伟思医疗以研发创新为发展驱动力, 新品推出速度快, 公司稳步发展.....	4
表 2: 公司管理层资历均较为深厚.....	5
表 3: 伟思医疗具备丰富的产品管线, 应用范围广.....	7
表 4: 2021 年电刺激类产品营收出现下滑.....	9
表 5: 中国康复医学经历了萌芽期、试点推广期, 现阶段处于快速发展期.....	10
表 6: 政策持续推动康复医疗服务行业发展.....	13
表 7: 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.....	15
表 8: 2021 年 9 月盐城市医保局拟对康复医疗服务项目价格调整方向均为调增, 平均调增幅度 54%.....	16
表 9: 伟思医疗的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.....	21
表 10: 伟思医疗的康复机器人已形成了覆盖下肢、上肢的全周期康复训练和评估的运动康复系列.....	24
表 11: 伟思医疗正在布局的能量源设备产品矩阵丰富.....	26
表 12: 伟思医疗模型拆分 (单位: 百万元).....	28
表 13: 伟思医疗与同类康复医疗器械公司相比估值较低.....	30
表 14: 伟思医疗盈利预测.....	30

1、伟思医疗：康复赛道优质厂商，布局医美能量源器械获第二成长曲线

1.1、公司概况：中国康复领域的领先供应商

伟思医疗于 2001 年成立，成立之时便定位于康复医疗器械市场，2020 年于科创板上市。目前公司主要从事医疗器械的研发、生产和销售，以研发创新为发展驱动力，持续投入在电刺激、磁刺激、电生理、康复机器人、医美能量源设备等方向的先进技术研发，并完善产品布局。公司致力于通过脉冲磁和康复机器人，开启康复的全新时代，在康复领域成为中国领先供应商，同时全面布局皮秒激光、射频（私密、溶脂、抗衰）以及塑形磁。

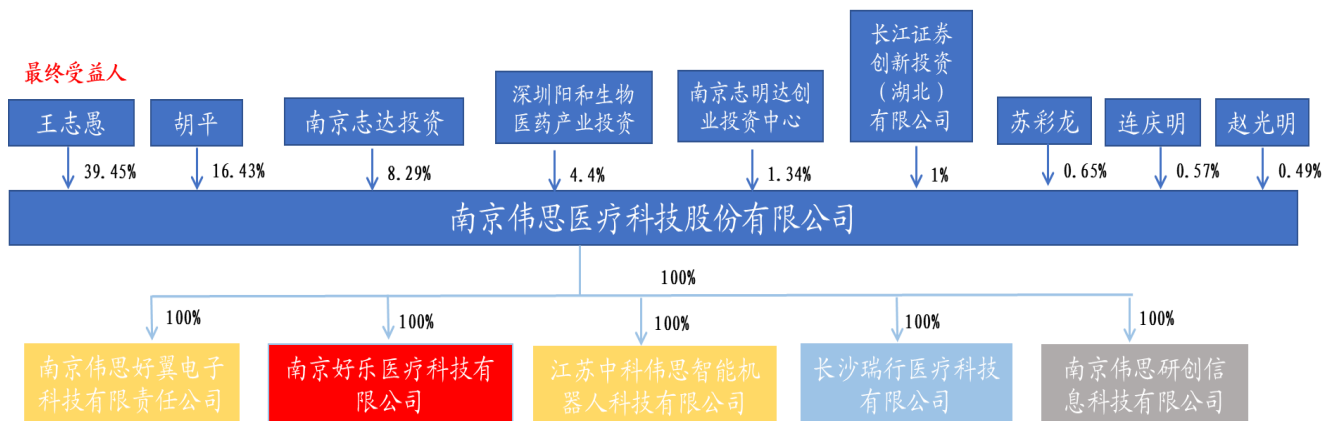
表1：伟思医疗以研发创新为发展驱动力，新品推出速度快，公司稳步发展

时间	历史沿革
2001 年	伟思成立，定位于康复医疗器械市场
2002 年	多参数生物反馈仪进入精神康复市场
2006 年	表面肌电分析系统和生物刺激反馈仪进入神经康复市场
2009 年	进入盆底及产后康复市场
2011 年	盆底肌电生物反馈仪
2013 年	团体生物反馈仪
2014 年	瑞翼系列生物刺激反馈仪
2015 年	阴道电极、直肠电极、盆底肌肉康复器等耗材类产品
2016 年	经颅磁刺激仪(TMS)
2017 年	盆底功能磁刺激仪 (FMS)
2018 年	认知功能障碍治疗软件 (CCRT)
2019 年	伟思云平台
	新生儿脑电测量仪
2020 年	科创板上市
	MyOnyx 系列生物刺激反馈仪、TMS Mate 随动定位机器人、脉冲磁恢复仪
2021 年	外骨骼康复机器人获批上市

资料来源：伟思医疗官网、开源证券研究所

公司董事长兼总经理王志愚直接持有公司 39.45%的股份，通过志达投资间接持有公司 8.29%的股份，另外通过与公司监事胡平签署的委托投票协议间接控制公司 16.43%的表决权，总计控制公司 64.17%的表决权，是公司的实际控制人。目前公司主要拥有 5 家子公司，其中好乐医疗成立于 2009 年，公司持股 100%，主要负责公司产品的销售；好翼电子，成立于 2013 年，公司持股 100%，主要负责公司产品的生产与销售；中科伟思，成立于 2017 年，公司持股 100%，主要负责公司机器人项目的研发工作；长沙瑞行成立于 2021 年 2 月，公司持股 100%，主要负责公司产品的研发与销售；伟思研创成立于 2021 年 4 月，公司持股 100%。

图1：公司董事长兼总经理王志愚总计控制公司 64.17%的表决权，是公司实际控制人



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 8 月 24 日）

表2：公司管理层资历均较为深厚

姓名	职务	年龄	主要工作经历
王志愚先生	董事长、总经理、董事、核心技术人员	54	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。历任心翼电子总经理、执行董事，瑞翼电子经理、执行董事，好乐电子执行董事兼总经理，好翼电子执行董事兼总经理。现任好乐医疗执行董事兼总经理，志达投资执行事务合伙人，中科伟思董事长。2001 年 1 月起任伟思有限执行董事兼总经理，现任伟思医疗董事长兼总经理。
胡平先生	监事会主席、监事	53	博士研究生学历，高级工程师。2003 年 5 月起，任南京巴特科技实业有限公司董事长；2009 年 1 月起，曾兼任好乐医疗监事、心翼电子监事、好乐电子监事、瑞翼电子监事、好翼电子监事；2015 年 5 月至 2017 年 12 月，任南京学冠文化咨询有限公司董事。2001 年 1 月至 2015 年 10 月，任伟思有限监事；2015 年 11 月起，任公司监事会主席。
黎晓明先生	董事	39	2015 年 12 月至 2021 年 7 月，任深圳市益康泰来科技有限公司董事；2017 年 4 月至今，任深圳市嘉华医院管理有限公司董事；2019 年 8 月至今，任广州欧欧医疗科技有限责任公司董事；2019 年 7 月至今，任广州良医信息科技有限公司董事；2021 年 11 月至今，任公司董事。
许金国先生	董事、副总经理	44	历任心翼电子董事、经理；好乐医疗董事；瑞翼电子董事；志达投资执行事务合伙人。2001 年 5 月至今，历任公司市场专员、销售员、大区经理、销售总监、副总经理，现任公司董事，志明达投资执行事务合伙人，好翼电子执行董事兼总经理。
陈莉莉女士	董事、财务总监	41	历任好心瑞监事。2009 年 9 月至今，历任公司成本主管、预算部经理、财务部经理；现任公司财务总监、董事，中科伟思财务负责人。2021 年 4 月至 2021 年 8 月担任南京伟思企业管理有限公司监事；2021 年 9 月至今担任伟思研创监事。
伍夏先生	副总经理	40	历任瑞翼电子董事、经理；2008 年 1 月至今，历任公司渠道经理、大区经理、董事；现任公司副总经理，中科伟思董事。
钟益群女士	董事会秘书、副总经理	51	历任好心瑞执行董事兼总经理，心翼电子董事，瑞翼电子董事，好乐医疗董事，公司财务负责人；2006 年 4 月至今，历任公司财务经理、财务总监、董事，现任副总经理、董事会秘书、中科伟思监事；2021 年 4 月至 2021 年 8 月，任南京伟思企业管理有限公司法定代表人、执行董事；2021 年 9 月至今，任伟思研创法定代表人、执行董事。
张辉先生	首席运营官	40	2004 年 8 月至 2008 年 12 月，任深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司研发工程师；2009 年 1 月至 2016 年 2 月，任南京迈瑞生物医疗电子有限公司生产部经理；2016 年 3 月至 2017 年 12 月，任维怡医疗科技在限公司运营总监；2018 年 1 月至今，历任公司运营中心负责人，现任首席运营官。
黄河先生	首席轮值技术	48	2001 年 7 月至 2005 年 8 月，任美国克利夫兰诊所神经外科软件工程师；2005 年 9 月至 2009

姓名	职务	年龄	主要工作经历
	官、核心技术人员		年 10 月，任美国威斯康辛大学研究员；2009 年 11 月至 2012 年 9 月，任美国阿拉巴马大学神经外科科学家；2012 年 10 月至 2016 年 8 月，任美国 FHC, Inc. 神经调控研发中心资深科学家；2016 年 9 月至今，历任公司产品部总监、研发总监，现任公司首席轮值技术官；2017 年 5 月至今，任中科伟思总经理兼董事；2021 年 2 月至今，任长沙瑞行执行董事、经理。
仇凯先生	高级研发总监、核心技术人员	36	2008 年 7 月至今，历任公司硬件工程师、软件工程师、项目经理、研发经理、研发部经理；2021 年 2 月至今，任长沙瑞行监事；现任公司高级研发总监。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2016 年公司实现了磁刺激技术的突破，2017 年盆底磁刺激上市，公司持续开展盆底磁刺激的规范化培训、临床医学研究和学术交流，“磁电联合”已经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）》。

1.2、伟思医疗具备丰富的产品管线，应用范围广

伟思医疗在经过多年的发展与积累后，已经形成了丰富的产品管线，主要分为六大板块：（1）**电刺激类**：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，应用于妇产科、盆底康复中心、康复科、月子会所等科室及专业机构，用于尿失禁、排便障碍、盆腔脏器脱垂、腹直肌分离、腰背痛、子宫复旧、运动功能障碍、脊髓损伤、废用性肌萎缩等疾病或症状的治疗及训练；（2）**磁刺激类**：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，应用于精神科、心理科、妇产科、月子会所等科室及专业机构，用于神经电生理检查，心境低落、焦虑、失眠等症状的辅助治疗，以及尿失禁、便秘及脑卒中后遗症等疾病或症状的治疗；（3）**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、新生儿脑电测量仪，应用于焦虑症、儿童多动症、新生儿科等生物反馈治疗；（4）**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；（5）**康复机器人产品**：包括 X-walk 系列和 X-locom 两个产品系列，可协助截瘫患、偏瘫患者恢复步行能力，协助术后或者其它运动功能障碍患者进行康复训练；（6）**医美能量源产品**：主要包括塑形磁、射频、皮秒激光等仪器。

