

2025年04月25日

证券研究报告·2024年年报及2025年一季报点评

伟思医疗(688580) 医药生物

当前价: 43.37元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

24年业绩符合预期，股权激励彰显信心

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年年报，实现营收4亿元(-13.4%)，归母净利润1亿元(-25.2%)，同日，公司发布2025年一季报，实现营收9591万元(+9.4%)，归母净利润3322万元(+52.7%)。2025年4月25日，公司发布股权激励方案，首次及预留授予的限制性股票第一个归属期以2024年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于18%。第二个归属期以2024年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于40%。股权激励方案彰显公司对未来业绩的信心。整体来看，24年业绩符合预期。
- **24年业绩符合预期，股权激励彰显信心。**分季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.88/1.04/1.1/1.08亿元(-8.2%/-16.4%/-10.5%/-17%)。单季度归母净利润分别为0.22/0.28/0.29/0.24亿元(-27.7%/-31.2%/-8.3%/-31.2%)。从盈利能力看，24年毛利率65.4%(-6.3pp)，系会计准则调整影响，剔除此项因素后，实际毛利率较为稳定。后续新品迭代(如盆底电刺激工作站、皮秒激光、导航机器人)将支撑毛利率稳定；24年四费率45.3%，其中销售费用率下降较为明显。25Q1收入端有所增长系医疗设备领域招标数量有所增长以及市场整体回暖。
- **磁刺激、电刺激及激光射频类产品有所下滑。**主要因为医疗设备市场需求增长动能不足，叠加公司战略及团队调整。此外，由于外部经济环境的影响，24年终端价格有所下降。全年来看，磁刺激类收入1.72亿(-13.9%)、电刺激类收入3667万元(-42%)、电生理收入6494万元(+0.2%)、激光射频收入2954万元(-21%)、耗材配件收入7933万元(+4.1%)。
- **持续丰富产品管线，夯实中长期竞争力。**自动导航的MagNeuro ONE系列经颅磁刺激产品2024上半年已顺利完成取证上市流程，在传统经颅磁刺激仪的基础上，引入了脑部磁共振相关医学影像处理分析系统，可实现经颅磁刺激治疗自动阈值检测、靶点精准定位、智能实时随动等特点。Vishee NEO系列电刺激产品，作为公司康复物理因子治疗领域的迭代新品，于2024年下半年正式取证并推向市场。公司目前已经形成了覆盖人体上下肢、全周期康复评估和训练的运动康复机器人产品矩阵，且目前公司康复机器人产品已与公司磁刺激、电刺激、冲击波等其他康复理疗类产品充分结合，共同构建了覆盖神经康复、运动康复、重症康复、老年慢性病康复等多种康复亚专科建设精品解决方案。
- **盈利预测。**预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.3亿元、1.5亿元、1.8亿元，EPS分别为1.41元、1.59元、1.84元。考虑到公司在康复领域中盆底和产康、精神康复、神经康复等细分赛道的龙头优势明显，建议持续关注。
- **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 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 400.06 | 479.94 | 563.97 | 667.68 |
| 增长率 | -13.45% | 19.97% | 17.51% | 18.39% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 101.97 | 134.62 | 152.20 | 175.88 |
| 增长率 | -25.16% | 32.02% | 13.06% | 15.56% |
| 每股收益EPS(元) | 1.06 | 1.41 | 1.59 | 1.84 |
| 净资产收益率ROE | 6.27% | 7.73% | 8.15% | 8.74% |
| PE | 41 | 31 | 27 | 24 |
| PB | 2.55 | 2.38 | 2.22 | 2.06 |

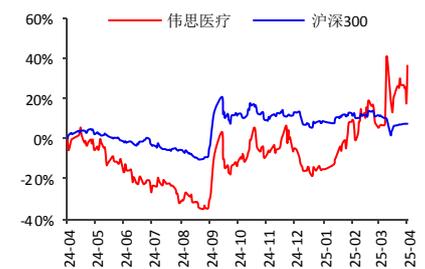
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
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) | 0.96 |
| 流通A股(亿股) | 0.96 |
| 52周内股价区间(元) | 20.26-48.37 |
| 总市值(亿元) | 41.64 |
| 总资产(亿元) | 18.16 |
| 每股净资产(元) | 17.35 |

相关研究

1. 伟思医疗(688580): 24H1业绩短期承压，医美妇幼渠道业务高增(2024-09-02)
2. 伟思医疗(688580): 23年业绩符合预期，24Q1短期承压(2024-04-30)

