



深耕盆底及产后康复领域，磁刺激产品快速增长——麦澜德投资价值分析报告

请投资者自主做出决策
并自行承担投资风险

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

基础数据（预计发行后）

总股本（百万股）	100
----------	-----

研究员	何畏
投资咨询证书号	S0620518010001
电话	025-58519170
邮箱	whe@njzq.com.cn

● 内容提要

公司远期整体
公允价值区间：

35.00-50.40 亿元

- **公司深耕盆底及产后康复领域。**公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售和服务，致力于女性全生命周期疾病康复治疗，主要产品包括盆底及产后康复设备、耗材及配件、信息化产品等，广泛应用于医疗机构的妇产科、妇保科、妇科、盆底康复中心以及月子中心、产后恢复中心、母婴中心等专业机构。
- **盆底及产后康复医疗器械市场规模快速增长，公司有望长期受益。**随着国民经济快速发展，我国居民可支配收入水平逐年提高，居民健康意识逐渐增强，同时受国家产业政策大力支持、人口老龄化趋势日益加剧、生育政策逐步放开等因素影响，我国盆底及产后康复医疗器械市场规模保持快速增长态势。根据头豹研究院相关数据，我国产后康复设备行业市场规模由2014年的9.2亿元快速增长至2018年的39.5亿元，年复合增长率达43.9%。2019-2023年国内产后康复设备市场将以29.7%的年复合增长率快速增长，预计2023年市场规模将达到144.8亿元。公司聚焦于女性盆底及产后康复领域，已成为该领域龙头企业，有望受益于行业的快速发展。
- **公司业务结构逐步完善，磁刺激仪等新品提供增长新动力。**公司早期以电刺激产品起家，基于在盆底及产后康复领域深耕多年的丰富经验，积极拓展生殖康复领域等新产品线，磁刺激仪、子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪等新品逐步进入产品销售放量阶段，预计将为公司未来业绩持续快速增长提供新动力。
- **募投项目实施将明显提升公司市场竞争力。**公司募集资金主要用于总部生产基地建设项目、研发中心建设项目、以及营销服务及信息化建设项目。募投项目的实施有望进一步扩大公司产品的供给能力，增强公司研发实力，完善公司营销网络，为公司持续发展打下基础。
- **盈利预测与估值：**预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.40、1.70、2.01亿元，同比分别增长18.45%、21.26%、18.09%。基于DCF和PE两种估值方法，我们认为公司上市后**6-12个月的远期整体公允价值区间为35.00-50.40亿元。**
- **风险提示：**盈利预测假设不成立或不及预期的风险；行业政策风险；技术风险；经营风险；财务风险；内控风险；募投项目收益率不及预期风险；公司估值水平高于可比公司估值水平的风险；市场波动风险；发行失败的风险；新冠肺炎疫情导致业绩下滑的风险。



财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	3.37	3.42	4.32	5.10	6.13
YOY	31.62%	1.52%	26.51%	17.97%	20.19%
归母净利润 (亿元)	1.22	1.18	1.40	1.70	2.01
YOY	14.96%	-2.91%	18.45%	21.26%	18.09%
EPS (元/股)	1.22	1.18	1.40	1.70	2.01

资料来源：招股说明书，南京证券研究所。

报告目录

1 估值分析：远期整体公允价值区间为 35.00-50.40 亿元	5 -
1.1 绝对估值法	5 -
1.2 相对估值法	7 -
1.3 公司估值结论	16 -
2 公司概况	16 -
2.1 公司主营业务及商业模式	16 -
2.2 公司股权结构	19 -
2.3 公司财务分析	20 -
3 行业及公司发展前景分析	23 -
3.1 公司所属行业及行业政策	23 -
3.2 国内医疗器械行业仍处于快速增长阶段	25 -
3.3 国内康复医学市场需求正在快速释放，渗透率有望持续提升.....	26 -
3.4 公司深耕盆底及产后康复市场，综合竞争优势显著.....	28 -
4 募投项目分析	31 -
5 盈利预测	32 -
6 风险提示	41 -

图表目录

图表 1: DCF 模型估值结果	- 6 -
图表 2: 公司 DCF 估值敏感性分析 (亿)	- 7 -
图表 3: 可比公司主营业务比较.....	- 8 -
图表 4: 可比公司营业收入增长趋势比较 (万)	- 9 -
图表 5: 可比公司归母净利润增长趋势比较 (万)	- 9 -
图表 6: 可比公司毛利率比较.....	- 10 -
图表 7: 可比公司净利率比较.....	- 10 -
图表 8: 可比公司销售费用率比较.....	- 11 -
图表 9: 可比公司管理费用率比较	- 11 -
图表 10: 可比公司研发费用率比较.....	- 11 -
图表 11: 公司产品主要性能指标比较.....	- 12 -
图表 12: 公司产品在我国妇产科学排名前 20 的 12 家医院投入使用情况.....	- 13 -
图表 13: 可比公司盈利预测及 PE	- 15 -
图表 14: 公司产品介绍.....	- 16 -
图表 15: 公司股权结构.....	- 19 -
图表 16: 公司营业收入增长情况.....	- 20 -
图表 17: 公司归母净利润增长情况.....	- 20 -
图表 18: 公司业务收入结构.....	- 20 -
图表 19: 公司 2019-2021 年主营业务收入的销售模式情况	- 21 -
图表 20: 公司主营业务毛利率情况.....	- 21 -
图表 21: 公司产品类别毛利率情况.....	- 21 -
图表 22: 公司偿债能力分析.....	- 22 -
图表 23: 公司资产结构分析.....	- 22 -
图表 24: 公司现金流量分析.....	- 23 -
图表 25: 行业主要政策汇总.....	- 23 -
图表 26: 全球医疗器械市场规模及增速情况.....	- 25 -
图表 27: 我国卫生总费用及增速情况.....	- 25 -
图表 28: 我国康复医疗器械行业市场规模及增速情况	- 26 -

图表 29: 我国产后康复设备市场规模及增速情况	- 28 -
图表 30: 公司主要竞争对手及业务介绍	- 28 -
图表 31: 可比公司营收比较 (万)	-29-
图表 32: 可比公司归母净利润比较 (万)	- 29 -
图表 33: 公司近几年研发投入情况	-30-
图表 34: 可比公司研发投入情况	- 30 -
图表 35: 公司研发人员数量及占比情况	- 30 -
图表 36: 公司募投项目情况	- 31 -
图表 37: 公司各项主要业务销售收入和毛利率预测汇总	- 39 -
图表 38: 麦澜德利润表、资产负债表与现金流量表预测 (单位: 百万元) ..	- 49 -

1 估值分析：公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值区间为 35.00-50.40 亿元

公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售和服务，主营业务已经实现持续稳定盈利，因此我们建议综合采用绝对估值法中的 DCF 估值法和相对估值法中的 PE 估值法来对公司的远期整体公允价值区间进行估算。

1.1 绝对估值法

DCF 模型关键参数假设：

- 1) R_f ：为无风险利率，参考十年国债到期收益率作为本次无风险收益率。我们选取近六个月十年期国债到期收益率平均值，参数为 2.82%；
- 2) R_m ：为市场投资组合预期收益率，参考沪深 300 指数年化收益率。我们选取 2004 年 7 月 4 日至 2022 年 7 月 4 日之间沪深 300 指数年化收益率（约为 8.29%）作为参照，参数为 8.29%。 $R_m - R_f$ 即可得到股权风险收益率，数值为 5.47%；
- 3) β 系数：为公司相对于市场的风险系数，我们选取可比公司伟思医疗、翔宇医疗、普门科技近 1 年（2021/7/4-2022/7/4） β 系数平均值，参数为 0.86；
- 4) K_e ：为公司股权收益率，根据 CAPM 模型，即 $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) = 7.52%$ ；
- 5) K_d ：为公司债券收益率，参考基准贷款利率，考虑民营企业贷款利率相对较高，故做适当调整，参数为 5.50%；
- 6) 所得税税率：公司系高新技术企业，我们预期此后公司仍能继续享受税收优惠，故假设参数为 15%。
- 7) $D/(D+E)$ ：公司 2019-2021 年资产负债率分别为 42.59%/25.89%/23.74%，参考公司历史数据，假设目标资产负债率为 35.00%。
- 8) WACC：根据公式计算得出 $WACC = 6.53%$ 。
- 9) g ：为公司永续增长率。长期来看，进入成熟期后，公司市场份额趋于稳定，因此预计长期永续增长率与长期 GDP 增速基本保持一致，假设参数为 2%。

10) 营业收入增长率预测：公司主要从事盆底及产后康复医疗器械业务。2022年公司传统主营业务电刺激产品由于受到局部疫情影响销售收入略有下滑，但新业务非医疗磁刺激产品在市场渗透率较低的背景下仍将保持较快增速，同时自产医疗磁刺激产品已经上市，将进一步贡献增量，预计2022年营业收入仍将保持一定增长；2023-2024年随着国内疫情影响逐步减弱，增速将有所回升，预计2022-2024年营业收入增速分别为26.51%、17.97%、20.19%。（详见正文盈利预测部分）。2025-2031年，为过渡期阶段，预计随着公司营收规模的增长，营业收入增速将逐步下滑。2025-2028年，预计在公司磁刺激仪等产品的带动下营收增速仍有望保持相对较快增长。根据弗若斯特沙利文分析，我国磁刺激康复医疗器械市场起步较晚，目前磁刺激康复治疗在国内的治疗渗透率仍非常低，随着适应症的拓展、患者人群的不断增长、患者康复治疗意识的提升、行业规范化以及治疗标准化等有利因素的推动，我国磁刺激康复医疗器械市场将继续保持快速增长趋势，预计以49.4%的复合年增长率从2018年的2.4亿元增长至2023年17.8亿元。我们据此分析，接下来几年随着行业规模的增长行业增速将逐步放缓，但总体仍将保持相对较快增速，公司作为国内磁刺激康复器械领域龙头企业，磁刺激产品预计仍有望保持相对较快增长，但营收增速总体呈现下降趋势，预计2025-2028年营业收入增速分别为12%、10%、8%、8%，2025-2028年营业收入复合增速约为9.5%；2029-2031年公司业务逐步进入成熟阶段，预计2029-2031年营业收入复合增速为4.0%。

图表 1：DCF 模型估值结果

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	终值
营业收入（百万）	432.22	509.89	612.84	686.38	755.02	815.42	880.65	933.49	970.83	990.25	
营收增速	26.51%	17.97%	20.19%	12.00%	10.00%	8.00%	8.00%	6.00%	4.00%	2.00%	
EBIT（百万）	166.39	198.44	236.85	246.34	254.27	257.03	267.50	273.26	283.55	279.00	
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*（1-所得税率）	141.43	168.67	201.32	209.39	216.13	218.47	227.38	232.27	241.01	237.15	
折旧与摊销（百万）	17.94	29.74	60.38	62.63	69.96	74.91	79.86	87.18	92.13	95.18	
营运资金变动（百万）	26.71	28.07	26.95	14.80	14.91	10.92	14.30	10.84	9.39	2.04	
资本性投资（百万）	102.00	182.71	201.92	105.00	55.00	55.00	55.00	55.00	55.00	35.00	
自由现金流（百万）	30.66	-12.36	32.83	152.23	216.18	227.46	237.94	253.61	268.76	295.29	5343.27
折现系数	0.94	0.88	0.83	0.78	0.73	0.68	0.64	0.60	0.57	0.53	0.53
自由现金流现值（百万）	28.78	-10.89	27.16	118.21	157.59	155.65	152.84	152.93	152.13	156.91	2839.30
企业价值（亿）	39.31										

净债务（亿）	-2.69
少数股东权益（亿）	0.19
股权价值（亿）	41.80

资料来源：南京证券研究所

根据 DCF 估值模型，我们计算公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值为 41.80 亿元，敏感性测试结果显示公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值区间在 34.20-52.78 亿元。

图表 2：公司 DCF 估值敏感性分析（亿）

		永续增长率								
		1.25%	1.40%	1.58%	1.78%	2.00%	2.25%	2.53%	2.85%	3.20%
WACC	4.07%	72.31	75.73	80.09	85.80	93.52	104.45	120.98	148.64	203.76
	4.58%	60.87	63.21	66.12	69.83	74.69	81.25	90.55	104.61	128.14
	5.16%	51.58	53.19	55.16	57.63	60.77	64.88	70.43	78.30	90.20
	5.80%	43.94	45.05	46.40	48.06	50.13	52.78	56.23	60.91	67.53
	6.53%	37.58	38.35	39.29	40.41	41.80	43.53	45.74	48.63	52.54
	7.34%	32.25	32.79	33.43	34.20	35.14	36.29	37.73	39.56	41.96
	8.26%	27.75	28.13	28.57	29.10	29.74	30.51	31.46	32.64	34.15
	9.29%	23.93	24.19	24.50	24.86	25.29	25.81	26.44	27.22	28.18
	10.45%	20.68	20.86	21.07	21.32	21.61	21.96	22.38	22.89	23.51

资料来源：南京证券研究所

1.2 相对估值法

公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售和服务，相关产品主要有盆底及产后康复设备、耗材及配件、信息化产品等，广泛应用于医疗机构的妇产科、妇保科、妇科、盆底康复中心以及月子中心、产后恢复中心、母婴中心等专业机构。根据招股说明书，公司所在行业为“C35 专用设备制造业”。截至 2022 年 7 月 4 日，中证指数有限公司发布的“C35 专用设备制造业”最近一个月平均静态市盈率为 33.18 倍。

根据公司招股说明书，从事康复医疗器械的可比上市公司包括伟思医疗、翔宇医疗、普门科技。

与可比公司基本面比较分析：

(1) 可比公司主营业务比较分析

同行业可比公司中，普门科技主要产品覆盖两大领域，包括治疗与康复和体外诊断。翔宇医疗主要产品可涵盖声疗、光疗、电疗、磁疗、物理治疗

(PT)、作业治疗(OT)及康复评定产品等,涉及的产品种类较多,主要应用于综合医院康复科、各临床专科、康复医院、康复医疗中心、康复门诊等各级医疗机构,残疾人康复机构等残联系统,福利院、养老机构等民政系统。伟思医疗主要聚焦于电刺激、磁刺激、电生理和康复机器人四大领域。

公司自成立以来专注于盆底及产后康复领域,经过数年来不断的沉淀,形成了完备的产品线,已成为国内盆底及产后康复领域知名度较高的企业品牌。在此基础上,公司积极布局女性生殖康复、营养及健康管理等领域,开发出多款新产品,不断丰富公司产品结构,以更好地支撑公司可持续健康发展。