表3：伟思医疗具备丰富的产品管线，应用范围广

产品类型	主要产品	产品应用	图示
电刺激类	瑞翼生物刺激反馈仪 盆底肌电生物反馈仪 盆底肌肉恢复仪 产后恢复仪 盆底恢复仪 MyOnxy 生物刺激反馈仪	应用于妇产科、盆底康复中心、康复科、理疗科、神经科、儿保科、产后康复中心、月子会所等科室及专业机构，用于尿失禁、排便障碍、盆腔脏器脱垂、腹直肌分离、腰背痛、子宫复旧、运动功能障碍、脊髓损伤、废用性肌萎缩等疾病或症状的治疗及训练。	
	经颅磁刺激仪 盆底功能磁刺激仪	应用于精神科、心理科、睡眠中心、康复科、神经内科、妇产科、泌尿科、肛肠科、产后康复中心、月子会所等科室及专业机构，用于神经电生理检查，心境低落、焦虑、失眠等症状的辅助治疗，以及尿失禁、便秘及脑卒中后遗症等疾病或症状的治疗。	
电生理类	多参数生物反馈仪 团体生物反馈仪	多参数生物反馈仪和团体生物反馈仪应用于精神科、心理科、儿保科等科室，用于焦虑症、儿童多动症等精神疾病或症状的生物反馈治疗。	
	表面肌电分析系统	表面肌电分析系统应用于神经科、康复科等科室，用于神经、肌肉功能的评估。	
	新生儿脑电测量仪	新生儿脑电测量仪应用于新生儿科、新生儿重症监护病房、新生儿神经重症监护病房、新生儿门诊、母婴同室病房等，帮助临床开展新生儿脑损伤筛查、脑功能监护和脑发育评估。	
耗材和配件	阴道电极 直肠电极 盆底训练探头	应用于妇产科、妇幼保健院、盆底康复中心、产后康复中心、肛肠科、泌尿科、妇产科、月子会所等科室及专业机构，配套电刺激或肌电生物反馈类主机使用。	
	盆底肌肉康复器	应用于妇产科、妇幼保健院、盆底康复中心、产后康复中心以及家庭训练等，帮助分娩后或阴道肌力下降的女性锻炼阴道肌肉，提高盆底肌肉收缩能力。	
医美能量源	私密磁/塑形磁	面向医美机构及生美客户，私密磁提供女性私密紧致等解决方案；塑形磁提供可用于人体腹部、臀部的塑型解决方案。	/
	Pico V/皮秒激光	高门槛医美能量源器械，有祛斑、美白、嫩肤、祛纹身的作用。	/

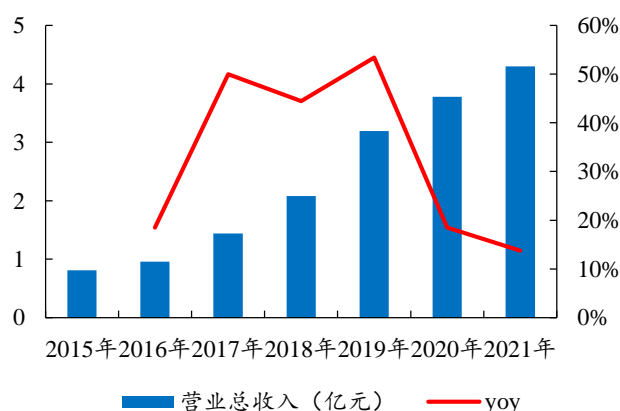
产品类型	主要产品	产品应用	图示
康复机器人	RF/射频系列	面向医美机构，提供皮肤抗衰紧致、美体减脂塑形以及女性私密紧致等解决方案。	/
	X-walk 系列	X-walk100 康复减重步行训练车、X-walk200/300 下肢步行外骨骼辅助训练装置已顺利取得医疗器械产品注册证并完成批量生产、X-walk400 已经进入注册阶段。	/
	X-locom 系列	X-locom 系列上下肢主被动康复训练系统已经进入注册阶段。	/
其他	认知功能障碍治疗软件	应用于精神科、心理科、老年科、康复科、神经内科、儿保科等，用于轻度认知功能障碍的辅助治疗。	
	伟思云	用于帮助实现产品整体解决方案，提供设备互联、信息共享、规范化临床诊疗路径、预约排班等功能。	/

资料来源：伟思医疗官网、伟思医疗年报、开源证券研究所

1.3、伟思医疗营收端和利润端保持稳定增长

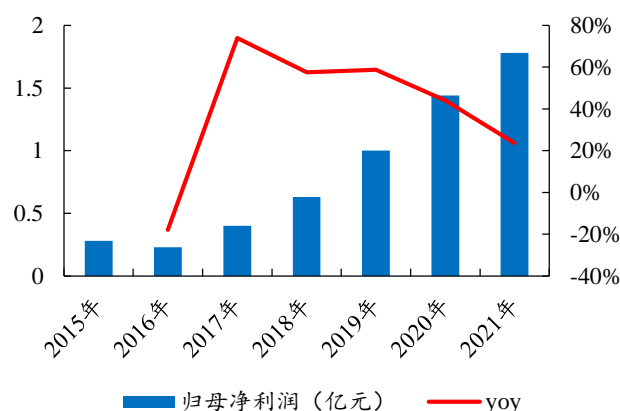
伟思医疗总收入自 2013 年的 0.49 亿元增长到 2021 年的 4.3 亿元，2014-2021 年 CAGR 约 31.19%，公司归母净利润自 2013 年的 0.14 亿元增长到 2021 年的 1.78 亿元，2014-2021 年 CAGR 约 37.42%。

图2：伟思医疗营收端保持稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：伟思医疗利润端保持稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据公司对2021年年报所解读，盆底及产后康复渠道，2021年增速放缓至6.02%，主要是由于2021年的产康电刺激产品的销售，受疫情、分娩量下降以及现有渠道饱和等不利影响，收入出现下滑（-17.56%）；在盆底院外市场，由于盆底磁产品获得了产康连锁/KA 客户青睐，销售火热，因此盆底院外渠道在2021年收入同比增长

27.85%；对于盆底电刺激产品可能面临的市场饱和，公司在 2017 年便上市了磁刺激产品并持续推广，目前磁刺激产品已经接力电刺激，在盆底市场获得全面且领先的竞争优势，2021 年同比增长高达 83%，销售破亿元，盈利能力也进一步提升；伟思医疗有望通过磁电联合，带动盆底市场恢复稳定持续的增长。

康复渠道，受益于国家政策的鼓励支持和消费升级的驱动，2021 年实现营收同比 28.69% 的增长，营收占比接近 40%；广东、新疆，浙江等新增医保收费的地区，TMS、生物反馈等产品需求明显放量；运动康复-Xwalk 系列已于 2021 年 7 月获批上市，年内取得了从 0-1 的突破，截止目前已在多家医院完成装机。

表4：2021 年电刺激类产品营收出现下滑

产品口径	2021 营收	2021 营收占比	2020 营收	同比
电刺激类	1.28	29.88%	1.55	-17.56%
磁刺激类	1.69	39.46%	1.01	67.59%
电生理类	0.59	13.86%	0.49	20.14%
耗材及配件	0.6	13.92%	0.58	3.7%
其他	0.12	2.89%	0.13	-6.99%
合计	4.29	100%	3.77	13.83%

数据来源：伟思医疗年报、开源证券研究所

2、康复行业：目标人群广，市场规模持续增长中

2.1、需求端：目标人群总量持续增长

康复医学是运用多种手段促进残疾人及患者康复的医学学科，研究有关功能障碍的预防、评定和处理（治疗、训练）等问题，目的在于通过物理疗法，运动疗法，生活训练，技能训练，言语训练和心理咨询等多种手段使病伤残者尽快的得到最大限度的恢复，康复医学与临床，保健，预防共同组成全面医学体系。

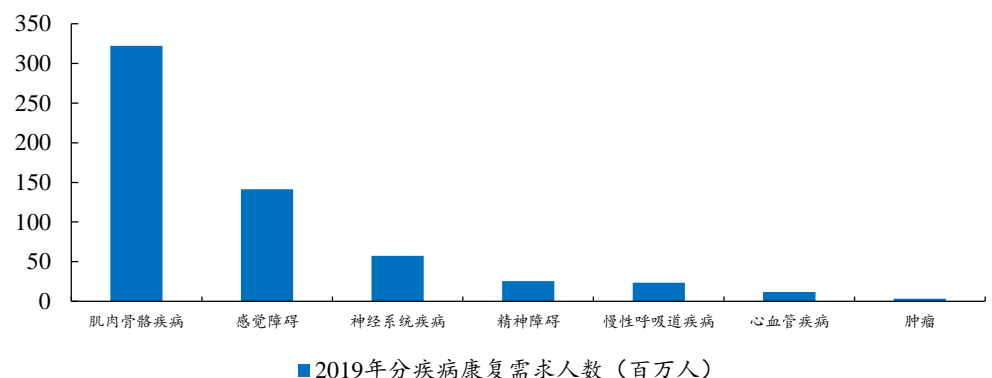
中国康复医学的发展始于 20 世纪 80 年代，是改革开放后从国外引进现代新学科的硕果之一。40 余年来，中国康复医学虽然起步较晚，但随着社会对康复医学重视程度不断提高，中国康复医疗服务能力不断加强，公立综合医院已逐步建立起完备的康复医学科体系，民营专科医院也已从 90 年代的初生萌芽状态形成了目前的规模化、体系化的发展态势。

表5：中国康复医学经历了萌芽期、试点推广期，现阶段处于快速发展期

时期	时间	事件
萌芽期	1982	国家卫生部选择若干医疗机构试办康复中心，引入现代康复医学理念
	1988	中国康复研究中心成立，中国正式进入康复医疗服务发展阶段，全国多个城市开始建设康复专科医疗机构
试点推广期	1989	卫生部要求一、二、三级医院建立康复科且在同济医学院启动康复医学人才培养计划
	1995	中国已在 20 余省建立康复医疗服务机构，尝试将康复服务与重点病种相结合，扩大康复服务范围
	2005	大型综合医院设立康复医学中心，区域医疗中心根据地方疾病谱设立社区康复中心及康复专科医院
	2008	汶川地震伤员康复救助，使康复医学得到越来越广泛的关注，提高了社会和政府对于康复医学事业的重视程度
快速发展期	2010	将运动疗法等 9 项医疗康复项目纳入医保
	2011	原卫生部颁布《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》，鼓励试点城市建立三级康复医疗体系：疾病急性期在三级综合医院康复医学科，疾病稳定期在康复医院/二级综合医院康复医学科，疾病恢复期在社区卫生服务机构和乡镇卫生院
	2013	中国综合医院设立康复医学科的比例已达 50% 以上，康复床位从 2011 年的 8.3 万张增加到 2013 年的 11.7 万张
	2016	将 20 个新增康复项目纳入医保，“健康中国 2030”规划提出“早诊断、早治疗、早康复”
	2017	由北京大学第三医院牵头，联合全国 31 个省市康复医学专家联合成立“国家级康复医学专业质控中心”
	2018	中国康复专科医院已达 637 家，其中民营专科医院发展迅速，高达 485 家，占比约为 76%
	2021	明确支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

