

股权激励计划发布,彰显长期发展信心

核心观点

公司是国内盆底及产后康复设备行业龙头,在传统电磁刺激产品基础上,延伸布局生殖康复领域产品,有望为公司业绩持续增长提供新动力。公司近期发布了股权激励计划,业绩考核目标是以2022年为基数,2023-2026年四个会计年度归母净利润(剔除股份支付费用)增速分别不低于30%/69%/120%/186%,彰显公司长期发展信心。

短期来看,疫情放开后公司经营有望逐步恢复正常,自研磁刺激新产品有望带动业绩高速增长;中期来看,公司传统盆底电磁刺激产品有望维持高增长,超声治疗仪、超声波子宫复旧仪、手指关节康复评估系统等生殖康复及运动康复领域新产品有望打造第二增长曲线;长期来看,康复器械行业渗透率较低,未来公司有望凭借产品力、渠道、服务等优势持续提高市场份额。

事件

公司发布2022年业绩快报及2023年限制性股票激励计划草案

2023年2月26日,公司发布2022年度业绩快报,全年营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为3.77、1.23、0.89亿元,分别同比增长10.28%、3.93%、-14.70%。

2023年2月26日,公司发布2023年限制性股票激励计划草案,拟向激励对象授予权益总计330万股,约占公司股本总额的3.30%,并设置业绩考核目标,以2022年为基数,2023-2026年四个会计年度归母净利润(剔除股份支付费用)增速分别不低于30%/69%/120%/186%。

简评

疫情影响下,2022年业绩符合预期

根据公司公告,2022年麦澜德营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为3.78、1.23、0.89亿元,分别同比增长10.28%、3.93%、-14.70%。据此计算,2022Q4公司营业收入、归母净利润分别为0.78、0.25亿元,分别同比增长-29.36%、-38.85%。考虑到2022年底国内疫情政策调整对康复科室的影响,我们认为公司全年业绩基本符合预期。

麦澜德(688273.SH)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

发布日期: 2023年03月07日

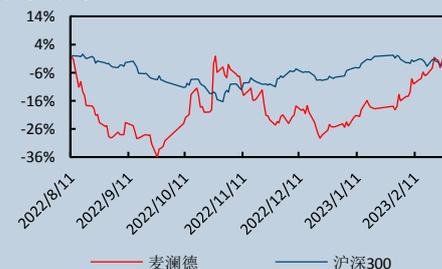
当前股价: 43.35元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
22.03/20.29	29.57/24.46	/
12月最高/最低价(元)		44.54/28.38
总股本(万股)		10,000.00
流通A股(万股)		2,341.32
总市值(亿元)		42.99
流通市值(亿元)		10.07
近3月日均成交量(万)		126.63
主要股东		
杨瑞嘉		19.36%

股价表现



相关研究报告

股权激励计划发布，彰显长期发展信心

根据公司公告，拟向激励对象授予权益总计 330 万股，约占公司股本总额的 3.30%，首次授予拟激励对象合计 97 人，约占公司 2021 年 12 月底在职员工总数 483 人的 20.08%，包括董事、高级管理人员、核心技术人员及其他人员，限制性股票的授予价格为 21.16 元/股。公司也设置了业绩考核目标，以 2022 年为基数，2023-2026 年四个会计年度归母净利润（剔除股份支付费用）增速分别不低于 30%/69%/120%/186%，彰显了对公司业绩长期发展的信心。

盆底及产后康复设备龙头，产品布局逐渐完善

公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售，产品主要有盆底及产后康复设备（电刺激、磁刺激产品）、耗材及配件、信息化产品等，广泛应用于医疗机构的妇产科、盆底康复中心、月子中心、母婴中心等机构。我国拥有庞大的产妇产人群和适育女性，盆底及产后康复服务需求空间巨大。根据头豹研究院数据，2023 年我国产后康复设备行业市场规模预计将达到 144.8 亿元（按终端销售额计算），2018-2023 年 CAGR 约 30%，行业处于快速增长期。公司作为行业龙头，先发优势明显，近年来随着自产磁刺激仪等新产品获批，有望逐步提高市占率。

延伸布局生殖康复等领域，提供业绩增长新动力

我国不孕不育、流产、产后人群基数庞大，生殖康复市场潜在巨大。公司基于在盆底及产后康复领域深耕多年的行业经验、技术积累以及丰富的渠道资源，积极延伸布局生殖康复、运动康复等领域，研发出电超声治疗仪、超声波子宫复旧仪等产品，针对妇产科、妇保科、生殖科、计划生育门诊等科室，有望为公司未来业绩持续快速增长提供新动力。

