

持续加码康复主流品类，快速成长切入激光射频赛道

证券研究报告

2023年04月20日

伟思医疗（688580.SH）首次覆盖报告

核心结论

伟思医疗主要从事康复医疗器械的研发、生产和销售。目前已在电刺激、磁刺激、电生理等技术平台掌握了具有自主知识产权的核心技术。

快速增长的康复医疗器械行业：得益于医保、三胎等国家政策的支持，以及居民康复需求的提升以及康复产业升级，中国康复医疗器械市场快速增长，预计2018-2023年复合增长率为14.0%。其中伟思医疗着重布局的电刺激、磁刺激等四个领域增速快于行业，预计2018-2023年复合增长率达26.15%。

生物反馈磁引领康复医疗、电生理保持稳定：公司电刺激产品在产康领域实现较好推广，随着电刺激行业竞争加剧，公司以技术壁垒更高的生物反馈磁技术平台为主体，接力电刺激产品实现快速增长，2021年开始，磁刺激产品成为公司第一大主营业务，营业收入占比达39.34%，电刺激产品收入规模下降到30%以下。电生理产品目前需求平稳，收入占比约15%。

康复机器人：公司于2021年推出了康复机器人产品，应用于骨科、神经内科、神经外科以及康复科等，推动了国内康复器械的高端化和智能化进程。

医美能量源设备：2022年公司开始布局医美赛道。除拓展磁刺激产品至医美领域外，还通过自研、收购等多种方式布局钛激光、皮秒激光、特色射频等多品类能量源设备，力求成为医美能源设备领域一线品牌商。

投资建议：预计公司22-24年营业收入分别为3.22、4.79、5.78亿元，同比增长-25.21%、49.03%、20.58%，归母净利润为0.94、1.66、1.91亿元，同比增长-46.94%、75.63%、15.51%。参考可比公司，给与公司23年35XPE，对应目标价为84.52元，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧导致中低端康复类产品价格战；疫情反复影响招标、装机等业务进展；高端康复机器人等产品推广速度慢于预期；医美设备研发及注册进度低于预期。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	378	430	322	479	578
增长率	18.7%	13.7%	-25.2%	49.0%	20.6%
归母净利润（百万元）	144	178	94	166	191
增长率	44.1%	23.8%	-46.9%	75.6%	15.5%
每股收益（EPS）	2.09	2.59	1.37	2.41	2.79
市盈率（P/E）	31.7	25.6	48.3	27.5	23.8
市净率（P/B）	3.2	3.0	2.9	2.7	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码 688580.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 66.36

近一年股价走势



分析师

李雯 S0800523020002

13418643430

liwen1@research.xbmail.com.cn

陈腾曦 S0800523030001

chentengxi@xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
伟思医疗核心指标概览	6
一、公司概况	7
1.1 深耕康复医疗器械行业，快速成长	7
1.2 产品管线丰富，不断拓展核心技术	8
1.3 股权结构及管理层	8
1.3.1 股权结构	8
1.3.2 管理层人员	9
1.4 三大技术平台驱动，磁刺激接力电刺激增长	10
二、行业分析	11
2.1 康复医疗行业	11
2.2 电刺激医疗行业	13
2.2.1 盆底及产后康复领域	14
2.2.2 神经康复领域	14
2.3 磁刺激医疗行业	15
2.3.1 抑郁症治疗领域	16
2.3.2 帕金森及脑卒中治疗领域	16
2.3.3 盆底功能恢复领域	17
2.4 电生理医疗行业	17
2.5 康复机器人行业	18
2.6 医美能量源行业	19
2.6.1 激光医美器械市场	20
2.6.2 射频医美器械市场	21
三、公司竞争优势	22
3.1 建立渠道壁垒，全国覆盖产品	22
3.2 高价值量磁刺激产品接力电刺激增长，毛利率高于同业	22
3.3 核心技术人员背景深厚，学术推广助力产品销售	23
四、盈利预测与估值	24
4.1 关键假设和盈利预测	24

4.2 估值和投资建议	25
五、 风险提示	25

图表目录

图 1: 伟思医疗核心指标概览图	6
图 2: 公司发展历程	7
图 3: 伟思医疗主要产品情况	8
图 4: 公司股权结构图 (截至 2022 年 6 月 30 日)	9
图 5: 2018 至 22Q1-Q3 公司营业收入 (百万元) 及增速	10
图 6: 2018-2022H1 公司各业务板块营业收入拆分	10
图 7: 伟思医疗 2018 至 22Q1-Q3 毛利润、归母净利润、毛利率、净利率	11
图 8: 伟思医疗 2018 至 22Q1-Q3 费用率情况	11
图 9: 2020 年中国第七次人口普查人口结构	12
图 10: 2015-2020 年中国康复医院万元以上设备价值及数量	12
图 11: 2011-2020 年中国康复医院数量	12
图 12: 2014-2023 年中国医疗康复器械市场规模	13
图 13: 2014-2023 年伟思医疗所处四个康复医疗器械细分市场	13
图 14: 2014-2023 年中国电刺激医疗器械市场规模	14
图 15: 2014-2023 年中国盆底及产后康复电刺激医疗器械市场	14
图 16: 2014-2023 年中国脑卒中患病人数	15
图 17: 2014-2023 年中国磁刺激康复医疗器械市场规模	15
图 18: 2014-2023 年中国抑郁症发病人数	16
图 19: 2014-2023 年中国帕金森病患者人数 (65 岁及以上)	17
图 20: 2014-2023 年中国电生理医疗器械市场规模	18
图 21: 2016-2025 年中国光电类医美市场规模 (亿元)	20
图 22: 2016-2025 年中国激光医美器械市场规模 (亿元)	20
图 23: 2018-2020 年三年平均中国激光医美器械市场公司份额	20
图 24: 伟思医疗 2018-2021 年各地区营业收入拆分	22
图 25: 2021 年伟思医疗收入结构	23
图 26: 2021 年麦澜德收入结构	23
图 27: 2018 至 22Q1-Q3 伟思医疗与可比公司毛利率情况	23
图 28: 2018 至 22Q1-Q3 伟思医疗与可比公司研发费用率情况	23
表 1: 公司董事会重要成员	9
表 2: 伟思医疗康复机器人在研项目	18
表 3: 部分已获 NMPA 注册的国产射频产品信息	21
表 4: 伟思医疗学术推广体系中的学术培训情况	24
表 5: 收入分拆假设 (收入单位: 百万元)	24

表 6: 可比公司估值.....25

投资要点

关键假设

公司 22 年经营出现了下滑，除了疫情影响外，偏低端的电刺激产品在盆底市场竞争加剧也是重要原因。预计 23 年开始磁刺激产品将带动公司经营实现较好恢复。预计公司 23 年主业收入整体恢复至 21 年水平，毛利率略有下滑，具体假设如下：

- 1、磁刺激类：技术壁垒较电刺激高，23-24 年有望维持高增，是公司增长的主要来源。预计公司磁刺激类业务 22-24 年收入为 1.47、2.00、2.36 亿元，毛利率基本维持稳定，预测为 80.00%、80.00%、78.40%；
- 2、电刺激类：目前行业竞争较为激烈，预测 23 年电刺激类业务收入出现恢复，后续保持稳定。预计 22-24 年收入为 0.60、1.00、1.02 亿元，毛利率为 68.00%、65.28%、62.02%；
- 3、耗材及配件：主要配套于电刺激类产品，整体收入趋势与电刺激类产品类似，毛利率基本维持稳定。预计 22-24 年收入为 0.52、0.55、0.56 亿元，毛利率为 64.50%、64.00%、63.00%。
- 4、电生理类：公司电生理类业务比较稳定，预计 22-24 年收入为 0.51、0.60、0.69 亿元，毛利率为 73.00%、73.5%、73.00%。
- 5、医美及其他新业务：子公司科瑞达的激光设备用于医疗和医美等多场景，年收入稳定在 3000-4000 万水平，归类在其它新业务中。公司 23 年开始将在将盆底磁塑形磁应用于医美领域的扩展并取得收入，合计预计医美及其它新业务 23-24 年收入为 0.5、1 亿元。未来随着皮秒激光、射频等更多产品的研发进度，医美及其他新业务有望保持较快增长。

区别于市场的观点

市场对伟思医疗在医美能量源设备的布局暂时没有充分认知，公司已布局的皮秒激光在医美设备中是市场容量较大，技术壁垒较高，在 2023 之前完全被进口产品垄断的领域，未来 1-2 年将是国产替代的关键时间点。此外公司拟布局的特色射频产品均对标国际龙头公司的旗舰产品，显示公司开拓医美设备新赛道的决心和实力。

股价上涨催化剂

公司医美及其他新业务取得实质性进展：如公司布局的塑形磁等产品获批医疗器械证。

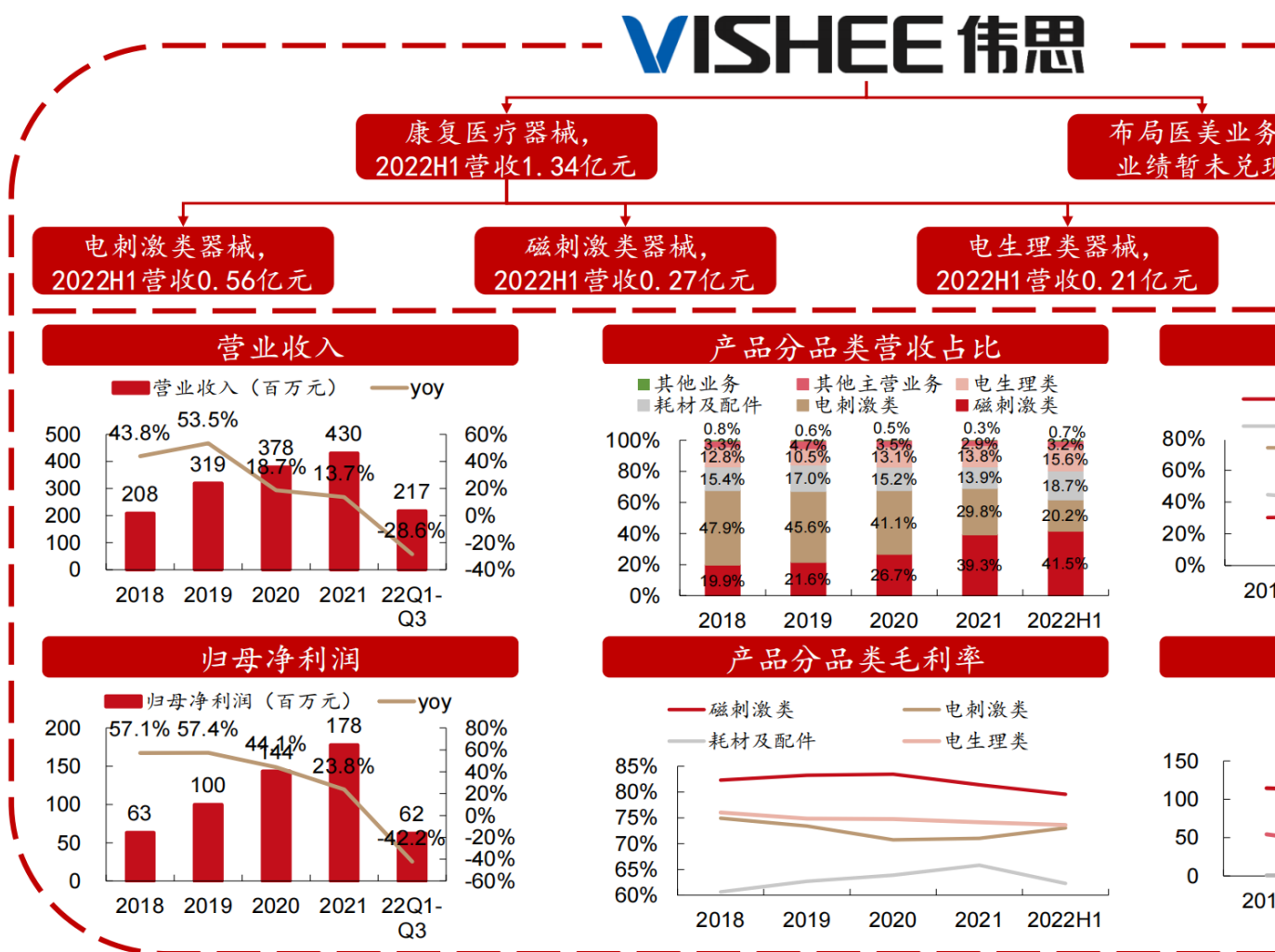
估值与目标价

预计公司 22-24 年营业收入分别为 3.22、4.79、5.78 亿元，同比增长-25.21%、49.03%、20.58%，归母净利润为 0.94、1.66、1.91 亿元，同比增长-46.94%、75.63%、15.51%。