根据亿渡数据，2019 年中国康复需求人数高达 4.6 亿，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。

图4：2019 年中国康复需求患者中，肌肉骨骼疾病患者数量最多，其次为感觉障碍和神经系统疾病


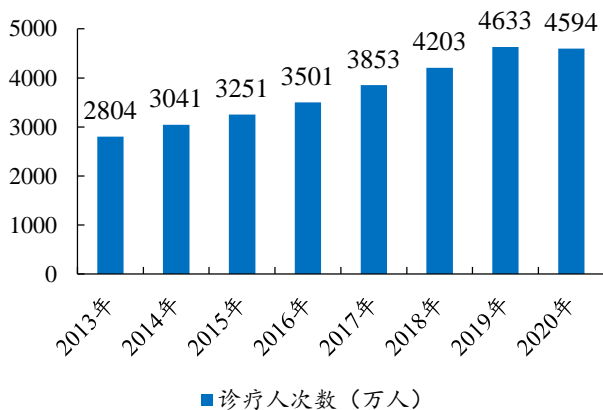
数据来源：亿渡数据、开源证券研究所

康复医疗的目标人群包含残疾人群、疾病损伤患者、老年人、慢病患者，以及运动和产后女性等群体，需要主要分为以下四类：

- (1) 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；
- (2) 产后康复：主要是指女性在产后身体面临着多方面的困扰；
- (3) 运动康复：主要针对运动损伤人群；
- (4) 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。

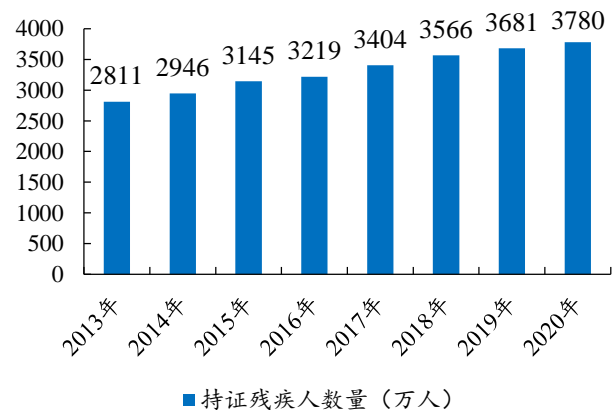
康复医疗的目标人群总量在持续增长。根据艾瑞咨询的数据，2013-2019 中国精神医院诊疗人数每年稳定增长中，2020 年因疫情影响略有下降，为 4594 万人；2013-2020 年中国持证残疾人数量也在逐年稳定增长中，2020 年为 3780 万人。而根据 2020 年第七次全国人口普查结果显示，我国 60 岁及以上人口约 2.6 亿，其中 65 岁及以上人口约 1.9 亿人。2010-2020 年间，60 岁及以上人口占比上升 5.44 个百分点，其中 65 岁及以上人口占比上升 4.63 个百分点，表明了我国人口结构正在进行较大改变，老龄化加速，与此同时根据中国保险行业协会、中国社科院联合发布的《2018-2019 中国长期护理调研报告》，65 岁是老年人面临失能风险的重要转折点，在此之后中度及重度失能的人群占比显著上升，达 12~14%。人口结构的改变也有望加速康复医疗行业的发展，康复医疗未来市场空间较大。

图5：2013-2020 中国精神医院诊疗人数稳定增长

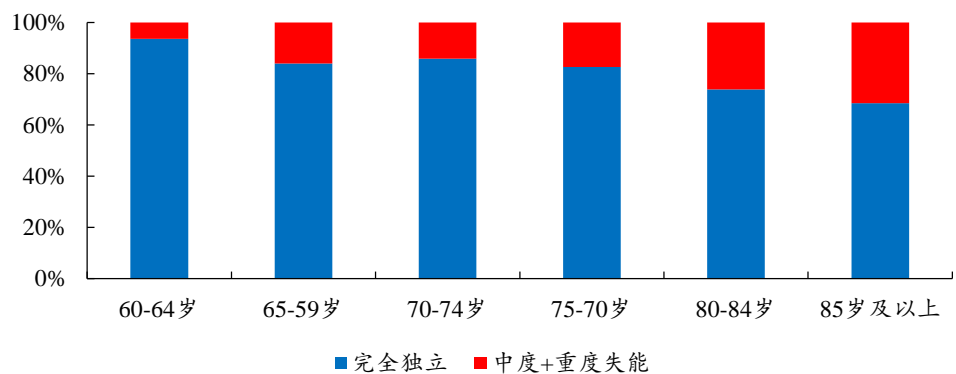


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图6：2013-2020 年中国持证残疾人数量稳定增长

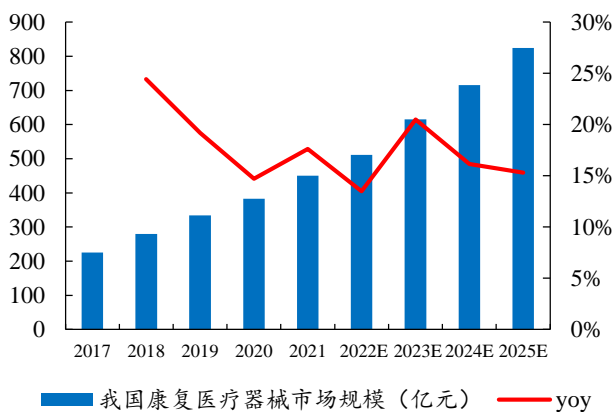


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

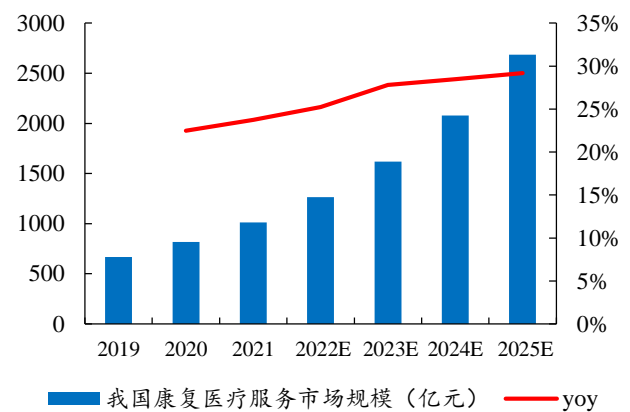
图7：65岁是老年人面临失能风险的重要转折点


数据来源：《2018-2019 中国长期护理调研报告》、开源证券研究所

康复医疗器械市场和康复医疗服务市场持续增长。根据沙利文数据，我国康复医疗器械市场规模由 2016 年的 175 亿规模增长至 2021 年的 480 亿规模，复合年增长率为 22.36%，预计 2025 年市场规模有望增至 810 亿。根据艾瑞咨询，康复医疗服务市场由 2016 年的 400 亿规模增长至 2021 年的 1100 亿规模，复合年增长率为 22.42%，预计 2025 年市场规模有望增至 2110 亿。

图8：我国康复医疗器械市场规模预计稳定扩张


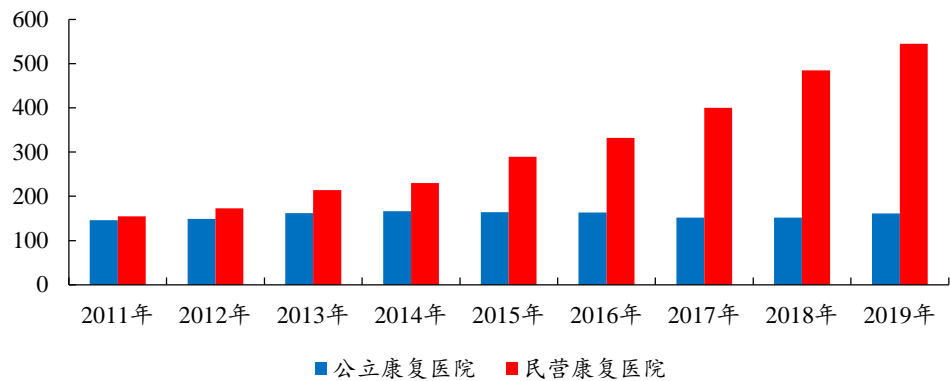
数据来源：沙利文、开源证券研究所

图9：我国康复医疗服务市场规模预计稳定扩张


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2、供给端：康复科数量不断增加，但仍存在较大缺口

根据《中国卫生健康统计年鉴》，2011 年我国康复专科医院 301 家（其中公立 146 家，民营 155 家），2019 年增加至 706 家（其中公立 161 家，民营 545 家），仅占综合医院（2019 年共 19963 家）的 3.5% 左右。相较于我国庞大的康复需求人口基数，难以满足人民康复需求，供给端存在较大的发展空间。

图10：我国民营康复医院数量出现较大幅度的增加


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、开源证券研究所

国家对康复医疗的支持性政策也将持续带动行业发展。在2008年汶川地震伤员康复救助后，使康复医学得到越来越广泛的关注，提高了社会和政府对于康复医学事业的重视程度，国家对康复医疗也逐步进行了一定的政策扶持。2021年6月卫健委、医保局等国家8部委再次出台《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》政策文件，力争到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，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。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。

表6：政策持续推动康复医疗服务行业发展

时间	政策	核心内容
2009.3	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	注重预防、治疗、康复三者结合，以维护社区居民健康为中心，提供疾病预防控制，慢性病管理和康复服务
2010.9	《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》	将1项评定项目和8项治疗项目纳入医保支付范围
2011.4	《综合医院康复医学科建设与管理指南》	二级以上（含二级）综合医院应当独立设置科室开展康复医疗服务，科室名称统一为康复医学科。鼓励有条件的综合医院开展心理康复咨询工作
2011.8	《关于开展建立完善康复医疗服务体系试点工作的通知》	鼓励建立三级康复医疗服务体系，并要求在14省进行试点。鼓励社会资本举办康复医疗服务机构，满足群众不同层次的康复医疗服务需求
2012.2	《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》	鼓励有条件的二级综合医院（包括企事业单位办医院）转型为以康复医疗服务为主的综合医院或康复医院
2015.3	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》	鼓励社会办医院提供康复、老年护理等紧缺服务，对公立医院形成补充
2015.9	《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	明确指出将健全的康复体系作为中国医疗体系的一部分，通过分级诊疗提高康复医疗的地位，并大力推进社会办医，鼓励符合条件的医师开办个体诊所，就近就地为基层群众服务
2016.3	《关于新增部分康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》	新增20项康复项目与原支付范围内的9项康复项目，一并纳入基本医疗保险“B”类诊疗项目管理，进一步提高参保人员康复医疗保障水平，降低个人负担

时间	政策	核心内容
2016.9	《国务院办公厅关于印发国家残疾预防行动计划（2016—2020 年）的通知》	加强康复服务，推广疾病早期康复治疗，减少残疾发生，减轻残疾程度。将残疾人健康管理和社区康复纳入国家基本公共服务清单。支持社会力量举办医疗、康复、辅助器具等相关服务机构，并鼓励其参与承接政府购买服务
2016.12	《“十三五”卫生与健康规划》	推进医师多点执业，解决民营医院人才短缺问题；落实多方面公立非公立医疗机构同等对待的政策
2017.2	《残疾预防和残疾人康复条例》	社会力量举办的康复机构和政府举办的康复机构在准入、执业、专业技术人员职称评定、非营利组织的财税扶持、政府购买服务等方面执行相同的政策
2017.2	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	加强老年康复医院、护理院、临终关怀机构和综合医院老年病科建设；加强康复医师、康复治疗师、康复辅助器具配置人才培养，广泛开展认知功能障碍康复训练等老年康复护理服务
2017.4	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	鼓励护理院、专业康复机构等加入医联体。建立医联体内转诊机制，重点畅通向下转诊通道，将急性病恢复期患者、术后恢复期患者及危重症稳定期患者及时转诊至下级医疗机构继续治疗和康复
2017.5	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，鼓励在康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2017.10	《康复医疗中心基本标准（试行）》《护理中心基本标准（试行）》	鼓励康复医疗中心集团化、连锁化经营，建立规范、标准的管理与服务模式。并对申请举办集团化、连锁化康复医疗中心优先设置审批
2019.6	《促进社会办医持续健康规范发展意见》	规范调整医疗服务项目价格。提高本市中医、病理、康复、精神、手术等 5 类医疗服务项目价格
2019.11	《国家卫生健康委办公厅关于开展加速康复外科试点工作的通知》	在全国 32 个省，自治区和直辖市分别选取 195 家试点医院，确定关节外科、脊柱外科、创伤骨科、骨肿瘤外科、足踝外科作为试点病种，加强对医务人员和患者的宣教，将康复理念融入相关疾病的诊疗
2020.2	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围。补齐护理、儿科、老年科、精神科等紧缺医疗服务短板；推广按疾病诊断相关分组付费，医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费，门诊特殊慢性病按人头付费；探索对紧密型医疗联合体实行总额付费
2021.6	《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》	健全完善康复医疗服务体系、加强康复医疗人才培养和队伍建设、提高康复医疗服务能力、推进创新康复医疗服务模式、加大支持保障力度
2021.10	《国家卫生健康委办公厅关于开展康复医疗服务试点工作的通知》	确定北京市等 15 个省份率先开展康复医疗服务试点工作。重点在康复医疗服务体系、多元化服务模式、专业队伍建设以及价格支付等支持政策方面积极探索创新，先行先试，形成可复制可推广的地方经验，以点带面，带动全国康复医疗服务快速发展。
2021.11	《国家卫生健康委办公厅关于开展老年医疗护理服务试点工作的通知》	目标是经过 1 年的试点，探索形成可复制可推广的老年医疗护理服务的地区经验和典型做法。到 2023 年，试点经验向全国推广，发展老年医疗护理服务的机制体制不断完善，多元化老年医疗护理服务模式日益成熟，差异性和多层次的老年医疗护理服务供给显著增加，有利于发展老年医疗护理服务的政策措施逐步健全。

资料来源：中共中央国务院、国家卫计委、国家卫健委、国家医保局、国家中医药管理局、中国残联等政府网站、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。原卫生

部/卫健委、人社部联合多部门于 2010 年和 2016 年分别颁布《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》和《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围的通知》，先后将 1 个评定性项目和 8 个治疗性项目、8 个评定项目和 12 个治疗项目纳入医保支付范围，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。对于提升我国基本医保在康复领域的保障水平、减轻康复患者经济负担具有重要意义。

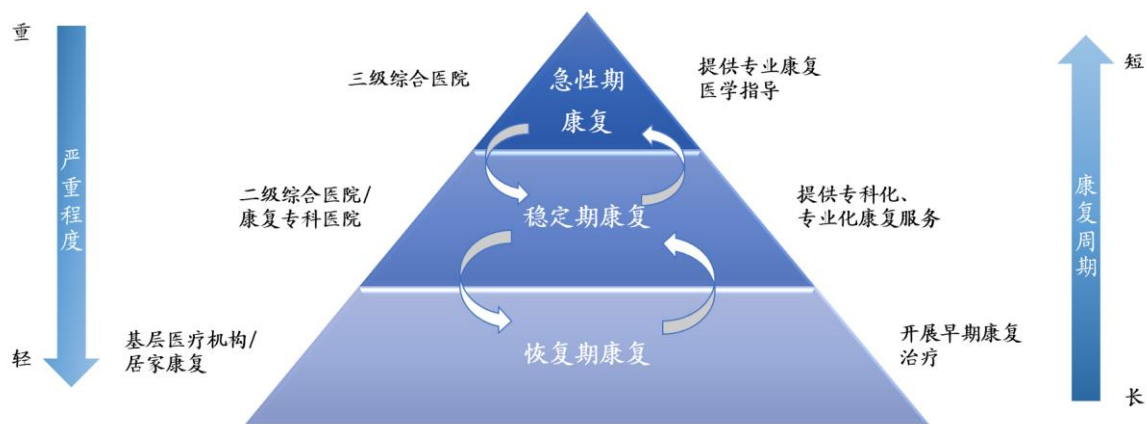
表7：医保覆盖康复项目从 9 项增加至 29 项，范围扩大，推动消费需求释放

项目	2010 年第一次纳入医保的康复项目	2016 年第二次纳入医保的康复项目
评定项目	<ul style="list-style-type: none"> 日常生活能力评定 	<ul style="list-style-type: none"> 康复综合评定 吞咽功能障碍检查 小儿行为听力测试 手功能评定 孤独症诊断访谈量表（ADI）测评 平衡试验 表面肌电图检查 言语能力筛查
治疗项目	<ul style="list-style-type: none"> 运动疗法 偏瘫肢体综合训练 脑瘫肢体综合训练 截瘫肢体综合训练 作业疗法 认知知觉功能障碍训练 言语训练 吞咽功能障碍训练 	<ul style="list-style-type: none"> 截肢肢体综合训练 日常生活动作训练 平衡训练 职业功能训练 精神障碍作业疗法训练 轮椅技能训练 减重支持系统训练 耐力训练 电动起立床训练 大关节松动训练 儿童听力障碍语言训练 徒手手功能训练

资料来源：《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》、《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》、开源证券研究所

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11：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

地方医保局逐步落实康复医疗服务项目价格调整。2021年9月16日，盐城市医保局发布了《关于拟调整部分医疗服务项目价格的公示》，共调整医疗服务项目价格78项，其中16项为康复项目，我们参考三级医院拟调整价格与盐城市三甲医院盐城市中医院医疗服务项目价格进行对比，康复医疗服务项目价格调整方向均为调增，调增幅度最低38%，最高88%，平均调增幅度54%。在政策支持康复医疗以及医疗服务价格改革的背景下，康复医疗服务项目价格有望提升。

表8：2021年9月盐城市医保局拟对康复医疗服务项目价格调整方向均为调增，平均调增幅度54%

编码	项目名称	计价单位	调整前价格（元）	拟调整价格（元）	调增幅度
340200008	言语能力评定	次	13	18	38%
340200011	吞咽功能障碍评定	次	26	36	38%
340200020	运动疗法	45 分钟/次	13	21	62%
340200023	电动起立床训练	45 分钟/次	13	21	62%
340200024	平衡功能训练	次	8	15	88%
340200025	手功能训练	次	20	30	50%
340200026	关节松动训练	次	33	45	36%
340200027	有氧训练	次	26	40	54%
340200030	等速肌力训练	次	20	32	60%
340200031	作业疗法	45 分钟/次	20	31	55%
340200034	言语训练	30 分钟/次	26	40	54%
340200036	构音障碍训练	次	13	21	62%
340200037	吞咽功能障碍训练	次	13	21	62%
340200038	认知知觉功能障碍训练	次	13	21	62%
340200040	偏瘫肢体综合训练	40 分钟/次	52	72	38%
340200042	截瘫肢体综合训练	40 分钟/次	39	58	49%
平均调增幅度					54%

数据来源：盐城医保局官网、盐城市中医院官网、开源证券研究所

2.3、竞争格局：厂商数量众多，行业集中度低

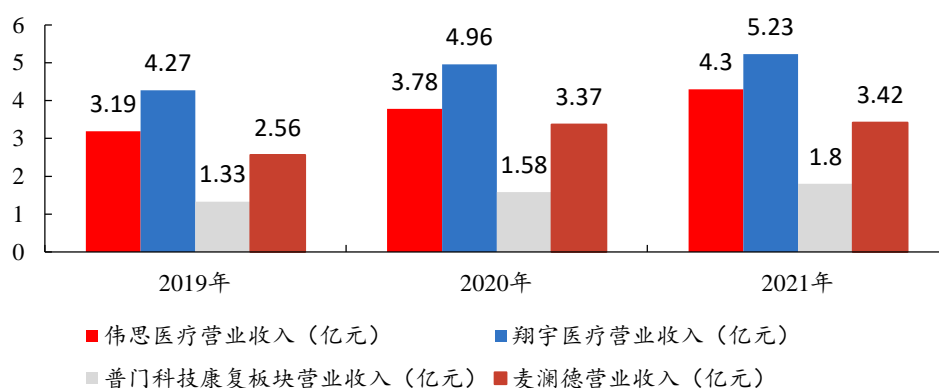
康复医疗器械行业在我国起步时间较晚，属于近年来新兴的医疗领域，康复医疗器械产品种类繁多，厂商数量众多，行业呈现企业林立的局面，市场集中度较低。

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。

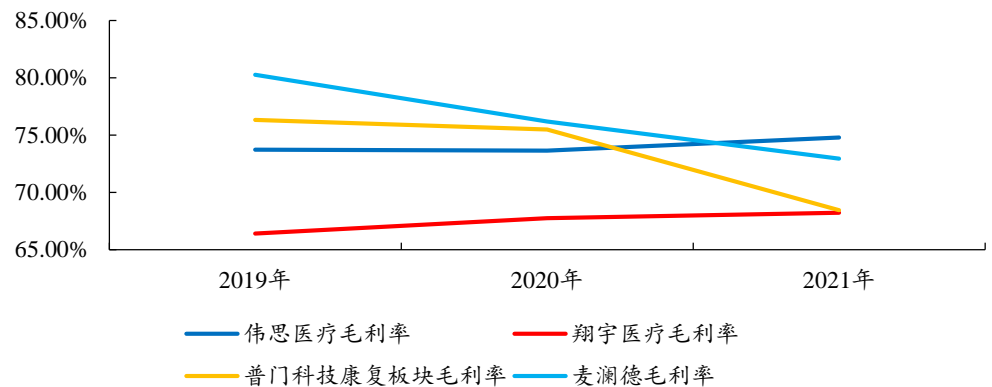
国外主要康复器械生产企业有 DJOGlobal,Inc.（总部美国，母公司已上市）、BTLCorporate（总部英国，未上市）、OGWellnessTechnologiesCo.,Ltd（总部日本，未上市）等，国内主要康复器械生产企业有已上市的南京伟思医疗科技股份有限公司、河南翔宇医疗设备股份有限公司、深圳普门科技股份有限公司以及南京麦澜德医疗科技股份有限公司等。

普门科技因业务线较多，我们选取翔宇医疗、普门科技康复板块、麦澜德来与伟思医疗进行比较。伟思医疗在营收端超过普门科技康复板块与麦澜德，与翔宇医疗的差距也在逐渐缩小中；毛利率处于持续增长过程中，2021 年毛利率已超过其他三家公司。

图12：伟思医疗在营收端超过普门科技康复板块与麦澜德



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2021 年伟思医疗的毛利率超过其他三家公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、公司业务：一体两翼，助力战略升级

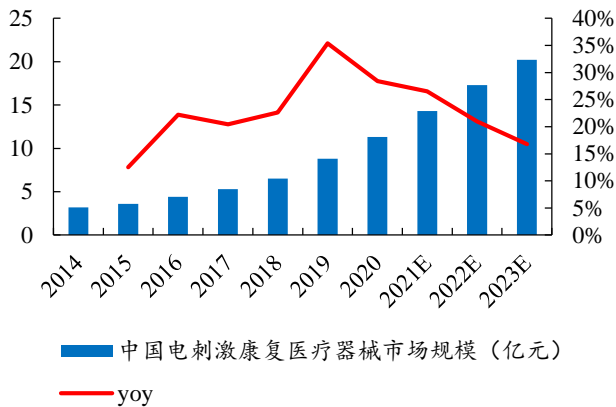
伟思医疗的康复产品主要聚焦在电刺激、磁刺激、电生理和康复机器人四大板块。目前公司主要的收入来源于电刺激、磁刺激和电生理，康复机器人板块正在积极布局中。公司将通过脉冲磁、康复机器人以及电刺激、电生理等产品打造康复全场景，全面布局康复赛道的主流和高端品类。

同时，伟思医疗也在全面布局医美能量源市场主流的皮秒激光、射频、塑形磁产品，对标国际标杆（热玛吉、超皮秒、Inmode、BTL 等）。在我国合规化医美市场不断扩容的基础上，伟思医疗有望成为国内医美能量源器械市场稀缺的集研发、销售、合规为一体的品牌厂商。

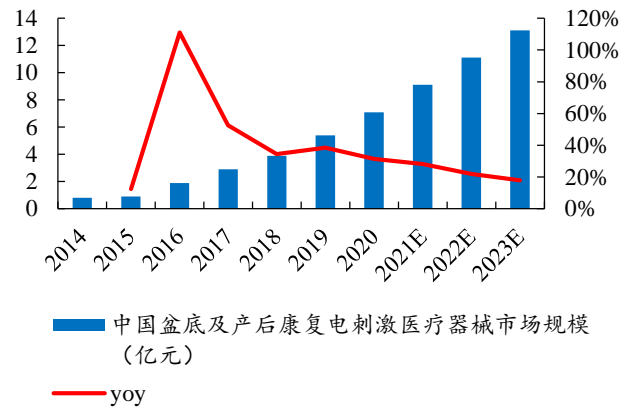
3.1、电刺激：主要应用于盆底及产后康复和神经康复两大领域

电刺激治疗指利用特定参数的脉冲电流，刺激神经组织，使之产生动作电位，实现肌肉收缩、镇痛等效果，从而完成康复治疗的技术。电刺激治疗技术已经历了超过 50 年的快速发展，为患者提供了一种有效的康复途径，被广泛应用于盆底及产后康复、神经康复和精神康复等领域，其中以盆底及产后康复和神经康复最为主要。

在盆底及产后康复市场方面，我国拥有庞大的产妇人群和中老年女性盆底疾病患者。随着 2016 年 1 月 1 日我国“全面二胎政策”的正式施行，以及 2021 年 5 月 31 日三胎政策的实施，我国产妇仍有望维持较大规模，而根据 Frost&Sullivan 数据，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。此外，根据 2018 年北京大学人民医院发表的数据，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。过去公司盆底康复主要客群为对产康有一定认知的年轻产后女性，也具备一定的支付能力。未来公司将逐渐去拓展妇科，对 50 岁以上的中老年妇女群体做市场教育，这部分群体有 2 亿左右的人群基础，预计成为未来盆底修复市场的重要增量。

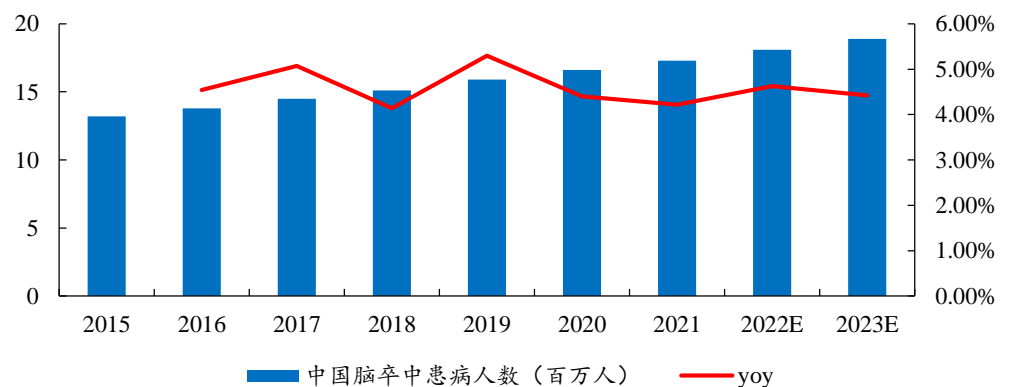
图14：中国电刺激康复医疗器械市场规模有望稳定增长


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图15：中国盆底及产后康复电刺激医疗器械市场规模有望稳定增长


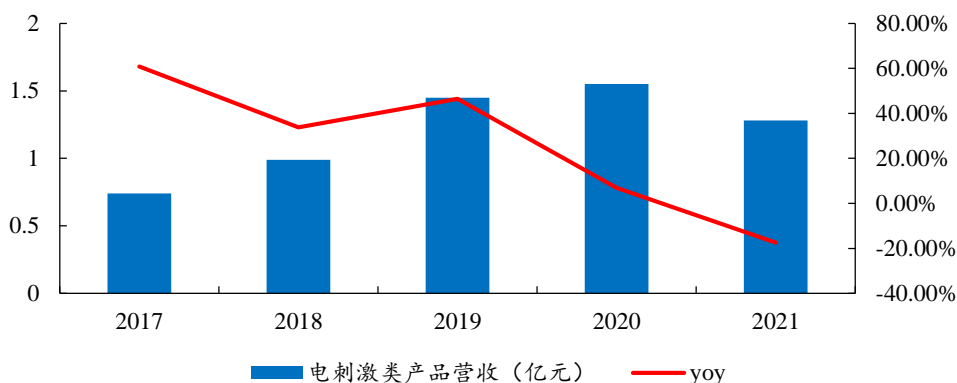
数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

在神经康复市场方面，电刺激产品的适应症主要是针对脑卒中、帕金森等中枢神经或周围神经损伤所致的运动功能障碍，如偏瘫、肌萎缩、肌力低下、步行障碍、手功能障碍等。在我国的神经康复中，脑卒中康复最为主要。我国拥有庞大的神经康复市场，随着社会老龄化和城市化进程加速，居民不健康生活方式较为普遍，以脑卒中为代表的神经系统疾病患者数量持续上升，康复医疗服务需求有望持续增加。根据 Frost&Sullivan 数据，2018 年我国脑卒中患病人数已达 1,600 万人以上，并呈现发病率逐年提高、患者年轻化的趋势。神经系统疾病发病率持续增长的趋势决定了康复治疗在神经康复中越来越重要的地位，刚性康复医疗需求有望持续上升。

图16：中国脑卒中患病人数预计逐年增长


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

伟思医疗的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。根据伟思医疗招股书，2018 年公司电刺激类医疗器械产品的市场占有率为 17.31%。

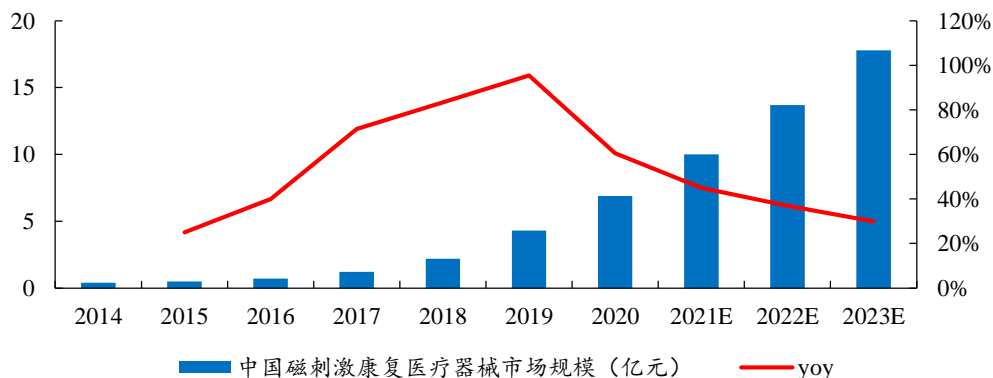
图17：2021 年公司电刺激类产品营收略有下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、磁刺激：接力电刺激，快速增长中

磁刺激技术是继电刺激技术之后发展起来并逐步得到应用的新型康复医疗技术。在中国，磁刺激康复医疗器械市场起步较晚，2016 年前后才逐步规模化推广，产品以经颅磁刺激仪、盆底功能磁刺激仪为主，临床主要应用于精神康复、神经康复和盆底及产后康复领域，市场规模逐渐增长。根据伟思医疗招股书，2018 年伟思医疗的磁刺激类医疗器械产品的市场占有率为 18.64%，市场占有率较高。

根据 Frost&Sullivan 数据，2014 至 2021 年，中国磁刺激康复医疗器械市场规模从 0.4 亿元增长至 2021 年 10 亿元，复合年增长率达 58.38%，但目前磁刺激康复治疗在国内的治疗渗透率仍较低。伴随适应症患者人群不断增长、康复治疗意识的提升、盆底磁刺激等新的临床运用的积极拓宽、行业规范化以及治疗标准化等有利因素的推动，中国磁刺激康复医疗器械市场有望继续保持快速增长，预计 2023 年预计增至 17.8 亿元市场规模。

图18：中国磁刺激康复医疗器械市场预计 2023 年增至 17.8 亿元市场规模


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

伟思医疗的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，应用于精神科、心理科、睡眠中心、康复科、神经内科、妇产科、泌尿科、肛肠科、产后康复中心、月子会所等科室及专业机构，用于神经电生理检查，心境

低落、焦虑、失眠等症状的辅助治疗，以及尿失禁、便秘及脑卒中后遗症等疾病或症状的治疗。

经颅磁刺激仪主要应用于精神康复和神经康复，近 10 余年来在治疗抑郁症、脑卒中后遗症、帕金森等疾病上取得了显著的疗效，其中抑郁症是经颅磁刺激仪的主要应用市场。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，其在国内抑郁症的治疗渗透率有望不断增长。

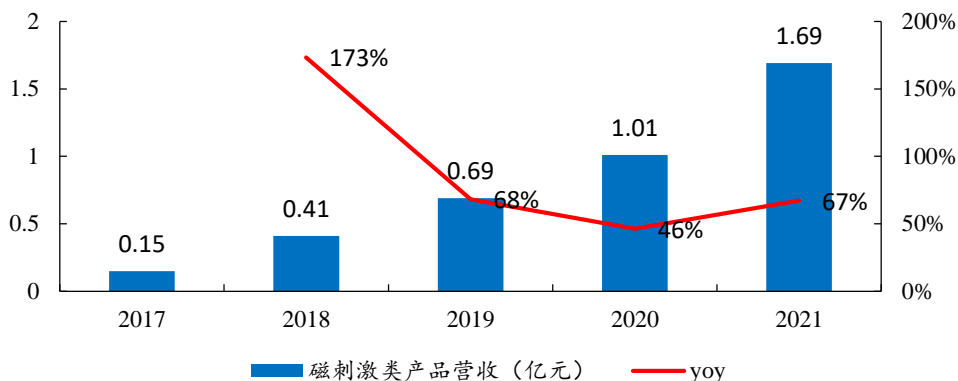
与经颅磁刺激相比，盆底磁刺激发展较晚。**当前在临床上盆底磁刺激仪主要用于尿失禁、轻中度盆腔脏器脱垂、神经源性膀胱、尿频尿急、盆底痛、前列腺增生等疾病或功能障碍的治疗。**与电刺激疗法相比，盆底磁刺激具有高强度、高穿透性、非侵入性、无痛刺激等优势。盆底磁刺激通过盆底磁刺激装置，产生高能聚焦电磁场，能有效穿透空气、皮肤、脂肪、骨骼等，可覆盖全部盆底肌肉群，并对神经肌肉进行无痛刺激，患者无需更衣及内置电刺激探头，大大提高治疗效果和患者的依从性。

表9：伟思医疗的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

公司产品	临床定位	技术优势	发明专利
TMS II	高端精康治疗机； 多靶点多部位联合治疗	多通道线圈切换； 高效冷却； 变频变幅调制； 非目标区磁屏蔽	2 项实审中 包含磁刺激的刺激线圈及其绕制方法、电液接头等
FMS II	盆底功能障碍性疾病的辅助治疗	液冷降噪； 实时盆底坐姿监测； 非侵入治疗与评估； 触发磁刺激技术； 盆底与骶神经联合治疗	5 项实审中 包含双体位自动切换、坐姿检测、 压力实时监测、非侵入式肌力检测等
PMS	塑形	液冷降噪； RMM 实时肌肉状态监测技术	1 项实审中
TMS-ONE	抑郁症专用治疗设备；单疗程 80%治愈率	个性化靶点精准磁刺激；自动重复定位机器人；自动运动阈值检测算法； 非目标区磁屏蔽技术	5 项实审中 包含经颅磁刺激重复定位头盔、免拆式线圈切换、治疗靶点自动定位方法等

资料来源：伟思医疗官网、伟思医疗年报、开源证券研究所

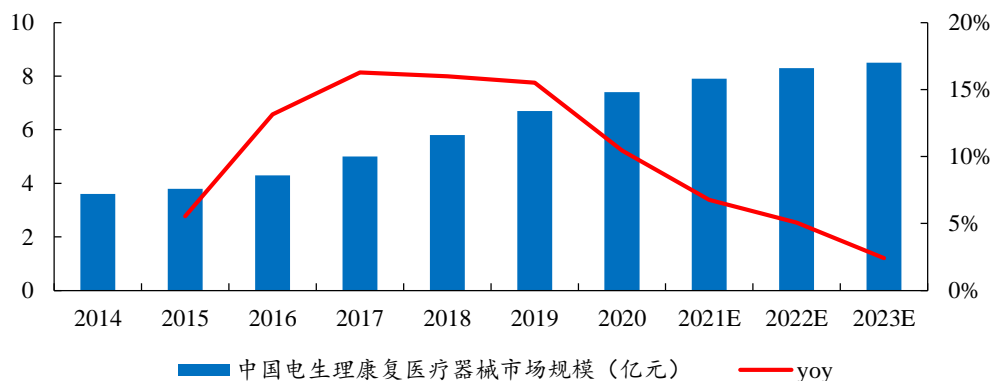
自 2017 年公司的磁刺激产品上市后，一直保持着高速增长。2020 年因受疫情影响，磁刺激产品增速略为放缓至 46%，而 2021 年公司的磁刺激产品接力电刺激，克服了疫情的影响，依然保持了 67% 的高速增长。

图19：公司磁刺激产品自上市后一直保持较高增速


数据来源：Wind、开源证券研究所

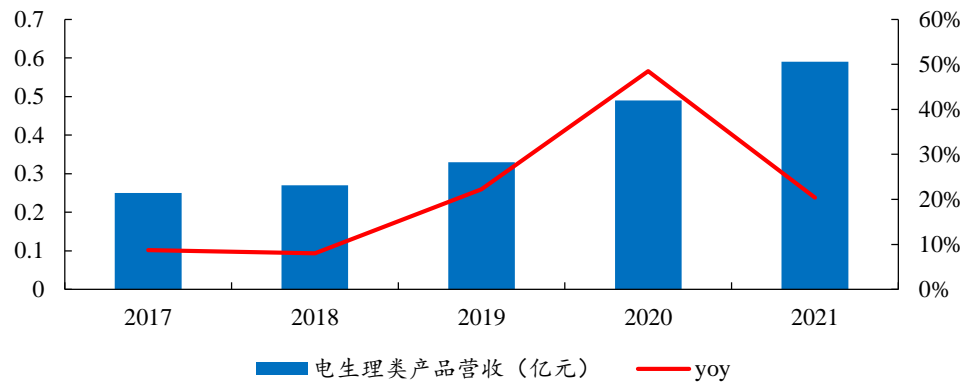
3.3、电生理：广泛应用于神经康复、精神康复、新生儿科等领域

伴随计算机技术、微电子技术的进步以及医学信号处理技术的发展，电生理技术的精确性、可信度大大提高，电生理类技术在医疗器械中的应用愈发广泛，电生理类医疗器械行业进入成熟发展时期。电生理医疗器械的产品种类繁多，主要包括表面肌电分析、新生儿脑电分析及生物反馈仪等，被广泛应用于神经康复、精神康复、新生儿科等领域。根据 Frost&Sullivan 数据，中国的电生理康复治疗器械预计有望增长至 2023 年的 8.5 亿元。

图20：中国的电生理康复治疗器械预计有望增长至 2023 年的 8.5 亿元


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

伟思医疗的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、新生儿脑电测量仪。多参数生物反馈仪和团体生物反馈仪应用于精神科、心理科、儿保科等科室，用于焦虑症、儿童多动症等精神疾病或症状的生物反馈治疗。表面肌电分析系统应用于神经科、康复科等科室，用于神经、肌肉功能的评估。新生儿脑电测量仪应用于新生儿科、新生儿重症监护病房、新生儿神经重症监护病房、新生儿门诊、母婴同室病房等，帮助临床开展新生儿脑损伤筛查、脑功能监护和脑发育评估。根据伟思医疗招股书，2018 年公司电生理类医疗器械产品的市场占有率为 4.64%。

图21：公司的电生理类产品保持稳定增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、康复机器人：潜力较大的高端康复医疗技术

康复机器人是近几年发展起来的高端康复医疗技术，是机器人技术与医疗技术结合的产物，可以实现替代/辅助康复治疗师的职能。康复训练机器人可以将治疗师从繁重的、重复的训练工作中解脱出来，使得专业人员可以更加专注于治疗方案的改进，同时也为远程康复医疗及集中化康复医疗提供可能。康复机器人的便携舒适性、反馈控制方案、能源持续性使用方案以及全新的材料和制造方案都将成为康复机器人市场发展的重要技术壁垒。根据 Frost&Sullivan 数据，中国康复机器人自 2017 年起步以来，2018 年市场规模已达到 2.1 亿元，预计以 57.5% 的年复合增长率增长至 2023 年的 20.4 亿元。目前，国内对于康复机器人的市场尚处于初期探索阶段，市场竞争者较少，大部分主要提供下肢康复机器人产品，行业内竞争对手主要包括北京蝶和、广州一康、常州钱璟康复、北京大艾和上海傅利叶等。

伟思医疗的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。其中，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已顺利取得医疗器械产品注册证并完成批量生产。同时 X-locom 系列上下肢主被动康复训练系统以及 X-walk400 已经进入注册阶段。康复机器人应用于康复科、康复专科医院、骨科、神经科等，协助截瘫患、偏瘫患者恢复步行能力，协助术后或者其它运动功能障碍患者进行康复训练。

表10：伟思医疗的康复机器人已形成了覆盖下肢、上肢的全周期康复训练和评估的运动康复系列

公司产品	临床定位	技术优势	发明专利
X-walk100	基于 BOGT 的高强度步行训练	实现双向智能自动跟踪，提供基于 BOGT 的阶梯式康复训练和评估方案。	已授权 1 项发明；已受理 6 项发明；包含距离检测、运动控制等核心技术
X-walk200	基于 BOGT 的镜像步态训练	推出下肢外骨骼镜像训练模式，具有较高临床价值。	已授权 5 项发明；已受理 9 项发明；包含柔性关节模组、多模态步态算法、
X-walk300	瘫痪患者助行	人机融合的外骨骼机器人；自然的步态控制；帮助残疾人重新站立和行走	镜像训练等核心技术；获得红点设计大奖
X-walk400	数字化步态评估训练	高精度实时反馈；智能步态训练师	已受理 1 项发明；压力检测核心技术
X-locom100	iCIMT 情景互动式主被动	3D 游戏；高精度力传感器；智能姿态匹配；iCIMT 疗法	已授权 4 项发明；已受理 9 项发明；包含高精度力传感器控制算法、康复游戏化
X-locom200	多场景多科室早期康复	运动意图智能识别；多模态运动控制算法；业界最轻便，多场景应用	训练方法、训练模态识别系统等核心技术；获得红点设计大奖
X-locom300	沉浸式多元化运动控制	生物反馈的力控算法；动态模型辨识及补偿；基于临床方案的交互设计	已授权 2 项发明；已受理 4 项发明；包含主动模式控制系统、虚拟避障方法、振动反馈系统等核心技术

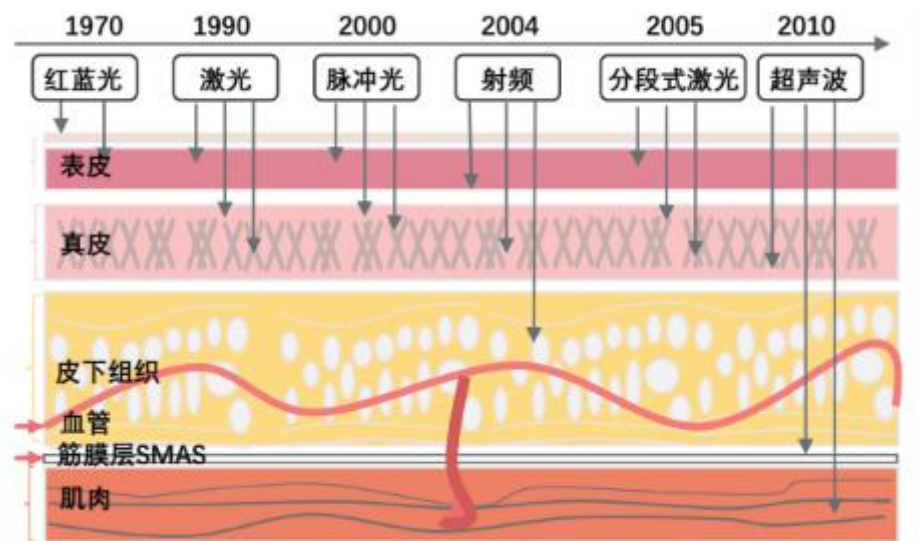
资料来源：伟思医疗年报、开源证券研究所

3.5、能量源医美：产品矩阵丰富，覆盖下游多场景

能量源医美，指将激光、射频、超声波等能量形式应用于医疗美容，其作用于不同皮肤层则对应解决不同的问题。大部分光波类设备到达位置为真皮层，随着技术进步，射频、超声波应用的设备则可达更深的筋膜层，因此修身紧肤效果较好。

能量源医美设备作用表皮皮肤可达到消炎抗菌、祛痘、祛斑和美白的作用；作用真皮层可达到紧致、除皱、刺激再生等目的；作用皮下脂肪层可达到减脂瘦身的目的，而作用于 SMAS 筋膜层则可刺激胶原蛋白再生，达到抗衰老的目的。同时，能量源医美器械治疗疗程拥有恢复时间短、单次价格低、频率高等优势，可作为日常护肤的辅助治疗，同时与医美类注射剂产品互补效果可达更佳，目前在各项治疗中较受关注。

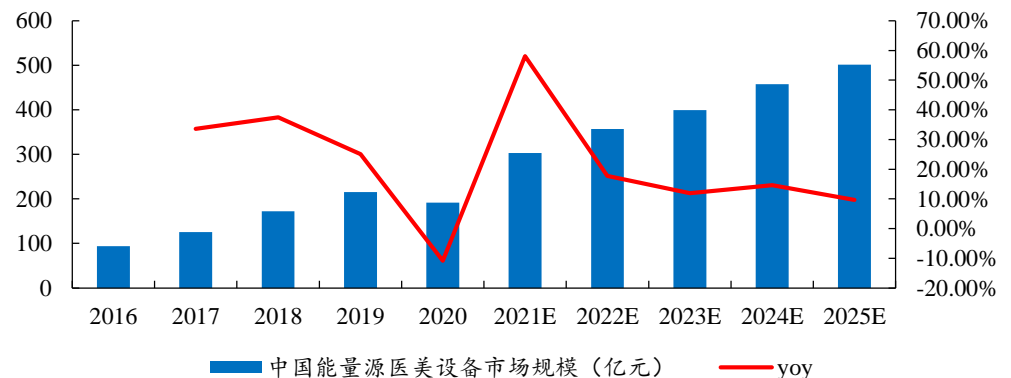
图22：不同能量源可以作用于不同皮肤层



资料来源：头豹研究院

随着光电技术在医疗领域的应用与推广，能量源医美设备在消费者中的接受度与市场规模也在持续提升，2021年新氧APP上的数据显示，能量源医美项目占比约为21%，是非手术类消费中最受欢迎的项目。2020年受新冠疫情影响能量源医美市场规模有所收缩，2021年快速反弹，根据头豹研究院数据，预计2025年能量源医美市场规模有望超过500亿元。

图23：2020年受新冠疫情影响能量源医美市场规模有所收缩，2021年快速反弹



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

伟思医疗正在布局的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，产品功效可满足终端多元化需求。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，利用加速国产替代进口步伐，在国内充分考虑临床需求和解决方案，通过产品性能、成本、渠道推广、学术和服务等综合优势帮助公司打开医疗美容行业这一消费驱动的成熟市场，迅速取得份额，目标在5年内成为中国医美能量源市场的一线品牌。

表11：伟思医疗正在布局的能量源设备产品矩阵丰富

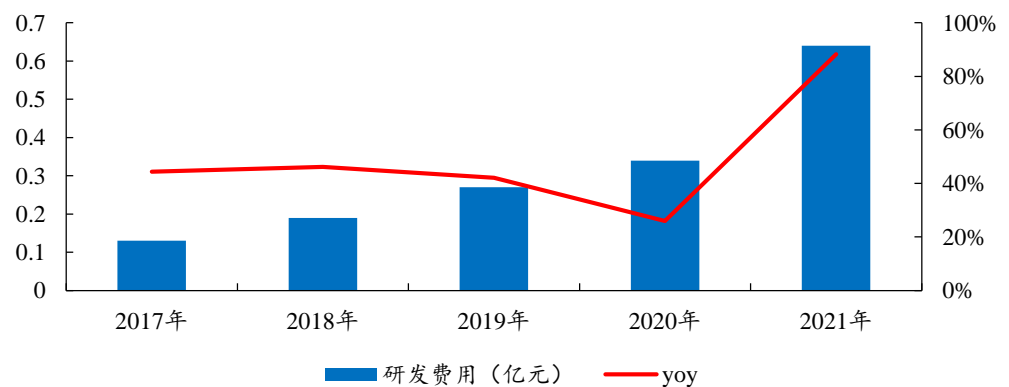
公司产品	临床定位	技术优势
MagGraver	腹部、臀部塑型	RMM 肌肉状态监测、腹部双面线圈、臀部专用线圈
RFIntima (私密)	女性健康 私密紧致	自动旋转装置、智能方案、专病专治、温控 PID 算法、实时功率&阻抗匹配
RFSlim (溶脂)	身体减脂塑形	负压射频技术、温控 PID 算法、实时功率&阻抗匹配
RFSmooth (抗衰)	面部轮廓提升 皮肤紧致	模块化治疗、绝缘黄金微针、实时功率&阻抗匹配
Pico V	祛斑	光斑电动调节、光斑质量自动校准、处方式治疗方案
	美白	
	嫩肤	
	祛纹身	

资料来源：伟思医疗年报、开源证券研究所

3.6、伟思医疗具备研发、学术推广和渠道优势

伟思医疗从传统的电刺激技术发展到了磁刺激技术，现阶段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。

伟思医疗一直注重自主研发，特别是在磁刺激领域，公司是国内少数完全自主研发的企业。2021 年公司研发费用支出约 0.64 亿元，占营业收入比约 14.77%，较 2020 年有较大幅度提升。目前，公司在战略升级的目标驱动下去拓展康复机器人和医美能量源器械两个优质赛道，依然是选择了自主研发的形式，也做了充足准备。根据伟思医疗年报，截至 2021 年 12 月 31 日公司在职研发人员共 161 人，较 2020 年增加 36 人，占公司总人数比约 28.00%，人数占比提升 5.19%。

图24：2021 年伟思医疗的研发费用有较高增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

在原有的电刺激、磁刺激和电生理赛道，伟思医疗在研发上不断提升患者体验，拓展治疗范围。电刺激中实现了中低频的多刺激波形的电刺激输出，区别于市场产品的常规波形，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。

除此以外，2021年6月11日公司与 Thought Technology Ltd. (简称“TT 公司”)，签署了《技术转让协议》，TT 公司将其拥有的 MyOnyx 设备技术在中国大陆地区的所有权利转让给公司，交易价格为 600 万加拿大元（折合人民币约 2,860 万元）。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。本次交易后，能够有效降低公司电刺激产品的原材料采购成本，帮助公司降低供应商依赖，效率提升；公司瑞翼系列产品销售区域限制解除，产品梯队更加完善丰富。

公司切入潜力较大的康复机器人赛道。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。其中，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已顺利取得医疗器械产品注册证并完成批量生产。同时 X-locom 系列上下肢主被动康复训练系统以及 X-walk400 已经进入注册阶段。公司运动康复机器人在对标国外同行优秀产品，如 X-walk300 对标以色列 Rewalk 公司产品，X-locom100/200 对标德国 MOTOMed 公司产品，预计康复机器人产品线可以提升公司在康复市场的整体竞争力。

公司利用已有的技术基础，切入医美能量源设备领域。塑形磁设备完成多轮塑形线圈的开发及体验，结合腹部等治疗部位的肌肉脂肪分布规律在线圈尺寸、磁场分布、治疗参数等技术方面完成了相关的预研工作；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；采用实时肌肉状态监测模块，实时反馈治疗过程中肌肉收缩状态，实现精准化治疗；完成塑形磁设备的工业设计及 2 轮工程样机。射频项目：完成两轮工程样机的研发设计、功能测试、性能验证和产品检验等工作；完成了送检样机的生产、调试、测试验证和检验工作，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；激光项目：完成了两轮样机的开发和测试，即将样机送检；下一阶段展开注册检测及临床部分。

公司的学术推广体系和营销支持团队较为完善。通过多年的经验积累，公司已经创立了系统立体的学术推广培训体系，伟思医疗深耕于科研、培训和科普三大板块。在科研方面，公司与国内多家三甲医疗机构开展多中心和单中心临床研究，为建立临床治疗规范和指南提供理论和循证医学证据。公司也建立了具备专业临床应用知识、产品知识和营销知识的专业营销支持团队，提供全程医学支持、市场专业推广、多级多元培训、临床运营指导、客户体验回访、售后客服等服务，建立了完善的营销支持系统，为公司健全服务体系、促进产品销售、保障产品治疗效果和形成良好市场口碑提供强大的基础支撑。

4、盈利预测与投资建议

4.1、详细模型拆分

对于公司的主营业务，我们假设：

(1) 磁刺激类产品：公司受益于盆底磁刺激产品成功纳入《盆腔器官脱垂的中国诊治指南(2020 年版)》，预计磁刺激系列产品放量迅速，2022 年考虑到疫情影响，假设收入增速为 20%，2023-2024 年疫情的负面影响消退后，假设收入增速有望提升至 40.88%/42.78%；

(2) 电刺激类产品：2017 年公司电刺激产品纳入诊疗指南后实现了迅速放量，当前已进入稳定发展期，2022 年因受到疫情影响，预计全年增速为-14.1%，2023-2024 年疫情的负面影响消退后，假设收入增速有望恢复至 1.6%/0.9%；

(3) 电生理类产品：公司电生理类产品在神经、精神领域应用仍有挖掘空间，预计保持稳定增长，假设 2022-2024 年的收入增速分别为 4.6%/18.1%/13.8%；

(4) 耗材及配件：公司耗材及配件主要与电刺激类产品配套销售，2022 年因受到疫情影响，预计全年增速为-10.0%，2023-2024 年疫情的负面影响消退后，假设收入增速有望恢复至 1.0%/1.0%；

(5) 康复机器人：公司康复机器人分为 X-walk 系列和 X-locom 两个产品系列，我们假设 2022-2024 年收入为 1000 万元、4000 万元、8000 万元；

(6) 医美类产品：公司医美类产品布局私密磁、塑形磁、皮秒激光、射频（私密、溶脂、抗衰），私密磁、塑形磁产品有望开启公司医美领域销售，考虑到皮秒激光、射频产品仍需一定申请获批周期，我们假设医美类产品 2022-2024 年收入为 1000 万元、1050 万元、1365 万元。

表12：伟思医疗模型拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、磁刺激类产品								
收入	14.92	41.25	68.99	100.95	169.18	203.01	286.01	408.35
yoy	932.7%	176.5%	67.2%	46.3%	67.6%	20.00%	40.88%	42.78%
毛利	12.32	33.96	57.45	84.27	137.73	165.82	233.89	334.41
毛利率	82.6%	82.3%	83.3%	83.5%	81.4%	81.68%	81.78%	81.89%
二、电刺激类产品								
收入	73.62	99.45	145.34	155.37	128.09	109.99	111.70	112.73
yoy	59.0%	35.1%	46.1%	6.9%	-17.6%	-14.1%	1.6%	0.9%
毛利	55.22	74.53	106.72	109.92	91.01	78.38	80.43	82.03
毛利率	75.0%	74.9%	73.4%	70.8%	71.1%	71.3%	72.0%	72.8%
三、电生理类产品								
收入	24.73	26.62	33.50	49.45	59.41	62.13	73.36	83.46
yoy	7.3%	7.6%	25.8%	47.6%	20.1%	4.6%	18.1%	13.8%
毛利	18.69	20.24	25.08	36.97	44.05	46.34	54.65	62.11
毛利率	75.6%	76.1%	74.9%	74.8%	74.2%	74.6%	74.5%	74.4%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
四、耗材及配件								
收入	22.82	31.91	54.33	57.55	59.68	53.71	54.25	54.79
yoy	70.4%	39.8%	70.3%	5.9%	3.7%	-10.0%	1.0%	1.0%
毛利	14.11	19.35	34.07	36.76	39.28	34.45	35.05	35.53
毛利率	61.8%	60.7%	62.7%	63.9%	65.8%	64.1%	64.6%	64.9%
五、康复机器人								
收入						10	40	80
yoy							400.0%	200.0%
毛利						7	28	56
毛利率						70.0%	70.0%	70.0%
六、医美类产品								
收入						10	10.5	13.65
yoy							5.0%	30.0%
毛利						7	7.35	9.56
毛利率						70.0%	70.0%	70.0%
七、其他业务								
收入	8.41	8.55	16.72	15.05	13.69	13.83	14.10	14.39
yoy	-28.4%	1.6%	95.6%	-9.9%	-9.0%	1.0%	2.0%	2.0%
毛利	6.27	6.02	11.73	10.68	9.52	9.71	9.91	10.07
毛利率	74.6%	70.4%	70.2%	70.9%	69.6%	70.2%	70.2%	70.0%
合计								
收入	144.50	207.78	318.87	378.37	430.04	462.68	589.92	767.37
yoy	50.7%	43.8%	53.5%	18.7%	13.7%	7.6%	27.5%	30.1%
毛利	106.61	154.10	235.05	278.61	321.59	348.70	449.28	589.71
毛利率	73.8%	74.2%	73.7%	73.6%	74.8%	75.4%	76.2%	76.8%
归母净利润	40.34	63.36	99.72	143.66	177.81	187.48	240.88	312.27
yoy	74.3%	57.1%	57.4%	44.1%	23.8%	5.4%	28.5%	29.6%
净利率	27.9%	30.5%	31.3%	38.0%	41.3%	40.3%	40.6%	40.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测与投资建议

伟思医疗布局康复+医美，康复板块电刺激类、磁刺激类产品被纳入相关疾病诊疗指南，有望在康复领域成为中国领先供应商，在磁刺激领域成为全球领先供应商，同时全面布局皮秒激光、射频（私密、溶脂、抗衰）以及塑形磁，有望成为中国医美能量源市场的一线品牌，未来成长空间大，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.87/2.41/3.12 亿元，EPS 分别为 2.73/3.51/4.55 元，当前股价对应 P/E 分别为 18.0/14.0/10.8 倍，与同类康复医疗器械公司相比估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：伟思医疗与同类康复医疗器械公司相比估值较低

证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				P/E			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
翔宇医疗	29.11	2.02	1.85	2.13	2.44	23.1	25.2	21.9	19.1
普门科技	16.99	1.90	2.54	3.40	4.47	51.0	28.2	21.1	16.1
可比公司平均		1.96	2.20	2.77	3.46	37.0	26.7	21.5	17.6
伟思医疗	49.18	1.78	1.87	2.41	3.12	19.0	18.0	14.0	10.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日期为 2022/9/2；翔宇医疗盈利预测数据来源为开源证券研究所，普门科技盈利预测数据来源为 Wind 一致预期。

表14：伟思医疗盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	378	430	463	590	767
YOY(%)	18.7	13.7	7.6	27.5	30.1
净利润(百万元)	144	178	187	241	312
YOY(%)	44.1	23.8	5.4	28.5	29.6
毛利率(%)	73.6	74.8	74.1	74.7	75.0
净利率(%)	37.8	41.3	40.3	40.6	40.5
ROE(%)	10.1	11.6	11.4	13.1	14.9
EPS(摊薄/元)	2.09	2.59	2.73	3.51	4.55
P/E(倍)	23.5	19.0	18.0	14.0	10.8
P/B(倍)	2.4	2.2	2.1	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

(1) **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；

(2) **市场竞争加剧风险。**康复赛道若竞争加剧，将对公司盈利能力净造成不利影响；

(3) **医疗改革相关政策影响。**若出现不利于公司发展的医疗改革政策性事件，将对公司带来一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1419	1434	1522	1940	2518
现金	1366	1366	1474	1874	2437
应收票据及应收账款	13	24	0	0	0
其他应收款	1	11	1	14	6
预付账款	1	2	1	3	2
存货	37	30	44	49	71
其他流动资产	1	1	1	1	1
非流动资产	126	204	211	245	288
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	98	95	99	134	176
无形资产	20	19	19	18	17
其他非流动资产	8	91	93	94	96
资产总计	1545	1639	1733	2185	2806
流动负债	130	104	101	352	712
短期借款	0	0	0	250	598
应付票据及应付账款	10	9	0	0	0
其他流动负债	120	95	101	103	114
非流动负债	4	2	2	3	4
长期借款	0	0	0	1	2
其他非流动负债	4	2	2	2	2
负债合计	134	106	103	355	715
少数股东权益	5	0	-1	-2	-4
股本	68	68	68	68	68
资本公积	1065	1086	1086	1086	1086
留存收益	272	378	518	683	872
归属母公司股东权益	1406	1533	1632	1832	2094
负债和股东权益	1545	1639	1733	2185	2806

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	121	157	178	201	288
净利润	143	178	186	240	311
折旧摊销	9	10	7	8	10
财务费用	-6	-17	-23	-17	-16
投资损失	-13	-21	-10	-12	-14
营运资金变动	-18	-25	19	-16	-2
其他经营现金流	6	32	-0	-1	-1
投资活动现金流	2	-77	-3	-30	-39
资本支出	12	87	13	42	53
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	14	11	10	12	14
筹资活动现金流	995	-81	-67	-22	-33
短期借款	0	0	0	250	348
长期借款	-4	0	0	1	1
普通股增加	17	0	0	0	0
资本公积增加	1046	21	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-102	-67	-272	-382
现金净增加额	1117	-0	108	150	216

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	378	430	463	590	767
营业成本	100	108	120	149	192
营业税金及附加	5	5	6	8	10
营业费用	72	78	84	106	136
管理费用	34	38	38	48	61
研发费用	34	64	48	49	61
财务费用	-6	-17	-23	-17	-16
资产减值损失	-0	0	0	0	0
其他收益	12	22	14	14	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	21	10	12	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	165	195	213	273	352
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	166	197	214	275	353
所得税	23	20	28	35	42
净利润	143	178	186	240	311
少数股东损益	-1	-0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	144	178	187	241	312
EBITDA	134	167	178	240	324
EPS(元)	2.09	2.59	2.73	3.51	4.55

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	18.7	13.7	7.6	27.5	30.1
营业利润(%)	43.8	18.1	9.4	28.3	28.8
归属于母公司净利润(%)	44.1	23.8	5.4	28.5	29.6
获利能力					
毛利率(%)	73.6	74.8	74.1	74.7	75.0
净利率(%)	37.8	41.3	40.3	40.6	40.5
ROE(%)	10.1	11.6	11.4	13.1	14.9
ROIC(%)	261.3	146.0	173.8	146.7	149.4
偿债能力					
资产负债率(%)	8.7	6.4	5.9	16.3	25.5
净负债比率(%)	-96.7	-89.0	-90.4	-88.7	-87.9
流动比率	10.9	13.8	15.1	5.5	3.5
速动比率	10.6	13.5	14.6	5.4	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	54.7	23.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.8	11.3	25.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.09	2.59	2.73	3.51	4.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	2.29	2.59	2.93	4.20
每股净资产(最新摊薄)	20.49	22.34	23.78	26.70	30.52
估值比率					
P/E	23.5	19.0	18.0	14.0	10.8
P/B	2.4	2.2	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.9	12.0	10.6	7.2	4.7

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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