请务必阅读正文后的重要声明部分

盈利预测

关键假设：

假设 1：电刺激竞争较为激烈，后续随着招投标的恢复，预计 2025-2027 年收入增速 28%、14%、14%。受到产品结构和市场定价下降的影响，24 年毛利率下行。后续预计毛利率短期内保持平稳。

假设 2：公司磁刺激类产品 24 年受到院端医疗反腐的影响，相关采购节奏有所延迟。后续随着招投标的逐步恢复以及国家政策端的利好，预计 2025-2027 年收入增速 16%、16%、16%。预计毛利率短期内保持平稳。

假设 3：公司电生理类产品 24 年亦受到医疗反腐院端采购延迟的影响。后续随着招投标的逐步恢复，预计 2025-2027 年收入增速 29%、25%、27%。后续预计毛利率短期内保持平稳。

假设 4：公司激光射频类产品体量较小，里面涉及皮秒激光和私密射频类产品。医美系公司战略上后续发力的品类，产品矩阵逐步完善。预计 2025-2027 年收入增速 40%、30%、30%。后续预计毛利率短期内保持平稳。

假设 5：耗材及配件类产品预计 2025-2027 年收入增速 10%、10%、10%。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。后续预计毛利率短期内保持平稳。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 电刺激类 | 收入 | 37 | 47 | 54 | 61 |
| | 增速 | -41.7% | 28.4% | 14.0% | 14.0% |
| | 毛利率 | 60.1% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 磁刺激类 | 收入 | 172 | 200 | 231 | 269 |
| | 增速 | -13.9% | 16.3% | 15.7% | 16.3% |
| | 毛利率 | 70.1% | 70.0% | 70.0% | 70.0% |
| 电生理类 | 收入 | 65 | 84 | 105 | 133 |
| | 增速 | 0.2% | 28.8% | 25.4% | 27.2% |
| | 毛利率 | 68.3% | 68.0% | 68.0% | 68.0% |
| 激光射频类 | 收入 | 30 | 41 | 54 | 70 |
| | 增速 | -20.9% | 40.0% | 30.0% | 30.0% |
| | 毛利率 | 49.6% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 耗材及配件 | 收入 | 79 | 87 | 96 | 106 |
| | 增速 | 4.1% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 66.6% | 66.6% | 66.6% | 66.6% |
| 其他主营业务 | 收入 | 13 | 16 | 19 | 23 |
| | 增速 | -10.8% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 23.8% | 24.0% | 24.0% | 24.0% |

| 单位：百万元 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 其他 | 收入 | 5 | 5 | 6 | 6 |
| | 增速 | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 96.4% | 96.4% | 96.4% | 96.4% |
| 合计 | 收入 | 400 | 480 | 564 | 668 |
| | 增速 | -13.4% | 20.0% | 17.5% | 18.4% |
| | 毛利率 | 65.4% | 66.0% | 65.7% | 65.5% |