选取二级市场上与伟思医疗业务相似的三家公司包括普门科技、麦澜德及翔宇医疗作为可比公司。参考可比公司估值，结合公司在康复医疗行业的竞争优势，医美设备市场空间广阔，给与公司 23 年 35XPE，对应目标价为 84.52 元，首次覆盖，给与“买入”评级。

伟思医疗核心指标概览

图 1：伟思医疗核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、公司概况

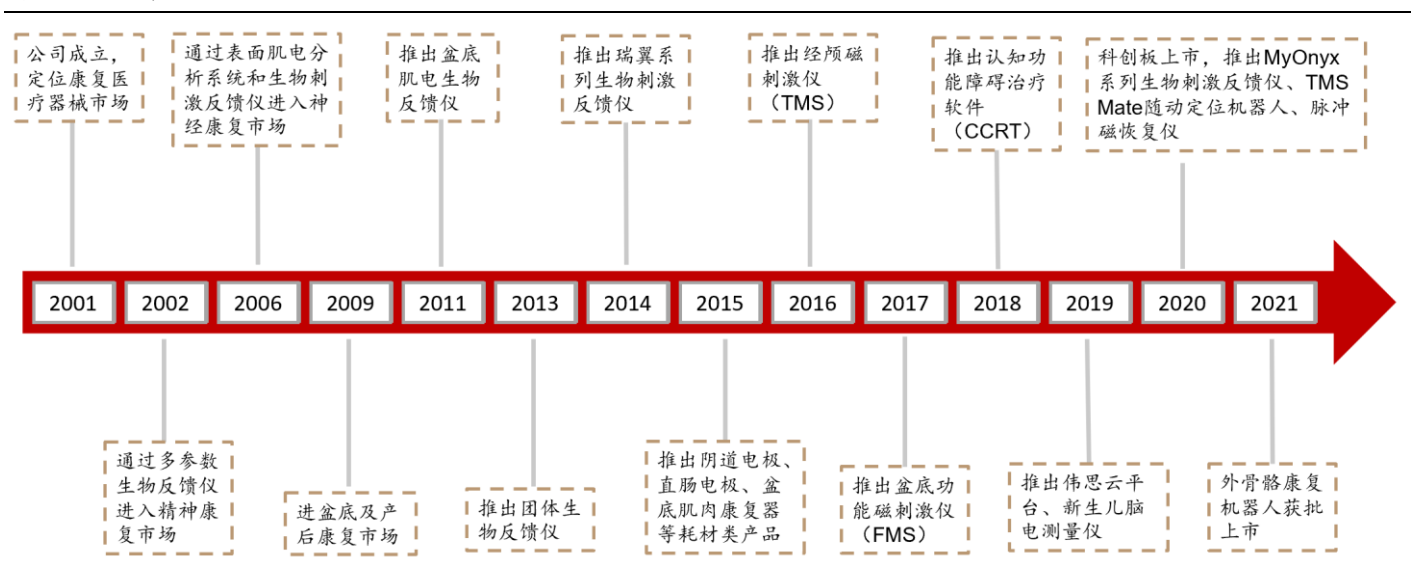
南京伟思医疗科技股份有限公司成立于2001年，2020年在科创板上市，主要从事康复医疗器械的研发、生产和销售，是中国康复医疗器械行业创新驱动型企业。公司目前拥有6大技术平台：电生理、电刺激、磁刺激、射频、激光、康复机器人，涉及4大领域：盆底及产后康复、精神心理、神经康复、运动康复。公司主要产品为电生理类、电刺激类、磁刺激类设备、耗材及配件等康复医疗器械和产品，招股书数据显示，公司产品已覆盖了超过6000家医疗及专业机构终端。

1.1 深耕康复医疗器械行业，快速成长

伟思医疗从代理业务起家，深耕康复医疗器械领域二十余年。公司与TT公司自2003年合作至今，TT公司成立于1975年，是加拿大一家生物反馈、神经反馈和精神生理仪器制造商。作为TT公司经销商，伟思医疗采购TT公司整套产品并加以非医疗配件后销售该代理产品，主要为表面肌电分析系统和SA9800生物刺激反馈仪，公司向TT公司采购的原材料零部件同时用于公司MyoTrac系列及多参数生物反馈仪两类产品。公司在开展代理业务的同时，公司通过自主研发产品，先后进入精神康复市场、神经康复市场、盆底及产后康复市场。

公司的发展历程大致可分为三个阶段：第一阶段（2001-2009年）成长初期以代理为主，2002年通过多参数生物反馈仪进入精神康复市场，2006年通过表面肌电分析系统和生物刺激反馈仪进入神经康复市场，2009年进入盆底及产后康复市场，完成三大目标市场布局，搭建渠道和服务网络体系；第二阶段（2010-2019年）加强自主研发时期，搭建电生理、电刺激、磁刺激等先进技术平台，并推出多款核心产品，2019年研发出伟思云平台为用户提供信息系统支持并提供完整解决方案；第三阶段（2020年至今）上市后开启公司发展新起点，融资能力增强，驱动产品迭代升级，规划投入下一代康复医疗技术研究和高难度项目开发。

图2：公司发展历程



资料来源：公司官网、西部证券研发中心

1.2 产品管线丰富，不断拓展核心技术

公司产品涉及精神康复、神经康复、运动康复和盆底及产后康复四大领域，涉及电生理、电刺激、磁刺激、射频、激光、康复机器人六大技术平台，主要产品为电生理类、电刺激类、磁刺激类设备、耗材及配件等康复医疗器械和产品。根据招股书披露数据，公司终端销售覆盖了国内 30 个省份、直辖市及自治区，覆盖医疗及专业机构超过 6000 余家，为医疗及专业机构提供安全有效的康复产品和有效解决方案。随着公司不断加强自主研发和技术创新，目前已在电刺激、磁刺激、电生理等技术平台掌握了具有自主知识产权的核心技术，不断战略升级。2021 年，公司以磁刺激技术平台为主体，以康复机器人和医疗能源设备为双驱动力，瞄准康复医疗赛道。2022 年开始，公司拟从磁刺激、激光、射频等多个领域布局医美赛道。

图 3：伟思医疗主要产品情况



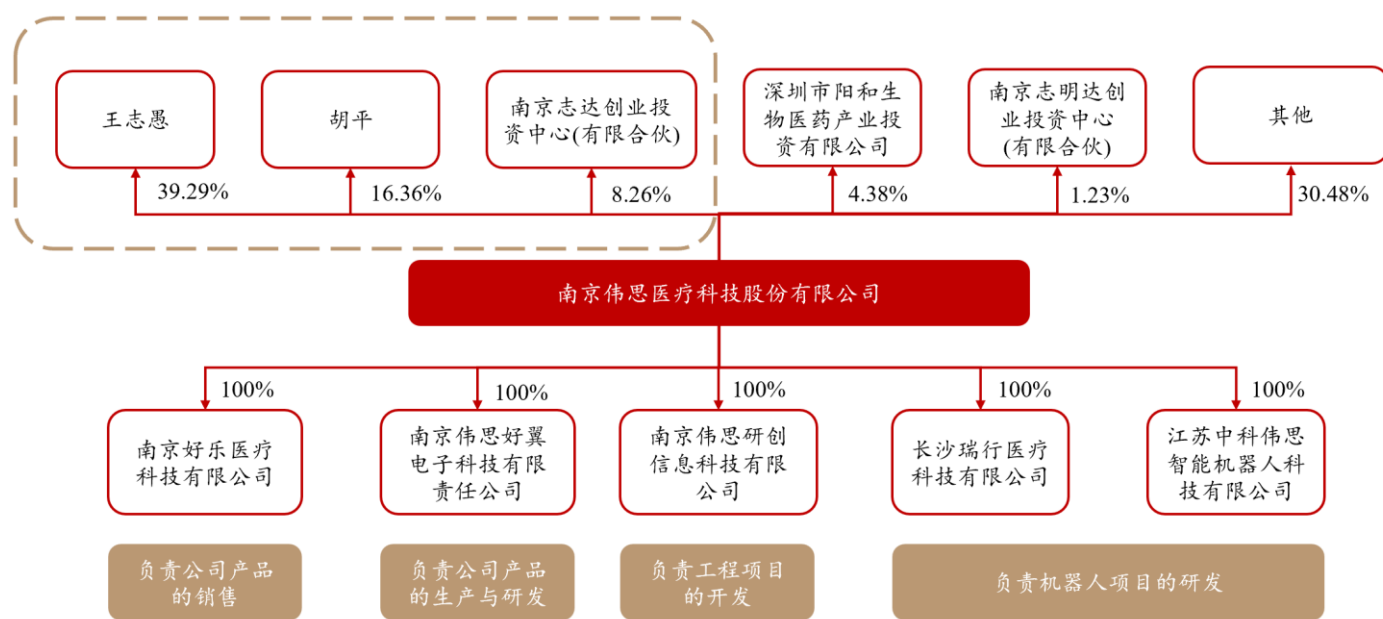
资料来源：公司官网、大族科瑞达官网、西部证券研发中心

1.3 股权结构及管理层

1.3.1 股权结构

公司股权结构清晰，相对集中。截止至 2022 年 9 月 30 日，王志愚为公司最大股东、实际控制人，持股 39.29%，并通过持有南京志达投资管理中心 35.26% 的股份间接控制公司 8.26% 表决权，通过与股东胡平签署《委托股票协议》间接控制公司 16.36% 的表决权，合计持有公司 63.91% 表决权。南京志达投资管理咨询中心及南京志明达创业投资中心是两个员工股权激励的持股平台。

图 4：公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：wind、西部证券研发中心

1.3.2 管理层人员

公司管理层经验丰富，背景深厚。公司管理层共 13 人，平均年龄为 46 岁，拥有丰厚的管理经验或较高学历背景。董事长兼总经理王志愚先生本科毕业于南京大学数学专业，硕士毕业于南京大学工商管理专业，拥有较为丰厚的专业知识和领导经验。

表 1：公司董事会重要成员

姓名	职务	履历
王志愚	董事长、总经理	男，1967 年出生，中国国籍，拥有加拿大永久居留权。本科毕业于南京大学数学专业，硕士毕业于南京大学工商管理专业。历任南京伟思心翼电子科技有限公司总经理、执行董事，南京伟思瑞翼电子科技有限公司经理、执行董事，南京好乐电子科技有限公司执行董事兼总经理，南京伟思好翼电子科技有限责任公司执行董事兼总经理。现任南京好乐医疗科技有限公司执行董事兼总经理，南京志达投资管理咨询中心(有限合伙)执行事务合伙人，江苏中科伟思智能机器人科技有限公司董事长。2001 年 1 月起任南京伟思医疗科技有限责任公司执行董事兼总经理，现任公司董事长兼总经理。
黎晓明	董事	男，1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2009 年 4 月至 2014 年 9 月任广州宝莱特医用科技股份有限公司副总经理、董事会秘书，2020 年 5 月至今任董事；2012 年 6 月至 2018 年 4 月，任天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司董事；2013 年 12 月至今，任天津宝莱特医用科技有限公司董事；2014 年 3 月至 2017 年 7 月，任深圳智友阁资产管理有限公司董事；2014 年 10 月至今，任深圳市阳和生物医药产业投资有限公司董事长、总经理；2015 年 12 月至 2021 年 7 月，任深圳市益康泰来科技有限公司董事；2017 年 4 月至今，任深圳市嘉华医院管理有限公司董事；2019 年 8 月至今，任广州欧欧医疗科技有限责任公司董事；2019 年 7 月至今，任广州良医信息科技有限公司董事。
陈莉莉	董事、财务总监	女，1980 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，会计师。历任南京好芯瑞投资管理咨询有限公司监事。2009 年 9 月至今，历任公司成本主管、预算部经理、财务部经理；现任公司财务总监、江苏中科伟思智能机器人科技有限公司财务负责人。2021 年 4 月至 2021 年 8 月担任南京伟思企业管理有限公司监事；2021 年 9 月至今担任南京伟思研创信息科技有限公司监事。

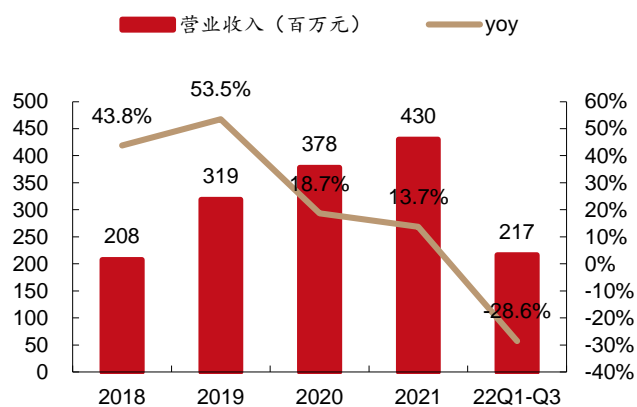
资料来源：Wind、西部证券研发中心

1.4 三大技术平台驱动，磁刺激接力电刺激增长

伟思医疗凭借电刺激、磁刺激、电生理三大技术平台，保持着较高盈利能力和市场占有率，行业龙头地位稳固。近年来公司业绩高速增长，2018-2021年，公司营业总收入从2.08亿元迅速增长至4.30亿元，年复合增长率达27.39%。2022年由于疫情影响，收入出现下滑，预计将在2023年实现较好恢复。

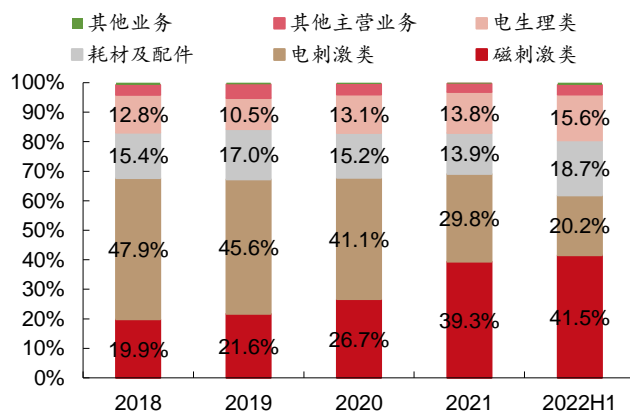
公司营业总收入以磁刺激类产品、电刺激类产品、电生理类产品为主。近年来电刺激类产品是公司第一大主营业务，2018-2020年营业收入占比保持在40%以上。自2016年公司将磁刺激类产品推向市场并得到广泛认可后，磁刺激类产品发展迅速，营业收入占比不断上升，在2021年成为公司第一大主营业务，营业收入占比达39.34%。2022年上半年，受到疫情影响及行业竞争加强影响，公司收入出现下滑，其中偏低端的电刺激类产品受到较大影响。预计23年公司出现恢复性增长，其中磁刺激类产品将实现较快增速。

图 5：2018 至 22Q1-Q3 公司营业收入（百万元）及增速



资料来源：Wind、西部证券研发中心

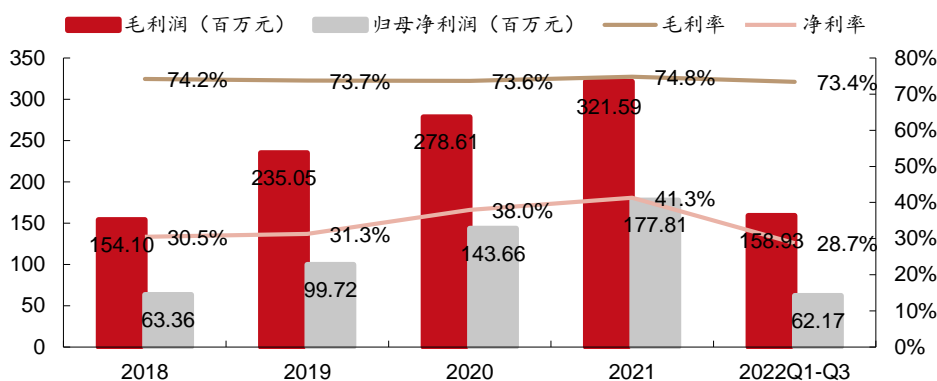
图 6：2018-2022H1 公司各业务板块营业收入拆分



资料来源：Wind、西部证券研发中心

公司盈利能力强劲。近年来公司毛利率稳定在70%以上，2018-2021年净利率逐年增加，从2018年的30.2%增长至2021年的41.3%。公司归母净利润从2018年的0.63亿元增长至2021年的1.78亿元，毛利润从2018年的1.54亿元增长至3.22亿元。2022年由于疫情影响，市场需求出现一定程度减少或延后，部分新品2022年内上市宣发受阻，公司收入和利润出现下滑，但毛利率相对稳定。2023年开始，公司将更加积极进行学术推广等活动，加大营销宣传力度，预计公司23年公司整体收入和利润恢复增长。公司收购的科瑞达激光毛利率较公司原有业务低，并表后会对23年的毛利率略有影响，预计公司23年毛利率略微下降，仍维持在70%左右水平。

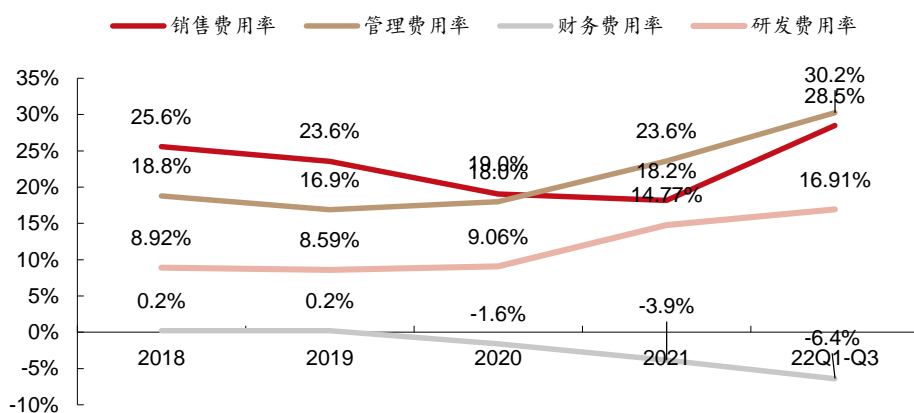
图7：伟思医疗 2018 至 22Q1-Q3 毛利润、归母净利润、毛利率、净利率



资料来源：Wind、西部证券研发中心

公司四项费用动态波动，销售费用为公司主要费用支出。财务费用长期为负，说明财务风险处于安全的水平，同时为公司后续可能的投资行为提供保障。公司始终保持着较高的研发投入且研发投入逐季度上升。23-24年，随着公司开展更加密集高频的市场推广活动，和对下一代磁刺激仪、康复机器人以及医美器械的研发和推广等，预计公司销售费用和研发费用均将维持上升。

图8：伟思医疗 2018 至 22Q1-Q3 费用率情况



资料来源：Wind、西部证券研发中心

二、行业分析

2.1 康复医疗行业

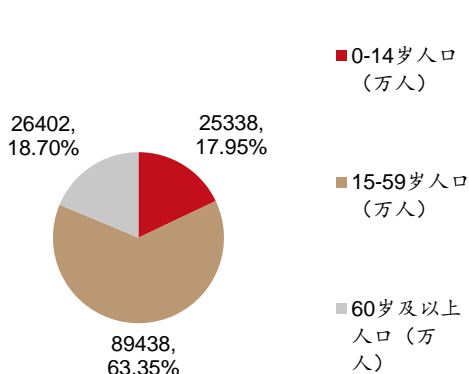
得益于医保、三胎等国家政策的支持，以及居民康复需求的提升以及康复产业升级，康复医疗器械市场整体显著增长，是医疗器械领域的黄金赛道。康复医疗器械是指在康复医疗中用于评测、训练与治疗，并能够帮助患者评估并提高身体机能、恢复身体力量、弥补功能缺陷的医疗器具。康复医疗器械可以帮助患者加快身体机能恢复，减少并发症、降低复发率，总体上看可以节约治疗费用，不断发挥其在市场上的医学、经济和社会价值。

随着三胎政策开放、我国老龄化人口占比增多、慢性病患者数量逐年增加以及居民康复意识提高等其他因素的推动下，我国康复需求人数不断上升，主要集中在神经疾病康复、

产后康复、儿童康复和运动康复领域，由此衍生了巨大的康复医疗服务及康复医疗器械需求。

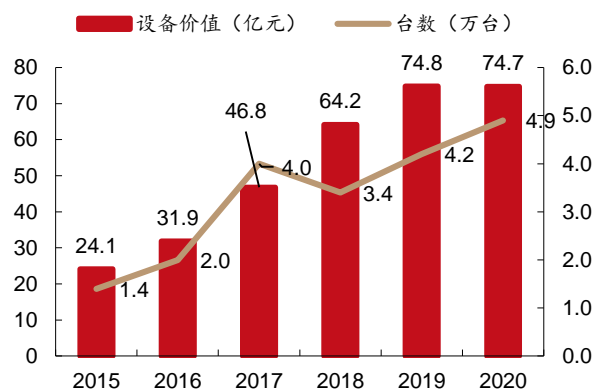
2020年我国第七次人口普查结果显示，我国60岁及以上人口达26402万人，占总人口的18.70%。2023年1月17日国家统计局发布数据显示，2022年我国人口首次出现负增长。我国人口总量增速放缓，人口老龄化程度进一步加深。国家卫生健康委员会披露数据显示，2015-2020年，中国康复医院万元以上的设备数量不断增多，2020年中国康复医院万元以上的设备有74.7万台，数量约为2015年的三倍，其设备价值也不断上升，自2015年的1.4亿元增长至2020年的4.9亿元。

图9：2020年中国第七次人口普查人口结构



资料来源：国家统计局、西部证券研发中心

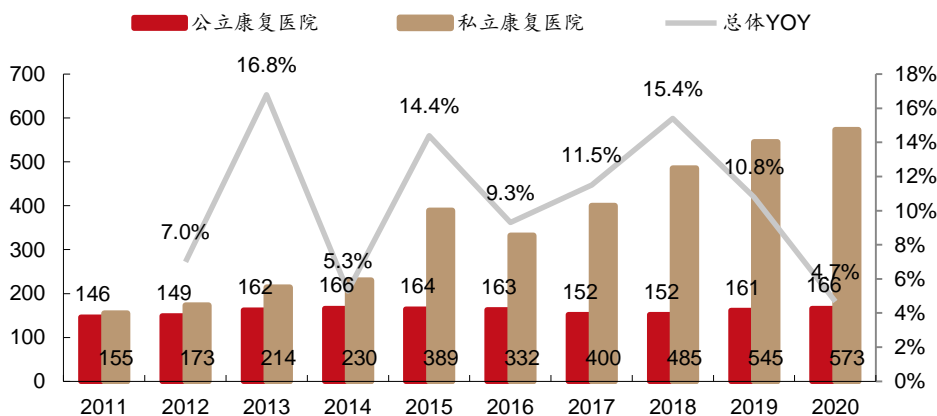
图10：2015-2020年中国康复医院万元以上设备价值及数量



资料来源：国家卫生健康委员会、智研咨询、西部证券研发中心

随着需求端的扩大，我国康复医院数量也随之增多。根据历年《中国卫生健康统计年鉴》数据，2011-2020年的十年间，中国康复医疗医院从301家增长至739家，其中非公立医院数目从2011年的155家快速增长至2020年的573家。

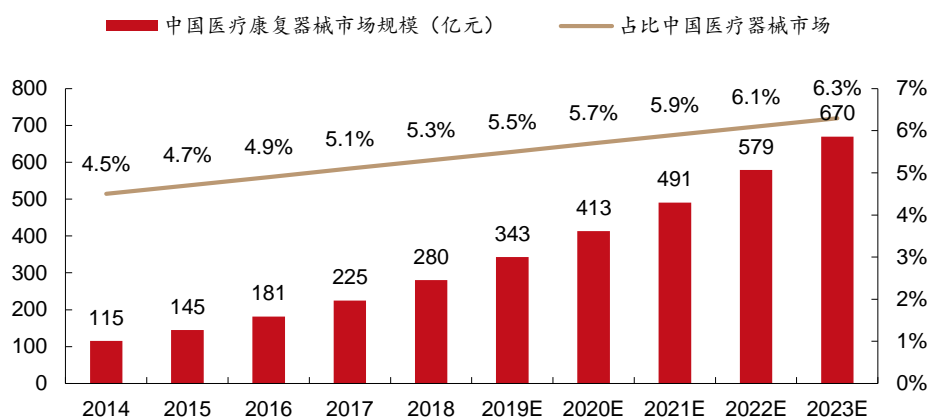
图11：2011-2020年中国康复医院数量



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》、西部证券研发中心

弗若斯特沙利文公司数据分析显示，中国医疗康复器械市场规模逐年上涨，从2014年115亿元预计上涨至2023年670亿元，其中2014年-2018年的年复合增长率为24.9%，且在中国医疗器械市场占比稳定提升。

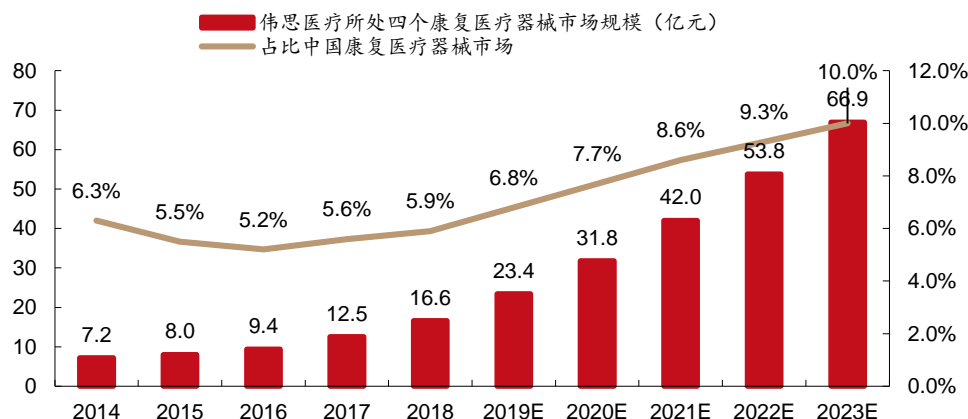
图 12: 2014-2023 年中国医疗康复器械市场规模



资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

伟思医疗器械产品主要聚焦于电刺激类、磁刺激类、电生理类和康复机器人产品, 这四大领域技术发展迅速, 市场处于快速发展阶段。磁刺激康复医疗器械和康复机器人市场属于新兴市场, 预计未来将有较大增长空间。从细分领域看, 根据弗若斯特沙利文分析数据, 公司的四个聚焦领域市场规模从2014年的7.2亿元预计增长至2023年的66.9亿元, 其中2014-2018年的年复合增长率为23.0%。

图 13: 2014-2023 年伟思医疗所处四个康复医疗器械细分市场规模

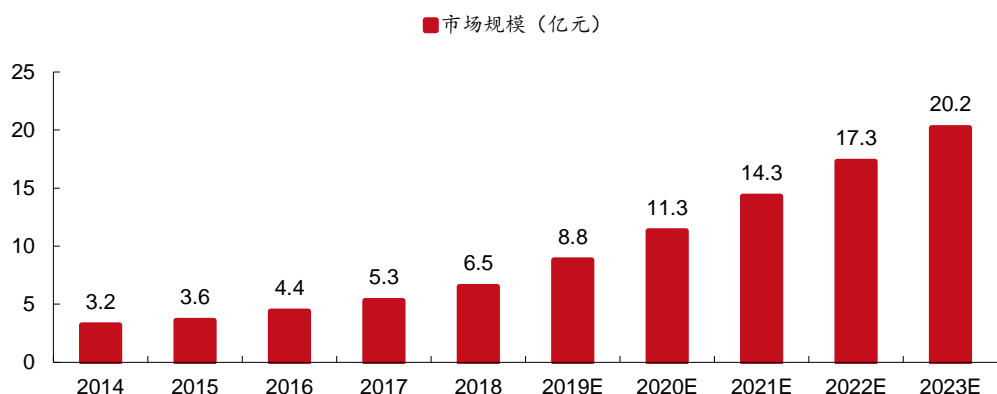


资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

2.2 电刺激医疗行业

电刺激治疗技术已有超过50年的发展历程, 电刺激类康复医疗器械产品一经上市, 被广泛应用于盆底及产后康复领域、精神康复及神经康复等领域, 为患者提供了一种有效的治疗途径。近年来, 中国电刺激康复医疗器械市场规模稳步增长, 以盆底及产后康复和神经康复为主并处于良性发展过程中。弗若斯特沙利文咨询公司数据显示, 中国电刺激康复医疗器械市场规模从2014年的3.2亿元预计增长至2023年的20.2亿元。

图 14: 2014-2023 年中国电刺激医疗器械市场规模



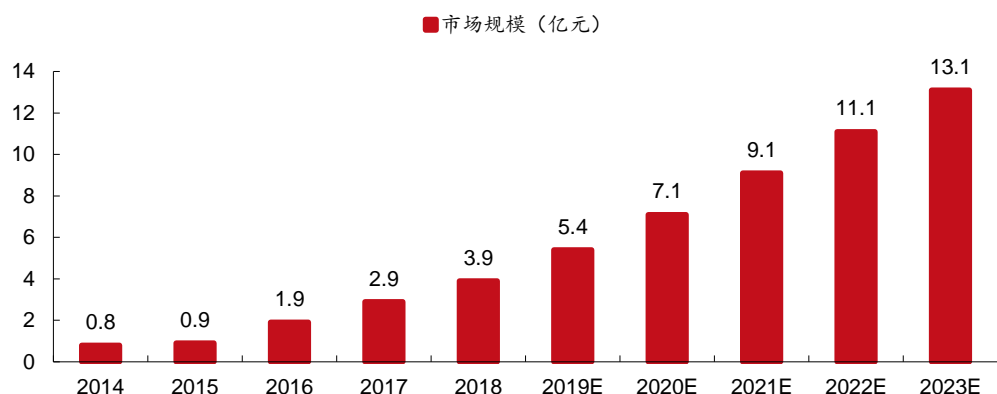
资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

2.2.1 盆底及产后康复领域

在电刺激治疗的盆底及产后康复领域, 康复治疗主要针对产后女性或中老年妇女, 适应症为常见盆底功能障碍, 如尿失禁尿失禁、盆腔脏器脱垂、排便障碍、腹直肌分离、腰背痛、产后疼痛、子宫复旧等症状, 临床中通常联合生物反馈进行治疗。

随着国家三胎政策开放, 盆底及产后康复需求将进一步扩大, 并且二胎、三胎产妇的盆底疾病等并发症发病率更高。盆底及产后康复领域在电刺激康复医疗器械市场中增长最快, 并将长期保持高速增长态势。弗若斯特沙利文分析数据显示, 中国盆底及产后康复电刺激医疗器械市场规模在 2014 年为 0.8 亿元, 预计将在 2023 年达到 13.1 亿元。

图 15: 2014-2023 年中国盆底及产后康复电刺激医疗器械市场



资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

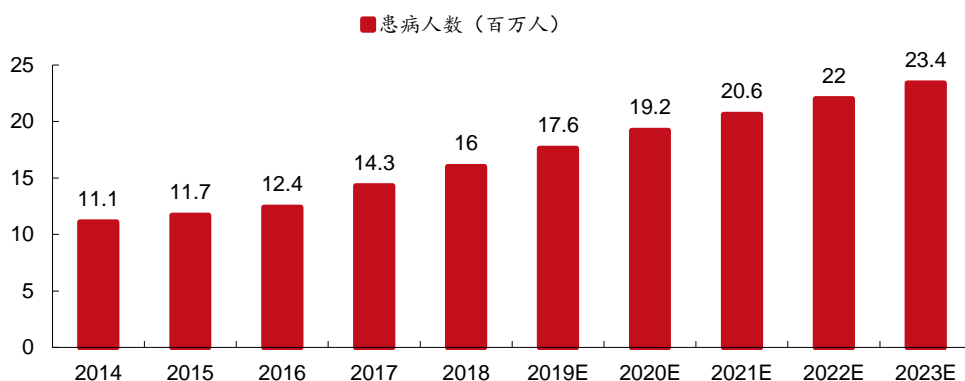
随着中老年女性对于盆底健康意识的提升以及对盆底疾病重视程度的提高, 越来越多的盆底疾病患者去医院寻求盆底康复治疗。许多公立及私立医院和专业医疗机构均能够为患者提供专业的盆底和产后康复服务, 相比医疗机构, 许多非医疗机构如月子中心、产后康复中心对盆底及产后康复医疗器械的需求量更高且市场发展更迅速。

2.2.2 神经康复领域

在电刺激治疗的神经康复领域, 其主要针对脑卒中、帕金森等中枢神经或周围神经损伤所致的运动功能障碍, 如偏瘫、肌萎缩、肌力低下、步行障碍、手功能障碍等, 其中以

脑卒中康复治疗为主。脑卒中疾病往往会留下较多后遗症，如认知功能障碍、言语功能障碍和肢体功能障碍等，但通过积极的康复治疗，能够使大部分存活患者逐步恢复其生活自理能力，能够延长其寿命、改善其生活质量，减少对家庭和社会的负担。我国拥有庞大的神经康复市场，随着我国老龄化和城市化速度加快，以脑卒中为代表的神经系统疾病患病率不断提高，且该类疾病逐渐呈现患者年轻化趋势，发病率逐年提高，弗若斯特沙利文咨询公司数据显示，预计2023年我国脑卒中患病人数将达到2300万以上。未来神经系统康复医疗有望成为康复医疗市场的重要部分，市场规模有望进一步扩大。

图 16：2014-2023 年中国脑卒中患病人数

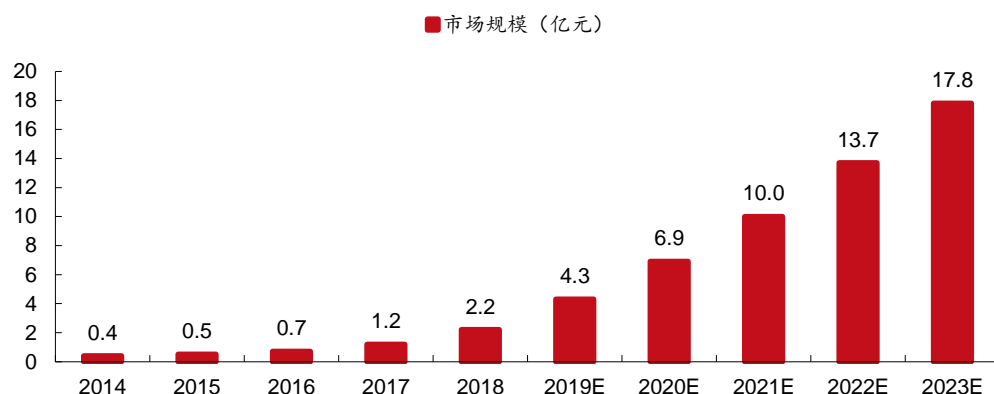


资料来源：公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

2.3 磁刺激医疗行业

磁刺激技术继电刺激技术发展起来并逐步推广至新型康复医疗技术。中国的磁刺激康复医疗器械市场在2016年前后逐步规模化，以经颅磁刺激仪和盆底功能磁刺激仪为主，起步较晚。磁刺激类仪器临床主要应用于精神康复、神经康复以及产后康复领域。弗若斯特沙利文公司数据显示，中国磁刺激康复医疗器械市场规模逐步增长，但在国内整体的市场占有率较低，2018年公司磁刺激类医疗器械产品在国内磁刺激类康复医疗器械领域的市场占有率为18.64%。预计中国磁刺激康复医疗器械市场规模从2014年的0.4亿元增长至2023年的17.8亿元，其中2014-2018年的年复合增长率高达53.1%。伴随着磁刺激类医疗器械行业规范化、康复医疗需求端扩张、康复医疗意识增强，其市场规模有望持续扩张。

图 17：2014-2023 年中国磁刺激康复医疗器械市场规模

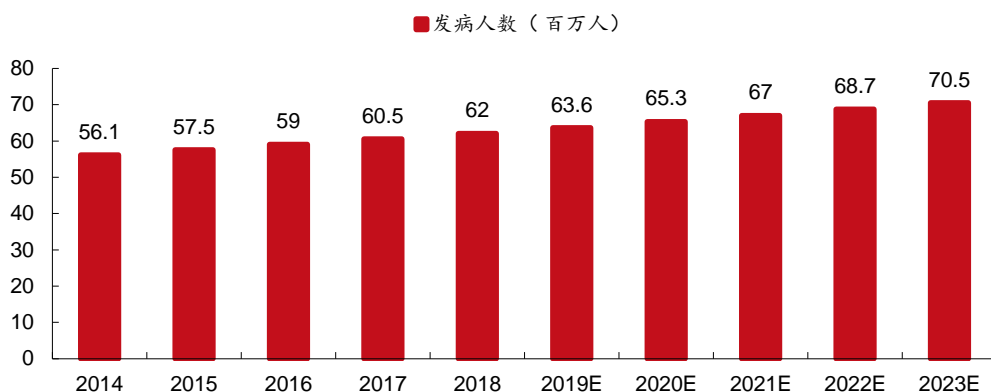


资料来源：公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

2.3.1 抑郁症治疗领域

作为磁刺激类康复医疗器械主要产品的经颅磁刺激仪主要应用于精神康复和神经康复。在治疗抑郁症、脑卒中后遗症、帕金森等疾病具有显著疗效。随着人们生活压力不断增大，世界各国患抑郁症的人数不断增加。弗若斯特沙利文公司数据显示，我国国内抑郁症患者数量保持稳定增长，2018年我国抑郁症发病人数达到6200万人，预计将在2023年增长至7050万人。

图 18：2014-2023 年中国抑郁症发病人数



资料来源：公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

在我国，青少年学业压力，成人职场压力，女性产后精神压力、更年期压力，以及老年人对慢性病治疗的压力等压力均可能诱发抑郁症。相比于庞大的患病数目，接受抑郁症诊疗的患者整体上较少，且主要以药物治疗为主。除了利用药物进行治疗外，我国居民对心理治疗的接受程度较低，主要因为其费用高且疗程长，对其治疗效果不信任，经颅磁刺激仪项目一疗程治疗费用相比于心理治疗费用更低。传统药物治疗容易产生肥胖、恶心、手抖等不良副作用。抑郁症是经颅磁刺激仪的主要应用市场，其与传统药物治疗相比，具有副作用小、安全性高的特点，且给患者带来的痛苦较小，目前已在美国、加拿大、以色列等国家获批。

公司磁刺激类产品根据国际 10-20 脑电机定位系统设计而成，拥有不同型号满足各类头型大小的需求，利用电磁感应原理将线圈放置不同部位，达到不同的治疗效果，提高治疗效率。随着磁刺激治疗的有效性和民众对其认可度逐渐提高，其在国内抑郁症治疗领域市场渗透将进一步增强。

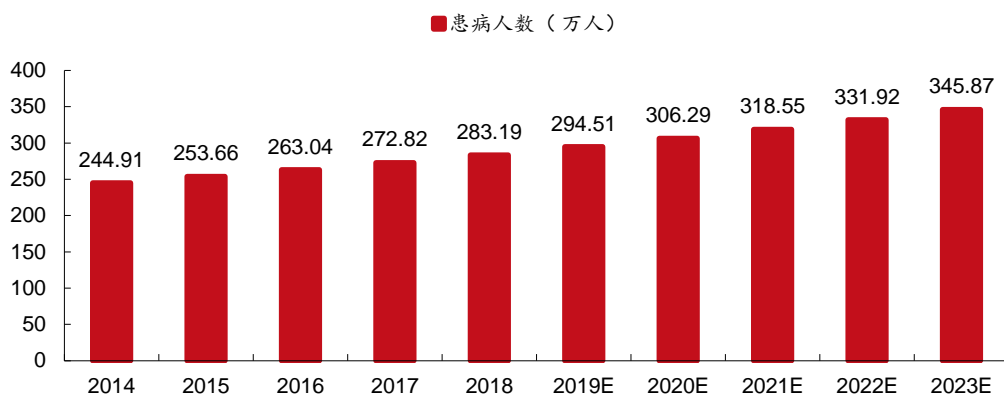
2.3.2 帕金森及脑卒中治疗领域

帕金森病康复治疗也是经颅磁刺激仪的主要潜力市场。帕金森病的主要临床症状包括静止性震颤、运动迟缓、肌强直和姿势步态障碍，同时伴有抑郁、便秘和睡眠障碍等非运动症状。磁刺激康复医疗产品可以有效缓解患者的静止性震颤，同时还能改善患者的姿势步态障碍、情绪抑郁、吞咽功能障碍、大小便功能障碍等，可以在药物治疗的基础上大大提高帕金森病患者的康复治疗效果。根据弗若斯特沙利文分析数据，我国 65 岁以上帕金森病患者人数持续增长，2018 年达到了 283.2 万人，预计 2023 年将达到 345.9 万人，持续增长的帕金森康复治疗市场将为经颅磁刺激仪带来强劲的市场需求。《中国帕金森病治疗指南（第四版）》指出，到 2030 年，我国帕金森病患者数将达 500 万，几乎占到全球患者数的一半。帕金森病病因复杂，大多认为是老化、环境及遗传因素共同作用的结果。

《中国帕金森病治疗指南（第四版）》显示，据流行病学调查统计，我国65岁以上老年人群中帕金森患病率为1.7%，随年龄增长，患病率进一步增加，80岁以上超过4%。

目前，帕金森病治疗的主要手段是药物治疗和手术治疗。在疾病早期，规范合理的药物治疗能够带来症状的明显改善，大多数患者的日常生活能力接近正常。然而随着疾病的进展，药物治疗效果会出现不稳定。除药物和手术之外，贯穿全程的康复医疗手段也是有价值的治疗方式，是药物治疗和手术治疗的有力补充。

图 19：2014-2023 年中国帕金森病患者人数（65 岁及以上）



资料来源：公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

在脑卒中治疗领域，磁刺激类医疗康复作为一种安全、无痛、非侵入性的神经干预手段，联合康复训练可明显改善脑卒中所致的肢体功能障碍。此外，经颅磁刺激对脑卒中所致的言语功能障碍、吞咽障碍、认知功能障碍等均有良好的治疗效果。

2.3.3 盆底功能恢复领域

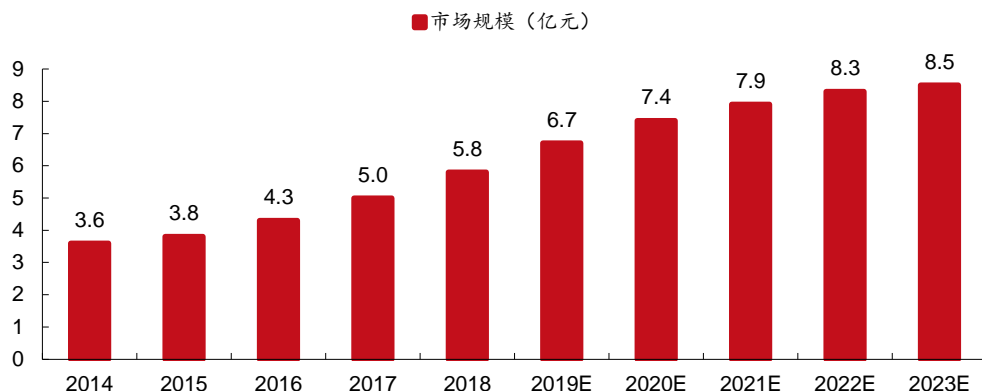
盆底磁刺激仪主要应用于泌尿科、盆底及产后康复和生殖健康等，其中以压力性尿失禁为主。盆底磁刺激仪能够增强盆底肌肉，提高盆底肌的感觉意识，增强肌肉的力量和协调性，同时增加感觉传入，帮助协调性失衡的患者产生有节律的收缩、舒张和神经调节效应。还能够重塑盆底神经，增强脊髓回路激活，改善膀胱排空能力，并重建盆底肌与骶髓中枢联系。当前，在临床上盆底磁刺激仪主要用于尿失禁、轻中度盆腔脏器脱垂、神经源性膀胱、尿频尿急、盆底痛、脊髓损伤术后排便或排尿障碍等疾病或功能障碍的治疗。

当前盆底功能恢复领域消费主力为产妇，从中长期看，随着人们康复意识的提高，庞大的中老年女性群体的市场渗透率将不断扩大盆底功能恢复领域的市场规模。

2.4 电生理医疗行业

电生理类康复器械市场是公司最早布局的赛道，行业发展较为成熟，产品需求平稳。伴随微电子技术、计算机技术进步以及医学信号处理技术的发展，电生理类产品的精确度大大提高，市场应用更加广泛，主要包括表面肌电分析、新生儿脑电分析及生物反馈仪等，被广泛应用于神经康复、精神康复、新生儿科等领域。根据弗若斯特沙利文公司数据，中国的电生理康复治疗器械市场规模从2014年的3.6亿元预计增长至2023年的8.5亿元，其中2014-2018年的年复合增长率为12.5%。

图 20: 2014-2023 年中国电生理医疗器械市场规模



资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文分析、西部证券研发中心

公司电生理类产品主要为表面肌电分析、生物反馈仪、新生儿脑电测量仪。表面肌电分析主要用于脑卒中患者康复评定。与传统针式肌电图相比,表面肌电分析具有探测空间大、重复性好、非创伤性操作等优势,能够对肌肉的静息状态、收缩功能、协调能力给予客观定量的评估。生物反馈仪主要用于焦虑、抑郁、失眠等精神疾病治疗,它可采集、分析、评估患者的脑电、肌电、呼吸、血容量搏动、皮电、皮温、心电等多种生理指标。新生儿脑电测量仪用于临床开展新生儿脑损伤筛查、脑功能监护和脑发育评估。新生儿脑损伤是新生儿期的常见疾病,由于新生儿行为机能尚不健全,临床检查效果有限,对其新生儿进行监护可用于评价脑发育成熟度、判断脑损伤严重程度及预后,且具有无创、动态检测、操作简单、受环境干扰少的特点。

2.5 康复机器人行业

康复机器人融合了机械学、计算机科学、控制学及康复医学等诸多学科,是近几年发展起来的高端康复医疗技术,能够帮助残疾患者恢复运动功能,重塑中枢神经系统,能够替代或辅助康复治疗师的机械重复操作,为远程康复医疗和集中化康复医疗提供可能。随着科学技术不断进步发展,人工智能技术、康复机器人技术、磁刺激等技术与康复医疗领域融合度加深,新型康复治疗技术被逐渐研发并得以应用。根据弗若斯特沙利文分析数据,中国康复机器人在 2018 年市场规模为 2.1 亿美元,预计以 57.5% 的年复合增长率增长,在 2023 年增长至 20.4 亿美元,市场前景广阔。

伟思医疗持续投入康复机器人技术平台并已获得相关技术积累,为公司未来拓展以外骨骼康复机器人为核心的系列运动康复机器人市场奠定了坚实基础。在康复机器人领域,公司目前已经形成了覆盖下肢、上肢的全周期康复训练和评估的运动康复系列机器人产品,包括 X-walk 系列和 X-locom 两个产品系列,其中多个型号产品已取得相关医疗器械注册证,更多型号将持续推进注册和上市。

表 2: 伟思医疗康复机器人在研项目

在研项目	拟达到的主要目标	阶段及进展情况	应用领域
脑卒中康复机器人系统集成与应用	开发脑卒中评估系统,开发训练软件,进行系统集成,形成脑卒中上、下肢康复机器人的产品设计,并进行样机的试制	设计开发	神经康复、骨骼康复
脑卒中康复机器人关键技术	研究具有机器视觉精确闭环控制的功能电刺激技术和功能电刺激装置	设计开发	神经康复、骨骼康复
外骨骼机器人样机及辅具的产业化试	外骨骼机器人本体结构产业化和轻量化制造工艺研究;驱动、传动部件的选配与模	设计开发	神经康复、

在研项目	拟达到的主要目标	阶段及进展情况	应用领域
制方法与设备研发	块化一体化关节产业化试制工业与制造方法；外骨骼机器人整机的装配工艺与机械装配精度测试；外骨骼机器人步行训练平台、辅具的开发		骨骼康复
外骨骼下肢机器人产品开发项目	开发符合人体工程学的外骨骼下肢康复机器人，协助瘫痪病人完成站立和行走，帮助偏瘫和截瘫病人完成步态康复训练	设计开发	神经康复、骨骼康复
智能机器人辅助运动康复解决方案	(1) 开发具有主动、被动、助力、抗阻等多模人在无治疗师干预情形下完成肌肉力量恢复训练，提高肌力和关节活动度；(2) 开发具有主动、被动、助力、抗阻等多模式的上肢康复训练机器人，协助上肢功能障碍的病人在无治疗师干预情形下恢复上肢功能，提高生活自理能力；(3) 开发具有主动、被动、助力、抗阻等多模式的床旁康复机器人，帮助偏瘫等下肢功能障碍的病人在早期完成髋关节外展/内收、屈髋/伸髋活动及肌力诱发训练，缩短病人恢复周期	已完成	神经康复、骨骼康复
智能步行康复减重训练车	开发具有动态减重功能的智能步行康复减重训练车，减重力动态可调，全电动控制，可实现自动跟随病人，协助偏瘫、截瘫病人、骨科或其他下肢功能障碍病人在无治疗师干预情形下完成减重步行训练	设计开发	神经康复、骨骼康复

资料来源：公司招股书、西部证券研发中心

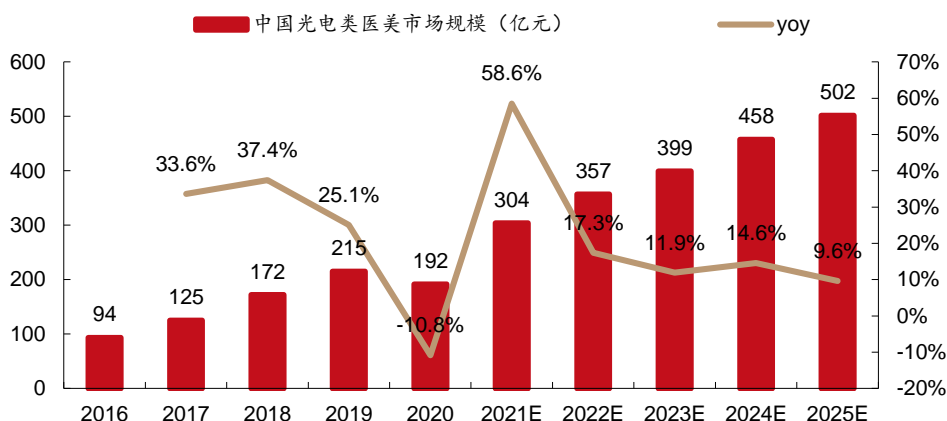
2.6 医美能量源行业

伟思医疗的磁刺激产品，此前主要覆盖公、私立医院、社康中心及月子中心等专业机构，以产后修复的应用场景为主。目前公司拟拓展应用领域，将磁刺激产品开发应用于医美领域，推出适用于医美场景的盆底磁和塑形磁产品。目前在医美和生美领域，类似磁刺激原理产品目前知名度较高的主要是英国 BTL 公司推出的“美缇斯幸福椅”和“美修斯增肌减脂仪”两款产品，这两款产品在国内暂时未获医疗器械证。伟思医疗将推出合规的适用于医美和生美机构的盆底磁和塑形磁产品，以拓展公司产品在相关领域的应用。

此外，伟思医疗还将利用其技术平台基础进入医美黄金赛道。公司拟瞄准世界级主流产品，全面布局皮秒激光、射频（私密、溶脂、抗衰）以及塑形磁等产品，通过产品性能、成本、渠道推广、学术和服务等综合优势帮助公司在相关领域实现国产替代，迅速在医美能量源行业中取得份额，公司目标是在 5 年内成为中国医美能量源市场的一线品牌。

根据产业信息网数据，2016 至 2020 年，中国光电类医美市场规模由 94 亿元增长至 192 亿元，2016-2020 年复合增速为 19.6%。预计 2025 年市场规模将达 502 亿元，2020-2025 年预计复合增速可达 21.2%，行业成长仍较快。随着中国医疗美容行业发展，各种激光色素管理、光子嫩肤、射频能源类医美项目将深受消费者关注，有望成为医美主流市场。伟思医疗在此时间点切入医美市场，可以充分发挥其现有技术优势，提高医美市场能源类医美器械渗透率，占领市场份额。

图 21: 2016-2025 年中国光电类医美市场规模 (亿元)



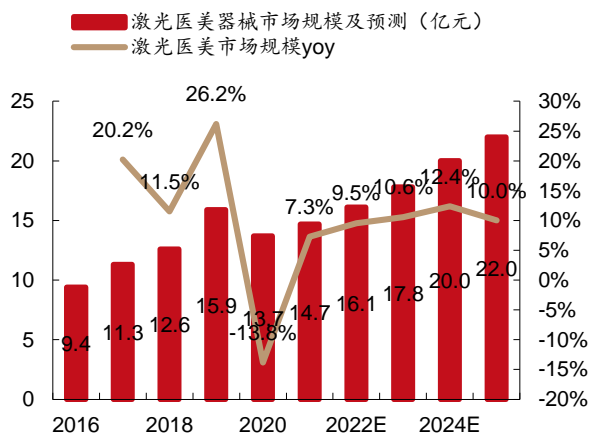
资料来源: 产业信息网、智研咨询、西部证券研发中心

2.6.1 激光医美器械市场

激光美容原理是通过特定波长激光对细胞组织进行定向加热,以达到色素治疗、除疤、除毛、嫩肤、溶脂等目的。激光器械主要作用于表皮和真皮层,用于治疗痣、雀斑等皮肤突变和色素沉着问题。

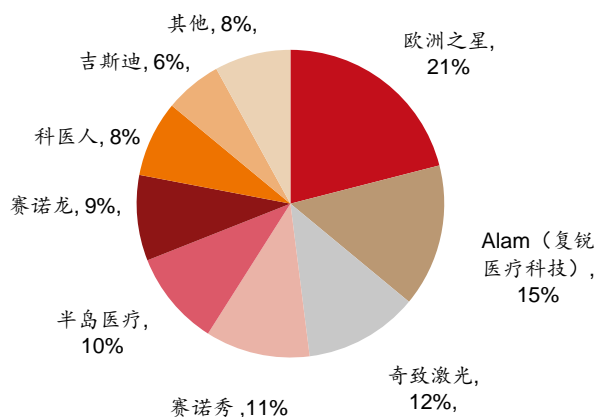
国产激光美容市场规模增速较高,空间广阔。根据亿渡数据《医美器械行业白皮书》显示,2016-2019年,中国激光医美器械市场规模由 9.4 亿元增长至 15.9 亿元,年复合增长率达 19.1%。2020 年受疫情影响,市场规模有一定下降。2021 年后恢复增长态势,预计 2025 年中国激光医美器械市场规模可达 22.0 亿元。

图 22: 2016-2025 年中国激光医美器械市场规模 (亿元)



资料来源: 亿渡数据、西部证券研发中心

图 23: 2018-2020 年三年平均中国激光医美器械市场公司份额



资料来源: 亿渡数据、西部证券研发中心

皮秒激光为医美激光设备中的高端品种,在 2023 年以前被国际品牌垄断,在我国仅有赛诺秀、赛诺龙、元泰三台进口设备具有 NMPA 三类器械资质。根据部分公立医院 2022 年招标公示信息显示,赛诺秀品牌皮秒激光仪器中标价格接近 360 万元,赛诺龙品牌皮秒激光仪器中标价格接近 280 万元,国产设备存在较大替代空间。2023 年 1 月,科英激光的皮秒激光设备取得了 NMPA 三类证批准,这是首台获批的国产皮秒激光仪,标志着我国的医美皮秒激光设备从 23 年开始迈入了国产替代时代。据公司 22 年半年报披露,伟思医疗布局的皮秒激光已于 2022 年启动临床实验,按照注册进度 2.5 年计算,有望在 24 年上市,届时公司将有望参与医美皮秒激光的国产替代大浪潮。

除自行研发皮秒激光外，公司也通过并购实现快速扩展。公司于2022年10月公告以自有资金5880万元收购科瑞达激光70%股权，在激光领域布局重要一环。科瑞达激光的旗舰产品为三类证的钬激光（Ho:YAG激光治疗机），钬激光于2017年获证，适应症为妇产科治疗宫颈炎、泌尿科治疗膀胱肿瘤及结石等。在实际应用中，钬激光也被推广应用于盆底修复等。此类品项在民营医疗机构属于高单价品项，是机构重点推广项目。除钬激光外，科瑞达激光还有半导体激光治疗仪等产品，期待公司产品在医疗和医美方面的应用推广。

2.6.2 射频医美器械市场

射频美容设备是指利用特定频率的射频电流（通常为200k-5MHz左右）或电场（通常为13.56或40.68MHz）等电能作用于人体组织产生热效应，以实现治疗皮肤松弛、减轻皮肤皱纹、收缩毛孔、紧致/提升皮肤组织，或者治疗痤疮、瘢痕，或者减少脂肪（脂肪软化或分解）等作用的产品。射频器械除能作用于表皮层和真皮层外，还可以作用于皮下组织的胶原纤维，紧致皮肤。

根据亿度数据、智研咨询预计，2021年中国射频医美器械市场规模达8.46亿元，其中医美级别的“射频医美器械”设备数量超过200种，但仅有30余种在欧洲、美国、日本或韩国通过当地医疗器械认证。据不完全统计，至2022年12月，通过NMPA认证的射频医美器械（产品名称为射频治疗仪/射频皮肤治疗仪/高频皮肤治疗仪等，预期适用范围主要是皮肤方面）有24款，其中17款为进口，包含多个国际巨头产品且都是三类证。国产器械是7款，其中仅深圳半岛医疗有1款械三，国产射频医美器械目前与国际龙头相比差距巨大。

根据2022年国家药监局修改后的《医疗器械监督管理条例》的规定，射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品由二类医疗器械调整为三类医疗器械。自2024年4月1日起，射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品未依法取得医疗器械注册证不得生产、进口和销售。而我国目前射频设备在三类医疗器械上存在较大空白。伟思医疗目前已拥有二类医疗器械的盆底/私密射频产品，并积极开展“伟思美学”的品牌与渠道建设。此外，公司也拟在射频器械布局上拟对标国际龙头，以特色射频为主，持续加码推进抗衰老及溶脂类射频三类医疗注册证的拿证进度，届时有望分享政策严格监管之后带来的国产合规市场。

表3：部分已获NMPA注册的国产射频产品信息

注册证编号	注册人名称	产品名称	类别	预期适用范围
湘械注准20212091237	热芙美(湖南)科技有限公司	射频皮肤治疗设备	第二类	辅助减轻皮肤皱纹和褶皱
京械注准20182250105	北京天鼎康科技发展有限公司	射频皮肤治疗仪	第二类	用于脂溢性角化、色素痣的皮肤色素的改变及皮赘、扁平疣、寻常疣的皮肤赘生物的去除
鄂械注准20192092784	武汉光燧激光科技有限公司	射频皮肤治疗仪	第二类	促进胶原纤维收缩和沉积，刺激弹力纤维，促进组织细胞的新陈代谢。
鄂械注准20152092092	武汉中科科理光电技术有限公司	射频电疗仪	第二类	促进胶原纤维收缩和沉积，刺激弹力纤维，促进组织细胞的新陈代谢
湘械注准20212091981	德技(长沙)医疗器械科技有限公司	射频治疗仪	第二类	辅助用于减轻皮肤皱纹
国械注准20223090571	深圳半岛医疗有限公司	射频治疗仪	第三类	用于在吸脂手术前利用射频能量对脂肪进行软化以辅助后续吸脂过程

粤械注准20182010997	深圳半岛医疗有限公司	高频电灼仪	第二类	用于皮肤科、耳鼻喉科、妇科和肛肠科浅表部位的手术中，对相应组织进行凝固、使组织变性和/或坏死
-----------------	------------	-------	-----	--

资料来源：国家药品监督管理局、西部证券研发中心

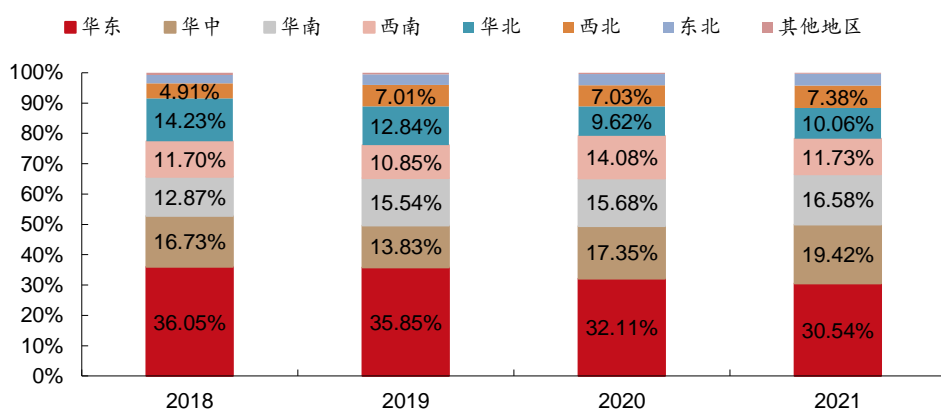
三、公司竞争优势

3.1 建立渠道壁垒，全国覆盖产品

公司经过多年代理业务和自研产品业务积累，已与全国数百家经销商形成了稳定的合作伙伴关系，通过不断扩大公司产品在全国的影响力，以期形成品牌效应。目前公司产品巩固华东、华中、华南、华北传统市场的同时，布局西南、西北、东北及中国大陆地区以外的其他地区，已覆盖全国 30 各省份、直辖市及自治区，覆盖超 6000 家终端医疗及专业机构，已形成相对完善的全国销售系统和渠道网络。此外收购的科瑞达激光在全国范围内超过 1500 家机构客户，公司可与科瑞达分享渠道资源及品牌影响力、销售团队等，将大大扩大公司电刺激和磁刺激设备的应用空间。

完善的渠道为公司的快速增长提供了有利的外部条件，凭借十余年深耕与投入，公司已建立起良好的品牌形象。坚持以研发创新为发展驱动力，建立了覆盖全国产品布局的同时，铸造了深厚的渠道壁垒。

图 24：伟思医疗 2018-2021 年各地区营业收入拆分

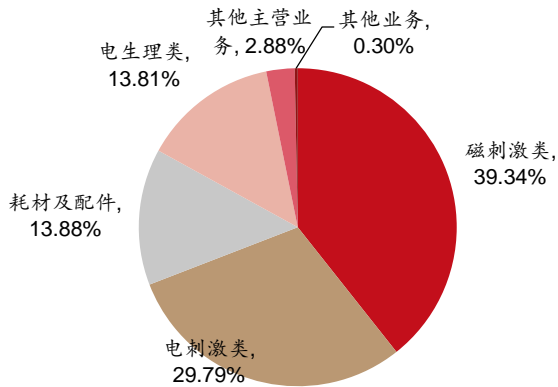


资料来源：Wind、西部证券研发中心

3.2 高价值量磁刺激产品接力电刺激增长，毛利率高于同业

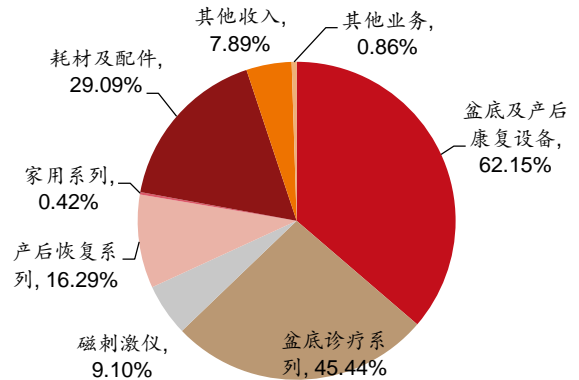
磁刺激疗法与电刺激疗法相比，具有高强度、高穿透性、非侵入性、无痛刺激等优势，大大提高治疗效果和患者的依从性。磁刺激康复医疗器械制造要求精准复杂，存在较高的技术壁垒和更高的市场售价，与同业公司相比，伟思医疗的磁刺激产品销售收入占比较大，为公司增长提供更强的驱动力。此外，公司在经营上偏向稳健，毛利率在业内处于较高水平。随着公司继续研发拓展医美能量源设备，公司的研发费用率也逐渐提升。

图 25：2021 年伟思医疗收入结构



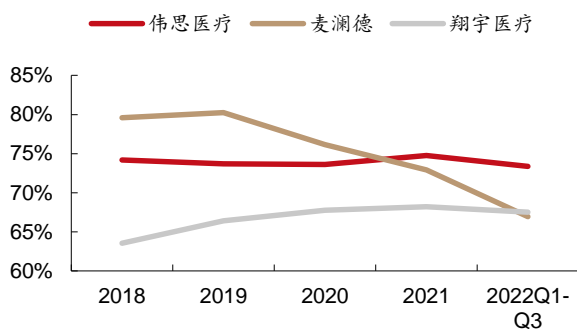
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 26：2021 年麦澜德收入结构



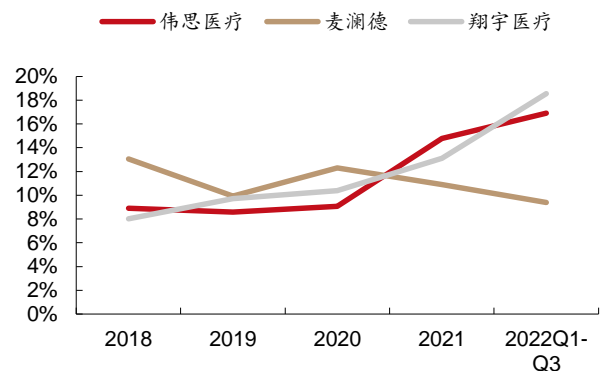
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 27：2018 至 22Q1-Q3 伟思医疗与可比公司毛利率情况



资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 28：2018 至 22Q1-Q3 伟思医疗与可比公司研发费用率情况



资料来源：Wind、西部证券研发中心

3.3 核心技术人员背景深厚，学术推广助力产品销售

公司核心技术人员背景深厚，均为硕士学历，拥有康复医疗器械领域的专业知识和研发经验，且均有专利项目。董事长兼总经理王志愚先生拥有数学及工商管理专业背景，长期致力于康复医疗器械领域的研究与开发，主导公司多项重点产品项目的研发工作，拥有 11 项专利。其他核心技术人员分别具备电生理、传感器、磁刺激和生物医学等相关知识储备，专业经验丰富。

公司凭借多年来对于市场的理解和投入，塑造了良好的品牌形象和学术推广体系。根据多年经验积累，伟思医疗创立了系统立体的学术推广培训体系和学术推广项目，针对产品不同销售阶段、产品使用者的不同对象、产品治疗功能的不同领域，通过专题工作坊、学术沙龙、科室会等不同形式进行推广。公司每年召开多场省级学术推广会议，同时与中国知名医生和国内外学术组织进行合作，推动新技术在医疗机构的普及和应用。

在医美产品的开发上，伟思医疗收购科瑞达完成后，原科瑞达的研发团队将作为单独的研发小组并入公司整体的研发队伍。科瑞达拥有十多年的医用激光技术的积累，拥有较好的生产、质控管理体系，也能够帮助公司之后在医美能量源设备上开拓更多新产品。

伟思医疗不断完善以客户满意为中心的客户服务体系，在技术、产品、渠道、品牌和服务等方面形成了综合性的竞争优势，保持了较高的市场占有率和盈利能力。

表 4：伟思医疗学术推广体系中的学术培训情况

会议项目名称	举办地点	阶段	参会对象类型	课程节数	讲师数量
专题工作坊	1.省会或地级市	售前教育和培训	医生、治疗师及其他终端客户	8-10 节课	多名
	2.合作医院会议厅或酒店会场				
学术沙龙	1.省会或地级市或重点市场县级市	售前和售后教育和培训	医生、治疗师及其他终端客户	4-6 节课	多名
	2.合作医院会议厅或酒店会场				
科室会	全国范围的医院，科室的会议室	售后运营辅导	医生、治疗师等	1-2 节课	1 名

资料来源：公司招股书、西部证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1 关键假设和盈利预测

公司 22 年经营出现了下滑，除了疫情影响外，偏低端的电刺激产品在盆底市场竞争加剧也是重要原因。预计 23 年开始磁刺激产品将带动公司经营实现较好恢复。预计公司 23 年主业收入整体恢复至 21 年水平，毛利率略有下滑，具体假设如下：

- 1、磁刺激类：技术壁垒较电刺激高，23-24 年有望维持高增，是公司增长的主要来源。预计公司磁刺激类业务 22-24 年收入为 1.47、2.00、2.36 亿元，毛利率基本维持稳定，预测为 80.00%、80.00%、78.40%；
- 2、电刺激类：目前行业竞争较为激烈，预测 23 年电刺激类业务收入出现恢复，后续保持稳定。预计 22-24 年收入为 0.60、1.00、1.02 亿元，毛利率为 68.00%、65.28%、62.02%；
- 3、耗材及配件：主要配套于电刺激类产品，整体收入趋势与电刺激类产品类似，毛利率基本维持稳定。预计 22-24 年收入为 0.52、0.55、0.56 亿元，毛利率为 64.50%、64.00%、63.00%。
- 4、电生理类：公司电生理类业务比较稳定，预计 22-24 年收入为 0.51、0.60、0.69 亿元，毛利率为 73.00%、73.5%、73.00%。
- 5、医美及其他新业务：子公司科瑞达的激光设备用于医疗和医美等多场景，年收入稳定在 3000-4000 万水平，归类在其它新业务中。公司 23 年开始将在将盆底磁塑形磁应用于医美领域的扩展并取得收入，合计预计医美及其它新业务 23-24 年收入为 0.5、1 亿元。未来随着皮秒激光、射频等更多产品的研发进度，医美及其他新业务有望保持较快增长。

表 5：收入分拆假设（收入单位：百万元）

营业收入	2020	2021	2022E	2023E	2024E
磁刺激类	100.95	169.18	147.19	200.00	236.00
增长率	46.33%	67.59%	-13.00%	35.88%	18.00%
毛利率	83.49%	81.42%	80.00%	80.00%	78.40%
电刺激类	155.37	128.09	60.00	100.00	102.00
增长率	6.90%	-17.56%	-53.16%	66.67%	2.00%
毛利率	70.75%	71.04%	68.00%	65.28%	62.02%

耗材及配件	57.55	59.68	51.92	55.00	56.38
增长率	5.93%	3.70%	-13.00%	5.93%	2.50%
毛利率	63.87%	65.80%	64.50%	64.00%	63.00%
电生理类	49.45	59.41	50.50	60.00	69.00
增长率	47.61%	20.14%	-15.00%	18.82%	15.00%
毛利率	74.76%	74.15%	73.00%	73.50%	73.00%
其他主营业务	13.31	12.38	10.52	13.00	13.26
增长率	-10.49%	-6.99%	-15.00%	23.54%	2.00%
毛利率	68.90%	69.06%	69.00%	69.00%	69.00%
其他业务	1.74	1.31	1.49	1.30	1.33
增长率	-5.95%	-24.71%	14.00%	-12.95%	2.00%
毛利率	86.78%	74.81%	75.00%	75.00%	75.00%
医美及其它新业务	-	-	-	50.00	100.00
增长率	-	-	-	-	100.00%
毛利率	-	-	-	38.50%	45.00%
合计	378.37	430.05	321.62	479.30	577.59
增长率	18.66%	13.66%	-25.21%	49.03%	20.58%
毛利率	73.63%	74.78%	73.78%	69.64%	67.36%

资料来源: Wind、西部证券研发中心

根据以上假设,我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 3.22、4.79、5.78 亿元,同比增长-25.21%、49.03%、20.58%,归母净利润为 0.94、1.66、1.91 亿元,同比增长-46.94%、75.63%、15.51%。

4.2 估值和投资建议

选取二级市场上与伟思医疗业务相似的三家公司包括普门科技、麦澜德及翔宇医疗作为可比公司。参考可比公司估值,结合公司在康复医疗行业的竞争优势,医美设备市场空间广阔,给与公司 23 年 35XPE,对应目标价为 84.52 元,首次覆盖,给与“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

代码	简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688389	普门科技	26.78	113.97	2.49	3.32	4.38	30.19	34.32	26.00
688273	麦澜德	46.29	46.29	1.23	1.58	2.08	-	29.37	22.27
688626	翔宇医疗	42.66	68.26	1.21	2.12	2.69	42.09	32.26	25.34
	均值						36.14	31.99	24.54
688580	伟思医疗	66.36	45.54	0.94	1.66	1.91	48.26	27.48	23.79

资料来源: Wind、西部证券研发中心

注: 收盘价、总市值、PE 估值截止至 2023 年 04 月 20 日

五、风险提示

- 1、行业竞争加剧导致中低端康复类产品价格战: 如电刺激类产品在盆底及产康领域的竞争较为激烈,随着相关品类在医疗终端渗透率的不断提升,市场竞争将逐渐加剧,或有可能导致价格战。
- 2、疫情反复影响招标、装机等业务进展: 2022 年度受疫情影响,部分下游医疗机构

的招标和装机无法开展，一定程度上影响了公司业务开展。如 2023 年疫情出现反复，或再次影响公司业务进展。

- 3、高端康复机器人等产品推广速度慢于预期：公司研发的康复机器人等产品属于高端智能康复设备，目前在国内的普及率较低，尚处于初期发展阶段。公司在推广前期需要花费较大精力进行医师培训和消费者教育等工作。
- 4、医美设备研发及注册进度低于预期：公司作为医美能量源行业的新进入者，部分产品如塑形磁等在注册推进过程中，包括皮秒激光、特色射频在内的更多产品还在临床/临床前阶段，相关产品的正式上市尚需时日。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,366	1,366	1,509	1,614	1,739	营业收入	378	430	322	479	578
应收款项	14	37	14	26	35	营业成本	100	108	84	146	189
存货净额	37	30	29	48	60	营业税金及附加	5	5	4	6	7
其他流动资产	1	1	1	1	1	销售费用	72	78	85	96	107
流动资产合计	1,419	1,434	1,553	1,689	1,835	管理费用	68	102	92	101	120
固定资产及在建工程	98	97	89	80	71	财务费用	(6)	(17)	(21)	(23)	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(25)	(42)	(27)	(31)	(33)
无形资产	20	19	17	15	12	营业利润	165	195	105	186	213
其他非流动资产	3	88	31	40	53	营业外净收支	1	3	2	2	2
非流动资产合计	122	204	136	135	136	利润总额	166	197	106	187	215
资产总计	1,540	1,639	1,690	1,824	1,971	所得税费用	23	20	12	22	24
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	143	178	94	165	191
应付款项	129	104	114	156	183	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	144	178	94	166	191
流动负债合计	129	104	114	156	183						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他长期负债	1	2	2	2	2	盈利能力					
长期负债合计	1	2	2	2	2	ROE	17.4%	12.1%	6.1%	10.2%	11.1%
负债合计	129	106	116	158	185	毛利率	73.6%	74.8%	73.8%	69.6%	67.4%
股本	68	68	69	69	69	营业利润率	43.6%	45.3%	32.6%	38.7%	36.8%
股东权益	1,411	1,533	1,573	1,667	1,786	销售净利率	37.8%	41.3%	29.2%	34.5%	33.0%
负债和股东权益总计	1,540	1,639	1,690	1,824	1,971	成长能力					
						营业收入增长率	18.7%	13.7%	-25.2%	49.0%	20.6%
						营业利润增长率	43.8%	18.1%	-46.2%	77.1%	14.7%
						归母净利润增长率	44.1%	23.8%	-46.9%	75.6%	15.5%
						偿债能力					
						资产负债率	8.4%	6.4%	6.9%	8.6%	9.4%
						流动比	11.03	13.81	13.62	10.83	10.01
						速动比	10.74	13.52	13.37	10.52	9.69
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	2.09	2.59	1.37	2.41	2.79
						BVPS	20.49	22.34	22.93	24.30	26.05
						估值					
						P/E	31.7	25.6	48.3	27.5	23.8
						P/B	3.2	3.0	2.9	2.7	2.5
						P/S	12.0	10.6	14.2	9.5	7.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。