图表 3: 可比公司主营业务比较

公司	主营业务	营业收入 (2021, 亿)	归母净利润 (2021, 亿)
伟思医疗	主要从事盆底及产后康复、神经康复、精神康复等细分领域康复产品及整体解决方案研发、生产和销售,主要产品为电刺激类、磁刺激类、电生理类设备、耗材及配件等	4.30	1.78
翔宇医疗	主要从事康复医疗器械业务,主要产品包括:康复评定设备、康复训练设备、康复理疗设备,已形成 20 大系列、400 多种自有产品的丰富产品结构,在康复医疗器械领域拥有相对完整的产品体系	5.23	2.02
普门科技	主要从事治疗与康复设备、体外诊断设备和配套检测试剂业务,其中治疗与康复设备业务包括创面和皮肤治疗、围手术期和重症护理、疼痛和康复治疗等	1.81	-
麦澜德	主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售和服务,相关产品主要有盆底及产后康复设备、耗材及配件、信息化产品等	3.42	1.18

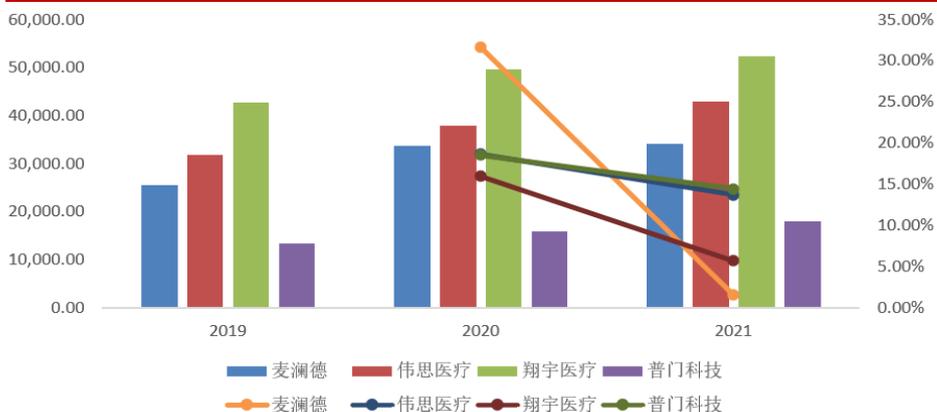
资料来源:公司招股说明书,WIND,南京证券研究所。普门科技营业收入数据取其治疗与康复业务板块销售收入。

(2) 可比公司业绩成长性分析

在营业收入增长趋势方面,2020 年公司营业收入呈现快速增长,2020 年同比增长 31.62%,明显高于可比公司。2021 年公司营业收入同比增长 1.52%,增速明显下降,主要原因是受到疫情影响,终端客户采购相关设备的意愿有所下降。可比公司伟思医疗营业收入同比增速总体保持相对稳定,主要原因在于伟思医疗磁刺激产品布局相对较早,近几年呈现快速增长趋势,2021 年磁刺激产品实现销售收入约 1.69 亿元,同比增长 67.59%;同时,伟思医疗电生理业务也保持较快增长,2021 年实现 0.59 亿元,同比增长 20.14%。

公司产品线主要集中于盆底及产后康复领域，2021 年开始公司新产品线也逐步呈现销售额放量趋势。其中包括磁刺激产品实现快速增长，虽然医疗磁刺激产品此前以代理为主，对利润贡献较为有限，但对公司销售渠道布局具有较大帮助，为 2022 年自主生产的医疗磁刺激设备产品上市销售打下基础。非医疗磁刺激设备产品方面，公司自主研发生产的脉冲磁训练仪于 2020 年下半年上市销售，2021 年销售额呈现快速增长趋势，达 1007 万元。同时，公司在女性生殖康复领域的布局也开始为公司业绩增添新的增长动力。其中超声波子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪 2021 年分别实现销售额 669 万、645 万、280 万，同比分别增长 2394.37%、2307.01%、53.80%，正处于快速放量阶段。

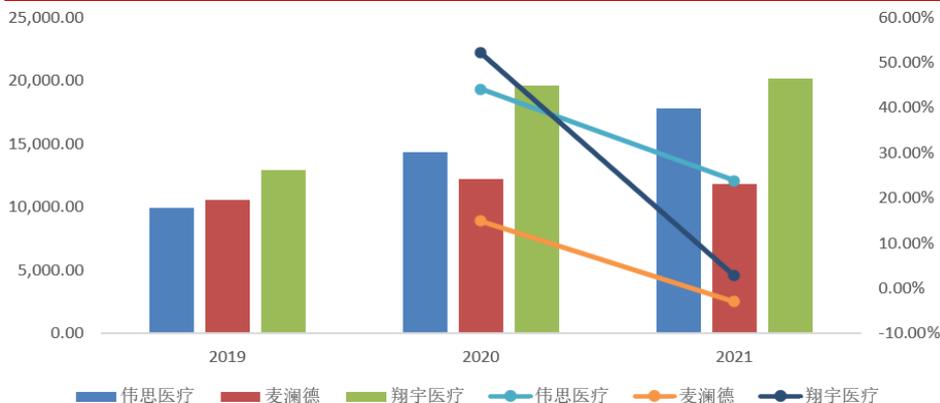
图表 4：可比公司营业收入增长趋势比较（万）



资料来源：招股说明书，Wind，南京证券研究所

在归母净利润增长趋势方面，2021 年同比增速整体上均有所下滑。公司 2021 年受到营业收入同比增速下滑以及毛利率下降等因素影响，归母净利润同比增速也有所下滑，2020-2021 年分别为 14.96%、-2.91%。

图表 5：可比公司归母净利润增长趋势比较（万）



资料来源：招股说明书，南京证券研究所

(3) 可比公司盈利能力比较分析

在毛利率方面，公司整体毛利率与可比公司相比处于相对较高水平。公司采取自主设计、外协生产模式，因此单位成本相对更低；同时公司同类产品单位售价也较高。2020-2021 年公司毛利率有所下滑，主要原因是公司下游客户如月子中心、产后恢复中心及母婴中心等非医疗机构受疫情影响经营压力加大，采购公司中高端设备的意愿有所下降，同时面对市场需求的不确定性，公司及时调整市场策略，推出价格较低产品以满足客户的需求。

图表 6：可比公司毛利率比较

	麦澜德	伟思医疗	翔宇医疗	普门科技
2019	80.16%	73.70%	66.37%	76.32%
2020	76.17%	73.57%	67.71%	75.47%
2021	72.95%	74.78%	68.23%	68.46%

资料来源：招股说明书，Wind，南京证券研究所

在净利率方面，公司随着毛利率的下滑，净利率也随之下滑，但目前看与可比公司同处于相对较高水平。公司期间费用率总体保持相对稳定，与可比公司相比未有较大差异。公司研发费用率与可比公司伟思医疗、翔宇医疗基本相近。

图表 7：可比公司净利率比较

	麦澜德	伟思医疗	翔宇医疗	普门科技
2019	41.49%	31.27%	30.18%	23.79%
2020	36.23%	37.97%	39.61%	26.00%
2021	34.65%	41.36%	38.54%	24.44%

资料来源：招股说明书，Wind，南京证券研究所

图表 8：可比公司销售费用率比较

	麦澜德	伟思医疗	翔宇医疗	普门科技
2019	21.22%	23.56%	22.06%	18.99%
2020	20.35%	19.04%	17.82%	16.46%

2021	21.58%	18.16%	20.84%	15.34%
------	--------	--------	--------	--------

资料来源：招股说明书，Wind，南京证券研究所

图表 9：可比公司管理费用率比较

	麦澜德	伟思医疗	翔宇医疗	普门科技
2019	8.71%	8.30%	7.32%	4.35%
2020	7.29%	8.92%	5.36%	4.39%
2021	8.32%	8.83%	6.11%	4.61%

资料来源：招股说明书，Wind，南京证券研究所

图表 10：可比公司研发费用率比较

	麦澜德	伟思医疗	翔宇医疗	普门科技
2019	9.94%	8.59%	9.71%	18.44%
2020	12.29%	9.06%	10.40%	18.66%
2021	10.90%	14.77%	13.11%	20.02%

资料来源：招股说明书，Wind，南京证券研究所

公司核心竞争优势突出，主要体现在以下方面：

(1) 公司系盆底及产后康复领域唯一的国家级专精特新“小巨人”企业

根据《工业和信息化部办公厅关于开展专精特新“小巨人”培育工作的通知》（工信厅企业函[2018]381号），专精特新“小巨人”企业是“专精特新”中小企业中的佼佼者，是专注于细分市场、创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优的排头兵企业。2020年12月，发行人被工业和信息化部认定为专精特新“小巨人”企业，系盆底及产后康复领域唯一一家获得此项认定的企业。

(2) 公司主要产品核心技术持续创新，与竞争对手相比技术优势明显

在盆底及产后康复设备领域，公司产品在通道数、分辨率、采样率、测量范围、通频带、电流脉宽、刺激频率、治疗模式等指标方面具有较强竞争力，提升了筛查评估准确度、缩短了筛查评估的时间、降低了医疗成本。

其中在快速诊断方面，公司多通道高性能盆底表面肌电信息采集分析技术主要包括肌电采集与分析技术、多肌群参与度甄别技术、阴道电极设计技术、防止交叉感染技术、一次性阴道电极技术等。在精准筛查方面，公司多源融合

盆底疾病诊疗技术主要包括压力探头设计技术、多源融合肌力评定技术等。在智能化方面，公司基于云平台的智能盆底康复综合解决方案主要技术包括分级诊疗信息技术、无中心节点病例数据实时同步技术、治疗方案智能生成技术、多媒体人机交互技术、家用盆底远程康复技术等。

图表 11：公司产品主要性能指标比较

项目	麦澜德	主要竞品	国家或行业标准
通道数	可实现 8 个独立全功能（包含肌电采集、电刺激、肌电触发电刺激、生物反馈功能）物理通道；1 个压力检测通道，自动化定量充气	个别竞品可实现 8 个独立电刺激通道，部分通道是全功能（包含肌电采集、电刺激、肌电触发电刺激、生物反馈功能）物理通道；1 个压力检测通道	/
分辨率	≤0.2μV	≤2μV	≤2μV
采样率	8,192Hz	2,048Hz 或 8,192Hz	/
测量范围	1-3,000μV	1-3,000μV（个别竞品）	/
通频带	不窄于 20-550Hz	不窄于 20-500Hz	不窄于 20-500Hz
共模抑制比	大于 100dB	大于 100dB	大于 100dB
刺激强度	0-100mA	0-100mA	/
电流脉宽	10-1,000μs、步进精度 10μs	10-1000μs、精度 10μs（个别竞品）	/
刺激频率	0.5-1,000Hz，步进精度 1Hz	个别竞品高限可到 2,000 Hz，但未实现全范围的 1Hz 精度可调	/
治疗模式	神经肌肉电刺激 肌电触发电刺激 Kegel 模板训练 多媒体游戏 刺激反馈模式 独立电刺激模式 智能牵张训练	神经肌肉电刺激 肌电触发电刺激 Kegel 模板训练 多媒体游戏 功能电刺激（个别竞品） 智能电刺激（个别竞品） 交互电刺激（个别竞品）	/
使用模式	单台主机双人同时进行盆底肌电反馈的诊疗：双人同时进行盆底肌电反馈评估、双人同时进行盆底肌电反馈治疗、一人进行盆底肌电反馈评估同时另一人进行盆底肌电反馈治疗，互不干扰	无类似功能	/
对称性评估	具备高兼容性的双通道电极；软件具备对称性评估模块；全面的量化对称性评估报告	无类似功能	/
张力检测	专人专用压力探头，避免交叉感染；自动定量充气，精准易操作；可提供盆底肌动静态张力相关测试值、张力-体积曲线等	传统压力探头，无自动定量充气；可进行盆底肌的压力评估	/
牵张训练	利用压力探头程序化充放气牵张盆底肌进行被动牵张训练，以降低盆底肌张力	无类似功能	/
治疗方案	可根据盆底筛查或评估结果一键自动生成个性化疗程化的盆底治疗方案	个别竞品可实现	/

项目	麦澜德	主要竞品	国家或行业标准
数据同步	可实现多台设备筛查评估及治疗数据的自动实时同步	个别竞品可实现	/
分级诊疗	盆底疾病分级诊疗信息系统拥有独立二类医疗器械注册证，实现医联体组建、共享数据、科研协作、病患转诊、本地病员管理等功能	无盆底分级诊疗信息系统的独立二类医疗器械注册证	/

资料来源：招股说明书，南京证券研究所

在女性生殖康复领域，公司产品主要包括超声波子宫复旧仪、电超声治疗仪、盆腔养护仪等，主要面向不孕不育、卵巢功能早衰人群。公司产品核心技术优势体现在超声治疗通道多（16通道，行业主要竞品为4通道）、超声换能器体积小、重量轻，可同步治疗的部位更多、便于直接贴附治疗部位，有助于提高治疗效果和效率。

在运动康复领域，公司主要产品包括软体康复手套等。公司产品融合了柔性驱动器设计与控制、健患侧协同康复训练、多因子混合康复训练等核心技术，最大抓握力（7N，行业主要竞品为4.5N）、最大弯曲角度（270°，行业主要竞品为220°）优于同类产品，且较同类产品重量轻、冲击载荷小。在康复策略方面，公司掌握了健患侧协同康复训练技术，其核心手势识别算法的实时测算手部姿态精度（15个关节角度，行业内主要竞品为5个）优于同类产品，且相较于数据手套，无接触式姿态检测解决了手部交叉感染问题，具有较强竞争优势。

(3) 公司行业地位突出，市场认可度高，品牌优势明显，未来仍有较大的成长空间

公司深耕盆底及产后康复领域多年，盆底及产后康复领域呈现出“大市场小企业”的竞争格局，市场集中度较低，公司目前收入规模在同行业可比公司里排名靠前，是盆底及产后康复细分行业龙头企业。经过多年业务拓展，公司目前客户数量超过11000家，覆盖全国31个省、自治区和直辖市，呈现出客户数量大，覆盖范围广，客户质量优等特点。公司产品已在各级医疗机构得到广泛应用，其中三级医院600余家，二级医院3,000余家，一级医院1,000余家。

