

**伟思医疗 (688580.SH) / 医疗器械**

证券研究报告/公司点评

2023年04月25日

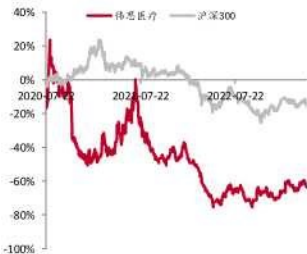
**评级: 买入 (维持)**
**市场价格: 64.50**
**分析师: 谢木青**
**执业证书编号: S0740518010004**
**电话: 021-20315895**
**Email: xiemq@r.qlzq.com.cn**
**分析师: 李建**
**执业证书编号: S0740522090004**
**电话: 021-20315125**
**Email: lijian01@r.qlzq.com.cn**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	430.04	321.62	482.99	579.83	698.56
增长率 yoy%	13.66%	-25.21%	50.17%	20.05%	20.48%
净利润 (百万元)	177.81	93.83	132.24	178.93	232.84
增长率 yoy%	23.77%	-47.23%	40.95%	35.30%	30.13%
每股收益 (元)	2.59	1.37	1.93	2.61	3.39
每股现金流量	2.29	1.26	0.63	1.83	2.51
净资产收益率	11.60%	6.14%	8.12%	10.31%	12.46%
P/E	24.89	47.18	33.47	24.74	19.01
PEG	1.05	-1.00	0.82	0.70	0.63
P/B	2.89	2.90	2.72	2.55	2.37

备注: 数据截至 2023.04.25

**基本状况**

总股本(百万股)	68.62
流通股(百万股)	24.77
市价(元)	64.50
市值(百万元)	4,426.24
流通市值(百万元)	1,597.49

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 伟思医疗(688580.SH)-深度报告: 盆底康复龙头, 横向布局巩固先发优势-20210107
- 2 伟思医疗(688580.SH)-2020年年报点评: 业绩符合预期, “磁电联合”推广成效初显-20210407
- 3 伟思医疗(688580.SH)-2021年一季报点评: 业绩符合预期, 磁刺激产品增长动力强劲-20210427

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2022 年报和 2023 年一季报, 2022 年营业收入 3.22 亿元, 同比下降 25.21%, 归母净利润 9383 万元, 同比下降 47.23%, 扣非净利润 7659 万元, 同比下降 48.99%; 2023 年一季度营业收入 9554 万元, 同比增长 76.57%, 归母净利润 3008 万元, 同比增长 76.85%, 扣非净利润 2647 万元, 同比增长 190.81%。**
- **疫情短期影响, 关注产品结构升级及新产品销售。**2022 年公司收入波动主要因为疫情带需求延后或需求少的不利影响, 同时, 市场销售推广活动有不同程度的推迟或取消; 利润端降幅大于收入端, 主要因为费用率上升, 公司 2022 年销售费用率 28.46% (+1.03pp, 同比, 下同), 销售费用率上升主要因为职工薪酬增加以及营收减少, 管理费用率 11.87% (+3.04pp), 管理费用率上升主要因为营收减少。展望 2023 全年, 随着疫情放开后医院门诊恢复, 在磁刺激产品持续放量以及康复机器人等新品上市销售带动下, 公司业绩有望重回增长轨道。公司同时发布 2023 年股权激励计划 (草案), 业绩考核目标为以 2022 年营收为基数, 23、24 年营收增速不低于 50%、80%, 或以 2022 年净利润为基数, 23、24 年净利润增速不低于 60%、110%, 彰显发展信心。
- **分业务: 电刺激产品收入 5893 万元 (-53.99%), 磁刺激类产品收入 1.36 亿元 (-19.54%), 电生理类产品收入 4958 万元 (-16.54%), 耗材及配件收入 5829 万元 (-2.33%)。**
- **毛利率略降, 销售费用率、管理费用率上升致使三项费用率明显上升。**2022、23Q1 毛利率 72.48% (-2.30pp)、71.39% (-3.17pp), 毛利率下降主要因为收入的减少; 销售费用率 28.46% (+10.30pp)、27.06% (-0.76pp), 管理费用率 11.87% (+3.04pp)、10.11% (-8.21pp), 财务费用率 -5.88% (-2.03pp)、-4.84% (+1.61pp), 2022 年销售费用率上升主要因为职工薪酬的增加, 管理费用率上升主要因为收入减少, 财务费用率下降主要因为利息收入增加。
- **坚持研发创新驱动, 原有业务不断迭代升级, 新产品外骨骼机器人开始产品转化, 新增用医美布局。**公司注重自主研发, 推陈出新, 丰富产品管线。2022、23Q1 研发投入为 4373 万元 (-31.15%), 占收入比例 13.60% (-1.17pp)。1) **原有业务线迭代升级:** 电刺激、磁刺激、电生理等领域不断进行产品迭代升级, 提升患者体验, 拓展治疗领域, 优化临床治疗效果。2) **新产品研发取得积极成果, 布局运动康复、医美领域:** 形成了覆盖下肢、上肢的全周期康复训练和评估的产品, X-walk100/200/300 已启动上市销售, X-walk400 已进入注册阶段, X-locom100 已取得医疗器械产品注册证并进入批量生产阶段, X-locom200 已取得医疗器械产品注册证并完成小批试产, X-Locon300 已进入注册阶段尾期, 正筹备上市。公司以此形成运动康复产品线, 拓宽在康复细分领域的战略布局; 激光射频领域, 公司率先推出具有脉冲宽度 350ps、单脉冲能量 500mJ 的皮秒激光治疗仪, 在业界率先推出了电动手柄控制方案及控制技术。具备了治疗方案管理、手柄类别自动识别、方案一键设定、用户 IC 卡授权管理等控制技术。
- **盈利预测与投资建议:** 根据年报, 考虑疫情放开经营恢复、股权激励摊销费用等, 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年收入 4.83、5.80 和 6.99 亿元 (23、24 年调整前 4.47、5.67 亿元), 同比增长 50.2%、20.0% 和 20.5%; 归母净利润 1.32、1.79 和 2.33 亿元 (23、24 年调整前 1.94、2.63 亿元), 同比增长 40.9%、35.3% 和 30.1%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 33/25/19 倍。考虑公司是盆底康复龙头之一, 凭借磁电联合有望持续扩大领先优势, 同时在精神、神经康复、运动康复、医美等细分领域多点布局, 有望长期受益国内持续增加的康复需求, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件: 研发失败风险, 政策风险, 市场竞争风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况。**

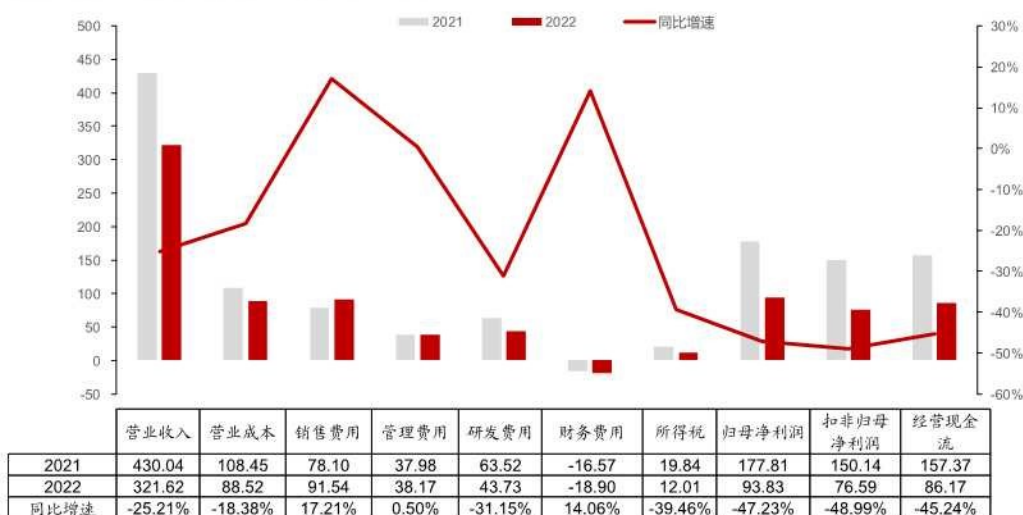
## 内容目录

疫情短期影响，关注产品结构升级及新产品销售.....	- 3 -
坚持创新驱动，拓展运动康复、医美布局，丰富产品管线.....	- 6 -
风险提示.....	- 6 -

## 疫情短期影响，关注产品结构升级及新产品销售

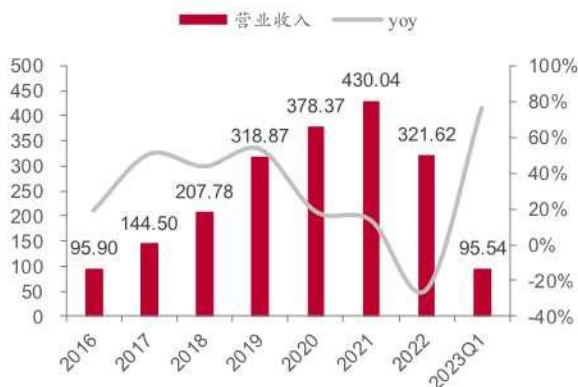
- 2022 年公司营业收入 3.22 亿元 (-25.21%)，归母净利润 9383 万元 (-47.23%)，扣非净利润 7659 万元 (-48.99%)；分季度看，22Q4 收入 23 年一季度营业 Q1 收入 9554 万元 (+76.57%)，归母净利润 3008 万元 (+76.85%)，扣非净利润 2647 万元 (+190.81%)。2022 年公司收入波动主要因为疫情带来需求延后或需求减少的不利影响，同时，市场销售推广活动有不同程度的推迟或取消；利润端降幅大于收入端，主要因为费用率的上升，公司 2022 年销售费用率 28.46% (+10.30pp)，销售费用率上升主要因为职工薪酬增加以及公司营收减少，管理费用率 11.87% (+3.04pp)，管理费用率上升主要因为营收减少。展望 2023 全年，随着疫情放开后医院门诊逐步恢复，在磁刺激产品持续放量以及康复机器人等新品上市销售带动下，公司业绩有望重回增长轨道。公司同时发布 2023 年股权激励计划（草案），业绩考核目标为以 2022 年营收为基数，23、24 年营收增速不低于 50%、80%，或以 2022 年净利润为基数，23、24 年净利润增速不低于 60%、110%，彰显发展信心。

图表 1: 2022 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



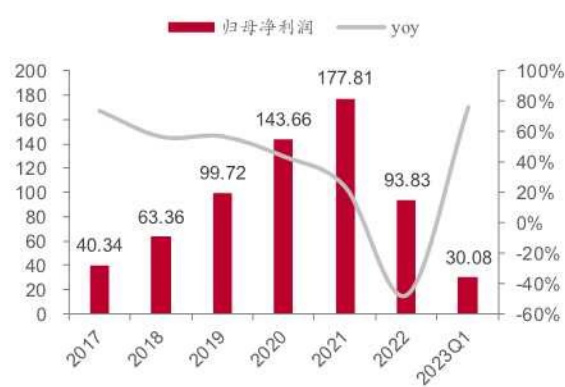
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 伟思医疗营业收入 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 伟思医疗归母净利润 (百万元, %)

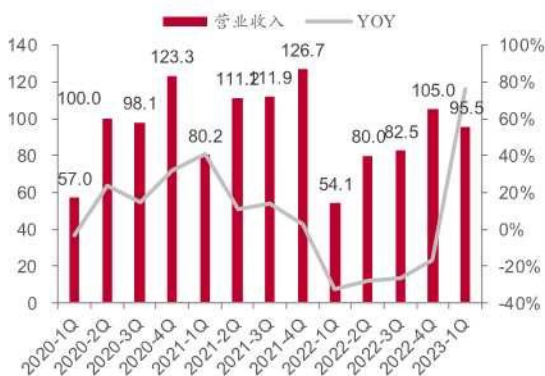


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 分季度财务数据 (单位: 百万元)**

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	57.02	100.01	98.05	123.29	80.20	111.23	111.88	126.73	54.11	80.02	82.45	105.04	95.54
营业收入同比	-3.55%	23.47%	14.99%	31.88%	40.66%	11.22%	14.11%	2.79%	-32.53%	-28.06%	-26.30%	-17.11%	76.57%
营业收入环比	-39.01%	75.40%	-1.96%	25.74%	-34.95%	38.69%	0.59%	13.27%	-57.31%	47.89%	3.04%	27.39%	-9.05%
营业成本	15.16	25.73	24.67	34.20	21.43	29.24	27.08	30.71	13.76	21.42	22.46	30.87	27.33
毛利率	73.41%	74.27%	74.84%	72.26%	73.28%	73.71%	75.80%	75.77%	74.56%	73.23%	72.76%	70.61%	71.39%
销售费用	12.38	19.98	22.22	17.48	16.61	23.72	24.70	13.07	15.05	22.74	23.92	29.83	25.85
管理费用	6.48	7.21	10.12	9.97	7.67	10.07	10.57	9.67	9.91	9.04	9.90	9.31	9.66
研发费用	6.61	8.65	8.60	10.42	10.30	17.82	18.34	17.06	12.93	13.17	10.52	7.12	11.74
财务费用	-0.03	-0.12	-2.46	-3.36	-3.43	-4.29	-4.11	-4.75	-3.49	-4.24	-6.09	-5.08	-4.63
营业利润	18.94	41.31	37.32	67.30	33.22	42.81	43.35	75.31	15.93	23.75	26.66	38.12	32.26
利润总额	19.28	42.28	37.11	67.42	35.40	42.82	43.47	75.69	18.07	22.68	26.68	38.41	32.86
所得税	2.33	5.83	5.27	9.52	4.26	4.98	5.14	5.46	1.06	1.44	2.76	6.75	2.78
归母净利润	16.99	36.65	31.97	58.05	31.28	37.90	38.39	70.24	17.01	21.25	23.91	31.66	30.08
归母净利润同比	-2.45%	44.19%	18.13%	94.67%	84.17%	3.41%	20.07%	21.00%	-45.62%	-43.94%	-37.72%	-54.93%	76.85%
净利率	29.79%	36.65%	32.61%	47.08%	39.00%	34.07%	34.31%	55.42%	31.44%	26.55%	29.00%	30.14%	31.49%
扣非归母净利润	15.02	33.94	30.87	48.51	25.91	31.74	32.88	59.62	9.10	17.94	20.85	28.69	26.47
扣非归母净利润同比	-8.73%	38.93%			72.51%	-6.50%	6.50%	22.88%	-64.88%	-43.46%	-36.58%	-51.87%	190.81%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

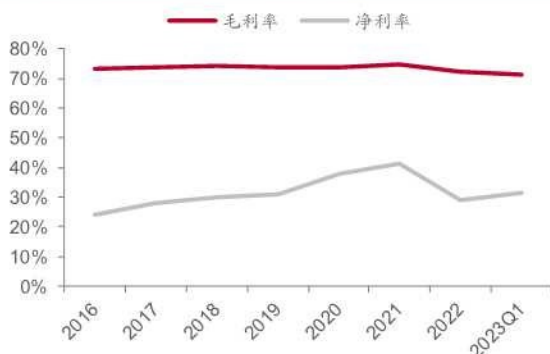
**图表 5: 伟思医疗分季度营收 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

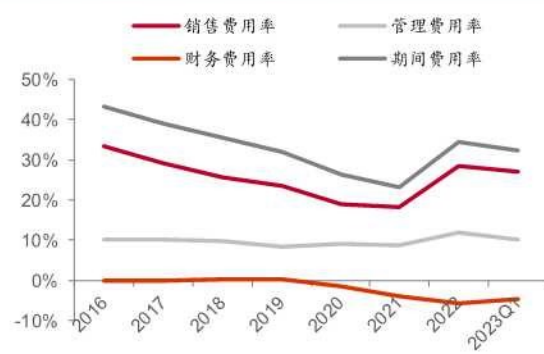
**图表 6: 伟思医疗分季度归母净利润 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 毛利率略降, 销售费用率、管理费用率上升致使三项费用率明显上升。** 2022、23Q1 毛利率 72.48% (-2.30pp)、71.39% (-3.17pp), 毛利率下降主要因为收入的减少; 销售费用率 28.46% (+10.30pp)、27.06% (-0.76pp), 管理费用率 11.87% (+3.04pp)、10.11% (-8.21pp), 财务费用率 -5.88% (-2.03pp)、-4.84% (+1.61pp), 2022 年销售费用率上升主要因为职工薪酬的增加, 管理费用率上升主要因为收入减少, 财务费用率下降主要因为利息收入增加。

**图表 7: 伟思医疗毛利率和净利率**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 8: 伟思医疗期间费用率**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

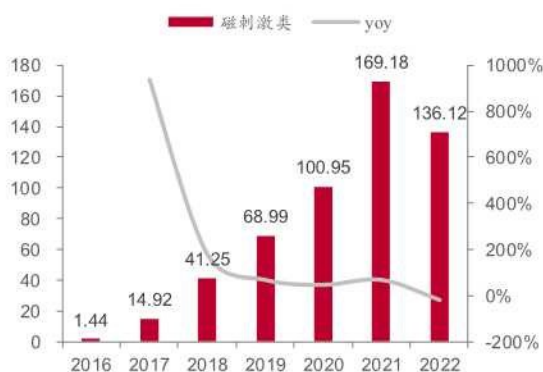
- **分业务看：**2022 年电刺激产品收入 5893 万元 (-53.99%)，磁刺激类产品收入 1.36 亿元(-19.54%)，电生理类产品收入 4958 万元(-16.54%)，耗材及配件收入 5829 万元 (-2.33%)。

**图表 9：伟思医疗业务拆分 (百万元)**



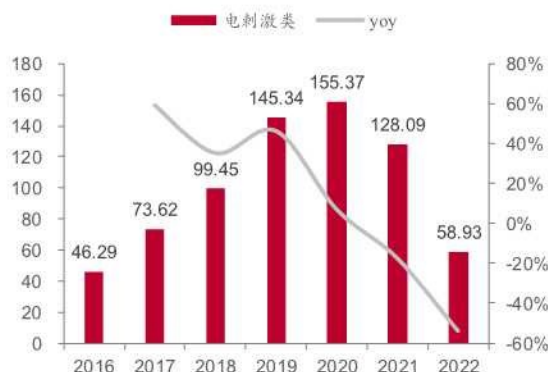
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 10：伟思医疗磁刺激类产品收入情况 (百万元, %)**



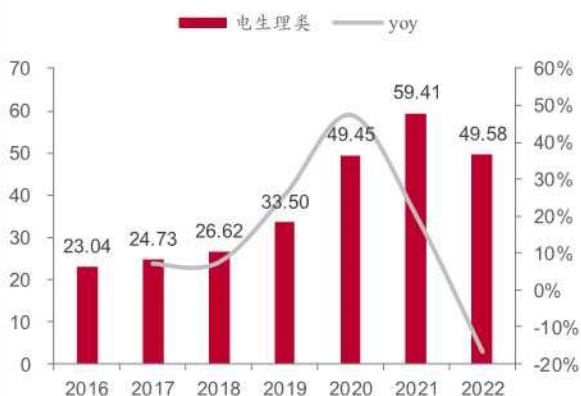
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 11：伟思医疗电刺激类产品收入情况 (百万元, %)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 12：伟思医疗电生理类产品收入情况 (百万元, %)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 13：伟思医疗耗材及配件收入情况 (百万元, %)**

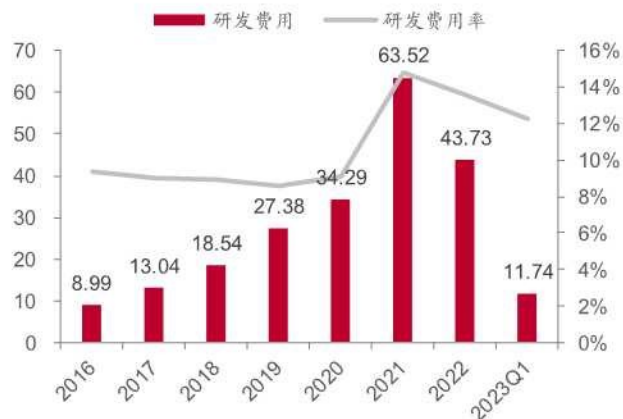


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 坚持创新驱动，拓展运动康复、医美布局，丰富产品管线

- **坚持研发创新驱动，原有业务不断迭代升级，新产品外骨骼机器人开始产品转化，新增用于医美领域的能量源类技术平台。**公司注重自主研发，推陈出新，丰富产品管线。2022.23Q1研发投入为4373万元(-31.15%)，占收入比例13.60%(-1.17pp)。**1) 原有业务线迭代升级：**电刺激、磁刺激、电生理等领域不断进行产品迭代升级，提升患者体验，拓展治疗领域，优化临床治疗效果。**2) 新产品研发取得积极成果，布局运动康复、医美领域：**形成了覆盖下肢、上肢的全周期康复训练和评估的产品，X-walk100/200/300 已启动上市销售，X-walk400 已进入注册阶段，X-locom100 已取得医疗器械产品注册证并进入批量生产阶段，X-locom200 已取得医疗器械产品注册证并完成小批试产，X-Loacom300 已进入注册阶段尾期，正筹备上市。公司以此形成运动康复产品线，拓宽在康复细分领域的战略布局；**激光射频领域，**公司率先推出具有脉冲宽度 350ps、单脉冲能量 500mJ 的皮秒激光治疗仪，在业界率先推出了电动手柄控制方案及控制技术。具备了治疗方案管理、手柄类别自动识别、方案一键设定、用户 IC 卡授权管理等控制技术。

图表 14：伟思医疗研发费用情况（百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 风险提示

- **研发失败风险。**为保持竞争力并满足下游市场应用需求，公司需要不断进行研发投入以对现有产品升级迭代或者研发新产品。由于产品研发具有一定不确定性，公司研发投入可能达不到预期效果或新产品可能由于生产工艺、原材料供应、注册等原因无法顺利产业化，公司存在一定的研发成果转化风险。
- **政策风险。**国家对医疗器械行业实行严格的分类管理和生产许可制度，行业相关的监管政策处于不断完善与调整之中。公司可能面临国家产业政策、行业准入政策以及监管规定变化带来的不确定性风险。
- **市场竞争风险。**公司产品在院内市场通过招投标入院，在院外市场亦采用以经销为主的销售模式，可能面临招投标、经销商渠道等方面的竞争。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

**图表 15: 伟思医疗财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1319	1394	1456	1560	<b>营业收入</b>	322	483	580	699
现金	1248	1307	1341	1424	营业成本	89	135	165	203
应收账款	21	25	34	41	营业税金及附加	4	6	7	9
其他应收款	8	8	13	15	营业费用	92	135	128	157
预付账款	3	3	5	6	管理费用	38	34	38	42
存货	35	46	60	71	财务费用	-19	-19	-19	-21
其他流动资产	4	4	4	4	资产减值损失	0	-0	-0	-0
<b>非流动资产</b>	365	403	427	466	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	16	31	32	33
固定资产	100	102	102	102	<b>营业利润</b>	104	181	223	265
无形资产	89	117	163	201	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	176	184	161	163	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1684	1796	1883	2026	<b>利润总额</b>	106	183	224	266
<b>流动负债</b>	129	167	147	156	所得税	12	21	25	30
短期借款	0	17	0	0	<b>净利润</b>	94	162	199	236
应付账款	20	18	24	34	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	110	131	123	122	<b>归属母公司净利润</b>	94	132	179	233
<b>非流动负债</b>	26	1	1	1	EBITDA	103	175	217	258
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.37	1.93	2.61	3.39
其他非流动负债	26	1	1	1					
<b>负债合计</b>	156	168	148	157	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	69	69	69	69	<b>成长能力</b>				
资本公积	1091	1091	1091	1091	营业收入	-25.2%	50.2%	20.1%	20.5%
留存收益	383	468	575	709	营业利润	-46.3%	73.5%	22.9%	19.0%
归属母公司股东权益	1529	1628	1735	1869	归属于母公司净利润	-47.2%	40.9%	35.3%	30.1%
<b>负债和股东权益</b>	1684	1796	1883	2026	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	72.5%	72.0%	71.5%	71.0%
					净利率(%)	29.2%	27.4%	30.9%	33.3%
					ROE(%)	6.1%	8.1%	10.3%	12.5%
					ROIC(%)	28.2%	49.1%	49.5%	53.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	9.2%	9.3%	7.9%	7.7%
					净负债比率(%)	0.77%	10.32%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.21	8.35	9.88	10.00
					速动比率	9.94	8.07	9.47	9.55
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.19	0.28	0.32	0.36
					应收账款周转率	14	20	19	18
					应付账款周转率	6.11	7.11	7.72	6.91
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.37	1.93	2.61	3.39
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	0.63	1.83	2.51
					每股净资产(最新摊薄)	22.27	23.73	25.28	27.24
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.18	33.47	24.74	19.01
					P/B	2.90	2.72	2.55	2.37
					EV/EBITDA	31	18	15	12

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	86	43	126	172
净利润	94	162	199	236
折旧摊销	18	13	13	13
财务费用	-19	-19	-19	-21
投资损失	-16	-31	-32	-33
营运资金变动	-11	-21	-31	-12
其他经营现金流	21	-61	-4	-12
<b>投资活动现金流</b>	-105	13	-22	-12
资本支出	96	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-9	13	-22	-12
<b>筹资活动现金流</b>	-95	3	-71	-78
短期借款	0	17	-17	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-100	-15	-53	-78
<b>现金净增加额</b>	-114	59	33	83

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。