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 400.06 | 479.94 | 563.97 | 667.68 | 净利润 | 101.97 | 134.62 | 152.20 | 175.88 |
| 营业成本 | 138.23 | 163.40 | 193.22 | 230.14 | 折旧与摊销 | 22.15 | 25.52 | 31.87 | 35.27 |
| 营业税金及附加 | 5.53 | 5.76 | 6.77 | 8.01 | 财务费用 | -8.45 | -9.72 | -11.18 | -12.85 |
| 销售费用 | 94.37 | 113.24 | 130.23 | 149.76 | 资产减值损失 | -0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 44.55 | 49.00 | 58.81 | 70.57 | 经营营运资本变动 | 19.33 | 13.68 | 11.16 | 18.85 |
| 财务费用 | -8.45 | -9.72 | -11.18 | -12.85 | 其他 | -16.69 | -15.07 | -15.05 | -17.91 |
| 资产减值损失 | -0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 118.29 | 149.02 | 169.00 | 199.24 |
| 投资收益 | 11.34 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 资本支出 | -108.00 | -50.00 | -10.00 | -10.00 |
| 公允价值变动损益 | 2.42 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 其他 | 7.19 | 17.00 | 17.00 | 17.00 |
| 其他经营损益 | 23.84 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 投资活动现金流净额 | -100.82 | -33.00 | 7.00 | 7.00 |
| 营业利润 | 111.50 | 149.58 | 169.11 | 195.43 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 1.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 113.28 | 149.58 | 169.11 | 195.43 | 股权融资 | -19.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 11.31 | 14.96 | 16.91 | 19.54 | 支付股利 | 0.00 | -20.39 | -26.92 | -30.44 |
| 净利润 | 101.97 | 134.62 | 152.20 | 175.88 | 其他 | -84.32 | -19.43 | 11.18 | 12.85 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -104.07 | -39.82 | -15.75 | -17.59 |
| 归属母公司股东净利润 | 101.97 | 134.62 | 152.20 | 175.88 | 现金流量净额 | -86.59 | 76.20 | 160.25 | 188.65 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 财务分析指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 1068.16 | 1144.36 | 1304.62 | 1493.27 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 36.49 | 47.28 | 54.97 | 64.74 | 销售收入增长率 | -13.45% | 19.97% | 17.51% | 18.39% |
| 存货 | 38.74 | 45.81 | 52.19 | 63.54 | 营业利润增长率 | -24.88% | 34.14% | 13.06% | 15.56% |
| 其他流动资产 | 19.89 | 23.86 | 28.03 | 33.19 | 净利润增长率 | -25.16% | 32.02% | 13.06% | 15.56% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -17.22% | 32.08% | 14.77% | 14.78% |
| 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 | 407.66 | 446.91 | 439.81 | 429.30 | 毛利率 | 65.45% | 65.95% | 65.74% | 65.53% |
| 无形资产和开发支出 | 196.99 | 182.43 | 167.87 | 153.31 | 三费率 | 32.61% | 31.78% | 31.54% | 31.07% |
| 其他非流动资产 | 52.44 | 52.23 | 52.03 | 51.82 | 净利率 | 25.49% | 28.05% | 26.99% | 26.34% |
| 资产总计 | 1820.36 | 1942.88 | 2099.51 | 2289.16 | ROE | 6.27% | 7.73% | 8.15% | 8.74% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 5.60% | 6.93% | 7.25% | 7.68% |
| 应付和预收款项 | 53.98 | 75.96 | 84.71 | 100.91 | ROIC | 17.55% | 21.46% | 24.42% | 29.74% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 31.30% | 34.46% | 33.65% | 32.63% |
| 其他负债 | 138.92 | 125.24 | 147.85 | 175.85 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 192.90 | 201.20 | 232.56 | 276.76 | 总资产周转率 | 0.22 | 0.26 | 0.28 | 0.30 |
| 股本 | 95.77 | 95.77 | 95.77 | 95.77 | 固定资产周转率 | 4.35 | 2.74 | 1.87 | 1.86 |
| 资本公积 | 1064.95 | 1064.95 | 1064.95 | 1064.95 | 应收账款周转率 | 12.04 | 15.89 | 14.81 | 15.09 |
| 留存收益 | 472.51 | 586.73 | 712.01 | 857.45 | 存货周转率 | 3.51 | 3.86 | 3.86 | 3.88 |
| 归属母公司股东权益 | 1627.46 | 1741.69 | 1866.96 | 2012.40 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 114.60% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1627.46 | 1741.69 | 1866.96 | 2012.40 | 资产负债率 | 10.60% | 10.36% | 11.08% | 12.09% |
| 负债和股东权益合计 | 1820.36 | 1942.88 | 2099.51 | 2289.16 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 6.07 | 6.31 | 6.23 | 6.01 |
| | | | | | 速动比率 | 5.87 | 6.08 | 6.00 | 5.78 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 15.15% | 17.69% | 17.31% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.06 | 1.41 | 1.59 | 1.84 |
| | | | | | 每股净资产 | 16.99 | 18.19 | 19.49 | 21.01 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.24 | 1.56 | 1.76 | 2.08 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.21 | 0.28 | 0.32 |
| 业绩和估值指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | | | | |
| EBITDA | 125.21 | 165.38 | 189.80 | 217.85 | | | | | |
| PE | 40.73 | 30.85 | 27.29 | 23.62 | | | | | |
| PB | 2.55 | 2.38 | 2.22 | 2.06 | | | | | |
| PS | 10.38 | 8.65 | 7.36 | 6.22 | | | | | |
| EV/EBITDA | 24.47 | 17.89 | 14.74 | 11.98 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.49% | 0.65% | 0.73% | | | | | |

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。

西南证券研究院

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 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 资深销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@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 |
| | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jjj@swsc.com.c |
| 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 |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 资深销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 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 |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 杨举 | 销售经理 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn |