

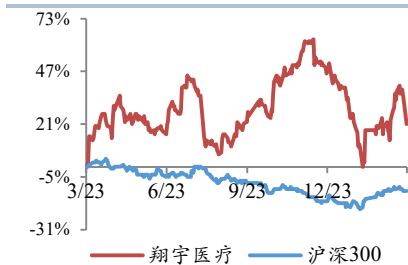
乘康复医疗行业浪潮，“产品+渠道”助力翔宇远航

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-03-27

收盘价（元）	42.56
近12个月最高/最低（元）	57.52/35.29
总股本（百万股）	160
流通股本（百万股）	53
流通股比例（%）	32.82
总市值（亿元）	68
流通市值（亿元）	22

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002
邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002
邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 整体解决方案提供商，康复医疗器械龙头企业

翔宇医疗 20 年专注康复医疗器械领域，是国内目前少有的具备全系列康复医疗器械研发、生产能力的企业之一。2017~2022 年，公司营收由 2.89 亿元增长至 4.89 亿元，复合增长率为 11.09%；归母净利润由 0.64 亿元增长至 1.25 亿元，复合增长率为 14.33%。根据公司 2023 年业绩快报，2023 年公司营收达 7.45 亿元，同比增长 52.46%，归母净利润达 2.30 亿元，同比增长 82.96%。其中，2022 年公司营收和归母净利润均下滑原因系多重超预期因素造成公司营销活动及物流运输受到不同程度影响。公司各类产品收入比例基本稳定，康复理疗设备与康复训练设备为公司的主要收入来源，占比 85% 以上。

● 康复医学如日方升，康复医疗器械蓄势待发

康复治疗介入率低，康复医疗器械市场潜力庞大。康复医学与临床医学并列为四大现代医学门类之一，对于改善患者功能能力，提高生活质量，促进其回归社会具有重要意义。目前国内康复医学理念尚未完全普及，中国康复医疗市场仍有极大提升空间。2021 年国内骨科、神经内科、重症医学科早期（术后 24-48h）康复介入率分别为 13.2%、18.9%、29.25%，根据毕马威统计，2017 年美国康复医疗总收入是中国的 2.35 倍，人均康复医疗花费是中国的 9.82 倍，究其原因是中国缺乏与手术匹配的康复体系。《中国卫生健康统计年鉴》显示，2018 年中国康复医疗市场总消费约为 582 亿人民币，预计中国康复医疗服务市场在 2021 年已进入千亿规模。

下游需求带动市场增长，市场潜力释放在即。2011~2021 年中国康复医院数量从 301 家提升至 810 家，年复合增长率 10.41%。康复医院建设热情、各级医疗机构对康复科建设的不断重视、老龄化社会加速到来，促成中国康复设备需求量的快速增长，2014 至 2018 年康复器械市场规模复合增长率达 24.92%。据测算未来仅综合医院康复科建设新增康复医疗器械的市场规模已达 836 亿元，发展空间广阔。

政策全方位支持，推动康复医疗器械企业快速发展。2012~2023 年，各项政策的密集出台和落实加速康复医疗器械行业发展，为康复医疗器械企业提供多重支持。

● 产品体系+销售渠道+研发产出，稳固优势地位

产品体系：截至 2023 年上半年，公司自有产品已形成 20 大系列、500 多种自有产品的丰富产品结构，多项产品入选优秀国产医疗设备目录。公司完善的产品体系，能够为医院康复科提供一站式解决方案，并实现多个专科常见疾病的临床康复路径及康复诊疗方案的标准化及其普及应用。

销售渠道：公司建立了覆盖全国的销售渠道网络布局和学术推广体系，为上万家终端机构提供了服务，拥有近 700 人的营销团队、500 余

家代理商。

研发产出：公司以市场需求为导向，持续增加研发投入，搭建更好的研发实验环境，为技术突破和产品创新提供重要的基础和保障。公司建立多个研发中心，注重产学研合作与人才储备，同时投入模块化和组件化建设，提升研发活力与效率。2020~2022年，公司新增发明专利/软件著作权/医疗器械注册证数量持续上升，公司累积的核心技术增强公司研发能力，不断丰富产品种类满足康复市场变化的需求，驱动公司稳健发展。

● 投资建议

我们预计，2023~2025年公司营业收入分别为7.45/9.77/12.50亿元，同比增长52.47%/31.18%/27.88%，归母净利润分别为2.30/2.88/3.59亿元，同比增长83.18%/25.24%/24.68%，对应2023年至2025年EPS分别为1.44/1.80/2.24元，对应PE为29x/23x/19x。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

集采风险，新产品注册及产品延续注册审核风险，政府补贴变动风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	489	745	977	1250
收入同比 (%)	-6.7%	52.5%	31.2%	27.9%
归属母公司净利润	125	230	288	359
净利润同比 (%)	-37.9%	83.2%	25.2%	24.7%
毛利率 (%)	66.3%	68.4%	68.5%	68.5%
ROE (%)	6.5%	10.9%	12.0%	13.0%
每股收益 (元)	0.79	1.44	1.80	2.24
P/E	40.35	29.02	23.17	18.59
P/B	2.65	3.16	2.78	2.42
EV/EBITDA	38.51	23.40	18.11	13.68

资料来源：iFinD，华安证券研究所

正文目录

1 整体解决方案提供商，康复医疗器械龙头企业	5
1.1 深耕康复医疗器械，具备一体化解决能力	5
1.2 管理层深耕医药，实际控制人控制力强	6
1.3 营收利润稳健增长，费用率管控良好	8
2 康复医学如日方升，康复医疗器械蓄势待发	9
2.1 康复治疗介入率低，康复医疗行业市场潜力庞大	10
2.2 下游需求带动市场增长，市场潜力释放在即	12
2.3 政策全方位支持，推动康复医疗器械企业快速发展	15
3 产品体系+销售渠道+研发产出，稳固优势地位	17
3.1 产品丰富，全院康复方案提供商	17
3.2 销售能力打开渠道，售后服务维护渠道	20
3.3 重视研发，拥有跨越性研发能力，研发产出高	21
4 公司盈利预测与估值	24
4.1 推荐逻辑	24
4.2 公司业绩拆分与估值对比	25
风险提示:	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司主要产品系列	6
图表 3 公司管理层基本情况	7
图表 4 公司股权结构图(截至 2024 年 3 月)	8
图表 5 2017-2023 年公司营收及归母净利润情况	9
图表 6 2017-2022 年公司分产品收入构成	9
图表 7 2017-2023(Q1-Q3)公司利润率情况	9
图表 8 2017-2023(Q1-Q3)公司期间费用及研发费用情况	9
图表 9 2021 中国骨科、神经内科、重症医学科早期(术后 24-48h)康复介入率	10
图表 10 2017 年中美康复医疗总收入与人均康复花费对比	10
图表 11 康复医疗覆盖人群	11
图表 12 公司部分康复医疗器械治疗范围及适用科室或机构	11
图表 13 2011-2021 年中国康复医院数量	12
图表 14 2011-2021 年中国康复医学科床位数	12
图表 15 2018 年综合、专科、康复医院毛利率情况	13
图表 16 2011-2021 年中国康复医院万元以上设备情况	13
图表 17 2013-2023E 中国康复医疗市场规模	13
图表 18 2014-2023E 中国康复医疗器械市场规模	13
图表 19 康复医疗器械未来增长空间测算	14
图表 20 2018 年中国康复医疗器械市场竞争格局	14
图表 21 康复医疗器械行业创新方向	14
图表 22 康复医疗行业相关政策	15
图表 23 康复医疗医保支付相关政策及促进国产替代政策	17
图表 24 公司各品目首次入围优秀国产医疗设备目录时间	18
图表 25 中国冲击波治疗仪和熏蒸治疗机市场竞争格局(2019 年)	18
图表 26 综合康复医学科方案	19
图表 27 康复医疗中心基本标准(试行)专科设备基本要求	19
图表 28 公司十大解决方案	19
图表 29 公司销售团队	20
图表 30 公司售后服务	21
图表 31 2017-2023(Q1-Q3)公司研发费用情况	21
图表 32 2017-2023(Q1-Q3)公司研发人员情况	21
图表 33 公司产品研发历程	22
图表 34 公司研发中心构架	23
图表 35 公司核心技术(部分)	24
图表 36 2020-2023H1 公司新增发明专利/软件著作权/医疗器械注册证情况	24
图表 37 收入拆分预测(单位:百万元)	26
图表 38 可比公司估值情况	27

1 整体解决方案提供商，康复医疗器械龙头企业

1.1 深耕康复医疗器械，具备一体化解决能力

国内康复医疗器械龙头企业，二十年深耕行业快速发展。翔宇医疗成立于2002年，公司于2020年上市，发展历程可大体分为四个阶段：

- (1) **早期创业阶段。**尚处于起步阶段，此阶段公司逐步完成早期客户资源与工艺技术积累。
- (2) **基础发展阶段。**设备丰富度逐渐提升，初步形成规模化研发生产能力。
- (3) **培育发展阶段。**此阶段完成新厂区建设与生产线的投产，形成规模化、系统化康复医疗器械研发生产能力。
- (4) **快速发展阶段。**公司产品种类趋于齐全，为各类医疗机构提供康复解决方案。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司产品主要分为康复评定设备类、康复训练设备类、康复理疗设备类、康复护理类等。截至2023年，公司已形成20大系列、500多种自有产品的丰富产品结构，成为国内目前少有的具备全系列康复医疗器械研发、生产能力的企业之一，为全国各级医疗机构、养老机构、残疾人康复中心、福利院、教育系统机构以及家庭提供系列康复产品及整体解决方案。

图表 2 公司主要产品系列

<p>康复评定设备类</p>	<p>认知障碍评估系列 平衡评估系列 语言障碍评估系列 神经康复评估系列 心理康复评估系列 关节活动度评估系列 医用红外热像仪</p>	 认知障碍评估系列	 平衡评估系列	 关节活动度评估系列	 医用红外热像仪	
<p>康复训练设备类</p>	<p>运动训练系列 作业训练系列 言语训练系列 智能作业训练 智能运动康复</p>	 运动训练系列	 作业训练系列	 言语训练系列	 智能作业训练	 智能运动康复
<p>康复理疗设备类</p>	<p>声疗系列 光疗系列 电疗系列 磁疗系列 冷热疗系列 压力疗法系列 水疗系列 牵引系列 熏蒸系列 灸疗系列 按摩疗法系列</p>	 声疗系列	 光疗系列	 水疗系列	 牵引系列	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 管理层深耕医药，实际控制人控制力强

