



买入 (维持)

所属行业: 医疗器械  
当前价格(元): 45.12

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号: S0120522100005

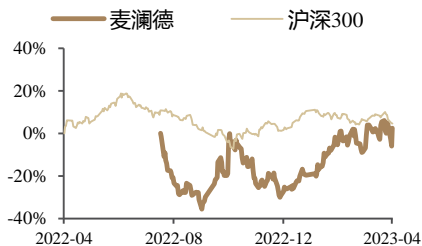
邮箱: liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

王艳

邮箱: wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.18	8.18	27.53
相对涨幅(%)	13.87	10.68	32.85

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《麦澜德(688273.SH): 专注女性健康, 持续拓展产品线》, 2023.3.28

# 麦澜德(688273.SH): 业绩复苏趋势明显, 自主磁刺激放量可期

——麦澜德 22 年报及 23 年一季报点评

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年及 2023 年第一季度业绩: 2022 年公司实现营收 3.77 亿 (同比+10.32%); 归母净利润 1.22 亿 (同比+3.0%); 扣非净利润 8904 万 (同比-14.9%)。2023Q1 实现收入 1.09 亿 (同比+46.34%), 归母净利润 3239 万 (同比+53.6%), 扣非净利润 2701 万 (同比+33.22%)。
- **疫后恢复高增, 股权激励彰显高成长信心:** 疫情康复整体受损下, 公司受益于新品推出及外拓, 22 年依然实现 10% 以上收入增长。23Q1 在疫情防控政策优化影响下仍实现归母净利润 54% 恢复增长, 30% 以上销售净利率, 彰显较强业绩韧性。此外, 公司近期发布 22-26 年 4 年股权激励 30% 复合增长, 进一步彰显公司高成长信心。
- **盆底焕发市场新机, 新品有望高速放量:** 产品来看, 受限于疫情压制盆底需求, 盆底康复实现收入 2.05 亿 (-3.22%), 但当前我国产后康复机构渗透率仅为 20.6%, 仍有较大提升空间, 疫后需求释放+康复设备更新周期+自主磁刺激上市将有望推动盆底康复板块焕新机。同时家用市场进入高速收获期, 带动 22 年盆底康复产品线销量同比增长 192%; 生殖康复 2684 万 (+68.26%), 运动康复 1666 万 (102.78%), 预计生殖康复、运动康复未来三年有望保持高速增长; 耗材及配件 9826 万 (-1.14%), 占比 26%, 未来设备有望带动耗材快速增长。同时公司账上现金充足, 未来外研潜力大。
- **专注女性健康, 打造蓝海康复生态系统。** 10% 以上研发投入, 立足以盆底康复为主体, 延展到生殖康复, 家庭康复, 打造妇产、老龄康复的全场景。极富竞争力的顶层设计, 将院内、院外、家用等产品信息化互联, 提供一体化康复生态方案。
- **盈利预测与估值:** 23Q1 实现利润端 54% 高恢复, 新发布股权激励 4 年 CAGR30%+, 彰显公司高成长信心。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.09/6.73/8.82 亿, 同比增速为 35.1%/32.2%/31.1%; 净利润为 1.53/2.05/2.71 亿, 同比增速为 25.6%/33.9%/32.2%, 对应 PE 为 29/22/17 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 诊疗恢复不及预期; 新品销售不及预期; 市场竞争加剧

股票数据

总股本(百万股):	100.00
流通 A 股(百万股):	23.41
52 周内股价区间(元):	28.38-46.70
总市值(百万元):	4,512.00
总资产(百万元):	1,508.43
每股净资产(元):	13.87

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	342	377	509	673	882
(+/-)YOY(%)	1.5%	10.3%	35.1%	32.2%	31.1%
净利润(百万元)	118	122	153	205	271
(+/-)YOY(%)	-2.9%	3.0%	25.6%	33.9%	32.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.18	1.22	1.53	2.05	2.71
毛利率(%)	72.9%	68.6%	72.4%	73.3%	73.9%
净资产收益率(%)	32.6%	9.0%	10.2%	12.4%	14.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.46	1.53	2.05	2.71
每股净资产	13.51	15.04	16.49	18.55
每股经营现金流	1.27	1.75	2.20	3.26
每股股利	1.30	0.00	0.60	0.65
价值评估(倍)				
P/E	22.28	29.45	22.00	16.64
P/B	2.41	3.00	2.74	2.43
P/S	11.97	8.86	6.71	5.12
EV/EBITDA	14.29	18.50	12.96	8.91
股息率%	4.0%	0.0%	1.3%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	68.6%	72.4%	73.3%	73.9%
净利润率	34.4%	31.6%	31.7%	31.8%
净资产收益率	9.0%	10.2%	12.4%	14.6%
资产回报率	8.1%	8.9%	11.0%	12.7%
投资回报率	8.3%	9.4%	11.8%	14.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.3%	35.1%	32.2%	31.1%
EBIT 增长率	3.7%	26.5%	37.7%	34.7%
净利润增长率	3.0%	25.6%	33.9%	32.2%
偿债能力指标				
资产负债率	9.3%	10.7%	10.0%	10.9%
流动比率	10.7	9.1	9.8	9.0
速动比率	10.1	8.5	9.2	8.5
现金比率	9.5	8.0	8.7	8.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	13.9	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	162.6	200.0	180.0	130.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	3.1	4.0	5.3	6.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	122	153	205	271
少数股东损益	8	8	9	9
非现金支出	21	9	10	10
非经营收益	-5	0	0	0
营运资金变动	-19	5	-3	36
经营活动现金流	127	175	220	326
资产	-54	-12	-11	-11
投资	-40	0	-0	-0
其他	8	1	-1	-1
投资活动现金流	-86	-11	-12	-12
债权募资	0	0	0	0
股权募资	941	0	0	0
其他	-78	0	-60	-65
融资活动现金流	863	0	-60	-65
现金净流量	904	164	147	249

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	377	509	673	882
营业成本	119	140	180	230
毛利率%	68.6%	72.4%	73.3%	73.9%
营业税金及附加	4	6	8	10
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	84	107	135	172
营业费用率%	22.3%	21.0%	20.0%	19.5%
管理费用	33	67	79	89
管理费用率%	8.7%	13.2%	11.8%	10.1%
研发费用	41	51	67	88
研发费用率%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
EBIT	129	163	225	302
财务费用	-9	-18	-16	-13
财务费用率%	-2.4%	-3.5%	-2.4%	-1.5%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	8	0	0	0
营业利润	146	181	241	315
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	146	181	241	315
EBITDA	147	172	234	313
所得税	16	20	27	35
有效所得税率%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
少数股东损益	8	8	9	9
归属母公司所有者净利润	122	153	205	271

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,176	1,340	1,487	1,736
应收账款及应收票据	24	38	37	61
存货	69	87	92	74
其它流动资产	52	58	60	64
流动资产合计	1,321	1,523	1,677	1,934
长期股权投资	1	0	1	1
固定资产	123	126	127	127
在建工程	20	20	20	20
无形资产	18	18	19	19
非流动资产合计	190	192	195	197
资产总计	1,510	1,715	1,872	2,131
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	14	29	21	37
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	110	138	150	178
流动负债合计	124	167	170	215
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债总计	140	184	187	231
实收资本	100	100	100	100
普通股股东权益	1,351	1,504	1,649	1,855
少数股东权益	20	27	36	45
负债和所有者权益合计	1,510	1,715	1,872	2,131

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。