

# 翔宇医疗 (688626.SH)

## 康复器械迎黄金发展期，国产龙头扬帆起航

增持

### 核心观点

翔宇医疗是国内康复器械行业龙头之一，深耕行业二十余载。翔宇医疗成立于2002年，深耕康复器械行业20余年，客户资源与工艺技术积累深厚。在技术密集型的康复医疗器械行业，公司通过持续的技术创新，逐步实现由“单设备研发生产-科室解决方案-全院临床康复一体化整体解决方案-区域康养一体化”的迈进，目前已成为国内康复医疗器械龙头企业。

**“政策支持+需求旺盛+技术进步”共同驱动康复行业增长，带动康复器械扩容。**2022年中国广义上康复医疗器械市场规模为579亿元，近年来维持近20%的增长。展望未来，综合医院康复科配置率、康复床位占比仍有较大提升空间，我们测算2021-2026年综合医院康复科建设有望每年带来241亿元康复医疗器械市场规模，发展空间广阔。从竞争格局看，国内外康复器械市场集中度较低，我们测算国产龙头企业翔宇医疗、伟思医疗、麦澜德、诚益通、普门科技2021年份额分别为5.74%、4.72%、3.75%、2.44%、1.98%，合计18.62%，预计还有较大提升空间。

**翔宇医疗竞争优势显著，有望享受行业红利不断发展。**1) **产品丰富度业内领先，具备提供各类康复解决方案能力。**公司产品覆盖康复评定、训练、理疗、辅具、护理五大门类，涉及500多种产品，可提供从“科室-全院-区域”多层次康复解决方案。2) **行业标准制定者，学术界与业界地位领先。**公司参与国家标准制定、国家专项计划次数、产品列入国家级推荐目录的数量显著领先同行，为行业发展奠定标准。3) **具备康复全产业链供应与服务能力，商业化销售能力强。**公司拥有覆盖全国的市场渠道网络、学术推广体系、售后服务网络，“先款后货”的销售模式体现其在供应链中较强的话语权。4) **创新引领，加快布局前沿技术，丰富高端产品管线。**公司不断加大人工智能、脑机接口等前沿技术领域的产品研发与布局，高端产品线有望不断丰富。5) **战略先行打造康复产业高地，院外、海外市场值得期待。**公司致力于打造康养全生态产业链，持续推进行业资源整合；海外和院外的销售渠道的拓展有望进一步打开成长天花板。

**盈利预测与估值：**预计公司2023-2025年营收7.4/9.5/11.8亿元，同比增速52%/27%/25%，归母净利润2.3/3.0/3.7亿元，同比增速83%/30%/24%。给予公司2024年PE 26-28x，价格区间为48.69-52.43元，对应市值区间为78-84亿元，较当前股价有4-12%溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**行业景气度下行风险；设备招采金额及进度不及预期；市场竞争加剧风险；政策风险。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	523	489	745	948	1,182
(+/-%)	5.6%	-6.7%	52.5%	27.3%	24.7%
归母净利润(百万元)	202	125	230	300	373
(+/-%)	2.9%	-37.9%	83.0%	30.5%	24.4%
每股收益(元)	1.26	0.78	1.44	1.87	2.33
EBIT Margin	26.9%	9.8%	23.8%	26.2%	27.3%
净资产收益率(ROE)	10.4%	6.5%	10.9%	13.1%	14.7%
市盈率(PE)	37.0	59.5	32.5	24.9	20.0
EV/EBITDA	50.7	123.6	39.8	27.2	21.1
市净率(PB)	3.86	3.88	3.56	3.26	2.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌琰  
021-60375487 021-60375401  
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn  
S0980523050001

#### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	48.69 - 52.43元
收盘价	48.30元
总市值/流通市值	7728/2536百万元
52周最高价/最低价	58.43/32.59元
近3个月日均成交额	51.09百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>翔宇医疗：国内康复医疗器械领军企业</b>	<b>5</b>
1. 发展历程：技术创新引领下的单产品线迈向区域康养一体化	5
2. 产品：康复器械产品线全覆盖	5
3. 收入结构：康复理疗设备收入占六成，国内业务为主	6
4. 股权架构清晰集中，董事长夫妻控股	7
5. 高管团队：产、学、研背景深厚	8
6. 推出股权激励，建立健全长效激励机制	9
<b>康复医疗器械行业：政策利好，前景广阔</b>	<b>10</b>
1. 康复医学是重要医学学科之一	10
2. 康复行业驱动因素分析	10
3. 全球康复器械市场：集中度较低	18
4. 他山之石：Enovis 为全球骨科康复龙头	19
5. 国内康复器械市场：潜在空间广阔，竞争格局分散	20
<b>翔宇医疗产品全面，康复全产业链优势显著</b>	<b>23</b>
1. 康复器械产品全覆盖，可提供各类康复一体化解决方案	23
2. 行业标准制定者，学术界与业界地位领先	25
3. 康复全产业链优势显著，具备强大的销售能力	26
4. 创新引领，前瞻性布局前沿技术	27
5. 战略先行打造康复产业高地，院外、海外市场值得期待	28
<b>财务分析</b>	<b>30</b>
<b>盈利预测</b>	<b>32</b>
假设前提	32
未来 3 年业绩预测	32
盈利预测的敏感性分析	33
<b>估值与投资建议</b>	<b>34</b>
绝对估值：48.22-53.99 元	34
绝对估值的敏感性分析	35
相对估值：49.21-52.99 元	35
投资建议	35
<b>风险提示</b>	<b>37</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 翔宇医疗发展历程	5
图 2: 翔宇医疗产品线情况	6
图 3: 翔宇医疗产品线发展历程	6
图 4: 翔宇医疗营收情况	7
图 5: 翔宇医疗归母净利润情况	7
图 6: 翔宇医疗收入结构 (按产品种类拆分)	7
图 7: 翔宇医疗收入结构 (按地区拆分)	7
图 8: 翔宇医疗股权结构及参控股公司 (截至 2023 年三季度报)	8
图 9: 康复医学属于“四大医学”之一	10
图 10: 《关于加快推进康复医疗工作发展意见》主要内容	11
图 11: 康复项目医保覆盖范围	12
图 12: 按床日付费模式	12
图 13: 我国长护险参保与待遇享受情况 (2020 年-2022 年)	13
图 14: 我国护理服务机构与人员数量情况 (2020 年-2022 年)	13
图 15: 康复医疗需求人群	13
图 16: 中国康复医疗服务市场规模	14
图 17: 中国康复专科医院数量及增长情况	14
图 18: 中国康复专科医院入院人数情况	14
图 19: 康复专科医院和其他专科医院横向比较	15
图 20: 中国医院康复医学科病床数量增长横向比较 (个)	16
图 21: 中国康复科病床数量和占比	16
图 22: 综合医院配置康复医学科的比例 (2021 年)	16
图 23: 已配置康复医学科面积不达标比例 (2021 年)	17
图 24: 已配置康复医学科床位不达标比例 (2021 年)	17
图 25: 康复医疗产业链	17
图 26: 全球康复器械市场规模 (亿美元)	18
图 27: 全球康复器械市场竞争格局 (2022 年)	18
图 28: ENOV 营收及拆分 (2022 年)	19
图 29: ENOV 目标市场	19
图 30: ENOV 主要骨科康复产品	19
图 31: 中国康复医疗器械市场规模	20
图 32: 国内康复器械公司收入变化 (百万元)	21
图 33: 国内康复器械市场竞争格局 (2021 年)	21
图 34: 翔宇医疗产品覆盖情况	23
图 35: 翔宇医疗医疗器械注册证数量 (项)	23
图 36: 翔宇医疗与可比公司医疗器械注册证数量对比 (截至 2023 上半年)	23
图 37: 翔宇医疗代表性产品	24

图 38: 翔宇医疗十大解决方案 .....	25
图 39: 翔宇医疗多层次解决方案 .....	25
图 40: 翔宇医疗全院临床康复一体化装备方案 .....	26
图 41: 翔宇医疗和康复全产业链紧密结合 .....	26
图 42: 翔宇医疗合同负债情况 .....	27
图 43: 翔宇医疗历年专利获取情况 .....	28
图 44: 翔宇医疗与可比公司研发费用率情况 .....	28
图 45: 翔宇医疗与可比公司研发人员占比情况 .....	28
图 46: 翔宇医疗未来发展方向 .....	29
图 47: 翔宇医疗营收情况 .....	30
图 48: 翔宇医疗归母净利润情况 .....	30
图 49: 翔宇医疗单季度营收情况 .....	30
图 50: 翔宇医疗单季度归母净利润情况 .....	30
图 51: 翔宇医疗利润率情况 .....	31
图 52: 翔宇医疗费用率情况 .....	31
图 53: 翔宇医疗毛利率同业对比 .....	31
图 54: 翔宇医疗净利率同业对比 .....	31
表 1: 翔宇医疗高管简介 .....	8
表 2: 翔宇医疗股权激励计划情况及同行比对 .....	9
表 3: 康复行业政策梳理 .....	10
表 4: 广义康复器械定义 .....	18
表 5: 海外康复器械龙头公司 .....	18
表 6: 综合医院康复科新增康复医疗器械市场规模 (亿元) .....	20
表 7: 康复器械上市公司横向比较 .....	21
表 8: 翔宇医疗前十大产品的销售数量及价格变化情况 (单位: 万元、台/个/套) .....	24
表 9: 翔宇医疗牵头或参与的主要国家重点专项 .....	25
表 10: 翔宇医疗及同行业上市公司相关产品进入国家相关目录的产品数量 .....	25
表 11: 翔宇医疗营收拆分 (亿元) .....	32
表 12: 未来 3 年盈利预测表 .....	32
表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	33
表 14: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	34
表 15: 资本成本假设 .....	34
表 16: 翔宇医疗 FCFF 估值表 .....	34
表 17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	35
表 18: 可比公司估值表 .....	35

## 翔宇医疗：国内康复医疗器械领军企业

### 1. 发展历程：技术创新引领下的单产品线迈向区域康养一体化

翔宇医疗是中国康复医疗器械行业的领军企业。公司创立于2002年，2021年于A股科创板上市。公司设立之初，以多功能牵引床首次取得产品注册证，并积累了早期客户资源与工艺技术。在技术密集型的康复医疗器械行业，持续的技术创新助力翔宇医疗逐步实现由“单设备研发生产-科室解决方案-全院临床康复一体化整体解决方案-区域康养一体化”的迈进，目前公司已成为国内康复医疗器械龙头企业，同时公司以创新方法加速革新，旨在成为世界领先的康复医疗设备及服务提供商。

图1：翔宇医疗发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 2. 产品：康复器械产品线全覆盖

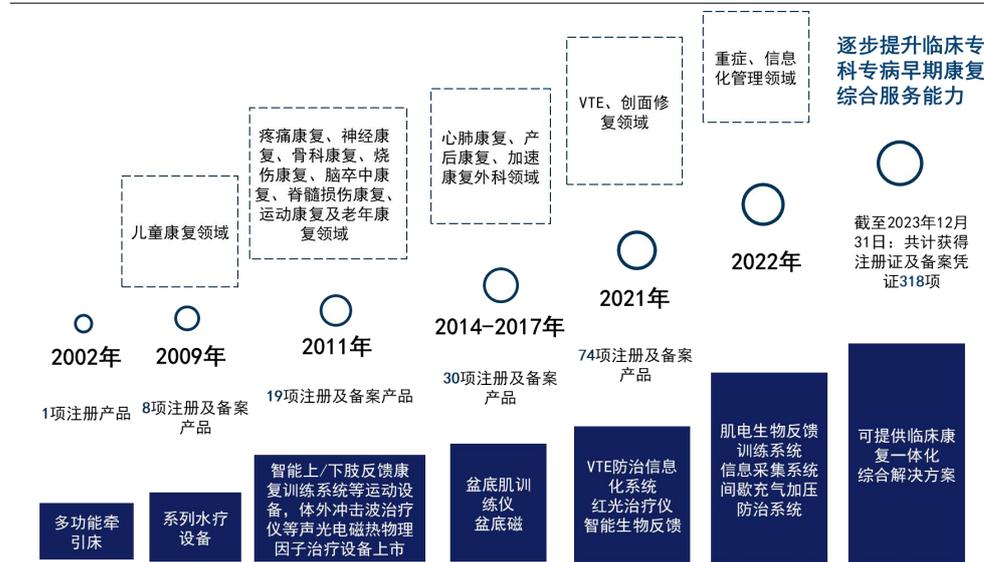
翔宇医疗可提供全领域的康复医疗器械产品。公司产品布局可以分为康复理疗类、康复训练类、康复评定类、康复护理类、康复辅助类五个大类，已形成20大系列、500多种自有产品的丰富产品结构，在康复医疗器械领域拥有相对完整的产品体系，目前已有超过50款产品入选优秀国产医疗设备产品目录。基于丰富的产品结构，公司能为康复医院等机构提供配套的一体化临床康复解决方案及后续专业的技术支持服务。

图2：翔宇医疗产品线情况



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图3：翔宇医疗产品线发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 3. 收入结构：康复理疗设备收入占六成，国内业务为主

分产品线看，翔宇医疗收入中康复理疗设备占比约六成，康复训练设备收入占比约三成，其余为康复评定设备及配件等产品。

分地区看，翔宇医疗以国内业务为主，国内收入占比超 98%，出口业务处于起步

阶段。

图4: 翔宇医疗营收情况



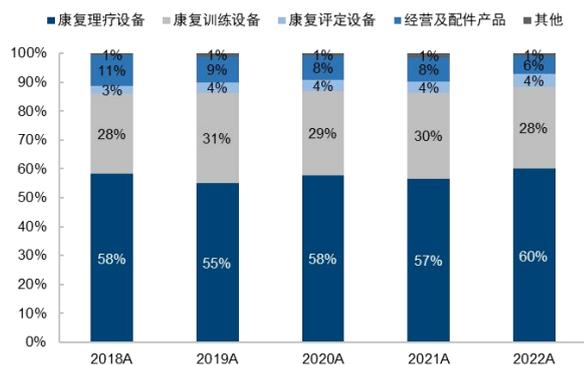
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 翔宇医疗归母净利润情况



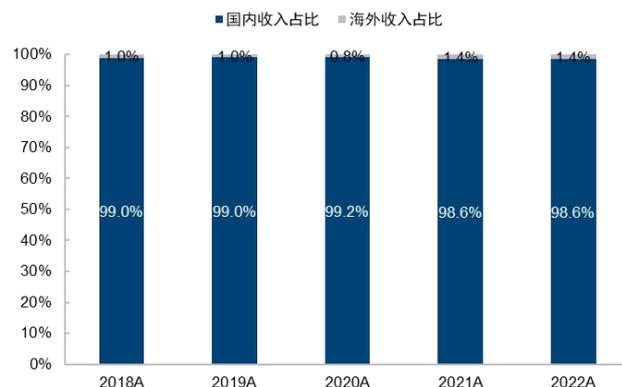
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 翔宇医疗收入结构 (按产品种类拆分)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 翔宇医疗收入结构 (按地区拆分)

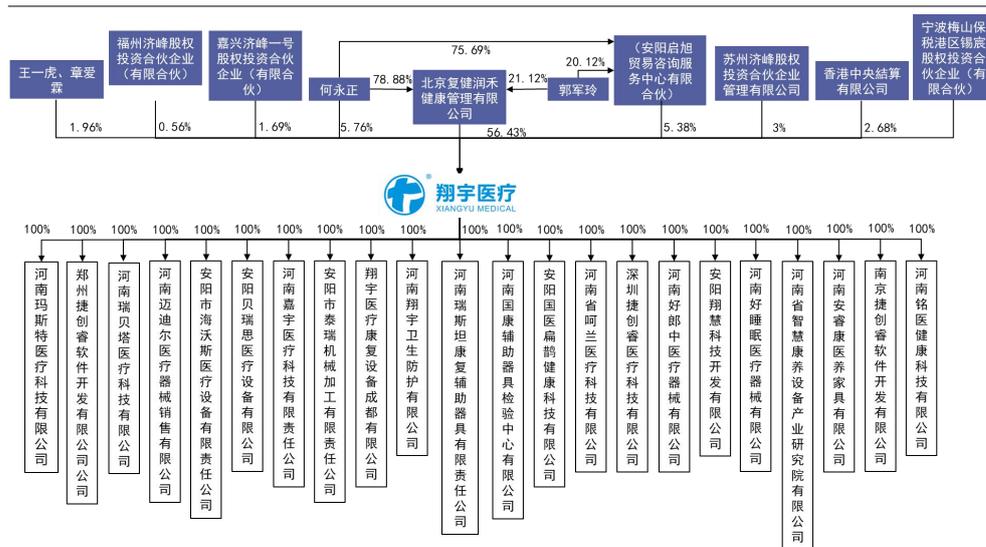


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

#### 4. 股权架构清晰集中, 董事长夫妻控股

公司股权架构清晰集中, 董事长何永正、郭军玲夫妇为实控人。公司董事长何永正先生通过直接和间接方式控制公司 54.29% 股权, 与其妻子郭军玲女士合计持有公司 67.34% 股权。夫妇二人于 2002 年创立翔宇医疗, 何永正先生现任公司董事长、总经理、技术总监, 郭军玲女士现任公司董事、副总经理、董事会秘书。

图8: 翔宇医疗股权结构及参控股公司(截至 2023 年三季度报)



资料来源:公司公告,公司官网,国信证券经济研究所整理

### 5. 高管团队:产、学、研背景深厚

翔宇医疗管理团队产学研背景深厚,带领公司在康复领域持续开拓。董事长何永正先生 2002 年创立公司以来一直致力于康复产业,在中国医学装备协会、中国康复辅助器具协会等国家一级协会中担任职务,并受聘于多所高校担任导师,产业和学术资源丰富,其他高管和核心技术人员也具有丰富的工程、信息技术等产业从业经历。公司管理团队具备康复领域的前瞻视野,带领公司持续开拓,成为康复器械行业典范。

表1:翔宇医疗高管简介

高管	职务	经历
何永正	董事长、总经理兼技术总监	高级经济师,正高级工程师,现任郑州大学特聘教授、博士生导师,中原工学院硕士研究生导师、西安交通大学校外研究生导师。历任河南省祥和康复产业技术研究院有限责任公司执行院长。担任中国医学装备协会副理事长,中国康复辅助器具协会副会长,中国康复医学会理事。现任公司董事长,总经理,技术总监。
郭军玲	董事、董事会秘书、副总经理	本科学历。曾任公司监事、公司执行董事、法定代表人、经理、财务总监;现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
金宏峰	财务总监	高级会计师。曾任亚太会计师事务所有限公司项目经理,中国耕生矿物有限公司财务部长,财务总监,河南四方达超硬材料股份有限公司财务总监,北京联创种业股份有限公司财务总监,现任董事长助理。
马登伟	研发中心总工程师	曾任威科姆科技股份有限公司高级工程师,解放军信息工程大学非现役文职讲师,大连棒兰股份有限公司郑州分公司总监。现任河南翔宇医疗设备股份有限公司研发中心总工程师主任。
马长海	运营总监	曾任天津 LGETA 韩国昌源工厂系长、高亚精工株式会社天津工厂 Part 长、高亚精工株式会社泰州工厂(SSEC 工厂)Team 长,现任副总经理、运营总监。
周珂	场景模拟仿真负责人	本科学历。现任河南翔宇医疗设备股份有限公司场景模拟仿真负责人,主要负责项目管理,程序开发,方案设计等。
段璠	大数据平台负责人	本科学历。曾任郑州洪软科技有限公司项目负责人;北京中软宏大信息技术有限公司研发部经理,项目负责人,现任河南翔宇医疗设备股份有限公司大数据平台负责人。
张杰	郑州捷创睿研发负责人	中级工程师。现任郑州捷创睿研发负责人。

资料来源:Wind,公司公告,国信证券经济研究所整理

## 6. 推出股权激励，建立健全长效激励机制

**推出股权激励计划，建立健全长效激励机制。**2023年，翔宇医疗、伟思医疗、麦澜德、普门科技等康复器械企业抓住行业发展良机，陆续推出股权激励计划，吸引优秀人才，并提升员工积极性。其中翔宇医疗于2023年7月发布上市后首次股权激励计划草案，拟授予180万股股票，占当时总股本的1.125%；激励对象包括董事、高管、核心技术人员等163人，占总员工数的9.57%；激励目标为2023/2024年营收增长率不低于50%/80%或扣非净利润增长率不低于70%/120%（以2022年为基数），表明对未来发展信心十足。

表2: 翔宇医疗股权激励计划情况及同行比对

公司	时间	激励标的物	激励规模	激励对象	业绩目标
翔宇医疗	2023年7月	限制性股票	180万股，占总股本1.125%	董事、高管、核心技术人员等163人，人数占比9.57%	以2022年为基数，2023/2024年营收增长率不低于50%/80%或扣非净利润增长率不低于70%/120%
伟思医疗	2023年6月	限制性股票	106.15万股，占总股本1.55%	董事、高管、核心技术人员等118人，人数占比17.20%	以2022年为基数，2023/2024年营收增长率不低于50%/80%或净利润增长率不低于60%/110%
诚益通	2021年11月	限制性股票	340万股，占总股本1.25%	董事、高管、核心技术人员等94人，人数占比6.93%	以2020年为基数，2021/2022/2023年净利润增长率不低于60%/115%/179%
麦澜德	2023年2月	限制性股票	330万股，占总股本3.30%	董事、高管、核心技术人员等96人，人数占比19.88%	以2022年为基数，2023/2024/2025/2026年净利润增长率不低于30%/69%/120%/186%
普门科技	2023年8月	股票期权	809万股，占总股本1.90%	公司技术骨干及业务骨干188人，人数占比13.67%	以2022年为基数，2023/2024/2025年营收增长率不低于30%/60%/90%或净利润增长率不低于30%/60%/90%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

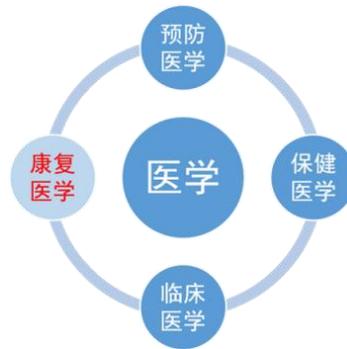
# 康复医疗器械行业：政策利好，前景广阔

## 1. 康复医学是重要医学学科之一

康复是指综合协调地应用各种有效的科学理论、方法和技术手段，最大限度地恢复或重建身心障碍者的受损功能和活动能力，使他们重新走向生活、重新走向工作、重新走向社会。

康复医学是与医学、心理学、社会学、工程学等相互渗透形成的新兴学科，是促进病、伤、残者康复的医学分支，与预防医学、临床医学和保健医学被 WHO 称为“四大医学”，在现代医学体系中发挥着越来越重要的作用。

图9: 康复医学属于“四大医学”之一



资料来源：WHO，国信证券经济研究所整理

## 2. 康复行业驱动因素分析

### 2.1 康复行业驱动因素一：政策支持（从供给到支付）

康复医疗行业政策导向从上游康复器械研发激励，到中游扩大服务供给，再到下游支付保障，覆盖产业链上中下游各重要环节。

表3: 康复行业政策梳理

时间	政策	内容	行业
十一 五 时期	2009 《关于深化医药卫生体制改革的意见》	强调注重预防、治疗、康复三者的结合，完善以社区卫生服务为基础的新型城市医疗卫生服务体系，提供慢性病管理和康复服务	中游
	2010 《关于将部分康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》	把以治疗性康复为目的的运动疗法等9项医疗康复项目 <b>纳入基本医疗保障范围</b>	下游
十二 五 时期	2011 《医疗器械科技产业十二五专项规划》	强调根据普惠化、智能化、个性化等发展趋势，研究康复训练系统等产品，加快智能化、低成本的先进康复辅具的研发， <b>提高康复设备普及率</b>	上游
	2012 《“十二五”时期康复医疗工作指导意见》	将康复医学发展和康复医疗服务体系建设纳入公立医院改革总体目标，与医疗服务体系建设同步推进、统筹考虑，构建分层级、分阶段的康复医疗服务体系，逐步完善功能	中游
	2013 《关于促进健康服务业发展的若干意见》	康复辅助器具、保健用品、健身产品等研发制造技术水平有较大提升，具有自主知识产权产品的市场占有率大幅提升，相关流通行业有序发展，康复、护理等服务业快速增长	上、中游
十三 五 时期	2015 《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》	鼓励社会力量举办中医类专科医院、康复医院、护理院（站）以及口腔疾病、老年病和慢性病等诊疗机构，加强中医、儿科、妇产、精神卫生、传染病、老年护理、口腔、康复等薄弱领域服务能力的建设	中游
	2016 《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》	将康复综合评定等20项医疗康复项目 <b>纳入基本医疗保险支付范围</b>	下游
	2017 《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	对于精神病、安宁疗护、医疗康复等需要长期住院治疗且日均费用较稳定的疾病，可 <b>采取按床日付费的方式</b> ，同时加强对平均住院天数、日均费用以及治疗效果的考核评估	下游
	2017 《“十三五”卫生与	攻克一批预防、诊断、治疗、康复和保健新技术和新产品， <b>开发一批新型医疗器械、康复</b>	上游