公司产品已在我国妇产科学排名前20的12家医院投入使用，说明公司产品和技术能力得到了知名医院的认可，具体情况如下：

图表 12：公司产品在我国妇产科学排名前 20 的 12 家医院投入使用情况

排序	医院名称	是否使用公司产品
1	中国医学科学院北京协和医院	否
2	北京大学第三医院	否
3	浙江大学医学院附属妇产科医院	是
4	华中科技大学同济医学院附属同济医院	是
5	复旦大学附属妇产科医院	否
6	四川大学华西第二医院	是
7	首都医科大学附属北京妇产医院	是
8	上海市第一妇婴保健院	否
9	中国福利会国际和平妇幼保健院	是
10	北京大学第一医院	是
11	中国医科大学附属盛京医院	是
12	中山大学孙逸仙纪念医院	是
13	中山大学附属第一医院	否
14	郑州大学第一附属医院	是
15	上海交通大学医学院附属仁济医院	是
16	山东省立医院	否
17	南京医科大学第一附属医院	是
18	青岛市妇女儿童医院	是
19	中国医科大学附属第一医院	否
20	温州医科大学附属第二医院	否

资料来源：以上医院排名来自中国医学科学院发布的“2020年度中国医院/中国医学院校科技量值（STEM）”排行榜；中国医院/中国医学院校科技量值（STEM）是对中国医学科研创新能力的最高水平评价。

此外，公司产品已进入 3,000 余家月子中心、母婴护理中心和产后恢复中心等专业机构。根据卫健委统计信息中心最新数据显示，我国截至 2021 年 11 月底，全国三级医院 3178 家，二级医院 10787 家，一级医院 12591 家，未定级医院 9894 家，以此数据推算，公司目前产品覆盖率分别约为 19%、28%和 4%，产品覆盖率仍有较大提升空间。

根据相关文献数据统计，我国女性尿失禁患病率较高，潜在的尿失禁患者数量较大，但由于健康意识不足等原因就诊率较低，未来随着健康意识提升以及相关政策的大力支持，预计就诊率将呈现持续提升趋势，公司作为盆底及产后康复领域龙头企业，凭借完善的产品体系和渠道网络，较强的研发能力有望

受益于就诊率的持续提升。因此，公司未来仍有较大的成长空间。

(4) 营销网络遍布全国、售后服务优势明显

公司设有营销中心，负责全国营销网络的建设和维护。经过多年的发展，公司已经建立了全国 1,000 余家经销商的营销网络，产品覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，并在各级医疗及专业机构得到广泛应用。公司一方面积极配合各地经销商开展营销活动，与经销商一起进行产品推广、客户宣讲，借助经销商的渠道销售产品；另一方面，公司十分重视对终端客户的售后服务工作，能够第一时间及时快速响应临床需求并根据临床反馈及时改进产品，有效保持客户的稳定性并挖掘客户的潜在需求。

(5) 生殖康复领域产品提供业绩新动力，销售额正处于逐步放量阶段。

公司在生殖康复领域布局较为完善，具体产品包括超声波子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪等。公司超声波子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪 2021 年分别实现销售额 669 万、645 万、280 万，同比分别增长 2394.37%、2307.01%、53.80%，正处于快速放量阶段。公司生殖康复类产品核心技术优势明显，主要体现在超声治疗通道多（16 通道，行业主要竞品为 4 通道）、超声换能器体积小、重量轻，可同步治疗的部位更多、便于直接贴附治疗部位，有助于提高治疗效果和效率。预计随着公司生殖康复业务板块销售额逐步放量，将为公司整体业绩提供新动力。

综合以上基本面分析，与可比公司相比，在主营业务、销售模式、盈利能力等方面具有一定的可比性。截至 2022 年 7 月 4 日，可比公司当前股价对应 2021 年归母净利润的市盈率平均值为 30.59 倍；当前股价对应 2022 年归母净利润的市盈率平均值为 25.08 倍。

图表 13：可比公司盈利预测及 PE

公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
伟思医疗	66.88	46	2.58	3.22	4.13	25.93	20.79	16.19
翔宇医疗	34.30	55	1.26	1.34	1.64	27.17	25.64	20.87
普门科技	17.41	73	0.45	0.60	0.81	38.67	28.81	21.61
平均值						30.59	25.08	19.56

资料来源：Wind，南京证券研究所，数据截止 2022 年 7 月 4 日。可比公司 2022-2023 年预测数据来自于 WIND 一致预期。

预计公司 2022 年归属于母公司股东的净利润为 1.40 亿元。参考可比公司

2022 年平均估值，并结合公司自身竞争优势，给予公司 2022 年 25-36 倍 PE，对应公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值区间为 35.00-50.40 亿元。

1.3 公司估值结论

按照绝对估值法预计公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值区间为 34.20-52.78 亿元；根据相对估值法预计公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值区间为 35.00-50.40 亿元。综合两种估值方法，我们取绝对估值法和相对估值法区间交集作为估值区间，得出最后估值结论。**我们认为公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值区间为 35.00-50.40 亿元。**

2 公司概况

2.1 公司主营业务及商业模式

公司前身为麦澜德有限，系由崔爱堂、杨东、阎玉霞、周荣兰、陈晓艳及李立弘于 2013 年 1 月以货币方式共同出资设立，并于 2020 年 9 月整体变更为南京麦澜德医疗科技股份有限公司。

公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产、销售和服务，相关产品主要有盆底及产后康复设备、耗材及配件、信息化产品等，广泛应用于医疗机构的妇产科、妇保科、妇科、盆底康复中心以及月子中心、产后恢复中心、母婴中心等专业机构。

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、强大的组织搭建能力，公司积极延伸布局运动康复、女性生殖康复、营养及健康管理等领域，研发出手指关节康复评估系统、电超声治疗仪、超声波子宫复旧仪、人体成分健康管理分析仪等产品，将为公司未来业绩持续快速增长提供新动力。

图表 14：公司产品介绍

主要产品			功能及用途	产品展示	产品类别
盆底及产	盆底诊疗系列	生物刺激反馈仪	主要应用于妇产科、盆底康复中心、泌尿消化等医院科室，用于尿失禁、盆腔脏器		医疗器械

主要产品		功能及用途	产品展示	产品类别	
后 复 设 备		便携式生物刺激反馈仪		医疗器械	
	产后恢复系列	盆底训练仪		非医疗器械	
		便携式产后恢复仪			非医疗器械
	家用系列	盆底生物刺激反馈仪	主要应用于患者居家进行盆底康复治疗		医疗器械
耗 材 及 配 件		阴道电极	配套盆底及产后康复设备使用，用于盆底及产后康复设备与盆底肌之间电刺激和生物反馈信号的传递		医疗器械
		一次性使用阴道电极			医疗器械
		阴道探头			非医疗器械
		一次性使用阴道探头			非医疗器械
其 他 产 品		盆底疾病分级诊疗信息软件	适用于对盆底功能障碍性疾病诊查数据进行查看、储存、管理和传输		医疗器械
	运 动 康 复 设 备	便携式生物刺激反馈仪	应用于康复科、神经科、儿童康复科等科室，用于神经损伤导致的运动功能障碍的评估和康复		医疗器械
		手指关节康复评估系统	应用于康复科、神经科等科室，用于手功能运动障碍患者的康复		医疗器械

主要产品		功能及用途	产品展示	产品类别
营养及健康管理设备	人体成分健康管理分析仪	主要应用于月子中心、产后恢复中心、健身中心、减肥中心等专业机构，用于测量人体成分，并提供个性化的膳食和运动推荐		非医疗器械
	超声波子宫复旧仪	应用于妇科、产科，促进产后恶露排出和子宫内膜修复		医疗器械
	盆腔养护仪	应用于月子中心、产后恢复中心、母婴中心等专业机构，用于不同生理阶段女性的盆腔养护		非医疗器械
	电超声治疗仪	应用于妇科、生殖中心等科室，用于对因血液循环不畅导致的生殖功能低下进行辅助治疗		医疗器械

资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

公司商业模式上，在研发端，公司非常重视产品研发和技术创新，设有独立的研发中心，主要负责组织研究行业技术发展方向，制定新技术、新产品研发计划，对关键技术进行预研和储备，通过设计改进和技术升级持续优化产品性能。研发中心下设产品设计部、结构设计部、软件开发部、硬件开发部、研发支持部、医学部和信息管理部，该等部门根据协作分工又下设有不同细分方向的小组，由各组组长统筹管理。

在生产端，公司生产主要负责产品的整机组装、软件烧录、调试和检验等核心工序。在以销定产的基础上，公司实行订单式生产和库存式生产相结合的生产模式。

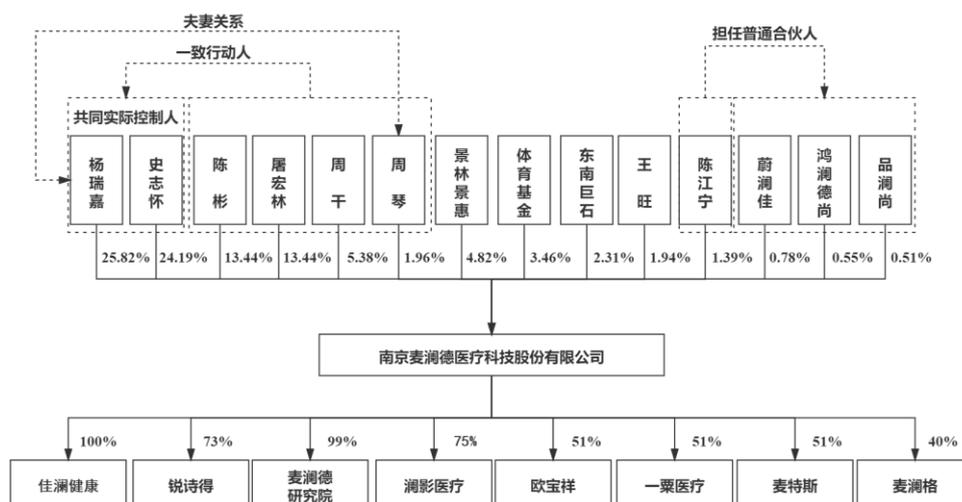
在销售端，公司实行“经销为主、直销为辅”的销售模式。截至目前公司已建立覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市的经销商网络，主要通过经销商向终端客户间接完成销售。公司对长期合作的经销商一般采用一年签一次的经销协议，均采用买断式销售模式，一般采用先款后货的结算方式，同时亦会根据经销商的业务规模、合作时间等因素，适当调整经销商预付货款的比例。

请务必阅读正文之后的重要法律声明

2.2 公司股权结构

南京麦澜德医疗科技股份有限公司起源于 2013 年 1 月 16 日创办的麦澜德有限公司。截至本报告出具日，杨瑞嘉先生和史志怀先生为公司第一和第二大股东，分别持有公司 25.82% 和 24.19% 的股份，合计持有公司 50.01% 的股份，并签署了《共同控制协议》，是公司的控股股东、实际控制人；同时公司控股股东、实际控制人杨瑞嘉先生、史志怀先生与公司股东陈彬、屠宏林、周干、周琴（合计持有公司 63,173,210 股，占比 84.23%）签署了《一致行动协议》。杨瑞嘉先生，1978 年 7 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。2003 年 6 月至 2004 年 8 月就职于南京信业医药实业有限公司；2007 年 10 月至 2013 年 7 月历任伟思医疗及其子公司南京伟思瑞翼电子科技有限公司产品经理、市场部经理、产品总监；2013 年 8 月至 2020 年 9 月任麦澜德有限董事长兼总经理；2020 年 9 月至今任公司董事长兼总经理。史志怀先生，1975 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。1997 年 8 月至 2001 年 2 月就职于南京绿洲机器厂、南京清华通用数控工程有限公司；2001 年 3 月至 2013 年 2 月历任伟思医疗软件工程师、研发部经理、研发总监；2013 年 3 月至 2020 年 9 月任麦澜德有限董事、副总经理、研发总监；2020 年 9 月至今任公司董事、副总经理。

图 15：公司股权结构

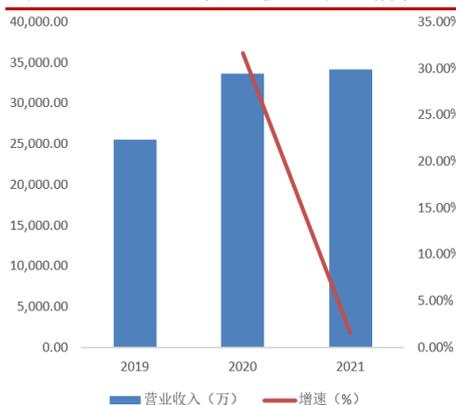


资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

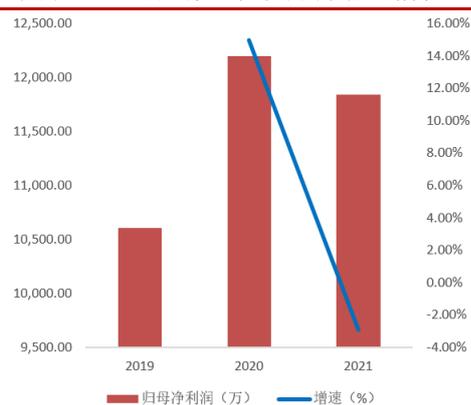
2.3 公司财务分析

随着国内产后康复需求的不断增加，公司业绩总体呈现稳健增长趋势。公司 2019 年-2021 年分别实现营业收入 2.56 亿、3.37 亿、3.42 亿，营业收入逐年增长，年均复合增长率为 15.60%。其中 2021 年，公司实现营业收入 3.42 亿元，同比增长 1.52%，实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长-2.91%。公司已成为产后康复细分领域的龙头企业之一，在行业内具有较强的竞争优势。

图表 16: 公司营业收入增长情况



图表 17: 公司归母净利润增长情况



资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

公司主营业务收入结构中，盆底及产后康复类设备占比较高，2021 年实现销售收入 21,232.99 万元，约占 62.69%；耗材及配件实现销售收入 9,940.19 万元，约占 29.35%；盆底及产后康复类设备及耗材和配件是目前公司的主要收入来源。2019 年及 2020 年公司盆底及产后康复设备占比在 70%左右，占比较为稳定，2021 年公司盆底及产后康复设备占比有所下降，主要是公司盆底及产后康复设备销售收入同比下降约 12.71%，其中产后恢复系列产品受到局部疫情影响实现销售收入 5,564.25 万元，同比大幅下降 31.91%，是公司盆底及产后康复设备收入占比明显下降的主要原因。

