

## 23年业绩符合预期, 24Q1短期承压

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报, 实现收入4.6亿元(+43.7%), 实现归母净利润1.4亿元(+45.2%), 实现扣非归母净利润1.2亿元(+58.9%)。剔除股份支付和所得税影响, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.5亿元(+63.9%), 完成股权激励。公司发布24年一季报, 实现收入8767万元(-8.2%), 实现归母净利润2175万元(-27.7%), 实现扣非归母净利润1921万元(-27.4%)。若剔除股份支付影响, 归母净利润2775万元(-8.8%)。23年业绩符合预期, 24Q1业绩短期承压。
- **23年业绩符合预期, 24Q1短期承压。** 分季度看, 23Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.96/1.24/1.1/1.3亿元(+76.6%/+55.3%/+35.8%/+24.2%), 23年业绩增长较快。单季度归母净利润分别为0.3/0.4/0.3/0.3亿元(+76.9%/+90.5%/30.2%/9.2%)。从盈利能力看, 23年毛利率71.8%(-0.7pp), 略微下降, 系与收入结构有关。但净利率为29.5%(+0.3pp), 略微上升, 费用率控制较好。24Q1净利润波动较大, 股份支付费用24Q1为600万, 剔除股权投资费用同比下降约8.8%。
- **精神与神经康复增长较快, 医美业务线布局逐步完善。** 分业务看, 公司致力于三大康复领域: 盆底及产后康复、精神康复、神经康复。盆底及康复总占比约42%(23年收入增速约15%), 精神康复占比约30%(23年收入增速约40%), 神经及运动康复占比约18%(23年收入增速近100%), 医美及泌尿总占比约在10%。其中盆底业务24Q1受到医疗反腐的影响, 收入出现小幅下滑, 精神康复业务增长, 神经康复业务持平。23年公司二代盆底功能磁产品顺利拿证上市, 将生物反馈与被动刺激高效融合, 有望打造继“Glazer评估”与“磁电联合治疗”之后, 盆底康复治疗领域第三次产品革命。在精神康复领域, 经颅磁刺激仪完成了迭代升级上市, 24年4月公司最新一代经颅磁MagNeuro One上市, 助力神经康复业绩增长。此外, 公司以并购和孵化等方式培育新兴业务。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, 未来将主打国产替代逻辑。25年医美与康复核心产品矩阵已成, 市场推广全线发力, 或将引来质变。
- **持续丰富产品管线, 夯实中长期竞争力。** 公司布局多元赛道, 磁刺激、激光射频、康复机器人等领域新兴产品均推进顺利: 顺利取得高频电灼仪二类医疗器械注册证与半导体激光三类医疗器械注册证, 皮秒激光治疗仪也在注册过程中; 已形成覆盖上下肢较为全面康复机器人产品矩阵。此外, 公司也推出了原有产品上的迭代产品, 二代盆底功能磁刺激仪、二代经颅磁刺激仪、二代团体生物反馈仪均取得良好市场反馈与销售表现。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.6亿元(+18.1%)、2.2亿元(+35%)、2.6亿元(+20.2%), EPS分别为2.35元、3.17元、3.81元。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2024年23倍估值, 对应目标价54.05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。

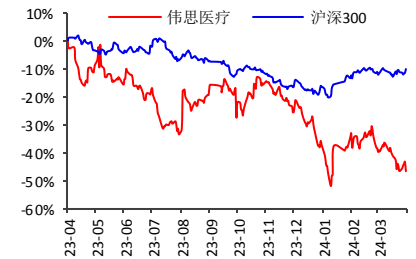
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	462.22	570.74	693.56	842.73
增长率	43.72%	23.48%	21.52%	21.51%
归属母公司净利润(百万元)	136.26	160.95	217.34	261.21
增长率	45.22%	18.12%	35.04%	20.18%
每股收益EPS(元)	1.99	2.35	3.17	3.81
净资产收益率ROE	8.38%	9.26%	11.27%	12.17%
PE	22	18	14	11
PB	1.83	1.69	1.53	1.37

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  
联系人: 陈辰  
电话: 021-68416017  
邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.69
流通A股(亿股)	0.69
52周内股价区间(元)	36.66-82.01
总市值(亿元)	30
总资产(亿元)	17.97
每股净资产(元)	24.03

### 相关研究

- 伟思医疗(688580): 23Q3业绩稳步增长, 股权激励提振四季度信心(2023-11-09)
- 伟思医疗(688580): 23H1业绩符合预期, 产品管线不断丰富(2023-09-11)
- 伟思医疗(688580): 22年业绩短期承压, 23Q1复苏明显(2023-05-03)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：电刺激竞争较为激烈，预计 2024-2026 年销量分别上涨 10%、15%、14%。

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、神经内科等科室的需求端恢复，预计 2024-2026 年销量将上涨 34%、24%、24%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 3：公司电生理类产品 2024 年随着需求的复苏，预计会呈现增长态势。预计 2024-2026 年销量将上涨 19%、26%、28%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 4：公司激光射频类产品预计 2024-2026 年销量将上涨 30%、30%、30%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 5：耗材及配件类产品预计 2024-2026 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 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
电刺激类	收入	63	69	80	91
	增速	6.8%	10.1%	15.0%	14.0%
	毛利率	69.6%	70.1%	70.1%	70.1%
磁刺激类	收入	200	268	332	411
	增速	46.6%	34.2%	24.1%	23.7%
	毛利率	76.86%	76.99%	76.87%	76.83%
电生理类	收入	65	77	97	124
	增速	30.7%	19.1%	26.3%	27.5%
	毛利率	72.8%	72.8%	72.4%	72.0%
激光射频类	收入	37	49	63	82
	增速	476.1%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	60.6%	60.6%	60.6%	60.6%
耗材及配件	收入	76	80	84	88
	增速	30.7%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%
其他主营业务	收入	15	21	29	37
	增速	42.8%	40.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	44.4%	44.4%	44.4%	44.4%
其他	收入	7	7	8	9
	增速	247.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	95.6%	95.6%	95.6%	95.6%
合计	收入	462	571	694	843

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	43.7%	23.5%	21.5%	21.5%
	毛利率	71.8%	72.0%	71.8%	71.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.7 亿元 (+24%)、6.9 亿元 (+21.5%) 和 8.4 亿元 (+21.5%)，归母净利润分别为 1.6 亿元 (+18.1%)、2.2 亿元 (+35%)、2.6 亿元 (+20.2%)，EPS 分别为 2.35 元、3.17 元、3.81 元，对应动态 PE 分别为 18 倍、14 倍、11 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)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688626.SH	翔宇医疗	38.40	1.73	2.15	2.61	22	18	15
688358.SH	祥生医疗	32.03	1.94	2.54	3.20	17	13	10
688029.SH	南微医学	70.91	3.30	4.25	5.22	21	17	14
<b>平均值</b>						<b>20</b>	<b>16</b>	<b>13</b>

数据来源：Wind, 西南证券整理

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 2024 年 23 倍估值，对应目标价 54.05 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	462.22	570.74	693.56	842.73	净利润	136.26	162.95	219.34	263.21
营业成本	130.51	159.77	195.67	238.92	折旧与摊销	20.79	22.99	30.58	37.42
营业税金及附加	5.73	7.06	8.58	10.43	财务费用	-17.98	-20.68	-23.78	-27.35
销售费用	123.64	148.37	170.62	204.75	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	47.49	56.99	65.54	78.64	经营营运资本变动	-6.01	20.77	14.21	15.22
财务费用	-17.98	-20.68	-23.78	-27.35	其他	1.15	-10.09	-11.61	-14.67
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>134.20</b>	<b>175.94</b>	<b>228.75</b>	<b>273.83</b>
投资收益	10.58	10.00	15.00	15.00	资本支出	-220.31	-135.00	-135.00	-135.00
公允价值变动损益	-0.96	0.00	0.00	0.00	其他	56.20	8.00	13.00	13.00
其他经营损益	0.00	20.00	30.00	30.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-164.11</b>	<b>-127.00</b>	<b>-122.00</b>	<b>-122.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>148.44</b>	<b>180.05</b>	<b>242.37</b>	<b>290.84</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.57	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>150.01</b>	<b>180.05</b>	<b>242.37</b>	<b>290.84</b>	股权融资	20.44	0.00	0.00	0.00
所得税	13.75	17.10	23.03	27.63	支付股利	0.00	-27.25	-32.19	-43.47
净利润	136.26	162.95	219.34	263.21	其他	-84.40	20.68	23.78	27.35
少数股东损益	0.00	2.00	2.00	2.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-63.96</b>	<b>-6.57</b>	<b>-8.41</b>	<b>-16.12</b>
归属母公司股东净利润	136.26	160.95	217.34	261.21	<b>现金流量净额</b>	<b>-93.87</b>	<b>42.37</b>	<b>98.34</b>	<b>135.71</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1154.99	1197.36	1295.70	1431.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	47.32	57.11	70.13	85.09	销售收入增长率	43.72%	23.48%	21.52%	21.51%
存货	39.92	48.86	57.84	72.07	营业利润增长率	42.11%	21.29%	34.61%	20.00%
其他流动资产	12.61	15.57	18.91	22.98	净利润增长率	45.22%	19.59%	34.61%	20.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.58%	20.57%	36.63%	20.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	320.94	445.46	562.39	672.49	毛利率	71.76%	72.01%	71.79%	71.65%
无形资产和开发支出	189.88	177.49	165.10	152.70	三费率	33.13%	32.36%	30.62%	30.38%
其他非流动资产	40.38	40.26	40.13	40.01	净利率	29.48%	28.55%	31.63%	31.23%
<b>资产总计</b>	<b>1806.02</b>	<b>1982.10</b>	<b>2210.21</b>	<b>2476.75</b>	ROE	8.38%	9.26%	11.27%	12.17%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.54%	8.22%	9.92%	10.63%
应付和预收款项	62.98	91.70	111.65	132.74	ROIC	30.51%	27.21%	31.36%	32.72%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.72%	31.95%	35.93%	35.71%
其他负债	116.29	129.95	152.95	180.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>179.27</b>	<b>221.65</b>	<b>264.60</b>	<b>313.40</b>	总资产周转率	0.26	0.30	0.33	0.36
股本	68.62	68.62	68.62	68.62	固定资产周转率	4.71	3.16	2.07	1.81
资本公积	1111.84	1111.84	1111.84	1111.84	应收账款周转率	14.26	13.20	13.63	13.41
留存收益	472.74	606.43	791.59	1009.33	存货周转率	3.49	3.60	3.60	3.60
归属母公司股东权益	1626.76	1760.45	1945.60	2163.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.62%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1626.76</b>	<b>1760.45</b>	<b>1945.60</b>	<b>2163.35</b>	资产负债率	9.93%	11.18%	11.97%	12.65%
负债和股东权益合计	1806.02	1982.10	2210.21	2476.75	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.27	6.80	6.09	5.64
					速动比率	8.01	6.54	5.84	5.39
					股利支付率	0.00%	16.93%	14.81%	16.64%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	151.25	182.37	249.17	300.92	每股收益	1.99	2.35	3.17	3.81
PE	21.81	18.46	13.67	11.38	每股净资产	23.71	25.65	28.35	31.52
PB	1.83	1.69	1.53	1.37	每股经营现金	1.96	2.56	3.33	3.99
PS	6.43	5.21	4.28	3.53	每股股利	0.00	0.40	0.47	0.63
EV/EBITDA	11.75	9.51	6.57	4.99					
股息率	0.00%	0.92%	1.08%	1.46%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10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：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---