公司掌舵人管理与技术能力兼备，管理层经验资深。董事长何永正具备多年康复医疗器械企业工作管理经验，同时是公司的技术总监，作为主要发明人获得授权发明专利 3 项。主导研发的智能关节康复器被评为河南省工业和信息化科技成果三等奖，受聘担任中原工学院硕士研究生导师。对康复医疗器械的临床需求具有丰富的经验积累，对康复行业国内外市场状况、产品技术特性、未来发展趋势有深刻的理解及精准的把握。其他管理层成员均深耕行业多年，经验资深，保证公司发展行稳致远。

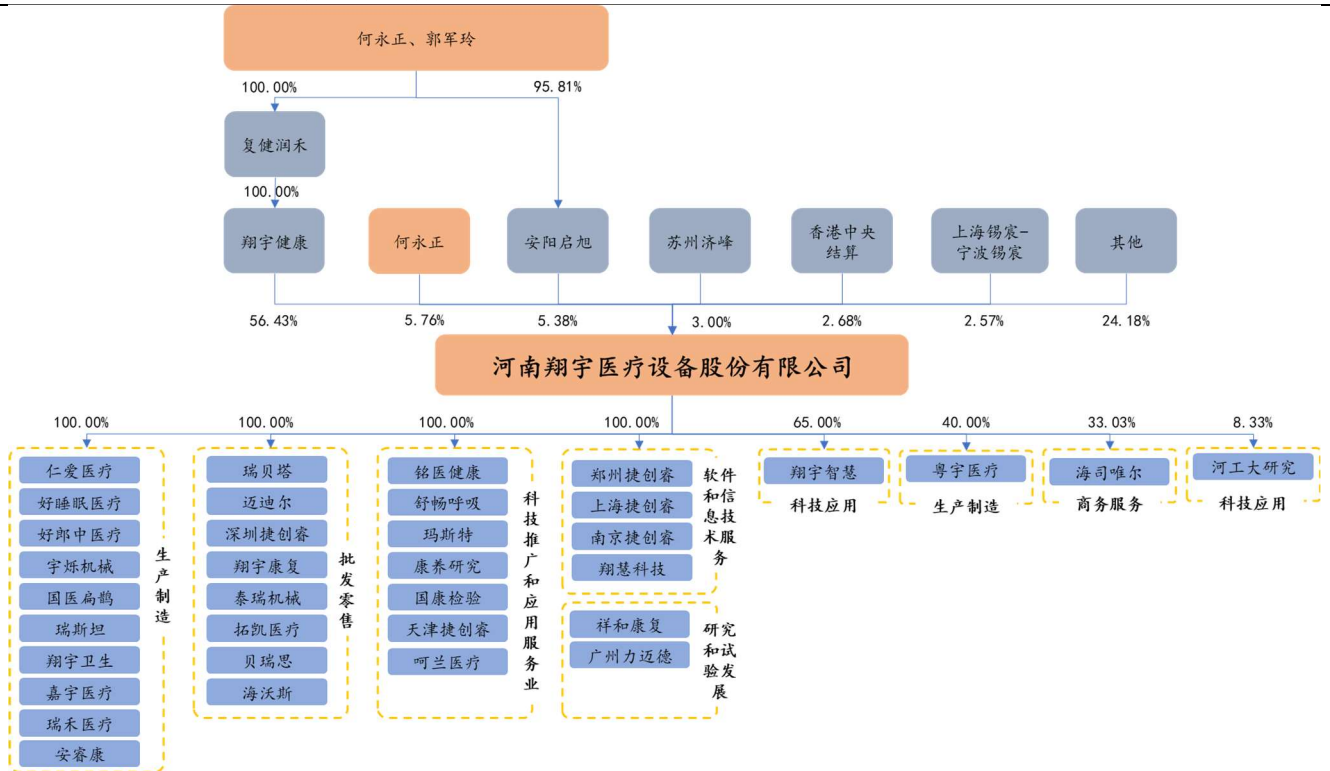
图表 3 公司管理层基本情况

姓名	职务	履历
何永正	董事长 总经理 技术总监	1972 年出生，大专学历，地理专业。2002 年开始创业设立翔宇公司，2002 年至 2015 年 1 月任公司执行董事、法定代表人，2018 年 9 月至今担任翔宇医疗董事长。2018 年 3 月当选中国研究型医院学会冲击波医学专业委员会中医与能量医学整合疗法教育与培训专家委员会主任委员，2018 年当选为中国医学装备协会中医装备分会第一届副会长、中国医学装备协会康复医学分会副会长。2019 年被中国康复医学会聘为中国康复医学会康复大数据工作委员会第一届委员会副主任委员、康复工程与产业促进专业委员会第一届委员会副主任委员。作为主要发明人获得授权发明专利 3 项。主导研发的智能关节康复器被评为河南省工业和信息化科技成果三等奖，受聘担任中原工学院硕士研究生导师。
郭军玲	董事 副总经理 董事会秘书	1973 年出生，本科学历，地理教育专业。2018 年 12 月至 2020 年 3 月任财务总监，2018 年 12 月至今任副总经理，现任复健润禾执行董事，翔宇健康执行董事、上海坦颂执行董事，安阳启旭执行事务合伙人，子公司瑞贝塔执行董事、郑州捷创睿执行董事、瑞禾医疗执行董事、泰瑞机械执行董事、河南嘉宇执行董事兼总经理、成都翔宇执行董事、捷创睿（天津）执行董事、翔宇置业执行董事、翔宇卫生防护公司执行董事兼总经理、和信物业执行董事。
金宏峰	财务总监	1974 年出生，本科学历，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，北京联创创业股份有限公司财务总监，濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司财务总监。2023 年 2 月加入河南翔宇医疗设备股份有限公司，现任董事长助理。
马登伟	研发中心总工程师	1982 年 12 月生，研究生学历，计算机软件与理论专业。2017 年 3 月，加入翔宇医疗，现任公司研发中心总工程师。在国家科技部多个重点专项方面，代表公司主导和参与了“中风后主要功能障碍的中医康复研究”、“医养结合服务模式与规范的应用示范”、“脊髓损伤康复机器人研制与应用示范”三个项目的成功申报工作；主持了河南省工信厅“康复医疗设备工业互联网云平台”项目申报工作；参与了河南省科技厅“新型磁疗康复诊疗设备关键技术研究及产业化”项目申报工作。

资料来源：iFinD，公司招股说明书，华安证券研究所

公司股权结构集中，子公司覆盖产业链全环节。何永正、郭军玲夫妇为公司实际控制人，直接和间接共持有公司 67.34% 的股份，持股集中，对公司有绝对控制权。子公司围绕产品研发、软件开发、生产制造、批发零售等，分工明确、各司其职，覆盖产业链全环节。

图表 4 公司股权结构图(截至 2024 年 3 月)



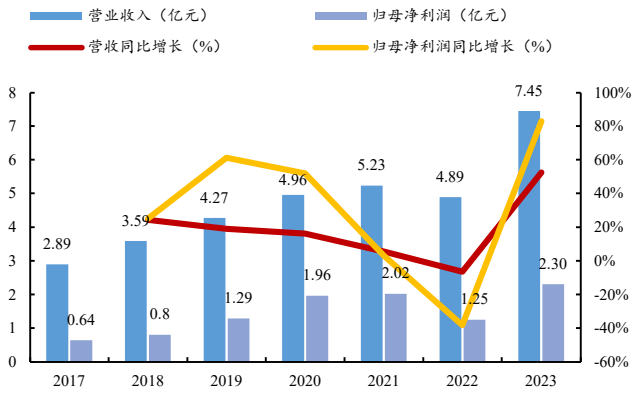
资料来源: iFind, 华安证券研究所

1.3 营收利润稳健增长，费用率管控良好

公司发展稳健，营收与归母净利润持续增长，康复理疗设备与康复训练设备占比公司营收85%以上。公司营收由2017年的2.89亿元增长至2022年的4.89亿元，复合增长率为11.09%；归母净利润由2017年的0.64亿元增长至2022年的1.25亿元，复合增长率为14.33%。根据公司2023年业绩快报，2023年公司营收达7.45亿元，同比增长52.46%，归母净利润达2.30亿元，同比增长82.96%。其中，2022年公司营收和归母净利润均下滑原因系多重超预期因素造成公司营销活动及物流运输受到不同程度影响。

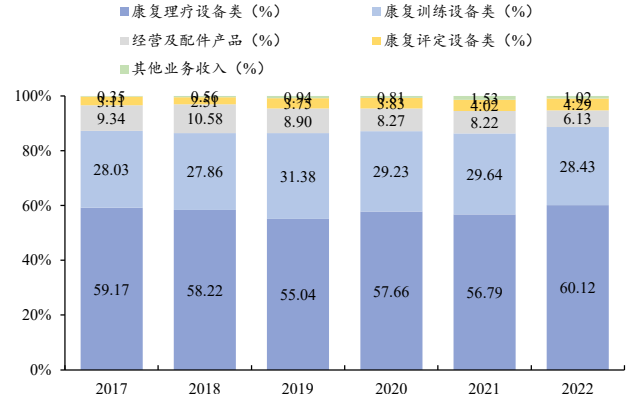
2017年至2022年公司各类产品收入比例基本稳定，康复理疗设备与康复训练设备为公司的主要收入来源，占比85%以上。

图表 5 2017-2023 年公司营收及归母净利润情况



资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所
注: 公司 2023 年财务数据源自业绩快报, 未经审计

图表 6 2017-2022 年公司分产品收入构成

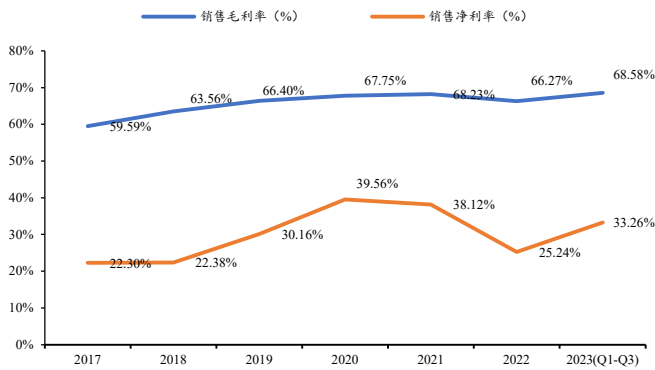


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

盈利能力稳中有升, 费用率管控良好。2017 年至 2023 年前三季度公司毛利率和净利率总体均呈现上升态势, 2023 年前三季度, 公司毛利率为 68.58%, 净利率为 33.26%。2022 年公司净利率下降主要原因系研发与销售费用双增长。

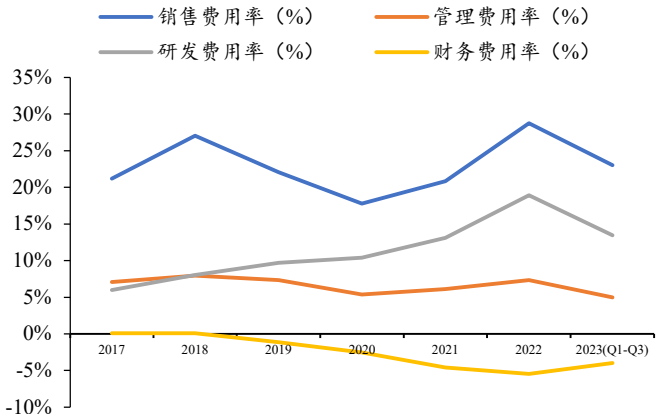
公司管理费用率和财务费用率保持稳定, 2017 年至 2022 年, 二者平均值为 6.87%/-2.26%, 2023 年前三季度分别达 4.98%/-3.97%。随着公司销售规模、市场覆盖率的提升, 公司销售费用持续增长, 销售费用率从 2017 年的 21.20% 提升至 2022 年的 28.78%, 2023 年前三季度达 23.01%。公司重视新产品和新工艺研发, 研发费用持续增长, 研发费用率从 2017 年的 6.02% 提升至 2022 年的 18.92%, 2023 年前三季度达 13.45%。

图表 7 2017-2023 (Q1-Q3) 公司利润率情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 2017-2023 (Q1-Q3) 公司期间费用及研发费用情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 康复医学如日方升, 康复医疗器械蓄势待发

康复医学是与预防医学、临床医学、保健医学并列的四大现代医学门类之一, 康复医学解决了临床医学难以解决的问题, 包括长期功能障碍或功能丧失。康复医疗器械指在康复医疗中用于康复评定、训练与治疗、有效改善或恢复患者功能的医疗设备, 按不同用途可分为康复评定设备、康复训练设备以及康复理疗设备。

康复评定设备用于评定功能障碍的性质、部位和严重程度, 并预估其发展趋势、

预后和转归，确定康复目标，制定切实可行的康复治疗方案。

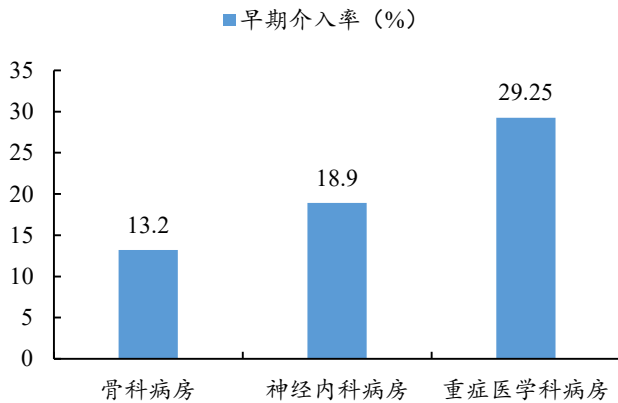
康复训练设备通过运用物理治疗、作业治疗和言语治疗等康复治疗技术进行肢体和感知训练，从而协助患者最大限度恢复残存功能。

康复理疗设备应用天然或人工物理因子方法作用于人体，例如光、电、声、磁、热、冷等，以达到保健、预防、治疗疾病和功能恢复目的。

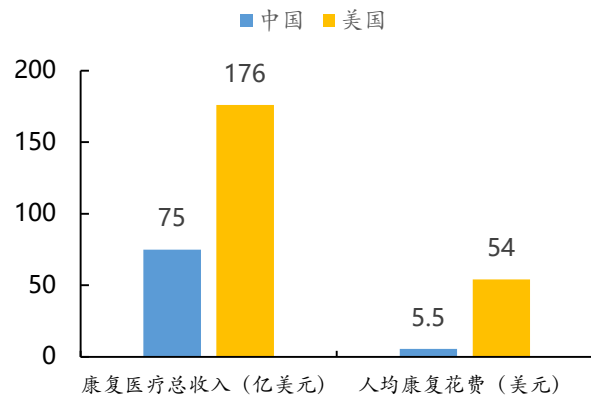
2.1 康复治疗介入率低，康复医疗行业市场潜力庞大

千亿消费市场，需求亟待满足。康复医疗术后效果显著，中国康复体系建设任重道远。临床数据显示，腹腔镜阑尾炎切除术后接受红外线理疗的急性阑尾炎患者相比仅给予腹腔镜阑尾炎切除术治疗的患者术后恢复时间更短、临床症状更弱、并发症发生率更低。接受康复训练的骨折患者膝关节功能更好，并发症更低。但由于康复医学在我国起步较晚，国内康复医学理念尚未完全普及，国民康复意识和对康复的接受程度相对较低。2021年国内骨科、神经内科、重症医学科早期（术后24-48h）康复介入率分别为13.2%、18.9%、29.25%，根据毕马威统计，2017年美国康复医疗总收入是中国的2.35倍，人均康复医疗花费是中国的9.82倍，究其原因是中国缺乏与手术匹配的康复体系，中国康复医疗市场仍有极大提升空间。《中国卫生健康统计年鉴》显示，2018年中国康复医疗市场总消费约为582亿人民币，以2014年至2018年的年复合增长率推算，中国康复医疗服务市场在2021年已进入千亿规模。

图表 9 2021 中国骨科、神经内科、重症医学科早期（术后 24-48h）康复介入率



图表 10 2017 年中美康复医疗总收入与人均康复花费对比



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》，华安证券研究所

资料来源：毕马威，华安证券研究所

康复医疗行业终端受益者涵盖了老年人、慢性疾病患者、残疾人、术后功能障碍者、产后功能障碍者、重疾人群等群体，潜在康复需求巨大。随着我国老年人口快速增长、生活自理能力缺失的失能老人群体持续扩大，日常专业康复的需求量大且功能要求越来越高。因为交通、工伤事故致残的伤残者，每年增量也达 100 多万，其中大部分都存在康复需求。截至 2018 年，全国仍至少有约 7,000 多万残疾人口尚未享受到基本康复服务。基于日益增长的康复需求，康复医疗器械的未来发展将获得更大的市场空间和可能性。

图表 11 康复医疗覆盖人群

市场分类	终端受益者	市场情况
养老市场	老年人	预计 2028 年 60 岁以上老年人占中国总人口比例达 25%，老年人康复需求将成为国内康复医疗器械市场发展的主要推动力之一。
慢性病市场	慢性疾病患者	我国有 2 亿多慢性病患者，其中存在康复需求的超过 1,000 万，因为交通、工伤事故致残的伤残者，每年增量达 100 多万，其中大部分都存在康复需求。
残障市场	残疾人	全国残疾人总人数为 8,502 万，截至 2018 年全国仍至少有约 7,000 多万残疾人口尚未享受到基本康复服务。
加速康复外科市场	术后功能障碍者	2017 年，我国医疗卫生机构住院病人手术人次高达五千万人次。目前全国范围内对于加速康复外科概念的推广及普及尚未覆盖每年的手术人次，市场容量远没有饱和。
产后康复市场	产后功能障碍者	女性产后恢复不良会引起各种亚健康障碍，对一生的健康具有较大的影响。中国每年约有 1,600 万新生儿降生，产后恢复的全国市场潜力巨大。
重疾康复人群市场	重疾人群等	2018 年公立医院恶性肿瘤出院人次为 338 万人，心脑血管病 568 万人，再加上各种严重肾病、肝病以及接受器官移植等患者超千万人次。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

康复设备的适应症广泛，应用多元。同一康复医疗器械技术通常有多种应用场景，具备多重治疗效果，治疗范围广、适用科室多。以射频治疗为例，该技术能够无创使病变部位的分子和离子在其平行位置振动，并互相摩擦产生热效应，使患部的表层和深层组织均匀受热，从而达到抑菌、消炎、止痛、解痉，促进血液循环和修复，增强机体免疫力的多种治疗目的。公司体外冲击波治疗仪能够用于骨关节、疼痛、男性疾病等治疗，适用康复医学科、血管科、疼痛科、骨科多种科室，市场应用场景多元。

图表 12 公司部分康复医疗器械治疗范围及适用科室或机构

设备类别	产品名称	治疗范围	适用科室或机构
康复评定类	医用红外热像仪	疼痛科：辅助诊断疼痛症；腰间盘突出；软组织损伤等	康复医学科、中医科、体检中心、血管科、急诊科、疼痛科、骨科、神经内外科、耳鼻喉科等
		中医科：体质辨识、疾病辨证、经络穴位研究等	
康复理疗类	体外冲击波治疗仪	妇科：乳腺疾病、宫颈炎等	骨科、疼痛科、康复医学科、针灸推拿科、中医科、男科、泌尿科、创面修复科、烧伤科、内科、皮肤科、神经内科等
		骨关节疾病：骨不连、骨折延迟性愈合、距骨缺血性坏死等	
		疼痛疾病：三叉神经痛、坐骨神经痛、间神经痛、幻肢痛等	
	男性疾病：前列腺炎、阴茎硬结、男性 ED 等		
电脑中频治疗仪	神经系统疾病：偏头痛、肌紧张头痛、睡眠障碍、周围神经损伤等	康复科、骨科、中医科、老年医学科、神经科、泌尿科、内科、疼痛科	
	消化系统疾病：腹泻、胃灼痛、胃十二指肠溃疡等		
	骨关节疾病：肩周炎、风湿性关节炎、关节挛缩等		

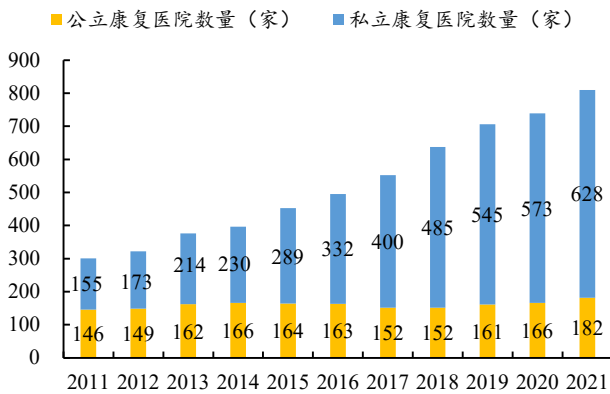
		泌尿系统疾病：尿潴留	
		精神类疾病：抑郁症、强迫症、睡眠障碍等	
经颅磁刺激器		神经系统疾病：脑卒中、脊髓损伤、脑外伤、帕金森等	康复医学科、神经内科、神经外科、精神科等
		其他疾病：偏头痛、耳鸣、肌纤维痛、多动症、孤独谱系障碍等	
		骨关节疾病：四肢骨折与脱位、肩袖损伤、肌腱炎等	
康复训练类	四肢联动康复训练仪	神经系统疾病：中枢及外周神经损伤导致的肌力不足，肌张力异常等	康复医学科、骨科、神经科、老年医学科等
		老年性疾病：重症肌无力、老年痴呆症、帕金森等	

资料来源：《全院临床康复一体化装备指南》，华安证券研究所

2.2 下游需求带动市场增长，市场潜力释放在即

康复医院数量持续提升，私立康复医院数量增速显著。根据《中国卫生健康统计年鉴》统计，2011~2021年，中国康复医院数量从301家提升至810家，年复合增长率为10.41%，其中私立康复医院占比87.62%的增量，年复合增长率为15.02%，超越康复医院整体增速。同期中国康复医学科床位数从8.37万张提升至32.77万张，年复合增长率为14.61%。2021年，每千人康复床位数上升至0.23张，以《北京市医疗卫生服务体系规划（2016-2020年）》中2030年每千人0.5张康复床位为目标进行估算，仍有37.86万张的缺口。

图表 13 2011-2021 年中国康复医院数量



资料来源：卫健委，iFinD，华安证券研究所

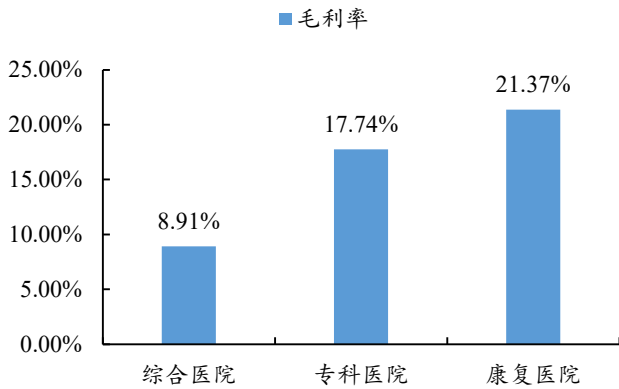
图表 14 2011-2021 年中国康复医学科床位数



资料来源：卫健委，iFinD，华安证券研究所

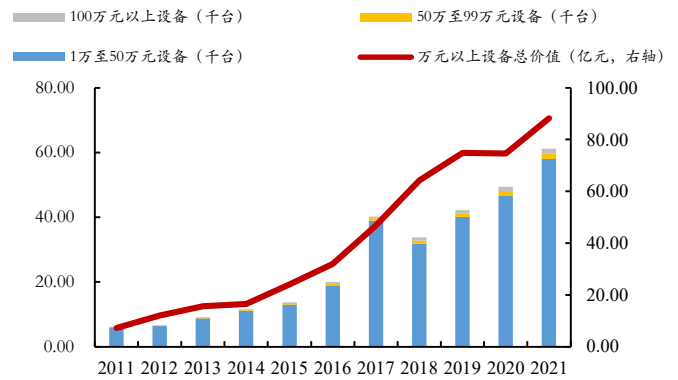
康复医院毛利率占优，万元以上设备配置台数持续提升。与综合医院相比康复医院单床投入较低、对医生依赖程度较低、医疗风险较小、社会资本进入更易实现预期的投资回报，相对较高的毛利率带动康复医院万元以上设备数量与总价的增加。2011~2021年，中国康复医院万元以上设备总价值从7.32亿元提升至88.25亿元，年复合增长率为28.28%，万元以上设备数量从6.16千台提升至61.18千台，10年间康复医院百万元以上设备占比略有提升，2021年1~50万元的设备占94.81%，是康复医疗器械市场的主要价格分布区间。

图表 15 2018 年综合、专科、康复医院毛利率情况



资料来源：卫健委，前瞻产业研究院，华安证券研究所
注：毛利率=[医疗收入(或事业收入)-医疗业务成本(或医疗卫生支出、事业支出)]/医疗收入(或事业收入)

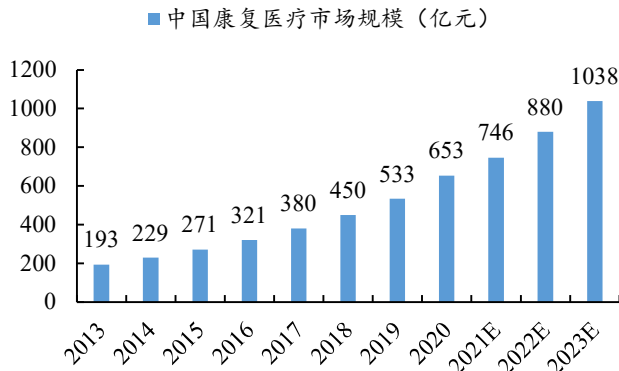
图表 16 2011-2021 年中国康复医院万元以上设备情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

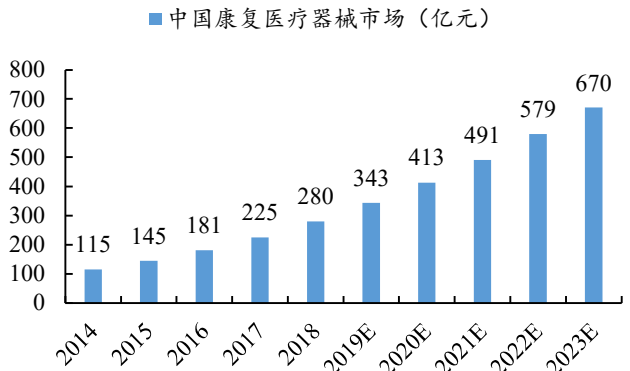
国民生产总值不断提高、老龄化社会加速到来以及各级医疗机构对康复科建设的不断重视和患者康复意识的不断加强等多方需求合力，促成中国康复医疗市场规模与康复设备需求量的快速增长，2013~2020 年，康复医疗市场规模复合增长率为 19.02%，预计 2023 年达 1038 亿元；2014~2018 年，康复器械市场规模复合增长率为 24.92%，预计 2023 年达 670 亿元。康复医疗器械行业已成为医疗器械这个朝阳产业的重要部分、其承载着科技创新与人文关怀，具有广阔的发展前景，可谓是“朝阳产业中的朝阳产业”。

图表 17 2013-2023E 中国康复医疗市场规模



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 18 2014-2023E 中国康复医疗器械市场规模



资料来源：伟思医疗招股说明书，Frost&Sullivan，华安证券研究所

医院康复科建设持续推进，市场需求规模接近千亿。《2022 中国卫生健康统计年鉴》数据显示，截至 2021 年，全国共设立综合医院 2.03 万家，其中三级综合医院 1763 家，二级综合医院 4839 家。《2021 年度国家康复医学专业医疗服务与质量安全报告》对 2020 年全国二级以上全部综合医院、康复医院（包括中医、中西医结合综合医院，不包括部队系统医院）的康复医疗服务统计分析显示，2020 年共有 1200 家一级医院、1060 家二级医院配置了康复医学病房，分别占 2020 年一级/二级医院的 73.57%/21.52%。

翔宇医疗招股说明书估算，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。以中间值 750 万估计二级医院的康复科建设费用，一级与无评级综合医院在二级综合医院建设康复科费用的基础上适当降低，分别取 500/300 万元；一级与无评级综合医院在二级综合医院未配置康复医学病房比例的基础上适当提高，取 80%进行估算，仅综合医院康复科建设新增康复医疗器械的市场规模已达 836 亿元，发展空间广阔。

图表 19 康复医疗器械未来增长空间测算

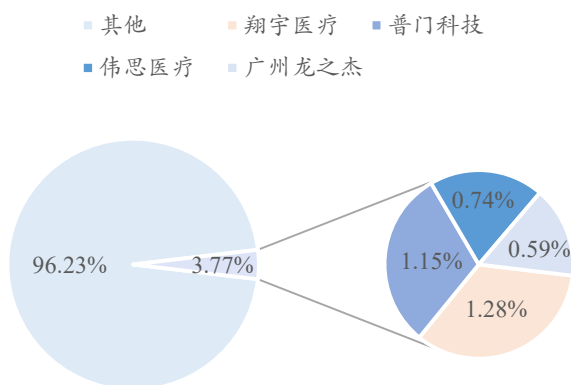
	三级综合医院	二级综合医院	一级综合医院	无评级综合医院
医院数 (所)	1763	4839	9142	4563
未设立康复医学科比例 (%)	25%	75%	80%	80%
未设立康复医学医院数 (所)	441	3629	7314	3650
康复医疗器械投入 (万元)	2000	750	500	300
康复医疗器械费用合计 (亿元)	88	272	366	110

资料来源：公司招股说明书，卫健委，中国知网，华安证券研究所测算

中国康复医疗行业处于“跑马圈地”阶段，目前竞争格局较为分散，翔宇有望进一步提升市场份额。从竞争格局看，国内康复医疗器械行业内企业数量较多，普通康复医疗器械技术壁垒较低、产品同质化程度高但细分需求与产品种类多，行业相对分散。2018 年翔宇医疗、普门科技、伟思医疗、广州龙之杰（诚益通的康复医疗器械板块）总营收仅占中国康复医疗器械市场总规模的 3.77%。

未来康复医疗器械会向物联网、医联体、中医现代化、模块化与集成化方向升级，带动康复医疗器械治疗水平的提高。同时康复医疗器械可使用周期较长，先进入企业较易形成渠道壁垒，形成强者恒强、市场集中度不断提高的趋势。目前，公司已研发并生产出多款智能型设备，如平衡功能训练及评估系统、智能三维综合训练平台、手功能综合康复训练平台、智能下肢反馈康复训练系统、智能红外光灸疗仪等，包括可用于多人同时进行康复训练以及情景互动型设备，在提高使用者感官感受的同时，提升治疗效果。有望进一步提升市场地位，扩大市场份额。

图表 20 2018 年中国康复医疗器械市场竞争格局



资料来源：伟思医疗招股说明书，Frost&Sullivan，iFinD，华安证券研究所

图表 21 康复医疗器械行业创新方向

物联网方向	康复设备智能化升级，实现数据传输、筛选、识别功能。
	数据计算平台建设，数据实时传输、储存、计算。
	数据处理和应用平台，利用数据挖掘构建病症知识图谱，规范化康复训练。
医联体方向	康复医联体建设，同时满足不同级别的医疗单位患者的双向转诊、在线问诊等。
中医现代化方向	结合中医理论与计算机、大数据、人工智能原理的现代化的应用，实现现代化的中医治疗。
模块化与集成化方向	指声、光、电、磁类产品可以形成独立的模块化产品，具有独立性、高效性，集中性，便捷性。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.3 政策全方位支持，推动康复医疗器械企业快速发展

政策鼓舞，国产康复医疗器械优势凸显。2012~2023年，各项政策的密集出台落实，2015年《中国制造2025》将康复设备纳入重点产品，2016年《关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》为康复辅助器具企业提供税收、金融、财政支持，并提出完善康复辅助器具医保支付制度，提升康复辅助器具产业自主创新能力，打造“中国制造”品牌。良好的政策激励，使国产康复医疗器械行业备受鼓舞，发展迅速。随着我国康复医疗器械行业的发展，国产康复医疗器械与进口产品的差距不断缩小，高性价比的优势在国内市场上将更为凸显。

政策要求，各级医疗机构积极布局康复医疗领域。近年来国家出台的一系列政策对我国的康复医疗服务体系，康复医疗人才培养和队伍建设以及康复医疗支持保障力度等提出明确规定。其中，2021年由卫健委等八部门出台的《加快推进康复医疗工作发展意见》提出“力争到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。”“推进康复医疗服务和康复辅助器具配置服务深度融合。医疗机构要按照有关要求，合理配置康复辅助器具适配设备设施。”因此，在各级医疗机构持续加大康复科室建设力度的同时，康复医疗器械行业将不断受益。

图表 22 康复医疗行业相关政策

方向	时间	文件名称	发布单位	相关内容
企业端	2015.05	《中国制造2025》	国务院	医疗器械的发展重点分为重点产品、关键零部件和关键共性技术三部分，其中重点产品又分四种：医学影像设备，临床检验设备，先进治疗设备，健康监测、远程医疗和康复设备。
	2016.10	《关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	国务院	为康复辅助器具企业提供税收、金融、财政支持；完善康复辅助器具医保支付制度，到2020年，康复辅助器具产业自主创新能力明显增强；产业规模突破7,000亿元；适应消费需求升级，打造“中国制造”品牌。
医院端	2017.01	《国务院关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知》	国务院	未来要完善治疗—康复—长期护理服务链，发展和加强康复等接续性医疗机构；支持社会力量以多种形式参与健康服务。
	2018.10	《关于全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020年）》	卫健委	各基层医院需完善诊疗科目设置，独立设置康复医学科等一级诊疗科目，力争使我国90%的县医院、县中医院分别达到服务能力基本标准要求。
	2021.06	《关于加快推进康复医疗工作发展意见》	卫健委等	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，创新康复医疗服务模式等。力争到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。康复医疗服务能力稳步提升，服务方式更加多元化，康复医疗服务领域不断拓展，人民群众享有全方位全周期的康复医疗服务。

2022.01	《关于全面加强老年健康服务工作的通知》	卫健委等	到 2025 年，二级及以上综合性医院设立老年医学科的比例达到 60% 以上，鼓励医疗资源丰富地区的部分一级、二级医院转型为护理院、康复医院等，鼓励多方筹资建设基于社区、连锁化的康复中心和护理中心，鼓励有条件的基层医疗卫生机构根据需要设置和增加提供老年护理、康复服务的床位，鼓励二级及以上综合性医院提供康复医疗服务；加强老年中医药健康服务，二级及以上中医医院要设置“治未病”科室，鼓励开设老年医学科，增加老年病床数量，开展老年常见病、慢性病防治和康复护理。
2023.02	《2023 年国家医疗质量安全改进目标》	卫健委	明确要求“提高住院患者早期康复介入率”，并在核心策略方面提出“建立由康复医学科与骨科、神经内科、重症医学科等临床科室组成的早期康复介入多学科团队，按照临床康复一体化模式展开工作”，“明确相关质控数据提取、监测方法及评价机制，将目标改进情况纳入科室绩效考核”等，为全院临床康复一体化的规范化发展提供了具体指导建议和数据监测、评价机制基础。
2023.04	《国家卫生健康委办公厅关于进一步推进加速康复外科有关工作的通知》	卫健委	完善工作制度，促进加速康复外科诊疗模式实施，强化康复早期介入，将康复贯穿于疾病诊疗全过程。
2023.05	《关于开展全面提升医疗质量行动（2023-2025 年）的通知》	卫健委等	在 2023-2025 年各省行动效果监测指标体系中，将提高“早期康复介入率”纳入医疗行为质量的考核范围

资料来源：公司招股说明书，公司公告，政府各部门官网，华安证券研究所

医保覆盖范围扩大，康复医疗需求加速释放。2010 年《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗范围的通知》将 9 项以残疾人康复为主的康复医疗项目纳入医保；2016 年《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》将医保报销的康复项目增加到 29 项，覆盖人群从残疾人为主体扩张到了各类患者，康复领域从主要为肢体障碍扩张到肢体障碍、精神障碍、言语障碍、听力障碍等范围；2015 年《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》引导医疗机构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平。2016 年《国务院关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》提出降低药品、医用耗材和大型医用设备检查治疗和检验等价格，重点提高诊疗、手术、康复、护理、中医等体现医务人员技术劳务价值的项目价格。

医保覆盖范围的扩大直接推动了消费需求的释放，康复医疗支付价格的提高则

能够间接推动医院布局前期忽视的康复治疗领域的发展，医疗设备国产替代的政策加速国产设备替代进口设备进程，“中国制造”有望在相关利好政策中乘风破浪，扶摇直上。

图 23 康复医疗医保支付相关政策及促进国产替代政策

时间	文件名称	发布单位	内容
2010.09	《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保险保障范围的通知》	人社部等	将运动疗法、偏瘫肢体综合训练、脑瘫肢体综合训练、截瘫肢体综合训练等 9 项以残疾人为主的康复医疗项目纳入医保。
扩大康复医疗支付范围	2016.03	人社部等	康复综合评定、吞咽功能障碍检查、平衡试验、职业功能训练、精神障碍作用疗法训练等 8 项评定性医疗康复项目与 12 项治疗性医疗康复项目纳入基本医疗保险支付范围。
	2021.08	北京市医保局	加入“移动式机器人辅助下肢步行训练”支付项目，治疗时间 30-45 分钟/次，222 元/次。
提高康复医疗支付价格	2021.01	浙江省医保局	调整了医疗服务价格项目，将经颅磁刺激治疗（TMS）纳入浙江省医保支付，200 元/次，一个住院过程最多按 10 次计价。
	2016.12	国务院	按照“总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位”的原则，降低药品、医用耗材和大型医用设备检查治疗和检验等价格，重点提高诊疗、手术、康复、护理、中医等体现医务人员技术劳务价值的项目价格。
促进医疗设备国产替代	2015.03	国务院	《国务院关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》 《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015 年-2020 年）》 引导医疗机构合理配置适宜设备，逐步提高国产医用设备配置水平，加强大型医用设备配置规划和准入管理，逐步建立大型设备共用、共享、共管机制；到 2020 年，按照每千常住人口不低于 1.5 张床位为社会办医院预留规划空间，同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间，支持社会办医院合理配备大型医用设备。

资料来源：公司招股说明书，政府各部门官网，华安证券研究所

3 产品体系+销售渠道+研发产出，稳固优势地位

3.1 产品丰富，全院康复方案提供商

公司在康复医疗器械领域拥有相对完整的产品体系，能够为客户提供全领域的康复医疗器械产品。截至 2023 年上半年，公司自有产品包括：康复评定设备、康复训练设备、康复理疗设备、康复辅具、康复护理设备，已形成 20 大系列、500 多种自有产品的丰富产品结构。公司产品中，颈腰椎治疗多功能牵引床、极超短波治疗机、经颅磁脑病生理治疗仪等 38 种产品被列入国家中医药管理局中医诊疗设备评估选型推荐品目；体外冲击波治疗仪、四肢联动康复训练仪、认知障碍康复评估训练系统等 23 种产品入选中国医学装备协会遴选的优秀国产医疗设备目录。同时，公司被列入中央军委后勤保障部采购目录，并被评为一级生产型供应商。

图表 24 公司各品目首次入围优秀国产医疗设备目录时间

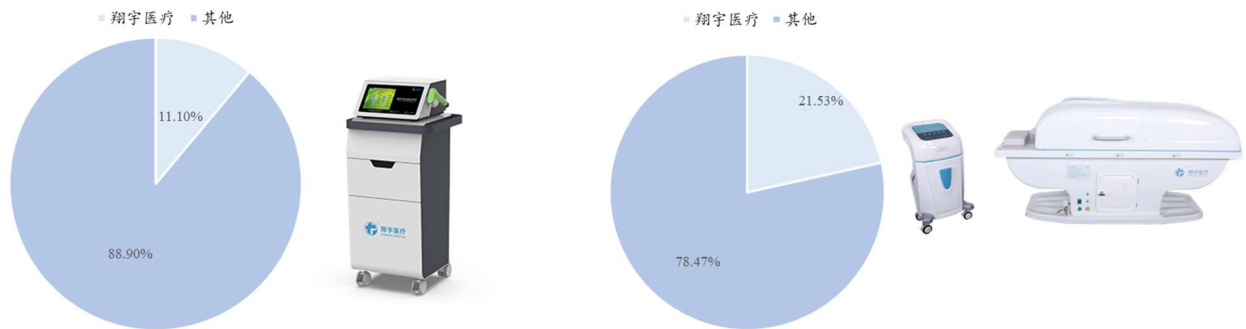
2018	体外冲击波治疗仪 XY-K-MEDICAL
2019	认知障碍康复评估训练系统、四肢联动康复训练仪
2020	激光磁场理疗仪、空气波压力治疗仪、吞咽神经和肌肉电刺激仪、颈腰椎治疗多功能牵引床、多功能牵引床
2021	半导体激光治疗仪、光子治疗仪（红蓝光）、舱式中药熏蒸机、床式中药熏蒸机、局部喷头中药熏蒸机、主被动运动康复训练装备
2022	平衡评估训练系统
2023	定位牵引系统、脊柱定位减压系统

资料来源：公司招股说明书，公司公告，中国医学装备协会，华安证券研究所。

大单品市场占有率高，竞争力强。体外冲击波治疗仪与熏蒸治疗仪是公司销售额最高的两大单品，2019 年，公司体外冲击波治疗仪销售额达 3173 万元，市占率为 11.10%；熏蒸治疗机销售额达 2593 万元，市占率为 21.53%。

体外冲击波治疗仪治疗疼痛效果显著、具有良好的市场前景，同时对研发生产能力要求较高，早期国内体外冲击波治疗仪市场更多被进口设备占据。2011 年公司率先在国内获得体外冲击波治疗仪医疗器械注册证，并持续专注于产品质量与功能的提升，2019 年成为国内率先研制出肌骨超声冲击波的企业。熏蒸治疗机将中药药液加温为中药蒸汽，对皮肤或患处进行直接熏蒸，透过人体皮肤、穴位、孔隙吸收渗透药物离子达到治疗目的。公司熏蒸治疗仪温度设定范围广，控制精准，具有供氧与臭氧消毒功能，保障患者在治疗过程中呼吸顺畅，避免交叉感染。