盈利预测与投资评级

推荐理由：短期来看，疫情放开后公司经营有望逐步恢复正常，自研磁刺激新产品有望带动业绩高增长；中期来看，公司传统盆底电刺激、磁刺激产品有望维持高增长，超声治疗仪、超声波子宫复旧仪、手指关节康复评估系统等生殖康复及运动康复领域新产品有望打造第二增长曲线。根据头豹研究院数据，2023 年我国产后康复设备行业市场规模预计将达到 144.8 亿元（按终端销售额计算），2018-2023 年预计行业 CAGR 约 30%，行业处于快速增长期，在行业快速增长的背景下，公司传统业务有望保持高增速。长期来看，康复器械行业渗透率较低，相关产品集采风险较低，近年来，国家层面密集发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》、《关于开展康复医疗服务试点工作的通知》等促进康复学科发展的重磅政策，促进行业发展。未来公司有望凭借产品力、渠道、服务等优势持续提高市场份额。

2023 年预计康复器械行业诊疗量会有所恢复，假设在磁刺激新产品放量带动下，公司传统盆底及产后康复设备板块收入保持 21% 的增长，相关耗材及配件收入保持 22% 的增速（诊疗量恢复可能导致耗材使用量增加），其他产品（主要是超声治疗仪、超声波子宫复旧仪、手指关节康复评估系统等新产品）收入实现约 100% 的增长，则公司整体收入能实现约 30% 增长。预计 2022-2024 年收入分别为 3.77、4.90、6.32 亿元，同比增长 10.28%、30.00%、29.00%。归母净利润分别为 1.23、1.62、2.10 亿元，同比增长 3.93%、31.49%、29.59%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧：目前传统电刺激业务市场竞争比较激烈，存在打价格战的现象，公司相对应产品的增速未来也有所放缓，甚至可能影响公司整体毛利率水平；公司磁刺激产品目前仍维持较高增长，但不排除未来行业竞争逐渐加剧的可能；

2) 研发进度不及预期：公司战略目标是未来逐渐拓展盆底产后康复领域产品，如果新产品研发进度不及预期，影响公司后续产品及时上市，可能造成公司产品升级迭代速度降低、新产品研发布局滞后从而影响公司在

行业中的竞争力；

3) 新产品市场推广不及预期：目前公司推出的生殖康复及运动康复板块产品，如子宫复旧仪、超声治疗仪、手指关节康复评估系统等均在市场推广的早期阶段，如果产品定价、学术推广、销售策略等出现问题可能导致新产品放量不及预期，继而影响公司未来收入的增速。

4) 敏感性分析：公司传统产品存在降价风险，假设 23 年公司毛利率从 70.5% 下降至 68.5%，则公司整体净利润从目前预估的 1.62 亿元下降至 1.53 亿元。

表 1: 财务摘要 (单位: 百万元)

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	255.67	336.52	341.64	376.76	489.79	631.83
增长率(%)	78.24%	31.62%	1.52%	10.28%	30.00%	29.00%
归属母公司股东净利润	106.06	121.93	118.38	123.04	161.79	209.66
增长率(%)	89.43%	14.96%	-2.91%	3.93%	31.49%	29.59%
每股收益 EPS(元)	1.06	1.22	1.18	1.23	1.62	2.10
市盈率(P/E)	40.87	35.55	36.62	35.23	26.79	20.68

资料来源: iFinD, 中信建投证券

表 2:资产负债表 (单位: 百万元)