	健康科技创新专项规划	辅具、可穿戴设备、生物医用材料等健康产品	
2017	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	鼓励有条件的地方研究将基本治疗性康复辅助器具按规定逐步纳入基本医疗保险支付范围；支持在社区养老服务设施配备康复护理设施设备和器材；深入开展医养结合试点，支持养老机构按规定开办康复医院、护理院、临终关怀机构和医务室、护理站等	中、下游
2019	《关于深入推进医养结合发展的若干意见》	强化医疗卫生与养老服务衔接，鼓励养老机构与周边的康复医院（康复医疗中心）、护理院（护理中心）、安宁疗护中心等接续性医疗机构紧密对接，建立协作机制	中游
2021	《关于加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	健全完善康复医疗服务体系，加强康复医疗专业队伍建设，提高康复医疗服务能力，推进康复医疗领域改革创新，推动康复医疗服务高质量发展	中游
十四五时期	2022	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，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
	2023	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	扩大康复和护理等接续性服务供给，支持医疗资源丰富的地区将部分公立医疗机构转型为护理院和康复医院、支持社会力量举办等方式，增加康复、护理等专科医疗机构数量
	2024	《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	打造智慧健康养老新业态，推广应用智能护理机器人、家庭服务机器人、智能防走失终端等智能设备；大力发展康复辅助器具产业，推动助听器、矫形器、拐杖、假肢等传统功能代偿类康复辅助器具升级，发展智能轮椅、移位机、康复护理床等生活照护产品；丰富养老金融产品，积极发展商业医疗保险和商业长期护理保险

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

**“八部委”联合发文，推动康复行业开启“十四五”期间的高景气。**2021年6月16日，国家卫健委、国家发改委、教育部、民政部、财政部、国家医保局、国家中医药局、中国残联八部门联合印发《关于加快推进康复医疗工作发展意见》，《意见》中强调：鼓励有条件的医疗机构创新开展**康复医疗与外科、神经科、骨科、心血管、呼吸、重症、中医等临床相关学科紧密合作模式**；以患者为中心，**强化康复早期介入**，将康复贯穿于疾病诊疗全过程，提高医疗效果，促进患者快速康复和功能恢复。本次发文进一步推动康复行业开启“十四五”期间的高景气。

图10：《关于加快推进康复医疗工作发展意见》主要内容

主要目标	具体要求
<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>健全完善康复医疗服务体系（康复医学科建设）</li> <li>加强康复医疗人才培养和队伍建设</li> <li>提高康复医疗服务能力（基层+中医康复能力）</li> <li>创新康复医疗服务模式（发展社区和居家康复）</li> <li>加大支持保障力度（完善价格和医保支付管理）</li> </ul>

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

● **支付端鼓励政策一：医保覆盖范围增加，康复医疗按服务+按床日付费，不受DRG/DIP政策影响。**

◆ **医保覆盖范围持续扩大，着力从全方位、多角度缓解支付压力。**

病种范围：涵盖肢体、言语、听力和心理等残疾康复领域；

适用人群：兼顾儿童、成人各类患者群体。

◆ **部分地区根据具体情况，增加纳入医保的康复项目。**

西安市：2021 年 6 月医保新增纳入 16 项目康复项目；

四川：2022 年 3 月医保新增纳入 25 项康复项目。

◆ 当前支付模式采取按服务+按床日付费，不受 DRG/DIP 政策影响。

按服务付费：容易导致医保范围内的项目过度医疗，而不在医保范围中的项目进展缓慢；

按床日付费：解决了支付周期不匹配问题，同时可倒逼医院和养老院降低治疗成本，但付费与疗效仍然脱钩，且具体标准界定还有待探索；

康复项目不受 DRG/DIP 政策影响，在医保控费的大趋势下，康复科发展有望越来越受到医院的重视。

◆ 未来可能向美国 FRGs 模式靠拢，以功能为核心。

支付与患者疗效相挂钩，促进机构关注患者的切实改善；根据 FIM 量表评估，促使机构选择最佳治疗方式；若患者改善不明显，医疗机构会敦促患者转入专业机构。

图11: 康复项目医保覆盖范围



资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图12: 按床日付费模式



资料来源：健康界，国信证券经济研究所整理

● 支付端鼓励政策二：长护险制度有望全面推广，将带动养老护理产业发展。

长期护理保险制度是应对人口老龄化、健全社会保障体系、促进社会经济协调发展的战略举措，在 2016 年和 2020 年，我国先后启动了两批共 49 个城市长护险国家试点。目前，试点地区基本形成了稳定的筹资机制，建立了较为完善的长护服务体系，探索了“政商合作”的经办模式，在制度体系建设方面取得了一定进展。

◆ 从需求端看，长护险覆盖群众人数不断增长。2022 年，49 个试点城市中参加长护险人数近 1.7 亿，享受待遇 120.8 万人，较 2021 年有明显增长。

◆ 从供给端看，长护险政策试点带动了护理服务体系建设和人员队伍培养。2022 年全国共有长护险定点服务机构 7679 个，同比增长 12.1%；护理服务人员超过 33.1 万人，同比增长 9.6%。

◆ 展望未来，长护险制度有望全面推广，养老护理产业有望快速发展。随着群众养老和护理意识提升，服务供给侧基础薄弱的问题逐步得以破解，有望带动居家养老护理产业发展，包括中游康养服务以及上游康复器械的需求增长。

图13: 我国长护险参保与待遇享受情况(2020年-2022年)



资料来源: 国家医保局, 国信证券经济研究所整理

图14: 我国护理服务机构与人员数量情况(2020年-2022年)

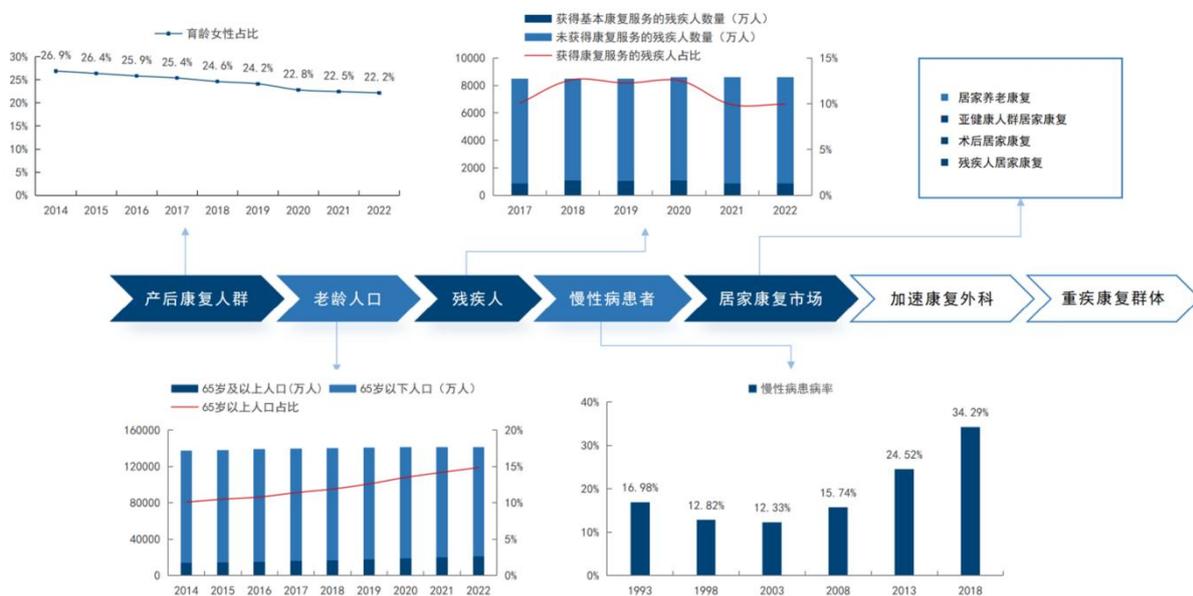


资料来源: 国家医保局, 国信证券经济研究所整理

## 2.2 康复行业驱动因素二: 供需端快速发展, 行业仍有较大提升空间

**康复医疗应用场景多样, 需求旺盛。**康复医疗患者主要包括老年人、残疾人、慢性病患者和术后患者等, 人口老龄化、健康意识觉醒和消费升级等多重因素共同催化需求, 康复医疗正处于发展机遇期, 此外, 整体需求正由传统康复向消费康复转型, 产后康复、运动康复、精神及心理康复群体需求将得到释放。根据《柳叶刀》研究统计, 我国为全球康复需求最大的国家, 2019年康复需求总人数达到4.6亿人。

图15: 康复医疗需求人群



资料来源: 翔宇医疗招股书, 中国统计局, 卫健委, 中国残疾人联合会, 国信证券经济研究所整理

**康复医疗服务市场快速发展, 2023年规模有望突破千亿。**根据前瞻产业研究院数据, 2018年国内康复医疗服务市场规模450亿元, 复合增速接近20%, 预计2023年有望突破千亿。

图16: 中国康复医疗服务市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，翔宇医疗招股书，国信证券经济研究所整理

- **康复专科医院：近年来医院数量和入院人数维持两位数增长，处于较快水平。**
- ◆ **从康复医院建设看**，2010年以前康复专科医院数量增长缓慢，2011年首次突破300家，此后维持较快增长。2021年康复专科医院810家，2014-2021年复合增速为11%。
- ◆ **从康复入院人数看**，2021年康复专科医院入院人数突破100万人，2014-2021年的复合增速为12%。
- ◆ **横向比较看**，康复医院建设和入院人数处于前列。

从**医院数量增长**情况看，康复专科医院数量扩张速度维持两位数以上增长，略慢于眼科（17%）、美容（15%）、精神病医院（14%）、口腔医院（13%）。

从**入院人数**看，康复专科医院入院人数维持两位数以上增长，略慢于美容医院（15%）和眼科医院（13%）。

图17: 中国康复专科医院数量及增长情况



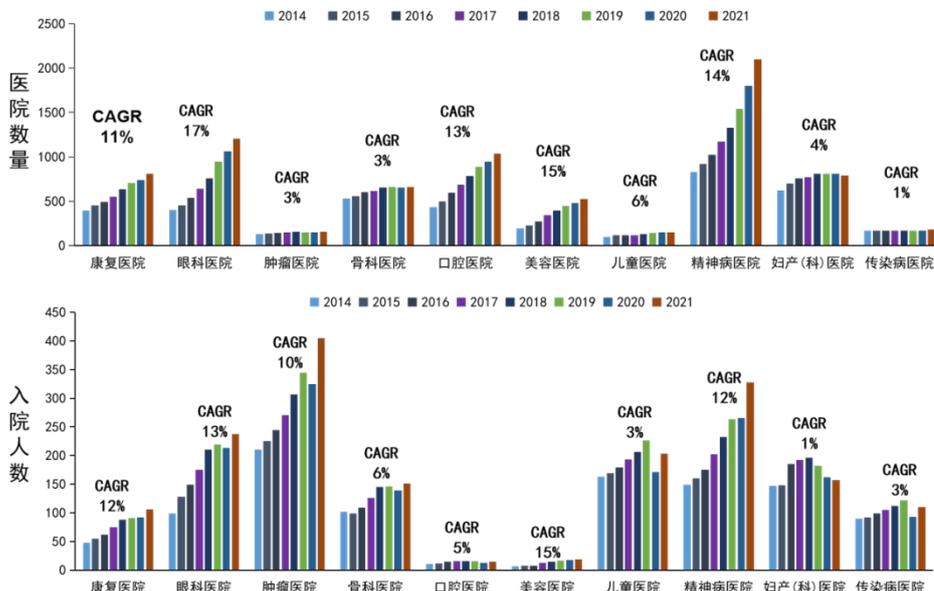
资料来源：卫健委，国信证券经济研究所整理

图18: 中国康复专科医院入院人数情况



资料来源：卫健委，国信证券经济研究所整理

图19: 康复专科医院和其他专科医院横向比较



资料来源: 卫健委, 国信证券经济研究所整理

◆ 康复医疗供给仍不足, 国家大力支持二级及以下医院转型康复医院。

在人口老龄化背景之下, 随着康复医疗需求的群体增大, 康复医疗的缺口也出现了明显扩大。因此, 我国近年来出台了一系列支持养老、护理、康复的新政, 其中包括支持一、二级医院转型为康复医院。2022年7月, 国家医保局发布《关于进一步推进医养结合发展的指导意见》, 指出各地要优化医疗资源布局, 通过新建、改扩建、转型发展等方式, 加强康复医院、护理院(中心、站)和安宁疗护机构建设, 支持老年医学科和安宁疗护科发展, 支持医疗资源丰富地区的二级及以下医疗卫生机构转型, 开展康复、护理以及医养结合服务。

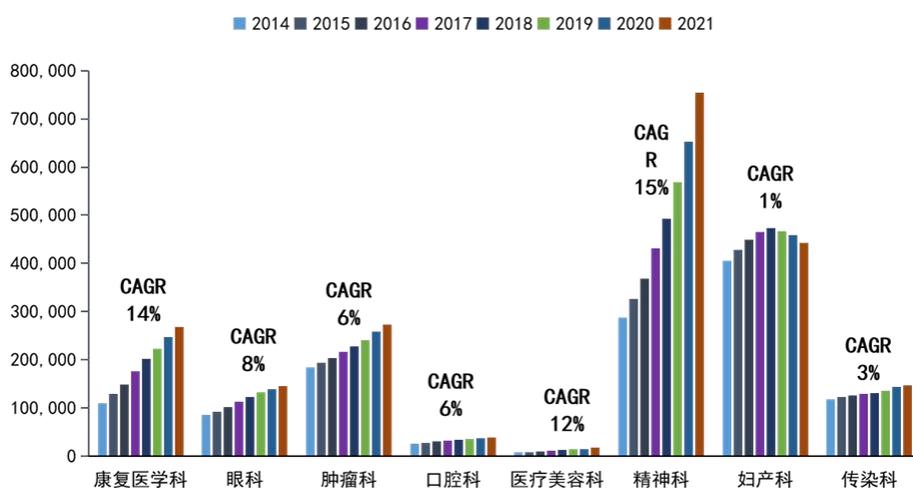
这并不是首次推进一二级医院转型, 在2021年6月, 国家卫健委就曾发布《关于印发加快突进康复医疗工作发展意见的通知》, 明确指出“推动医疗资源丰富地区的部分一级、二级医院转型为康复医院。”2021年11月, 医政医管局又发布了《国家卫生健康委办公厅关于开展老年医疗护理服务试点工作的通知》, 将北京市、天津市、山西省、吉林省、上海市等15省市作为试点省份, 逐步引导区域内部分一级、二级医院转型为护理院, 或支持社会力量举办规模化、连锁化的护理站、护理中心等, 增加护理院(站)和护理中心的数量。

- 综合医院: 康复科床位扩张处于较快水平, 但康复科配置仍有较大提升空间。
- ◆ 从康复科病床增长情况看, 2021年综合医院康复科病床数量为26.9万张, 2014-2021年复合增速14%, 仅略慢于精神科(15%), 说明近年来医院增加康复科病床的意愿较高。2021年康复科病床占比为3.62%, 近年来持续提升, 但与《综合医院康复医学科基本标准(试行)》要求的5%仍有一定差距。
- ◆ 综合医院配置康复医学病房的比例仍较低(不足三成), 还有提升空间。《综合医院标准》要求, 三级、二级综合医院均应设置康复科病房, 2021年抽样

调查的 9138 家综合医院中仅 2676 家具备康复医学病房，仅占比 29.3%，较 2019 年提升不明显，多数综合医院未配置康复医学科病房，无法满足康复医学需求。

- ◆ **已配置康复医学科室面积和床位未达标。**《综合医院标准》要求，康复医学科门诊和治疗室总使用面积不少于 1000 m<sup>2</sup>，二级综合医院则不应少于 500 m<sup>2</sup>，2021 年调查中三级、二级医院不达标比例分别为 54.67%和 52.35%。《综合医院标准》要求，三级综合医院康复医学科床位数应为医院总床位数的 2%-5%，二级医院则应高于 2.5%，2021 年调查中三级、二级医院不达标比例分别为 23.92%和 16.67%。

图20: 中国医院康复医学科病床数量增长横向比较 (个)



资料来源：卫健委，国信证券经济研究所整理

图21: 中国康复科病床数量和占比



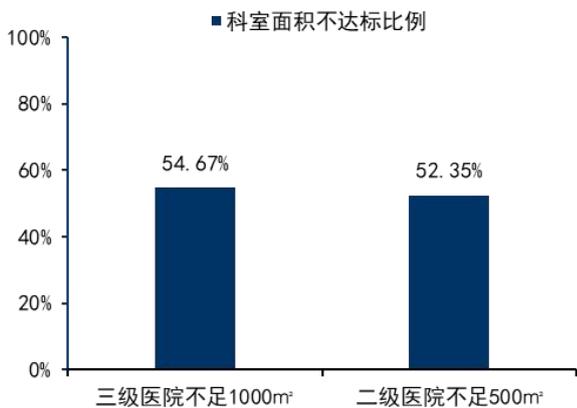
资料来源：卫健委，国信证券经济研究所整理

图22: 综合医院配置康复医学科的比例 (2021年)



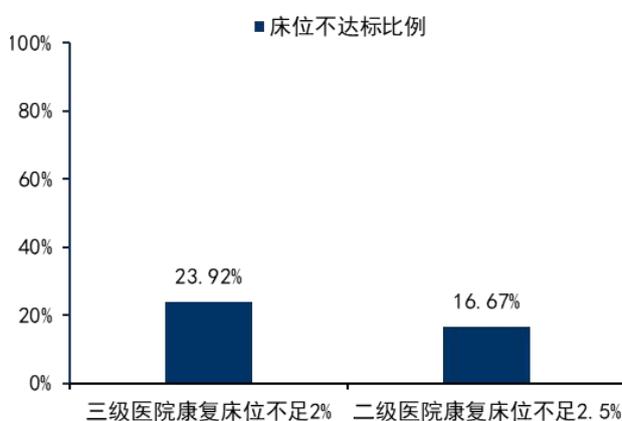
资料来源：《2021年度国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》，国信证券经济研究所整理

图23: 已配置康复医学科面积不达标比例 (2021年)



资料来源: 卫健委, 国信证券经济研究所整理

图24: 已配置康复医学科床位不达标比例 (2021年)



资料来源: 卫健委, 国信证券经济研究所整理

### 2.3 康复行业驱动因素三: 产业链完善, 康复器械技术升级

康复器械产业升级带动行业增长, 促进传统康复向现代康复发展。广义上的康复器械即为能够单独或组合使用, 从而改善功能障碍者功能状况而适配的或专门设计的器具、设备、仪器、技术和软件, 可分为康复医疗器械、康复教育设备和康复辅具等。深度学习、AI、物联网等技术的发展和融合持续推动康复器械朝着高端化、智能化、精准化和远程化方向发展。

图25: 康复医疗产业链



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 广义康复器械定义

分类	产品	
康复医疗器械	康复评定器械	平衡功能检查训练系统、语言测量系统、步态分析系统、神经功能评价系统、肌力测评系统等
	康复训练器械	作业治疗系列、物理治疗系列、语言治疗系列、机器人辅助疗法系列
	康复理疗设备	电疗设备、磁疗设备、超声器械、光学器械、水疗设备等
康复教育设备	多感官综合训练室、儿童整合运动训练室、情绪与行为障碍干预系统	
辅助器具	轮椅、假肢、助听器、无障碍设施等	

资料来源: 翔宇医疗招股书, 国信证券经济研究所整理

### 3. 全球康复器械市场: 集中度较低

**全球康复器械市场规模:** 根据 Research And Markets 数据, 2021 年全球康复器械的市场规模为 126 亿美元, 预计 2028 年有望到达 195 亿美元, 复合增速 6.45%。

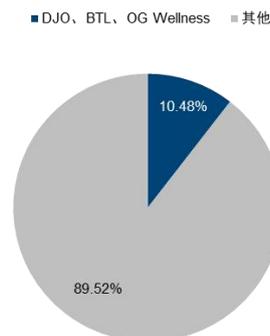
**从竞争格局来看, 康复医疗器械市场集中度低。** 康复器械市场呈现多样化、批量小、单价较低的特点, 因此集中度不高。目前全球主要企业包括 ENOV (含 DJO)、BTL、OG Wellness 等, 根据 QYRsearch, 2022 年前三大企业市场份额为 10.48%。

图26: 全球康复器械市场规模 (亿美元)



资料来源: Research And Markets, 国信证券经济研究所整理

图27: 全球康复器械市场竞争格局 (2022 年)



资料来源: QYRsearch, 国信证券经济研究所整理

表5: 海外康复器械龙头公司

公司	代码	市值 (亿美元)	2023 年收入 (亿美元)	2023 年康复医疗器械业务收入 (亿美元)	国家	业务介绍
Enovis	ENOV	33.5	17.1	10.8	美国	原科尔法克斯 (COLFAX), 2022 年剥离非医疗业务, 并改名 Enovis, 医疗业务品牌为 DJO, 业务包括患者护理 (预防和康复) 和重建, 产品覆盖了预防、术前、术后、临床和家庭康复护理等康复医疗领域的各个阶段, 共计 1000+ 产品, 包括矫形支架、康复设备、鞋类、外科植入物和骨骼生长刺激器
Invacare	IVC	退市	8.7 (2021)	8.7 (2021)	美国	总部位于俄亥俄州伊利里亚, 是制造和分销创新家庭和长期护理医疗产品的全球领导者, 这些产品可促进康复和积极的生活方式。Invacare 拥有约 3,400 名员工, 并在全球 100 多个国家/地区销售其产品
Brainsway	BWAY	1.0	0.3	0.3	以色列	专注于开发和销售使用公司专有经颅磁刺激技术 (Deep TMS) 的非侵入性神经调节产品, 用于治疗严重抑郁症和强迫症, 这些产品已经获得 FDA 授权销售
rewalk	LFWD	0.4	0.14	0.14	以色列	设计, 开发和商业化的外骨骼, 以帮助有行动障碍或者其他医疗问题, 坐轮椅的病人重新站立、行走。该公司已开发并正继续商业化的 ReWalk, 是一种外骨骼, 运用了其专利的倾斜传感器技术、计算机和运动传感器来驱动腿部力量进行运动
BTL	未上市	未上市			英国	目前是欧洲规模较大的康复医疗设备 & 美容设备制造商之一, 在美洲、欧洲、亚洲等全球范围内 50 余个国家设有分公司。产品覆盖理疗设备、心肺监测系统和医疗美容设备三大产品线, 其理疗产品包括电疗、光疗、磁疗、声疗、热

	疗、牵引疗法、微波疗法、短波疗法等方面
OGWellness 未上市 未上市	主要从事医疗器械、康复设备的生产及销售。该公司主要产品包括物理治疗器械、运动治疗器械及入浴护理设备三大类，其理疗设备涵盖电疗、热疗、水疗、按摩疗法等方面

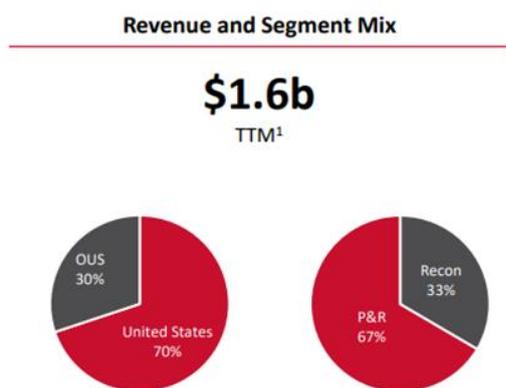
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

#### 4. 他山之石: Enovis 为全球骨科康复龙头

Enovis 公司于 2022 年剥离非医疗业务, 其医疗业务品牌为 DJO, 业务包括患者护理(预防和康复)和重建, 2022 年公司收入 15.6 亿美元, 骨科康复产品占 2/3, 预计骨科康复(预防和康复)约为 11 亿美元, 另外一部分业务为骨科植入耗材。

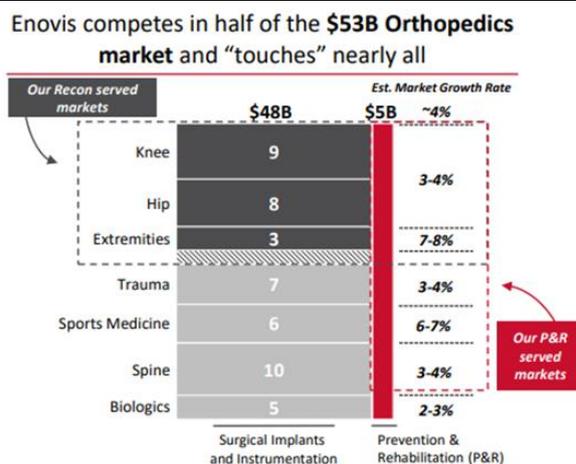
公司在骨科支撑和康复品类中市占率全球第一。预计全球骨科康复产品为 50 亿美元, 按公司收入测算, 份额超过 20%, 为该领域龙头。

图28: ENOV 营收及拆分(2022年)



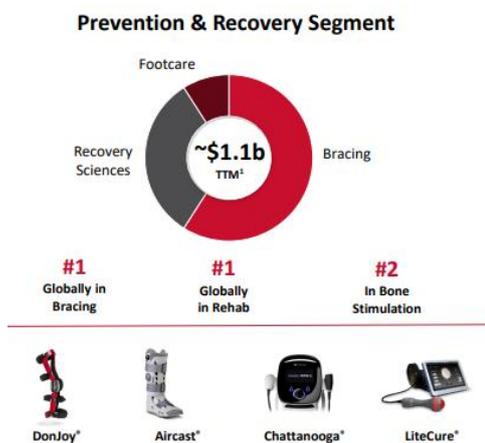
资料来源: ENOV 官网, 国信证券经济研究所整理

图29: ENOV 目标市场



资料来源: ENOV 官网, 国信证券经济研究所整理

图30: ENOV 主要骨科康复产品



资料来源: ENOV 官网, 国信证券经济研究所整理

## 5. 国内康复器械市场：潜在空间广阔，竞争格局分散

**中国康复器械市场规模：**根据 Frost&Sullivan 数据，2022 年中国康复医疗器械市场规模预计为 579 亿元，近年来维持近 20% 的增长，这是广义康复器械的空间。从具体康复医疗器械市场来看，根据观研天下数据，2021 年国内物理治疗器械的市场规模为 67.3 亿元，康复评测器械的市场规模为 5.1 亿元，康复训练器械的市场规模为 18.8 亿元，三者合计 91.2 亿元。

**仅计算综合医院新增康复科建设，有望每年带来 241 亿元终端市场规模。**目前国内医院康复科配置率约 30%，假设 2026 年综合医院康复科配置率达到 50%，参考翔宇医疗招股书，在康复医疗器械投入方面，初步估算二级综合医院建设康复科大约需要 500-1000 万元，三级综合医院需要 2000 万元，按照平均每家医院购置康复医疗器械费用 1000 万计算，考虑增量市场和存量更新市场，2021-2026 年综合医院康复科建设有望每年带来 241 亿元康复医疗器械市场规模，发展空间广阔。如果考虑专科医院和基层医疗机构建设、已配置未达标医院增配、创新康复产品带来单价提升等因素，实际空间有望更大。

表6: 综合医院康复科新增康复医疗器械市场规模（亿元）

	2021 年	2026 年
综合医院数（家）	20307	24118
康复科配置率	30%	50%
假设综合医院家数年增长率		3.5%
平均每家医院需购置康复医疗器械费用（万元）		1000
2021 年存量规模（亿元）	609	1206
增量市场规模（亿元，2026 年存量-2021 年存量）		597
存量更新市场规模（亿元，假设设备更新周期 5 年）		609
2021-2026 年平均市场规模合计（亿元/年）		241

资料来源：翔宇医疗招股书，国信证券经济研究所整理、测算

图31: 中国康复医疗器械市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，伟思医疗招股书，国信证券经济研究所整理

- 龙头公司康复器械收入稳健增长，市场份额还有较大提升空间。

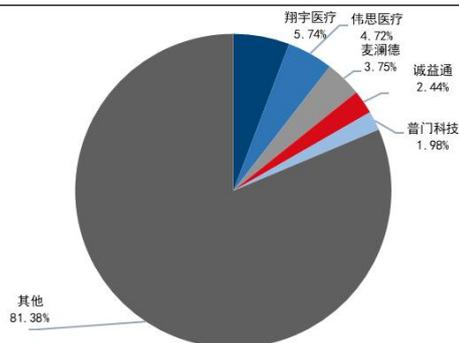
- ◆ **竞争格局分散：**从 2018 年以来，虽然面临疫情的压力，各公司康复器械收入总体稳健增长，已上市康复器械 2021 年收入体量排序分别为翔宇医疗、伟思医疗、麦澜德、诚益通、普门科技，收入体量分别为 5.2 亿元、4.3 亿元、3.4 亿元、2.2 亿元、1.8 亿元，测算份额分别为 5.74%、4.72%、3.75%、2.44%、1.98%，合计 18.62%，预计还有较大提升空间。
- ◆ **康复行业壁垒：**1) **产品端：**市场对于康复医疗器械产品的需求日益旺盛且呈现多样化，然而一项产品从研发到上市推广至少需要 2-3 年，在这样的行业特点和发展趋势下，拥有优异研发迭代能力的企业更具备优势；2) **销售端：**康复医疗器械的客户较为分散且行业专业性较强，这要求企业具备紧贴行业需求的渠道营销和服务能力以打通市场。

图32: 国内康复器械公司收入变化 (百万元)



资料来源：ENOV 官网，国信证券经济研究所整理

图33: 国内康复器械市场竞争格局 (2021 年)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算 注：根据观研天下数据，2021 年国内物理治疗器械、康复评测器械、康复训练器械的市场规模为合计 91.2 亿元

表7: 康复器械上市公司横向比较

项目	翔宇医疗	伟思医疗	麦澜德	诚益通	普门科技	
收入业绩	2023Q1-3 收入 (百万元)	542	332	290	928	809
	yoy	52.0%	53.2%	-2.6%	33.6%	20.1%
	2023Q1-3 归母净利润 (百万元)	179	102	85	128	205
	yoy	92.8%	63.6%	-13.6%	69.7%	33.9%
费用和盈利能力 (2023Q1-3)	毛利率	68.6%	71.4%	70.5%	40.4%	66.4%
	净利率	33.3%	30.6%	29.8%	13.7%	25.2%
	销售费用率	23.0%	26.4%	22.8%	9.7%	20.8%
	管理费用率	18.4%	22.5%	26.2%	12.3%	22.7%
	研发费用率	13.5%	12.6%	14.8%	5.2%	17.1%
人数 (2022)	员工数量 (人)	1703	686	511	1665	1375
	人均创收 (万元)	28.7	46.9	73.8	58.5	71.5
	人均薪酬 (万元)	11.2	20.7	22.7	13.0	20.9
	人均创利 (万元)	7.4	13.7	23.9	7.5	18.3

	销售人员数量（人）	691	176	222	348	236
	销售人员人均薪酬（万元）	10.3	35.6	23.9	18.1	44.3
	研发人员数量（人）	434	186	127	375	365
	研发人员人均薪酬（万元）	12.5	17.9	25.0	12.5	29.9
康复业务概览 (2023H1)	2023H1 康复业务收入	335	220	204	137	168
	yoy	51.5%	63.9%	11.6%	21.9%	75.2%
	收入构成	2022 康复治疗 60.1%、康复训练 28.5%、康复评定 4.3%、配件 6.2%，完整产品线，提供解决方案	2023H1 磁刺激类 44.7%、电刺激类 14.2%、耗材及配件 15.4%、电生理类 13.4%，布局盆底、精神、神经三大领域	2023H1 盆底和产后康复设备 53.0%、耗材及配件 22.6%、生殖康复 12.4%、运动康复 3.5%，盆底为主，延伸生殖健康、运动康复	包括康复评定、康复训练、康复治疗三大领域，完整产品线，提供解决方案	主要包括光子治疗仪、空气波压力治疗仪、红外治疗仪、高频振动排痰仪、多功能清创仪
	康复业务毛利率(%)	68.6 (23Q1-3)	71.4 (23Q1-3)	70.5 (23Q1-3)	70.9 (22)	68.1 (22)
	出海占比(2022)	1.36%	0.61%	0.22%	整体 3.7%，预计康复出海很少	整体 32.8%，预计康复出海占比较低
	总部	河南安阳	江苏南京	江苏南京	广东广州（龙之杰）	广东深圳
	医院覆盖	覆盖全国的渠道网络	6000 家以上医疗机构	产品已在全国约 7,400 家医院得到应用，其中二级及以上医院 4,100 余家、三级医院 1,200 余家	5000 余家医疗机构，覆盖 90% 以上三甲医院	18000 多家医疗机构，2000 余家三级医院
	国内注册证数量（III 类）	293 (0)	31 (3)	40 (0)	91 (0)	-
	发明专利	44	49	15	-	44 (含 IVD)
	估值	市值（20240312，亿元）	73	37	25	50
	PE（2024E，Wind 一致预测）	25	20	15	30	19
	Wind 一致预测 2024 年净利润增速	28.4%	37.0%	88.8%	31.5%	31.2%
	Wind 一致预测 2025 年净利润增速	23.5%	26.9%	33.8%	26.7%	29.4%

资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

## 翔宇医疗产品全面，康复全产业链优势显著

### 1. 康复器械产品全覆盖，可提供各类康复一体化解决方案

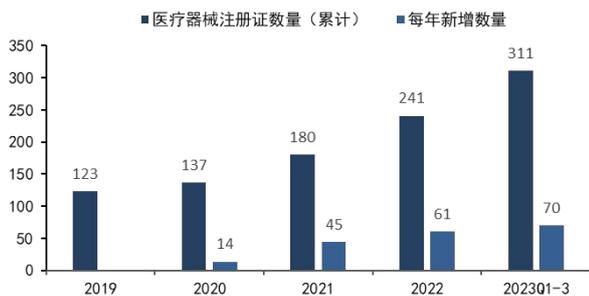
产品结构丰富，实现康复器械产品全覆盖。翔宇医疗产品覆盖康复评定、训练、理疗、辅具、护理五大门类，涉及声疗、光疗、电疗、磁疗及康复评定等 20 大系列、500 多种产品，可为客户提供全领域的康复装备，且超过 90% 的产品收费项目纳入医保。

图34: 翔宇医疗产品覆盖情况



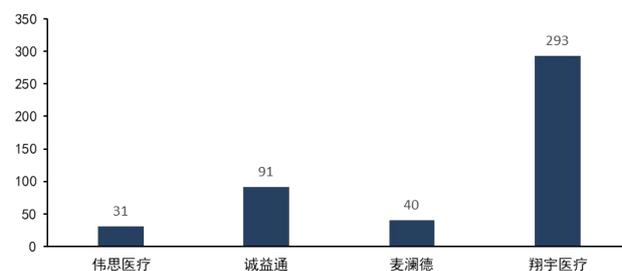
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35: 翔宇医疗医疗器械注册证数量（项）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36: 翔宇医疗与可比公司医疗器械注册证数量对比（截至2023上半年）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

前十大产品销售占比稳定，销量逐年提升。经过多年的市场培育，公司发展一部分“拳头产品”，例如体外冲击波治疗仪、熏蒸治疗机、多功能牵引床等，前十大产品销售额占比约 4 成，销量逐年提升。

表8: 翔宇医疗前十大产品的销售数量及价格变化情况 (单位: 万元、台/个/套)

	2017年				2018年				2019年				2020年1-6月			
	金额	数量	价格	占比	金额	数量	价格	占比	金额	数量	价格	占比	金额	数量	价格	占比
体外冲击波治疗仪	1464	186	7.9	5.1%	2941	420	7.0	8.2%	3173	475	6.7	7.5%	1617	222	7.3	8.8%
熏蒸治疗机	2846	2841	1.0	9.9%	2517	2361	1.1	7.1%	2593	2424	1.1	6.1%	940	853	1.1	5.1%
多功能牵引床	2587	3606	0.7	9.0%	2131	2732	0.8	6.0%	1944	2456	0.8	4.6%	786	950	0.8	4.3%
电脑中频治疗仪	1511	9633	0.2	5.2%	1437	7969	0.2	4.0%	1643	12029	0.1	3.9%	714	5255	0.1	3.9%
多关节主被动训练仪	940	296	3.2	3.3%	1383	507	2.7	3.9%	1880	699	2.7	4.4%	862	291	3.0	4.7%
激光磁场理疗仪	617	47	13.1	2.1%	1069	80	13.4	3.0%	1000	87	11.5	2.4%	861	61	14.1	4.7%
极超短波治疗机	715	476	1.5	2.5%	874	521	1.7	2.5%	1083	571	1.9	2.6%	464	210	2.2	2.5%
多体位医用诊疗床	801	5448	0.2	2.8%	908	5900	0.2	2.5%	993	6112	0.2	2.4%	331	2002	0.2	1.8%
电脑恒温电蜡治疗仪	698	592	1.2	2.4%	793	596	1.3	2.2%	1020	639	1.6	2.4%	446	244	1.8	2.4%
四肢联动康复训练仪	520	205	2.5	1.8%	670	246	2.7	1.9%	870	316	2.8	2.1%	380	116	3.3	2.1%
合计	12700	23330		44.1%	14723	21332		41.3%	16200	25808		38.3%	7401	10204		40.2%

资料来源: 翔宇医疗招股书, 国信证券经济研究所整理

图37: 翔宇医疗代表性产品



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

可提供从“科室-全院-区域”多层级康复解决方案。公司完善的综合康复医疗器械产品体系, 能够覆盖综合医院康复科、康复医院以及康复医疗中心要求的配置大部分品种, 可为医疗机构、残联系统、民政系统等各类终端机构提供康复一体化解决方案, 致力于打造“全科、全院、全域”网格帮扶模式以及“全人群、全病种、全生命过程”的智慧康养服务保障体系。

图38: 翔宇医疗十大解决方案



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图39: 翔宇医疗多层次解决方案



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2. 行业标准制定者, 学术界与业界地位领先

公司参与多个国标制定和国家重点专项, 是行业标准制定者。公司已参与起草或参与评定 30 个国家行业标准, 多次参与国家及省级重点研发计划, 其中 10 项国家重点专项, 获批国家企业技术中心、国家级工业设计中心、河南省智能康复设备工程实验室等多个高水平研发平台, 并牵头成立了河南省智慧康养设备产业研究院。相比同行业公司, 公司产品列入国家级推荐目录的数量也明显领先。

表9: 翔宇医疗牵头或参与的主要国家重点专项

序号	课题名称	说明
1	高精度生物感知反馈操纵技术与系统	牵头申报, 脑机接口方面的国家重点专项
2	穿戴式步态失稳监测及干预技术及产品研发	承担中科院深圳先进技术研究院的国家重点专项的课题
3	长期卧床老人生理功能维持、增健及护理智能辅具系统研发	承担北航的国家重点专项的课题
4	老年人运动和认知功能障碍的智能评估、预警及个性化干预前沿技术研究	承担中科院自动化所国家重点专项子任务
5	智慧医养结合服务云平台构建与应用	与郑州大学第五附属医院联合申报的国家重点专项
6	老年人足部辅具关键技术及应用推	与上海交通大学联合申报国家重点专项
7	失能老人智能照护机械人系统关键技术及研发产品研发	与上海理工大学联合申报的国家重点专项

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表10: 翔宇医疗及同行业上市公司相关产品进入国家相关目录的产品数量

	《中医诊疗设备提升、改造、开发项目》	《中医诊疗设备评估选型推荐目录》	《优秀国产医疗设备产品目录》	《新冠肺炎疫情防治急需医学装备目录》	《智慧健康养老产品及服务推广目录》
发布单位	国家中医药管理局	国家中医药管理局	国家卫健委、中国医学装备协会	国家卫健委、中国医学装备协会	工业和信息化部、民政部和国家卫生健康委
翔宇医疗	12	26	54	35	4
普门科技	0	2	4	7	0
伟思医疗	1	1	0	2	0
龙之杰	0	5	0	4	0

资料来源: 各政府网站, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

推出临床康复一体化装备指南, 深受业内认可。公司在《全院临床康复一体化装备指南 1.0》完善成册的基础上, 进一步优化和丰富, 形成了更为具体和具备操作性的《全院临床康复一体化装备指南 2.0》, 得到各级医院领导、相关专家和相关学(协)会组织的认可, 为公司“全院临床康复一体化”项目建设与推广提供了标准化依据。

图40: 翔宇医疗全院临床康复一体化装备方案



对医疗机构、养老机构、护理机构、康复中心、居家环境等特定空间进行整体规划，在注重区域功能布局的同时，强调环境安全、提升空间颜值，实现空间装备一体化。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 3. 康复全产业链优势显著，具备强大的销售能力

**康复全产业链供应完善，上中下游紧密合作。**翔宇医疗拥有关键部件、整机产品全产业链的生产制造能力，贯穿产业链上下游，与上中下游企业紧密合作，产业协同效应强。

**学术推广和品牌宣传能力强，具备全面的商业化能力。**翔宇建立了覆盖全国的市场渠道网络布局和学术推广体系，具有强大的产品塑造、推广、宣传能力。公司在 31 个省级行政区拥有 700 多人的销售团队、500 余家代理商，共同构成了国内庞大且完整的渠道销售网络，目前已为国内数万家终端机构提供服务，服务范围涵盖全国 300 余个地级行政区，市场区域覆盖率较高。同时还拥有即使周到的主动售后服务，在 31 个省级行政区域（包括新疆、西藏等偏远地区）均有常驻售后工程师。

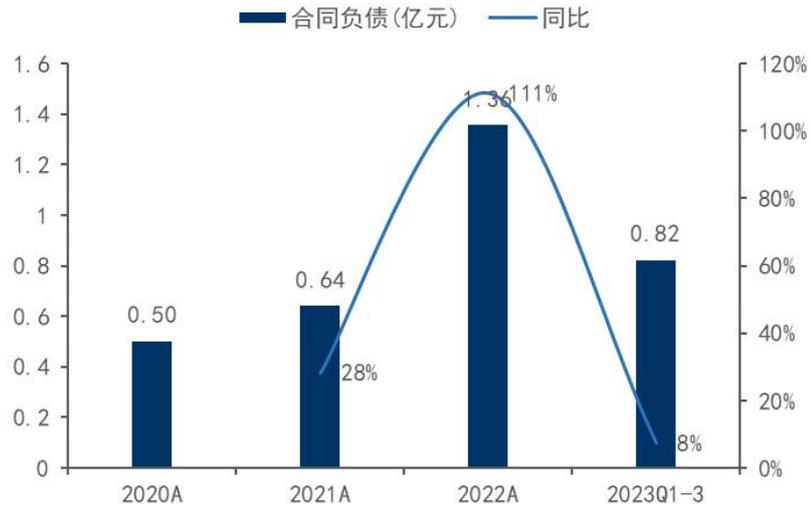
图41: 翔宇医疗和康复全产业链紧密结合



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

“先款后货”的销售模式，体现公司在供应链中具有较强的话语权。公司销售模式以间接销售为主、直接销售为辅，其中间接销售模式的销售对象主要为代理商和经销商，采取预收款结算模式，反映了公司在供求关系中具有较强的话语权，同时也保证了销售渠道的顺畅，降低坏账风险。从合同负债看，2022 年末合同负债同比增长 111%，2023Q3 末合同负债同比增长 8%，可以看出公司业务增长趋势良好。

图42: 翔宇医疗合同负债情况



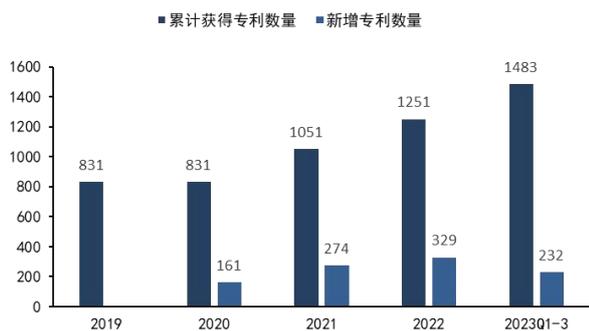
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

#### 4. 创新引领，前瞻性布局前沿技术

**创新驱动，康复器械技术储备深厚。**公司注重创新研发，研发费用率及研发人员占比呈逐年提升趋势，目前已在冲击波、磁疗、光疗、电疗等 30 余个技术领域拥有自主知识产权和核心技术，截至 2023 年二季度末，已获得专利 1436 项，获得省级科技成果 85 项。

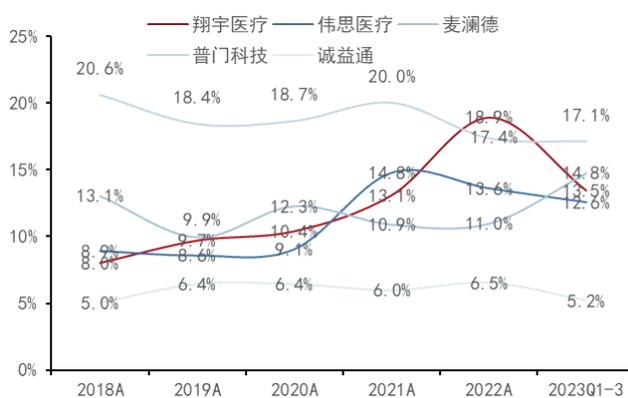
**加快布局前沿技术，丰富高端产品管线。**长期以来，国内医疗器械企业主要集中在中低端、具有价格优势的常规产品，在高端医疗器械领域的国产化率较低。近年来，公司不断加大人工智能（AI）、脑机接口等前沿技术领域的产品研发与布局，聚焦多领域智能化设备研发，致力实现国产替代进口。例如公司牵头申报的“高精度生物感知觉反馈操纵技术与系统”国家重点专项是在脑机接口领域的进一步探索。

图43: 翔宇医疗历年专利获取情况



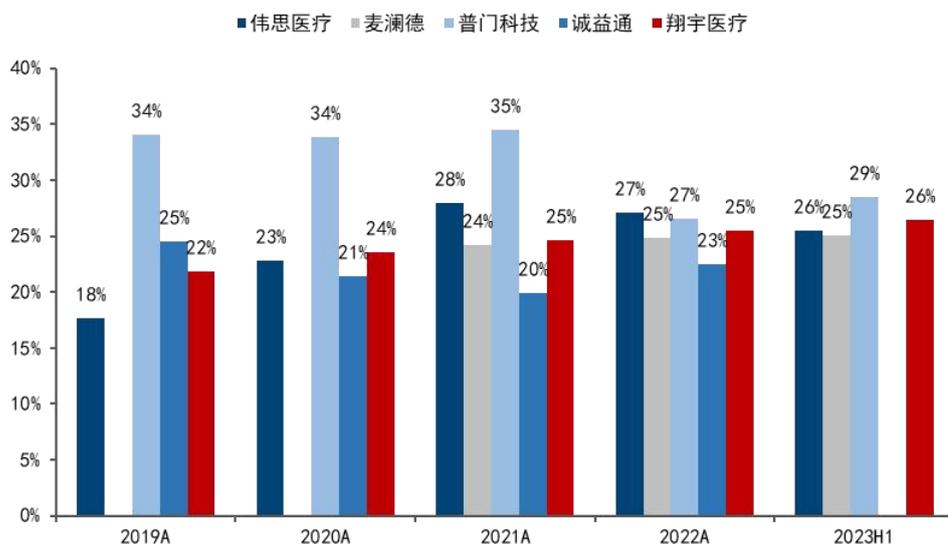
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 翔宇医疗与可比公司研发费用率情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 翔宇医疗与可比公司研发人员占比情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**产、学、研一体化研发体系完善。**翔宇医疗注重产学研合作,与天津大学、郑州大学、西安交通大学等高校及科研院所合作,并与中国人民解放军第150中心医院-全军军事训练医学研究所、中国残疾人辅助器具中心、郑州大学第五附属医院、河南中医药大学第一附属医院、新乡医学院第一附属医院等开展产品研发和产品试验的合作,为企业的技术创新提供了持续动力。

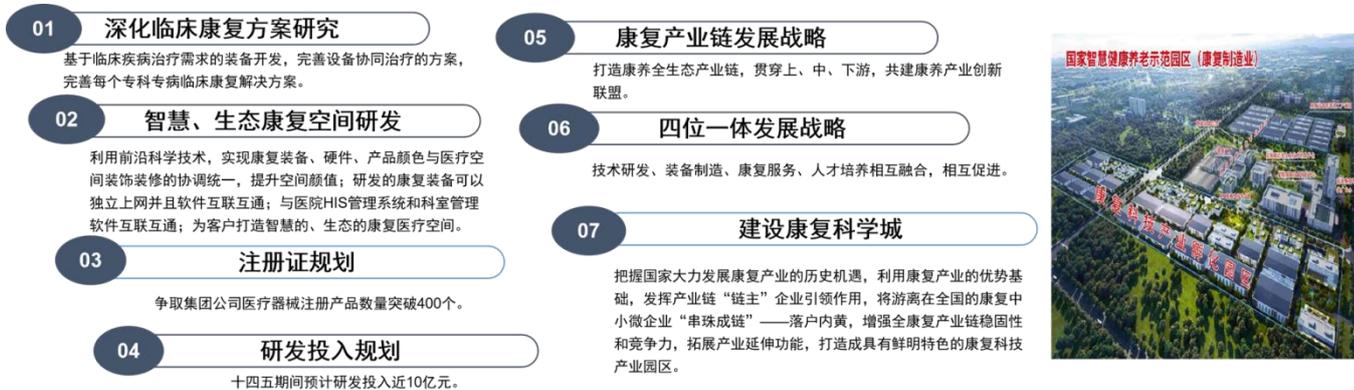
### 5. 战略先行打造康复产业高地, 院外、海外市场值得期待

**共建康养产业创新联盟, 行业资源整合持续推进。**公司致力于打造康养全生态产业链,贯穿上、中、下游,通过“技术研发、装备制造、康复服务、人才培养”四位一体化发展战略引领长期发展,持续发挥产业链“链主”企业引领作用,参与共建康复科技产业园区。

**平台驱动科技创新, 引领康复产业未来。**公司以平台驱动产业创新发展,联合高

校科研院所、企业、新型研发机构、行业协会等积极搭建产业研用协同创新平台，采取扩大开放的合作模式，合力攻关突破产业共性痛点、行业技术难点，研发投入将持续加大，预计十四五期间研发投入近 10 亿元，医疗器械注册产品数量突破 400 个。

图 46: 翔宇医疗未来发展方向



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**销售渠道不断拓展，院外和海外市场值得期待。**一方面，公司抓住银发经济机遇，布局院外社区和居家养老场景，不断拓展产品的应用领域，线上电商渠道快速发展；一方面，公司成立了国际注册部，抓紧布局海外市场，加快产品在海外的市场准入，积极寻求国际合作机遇，例如 2023 年公司和乌兹别克斯坦国家医学院达成深度合作意向，将联合打造乌兹别克斯坦最大的儿童康复中心，使其成为翔宇医疗在中亚地区的标杆医院。海外市场的布局有望进一步打开成长天花板。

## 财务分析

**疫后业绩恢复快速增长。**公司近年来业绩稳定增长，2017-2021 年营收复合增长率 16%，归母净利润复合增长率 33%。2022 年受宏观环境影响，医疗机构资金、人力紧缺，公司营销活动及物流运输受到一定影响，营收下滑 7%，利润端承压明显（-38%），主要系公司 2022 年持续加大研发和销售团队的建设，研发费用和销售费用均有约 30% 的增长，导致利润端下滑幅度大于收入端。2023 年随着医疗活动恢复正常，康复医疗设备需求得以释放，公司业绩快速增长，根据 2023 年业绩快报，公司预计 2023 年实现营收 7.5 亿元，同比增长 52.5%；归母净利润 2.3 亿元，同比增长 83.0%。

图47: 翔宇医疗营收情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图48: 翔宇医疗归母净利润情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图49: 翔宇医疗单季度营收情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图50: 翔宇医疗单季度归母净利润情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

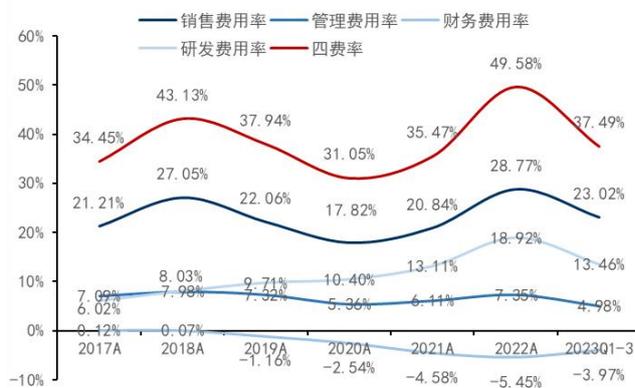
**毛利率稳步提升，四费率有所回落。**除 2022 年外，2017 年以来公司毛利率随着规模效应体现逐年提高，2023 前三季度公司毛利率 68.58%，同比提升 1.09pp。费用率方面，2023 前三季度公司四费率 37.49%，同比减少 13.70pp。

图51: 翔宇医疗利润率情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 翔宇医疗费用率情况



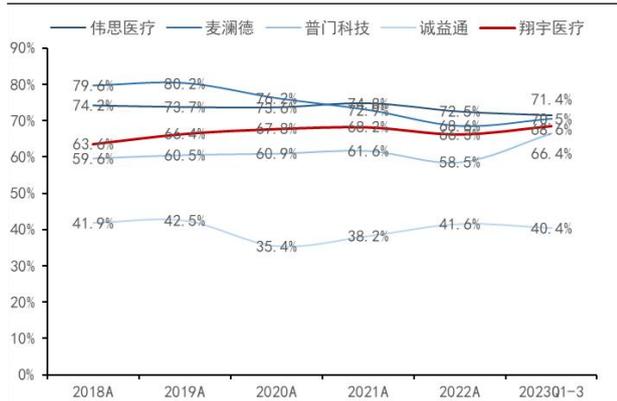
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力对比:** 选取康复器械同行业公司伟思医疗、麦澜德、普门科技、诚益通为可比公司。

**翔宇医疗毛利率处于行业中游水平。** 毛利率差异主要系受产品结构影响, 伟思医疗和麦澜德以盆底及产后康复业务为主, 毛利率相对较高; 普门科技康复医疗器械板块主营产品是光子治疗仪、结肠水疗仪和红外治疗仪等。翔宇医疗产品丰富度较高, 毛利率与龙之杰(诚益通康复医疗器械板块)接近。

**翔宇医疗净利率水平行业领先。** 公司净利率超30%, 位于行业上游, 与伟思医疗相近, 主要系得益于公司的全产业链模式、规模效应以及不断加大研发及营销体系建设。

图53: 翔宇医疗毛利率同业对比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 翔宇医疗净利率同业对比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**康复理疗设备：**占公司收入比重约 6 成，随着康复手段的不断发展及更新，以及公司产品线的不断丰富，未来有望保持约 25%的稳定增速。

**康复训练设备：**占公司收入比重约 3 成，随着运动康复理念增强，以及公司产品线的不断丰富，未来有望保持 25-30%的较快增长。

**康复评定设备：**占公司收入比重较小，随着国内康复评定理念增强，以及公司产品线的不断丰富，未来有望保持 30-40%的较快增长。

**经营及配件产品：**经营产品为代理产品以及公司为了给客户提供整包服务而采购的其他厂家产品，配件产品为售后服务提供的配件，未来有望保持 15%左右的增长。

**其他业务：**公司其他业务收入主要为公司暂时闲置场地的房屋租赁费、会议费收入以及技术服务收入等，预计未来收入较稳定。

表11：翔宇医疗营收拆分（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>康复理疗设备</b>					
收入	2.97	2.94	4.61	5.76	7.20
YOY	3.6%	-1.1%	56.9%	25.0%	25.0%
毛利率	69.9%	67.4%	69.0%	69.0%	69.0%
<b>康复训练设备</b>					
收入	1.55	1.39	2.13	2.83	3.54
YOY	7.3%	-10.4%	53.5%	32.8%	25.0%
毛利率	65.0%	63.2%	66.0%	66.3%	66.5%
<b>康复评定设备</b>					
收入	0.21	0.21	0.32	0.44	0.58
YOY	10.6%	0.8%	49.2%	40.4%	30.0%
毛利率	77.3%	76.7%	77.5%	77.8%	78.0%
<b>经营及配件产品</b>					
收入	0.43	0.30	0.35	0.40	0.46
YOY	4.0%	-29.8%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	63.29%	60.50%	62.00%	62.00%	62.00%
<b>营收合计</b>					
	<b>5.23</b>	<b>4.89</b>	<b>7.45</b>	<b>9.48</b>	<b>11.82</b>
YOY	5.6%	-6.7%	52.5%	27.3%	24.7%
毛利率	68.2%	66.3%	68.2%	68.3%	68.4%

资料来源：Wind、国信证券研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收 7.4/9.5/11.8 亿元，同比增速 52%/27%/25%，毛利率为 68%/68%/68%。

### 未来 3 年业绩预测

表12：未来 3 年盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	523	489	745	948	1182

营业成本（百万元）	166	165	237	300	373
销售费用（百万元）	109	141	179	218	266
管理费用（百万元）	32	36	45	51	58
研发费用（百万元）	69	92	104	121	148
财务费用（百万元）	-24	-27	-30	-38	-35
营业利润（百万元）	224	135	249	346	426
利润总额（百万元）	223	133	247	344	425
归母净利润（百万元）	202	125	230	300	373
归母净利润增速	2.9%	-37.9%	83.0%	30.5%	24.4%
EPS（元）	1.26	0.78	1.44	1.87	2.33
ROE	10.4%	6.5%	10.9%	13.1%	14.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年营收 7.4/9.5/11.8 亿元，同比增速 52%/27%/25%，归母净利润 2.3/3.0/3.7 亿元，同比增速 83%/30%/24%。

## 盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表13：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	523	489	770	1,002	1,274
(+/-%)	5.6%	-6.7%	57.7%	30.0%	27.2%
净利润(百万元)	202	125	293	384	485
(+/-%)	2.9%	-37.9%	133.6%	30.9%	26.3%
每股收益（元）	1.26	0.78	1.83	2.40	3.03
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	523	489	745	948	1,182
(+/-%)	5.6%	-6.7%	52.5%	27.3%	24.7%
净利润(百万元)	202	125	230	300	373
(+/-%)	2.9%	-37.9%	83.0%	30.5%	24.4%
每股收益（元）	1.26	0.78	1.44	1.87	2.33
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	523	489	719	896	1,095
(+/-%)	5.6%	-6.7%	47.2%	24.5%	22.2%
净利润(百万元)	202	125	171	225	276
(+/-%)	2.9%	-37.9%	36.1%	31.6%	22.7%
每股收益（元）	1.26	0.78	1.07	1.40	1.72

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值：48.22-53.99 元**

表14：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	5.65%	-6.68%	52.46%	27.27%	24.69%	22.69%	20.69%	17.69%	14.69%	12.69%	10.69%	8.69%
营业成本/营业收入	31.77%	33.73%	31.79%	31.66%	31.56%	31.46%	31.36%	31.26%	31.16%	31.06%	30.96%	30.86%
管理费用/营业收入	5.85%	6.18%	5.00%	4.50%	4.20%	4.00%	3.80%	3.60%	3.40%	3.20%	3.00%	2.80%
研发费用/营业收入	13.11%	18.92%	14.00%	12.80%	12.50%	12.30%	12.10%	11.90%	11.70%	11.50%	11.30%	11.10%
销售费用/销售收入	20.84%	28.77%	24.00%	23.00%	22.50%	22.00%	21.50%	21.00%	20.50%	20.00%	19.50%	19.00%
营业税及附加/营业收入	1.30%	1.44%	1.42%	1.00%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%
所得税税率	10.41%	7.29%	7.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比率	29.43%	47.92%	25.92%	34.42%	36.09%	32.14%	34.22%	34.15%	33.50%	33.96%	33.87%	33.78%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

### 盈利预测假设说明：

**销售费用率：**公司目前销售费用率水平在 20-25%，随着规模效应的体现，销售费用率预计呈逐年下降的趋势。

**所得税税率：**公司 2022 年、2023 年前三季度所得税税率较低，主要系 2022 年第四季度有固定资产一次性加计扣除的税收优惠政策，参照 2022 年、2023 年前三季度所得税税率 7.3%、3.1%，假设 2023 年所得税率约 7%，后续年度所得税率预计恢复约 12% 的常规水平。

表15：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆 Beta	0.91	T	7.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.87%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价	46.69	Ke	9.27%
发行在外股数	160	E/(D+E)	93.73%
股票市值(E)	7470	D/(D+E)	6.27%
债务总额(D)	500	WACC	8.99%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 48.22-53.99 元，对应市值区间为 77-86 亿元。

表16：翔宇医疗 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	177.2	248.1	322.2	411.7	516.1	629.4	746.7	869.2	992.4	1,111.4	
所得税税率	7.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
EBIT*(1-所得税率)	164.8	218.4	283.6	362.3	454.2	553.9	657.1	764.9	873.3	978.1	
折旧与摊销	33.4	56.5	73.1	90.9	109.1	127.3	145.5	163.8	182.0	200.1	
营运资金的净变动	(15.7)	15.8	35.2	15.5	10.9	6.9	3.7	0.2	(2.5)	(4.1)	
资本性投资	(223.4)	(245.7)	(270.3)	(270.3)	(270.3)	(270.3)	(270.3)	(270.3)	(270.3)	(270.3)	
FCFF	(40.9)	45.0	121.6	198.4	303.9	417.9	536.0	658.5	782.6	903.8	13,180.8

PV (FCFF)	(37.5)	37.9	93.9	140.6	197.5	249.2	293.3	330.6	360.5	382.0	5,570.6
核心企业价值	7,618.6										
减：净债务	(531.9)										
股票价值	8,150.6										
每股价值	50.94										

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	50.94	WACC 变化						
		8.6%	8.8%	9.01%	9.2%	9.4%		
		永续增长率变化	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%
		58.87	56.58	54.43	52.42	50.54		
		57.42	55.24	53.20	51.28	49.48		
		56.06	53.99	52.04	50.20	48.48		
		54.79	52.81	<b>50.94</b>	49.19	47.53		
		53.59	51.69	49.91	48.22	46.64		
		52.46	50.64	48.93	47.31	45.78		
		51.39	49.65	48.00	46.45	44.98		

资料来源：国信证券经济研究所分析 \*绝对估值分析时间 2024-3-14

## 相对估值：49.21-52.99 元

选取伟思医疗、麦澜德、诚益通、普门科技为可比公司，可比公司 2023-25 年平均 PE 为 24/19/15x。随着银发经济时代到来，康复医疗器械行业有望迎来发展黄金期，翔宇医疗作为行业龙头，产品丰富度和产品力处于行业领先地位，覆盖的康复细分赛道业内最全，市占率有望持续提升，布局海外业务有望进一步打开成长空间。考虑公司的龙头地位和成长性，给予公司 2024 年 PE 26-28x，合理价格区间为 48.69-52.43 元，对应市值区间为 78-84 亿元，较当前股价有 4-12%溢价空间。

表18: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/3/14 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
688626.SH	翔宇医疗	46.69	75	0.79	1.44	1.87	2.33	40.65	32.53	24.92	19.05	6.51%	1.19	买入
688580.SH	伟思医疗	53.23	37	1.37	2.20	2.72	3.46	38.91	24.24	19.54	15.40	6.14%	0.90	无评级
688273.SH	麦澜德	24.92	25	1.46	1.24	1.66	2.22	26.74	20.11	15.01	11.22	9.03%	0.90	无评级
300430.SZ	诚益通	17.51	48	0.46	0.61	0.81	1.02	25.32	28.47	21.64	17.08	6.32%	0.92	无评级
688389.SH	普门科技	19.03	81	0.60	0.77	1.00	1.31	29.93	24.76	18.94	14.57	17.47%	0.81	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：除翔宇医疗外均为 Wind 一致预期

## 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收 7.4/9.5/11.8 亿元，同比增速 52%/27%/25%，归母净利润 2.3/3.0/3.7 亿元，同比增速 83%/30%/24%。随着银发经济时代到来，康复行业景气度有望持续提升，带动康复器械行业扩容，翔宇医疗作为国产龙头企业，产品力及产品丰富度领先，规模效应显著，终端覆盖能力较强，有望尽享行业红利并不断提升市占率。给予公司 2024 年 PE 26-28x，合理价格区间为

48.69-52.43 元，对应市值区间为 78-84 亿元，较当前股价有 4-12%溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 85-91 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司较好的成长性，最终给予公司 24 年 26-28 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 52%/27%/25%，可能存在对公司各业务收入增长预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 68%/68%/68%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 其他影响盈利预测的风险包含但不限于：1) 康复行业景气度提升不及预期；2) 行业整顿影响出清不及预期；3) 新产品推出不及预期等。

### 经营风险

**行业景气度下行风险：**公司所处行业为康复医疗器械，近年来国家针对康复行业出台了多个从供给端到支付端的政策，推动康复全产业链景气度提升，若政策落实不到位或后续政策扶持力度减弱，康复医疗器械将面临景气度下行风险。

**设备招采金额及进度不及预期：**公司主要提供康复医疗器械产品，主要通过设备招投标入院，招投标环节耗时长、存在多种不确定因素，公司面临设备招采金额及进度不及预期的风险。

**市场竞争加剧的风险：**随着更多的资本涌入康复器械行业，产业整合加快，行业市场化程度将进一步提升。如果未来康复器械行业的市场增速低于预期，而公司不能保持原有的产品、技术、品牌等优势，则在市场竞争趋于激烈的情况下，将面临市场份额下降的风险，进而对公司盈利能力造成不利影响。

**间接销售模式的风险：**公司销售模式以间接销售为主，如果出现部分代理商

不遵从公司关于其销售区域的相关管理制度或其自身经营不善或无法与终端客户保持良好的客户关系等情况，由此可能对公司的品牌及声誉造成负面影响，从而可能导致公司产品销售出现区域性下滑，影响公司产品销售。

### 技术创新风险

康复器械行业属于技术密集型行业，对康复专业知识及应用、技术创新和产品的研发能力等综合要求较高。若出现公司对行业技术发展预计趋势出现偏差、同行业公司和技术研究方面率先实现重大突破，将可能导致公司的技术优势不复存在，进而使公司产品和技术面临被替代的风险。

### 政策风险

公司终端用户多数为医疗机构，目前国家集中采购主要集中于药品及高耗材领域，未来若在康复医疗器械领域全面实施集中采购政策，不排除公司将面临产品价格下降的风险、公司产品未能中标或中标价格较低从而对公司经营业绩造成不利影响等风险。

### 其他风险

**解禁风险：**约 1 亿股首发原股东限售股份预计于 2024 年 4 月 1 日上市流通，预计占解禁前流通股 204.71%，占解禁后流通股 67.18%，2024 年 3 月 12 日，实际控制人何永正先生和郭军玲女士自愿承诺不减持公司股份。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	830	726	1177	1007	988	营业收入	523	489	745	948	1182
应收款项	46	37	56	76	91	营业成本	166	165	237	300	373
存货净额	159	223	235	298	386	营业税金及附加	7	7	11	9	15
其他流动资产	33	45	51	71	93	销售费用	109	141	179	218	266
<b>流动资产合计</b>	<b>1717</b>	<b>1668</b>	<b>2156</b>	<b>2088</b>	<b>2194</b>	管理费用	32	36	45	51	58
固定资产	171	408	577	759	948	研发费用	69	92	104	121	148
无形资产及其他	209	204	196	188	180	财务费用	(24)	(27)	(30)	(38)	(35)
投资性房地产	70	70	70	70	70	投资收益	12	14	8	11	11
长期股权投资	17	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	3	6	(4)	(4)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>2183</b>	<b>2368</b>	<b>3017</b>	<b>3122</b>	<b>3410</b>	其他收入	(24)	(51)	(59)	(69)	(86)
短期借款及交易性金融负债	0	17	500	300	200	营业利润	224	135	249	346	426
应付款项	36	104	72	104	147	营业外净收支	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)
其他流动负债	145	230	243	301	389	<b>利润总额</b>	<b>223</b>	<b>133</b>	<b>247</b>	<b>344</b>	<b>425</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>181</b>	<b>352</b>	<b>815</b>	<b>704</b>	<b>736</b>	所得税费用	23	10	17	41	51
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(2)	0	3	1
其他长期负债	56	76	91	109	127	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>202</b>	<b>125</b>	<b>230</b>	<b>300</b>	<b>373</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>91</b>	<b>109</b>	<b>127</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>237</b>	<b>428</b>	<b>906</b>	<b>813</b>	<b>863</b>	净利润	202	125	230	300	373
少数股东权益	11	12	12	14	15	资产减值准备	1	3	26	11	12
股东权益	1935	1928	2098	2294	2532	折旧摊销	11	16	33	57	73
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2183</b>	<b>2368</b>	<b>3017</b>	<b>3122</b>	<b>3410</b>	公允价值变动损失	(3)	(6)	4	4	4
						财务费用	(24)	(27)	(30)	(38)	(35)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	76	110	(16)	16	35
每股收益	1.26	0.78	1.44	1.87	2.33	其它	(2)	(4)	(25)	(9)	(11)
每股红利	0.37	0.38	0.37	0.64	0.84	<b>经营活动现金流</b>	<b>285</b>	<b>244</b>	<b>251</b>	<b>378</b>	<b>486</b>
每股净资产	12.09	12.05	13.11	14.34	15.83	资本开支	0	(257)	(223)	(246)	(270)
ROIC	14%	6%	13%	15%	17%	其它投资现金流	(648)	12	0	0	0
ROE	10%	7%	11%	13%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(662)</b>	<b>(245)</b>	<b>(223)</b>	<b>(246)</b>	<b>(270)</b>
毛利率	68%	66%	68%	68%	68%	权益性融资	(0)	4	0	0	0
EBIT Margin	27%	10%	24%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	13%	28%	32%	33%	支付股利、利息	(59)	(60)	(60)	(103)	(134)
收入增长	6%	-7%	52%	27%	25%	其它融资现金流	839	14	483	(200)	(100)
净利润增长率	3%	-38%	83%	30%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>720</b>	<b>(102)</b>	<b>423</b>	<b>(303)</b>	<b>(234)</b>
资产负债率	11%	19%	30%	27%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>342</b>	<b>(103)</b>	<b>451</b>	<b>(171)</b>	<b>(19)</b>
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	487	830	726	1177	1007
P/E	37.0	59.5	32.5	24.9	20.0	货币资金的期末余额	830	726	1177	1007	988
P/B	3.9	3.9	3.6	3.3	2.9	企业自由现金流	0	(86)	(41)	45	122
EV/EBITDA	50.7	123.6	39.8	27.2	21.1	权益自由现金流	0	(72)	453	(147)	34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032