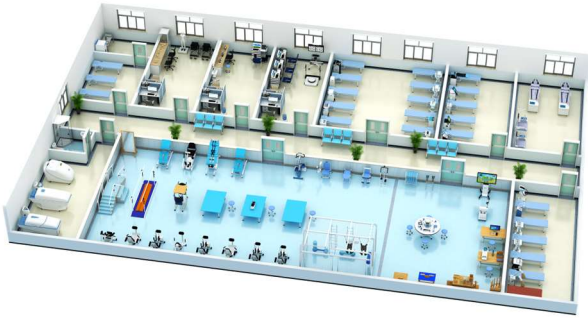
图表 25 中国冲击波治疗仪和熏蒸治疗机市场竞争格局（2019 年）



资料来源：亿渡数据，共研产业咨询，公司官网，公司招股书，华安证券研究所

覆盖康复配置大部分品种，提供医疗机构康复解决方案。公司完善的产品体系，能够覆盖国家卫健委关于建设综合医院康复科、康复医院以及康复医疗中心基本标准等文件中要求配置的大部分品种，为医院康复科提供一站式解决方案。

图表 26 综合康复医学科方案



图表 27 康复医疗中心基本标准（试行）专科设备基本要求

康复评定	配置运动功能评定、平衡功能评定、认知言语评定和作业评定等设备
运动治疗	至少配备训练用垫、肋木、姿势矫正镜、平行杠、楔形板、轮椅、训练用棍、砂袋和哑铃、墙拉力器、肌力训练设备、前臂旋转训练器、滑轮吊环、电动起立床、功率车、治疗床（含网架）、训练用阶梯、训练用球、踏步器、助行器、平衡训练设备、运动控制能力训练设备、功能性电刺激设备、儿童运动训练器材等
物理因子治疗	至少配备电疗、光疗、超声波治疗、传导热治疗、冷疗、功能性牵引治疗等设备
作业治疗	至少配备日常生活活动作业、手功能作业训练、模拟职业作业等设备。
中医康复治疗	至少配备针灸、火罐、中药药浴、中药熏蒸等设备。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：卫健委，《康复医疗中心基本标准（试行）》，华安证券研究所

专家背书，提供多个专科康复解决方案。子公司河南智慧康养设备产业研究院与国内 200 余名康复行业著名专家共同打造了 38 个临床专科康复解决方案，能够为各类终端机构提供涵盖疼痛康复解决方案、神经康复解决方案、骨科康复解决方案、中医康复解决方案、产后康复解决方案、加速康复外科康复解决方案、心肺康复解决方案、老年（医养）康复解决方案、儿科康复解决方案等专科康复解决方案，实现了各专科常见疾病的临床康复路径及康复诊疗方案的标准化和普及应用。

公司产品经历了单个设备的研发生产→科室解决方案→康复医院解决方案&综合医院全院临床康复一体化整体解决方案→（市县乡）区域康养一体化的整体转型和业务提升。目前，公司已协助部分地区成功打造康养示范（市）县。

图表 28 公司十大解决方案

 <p>综合康复医学科方案 康复治疗是一门促进患者身心功能康复的新的治疗学科，主要目的...</p>	 <p>疼痛康复解决方案 “一站式”的疼痛整体解决方案，打造以疼痛预防、诊断、控制、...</p>	 <p>神经康复解决方案 神经康复功能评分系统适用于康复医学科、神经内科、神经外科、...</p>	 <p>骨科康复解决方案 骨科康复主要是指因骨骼、肌肉、肌腱、关节、韧带、关节软骨...</p>	 <p>中医康复解决方案 中医康复疗法是以传统的中医(经络、穴位、针灸、拔罐、推拿按摩)...</p>
 <p>产后康复解决方案 妇科及产后康复方案是利用现代科技手段和方法，针对妇女及产后...</p>	 <p>呼吸(肺)康复解决方案 用于呼吸肌评定训练设备，实现最大呼吸气压检测。呼吸肌训练，...</p>	 <p>烧伤康复解决方案 烧伤的康复治疗因伤情程度、烧伤部位不同，造成的外观毁损，在...</p>	 <p>重症医学科康复方案 重症医学科的患者病情特殊，关于康复治疗要在充分评估患者病情...</p>	 <p>老年康复解决方案 老年康复指以维持或增强残疾老年人的各项残存身体机能及尽可能...</p>

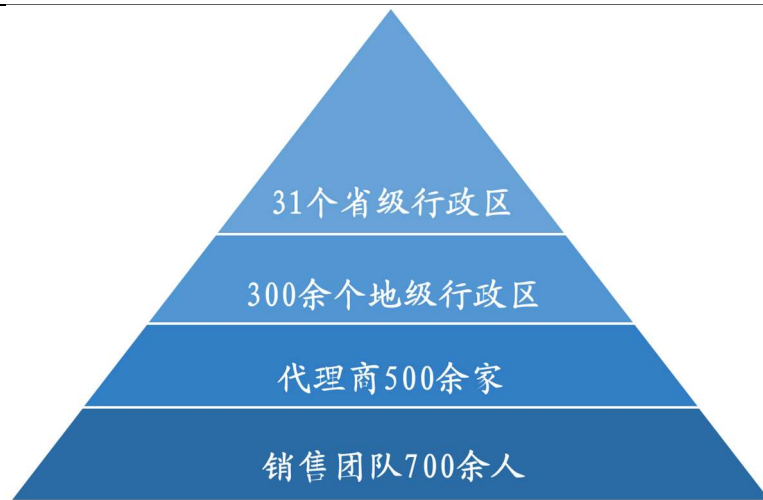
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 销售能力打开渠道，售后服务维护渠道

深耕行业多年，公司铸造强大的渠道销售能力，完成广泛的终端客户积累。公司深耕康复行业 20 多年，建立了覆盖全国的销售渠道网络布局和学术推广体系，随着产品终端覆盖面的不断扩大以及与国内康复专家持续的学术交流，可精确把握临床康复治疗需求、康复技术发展方向、市场需求动向。

随着公司对新产品的不断投入和康复医疗器械行业新市场的快速涌现，公司通过强大的品牌推广力度和多维度推广模式不断扩大产品客户群体。公司已为 31 个省级行政区域、300 余个地级行政区内上万家终端机构提供了服务，拥有近 700 人的营销团队、500 余家代理商，共同构成了国内庞大且完备的渠道销售网络。公司每个销售业务经理对应服务各自省、市、县（区）内的客户并对客户进行系统管理，始终将客户的需求摆在第一位，销售和管理能力较强。未来，公司将加大市场的推广和宣传力度，进一步提升公司品牌的价值和知名度。

图表 29 公司销售团队

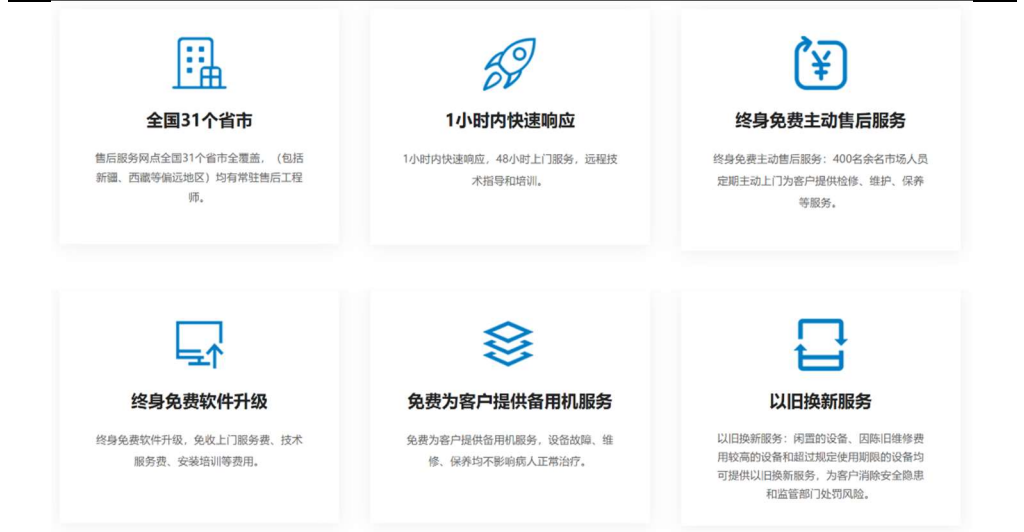


资料来源：公司公告，华安证券研究所

源头保障产品质量，常驻售后工程师提供全面保障。公司秉持质量管理体系 ISO9001 及 YY/T0287idtISO13485《医疗器械质量管理体系用于法规的要求》要求，实施全面质量管理，从产品立项设计到生产销售，对产品安全和质量进行精细管控。公司坚持从采购源头抓起，严把原材料的检验和验收。公司严格规范生产作业流程，不断提升质量管控工艺水平，保证产品质量的稳定和安全。公司拥有完整的研发体系，保障公司产品品质的优越性与稳定性。

同时公司在 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，除通过客户服务中心和客户服务保障响应机制，对客户要求和需求及时响应，满足客户正常的产品故障报修外，公司还坚持主动售后服务理念，为客户提供主动上门售后服务，对产品进行检修、维护和保养，排除潜在故障和陈旧设备的安全隐患，并定期电话回访了解客户的设备使用情况，为终端客户、消费者提供全方位保障服务。

图表 30 公司售后服务



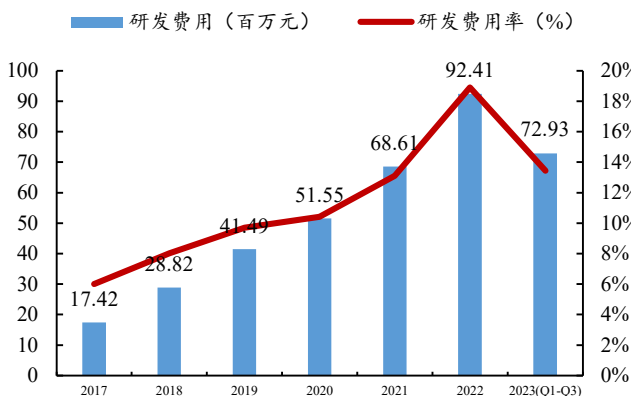
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 重视研发，拥有跨越性研发能力，研发产出高