图表 18: 公司业务收入结构

主营业务	2021		2020		2019	
	金额 (万)	占比 (%)	金额 (万)	占比 (%)	金额 (万)	占比 (%)
盆底及产后康复设备	21,232.99	62.69%	24,324.91	72.75%	17,698.03	69.72%
耗材及配件	9,940.19	29.35%	8,215.76	24.57%	7,588.57	29.89%
其他产品	2,696.85	7.96%	894.01	2.67%	97.82	0.39%
合计	33,870.03	100.00%	33,434.67	100.00%	25,384.42	100.00%

资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

公司实行“经销为主、直销为辅”的销售模式。经过多年的发展，公司已经建立了全国 1,000 余家经销商的营销网络，产品覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，并在各级医疗及专业机构得到广泛应用。公司一方面积极配合各地经销商开展营销活动，与经销商一起进行产品推广、客户宣讲，借助经销商的渠道销售产品，2019-2021 年公司通过经销商实现的销售收入占比分别为 72.94%、76.80%和 83.19%，处于较高水平且近几年呈现持续提升趋势。

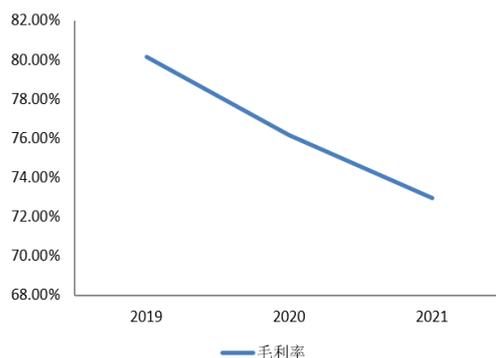
图表 19：公司 2019-2021 年主营业务收入的销售模式情况

销售模式	2021		2020		2019	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
经销模式	28,176.36	83.19%	25,676.59	76.80%	18,515.11	72.94%
直销模式	5,987.89	16.81%	7,758.08	23.20%	6,869.31	27.06%

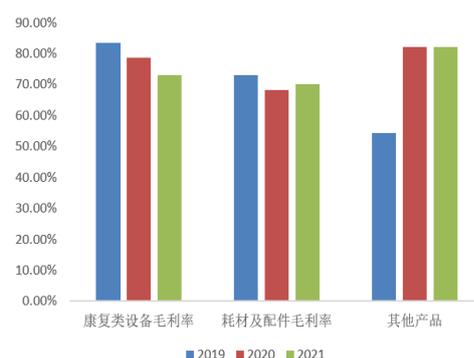
资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

公司毛利率方面，公司 2019-2021 年公司主营业务毛利率分别为 80.16%、76.17%和 72.95%，呈现持续下降趋势，主要原因是公司下游客户如月子中心、产后恢复中心及母婴中心等非医疗机构受疫情影响经营压力加大，采购公司中高端设备的意愿有所下降，同时面对市场需求的不确定性，公司及时调整市场策略，推出价格较低产品以满足客户的需求。

图表 20：公司主营业务毛利率情况



图表 21：公司产品类别毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

公司偿债能力方面，公司 2019 年资产负债率约为 42.59%，2020-2021 年快速下降至 25.89%、23.74%；公司 2019-2021 年流动比率、速动比率呈现持续上升趋势。目前公司资产负债率、流动比率、速动比率与可比公司上市前基本处于类似水平。总体上，公司偿债能力良好。

图表 22：公司偿债能力分析

财务指标	2021.12.31	2020.12.31	2019.12.31
流动比率	3.41	2.40	1.35
速动比率	3.02	2.14	1.13
资产负债率	23.74%	25.89%	42.59%
财务指标	2021	2020	2019
息税折旧摊销前利润（万）	14,298.52	14,558.82	11,937.31
利息保障倍数	850.57	311.54	433.98

资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

从公司资产结构上看，公司 2019-2021 年货币资金占比持续提升。公司 2019-2021 年应收票据及应收账款占比也整体保持稳定且处于相对较低水平，现金回收控制相对较好。公司 2019-2021 年存货占比基本维持相对稳定。公司 2019-2021 年固定资产占比持续下降，主要由于公司固定资产绝对额未发生明显变化，随着公司总资产的增加而持续下降。

图表 23：公司资产结构分析

财务指标	2021.12.31	2020.12.31	2019.12.31
货币资金	55.78%	44.87%	37.19%
应收票据		0.17%	0.16%
应收账款	2.08%	5.66%	7.04%
预付款项	0.98%	1.27%	1.48%
其他应收款	0.06%	0.10%	0.08%
存货	7.88%	6.36%	9.27%
其他流动资产	3.05%	0.95%	0.52%
固定资产	23.84%	34.64%	40.96%
在建工程		0.71%	0.29%
无形资产	1.47%	2.27%	0.11%
商誉	0.19%	0.27%	0.09%

资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

公司现金流量方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金以及收到其他与经营活动有关的现金之和基本与营业收入相匹配；同时，公司经营活动现金流量净

额持续为正，与当期公司净利润水平基本相符。整体上公司现金流状况相对较为良好。

图表 24：公司现金流量分析

项目（万元）	2021	2020	2019
营业收入	34,164.25	33,651.97	25,566.65
销售商品、提供劳务收到的现金	40,626.10	36,067.80	29,730.52
经营活动产生的现金流量净额	14,859.70	13,109.51	10,446.37
投资活动产生的现金流量净额	-872.66	-2,450.13	3,672.53
筹资活动产生的现金流量净额	-1,756.83	-5,872.50	-6,749.13
现金及现金等价物净增加额	12,230.20	4,786.88	7,369.77

资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

3 行业及公司发展前景分析

3.1 公司所属行业及行业政策

根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），公司所处行业为“专用设备制造业（C35）”中的“医疗仪器设备及器械制造（C358）”；根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》（2012年修订），公司所处行业为“专用设备制造业（C35）”。近些年以来，国家陆续出台了一系列政策规范和引导我国康复医学行业的健康发展。在相关政策的鼓励和支持下，我国康复医疗器械行业整体呈现快速发展，行业市场规模呈现出较快增长趋势。近几年主要行业政策包括：

图表 25：行业主要政策汇总

序号	政策名称	相关内容
1	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	发展高效能超声、电流、磁场、激光、介入等治疗装备；发展面向妇女、儿童特殊需求的疾病预防、诊断、治疗、健康促进等装备
2	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》（国卫医发[2019]42号）	社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺专科领域举办的非营利性医疗机构，当地政府可与公立医疗机构同等提供场地或租金补贴和其他支持政策；规范和引导社会力量举办康复医疗中心、护理中心、健康体检中心、眼科医院、妇儿医院等医疗机构
3	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》（发改产业[2017]2000号）	加快高端医疗器械产业化及应用，支持医疗器械专业化咨询、研发、生产、应用示范服务平台建设，推动行业全面转型升级，促进产品质量性能提升

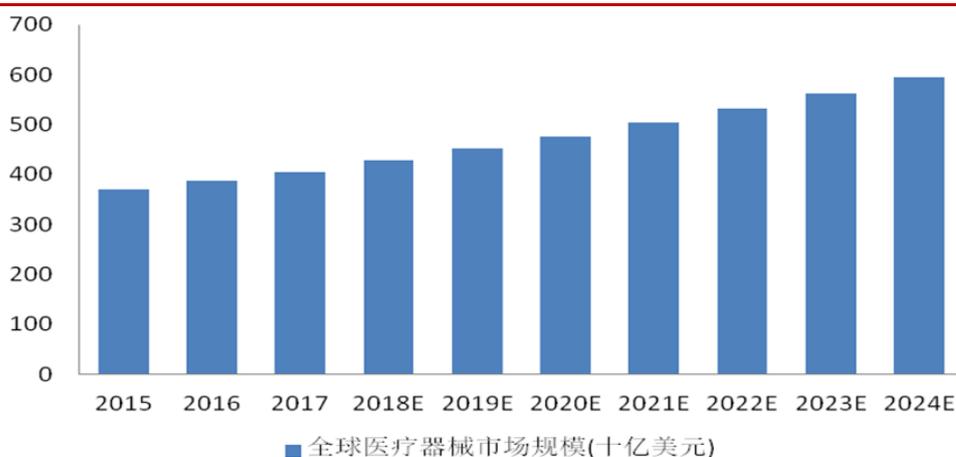
序号	政策名称	相关内容
4	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》（国科办社[2017]44号）	加快发展康复、助残、养老等相关的人机交互、脑-机接口、人-机-电融合与智能控制等关键技术，突破家庭护理、老年陪伴、助力助行、穿戴式康复等专业化机器人产品的转化应用
5	《“十三五”卫生与健康规划》（国发[2016]77号）	加大妇女常见病防治力度，妇女常见病定期筛查率达到80%以上；鼓励社会力量发展儿科、精神科、老年病、长期护理、口腔保健、康复、安宁疗护等资源稀缺及满足多元需求的服务；开发可穿戴生理信息监测设备、便携式诊断设备等移动医疗产品和可实现远程监护、诊断、治疗指导的远程医疗系统
6	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》（国发[2016]67号）	开发智能医疗设备及其软件和配套试剂、全方位远程医疗服务平台和终端设备，发展移动医疗服务；发展高品质医学影像设备、先进放射治疗设备、高通量低成本基因测序仪、基因编辑设备、康复类医疗器械等医学装备，大幅提升医疗设备稳定性、可靠性
7	《“十三五”国家科技创新规划》（国发[2016]43号）	重点部署疾病防控、精准医学、生殖健康、康复养老、药品质量安全、创新药物开发、医疗器械国产化、中药现代化等任务，加快慢病筛查、智慧医疗、主动健康等关键技术突破，加强疾病防治技术普及推广和临床新技术新产品转化应用，建立并完善临床医学技术标准体系
8	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》（中华人民共和国国家发展和改革委员会公告2017年第1号）	超快电磁脉冲、超高静电场、大功率激光、电磁场、电磁波、超声、光学、力学等康复理疗设备；具有实时的三维肌力测评、步态分析、平衡测评控制、四肢联动、功能性电刺激（FES）、生物反馈、运动监测、感觉测试等功能的康复训练和治疗机器人；肌体功能训练、行为、心理、认知干预的康复训练和测评系统
9	《“十三五”生物产业发展规划》（发改高技[2016]2665号）	把握智能、网络、标准化的新趋势，大力发展新型医疗器械，提供现代化诊疗新手段；到2020年，生物医学工程产业年产值达6,000亿元，初步建立基于信息技术与生物技术深度融合的现代智能医疗器械产品及服务体系
10	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全面提高妇幼保健服务能力，加大妇女儿童重点疾病防治力度，提高妇女常见病筛查率和早诊早治率，加强儿童疾病防治和预防伤害；全面建立分级诊疗制度，以提高基层医疗服务能力为重点，完善服务网络、运行机制和激励机制；深化药品医疗器械审评审批制度改革
11	《“健康中国2030”规划纲要》	加快医疗器械转型升级，提高具有自主知识产权的医学诊疗设备、医用材料的国际竞争力；加快发展康复辅助器具产业，增强自主创新能力；健全质量标准体系，提升质量控制技术，实施绿色和智能改造升级，到2030年，药品、医疗器械质量标准全面与国际接轨
12	《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》（人社部发[2016]23号）	将康复综合评定等20项医疗康复项目纳入基本医疗保障支付范围
13	《中国制造2025》（国发[2015]28号）	提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备
14	《关于促进健康服务业发展的若干意见》（国发[2013]40号）	支持自主知识产权药品、医疗器械和其他相关健康产品的研发制造和应用；支持创新药物、医疗器械、新型生物医药材料研发和产业化；提高具有自主知识产权的医学设备、材料、保健用品的国内市场占有率和国际竞争力
15	《关于将部分医疗康复项目纳入基本医疗保障范围的通知》（卫农卫发[2010]80号）	把以治疗性康复为目的的运动疗法等9项医疗康复项目纳入基本医疗保障范围，自2011年1月1日起分别由城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗基金按规定比例给予支付

资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

3.2 国内医疗器械行业仍处于快速增长阶段

就全球医疗器械市场而言，以欧美为主的发达国家占据了全球医疗器械市场的大多数份额，并进入相对稳定的增长阶段。根据 EvaluateMedTech 的统计，2017 年全球医疗器械销售规模为 4,050 亿美元，同比增长约为 4.65%，预计至 2024 将达到 5,945 亿美元，年复合增长率约为 5.6%，呈现稳健增长态势。

图表 26：全球医疗器械市场规模及增速情况

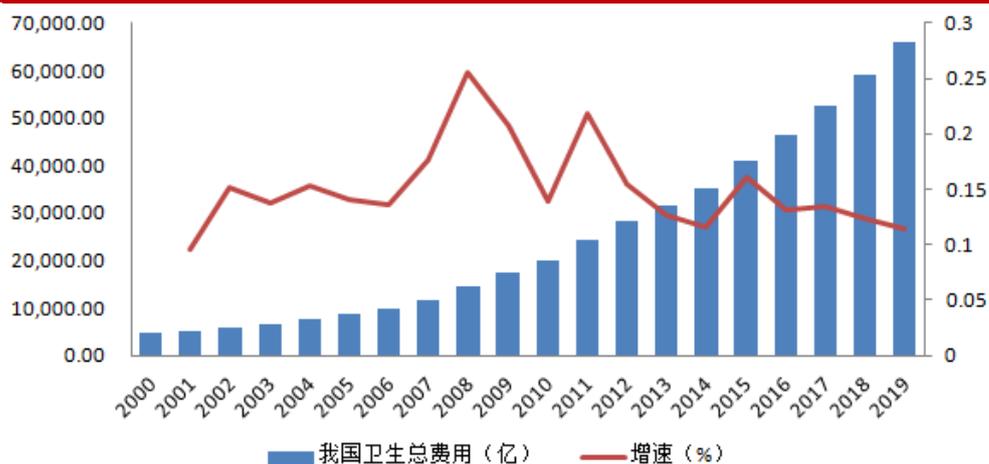


资料来源：EvaluateMedTech，南京证券研究所

我国作为正处于快速发展阶段的新兴国家，由于国内巨大的市场需求，我国医疗器械市场规模近年来保持快速发展势头，根据中国医药物资协会数据，2019 年我国医疗器械市场规模达 6,235 亿元，同比增长 18.00%。考虑到国内巨大的市场需求仍未充分满足，预计我国医疗器械市场仍将保持稳健较快增长。

通过国内医保改革，我国目前基本医保的覆盖率在 95% 以上，基本实现全民医保。在卫生经费支出方面，我国近 10 年卫生费用总支出总体保持稳定较快的增长，且增速持续维持在 10% 以上，明显高于经济增速。持续较快的卫生费用支出增速预计将为我国医疗器械行业继续保持较快增长打下重要基础。

图表 27：我国卫生总费用及增速情况



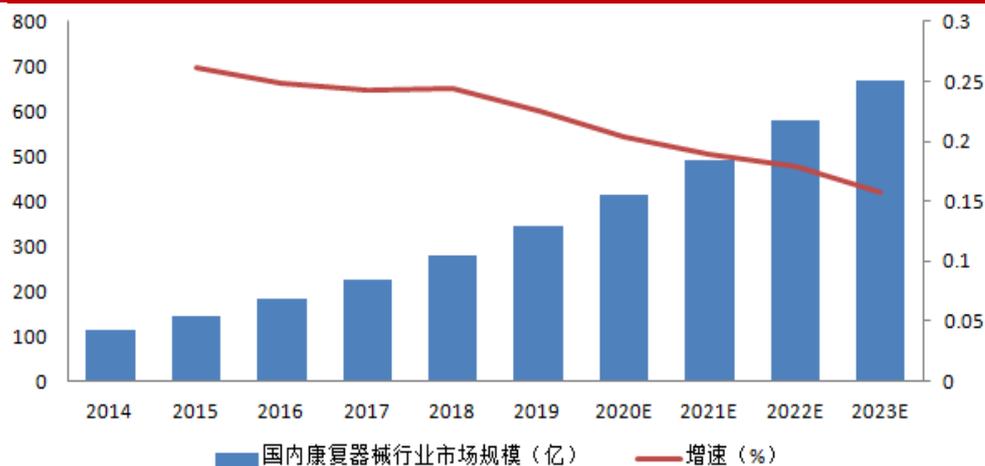
资料来源：国家卫生健康委员会，南京证券研究所

3.3 国内康复医学市场需求正在快速释放，渗透率有望持续提升

康复医学是医学中的一门独立学科，主要是研究和治疗各种功能障碍，如神经系统功能障碍、言语功能障碍、循环功能障碍、呼吸功能障碍、运动系统功能障碍、盆底功能障碍及生殖功能障碍等。从需求细分领域来看，康复医学涉及到各个系统疾病，在与其他有关学科的密切联系过程中，逐渐形成了神经康复、骨科康复、儿童康复、老年康复、盆底康复、肿瘤康复、心脏康复、呼吸康复等多个细分领域。

随着我国三级康复医疗体系的日渐完善，产业政策对康复医疗支持力度的不断加大，居民对康复医疗认知度的逐渐提升，同时受人口老龄化日益严峻、慢性病人口数量增加、计划生育政策放开等因素推动，我国康复医疗器械行业市场规模保持快速增长态势。预计到 2023 年，我国康复医疗器械市场规模将达 670 亿元。

图表 28：我国康复医疗器械行业市场规模及增速情况



资料来源：Frost & Sullivan，公司招股说明书，南京证券研究所

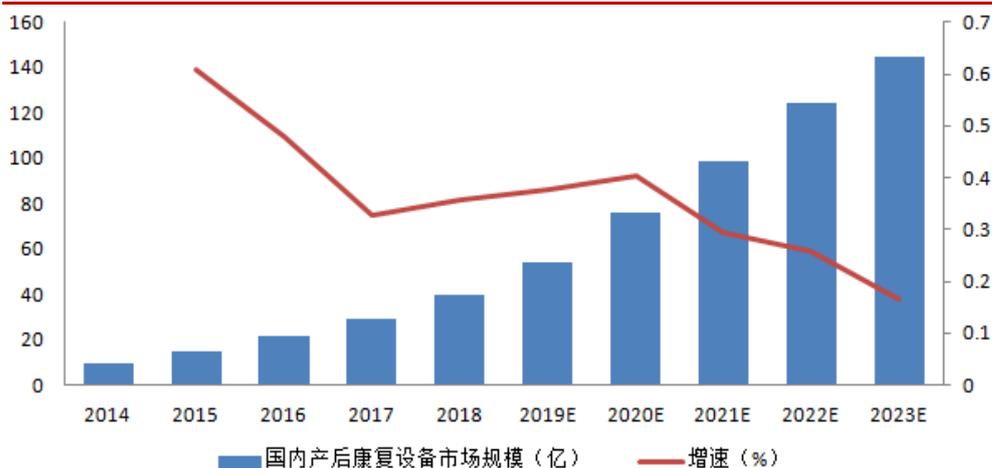
盆底功能障碍性疾病（简称“PFD”）是指盆底组织因缺陷、损伤、衰老等原因造成盆底组织结构发生病理性改变，最终导致相应器官位置异常与功能障碍的一系列疾病，主要包括尿失禁（UI）、盆腔器官脱垂（POP）、排便障碍及性功能障碍等。PFD 是全球性妇女常见病，是影响人们生活质量的五大慢性病之一。盆底及产后康复器械主要用于盆底功能障碍性疾病的诊疗和恢复。PFD 的患病率会随着年龄的增长而逐渐提高，其中尿失禁（UI）和盆腔器官脱垂（POP）在临床中最为常见。我国成年女性平均发病率为 20~40%，老年女性发病率高达 40~60%。尿失禁（UI）方面，患病率总体约为 10~40%，但在围产期，UI 患病率可能会在妊娠分娩期间升高到 30%，产后通过治疗会逐步恢复到正常水平。盆腔器官脱垂（POP）方面，发病率总体约为 5~60%，其中 60 岁以上的女性 POP 患病率超过 30%，80 岁以上的女性 POP 患病率达到 50~60%。此外，在围产期，分娩会使女性 POP 患病率升高，超过 20%。特别需要指出的是，女性阴道分娩可能会使女性 POP 患病率提高到 30% 以上，其中二胎及以上且阴道分娩的女性 POP 患病率甚至接近 40%。

在治疗方面，PFD 主要分为非手术治疗和手术治疗，而国内外指南都指出非手术治疗均应作为 PFD 的一线治疗方法首先推荐。目前，非手术治疗方法包括生活行为方式干预、盆底肌肉训练（PFMT）、生物反馈电刺激治疗、子宫托等。同时，盆底功能的量化诊断作为 PFD 治疗方案的依据也十分重要。目前，盆底表面肌电分析系统、生物刺激反馈仪、盆底康复器等为 PFD 非手术诊疗的重要器械。

近年来，随着国民经济快速发展，我国居民可支配收入水平逐年提高，居民健康意识逐渐增强，同时受国家产业政策大力支持、人口老龄化趋势日益加剧、

生育政策逐步放开等因素影响，我国盆底及产后康复医疗器械市场规模保持快速增长态势。根据头豹研究院发布的相关报告，我国产后康复设备行业市场规模（按终端销售额计算）由 2014 年的 9.2 亿元快速增长至 2018 年的 39.5 亿元，年复合增长率达 43.9%。2019-2023 年中国产后康复设备市场将以 29.7% 的年复合增长率高速增长，预计 2023 年市场规模将达到 144.8 亿元。

图表 29：我国产后康复设备市场规模及增速情况



资料来源：头豹研究院，公司招股说明书，南京证券研究所

3.4 公司深耕盆底及产后康复市场，综合竞争优势显著

公司在盆底及产后康复领域精耕细作，自主研发形成了盆底诊疗系列设备、产后恢复系列设备、家用系列设备以及配套耗材等较为丰富的产品线，已发展成为产品型号丰富、智能化程度高、应用场景多元、细分行业规模领先、具有较强市场竞争力和影响力的企业。

经过多年的快速发展，公司业务规模已位居国内盆底及产后康复领域前列。目前公司主要竞争企业包括深圳普门科技股份有限公司、河南翔宇医疗设备股份有限公司、南京伟思医疗科技股份有限公司、广州市杉山医疗器械实业有限公司、广州龙之杰科技有限公司。

图表 30：公司主要竞争对手及业务介绍

相关企业	企业简介
普门科技	成立于 2008 年 1 月，注册资本 42,220 万元，主要从事医疗器械的研发、制造、营销及服务，专注于治疗与康复解决方案和体外诊断产品线的开发及技术创新，主要产品覆盖治疗与康复、体外诊断两大领域。
翔宇医疗	成立于 2002 年 3 月，注册资本 16,000 万元，致力于疼痛康复、神经康复、骨科康复、产后康复、医养结合等领域智能康复设备的自主研发、生产与销售，主要产品涵盖康复评定、训练、理疗等康复医疗器械主要领域，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。

伟思医疗	成立于 2001 年 1 月，注册资本 6,834.6667 万元，主要从事康复医疗器械的研发、生产和销售，致力于在盆底及产后康复、神经康复、精神康复等细分领域为医疗及专业机构提供安全有效的康复医疗产品及整体解决方案，主要产品为电刺激类、磁刺激类、电生理类设备、耗材及配件等康复医疗器械及产品。
杉山医疗	成立于 1997 年 9 月，注册资本 150 万元，专业从事医疗器械研究、开发、生产、销售和国际贸易，主要产品为低频神经肌肉治疗仪、妇女电生理康复系列、术中监测及修复系列、耗材等。该公司为 ELECTRONIC CONCEPT LIGNON INNOVATION 的 PHENIX 系列医疗设备在国内的代理商。
龙之杰	成立于 2000 年 1 月，注册资本 1,411.7647 万元，主要从事康复理疗医疗器械的研发、生产和销售，主要产品涵盖疼痛康复、神经康复、孕产康复、骨科康复、养老康复、重症康复等领域，主要用户为医疗机构、康复机构、体育训练机构等专业机构。

资料来源：WIND，公司网站，公司招股说明书，南京证券研究所

公司近几年营业收入及净利润总体呈现稳健增长趋势，2019-2021 年公司实现营业收入分别为 2.56 亿元、3.37 亿元、3.42 亿元；2019-2021 年实现归母净利润分别为 1.06 亿元、1.22 亿元、1.18 亿元；公司营业收入及净利润规模正在逐步向同行业其他龙头企业靠近。

图表 31：可比公司营收比较（万） 图表 32：可比公司归母净利润比较（万）



资料来源：公司招股说明书，WIND，南京证券研究所

公司综合竞争优势明显，主要表现在：

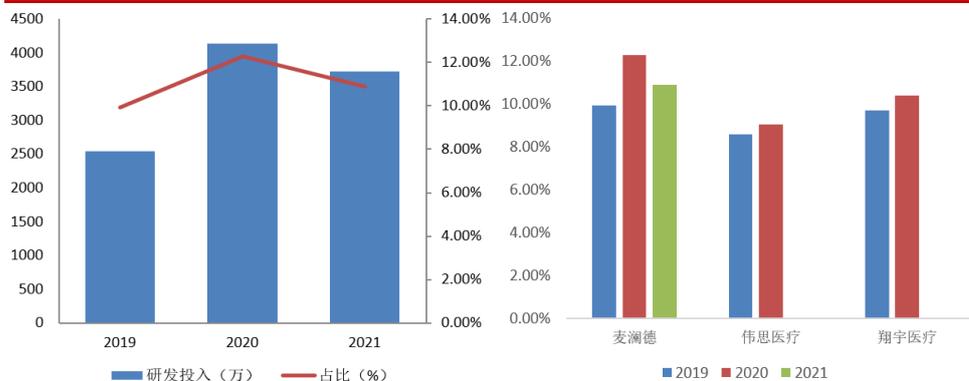
(1) 研发创新及经营管理优势

公司重视创新研发，持续加大研发投入。2019-2021 年公司研发投入分别为 2,542.24 万元、4,135.11 万元和 3,722.82 万元，占当期营业收入的比例分别为 9.94%、12.29% 和 10.90%，在同行业中处于相对较高水平。公司通过自主培养与外部引进相结合的方式不断扩大人才储备，目前已组建一支创新能力强、专业结构合理、研发经验丰富的复合型人才队伍，通过自主研发与创新形成了一批高新技术成果，为构建公司产品的核心竞争力和市场竞争优势奠定了技术基础。

在产品质量管理方面，公司高度重视产品质量管理工作，并严格按照相关法律法规、标准建立了完善的质量管理体系，涵盖研发、采购、生产、检验和销售

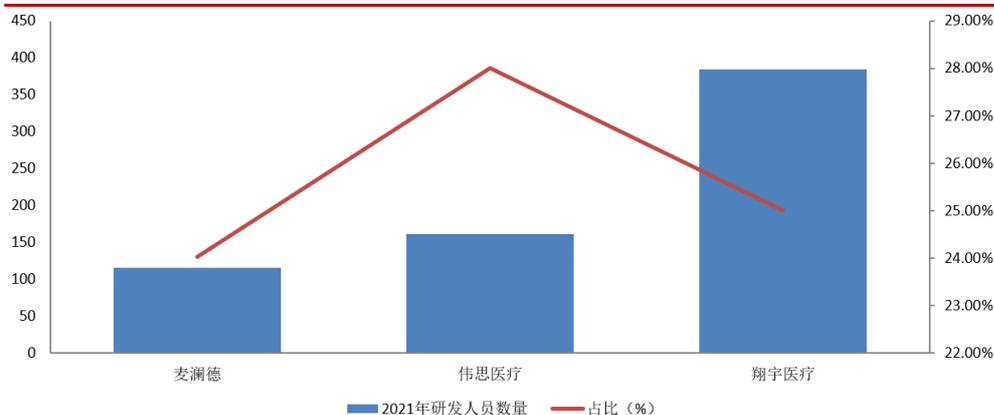
等各个环节。目前公司已通过 ISO13485 质量管理体系认证，且部分产品通过了欧盟 CE 认证。

图表 33: 公司近几年研发投入情况 图表 34: 可比公司研发投入占比情况



资料来源: 公司招股说明书, WIND, 南京证券研究所

图表 35: 公司研发人员数量及占比情况



资料来源: 公司招股说明书, WIND, 南京证券研究所

在公司经营管理方面, 经过多年发展, 公司核心管理团队在技术研发、供应链管理、市场营销和企业管理等方面积累了丰富的实践经验, 对盆底及产后康复行业有着深刻的理解及敏锐的洞察力, 能够基于行业发展及自身实际情况建立适合自身业务特点的业务模式, 为公司持续、健康、快速发展提供了有力支撑。

(2) 完善的产品线和营销网络优势

经过多年的发展, 公司目前拥有盆底及产后康复设备、耗材及配件等产品, 广泛应用于全国各级医疗机构、月子中心、产后恢复中心以及母婴中心等专业机构。

营销网络建设方面, 公司设有营销中心, 负责全国营销网络的建设和维护。经过多年的发展, 公司已经建立了全国 1,000 余家经销商的营销网络, 产品覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市, 并在各级医疗及专业机构得到广泛应用。公司一

方面积极配合各地经销商开展营销活动，与经销商一起进行产品推广、客户宣讲，借助经销商的渠道销售产品；另一方面，公司十分重视对终端客户的售后服务工作，能够第一时间及时快速响应临床需求并根据临床反馈及时改进产品，有效保持客户的稳定性并挖掘客户的潜在需求。

4 募投项目分析

公司募集资金主要用于总部生产基地建设项目、研发中心建设项目、以及营销服务及信息化建设项目。

公司总部生产基地建设项目主要为拟在南京江宁高新技术产业开发区建设一个集组装、调试和仓储物流为一体的现代化总部生产基地，总投资为 36,919.00 万元。该项目的实施有望进一步扩大公司现有盆底及产后康复类产品的供给能力，提升快速响应客户订单与交付能力，同时对公司研发的新产品进行产业化生产，丰富公司产品的生产线。

公司拟投资 15,167.33 万元用于研发中心项目建设，包括建设研发办公场所、购置研发设备，并在现有技术积累的基础上结合市场需求进行各产品线新产品的研发。公司在盆底及产后康复领域深耕多年，积累了多项核心技术，但是在研发方面仍存在研发设备不齐、研发团队规模不够、软硬件环境无法满足研发需求等问题，整体的研发能力有待进一步增强。该项目的实施将进一步增强公司研发实力，丰富公司技术和产品储备。

公司拟投资 5,291.61 万元用于实施营销服务及信息化建设项目，包括在南京总部建设展示中心、培训中心，为客户提供产品展示、行业指导和培训；购置所需的设备和软件、招聘、培训销售及技术支持人员；加大品牌建设和市场推广投入，强化品牌建设及营销推广力度；对信息系统进行升级和完善，包括对 ERP 及 OA 系统进行升级改造，并新增 CRM、PLM 系统。该项目的实施有利于公司扩大营销网络覆盖区域，提升产品覆盖区域的渗透率，增强营销服务能力；有利于为经销商提供及时的市场信息和技术服务支持，进而强化与经销商之间的合作；有利于增强对客户需求的反应能力，提升客户的满意度。

图表 36：公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资（万）	拟投入募集资金（万）
----	------	----------	------------

1	麦澜德总部生产基地建设项目	36,919.00	36,919.00
2	研发中心建设项目	15,167.33	15,167.33
3	营销服务及信息化建设项目	5,291.61	5,291.61
合计		57,377.94	57,377.94

资料来源：招股说明书，南京证券研究所

5 盈利预测

关键假设

公司目前主营产品包括盆底及产后康复设备、耗材及配件和其他产品。2019-2021 年公司盆底及产后康复设备销售收入分别为 17,698.03 万元、24,324.91 万元、21,232.99 万元。盆底及产后康复设备主要包括盆底诊疗系列、产后恢复系列和家用系列等。

2022-2024 年各项具体业务营业收入预测如下：

(1) 电刺激类设备业务

公司电刺激类设备业务主要包括医疗电刺激类设备和非医疗电刺激类设备，医疗类电刺激设备主要销往医疗机构，非医疗类电刺激主要销往月子中心、产后恢复中心等。

医疗电刺激类设备业务是公司传统主营业务，2019-2021 年医疗电刺激类设备销量分别为 1978、3629、3510 台，2020-2021 年同比增速分别为 83.47%、-3.28%，2021 年销量增速有所下滑，主要原因为终端客户受到疫情影响业绩压力有所增加，设备采购意愿有所下降，考虑到 2022 年国内疫情仍呈现出局部散发的情况，疫情对公司终端客户的影响仍然存在，预计总体影响与 2021 年较为相似，因此预计 2022 年电刺激类设备销量同比增速为 0%，2023-2024 年考虑到疫情影响预计将逐步弱化，电刺激设备销量将逐步回升，预计 2023-2024 年同比增速分别为 8%、8%，对应 2022-2024 年电刺激设备销量分别为 3510、3791、4094 台。电刺激类设备销售均价方面，2019-2021 年分别为 4.26、3.79、3.54 万元，2020-2021 年同比增速分别为-11.03%、-6.60%，总体有所下降，考虑到电刺激设备行业竞争格局以及公司电刺激产品竞争优势，预计 2022-2024 年销售均价总体仍呈现出小幅下滑趋势，预计 2022-2024 年销售均价同比增速分别为 0%、-1%、-1%，对应 2022-2024 销售均价分别为 3.54、3.50、3.47 万元。综合测算，2022-2024 年

公司医疗电刺激设备业务销售收入分别为 1.24、1.33、1.42 亿元，同比增速分别为 0%、7.01%、6.92%。

非医疗电刺激类设备业务是公司传统主营业务，2019-2021 年电刺激设备销量分别为 1423、1639、1073 台，2020-2021 年同比增速分别为 15.18%、-34.53%。2021 年电刺激设备销量出现下滑，主要原是该类电刺激设备下游客户主要为月子中心、产后恢复中心等非医疗机构，受到疫情的影响相对更大。考虑到今年国内疫情情况以及公司产品竞争优势，预计 2022 年电刺激设备销量与 2021 年持平，预计同比增速为 0%。2023-2024 年随着疫情影响逐步减弱，预计电刺激设备销量增速将有所回升，预计 2023-2024 年销量增速分别为 8%、8%，对应 2022-2024 年销量分别为 1073、1159、1252 台。在电刺激设备销售单价方面，2019-2021 年销售均价分别为 5.49、4.99、4.25 万元，2020-2021 年同比增速为-9.11%、-14.83%，总体有所下降，预计 2022 年销售均价与 2021 年持平，2023-2024 年小幅下滑，预计 2022-2024 年销售均价同比增速分别为 0%、-1%、-1%，对应销售均价分别为 4.25、4.21、4.17 万元。综合测算，2022-2024 年公司非医疗电刺激设备业务销售收入分别为 0.46、0.49、0.52 亿元，同比增速分别为 0%、6.98%、6.92%。

根据对公司电刺激类设备业务销售收入的单独测算，预计公司电刺激类设备业务 2022-2024 年实现销售收入 1.70、1.82、1.94 亿元，同比增速分别为 0%、7.00%、6.92%。

(2) 磁刺激类设备业务

公司磁刺激类设备业务相对起步较晚，2021 年之前主要代理武汉奥赛福医疗科技有限公司磁刺激仪产品，目前公司磁刺激类产品包括代理医疗磁刺激设备、自主医疗磁刺激类和自主非医疗磁刺激类设备。

2019-2021 年公司代理医疗磁刺激设备销量分别为 54、138、218 台，2020-2021 年同比增速分别为 155.56%、57.97%。由于公司自主生产的医疗磁刺激设备已经上市销售，公司将集中主要力量发展自主医疗磁刺激设备，因此预计代理医疗磁刺激设备销量今年将有所萎缩，预计 2022 年销量同比下滑 44%，对应销量为 122 台，2023-2024 年销量均为 0。代理医疗磁刺激设备销售均价方面，2019-2021 年销售均价分别为 17.18、16.29、14.26 万元，2020-2021 年同比增速分别为-5.18%、-12.46%，随着代理医疗磁刺激产品市场销量的增加，销售均价有所下

降，预计 2022 年销售均价同比增速分别为-1%，对应销售均价分别为 14.12 万元。综合测算，2022 年公司代理医疗磁刺激设备业务销售收入分别为 0.17 亿元，同比增速为-44.58%。

公司自主医疗磁刺激设备已经上市销售，磁刺激设备在盆底及产后康复领域的应用经过近几年的市场教育，市场总体呈现快速发展趋势。根据弗若斯特沙利文分析数据，我国磁刺激康复医疗器械市场规模由 2014 年的 0.4 亿元增长至 2018 年 2.4 亿元人民币，复合年增长率达 56.5%，并随着适应症的不断拓展，治疗渗透率的提升，预计市场规模将从 2018 年的 2.4 亿元增长至 2023 年 17.8 亿元人民币，年复合增长率 49.4%。根据可比公司伟思医疗磁刺激产品增长情况，其磁刺激产品 2019-2021 年分别实现销售收入 0.69、1.01、1.69 亿元，分别同比为增长 68.29%、46.38%、67.33%，呈现快速增长趋势。因此，从行业数据以及可比公司销售数据分析，目前我国磁刺激康复器械市场正处于快速增长阶段。考虑到磁刺激康复市场正处于快速发展阶段，且凭借公司此前几年通过代理销售医疗磁刺激设备而获得的较为丰富的市场经验，预计公司自主医疗磁刺激设备上市后有望取得较快发展。同时，结合今年公司自主医疗磁刺激产品销售情况和订单情况，预计 2022 年公司自主医疗磁刺激设备销量为 250 台。由于 2022 年公司自主医疗磁刺激产品销售时间约半年左右，且当年销售基数较小，预计 2023 年全年将保持快速增长，2024 年同比增速将有所下降，预计 2023-2024 年销量分别增长 130%、50%，对应销量分别为 575、863 台。自主医疗磁刺激设备销售均价方面，参考市场医疗磁刺激设备价格，预计 2022 年销售均价为 14 万元，预计 2023 年销售均价有所下降，2024 年保持平稳，2023-2024 年销售均价同比增速分别为-3%、0%，对应销售均价分别为 13.58、13.58 万元。综合测算，2022-2024 年公司自主医疗磁刺激设备业务销售收入分别为 0.35、0.78、1.17 亿元，2023-2024 年同比增速分别为 123.10%、50.00%。

自主非医疗磁刺激设备业务是公司自主研发产品，于 2020 年下半年上市销售，2020-2021 年磁刺激设备销售分别为 3、116 台，上市后呈现快速增长趋势。根据上述对国内磁刺激医疗器械市场发展情况分析，以及结合可比公司近几年磁刺激产品快速增长情况，同时根据公司今年自主非医疗磁刺激产品销售情况和订单情况，预计 2022 年公司自主非医疗磁刺激产品将呈现快速增长，2023-2024 年将延续快速增长趋势，但增速将有所下降，预计 2022-2024 年销量增速分别为

200%、40%、30%，对应销量分别为 348、487、633 台。在磁刺激设备销售均价方面，2020-2021 年销售均价分别为 11.03、8.68 万元，呈现出随着销量的明显上涨均价也有所下降，预计 2022-2024 年总体销售均价持平或略有下滑，预计 2022-2024 年销售均价同比增速分别为 0%、-1%、-1%，对应销售均价分别为 8.68、8.59、8.51 万元。综合测算，2022-2024 年公司产后恢复系列中磁刺激设备业务销售收入分别为 0.30、0.42、0.54 亿元，同比增速分别为 200.04%、38.60%、28.70%。

（3）家用系列

公司家用系列业务整体规模相对较小，2019-2021 年实现销售收入分别为 545、151、144 万元，由于 2020 年产品销售均价大幅下滑，销售收入也随着显著下降。2019-2021 年产品销量分别为 4662、4385、4830 台，2020-2021 年同比增速分别为-5.94%、10.15%，预计公司 2022-2024 年产品销量基本保持稳定增长，同比增速分别为 10%、10%、10%，对应产品销量分别为 5313、5844、6429 台。产品销售均价方面，公司 2020-2021 年销售均价已降至较低水平且基本保持稳定，预计 2022-2024 年产品销售均价基本保持不变，对应销售均价分别为 0.03、0.03、0.03 万元。

根据以上测算，预计家用系列业务 2022-2024 年实现销售收入 159、175、193 万元，同比增速分别为 11.05%、10%、10%。

（4）耗材

公司耗材产品主要是与设备配套使用的消耗性产品。公司 2019-2021 年耗材销量分别为 273.5、288.47、386.61 万件，2020-2021 年同比增速分别为 5.47%、34.02%。整体来说耗材产品受疫情影响程度较设备稍小，且随着市场上公司终端客户存量设备数量的逐年增加，耗材消耗也将随之增长，预计公司 2022-2024 年耗材销量同比增速分别为 25%、20%、20%，对应销量分别为 483.26、579.92、695.90 万件。耗材产品销售均价方面，2019-2021 年耗材销售均价分别为 26.01、25.16、23.84 元，2020-2021 年同比增速分别为-3.27%、-5.25%，销售均价总体呈现出小幅下滑，预计未来随着耗材销量的增长销售均价总体保持相对平稳，预计 2022-2024 年产品销售均价同比增速分别为-1%、0%、0%，对应销售均价分别为 23.60、23.60、23.60 元。

根据以上测算，预计耗材业务 2022-2024 年实现销售收入 1.14、1.37、1.64 亿

元，同比增速分别为 23.74%、20.00%、20.00%。

(5) 配件

公司配件业务主要是满足公司销售产品的需要，公司 2019-2021 年销售收入 475、957、723 万元，考虑到 2022 年公司子公司新增关于抗原自测产品注塑件订单影响，预计 2022 年实现配件收入 1300 万元，2023-2024 年则以常规配件收入为主，与 2021 年基本相当，对应销售收入 700、700 万元。

(6) 其他产品

公司其他产品业务涉及品类相对较多，主要包括子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪、人体成分健康管理仪等。总体来说，这些产品单个销售收入规模均较小，基数较小基础上销量呈现较快增长趋势。子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪、人体成分健康管理仪上市时间相对较短。子宫复旧仪 2020 年实现销售收入 27 万元，2021 年实现销售收入 669 万元，同比增长 2394.37%；盆腔养护仪 2020 年实现销售收入 27 万元，2021 年实现销售收入 645 万元，同比增长 2307.01%；电超声治疗仪 2020 年实现销售收入 182 万元，2021 年实现销售收入 280 万元，同比增长 53.80%；人体成分健康管理仪 2020 年实现销售收入 60 万元，2021 年实现销售收入 239 万元，同比增长 297.09%；总体来看，由于子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪、人体成分健康管理仪上市时间均较短，销售基数均较小，且正处于快速增长阶段，同时结合今年销售情况和订单情况，预计 2022 年仍将保持快速增长，2023-2024 年随着基数的增长，增速将有所下降。因此，预计子宫复旧仪 2022-2024 年销量同比增速分别为 100%、20%、20%，对应销量 630、756、907 台。预计盆腔养护仪销量同比增速分别为 40%、20%、20%，对应销量 419、502、603 台。预计电超声治疗仪销量同比增速分别为 230%、30%、30%，对应销量 53、69、89 台。预计人体成分健康管理仪销量同比增速分别为 120%、40%、20%，对应销量 99、139、166 台。销售均价方面，随着产品上市后销量增加，销售均价整体呈现出平稳或逐步下滑趋势。预计子宫复旧仪 2022-2024 年销售均价基本保持不变，对应销售均价 2.12、2.12、2.12 万元。预计盆腔养护仪销售均价同比增速分别为-1%、0%、0%，对应销售均价 2.14、2.14、2.14 万元。预计电超声治疗仪销售均价同比增速分别为-2%、-1%、-1%，对应销售均价 17.17、17.00、16.83 万元。预计人体成分健康管理仪销售均价同比增速分别为 0%、-1%、-1%，对应销售均价 5.31、5.26、5.20 万元。