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	101.95	149.82	272.62	443.99	642.94	889.79
应收票据及账款	19.75	19.46	10.18	20.70	26.92	34.72
预付账款	4.06	4.25	4.77	5.33	6.93	8.94
其他应收款	0.22	0.33	0.30	0.34	0.44	0.57
存货	25.40	21.23	38.49	46.09	57.02	71.07
其他流动资产	1.42	3.16	14.92	7.36	9.57	12.35
流动资产总计	152.80	198.25	341.28	523.82	743.83	1017.44
长期股权投资	0.77	1.28	0.44	1.02	1.60	2.18
固定资产	112.29	115.68	123.82	104.42	85.02	65.62
在建工程	0.80	2.38	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.29	7.57	7.19	5.99	4.79	3.60
长期待摊费用	0.39	1.45	8.03	4.02	0.00	0.00
其他非流动资产	6.79	7.31	7.98	7.98	7.98	7.98
非流动资产合计	121.33	135.68	147.46	123.43	99.39	79.37
资产总计	274.13	333.92	488.74	647.25	843.22	1096.81
短期借款	16.30	7.35	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	15.07	10.47	13.51	22.39	27.70	34.52
其他流动负债	81.60	64.76	86.60	114.17	143.97	181.89
流动负债合计	112.97	82.58	100.11	136.56	171.67	216.41
长期借款	0.00	0.00	4.10	3.05	2.05	1.13
其他非流动负债	3.77	3.88	11.80	11.80	11.80	11.80
非流动负债合计	3.77	3.88	15.90	14.85	13.85	12.93
负债合计	116.74	86.46	116.01	151.41	185.51	229.34
股本	5.34	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00
资本公积	52.06	87.85	92.55	92.55	92.55	92.55
留存收益	96.41	77.57	195.95	318.99	480.77	690.43
归属母公司权益	153.81	240.42	363.50	486.54	648.32	857.98
少数股东权益	3.57	7.04	9.24	9.30	9.39	9.50
股东权益合计	157.38	247.47	372.74	495.84	657.71	867.48
负债和股东权益合计	274.13	333.92	488.74	647.25	843.22	1096.81

资料来源: iFinD, 中信建投证券

表 3:利润表 (单位: 百万元)

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	255.67	336.52	341.64	376.76	489.79	631.83
营业成本	50.50	80.20	92.49	116.80	144.49	180.07

请参阅最后一页的重要声明

税金及附加	3.56	4.90	4.93	5.39	7.00	9.03
销售费用	54.26	68.47	73.74	75.35	97.96	126.37
管理费用	22.28	24.52	28.43	30.55	39.71	51.23
研发费用	25.42	41.35	37.23	34.10	43.59	55.60
财务费用	0.25	0.31	-0.59	-1.08	-1.78	-2.61
资产减值损失	-0.27	-0.42	-0.17	-0.35	-0.46	-0.59
信用减值损失	-0.85	-0.08	-0.54	-0.65	-0.84	-1.08
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	4.53	3.75	4.77	4.35	4.35	4.35
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.07	0.00	0.31	0.08	0.08	0.08
其他收益	13.08	18.28	20.23	17.20	17.20	17.20
营业利润	115.83	138.30	130.01	136.29	179.15	232.09
营业外收入	0.02	0.03	0.01	0.02	0.02	0.02
营业外支出	0.02	0.40	0.29	0.24	0.24	0.24
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	115.82	137.92	129.73	136.07	178.93	231.87
所得税	10.25	16.57	10.04	12.97	17.06	22.10
净利润	105.57	121.36	119.70	123.10	161.87	209.77
少数股东损益	-0.49	-0.58	1.31	0.07	0.09	0.11
归属母公司股东净利润	106.06	121.93	118.38	123.04	161.79	209.66
EBITDA	119.35	145.46	142.24	159.60	201.76	249.86
NOPLAT	105.87	122.01	119.12	122.26	160.40	207.55
EPS(元)	1.06	1.22	1.18	1.23	1.62	2.10

资料来源: iFinD, 中信建投证券

表 4:现金流量表 (单位: 百万元)

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	105.57	121.36	119.70	103.74	142.51	190.40
折旧与摊销	3.28	7.22	13.10	24.61	24.61	20.60
财务费用	0.25	0.31	-0.59	-1.08	-1.78	-2.61
投资损失	-4.53	-3.75	-4.77	-4.35	-4.35	-4.35
营运资金变动	1.53	0.90	16.70	25.28	14.06	17.98
其他经营现金流	-1.64	5.05	4.46	21.33	21.33	21.33
经营性现金净流量	104.46	131.10	148.60	169.53	196.38	243.35
资本支出	44.01	25.80	6.67	0.00	0.00	-0.00
长期投资	77.70	-1.99	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	3.03	3.30	-2.06	1.81	1.81	1.81

A 股公司简评报告

投资性现金净流量	36.73	-24.50	-8.73	1.81	1.81	1.81
短期借款	-4.24	-8.95	-7.35	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	4.10	-1.05	-1.00	-0.92
普通股增加	0.03	69.66	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2.37	35.79	4.69	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-65.65	-155.23	-19.01	1.08	1.78	2.61
筹资性现金净流量	-67.49	-58.72	-17.57	0.03	0.78	1.69
现金流量净额	73.70	47.87	122.30	171.36	198.96	246.84

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

研究助理

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk