

2023年04月26日

证券研究报告·2022年报及2023一季报点评

伟思医疗 (688580) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 77.40 元

目标价: 96.52 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

22年业绩短期承压, 23Q1 复苏明显

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现收入 3.2 亿元 (-25.2%), 实现归母净利润 0.9 亿元 (-47.2%), 实现扣非归母 0.8 亿元 (-49%)。经营活动现金流净额 0.9 亿元 (-45.2%)。同日, 公司公布 2023 年一季度报告, 实现收入 9554 万元 (+76.9%), 实现归母净利润 3008 万元 (+76.9%), 实现扣非归母 2647 万元 (+190.8%)。经营活动现金流净额 1115 万元。22 年业绩因公共卫生安全事件不断反复短期承压, 主要系需求延后, 市场销售推广活动有不同程度的延迟或取消, 以及团队调整所致。23 年 Q1 业绩复苏明显。
- **22 年业绩短期承压, 23 年 Q1 需求复苏明显。** 公司 2022 年受公共卫生安全事件影响较大, 但总体克服影响。分季度看, 22Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 0.54/0.80/0.81/1.1 亿元 (-32.5%/-28.1%/-26.3%/-17.1%), 前三季度收入同比下降较为明显, 第四季度有所回暖。单季度归母净利润分别为 0.17/0.21/0.24/0.32 亿元 (-45.6%/-43.9%/-37.7%/-54.9%)。从盈利能力看, 22 年全年毛利率 72.5% (-2.3pp), 四费率 48.1% (+10pp), 主要系销售费用大幅增加, 员工薪酬增加以及股权激励费用摊销所致。此外, 股份支付费用的影响也扩大了研发费用的降幅。财务费用主要系利息收入增加所致。23Q1 单季度收入为 9554 万元 (+76.6%), 复苏明显趋势向好。磁刺激板块未来预计将快速增长, 基石业务(精神, 康复, 盆底)未来预计将维持高景气度。此外, 公司推行股权激励, 发布了《2023 年限制性股票激励计划(草案)》, 调动员工积极性, 彰显公司对业绩未来增长的信心。
- **磁刺激类产品 23 年有望提速, 新品有望贡献新增长动能。** 分业务看, 22 年磁刺激产品收入 1.4 亿元 (-19.5%), 其中盆底磁刺激仪经多年“磁电联合”培育市场认可度大幅提升, 全年因疫情影响销售, 预计 23 年有望提速; 电刺激产品收入 5893 万元 (-54%), 耗材和配件收入 5829 万元 (-2.3%); 电生理类收入 4958 万元 (-16.5%); 激光射频类收入 648 万元, 皮秒激光、射频等项目亦在有序推进过程中, 已陆续完成设计开发和型式检测, 进入产品注册阶段。此外, 公司加大创新, 在研重磅产品逐步进入收获期, 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于 2022 年启动上市销售, X-walk400 已经进入注册阶段。X-locom100 上下肢主被动康复训练系统已于 2022 年上半年顺利取得医疗器械产品注册证并进入批量生产阶段; X-locom200 床边主被动康复训练系统已于 2022 年下半年顺利取得医疗器械产品注册证并完成小批试产; X-Locon300 上肢运动康复训练系统已经进入注册阶段尾期, 正在筹备上市。除康复机器人外, 公司医美业务三块能量源矩阵产品丰富, 覆盖妇产科、皮肤科、医疗美容、生活美容等多应用场景。竞争格局良好, 未来将主打进口替代逻辑。
- **新型康复器械龙头, 疫情后有望复苏。** 公司为电刺激、磁刺激、电生理等康复器械创新龙头, 拥有技术、产品、渠道、品牌、服务五位一体的综合优势, 有望持续受益于康复行业政策红利。随着疫情逐渐得到控制, 公司将迎来电刺激的企稳、磁刺激的高增长以及新品的放量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润 1.7、2.3、2.8 亿元, EPS 为 2.54、3.37、4.02 元, 对应 PE 为 30、23、19 倍。给予 2023 年 38 倍估值, 对应目标价 96.52 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、新品放量不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	321.62	467.54	612.07	742.80
增长率	-25.21%	45.37%	30.91%	21.36%
归属母公司净利润(百万元)	93.83	174.46	230.93	275.63
增长率	-47.23%	85.94%	32.37%	19.36%
每股收益 EPS(元)	1.37	2.54	3.37	4.02
净资产收益率 ROE	6.14%	10.36%	12.28%	13.06%
PE	57	30	23	19
PB	3.47	3.15	2.82	2.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

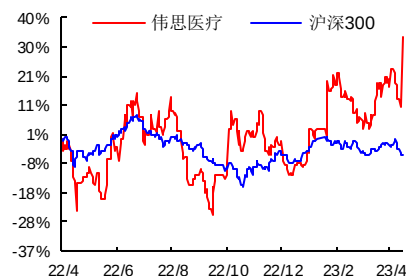
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.69
流通 A 股(亿股)	0.25
52 周内股价区间(元)	41.32-77.40
总市值(亿元)	53
总资产(亿元)	17.21
每股净资产(元)	22.64

相关研究

1. 伟思医疗 (688580): 上半年因疫情短期承压, 布局康复全场景和医美能量赛道 (2022-08-30)
2. 伟思医疗 (688580): 布局康复全场景和医美能量赛道, 磁刺激全面放量成为增长驱动力 (2022-01-27)
3. 伟思医疗 (688580): 磁刺激产品高速增长, “磁电联合”夯实盆底龙头地位 (2022-01-22)
4. 伟思医疗 (688580): 剔除股份支付影响前三季度利润同比增速 44%, 磁刺激产品大幅放量 (2021-10-28)
5. 伟思医疗 (688580): 内生业绩延续高增长, 康复机器人和医美产品逐步兑现 (2021-07-28)

请务必阅读正文后的重要声明部分

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司电刺激类产品 2023-2025 年销量分别上涨 68%、34%、25%。

假设 2：公司磁刺激类产品得益于精神科、心理科、睡眠中心、康复科、神经内科等科室得需求端恢复，预计 2023-2025 年销量将上涨 59%、36%、20%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 3：公司电生理类产品 2023 年随着需求的复苏，预计会呈现稳定增长态势。电生理类医疗器械行业进入成熟发展时期，预计 2023-2025 年销量将上涨 25%、25%、25%。

假设 4：公司激光射频类产品预计 2023-2025 年销量将上涨 30%、30%、30%。

假设 5：耗材及配件类产品预计 2023-2025 年销量将稳定上涨 5%、5%、5%。配件及耗材取决于电刺激设备投放量和终端盆底和产后康复需求复苏。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电刺激类	收入	58.9	98.9	132.9	165.5
	增速	-54.0%	67.8%	34.4%	24.6%
	毛利率	70.2%	74.5%	76.6%	76.6%
磁刺激类	收入	136.1	216.6	295.3	354.3
	增速	-19.5%	59.1%	36.4%	20.0%
	毛利率	78.4%	82.0%	82.0%	82.0%
电生理类	收入	49.6	62.0	77.1	96.8
	增速	-16.5%	25.1%	24.5%	25.5%
	毛利率	71.8%	74.0%	74.5%	74.4%
激光射频类	收入	6.5	8.4	11.0	14.2
	增速		30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	55.7%	55.7%	55.7%	55.7%
耗材及配件	收入	58.3	61.2	64.3	67.5
	增速	-2.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	64.7%	65.0%	65.0%	65.0%
其他主营业务	收入	10.3	18.5	29.6	41.4
	增速	-17.0%	80.0%	60.0%	40.0%
	毛利率	62.0%	70.0%	70.0%	70.0%
其他	收入	2.0	2.0	2.0	3.0
	增速	48.3%	2.6%	0.0%	50.0%
	毛利率	89.2%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	322	468	612	743
	增速	-25.2%	45.4%	30.9%	21.4%
	毛利率	72.5%	76.9%	77.8%	77.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4.7 亿元（+45.4%）、6.1 亿元（+31%）和 7.4 亿元（+21.4%），归母净利润分别为 1.7 亿元（+86.2%）、2.3 亿元（+32.4%）、2.8 亿元（+19.4%），EPS 分别为 2.54 元、3.37 元、4.02 元，对应动态 PE 分别为 30 倍、23 倍、19 倍。

新型康复器械领域是技术壁垒较高、潜在空间巨大、成长性突出、盈利能力较好的细分领域，公司在电刺激、磁刺激、电生理等领域深耕多年，现有产品市占率较高，随着研发推进，下一代磁刺激仪和康复机器人有望打开公司更大的成长空间。考虑到公司在技术、产品、渠道、品牌和服务五方面的竞争优势，未来成长性突出。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300003.SZ	乐普医疗	23.76	1.33	1.58	1.87	18	15	13
002223.SZ	鱼跃医疗	30.13	1.75	2.08	0.00	20	17	15
688358.SH	祥生医疗	48.41	1.51	1.89	2.34	32	26	21
688029.SH	南微医学	91.79	2.45	3.24	4.38	38	28	21
平均值						27	22	17