重视研发，研发投入持续增长。公司以市场需求为导向，持续增加研发投入，搭建更好的研发实验环境，为技术突破和产品创新提供重要的基础和保障。2017~2022年，公司研发费用从17.42百万元提升至92.41百万元，研发费用率从6.02%提升至18.92%；研发人员从114人提升至434人，研发人员占比从12.27%提升至25.48%。

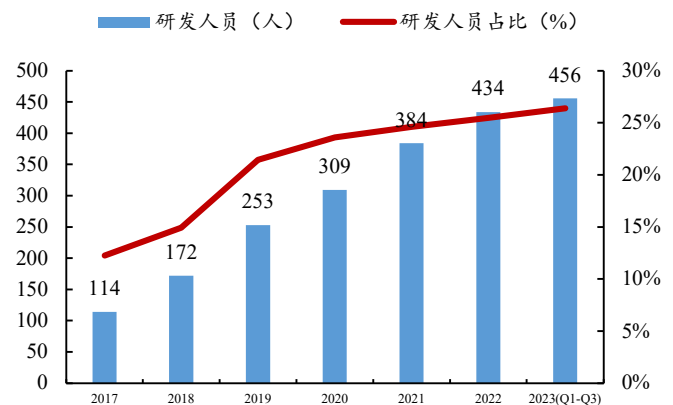
截至2023年前三季度，公司拥有研发人员456人，专业背景覆盖电子技术、计算机技术、信号处理技术、精密机械、临床医学等多种类学科，多元化、复合型的人员配备能够满足公司康复医疗器械多个细分领域的核心技术研发需要。公司不断完善研发管理机制和创新激励机制，对在技术研发、产品创新、专利申请等方面做出贡献的技术研发人员均给予相应的奖励，激发技术研发人员的工作热情。

图表 31 2017-2023 (Q1-Q3) 公司研发费用情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 32 2017-2023 (Q1-Q3) 公司研发人员情况

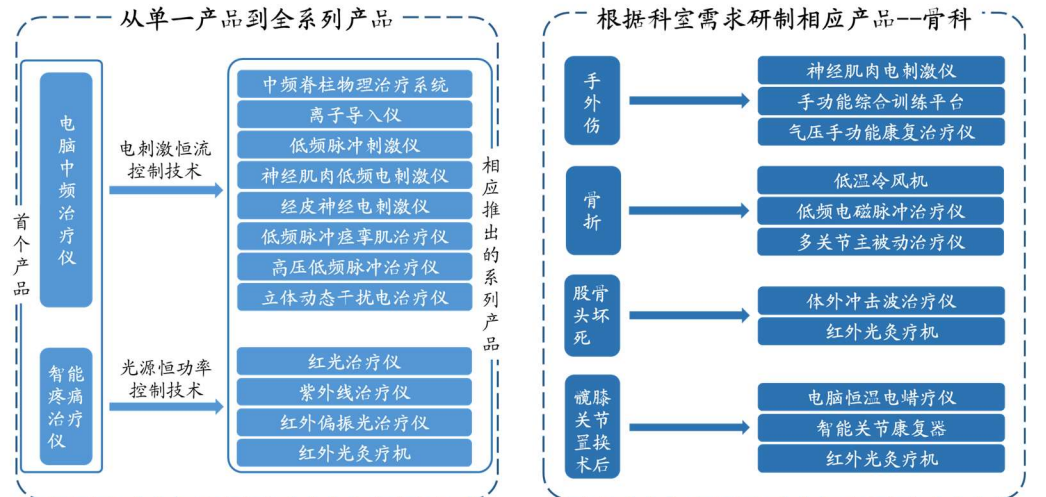


资料来源：公司招股说明书，公司公告，华安证券研究所

具备系列产品覆盖能力，综合技术研发能力。公司具备从以疾病为核心的单一产品研发到多系列产品的覆盖能力；具备从产品研发到技术研发的跨越性发展能力，

和从产品功能研发到基于疾病与专科治疗需求的综合技术研发能力。2019 年公司电脑中频治疗仪首次取得医疗器械注册证，2020 年末由电脑中频治疗仪相应推出的系列产品便已全部取得注册证。

图表 33 公司产品研发历程



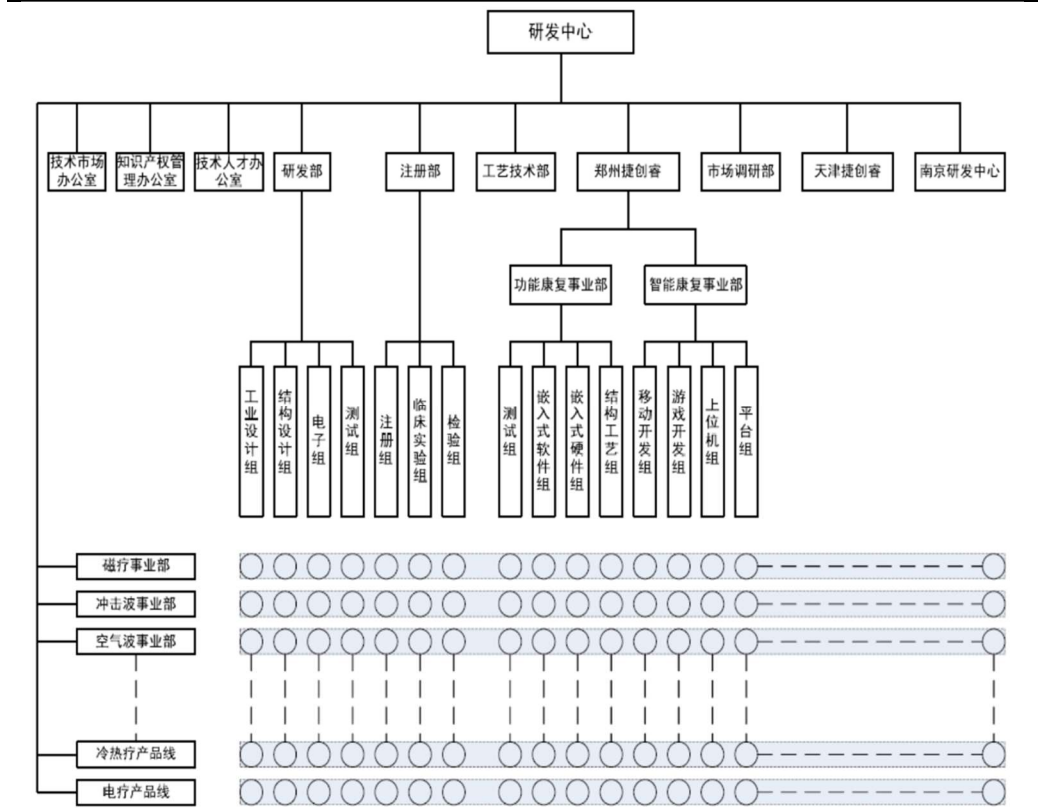
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所，注：不完全列示

研发中心矩阵完备，产学研合作提升创新活力。公司除了在住所地设有总部研发中心外，在郑州、天津、南京等多地同样设有研发中心。研发中心实行双重管理制度，下设的研发部、注册部、功能康复事业部以及智能康复事业部部门下，又下设了不同细分方向的小组，由各组长统筹管理；研发中心同时设有磁疗事业部、冲击波事业部、空气波事业部等多个事业部，每条产品线由产品经理负责，统管产品线开发团队的项目进度及任务分配，辅助产品与技术协同合作。

公司注重产学研合作，与天津大学、西安交通大学等高校及科研院所建立了长期的合作关系，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等开展长期的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。

公司重视人才储备，每年推荐人员去产学研合作单位进修，举办学术论坛及会议，邀请医院专家、检验所技术人员、高校教授等专业人员参与新产品研发的调研及指导，通过院士工作站平台对外进行学术交流，为研发提供了强有力的平台支撑。同时，公司通过每年的国外专家交流会，汲取国外先进的制造工艺和加工方法，不断开发新技术、新工艺，共同推进康复设备在中国临床康复领域的应用及发展。

图表 34 公司研发中心构架



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

模块化和组件化建设，提升研发效率快速形成产品。公司注重技术研发的同时，注重技术的模块化和组件化建设。模块化和组件化建设是指形成声、光、电、磁类产品的独立的模块化产品，可以单独使用，同时各个独立的模块化产品可以整合成逻辑层次、互通互联、多参数性、高协调性、集中性的一种集成化产品，模块化和集成化不是单一性能或技术的拼凑，而是体现在技术的融合创新、结构的互通互联、接口及协议的高效管理，具有独立性、高效性，集中性，便捷性。公司通过攻克多项技术，对积累的模块和组件进行集成化开发，能快速形成满足临床病症和临床需求的产品，并通过公司的营销渠道，快速形成产业化能力。

公司在已建成工业互联网平台的基础上，实现 OA、MES、ERP 等信息化系统融合，为企业和产业链上下游机构，提供支撑康复医疗设备制造资源泛在连接、弹性供给、高效配置的云服务平台。基于数字化管理平台，进一步强化协同设计、生产过程可视化、设备数据采集与监控、产供销协同等全方位的能力建设，通过互联互通与大数据平台的建设，不断挖掘潜能，打通数据流，提高运营效率，提升公司竞争力。

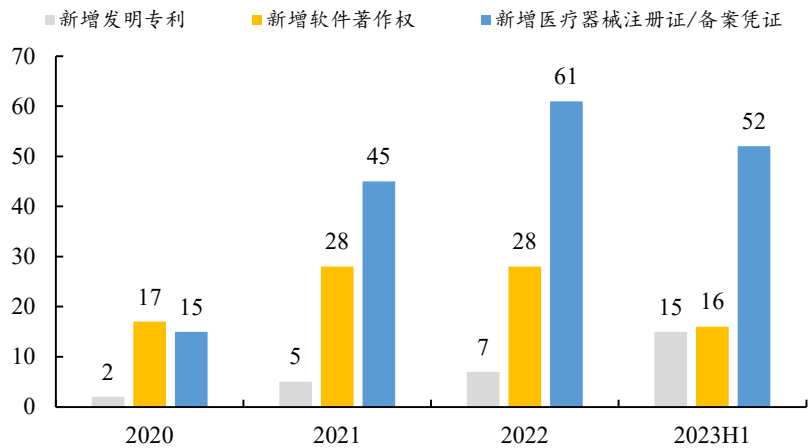
图表 35 公司核心技术 (部分)

产品系列	技术名称	技术特点描述	主要应用产品	知识产权
工作站系列	多种物理因子集成耦合技术	将超声波、脉冲磁、冲击波、肌电生物反馈、红外偏振光、电疗 6 个治疗模块的核心组件单独设计成独立安装单元，每个独立安装单元设计了单通道多线束的柔性线缆连接方案，极大简化了安装和连接。六个独立安装单元统一采用相同的机械卡榫结构，实现了单模块小型化、便捷化的安装、拆卸。	综合物理治疗系统	1、一种冲击波物理治疗头自动更换系统及冲击波物理治疗仪 2、一种体外冲击波治疗仪手柄 3、一种吸附碗及康复设备 4、一种理疗设备及其线束收纳架
模块化方向	康复医疗通用平台设计技术	控制技术采用主板、核心板、功能板、底板、电源板的设计架构，实现软硬件分块、分层设计，易于模块化管理。打破传统的通讯协议，进而使用表格式协议的硬件设计思维，打造任意波形产生、不占用 MCU 资源且运行效率高的技术堡垒。	电疗系列产品及部分光疗产品	1、一种波形量化装置及方法 2、一种治疗设备及多功能治疗装置

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司研发速度持续加快，研发产出驱动公司发展。2020~2022 年，公司新增发明专利/软件著作权/医疗器械注册证数量持续上升，2023 年上半年公司新增发明专利 15 项，新增软件著作权 16 项，新增医疗器械注册证/备案凭证 52 项。公司累积的核心技术增强公司研发能力，不断丰富产品种类满足康复市场变化的需求，驱动公司稳健发展。

图表 36 2020-2023H1 公司新增发明专利/软件著作权/医疗器械注册证情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华安证券研究所

4 公司盈利预测与估值

4.1 推荐逻辑

整体解决方案提供商，康复医疗器械龙领军企业

翔宇医疗 20 年专注康复医疗器械领域，是国内目前少有的具备全系列康复医

疗器械研发、生产能力的企业之一。2017~2022年，公司营收由2.89亿元增长至4.89亿元，复合增长率为11.09%；归母净利润由0.64亿元增长至1.25亿元，复合增长率为14.33%。根据公司2023年业绩快报，2023年公司营收达7.45亿元，同比增长52.46%，归母净利润达2.30亿元，同比增长82.96%。其中，2022年公司营收和归母净利润均下滑原因系多重超预期因素造成公司营销活动及物流运输受到不同程度影响。公司各类产品收入比例基本稳定，康复理疗设备与康复训练设备为公司的主要收入来源，占比85%以上。

康复医学如日方升，康复医疗器械蓄势待发

康复治疗介入率低，康复医疗器械市场潜力庞大。康复医学与临床医学并列为四大现代医学门类之一，对于改善患者功能能力，提高生活质量，促进其回归社会具有重要意义。目前国内康复医学理念尚未完全普及，中国康复医疗市场仍有极大提升空间。2021年国内骨科、神经内科、重症医学科早期（术后24-48h）康复介入率分别为13.2%、18.9%、29.25%，根据毕马威统计，2017年美国康复医疗总收入是中国的2.35倍，人均康复医疗花费是中国的9.82倍，究其原因是中国缺乏与手术匹配的康复体系。《中国卫生健康统计年鉴》显示，2018年中国康复医疗市场总消费约为582亿人民币，预计中国康复医疗市场在2021年已进入千亿规模。

下游需求带动市场增长，市场潜力释放在即。2011~2021年中国康复医院数量从301家提升至810家，年复合增长率10.41%。康复医院建设热情、各级医疗机构对康复科建设的不断重视、老龄化社会加速到来，促成中国康复设备需求量的快速增长，2014至2018年康复器械市场规模复合增长率达24.92%。据测算未来仅综合医院康复科建设新增康复医疗器械的市场规模已达836亿元，发展空间广阔。

政策全方位支持，推动康复医疗器械企业快速发展。2012~2023年，各项政策的密集出台和落实加速康复医疗器械行业发展，为康复医疗器械企业提供多重支持。

产品体系+销售渠道+研发产出，稳固优势地位

产品体系：截至2023年上半年，公司自有产品已形成20大系列、500多种自有产品的丰富产品结构，多项产品入选优秀国产医疗设备目录。公司完善的产品体系，能够为医院康复科提供一站式解决方案，并实现多个专科常见疾病的临床康复路径及康复诊疗方案的标准化及其普及应用。

销售渠道：公司建立了覆盖全国的销售渠道网络布局和学术推广体系，为上万家终端机构提供了服务，拥有近700人的营销团队、500余家代理商。

研发产出：公司以市场需求为导向，持续增加研发投入，搭建更好的研发实验环境，为技术突破和产品创新提供重要的基础和保障。公司建立多个研发中心，注重产学研合作与人才储备，同时投入模块化和组件化建设，提升研发活力与效率。2020~2022年，公司新增发明专利/软件著作权/医疗器械注册证持续上升，公司累积的核心技术增强公司研发能力，不断丰富产品种类满足康复市场变化的需求，驱动公司稳健发展。

4.2 公司业绩拆分与估值对比

收入预测：

- (1) **康复训练器械：**康复训练器械相对而言技术壁垒略低，2022年后行业整体恢复，公司康复训练器械销量回升，2023年增速预计达50%以上，2024~2025年增速预计达25%；单价保持稳定；毛利率回升至2021年水平，预计2023~2025年收入增速为50.50%/25.00%/25.00%，毛利率为65.04%/65.04%/65.04%。
- (2) **康复评定器械：**康复评定器械在国内应用较晚，随着国内康复评定理

念增强、医疗水平提高，医院对康复评定设备需求逐渐增加，公司康复评定类器械销量回升，预计 2023 年增速可达 22%，2024~2025 年保持 25%左右的增速；单价保持 5%的增速；毛利率回升至 2021 年水平，预计 2023~2025 年收入增速为 28.10%/36.50%/31.25%，毛利率为 77.33%/77.33%/77.33%。

- (3) 康复理疗器械：康复理疗器械是公司营收占比最大的品类，公司多种康复理疗器械被列入优秀国产医疗设备目录，产品壁垒较高，竞争力强，应用场景广。2022 年受多重超预期因素影响，公司康复理疗器械营收略有下滑，考虑康复医疗器械市场的恢复与公司销售队伍的扩大，康复理疗器械销量 2023 年有较大回升，2023 年增速预计达 50%，2024~2025 年保持 25%左右的增速；单价保持 5%的增速；毛利率回升至 2021 年水平，预计 2023~2025 年收入增速为 57.50%/33.90%/28.75%，毛利率为 69.88%/69.88%/69.88%。
- (4) 配件产品：公司配件产品为售后服务提供的配件，随公司整体销量与市场保有量的扩大而扩大，预计 2023~2025 年收入增速为 30.00%/25.00%/25.00%，毛利率为 61.78%/61.78%/61.78%。

图表 37 收入拆分预测 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	523.50	488.53	744.86	977.09	1,249.51
YOY	5.65%	-6.68%	52.47%	31.18%	27.88%
毛利率	68.23%	66.27%	68.38%	68.48%	68.53%
康复训练器械	155.19	139.05	209.27	261.58	326.98
YOY	7.25%	-10.40%	50.50%	25.00%	25.00%
收入占比	29.65%	28.46%	28.09%	26.77%	26.17%
毛利率	65.04%	63.20%	65.04%	65.04%	65.04%
康复评定器械	20.98	21.14	27.08	36.97	48.52
YOY	10.60%	0.79%	28.10%	36.50%	31.25%
收入占比	4.01%	4.33%	3.64%	3.78%	3.88%
毛利率	77.33%	76.67%	77.33%	77.33%	77.33%
康复理疗器械	296.74	293.59	462.40	619.15	797.16
YOY	3.63%	-1.06%	57.50%	33.90%	28.75%
收入占比	56.68%	60.10%	62.08%	63.37%	63.80%
毛利率	69.88%	67.40%	69.88%	69.88%	69.88%
配件产品	42.89	30.09	39.12	48.90	61.13
YOY	4.04%	-29.83%	30.00%	25.00%	25.00%
收入占比	8.19%	6.16%	5.25%	5.00%	4.89%
毛利率	63.29%	60.50%	61.78%	61.78%	61.78%
其他业务	7.70	4.66	6.99	10.48	15.72
YOY	80.09%	-39.47%	50.00%	50.00%	50.00%
收入占比	1.47%	0.95%	0.94%	1.07%	1.26%
毛利率	71.62%	77.06%	71.62%	71.62%	71.62%

资料来源: iFinD, 华安证券研究所测算

可比估值:

我们选取主营业务涉及康复医疗器械研发、生产和销售且总市值在 30~75 亿元区间的公司作为可比公司，具体包括诚益通、伟思医疗、普门科技。截至 2024 年 3

月 25 日，可比公司 2023 年 PE 平均水平为 29x，公司对应 23 年 PE 为 29x，公司估值与行业平均水平持平。

图表 38 可比公司估值情况

公司名称	代码	收盘价 (元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)		
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
诚益通	300430.SZ	17.37	124.72	181.97	250.11	319.70	28.21	20.52	16.06
伟思医疗	688580.SH	50.18	93.83	120.58	124.69	113.87	30.33	29.33	32.12
普门科技	688389.SH	17.30	251.48	328.58	292.72	398.87	29.33	27.54	22.46
平均							29.29	25.80	23.55
翔宇医疗	688626.SH	43.91	125.47	229.83	287.83	358.87	29.02	23.17	18.59

资料来源：iFinD，华安证券研究所测算

我们预计，2023~2025 年公司营业收入分别为 7.45/9.77/12.50 亿元，同比增长 52.47%/31.18%/27.88%，归母净利润分别为 2.30/2.88/3.59 亿元，同比增长 83.18%/25.24%/24.68%，对应 2023 年至 2025 年 EPS 分别为 1.44/1.80/2.24 元，对应 PE 为 29x/23x/19x。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

- **集采风险：**公司终端用户多数为医疗机构，国内公立医疗机构主要通过省级或其地方采购平台进行招标采购。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。
- **新产品注册及产品延续注册审核风险：**我国对医疗器械实行产品注册与备案管理制度，注册审批程序较多，周期较长，并且国家的监管法规处于不断调整过程中，日趋严格的监管增加了新产品注册难度和不确定性。
- **政府补贴变动风险：**公司近年来收到的政府补贴占当年利润比例超过 10%，公司存在财政补贴不确定性和财政补贴减少对盈利水平造成影响的风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所副所长、医药首席分析师；中山大学本科、香港中文大学硕士；曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。受邀产业投资机构、产业峰会、上市公司、主流财经媒体等交流演讲。曾获得 Wind 金牌分析师、2023 中经医药大健康产业深具影响力分析师等。

分析师：李婵，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。对外经贸大学金融硕士，具备五年二级市场工作经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

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

公司评级体系

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