其余产品 2020-2021 年实现销售收入分别为 598、863 万元，2021 年同比增长 44.41%，预计 2022-2024 年销售收入同比增长 30%、15%、10%，对应销售收入分别为 0.11、0.13、0.14 亿元。

根据对其他产品中各主要产品销售收入的单独测算，预计其他产品业务 2022-2024 年实现销售收入 0.48、0.59、0.70 亿元，同比增速分别为 77.50%、22.52%、19.38%。

综合对以上各业务板块销售收入的测算，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 4.32、5.10、6.13 亿元，同比增速分别为 26.51%、17.97%、20.19%。

2022-2024 年各项具体业务毛利率预测如下：

(1) 电刺激类设备业务

公司 2019-2021 年医疗电刺激类设备业务毛利率分别为 86.07%、83.37%、82.16%，毛利率逐年下降，主要是受到疫情影响，终端客户采购较低价格的电刺激设备的需求增加，采购较高价格的电刺激设备的需求有所下降，导致整体毛利率呈现有所下降。考虑到 2022 年国内疫情情况以及公司产品竞争优势，预计 2022-2024 年毛利率将略有下滑，预计 2022-2024 年毛利率分别为 82.00%、81.00%、81.00%。

(2) 代理医疗磁刺激类设备业务

公司 2019-2021 年代理医疗磁刺激类设备业务毛利率分别为 39.35%、36.24%、30.38%，毛利率逐年下降。预计 2022 年受到局部疫情影响产品销售均价仍将小幅下滑，毛利率有所下降，预计 2022 年毛利率为 30%。

(3) 自主医疗磁刺激类设备业务

公司自主医疗磁刺激类设备预计 2022 年 5 月上市销售，参考市场医疗磁刺激设备价格及毛利率情况，预计 2022 年毛利率为 77.00%，预计 2023-2024 年毛利率将呈现小幅下滑，预计 2023-2024 年毛利率分别为 76.00%、76.00%。

(4) 自主非医疗磁刺激类设备业务

公司自主非医疗磁刺激类设备业务自 2020 下半年开始上市销售，当年销量较低，2021 年销售额开始逐步放量，2021 年毛利率约为 63.33%，预计 2022-2024 年随着销售规模增长，毛利率将有所提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 77.00%、76.00%、76.00%。

(5) 耗材业务

公司 2019-2021 年耗材业务毛利率分别为 75.00%、72.13%、72.67%，总体保持稳定。考虑到原材料价格影响，因此预计 2022 年耗材业务毛利率总体有所下降，2023-2024 年略有回升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 72.00%、72.00%、72.50%。

(6) 配件业务

公司 2019-2021 年配件业务毛利率分别为 41.98%、39.39%、36.03%。由于配件业务主要满足公司销售设备的需要，且个体差异化相对较大。由于 2022 年公司新增关于抗原自测产品注塑件订单影响，预计 2022 年毛利率将有所下降，预计 2022 年毛利率为 25.00%，2023-2024 年毛利率将回到 2021 年水平，分别为 35.00%、35.00%。

(7) 其他产品业务

公司 2019-2021 年其他产品业务毛利率分别为 54.23%、82.02%、82.22%，近两年毛利率基本保持稳定，考虑到行业竞争等情况，预计毛利率将小幅下降，但总体保持在相对稳定水平，预计 2022-2024 年毛利率分别为 82.00%、81.00%、81.00%。

家用系列业务、其他业务收入规模较小，预计 2022-2024 年家用系列业务毛利率仍将维持在较低水平，其他业务毛利率保持相对稳定。

综合对以上各业务板块毛利率的测算，预计公司 2022-2024 年主营业务毛利率分别为 74.43%、76.42%、76.48%。

2022-2024 年期间费用率预测如下：

(1) 销售费用率，公司 2019-2021 年销售费用率分别为 21.22%、20.35%、21.58%，总体保持相对稳定，预计 2022-2024 年基本保持稳定，预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 20.50%、21.00%、21.00%。

(2) 管理费用率，公司 2019-2021 年管理费用率分别为 8.71%、7.29%、8.32%，总体保持相对稳定，预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 7.50%、8.00%、8.00%。

(3) 研发费用率，公司 2019-2021 年研发费用率分别为 9.94%、12.29%、10.90%，总体保持相对稳定，研发投入是公司保持产品竞争力的必要支出，预计未来几年仍将维持在相对较高水平，预计 2022-2024 年公司研发费用率分别为 10.20%、10.20%、10.00%。

图表 37：公司各项主要业务销售收入和毛利率预测汇总

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
电刺激类						
销售收入（百万）	162.26	218.94	169.73	169.73	181.61	194.18
同比增速（%）		34.93%	-22.47%	0.00%	7.00%	6.92%
毛利率（%）	86.07%	83.37%	82.16%	82.00%	81.00%	81.00%
毛利（百万）	139.66	182.53	139.45	139.18	147.10	157.28
医疗磁刺激类（代理）						
销售收入（百万）	9.28	22.48	31.10	17.23		
同比增速（%）		142.32%	38.36%	-44.58%		
毛利率（%）	39.35%	36.24%	30.38%	30.00%		
毛利（百万）	3.65	8.14	9.45	5.17		
医疗磁刺激类（自主）						
销售收入（百万）				35.00	78.09	117.13
同比增速（%）					123.10%	50.00%
毛利率（%）				77.00%	76.00%	76.00%
毛利（百万）				26.95	59.34	89.02
非医疗磁刺激类（自主）						
销售收入（百万）		0.33	10.07	30.21	41.87	53.88
同比增速（%）			2941.54%	200.04%	38.60%	28.70%
毛利率（%）				77.00%	76.00%	76.00%
毛利（百万）				23.26	31.82	40.95
家用系列						
销售收入（百万）	5.45	1.51	1.44	1.59	1.75	1.93
同比增速（%）		-72.32%	-4.80%	11.05%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	78.84%	26.11%	3.65%	3.65%	3.65%	3.65%
毛利（百万）	4.29	0.39	0.05	0.06	0.06	0.07
耗材						
销售收入（百万）	71.14	72.58	92.18	114.06	136.87	164.24
同比增速（%）		2.03%	26.99%	23.74%	20.00%	20.00%
毛利率（%）	75.00%	72.13%	72.67%	72.00%	72.00%	72.50%
毛利（百万）	53.35	52.35	66.98	82.12	98.55	119.08
配件						
销售收入（百万）	4.75	9.57	7.23	13.00	7.00	7.00
同比增速（%）		101.63%	-24.53%	79.93%	-46.15%	0.00%
毛利率（%）	41.98%	39.39%	36.03%	25.00%	35.00%	35.00%
毛利（百万）	1.99	3.77	2.60	3.25	2.45	2.45
其他产品						
销售收入（百万）	0.98	8.94	26.97	47.87	58.65	70.01
同比增速（%）		813.93%	201.66%	77.50%	22.52%	19.38%

毛利率（%）	54.23%	82.02%	82.22%	82.00%	81.00%	81.00%
毛利（百万）	0.53	7.33	22.17	39.25	47.50	56.71
其他业务						
销售收入（百万）	1.82	2.17	2.94	3.53	4.06	4.47
同比增速（%）		19.24%	35.41%	20%	15%	10%
毛利率（%）	93.17%	76.23%	70.00%	70%	70%	70%
毛利（百万）	1.70	1.66	2.06	2.47	2.84	3.13
合计						
营业收入（万元）	255.67	336.52	341.64	432.22	509.89	612.84
同比增速（%）		31.62%	1.52%	26.51%	17.97%	20.19%
毛利（百万）	204.94	256.33	249.23	321.71	389.67	468.69
毛利率（%）	80.16%	76.17%	72.95%	74.43%	76.42%	76.48%

资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

根据以上假设条件，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.32、5.10、6.13 亿元，同比增速分别为 26.51%、17.97%、20.19%；归母净利润分别为 1.40、1.70、2.01 亿元，同比增长 18.45%、21.26%、18.09%。

根据公司招股书披露，公司 2022 年 1-3 月实现营业收入 7,457.00 万元，较上年同期增长 23.07%；实现归属于母公司股东的净利润 2,108.45 万元，较上年同期增加 3.95%；实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 2,027.53 万元，较上年同期增加 7.70%。同时，公司预计 2022 年 1-6 月实现营业收入 17,800.00 万元至 20,200.00 万元，较上年同期变动 15.50%至 31.08%；预计实现归属于母公司股东的净利润 4,250.00 万元至 5,100.00 万元，较上年同期变动-23.11%至-7.73%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 4,100.00 万元至 4,950.00 万元，较上年同期变动-16.04%至 1.37%。

根据招股书披露的公司一季度财务数据以及上半年业绩预告数据，公司一季度业绩整体保持一定增长趋势，但预计上半年业绩整体有所下滑，主要原因是公司上半年尤其是二季度受到疫情影响，公司部分产品在市场推广、物流配送、产品安装等环节出现短期困难，从而导致业绩出现小幅下滑。

展望下半年，（1）随着国内疫情逐步缓解，预计公司产品在市场推广、物流配送、产品安装等环节将明显改善，公司业绩将重新回到正常增长水平。同时，公司上半年因疫情导致的部分订单延迟预计将在下半年进行收入确认，预计下半年整体业绩将好于上半年。（2）公司新产品自主医疗磁刺激产品已经上市销售，目前磁刺激康复医疗器械市场正处于快速增长阶段，且公司此前代理

销售磁刺激产品，使得公司在销售渠道布局方面处于行业领先地位，因此，预计公司该产品在上市后销售额将快速增长。同时，公司子宫复旧仪、盆腔养护仪、电超声治疗仪、人体成分健康管理仪等产品上市时间相对较短，目前销售额正处于快速增长阶段，预计也将贡献业绩增量。

因此，整体上看，随着国内疫情逐步缓解，以及公司新产品线的快速增长，公司 2022 年下半年业绩将明显改善，带动全年业绩实现较快增长。

6 风险提示

盈利预测假设不成立或不及预期的风险

本报告所做出的盈利预测是基于行业稳步发展、公司持续经营、行业及外部经济环境不发生较大变化和二级市场平稳运行等假设条件下作出的合理预测。基于报告中的假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.32、5.10、6.13 亿元，同比增速分别为 26.51%、17.97%、20.19%；毛利率分别为 74.43%、76.42%、76.48%，最终得到归母净利润分别为 1.40、1.70、2.01 亿元，同比增速分别为 18.45%、21.26%、18.09%，并以此得出公司估值结论。若未来经济放缓、行业竞争加剧、客户拓展不及预期、新品研发及推广不及预期等均将影响最终盈利数据（主要指标为净利润），对公司目前估值造成一定影响。

我们对上述收入增速指标进行敏感性分析：1）若公司未来营收小幅低于预期时，假定 2022-2024 年营收增速假设均较原预测值下调 5 个百分点，则公司 2022-2024 年归母净利润将由 1.40、1.70、2.01 亿元降至 1.35、1.58、1.80 亿元。2）若公司未来营收大幅低于预期时，假定 2022-2024 年营收增速假设均较原预测值下调 10 个百分点，则公司 2022-2024 年归母净利润将由 1.40、1.70、2.01 亿元降至 1.31、1.47、1.60 亿元。3）若出现极端情况，假定 2022-2024 年营收增速假设均较原预测值下调 15 个百分点，则公司 2022-2024 年归母净利润将由 1.40、1.70、2.01 亿元降至 1.26、1.36、1.42 亿元。

政策风险

（1）医疗器械领域全面推行“两票制”可能导致公司业绩下滑的风险。

“两票制”指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构

开一次发票。“两票制”是我国深化医药卫生体制改革、促进医药产业健康发展的重大举措，旨在压缩流通环节、降低虚高药价。2018年3月5日，国家卫计委、财政部等部门联合发布《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》（国卫体改发[2018]4号），提出持续深化药品耗材领域改革，实行高值医用耗材分类集中采购，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”。

目前，药品领域“两票制”已在全国推广；在医疗器械领域，“两票制”仅限于安徽、福建、陕西、山西等少数省份，暂未在全国范围内实行。如果国家有关部门未来在医疗器械领域全面推行“两票制”，公司若不能根据“两票制”的政策变化及时采取有效应对措施，将可能会对公司的产品销售及经营业绩产生不利影响。

(2) 产品注册风险

我国对医疗器械实行分类注册制度。根据公司招股说明书，公司已取得II类医疗器械注册证26项、I类医疗器械备案凭证7项，所有上市医疗器械产品均已取得相应的医疗器械注册证或备案凭证。如果未来医疗器械注册政策发生变化或其他原因导致公司现有产品的注册证无法正常续期，将可能会对公司的生产经营产生不利影响。同时我国对医疗器械产品注册进行严格监管，可能会导致取得新产品注册证的周期较长、甚至无法取得产品注册证的情形，进而可能对公司的生产经营产生不利影响。

技术风险

(1) 知识产权风险

公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品研发、生产、销售和服务。公司与伟思医疗之间曾发生过多起专利纠纷诉讼，相关案件现均已了结。公司产品及所处行业具有技术密集型的特点，且行业内技术人员存在相互流动的特性，知识产权的保护对公司和行业内其他企业都至关重要。未来随着行业发展和市场竞争加剧，知识产权纠纷可能难以完全避免。若出现专利申请失败、知识产权遭到第三方侵害盗用、第三方对公司知识产权提出侵权或诉讼等情形，将对公司的生产经营和技术创新造成不利影响。

(2) 核心人员流失和核心技术泄密风险

经过多年的发展，公司在盆底及产后康复领域的关键技术领域积累了一系

列核心技术。稳定的核心研发团队为公司持续的技术创新奠定了基础，有利于巩固并提升公司的技术优势。若公司的核心人员发生流失或核心技术外泄，将会对公司的生产经营带来较大不利影响。

经营风险

(1) 公司产品结构单一带来的抗风险能力较弱的风险

公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品研发、生产、销售和服务。目前公司主要产品包括电刺激类和磁刺激类两种，整体上产品结构相对较为单一。公司自设立以来一直以电刺激产品为主，磁刺激产品起步较晚，且目前公司磁刺激产品以代理为主，自主研发生产的脉冲磁训练仪于 2020 年下半年才上市销售。2019-2021 年公司电刺激产品收入分别为 16,770.53 万元、22,044.31 万元及 17,116.55 万元，2020 年同比增长 31.45%，2021 年则同比下滑 22.35%。2019-2021 年公司磁刺激产品收入分别为 927.50 万元、2,280.60 万元及 4,116.44 万元，2020-2021 年同比增长分别为 145.89%、80.50%。虽然磁刺激产品呈现快速增长，但由于收入规模相对较低，仍无法弥补电刺激产品业务的下滑。如果未来公司电刺激产品增长不及预期，磁刺激产品等新产品推广不利，将可能导致公司业绩下滑的风险。

(2) 疫情可能导致公司业绩继续下滑的风险

公司产品主要包括医疗器械产品和非医疗器械产品，其中医疗器械产品占比相对较高，非医疗器械产品也贡献重要收入来源。2019-2021 年公司医疗器械产品实现的收入占比分别为 60.01%、66.26%、72.36%，非医疗器械占比分别为 39.99%、33.74%及 27.64%。近几年公司医疗器械产品销售收入基本呈现持续增长，非医疗器械产品销售收入增速出现放缓甚至下降，2020 年、2021 年公司非医疗器械产品同比增速分别为 11.12%、-17.01%，销售收入增速下降主要受 2020 年以来疫情影响，月子中心、产后恢复中心及母婴中心等非医疗专业机构停业时间较长，经营压力有所增加，采购产后康复设备的意愿有所下降，公司非医疗器械产品销售收入受到明显影响。若未来疫情出现波动，将对公司产品尤其是非医疗器械产品造成一定影响，从而可能导致公司业绩出现下滑的风险。

(3) 经销商管理风险

公司一直采取“经销为主、直销为辅”的销售模式。经销模式有利于快速扩

张销售网络，并提高产品市场推广效率和市场影响力，是医疗器械生产企业普遍采用的销售模式。2019-2021 年公司的经销收入金额分别为 18,515.11 万元、25,676.59 万元、28,176.36 万元，占主营业务收入的比例分别为 72.94%、76.80% 和 83.19%，经销收入占比呈现持续提升。同时公司经销商数量较多，2019-2021 年公司经销商数量分别为 726 家、1,040 家和 1,282 家，对公司管理能力提出了较高要求。若公司不能提高对经销商的管理能力，将可能出现经销商出现经营不善、违法违规等行为，或者经销商未来的市场推广活动、经营方式有悖于公司的品牌运营宗旨，将会对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响，亦或者经销商市场推广情况不及预期、终止与公司合作关系等情形，均有可能导致公司产品的销售收入在部分区域出现下滑，进而将可能会对公司未来的经营业绩产生不利影响的风险。

(4) 市场竞争加剧风险

公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品研发、生产、销售和服务。公司目前在该领域市场份额相对较高，但同时该领域也存在大量竞争者，市场竞争较为激烈。同行业上市公司凭借资金实力，不断加大在盆底及产后康复领域的研发投入和市场开拓力度，使得市场竞争进一步加剧。与同行业上市公司相比，公司资金实力、利润规模及抗风险能力均有一定差距。日益加剧的市场竞争可能对公司的市场开拓、经营业绩产生不利影响。未来随着市场不断发展，如原有竞争对手的技术能力、产品品质显著提升或新的竞争对手的加入，公司存在市场份额下降风险，将对公司经营业绩产生不利影响。

(5) 新产品市场推广不及预期的风险

公司磁刺激产品是公司近几年新推出的新产品，且公司医疗器械类自产磁刺激产品预计 2022 年 5 月上市销售。公司新产品的推广销售主要通过学术会议、行业展会等方式向医疗机构、经销商介绍公司产品的原理、功能及特点。新产品的市场推广，除其适用范围外，还受到使用习惯、品牌知名度等因素影响，被市场普遍接受并形成一定的市场占有率需要一定的时间。同时市场推广活动的开展也受到疫情等不确定因素等影响。因此新产品的市场推广过程存在一定的不确定性。如果未来公司新产品的市场推广未达到预期，不能被市场普遍接受并形成一定的市场占有率，将对公司的业绩产生不利影响。

(6) 市场竞争加剧导致产品价格、毛利率下降的风险

2019-2021 年，公司主要产品盆底诊疗系列平均销售单价分别为每台 4.60 万

元、4.25 万元及 4.16 万元，产后恢复系列平均销售单价分别为每台 5.49 万元、4.99 万元及 4.68 万元，呈现逐年下降。若未来市场竞争进一步加剧，公司主要产品平均销售价格将可能继续呈下降趋势。

2019-2021 年，公司主营业务毛利率分别为 80.16%、76.17%和 72.95%，呈现逐年下降。若未来随着竞争对手加大投入，以及参与盆底及产后康复设备生产的企业数量进一步增加，市场竞争会更加激烈。如果公司未来不能持续对现有产品进行迭代升级，未能准确把握行业发展趋势，未能有效应对加剧的市场竞争而导致公司产品价格的进一步下降，则公司毛利率存在进一步下降的风险。

(7) 主要原材料价格波动可能导致公司产品盈利能力下降的风险

公司生产所需原材料主要为电子类、电气类、结构类、线束类和包装标识类等各类原材料，营业成本中直接材料成本的占比较高。如果未来公司所需原材料的价格出现大幅上涨，将直接影响公司的营业成本，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

(8) 外协加工占比相对较高可能带来的经营不稳定的风险

公司将主要资源集中于产品研发、技术创新和市场开拓方面。公司生产端主要负责整机组装、软件烧录、调试、检验等核心工序，产品硬件生产主要由外协供应商完成。公司外协加工采购的零部件主要为推车、注塑件、连接线等，以及 PCBA 加工等委托加工服务。2019-2021 年，公司外协采购金额占营业成本的比例分别为 46.85%、28.69%和 32.96%。若公司未能切实有效执行外协管理相关制度，或者外协厂商无法及时提供符合协议约定的产品，或者违反协议约定导致公司技术及商业秘密泄露，将会对公司的生产经营产生不利影响。

(9) 募投项目未能顺利实施可能带来的业绩下滑的风险

本次募集资金投资项目包括“麦澜德总部生产基地建设项目”、“研发中心建设项目”及“营销服务及信息化建设项目”，本次募集资金投资项目的可行性分析是基于当前的市场环境和技術发展趋势等因素作出，如果募集资金到位后，未来宏观环境、市场需求、行业竞争格局、原材料供应等方面出现了重大变化，公司销售订单和营业收入若不能随之提高，将导致募投项目不能如期实施或效益未达预期，会对公司业绩产生不利影响。同时本次募集资金投资项目实施后，公司将新增固定资产、无形资产、研发投入，导致相应的折旧、摊销

费用增加，如果因宏观环境、市场需求、竞争格局等因素发生变化，导致募投资项目投产后盈利能力不及预期，则新增的固定资产折旧、摊销费用等将对公司的经营业绩产生不利影响。

财务风险

（1）应收账款发生坏账的风险

2019-2021 年公司应收账款账面余额分别为 2,031.48 万元、1,993.52 万元和 1,164.93 万元，占营业收入的比例分别为 2.16%、7.95%、5.92%和 3.41%，占比相对较低。但未来若客户的经营状况或资信情况恶化，导致其无法及时、足额向公司支付款项，公司将面临应收账款不能按期收回或无法收回而导致的坏账风险，将对公司的经营业绩造成不利影响。

（2）存货减值的风险

2019-2021 年公司存货账面价值分别为 2,540.05 万元、2,123.36 万元和 3,849.37 万元，占流动资产的比例分别为 16.62%、10.71%和 11.28%。未来若市场需求发生重大不利变化，客户采购计划不能如期执行，可能导致公司的存货不能及时实现销售，产生跌价风险。同时，如果公司对境内外中转仓库的存货未能有效管理，导致相关产品发生毁损灭失等不利情况，将导致公司的存货发生跌价风险。

（3）税收优惠政策变化的风险

2019-2021 年，公司根据相关法律法规享受的所得税、增值税税收优惠金额分别为 2,549.29 万元、2,467.26 万元和 2,511.84 万元，占当期利润总额的比例分别为 22.01%、17.89%和 19.36%。若公司享有的税收优惠政策发生不利变化，如公司不能继续符合税收优惠政策条件或者高新技术企业证书到期后不能顺利通过复审，将对公司未来经营业绩产生不利影响。

内控与管理风险

（1）公司控股股东、实际控制人不当控制的风险

根据公司招股说明书，本次发行前，公司控股股东、实际控制人杨瑞嘉、史志怀合计直接持有公司 50.01%的股权并通过一致行动协议间接控制公司 34.22%的股权，本次发行完成后，杨瑞嘉、史志怀仍将拥有对公司的控制权。若实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司经营决策、

人事任免和利润分配等重大事项进行不当控制或施加不当影响，则可能对其他股东的利益造成损害。

(2) 业务规模扩张带来的管理风险

近年来，随着业务规模的不断扩大，公司的资产和员工规模亦在持续增长。本次发行完成后，随着募集资金投资项目的实施，公司的资产和人员规模将会大幅增长，从而对公司的经营管理、内部控制等方面提出了更高的要求。如果公司的经营管理水平不能适应经营规模的快速增长、内部控制制度不能及时调整，将会对公司的经营效率和盈利能力产生不利影响。

(3) 业务经营合规风险

目前，我国对医疗器械按照风险程度实行分类管理，对生产、经营风险较高的第II类和第III类医疗器械在注册、生产、经营等环节均有相当严格的行业标准和管理规定。如果公司未来不能严格按照相关法律法规的要求合规经营，将可能面临行政处罚风险，进而对公司的经营业绩和声誉产生不利影响。

公司估值水平高于可比公司估值水平的风险

根据我们的估值结论，我们认为公司上市后 6-12 个月的远期整体公允价值区间为 35.00-50.40 亿元。公司 2022 年估值水平高于可比公司 2022 年估值水平，且高于中证指数有限公司发布的“C35 专用设备制造业”最近一个月平均静态市盈率。

若未来下游需求发生不利变化或销售不及预期，会给公司业绩带来不利影响，进而使得公司可能面临估值下调的风险。

市场波动风险

医疗器械板块和可比公司市场表现方面，4月下旬医疗器械板块出现相对较大幅度的调整，同期可比公司股价也随着板块的调整而出现较大幅度的回调；5月初医疗器械板块逐步回暖，板块指数有所回升，可比公司股价总体也随着板块指数的回升有所上涨，因此，医疗器械板块和可比公司市场表现整体也呈现出一定的波动性。进行本次估值时所选择的数据截止日期为 2022 年 7 月 4 日，与公司最终进行询价时可能仍有一段时间间隔，期间若市场行情出现较大波动，或行业状况等出现一定变化，则相应的行业估值水平或可比公司估值水平

也可能出现一定变化，进而可能导致公司估值下调的风险。

发行失败的风险

公司拟首次公开发行股票并在科创板上市，适用《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《上海证券交易所科创板股票上市规则》、《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》等相关法规的要求。本次发行的发行结果届时会受到证券市场整体情况、投资者偏好及其价值判断等多方面因素影响，如发行认购不足或发行未能达到预计上市条件的市值要求，将可能导致本次发行失败。

图表 38: 麦澜德利润表、资产负债表与现金流量表预测 (单位: 百万元)

利润表	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	341.64	432.22	509.89	612.84	货币资金	272.62	889.39	883.59	925.95
营业成本	92.49	110.51	120.22	144.15	应收票据及账款	10.18	24.05	28.29	33.96
税金及附加	4.93	6.22	7.36	8.83	预付账款	4.77	5.98	6.97	8.44
销售费用	73.74	88.61	107.08	128.70	其他应收款	0.30	0.39	0.46	0.55
管理费用	28.43	32.42	40.79	49.03	存货	38.49	48.44	49.40	59.24
研发费用	37.23	44.09	52.01	61.28	其他流动资产	14.92	11.19	14.82	18.66
财务费用	-0.59	-10.24	-15.74	-16.07	长期股权投资	0.44	0.44	0.44	0.44
资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	123.82	208.89	361.96	502.74
信用减值损失	-0.54	0.00	0.00	0.00	无形资产	7.19	7.86	9.94	12.87
投资收益	4.77	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	8.03	5.36	2.68	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	7.98	8.98	9.48	9.98
其他收益	20.23	16.00	16.00	16.00	资产总计	488.74	1,210.97	1,368.03	1,572.84
资产处置收益	0.31	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	130.01	176.63	214.18	252.91	应付票据及账款	13.51	18.38	18.47	22.57
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	86.60	108.12	117.05	142.93
营业外支出	0.29	0.00	0.00	0.00	长期借款	4.10	4.10	4.10	4.10
利润总额	129.73	176.63	214.18	252.91	其他非流动负债	11.80	11.80	11.80	11.80
所得税	10.04	26.49	32.13	37.94	负债合计	116.01	142.39	151.41	181.40
净利润	119.70	150.13	182.05	214.98	股本	75.00	100.00	100.00	100.00
少数股东损益	1.31	9.91	12.02	14.19	资本公积	92.55	641.30	641.30	641.30
归母净利润	118.38	140.22	170.04	200.79	留存收益	195.95	308.13	444.16	604.79
现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E	归属母公司权益	363.50	1,049.43	1,185.46	1,346.09
经营性现金净流量	148.60	165.22	197.57	270.77	少数股东权益	9.24	19.15	31.16	45.35
投资性现金净流量	-8.73	-104.40	-185.11	-204.32	股东权益合计	372.74	1,068.57	1,216.62	1,391.44
筹资性现金净流量	-17.57	555.95	-18.27	-24.09	负债和股东权益合计	488.74	1,210.97	1,368.03	1,572.84
现金流量净额	122.30	616.77	-5.80	42.36					

资料来源: 招股说明书, 南京证券研究所

免责声明

本报告仅向中国证券业协会认定的网下投资者提供，任何人不得公开转载。本报告基于南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。