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 30 倍，行业平均值为 27 倍，与行业平均估值水平相距不大。看好产品端带来的增量空间以及利润端进一步的弹性释放，随着研发推进，下一代磁刺激仪和康复机器人有望打开公司更大的成长空间。考虑到公司在技术、产品、渠道、品牌和服务五方面的竞争优势，未来成长性突出，给予 2023 年 38 倍估值，对应目标价 96.52 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	321.62	467.54	612.07	742.80	净利润	93.83	174.46	230.93	275.63
营业成本	88.52	107.89	135.87	164.29	折旧与摊销	17.63	18.41	23.39	28.92
营业税金及附加	3.98	6.08	7.96	9.66	财务费用	-18.90	-10.00	-10.00	-10.00
销售费用	91.54	93.90	121.46	149.58	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.17	41.02	50.93	60.22	经营营运资本变动	20.01	-11.52	10.19	12.82
财务费用	-18.90	-10.00	-10.00	-10.00	其他	-26.40	-9.98	-6.95	-10.16
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	86.17	161.36	247.56	297.21
投资收益	16.01	10.00	10.00	10.00	资本支出	-161.00	-135.00	-135.00	-135.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	56.20	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	15.00	15.00	15.00	投资活动现金流净额	-104.80	-125.00	-125.00	-125.00
营业利润	104.46	193.84	256.59	306.25	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.38	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	105.84	193.84	256.59	306.25	股权融资	5.44	0.00	0.00	0.00
所得税	12.01	19.38	25.66	30.63	支付股利	0.00	-18.77	-34.89	-46.19
净利润	93.83	174.46	230.93	275.63	其他	-100.45	8.81	10.00	10.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-95.01	-9.96	-24.89	-36.19
归属母公司股东净利润	93.83	174.46	230.93	275.63	现金流量净额	-113.64	26.40	97.66	136.02
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1248.13	1274.53	1372.19	1508.21	成长能力				
应收和预付款项	31.93	39.61	54.70	66.06	销售收入增长率	-25.21%	45.37%	30.91%	21.36%
存货	34.84	42.46	51.47	63.66	营业利润增长率	-46.34%	85.57%	32.37%	19.36%
其他流动资产	4.31	6.27	8.21	9.97	净利润增长率	-47.15%	85.94%	32.37%	19.36%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-45.23%	96.00%	33.49%	20.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	170.75	297.39	419.04	535.17	毛利率	72.48%	76.92%	77.80%	77.88%
无形资产和开发支出	175.79	166.00	156.22	146.44	三费率	34.45%	26.72%	26.53%	26.90%
其他非流动资产	18.47	18.20	17.94	17.68	净利率	29.17%	37.31%	37.73%	37.11%
资产总计	1684.22	1844.47	2079.78	2347.18	ROE	6.14%	10.36%	12.28%	13.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.57%	9.46%	11.10%	11.74%
应付和预收款项	66.91	73.78	97.49	119.63	ROIC	35.98%	44.79%	44.61%	43.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.08%	43.26%	44.11%	43.78%
其他负债	88.76	86.45	102.01	117.83	营运能力				
负债合计	155.67	160.23	199.51	237.46	总资产周转率	0.19	0.26	0.31	0.34
股本	68.62	68.62	68.62	68.62	固定资产周转率	3.30	3.17	2.47	2.10
资本公积	1091.41	1091.41	1091.41	1091.41	应收账款周转率	12.99	17.68	17.57	16.62
留存收益	383.39	539.08	735.12	964.56	存货周转率	2.71	2.79	2.83	2.78
归属母公司股东权益	1528.55	1684.24	1880.27	2109.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.08%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1528.55	1684.24	1880.27	2109.72	资产负债率	9.24%	8.69%	9.59%	10.12%
负债和股东权益合计	1684.22	1844.47	2079.78	2347.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.21	10.19	8.59	7.81
					速动比率	9.94	9.87	8.29	7.51
					股利支付率	0.00%	10.76%	15.11%	16.76%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	103.18	202.25	269.98	325.18	每股收益	1.37	2.54	3.37	4.02
PE	56.61	30.45	23.00	19.27	每股净资产	22.27	24.54	27.40	30.74
PB	3.47	3.15	2.82	2.52	每股经营现金	1.26	2.35	3.61	4.33
PS	16.51	11.36	8.68	7.15	每股股利	0.00	0.27	0.51	0.67
EV/EBITDA	39.24	19.88	14.53	11.65					
股息率	0.00%	0.35%	0.66%	0.87%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn