

# 伟思医疗 (688580)

 证券研究报告  
 2020年08月15日

## 康复医疗器械领域的高新技术企业，正处高速增长期

### 康复医疗器械龙头，具备较高的成长性

公司成立于2001年，是我国康复医疗器械领域的龙头。康复医疗器械主要在康复医疗中用于测评训练与治疗，能够帮助患者加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症的医疗器具。公司目前的主要产品包括电刺激类、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。公司产品在同行业类处于领先水平，尤其磁刺激类产品具有较高的市场认可度，近年来保持了快速增长：2019年公司营业收入达到3.19亿元，扣非净利润达到0.94亿元，2017-2019年公司营业收入以及扣非净利润复合增长分别为48.55%、56.86%，表现出较高的成长性。同时公司具备较强的盈利能力，2019年毛利率与净利率分别为73.7%、31.0%。作为国内康复医疗器械龙头，公司产品竞争能力强，表现出较高的成长性。

### 康复医疗器械行业增长快，纯量+增量空间大

根据Frost&Sullivan数据显示，2014~2018年，中国的康复医疗器械市场规模从115亿元增长至280亿元，年均复合增长率为24.9%，是行业保持快速增长的细分器械领域之一，预计2023年我国康复医疗器械市场规模将达到670亿元。我国康复医疗器械尚处于成长期，我们判断未来在人口老龄化，相关疾病发病率的持续提升以及我国人口红利的背景下，行业将迎来快速增长：①电刺激领域主要用于盆底及产后康护和神经康复：一方面我国拥有庞大的产妇产人群及中老年盆底疾病患者，另一方面，在神经康复领域，2018年我国脑卒中患者人数已达1600万人，且在逐步提升，随着患病人群数的提升以及对康复器械的认知提升，相关治疗有望进一步提升；②磁刺激康复治疗渗透率较低，未来市场广阔：磁刺激主要用于抑郁症、脑卒中病人抗毒以及帕金森病康复治疗。2018年我国抑郁症患者约6200万，脑卒中病人1600万，65岁以上帕金森病患283.2万人，庞大的患病的人群叠加低渗透率现状，我国磁刺激康复市场具备较高的成长空间。③电生理医疗器械已经在神经康复、精神康复、新生儿科等领域被广泛应用，其产品种类繁多，主要包括表面肌电分析、新生儿脑电测量仪及生物反馈仪等。目前电生理类康复医疗约6.7亿元，行业保持了稳步发展。

### 康复器械领域布局相对完善，后续在研产品线丰富

公司目前在康复器械领域的布局涉足产后康复、神经康复、精神康复等细分领域，同时包含了电刺激、磁刺激以及电生理等产品，产品线的布局相对完善，完善的产品线我们判断能对公司的渠道形成一定的协同作用，加速产品放量过程，2019年公司电刺激、磁刺激以及电生理相关产品分别实现3644台(yoy+51.27%)、410台(yoy+64.66%)、361台(yoy+34.20%)。同时公司持续投入研发，在研产品不断扩张到康复机器人以及康复减重训练车等领域，我们判断在康复器械领域具备较高的延展性，公司在研产品未来有望进一步丰富公司在康复器械领域布局。

### 看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级

康复器械赛道目前正处于快速增长阶段，纯量市场、空间大，未来随着患病人数的增加以及康复认知水平的提升，行业还将继续保持快速增长的势头。公司已有产品布局完善，盈利能力强，未来有望持续保持高速增长。我们预计2020-2022年公司归母净利润为1.4/2.18/3.44亿元，给予2020年150倍PE，略高于可比公司平均估值，目标价307.24元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**国家政策的风险，原材料价格波动的风险，市场或经营前景变化风险，公司与TT公司的合作关系及电刺激产品的核心部件对TT公司存在一定依赖的风险，产品研发风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	207.78	318.87	464.00	720.45	1,135.26
增长率(%)	43.80	53.47	45.51	55.27	57.58
EBITDA(百万元)	84.18	141.11	168.60	259.31	406.57
净利润(百万元)	63.36	99.72	140.37	217.95	344.44
增长率(%)	57.08	57.37	40.77	55.26	58.03
EPS(元/股)	0.93	1.46	2.05	3.19	5.04
市盈率(P/E)	209.86	133.35	94.73	61.01	38.61
市净率(P/B)	70.95	53.35	32.70	21.29	13.72
市销率(P/S)	64.00	41.70	28.66	18.46	11.71
EV/EBITDA	0.00	0.00	76.61	49.09	30.34

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	194.56元
目标价格	307.24元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	68.35
流通A股股本(百万股)	15.68
A股总市值(百万元)	13,297.53
流通A股市值(百万元)	3,049.85
每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	26.72
一年内最高/最低(元)	237.00/150.00

### 作者

郑薇 分析师  
 SAC执业证书编号：S1110517110003  
 zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 创立于 2001 年，深耕康复医疗器械领域的高新技术企业	4
2. 康复医疗器械需求逐年增加，市场存量空间广阔	5
2.1. 二胎政策、人口老龄化进程加速，推动电刺激市场持续发展	8
2.2. 我国磁刺激康复治疗渗透率较低，未来市场广阔	9
2.3. 电生理类医疗器械行业进入成熟发展期，市场将继续保持稳定增长	10
3. 多领域协同发展，产品线丰富	11
3.1. 产品优势明显，市场认可度高，助力销量高速增长	12
3.2. 不断推进产品研发和技术创新，为企业成长注入新活力	14
4. 盈利预测及估值	17
4.1. 主要假设	17
4.2. 估值分析	18
5. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：公司股权结构	4
图 2：公司历年营业收入（百万元）	5
图 3：公司历年扣非后归母净利润（百万元）	5
图 4：公司毛利率、净利率以及期间费用率	5
图 5：公司销售、管理、财务费用及占收入比	5
图 6：中国康复医疗器械市场规模	6
图 7：公司所处的 4 个康复医疗器械市场规模	7
图 8：中国盆底及产后康复电刺激医疗康复市场规模	8
图 9：中国脑卒中患病人数	8
图 10：中国电刺激康复医疗器械市场规模	9
图 11：中国抑郁症患病人数	9
图 12：中国帕金森患病人数（大于等于 65 岁以上人口）	9
图 13：中国磁刺激康复医疗器械市场规模	10
图 14：中国电生理类康复医疗器械市场规模	11
图 15：公司核心技术产品收入占主营业务收入比例	15
图 16：公司研发投入、研发增速	15
图 17：2019 年公司研发费用率与行业内公司比较	15
表 1：公司发展历程	4
表 2：国家陆续出台相关政策扶持产业发展	6
表 3：公司主要产品	11

表 4: 公司电刺激产品与其他厂商同类产品比较 .....	13
表 5: 公司磁刺激产品与其他厂商同类产品比较 .....	13
<b>表 6: 公司主要产品的产销情况 .....</b>	<b>14</b>
表 7: 公司主要在研项目 .....	15
表 8: 公司产品拆分 .....	17
表 9: 公司与同类型公司的比较 .....	18

## 1. 创立于 2001 年，深耕康复医疗器械领域的高新技术企业

伟思医疗有限公司成立于 2001 年 1 月 10 日，2015 年整体变更为股份有限公司，主要从事康复医疗器械及产品的研发、生产和销售。经过多年的积累，公司已经在电刺激、磁刺激、电生理等技术平台上掌握了具有自主知识产权的核心技术。

表 1: 公司发展历程

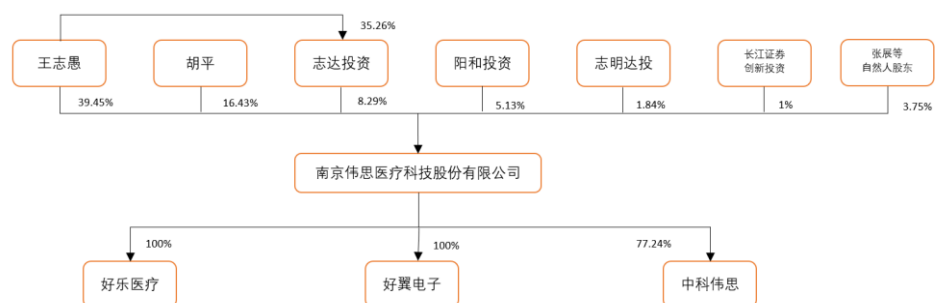
时间	发展历程
2001	公司成立，定位于康复医疗器械市场
2002	通过多参数生物反馈仪，进入精神康复市场 开始逐步建立销售和服务网络
2006	通过表面肌电分析系统和生物刺激反馈仪，进入神经康复市场
2009	进入盆底及产后康复市场 开始全面展开自主研发体系的建设
2011	研发出盆底肌电生物反馈仪
2013	研发出团体生物反馈仪
2014	研发出研发出瑞翼系列生物刺激反馈
2015	推出阴道电极、直肠电极、盆底肌肉康复器等耗材类产品
2016	推出经颅磁刺激仪
2017	推出盆底功能磁刺激仪
2018	推出认知功能障碍治疗软件
2019	推出伟思云平台

资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

目前，伟思医疗控股股东、实际控制人为王志愚先生，直接持有公司 39.45% 的股份，并通过志达投资间接控制公司 8.29% 的股份，通过与股东胡平签署《委托投票协议》间接控制公司 16.43% 的股份，进而合计控制公司 64.17% 的表决权。

公司下设三家子公司：好乐医疗，于 2009 年 1 月 9 日成立，公司对其 100% 持股，主要负责公司产品的销售；好翼电子，于 2013 年 9 月 11 日成立，公司对其 100% 持股，主要负责公司产品的销售；中科伟思，于 2017 年 5 月 17 日成立，公司持股 77.24%，主要负责公司机器人项目的研发工作。

图 1: 公司股权结构



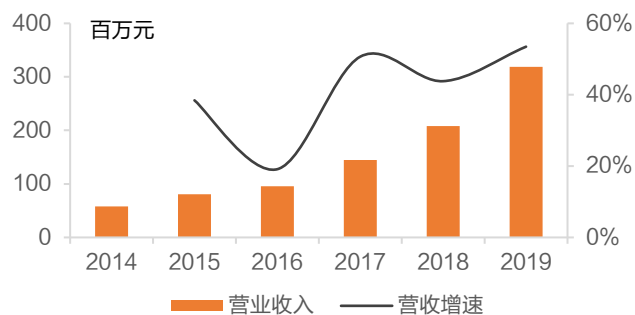
资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

受益于医保、二胎等国家政策支持，以及人口老龄化所带来的居民持续提升的康复医疗需求，公司经营业绩呈现持续、快速增长的趋势。2019 年营业收入 3.19 亿元，同比增长 53.5%，扣非后归母净利润 0.94 亿元，同比增长 64.9%，2017~2019 年公司营业收入和净利润分别实现了 48.55% 和 56.86% 的年均复合增长。随着公司产品线的不断丰富，

以及技术研发、营销网络的不断积累，我们认为这种快速成长的发展态势还将继续保持下去。

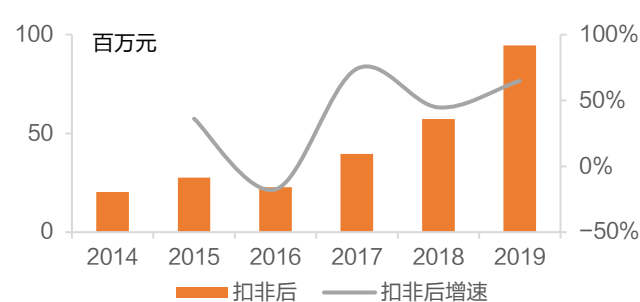
2020Q1 受新冠疫情的影响，公司营收与利润出现下滑，2020Q1 公司实现营收 0.57 亿元，同比下滑 3.6%;扣非后归母净利润 0.15 亿元，同比下滑 8.7%。我们判断公司的产品市场需求相对刚需，随着疫情的逐步控制，公司二季度以及下半年的业绩恢复有望呈现良好态势。

图 2：公司历年营业收入（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司历年扣非后归母净利润（百万元）

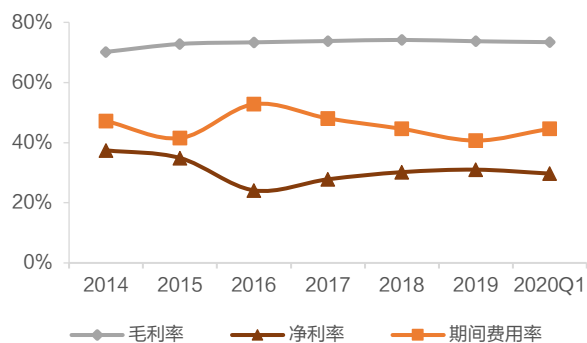


资料来源：wind，天风证券研究所

**盈利能力强，期间费用率未来有望随着规模效应的显现而逐步降低。**公司的盈利能力较强，2019 年公司销售毛利率为 73.7%，销售净利率为 31.0%。整体具有较强的盈利能力。从期间费用率来看，未来随着其经营规模的不断提升，费用率有望持续降低。

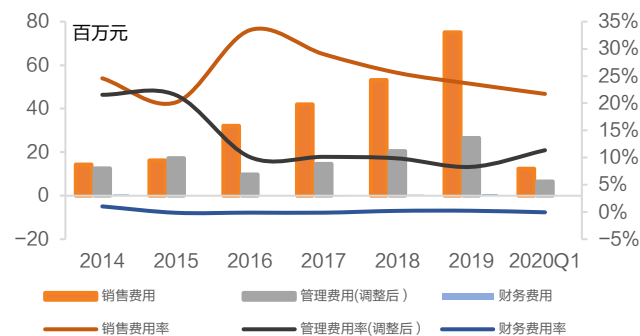
公司 2019 年销售费用率为 23.6%，略高于行业平均值 21.16%，这是由于康复医疗器械行业属于新兴行业，公司需要不断的开展学术推广以及扩充营销队伍。公司管理费用率下降较为缓慢，主要系公司 2017 年筹划上市，2018 年入住新的总部大楼，2019 年申报上市材料导致的管理费用大幅增长。

图 4：公司毛利率、净利率以及期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司销售、管理、财务费用及占收入比



资料来源：wind，天风证券研究所

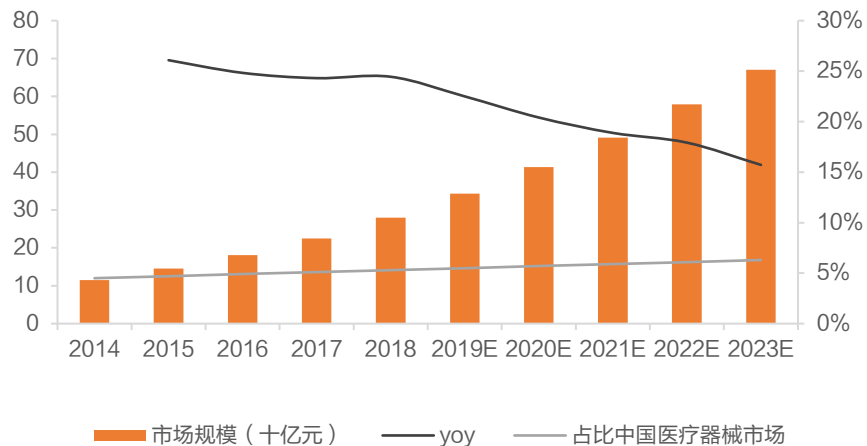
## 2. 康复医疗器械需求逐年增加，市场存量空间广阔

康复医疗器械是指在康复医疗中用于评测、训练与治疗，能够帮助患者加快身体机能恢复、降低复发率、减少并发症的医疗器具。

我国拥有庞大的产妇、精神残疾患者、神经系统疾病患者、骨关节肌肉疾病患者、老年人等需要康复的人群，衍生了庞大的康复医疗服务及康复医疗器械需求。随着人口老龄化的加快、慢性病患者数量逐年增加、二胎政策放开后产妇数量的增加及其他因素的推动，我国康复医疗服务及康复医疗器械需求还将持续增长。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2014~2018 年，中国的康复医疗器械市场规模从 115 亿元增长至 280 亿元，年均复合增长率为 24.9%，增速高于医疗器械行业整体市场，预计 2023 年我国康复医疗器械市场规模将达到

670 亿元。

图 6：中国康复医疗器械市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

政策的持续支持，也在推动我国康复医疗器械行业的快速发展。我国对医疗器械尤其是康复医疗器械行业重视程度在持续提升，同时也在不断加强相关政策扶持力度，陆续出台了一系列法律法规和促进医疗器械行业发展的政策，并同时提出了明确的目的和要求以促进康复医疗器械产业的发展，我们判断，在政策的持续加码下康复医疗器械行业有望迎来快速发展。

表 2：国家陆续出台相关政策扶持产业发展

时间	颁布主体	政策名称	品牌
2015/05	国务院办公厅	《中国制造 2025》	要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
2016/04	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点中国任务的通知》	预防和遏制医疗器械与耗材采购中的不正之风和腐败行为，实施促进我国医疗器械和医药产业发展的指导政策，加快推进医疗器械国产化和品牌化发展，深化医药医疗器械审评审批制度改革
2016/10	国家食品药品监督管理总局	医疗器械优先审批程序	国家科技重大专项或者国家重点研发计划中包含的医疗器械应当优先审批
2016/10	中共中央办公厅、国务院办公厅	《“健康中国 2030”规划纲要》	明确指出“加强高端医疗器械等创新能力建设，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”，并提出“到 2030 年，实现医疗器械质量标准全面与国际接轨”的目标
2016/10	国务院	《国务院关于加快发展康复辅助器具产业的若干意见》	将康复辅助器具产业发展融入“中国制造 2025”，“互联网+”等现代服务业发展进程，促进业态融合，推动产业全面发展
2016/11	国务院	《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	发展高品质医疗器械，康复类医疗器械等医学设备，大幅提升医疗设备稳定性和可靠性
2017/06	科技部	关于印发《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》的通知	加速医疗器械产业整体向创新驱动发展的转型，完善医疗器械研发创新链条；突破一批前沿、共性关键技术和核心部件，开发一批进口依赖度高、临床需求迫切的高端、主流医疗器械和适宜基层的智能化、移动化、网络化产品，推出一批基于国产创新医疗器械产品的应用解决方案；培育若干年产值超百亿元的领军企业

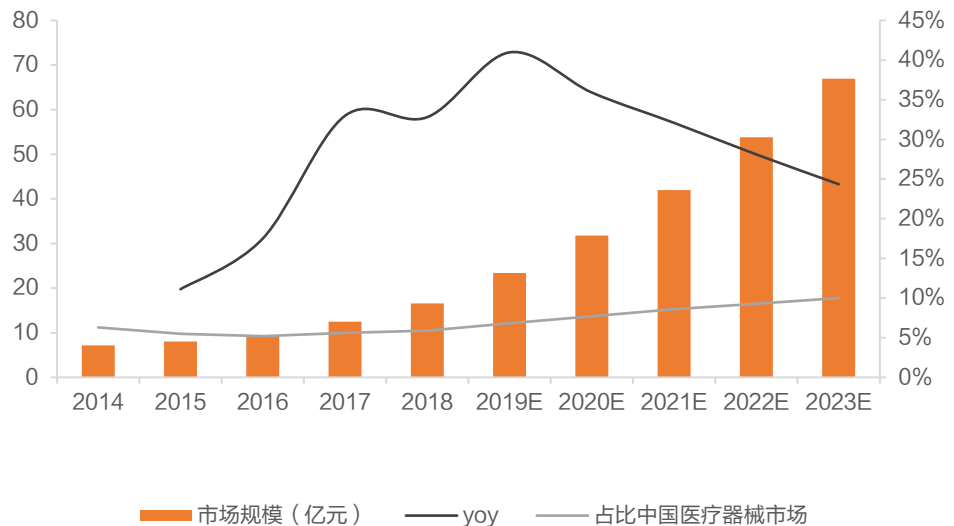


			和一批具备较强创新活力的创新型企业,大幅提高产业竞争力,扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率,引领医学模式变革,推进我国医疗器械产业的跨越发展
2017/06	科技部、国家卫计委等	《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	突破高端医疗器械等关键技术瓶颈问题,开发一批新型医疗器械等健康产品。加强创新医疗器械研发,推动医疗器械的品质提升,减少进口依赖,降低医疗成本
2017/06	中华人民共和国科学技术部	“十三五”医疗器械科技创新专项规划	加快医疗器械产业向创新驱动型发展的转变;提升医疗器械研发链使之更具竞争力;扩大国内创新医疗器械产品的市场份额
2017/08	国务院	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	深化“放管服”改革,激发物流运营主体活力;加大降税降费力度,切实减轻企业负担;加快推进物流仓储信息化标准化智能化;深化联动融合,促进产业协同发展
2017/09	民政部等	《关于开展国家康复辅助器具产业综合创新试点的通知》	将在全国范围内选择12个地市级行政区开展康复辅助器具产业综合创新试点,为康复辅助器具产业发展营造良好环境
2017/10	国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	鼓励创新药物和医疗器械的研发,优先考虑急需药物和医疗器械的审批,这其中包括哪些可用于治疗严重危及生命并缺乏有效治疗疾病和公共卫生迫切需要的药物和医疗器械
2017/10	药监局	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	鼓励新药创新医疗器械研发,提升知识产权保护力度,促进医疗器械创新,加强医疗器械全生命周期管理,满足社会对医疗器械的使用需求
2018/05	药监局	《创新医疗器械特别审查程序》	针对2014年发布的《医疗器械特别审批程序》进行修订,完善了适用情形、细化了申请流程、提升了创新审查的实效性、完善了审查方式和通知形式,并明确对创新医疗器械的许可事项变更优先办理
2018/11	药监局	《国家药监局综合司关于印发医疗器械临床试验检查要点及判定原则的通知》	压缩医疗器械注册审批时限,出台鼓励创新医药器械产品上市的优化措施等。以深化“放管服”改革优化准入服务。全面深化医疗器械审评审批制度改革,促进医疗器械技术创新,推动医疗器械高质量发展,满足公众临床需求

资料来源:招股说明书,天风证券研究所

公司产品主要有电刺激、磁刺激、电生理和康复机器人四个领域,这4个领域市场都处于快速发展阶段,尤其是磁刺激康复医疗器械和康复机器人市场刚刚起步,未来将有较大的增长空间。根据 Frost&Sullivan 数据显示,2014~2018年,这4个领域市场规模从7.2亿元增长至16.6亿元,年均复合增长率23%,预计我国以上4个细分康复医疗器械市场规模将以32.2%的复合年增长率增长至2023年的66.9亿元。

图7:公司所处的4个康复医疗器械市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

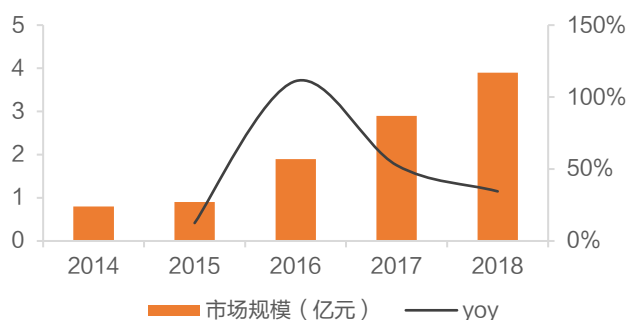
## 2.1. 二胎政策、人口老龄化进程加速，推动电刺激市场持续发展

电刺激治疗最主要的应用领域为盆底及产后康复和神经康复，其适应症前者主要针对产后女性或中老年妇女中常见的盆底功能障碍，如尿失禁、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；后者主要针对脑卒中、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，在我国的神经康复中，脑卒中康复最为主要。

我国的电刺激类康复医疗器械需求存在较大的增长空间：

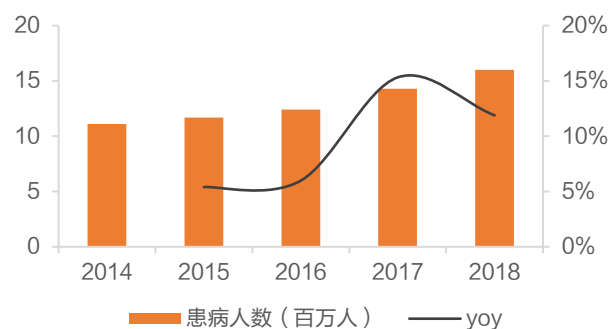
- **我国拥有庞大的产妇产人群和中老年女性盆底疾病患者。**根据 Frost&Sullivan 数据显示，中国 2018 年有 1,517 万产妇。2018 年北京大学人民医院在《中国妇产科临床杂志》发表的文章显示，中老年女性的盆底疾病患病率为 65.24%。随着中老年女性对于盆底健康意识的提升以及对于盆底疾病的高度重视，越来越多的中老年女性中有明确尿失禁、盆腔器官脱垂、便秘、慢性盆腔疼痛等盆底疾病的患者寻求医院盆底康复治疗。
- **我国拥有庞大的神经康复市场。**随着社会老龄化和城市化进程加速，居民不健康生活方式较为普遍，以脑卒中为代表的神经系统疾病患者数量持续上升，康复医疗服务需求将持续增加。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2018 年我国脑卒中患病人数已达 1,600 万人以上，并呈现发病率逐年提高、患者年轻化的趋势。神经系统疾病发病率持续增长的趋势决定了康复治疗在神经康复中越来越重要的地位，刚性康复医疗需求将持续上升。

图 8：中国盆底及产后康复电刺激医疗康复市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：中国脑卒中患病人数



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



随着中老年女性对于盆底健康意识的提升以及对于盆底疾病的高度重视，以及老龄化进程的加速，我国电刺激康复医疗器械市场将继续稳步增长。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2014~2018 年，中国的电刺激康复治疗器械市场规模从 3.2 亿元增长至 6.5 亿元，年复合增长率为 19.2%，预计 2023 年将增长至 20.2 亿元。

图 10：中国电刺激康复医疗器械市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 我国磁刺激康复治疗渗透率较低，未来市场广阔

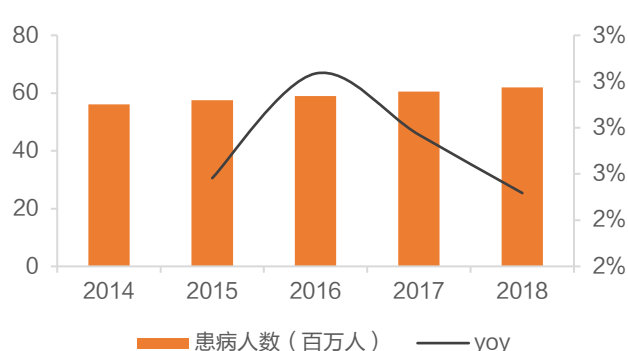
我国磁刺激康复医疗器械市场起步较晚，2016 年前后才逐步规模化推广，产品以经颅磁刺激仪、盆底功能磁刺激仪为主，临床主要应用于精神康复、神经康复和盆底及产后康复领域。

在我国，磁刺激康复医疗器械拥有广阔的应用市场：

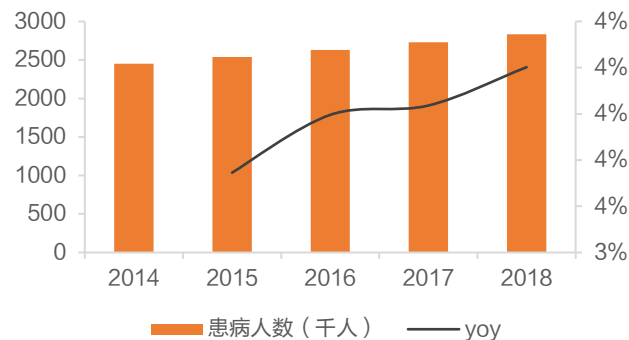
- **抑郁症是经颅磁刺激仪的主要应用市场。**根据 Frost&Sullivan 数据显示，2018 年我国抑郁症发病人数达到 6,200 万人，伴随现代社会压力加深，国内抑郁症患者预期仍将保持稳定增长。而与庞大的患病基数相对的是，国内抑郁症患者整体诊断率仍然较低，且以药物治疗为主。因此，国内抑郁症治疗市场仍有较大的释放空间。经颅磁刺激用于抑郁症治疗已在美国、加拿大、新西兰、以色列等国家明确获批。与药物治疗相比，经颅磁刺激具有副作用小、安全性高、无痛苦、不易成瘾、不会影响认知功能等优势。随着经颅磁刺激治疗有效性的不断提高，其在国内抑郁症相关症状的治疗渗透率将不断增长。
- **脑卒中康复治疗是经颅磁刺激仪的另一主要应用市场。**作为一种安全、无痛、非侵入性的神经干预手段，经颅磁刺激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。随着经颅磁刺激在脑卒中康复治疗的应用逐渐成熟，其渗透率将不断提高。
- **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。应用经颅磁刺激技术可以有效缓解患者的静止性震颤，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 Frost&Sullivan 数据显示，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。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。

图 11：中国抑郁症患病人数

图 12：中国帕金森患病人数（大于等于 65 岁以上人口）



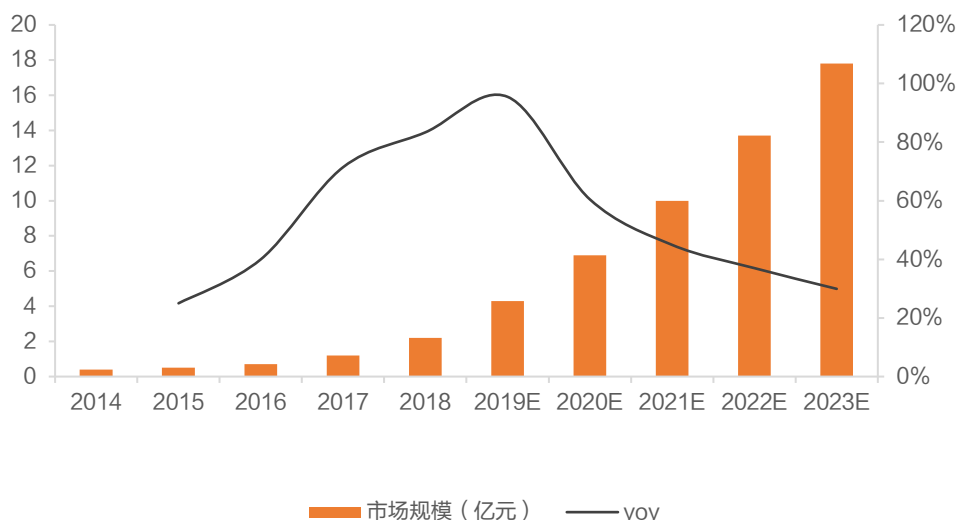
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**我国磁刺激康复治疗渗透率仍然较低。**根据 Frost&Sullivan 数据显示，2014~2018 年，中国磁刺激康复医疗器械市场规模从 0.4 亿元增长至 2018 年 2.2 亿元，复合年增长率达 53.1%。整体而言，目前磁刺激康复治疗在国内的治疗渗透率仍较低。伴随适应症患者人群不断增长、康复治疗意识的提升、盆底磁刺激等新的临床运用的积极拓宽、行业规范化以及治疗标准化等有利因素的推动，中国磁刺激康复医疗器械市场将继续保持快速增长，预计将以 52.0% 的复合年增长率增长至 2023 年 17.8 亿元。

图 13：中国磁刺激康复医疗器械市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.3. 电生理类医疗器械行业进入成熟发展期，市场将继续保持稳定增长

伴随计算机技术、微电子技术的进步以及医学信号处理技术的发展，电生理技术的精确性、可信度大大提高，电生理类技术在医疗器械中的应用愈发广泛，电生理类医疗器械行业进入成熟发展时期。

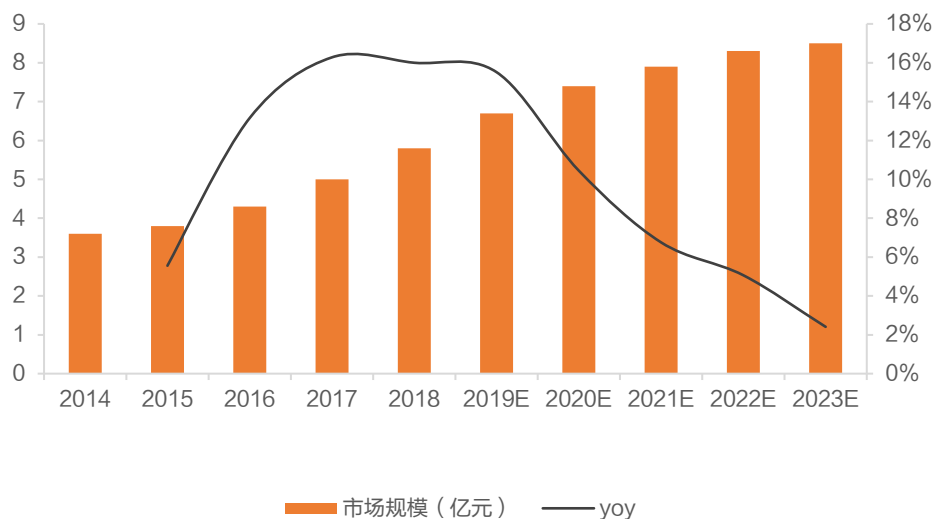
电生理医疗器械已经在神经康复、精神康复、新生儿科等领域被广泛应用，其产品种类繁多，主要包括表面肌电分析、新生儿脑电测量仪及生物反馈仪等：

- **表面肌电分析在神经康复尤其是脑卒中患者康复评定中发挥了较大的作用。**电生理技术具有客观、可量化、无创、易重复的优点，与传统的针式肌电图相比，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，为临床研究提供一种无创、动态、实时的评估方法，被应用于运动分析和神经肌肉功能评估，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。目前已上市的主要表面肌电分析产品包括公司的表面肌电分析系统和上海诺诚的表面肌电图仪。

- **生物反馈仪**目前已被应用在焦虑、抑郁、失眠等多种疾病的治疗与诊断中。生物反馈仪可采集、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。目前已上市的生物反馈产品主要包括公司的团体生物反馈仪、多参数生物反馈仪和广州润杰的大脑生物反馈治疗仪和多参数生物反馈治疗仪。
- **新生儿脑电测量仪**在帮助临床开展新生儿脑损伤筛查、脑功能监护和脑发育评估等方面发挥着重要的作用。新生儿脑损伤是新生儿期的常见疾病，也是影响新生儿死亡率和生存质量的主要原因。脑电在反映脑功能方面比某些临床指标更敏感，并具有无创和可动态随访复查的优点，可用于评价脑发育成熟度、判断脑损伤严重程度及预后，也是诊断新生儿惊厥的重要手段。目前已上市的新生儿脑电测量产品主要包括公司的新生儿脑电测量仪、尼高力的脑电测量系统、启通医药的脑电测量仪和美伦医疗的脑电图机。

根据 Frost&Sullivan 数据显示，2014~2018 年，中国的电生理康复治疗器械市场规模从 3.6 亿元增长至 5.8 亿元。由于电生理类医疗器械行业发展已经比较成熟，我们认为未来的电生理康复治疗器械市场将继续保持着稳定增长，预计将以 7.9% 的复合增长率增长至 2023 年的 8.5 亿元。

图 14：中国电生理类康复医疗器械市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3. 多领域协同发展，产品线丰富

公司主营业务涉及盆底及产后康复、神经康复、精神康复等细分领域。主要产品包括电刺激类、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。

表 3：公司主要产品

产品类型	主要产品型号	产品简介及用途	图示
电刺激类	1、SA9800 生物刺激反馈仪 2、MyoTrac 生物刺激反馈仪 3、瑞翼生物刺激反馈仪 4、盆底肌电生物反馈仪 5、盆底肌肉恢复仪 6、产后恢复仪 7、盆底恢复仪 8、MyOnxy 生物刺激反馈仪	应用于妇产科、盆底康复中心、康复科、理疗科、神经科、儿保科、产后康复中心、月子会所等科室及专业机构，用于尿失禁、排便障碍、盆腔脏器脱垂、腹直肌分离、腰背痛、子宫复旧、运动功能障碍、脊髓损伤、废用性肌萎缩等疾病或症状的治疗及训练	

磁刺激类	1、经颅磁刺激仪 2、盆底功能磁刺激仪	应用于精神科、心理科、睡眠中心、康复科、神经内科、妇产科、泌尿科、肛肠科等科室，用于神经电生理检查，心境低落、焦虑、失眠等症状的辅助治疗，以及尿失禁、便秘及卒中后遗症等疾病或症状的治疗	
电生理类	1、多参数生物反馈仪 2、团体生物反馈仪	应用于精神科、心理科、儿保科等科室，用于焦虑症、儿童多动症等精神疾病或症状的生物反馈治疗	
	表面肌电分析系统	应用于神经科、康复科等科室，用于神经、肌肉功能的评估	
	新生儿脑电测量仪	应用于新生儿科、新生儿重症监护病房、新生儿神经重症监护病房、新生儿门诊、母婴同室病房等，帮助临床开展新生儿脑损伤筛查、脑功能监护和脑发育评估	
耗材及配件	1、阴道电极 2、直肠电极 3、盆底训练探头	应用于妇产科、妇幼保健院、盆底康复中心、产后康复中心、肛肠科、泌尿科、妇产科、月子会所等科室及专业机构，配套电刺激或肌电生物反馈类主机使用，传递主机发出的电刺激电流或传导盆底肌电信号至主机	
	盆底肌肉康复器	应用于妇产科、妇幼保健院、盆底康复中心、产后康复中心以及家庭训练等，帮助分娩后或阴道肌力下降的女性锻炼阴道肌肉，提高盆底肌肉收缩能力	
其他产品	认知功能障碍治疗软件	应用于精神科、心理科、老年科、康复科、神经内科、儿保科等，用于轻度认知功能障碍的辅助治疗	
	微电流刺激仪	应用于精神科、睡眠科、心理科、儿保科、家庭个人等，用于改善失眠、焦虑等症状	
	伟思云	用于帮助实现产品整体解决方案，提供设备互联、信息共享、规范化临床诊疗路径、预约排班等功能	

资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

### 3.1. 产品优势明显，市场认可度高，助力销量高速增长

公司经过十几年的技术积累和产品创新，公司在电刺激、磁刺激、电生理等技术平台的产品研发过程中，积累了大量拥有自主知识产权的核心技术，技术水平处于行业领先地位，与国内同行业产品相比，公司的主要产品在多个指标均处于同类产品领先水平：

- 电刺激类产品在具体临床应用上，采样率更高能够显示更加精细、通频带更宽可以采集尽可能多信息；刺激频率和脉冲宽度越广泛表明刺激方案更多，适用范围更广；刺激模式更多表明临床应用模式更多。
- 磁刺激类产品拥有更高的磁感应强度，使得产品临床适用范围更广，而设计的电生理安全监测方法，可以在治疗过程中实时监测患者无关运动脑区的兴奋情况，并在异常时给出声音预警。还拥有独特设计的风冷的冷却方法，在安全性上更可靠，在冷却效果上更高效，在维护方面更简单。
- 电生理类产品中生物反馈仪采用了无线披戴式传感器，佩戴简单，极大提高了临床工作效率，同时还提供了专业性更高的分析训练软件 BioneuroInfiniti 以及其他配套的心里测评及分析软件，满足使用者专业化需求。另外，新生儿脑电测量仪在对采集到的

脑电进行处理的智能算法方面，具有多种智能识别算法，提升了产品的临床适用性，降低了推广和临床使用负担。

表 4：公司电刺激产品与其他厂商同类产品比较

项目	南京伟思	主要竞品指标	国家或行业标准
通道数	4 通道	4 通道	/
分辨率	< 2 μV	< 2 μV	< 2 μV
采样率	8192Hz	2048Hz 或 8192Hz	/
测量范围	1-999 μV	1-999 μV	/
通频带	20-500Hz	25-500Hz	20-500Hz
共模抑制比	大于 100dB	大于 100dB	大于 100dB
刺激强度	0-100mA	0-100mA	/
刺激频率	0.5-999Hz	2-250Hz	/
脉冲宽度	10-1000 μs	20-1000 μs	
电刺激模式	神经肌肉电刺激 肌电触发电刺激 智能电刺激 交互电刺激 功能电刺激	神经肌肉电刺激 肌电触发电刺激 功能电刺激(个别竞品)	/
耗材种类	一次性使用阴道电极、一次性使用无菌阴道电极、阴道电极、直肠电极、盆底肌肉康复器	一次性使用阴道电极、阴道电极、直肠电极、盆底肌肉康复器	/
是否无菌	环氧乙烷灭菌	否	灭菌包装的电极，应无菌
评估技术	盆底表面肌电定量评估报告智能解读	-	/
	根据评估报告和症状自动推荐治疗处方	个别有	/
临床方案	非医疗市场的专用治疗或训练方案	不同厂家具有不同的功能模块	/
	治疗处方	个别有	/
耗材管理	有	个别有	/
使用材料	ABS外壳主机、电路板、电极线、电脑、打印机、推车等		/
	与人体接触的电极采用不锈钢和ABS材质，品质及导电性能更好	与人体接触的电极采用不锈钢或（和）导电橡胶和ABS材质	/
操作友好度及取得效果	良好	良好	/
价格	5-35 万	5-35 万	/
技术水平	行业领先	行业领先	/

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 5：公司磁刺激产品与其他厂商同类产品比较

项目	南京伟思	主要竞品指标	国家或行业标准
最大磁感应强度	6Tesla	1Tesla/1.5Tesla 4.3Tesla/6Tesla	≥1Tesla
输出频率	0.01-100Hz	0.1-30Hz/0-100Hz	0-100Hz
脉冲宽度	340 ± 20 μs	185 μs/300 μs 324 μs/340 ± 20 μs	由制造商规定，允差 ± 10%
冷却方式	风冷	风冷 液冷 静态冷却	若使用液体冷却方式，应确保冷却液无渗漏、无挥发现象，当冷却系统发生故障时，应有提示或停止磁场输出
运动阈值	运动阈值自动测定	运动阈值手动计算	/

确定方法		肉眼观察确定运动阈值	
		肉眼观察自动计算	
运动诱发电位仪传输方式	无线	有线/个别无线	/
治疗过程中电生理安全监测及警报	有	无	/
多种线圈设计技术	有	有	/
临床试验	有	个别有	
使用材料	ABS外壳式刺激线圈、金属材料主机外壳、电路板、推车、电脑、打印机	ABS外壳式刺激线圈、金属或ABS材质主机外壳、电路板、推车、电脑、打印机	
操作友好度及取得效果	良好	良好	/
价格	25-65万	25-85万	/
技术水平	行业领先	-	灭菌包装的电极，应无菌

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司的电刺激类和电生理类产品的产销率一直保持在较高水平，而磁刺激类产品的产销率较低，主要是由于磁刺激类产品以取得终端客户的验收报告为销售收入确认时点，同时2020年公司磁刺激类产品销量快速增长导致。由于公司产品所需原材料通过采购完成，公司生产主要负责整机装配、调试，所以公司的产品不存在明确的产能限制。

公司的产品销量一直在快速增长，2019年电刺激类、磁刺激类、电生理产品销量分别同比增长51.27%、64.66%、34.2%。由于市场需求在不断增加，另外受益于公司长期的技术积累，磁刺激类产品在市场上认可度也越来越高，在未来公司的磁刺激类产品销量还将继续保持着高速增长态势。

表 6：公司主要产品的产销情况

产品类型	项目	2019年	2018年	2017年
电刺激类	产量（台）	4122	2668	1706
	销量（台）	3644	2409	1708
	销量增速（%）	51.27	41.04	
	产销率（%）	88.40	90.29	100.12
磁刺激类	产量（台）	533	322	118
	销量（台）	410	249	96
	销量增速（%）	64.66	159.38	
	产销率（%）	76.92	77.33	81.36
电生理类	产量（台）	394	321	276
	销量（台）	361	269	264
	销量增速（%）	34.20	1.89	
	产销率（%）	91.62	83.80	95.65

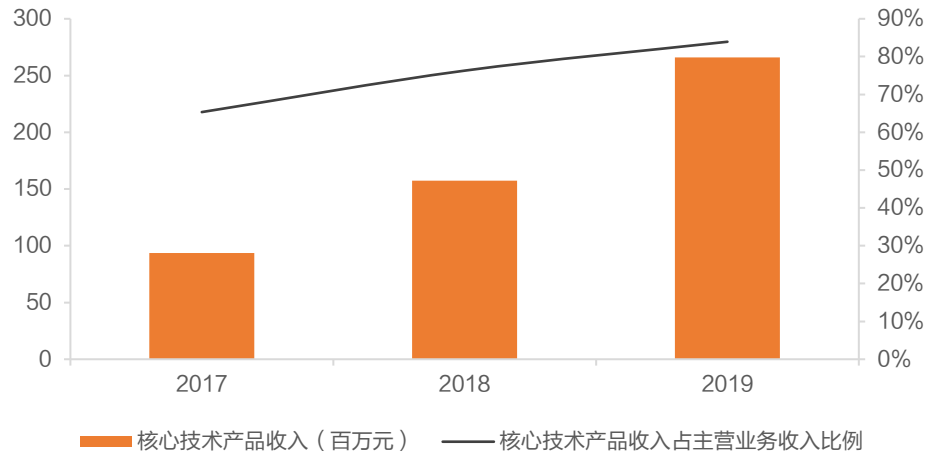
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 不断推进产品研发和技术创新，为企业成长注入新活力

公司的营业收入主要依靠一直以来积累的核心技术，2019年公司主营业务收入3.17亿元，其中核心技术产品带来的收入为2.66亿元，同比增长69%，占主营业务收入的83.93%。随着公司技术的积累以及产品的不断创新，公司依靠核心技术开展生产经营所产生的收入占比将继续上升。



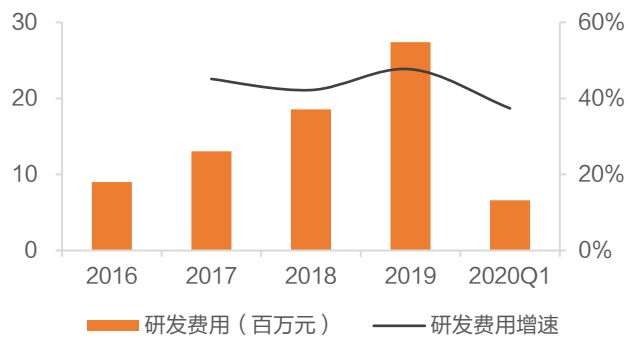
图 15：公司核心技术产品收入占主营业务收入比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

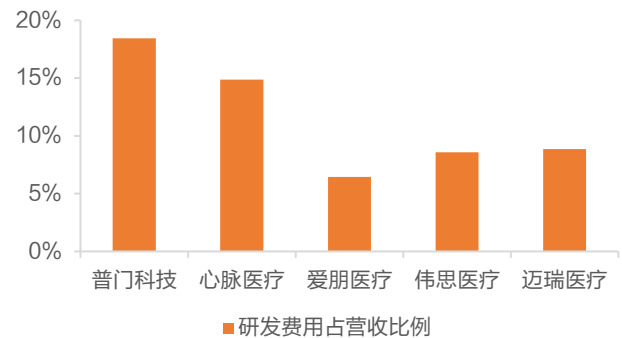
公司在研发和技术创新方面一直在坚定的持续投入，在 2019 年研发达到 0.27 亿元，同比增长 48%，2020 年 Q1 研发投入 661 万元，同比增长 37%。2019 年，公司研发投入占累计营业收入的比例为 8.59%，仅高于爱朋医疗，低于行业平均值，随着未来公司不断加大研发投入，研发收入占比也将会越来越接近行业平均水平。

图 16：公司研发投入、研发增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：2019 年公司研发费用率与行业内公司比较



资料来源：wind，天风证券研究所

持续的研发投入，推动着公司研发实力的快速增长，近年来公司承担或参与了多项重大项目，包括多项国家科技部和江苏省科技厅的康复机器人重点研究计划课题。目前公司的外骨骼下肢康复机器人和智能步行康复减重训练车已经开始产品转化，即将进入医疗器械临床试验阶段。

表 7：公司主要在研项目

项目类别	在研项目	研究内容及拟达到的主要目标	阶段及进展情况	应用领域
电刺激类	瑞翼 II 产品开发项目	对瑞翼系列生物刺激反馈仪进行升级：（1）优化对侧控制电刺激算法，提高电刺激类产品在脑卒中后遗症等的康复治疗效果；（2）研发电磁联合治疗方案，提高电刺激产品在盆底康复等领域的治疗效果；（3）优化瑞翼系列产品，提高电刺激产品的刺激脉宽、频率、电流精度等性能参数；（4）研发电极加密算法，保证公司产品的安全应用；（5）开发云端管理系统，实现设备云端信息共享，满足客户定制化需求；（6）开发供患者、康复师使用的app，实现患者、康复设备、康复师之间的互动；（7）开发支持云端共享的硬件设备	设计开发	盆底及产后康复、神经康复
	伟思生物刺激反馈仪 (AMI) 产品开发项目	开发下一代生物刺激反馈仪 (AMI)：（1）研发经皮电刺激、神经肌肉电刺激、微电流电刺激等多种电刺激模式；（2）研发智能肌电采集评估算法，实现评估报告的智能化解读及治疗方案智能化推荐；（3）研发便携化的生物刺激反馈仪，扩展临床使用范围；（4）研发支持单机使用、app控制、电脑工作站等多种控制	设计开发	

		模式；(5) 升级可编程式多通道时序电刺激,实现多人多部位的电刺激治疗, 提高临床治疗的效率		
磁刺激类	下一代磁刺激仪产品开发项目	开发下一代磁刺激仪:(1) 研发深度磁刺激线圈,实现抑郁症相关症状、帕金森病等靶点处于脑深部区域疾病的有效治疗;(2) 研发多线圈磁聚焦技术,实现磁聚焦,降低磁刺激对其它部位的副作用;(3) 研发自动控制机械臂跟踪技术;(4) 根据临床需求,设计专病专用的磁刺激拍头,开发线圈自动切换技术,提高治疗效果	产品需求定义	盆底及产后康复、神经康复、精神康复
	磁刺激产品开发项目	开发和改进第一代磁刺激仪:(1) 研发磁刺激主机;(2) 研发多种刺激线圈,提升临床适用性以及有效性;(3) 研究磁刺激主机以及线圈降噪方法,优化临床使用体验;(4) 研究加强型风冷方案,提升磁刺激线圈散热效率;(5) 研究儿童线圈专用支架,儿童磁刺激治疗更便捷;(6) 研究拍头连接实时跟踪技术,提升刺激过程中的安全性	设计开发	盆底及产后康复、神经康复、精神康复
	自动跟随机械臂产品开发项目	研究一款TMS专用的随动头架,解决TMS治疗过程中,因患者头部移动导致刺激靶点移动,进而导致治疗剂量无法准确到达治疗部位的问题	设计开发	精神康复、神经康复
电生理类	下一代团体生物反馈仪	(1) 改进现有的团体生物反馈治疗仪,开发新型穿戴式传感器,优化生物反馈算法,提高临床治疗效果;(2) 开发结合虚拟现实、多种电生理参数的生物反馈技术,提高临床治疗的体验以及评估准确度;(3) 结合物联网,开展建设电生理大数据采集、分析评估平台	产品需求定义	精神康复
	团体生物反馈仪质量改进方法的研究	(1) 改进现有的团体生物反馈仪的产品质量,从上市后客户及内部反馈角度优化产品;(2) 改进产品装配与组装工艺,提高生产与维修效率,并能提高产品弯折寿命;(3) 改进橡胶头带柔软度,提升用户佩戴舒适感;(4) 改进软件交互和优化功能,提高用户体验	已完成	精神康复
	新生儿脑电测量仪产品开发项目	(1) 建设早产儿脑电数据库,利用大数据和深度学习技术,为临床早产儿成熟度分析提供数据支持和算法;(2) 开发设计下一代脑电传感器,开发脑电监控和评估新算法,改进设备网络信号接口和通信协议,提高临床易用性,更方便新生儿病房床边使用	设计开发	新生儿科
康复机器人	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	
	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	
	外骨骼机器人样机及辅具的产业化试制方法与设备研发	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	设计开发	神经康复、骨科康复
	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	
	智能机器人辅助运动康复解决方案X-plan	(1) 开发具有主动、被动、助力、抗阻等多式肌力训练机器人,协助上下肢功能障碍的病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	
	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	
耗材类	新一代一次性使用阴道电极设计	采用符合生物学的材质作为基体,以及安全、导电性能优良的材料来传导人体肌肉电信号及电刺激。提高用户电极使用体验及舒适度	已完成	盆底及产后康复
	新一代可重复使用阴道电极设计	符合人体工程学尺寸要求,易于进入人体部位的主体前段设计,保证效果的同时不易从人体脱落;提高用户的治疗及训练效果	产品需求定义	复
其他	伟思云项目	开发能够连接公司医疗设备的信息同步系统,包含用户信息、治疗方案、评估报告、治疗记录等;同时开发电子预约系统,结合预约排班并能发展为科室工作量统计模块;并可对接医院的相关 HIS、叫号系统。开发连接医院、医务人员、病人的专科电子病历系统,协助医院实现专科医联体建设和分级诊断信息系统建设,实现患者与医务人员、康复机构、康复设备之间的互动,使康复医疗服务逐步达到信息化	设计开发	盆底及产后康复、神经康复、精神康复

资料来源:招股说明书,天风证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 主要假设

我们对电刺激、磁刺激、耗材及配件、电生理类和其他产品后续两年的增长进行了估算：

- a) 电刺激类产品：受二胎政策放开以及老龄化进程加速的影响，电刺激医疗器械市场需求还将维持高速增长态势，受益于公司完善的营销网络，预计 20/21/22 年收入增速为 35%/45%/45%，营收为 1.96/2.85/4.13 亿元。
- b) 磁刺激类产品：近几年我国的磁刺激康复医疗器械市场在快速增长，2014~2018 年市场规模复合增长率达 53.1%，但是我国磁刺激康复治疗渗透率仍然较低。公司磁刺激类产品技术领先，市场认可度较高，预计 20/21/22 年收入增速为 50%/60%/60%，营收为 1.03/1.66/2.65 亿元。
- c) 耗材及配件：公司耗材及配件伴随着电刺激类产品累计销售数量的增长而持续快速增长，预计 20/21/22 年收入增速为 60%/70%/70%，营收为 0.87/1.48/2.51 亿元。
- d) 电生理类产品：电生理类医疗器械行业已经进入成熟发展期，公司电生理类产品预计未来两年销售平稳增长，预计 20/21/22 年收入增速为 20%/20%/20%，营收为 0.4/0.48/0.58 亿元。
- e) 其他产品：公司 2017 年调整了产品战略，不断降低微电流刺激仪的销售，而其他产品中认知功能障碍治疗软件销售近几年持续快速增长，2019 年公司推出伟思云管理系统，预计 20/21/22 年收入增速为 150%/100%/100%，营收为 0.37/0.74/1.49 亿元。

综合以上三部分，我们预计公司 2020-2022 收入增速为 46%/55%/58%，收入为 4.64/7.20/11.35 亿元，归母净利润为 1.40/2.18/3.44 亿元，分别同比增长 41%、55%、58%。

表 8：公司产品拆分

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电刺激类产品	销售额（百万元）	73.62	99.45	145.34	196.21	284.50	412.53
	销售额增速		35%	46%	35%	45%	45%
磁刺激类产品	销售额（百万元）	14.92	41.25	68.99	103.49	165.58	264.92
	销售额增速		176%	67%	50%	60%	60%
耗材及配件	销售额（百万元）	22.82	31.91	54.33	86.93	147.78	251.22
	销售额增速		40%	70%	60%	70%	70%
电生理类产品	销售额（百万元）	24.73	26.62	33.50	40.20	48.24	57.89
	销售额增速		8%	26%	20%	20%	20%
其他	销售额（百万元）	7.12	6.95	14.87	37.18	74.35	148.70
	销售额增速		-2%	114%	150%	100%	100%
合计	销售额（百万元）	144.50	207.78	318.87	464.00	720.45	1,135.26
	销售额增速		44%	53%	46%	55%	58%
合计	毛利率	74%	74%	74%	74%	74%	74%
	净利率	28%	30%	31%	30%	30%	30%
合计	归母净利润（百万元）	40.34	63.36	99.72	140.37	217.95	344.44
	归母净利润增速		57%	57%	41%	55%	58%

资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

## 4.2. 估值分析

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.4/2.18/3.44 亿元，分别增长 41%、55%、58%，未来三年公司保持较高的成长性。我们将公司与科创板同类型可比公司进行比较分析：

- ①可比公司均为细分器械赛道中产品力较强的企业，且细分赛道行业均保持快速增长趋势；
- ②公司目前的营收与规模水平处在平均中游水平，增长较快；
- ③与可比公司相比，目前公司 PE (TTM) 处于行业平均水平以下，2020 年预测 PE 也处于行业水平以下。

表 9：公司与同类型公司的比较

代码	简称	2019 年	2019 年归	PE(TTM)	PE(2020E)	市值(亿)
		营收(亿元)	母净利润(亿元)			
688580.SH	伟思医疗	3.19	1.00	137	100	137
688029.SH	南微医学	13.07	3.04	109	96.5	312
688050.SH	爱博医疗	1.95	0.67	461	262	244
688198.SH	佰仁医疗	1.46	0.63	149	110.8	88
平均水平				214	142	

资料来源：wind,天风证券研究所

注：预测 PE 为 wind 一致预期

我们认为公司是康复器械领域产品力较强的龙头，康复器械赛道目前正处于快速增长阶段，目前渗透率低，相关纯量市场的增长空间大，未来随着患病人数的增加以及康复认知水平的提升，行业还将继续保持快速增长的势头。公司作为行业的龙头，在研产品线丰富，已有产品布局完善，盈利能力强，未来有望持续保持高速增长。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 1.4/2.18/3.44 亿元，给予 2020 年 150 倍 PE，略高于可比公司平均估值，对应 2020 年市值为 210 亿，目标价 307.24 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

### 1、国家政策的风险

医疗器械行业是国家重点支持发展的行业，但是行业相关的监管政策仍在不断完善、调整。如果未来国家产业政策、行业准入政策、监管规定以及相关标准发生对公司不利的变化，而公司不能在经营上及时调整以适应相关政策的变化，将会对公司的经营产生不利影响。

### 2、原材料价格波动的风险

公司主营业务成本主要由直接材料成本构成，直接材料成本占总主营业务成本的比例分别为 91.32%、90.89%和 92.68%。报告期内公司部分零部件的平均采购单价受成本变化及市场供求的影响有一定波动。如果未来公司采购原材料的价格出现大幅上升，而公司无法同步提高产品售价或增加销量，可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

### 3、市场或经营前景变化风险

在激烈的市场竞争中，如果公司不能在新产品研发和技术创新、产品布局、生产质量、销售与服务网络等方面继续保持和提升，强化自身的竞争优势，或者竞争对手通过改变竞争策略等方式抢占市场，将会对公司的生产经营产生不利影响。

### 4、公司与 TT 公司的合作关系及电刺激产品的核心部件对 TT 公司存在一定依赖的风险

公司在医疗盆底和脑瘫市场发行人的电刺激产品的部件采购对 TT 公司存在一定依赖，若未来发行人不再向 TT 公司采购部件或 TT 公司经营策略调整或更换合作方，或由于我国和加拿大的进出口政策变化、外汇管制、汇率大幅波动等原因导致公司不能以合理的价格及

时、足量、保质地取得相关原材料，将影响公司相关产品的生产和销售，可能会对公司的生产经营产生不利影响。

#### 5、产品研发风险

如果公司的研发投入不能取得预期的技术成果并形成产品，或者新产品由于生产工艺、原材料供应等原因无法实现产业化，或者新产品无法顺利完成注册，或者新产品不能得到市场认可并顺利导入市场，则公司的研发投入可能达不到预期的效益，公司存在一定的研发成果转化风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	162.23	244.35	390.15	576.51	970.26
应收票据及应收账款	0.42	0.93	1.51	1.29	3.13
预付账款	0.91	3.41	1.88	6.03	7.41
存货	19.98	31.53	42.38	72.51	108.37
其他	1.89	2.08	5.09	2.05	7.05
<b>流动资产合计</b>	<b>185.42</b>	<b>282.31</b>	<b>441.00</b>	<b>658.39</b>	<b>1,096.21</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	102.47	101.32	119.00	156.76	193.56
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	19.82	19.24	17.74	16.24	14.74
其他	0.64	1.34	1.21	0.92	1.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>122.94</b>	<b>121.91</b>	<b>173.95</b>	<b>243.52</b>	<b>281.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>308.36</b>	<b>404.22</b>	<b>614.95</b>	<b>901.91</b>	<b>1,377.30</b>
短期借款	0.00	0.00	50.00	30.00	0.00
应付票据及应付账款	7.82	10.48	24.85	25.33	50.92
其他	86.69	131.15	175.56	245.65	353.85
<b>流动负债合计</b>	<b>94.51</b>	<b>141.64</b>	<b>250.41</b>	<b>300.98</b>	<b>404.77</b>
长期借款	14.00	4.00	35.00	33.00	30.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.69	3.72	(31.75)	(29.45)	(26.49)
<b>非流动负债合计</b>	<b>17.69</b>	<b>7.72</b>	<b>3.25</b>	<b>3.55</b>	<b>3.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>112.20</b>	<b>149.35</b>	<b>203.66</b>	<b>274.54</b>	<b>408.28</b>
少数股东权益	8.73	5.62	4.58	2.71	(0.07)
股本	51.26	51.26	68.35	68.35	68.35
资本公积	19.37	19.30	19.30	19.30	19.30
留存收益	136.17	197.99	338.36	556.31	900.75
其他	(19.37)	(19.30)	(19.30)	(19.30)	(19.30)
<b>股东权益合计</b>	<b>196.16</b>	<b>254.86</b>	<b>411.29</b>	<b>627.37</b>	<b>969.02</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>308.36</b>	<b>404.22</b>	<b>614.95</b>	<b>901.91</b>	<b>1,377.30</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	62.72	98.89	140.37	217.95	344.44
折旧摊销	4.03	8.06	7.82	10.14	12.54
财务费用	0.61	0.89	(0.12)	(0.48)	(0.76)
投资损失	(3.36)	(4.33)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	24.60	51.87	50.21	38.53	89.08
其它	(2.77)	(13.91)	2,106.71	(1.87)	(2.78)
<b>经营活动现金流</b>	<b>85.84</b>	<b>141.47</b>	<b>2,300.00</b>	<b>259.27</b>	<b>437.50</b>
资本支出	33.22	6.20	60.47	79.70	50.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(70.77)	(23.10)	(115.47)	(154.70)	(95.05)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(37.55)</b>	<b>(16.90)</b>	<b>(55.00)</b>	<b>(75.00)</b>	<b>(45.00)</b>
债权融资	19.50	14.00	5.33	6.94	7.43
股权融资	(0.46)	(0.81)	17.20	0.48	0.76
其他	(40.53)	(55.64)	(14.00)	(5.33)	(6.94)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(21.49)</b>	<b>(42.45)</b>	<b>8.54</b>	<b>2.09</b>	<b>1.24</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>26.80</b>	<b>82.12</b>	<b>2,253.54</b>	<b>186.36</b>	<b>393.75</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>207.78</b>	<b>318.87</b>	<b>464.00</b>	<b>720.45</b>	<b>1,135.26</b>
营业成本	53.68	83.82	118.32	183.71	289.49
营业税金及附加	3.42	4.64	6.50	10.09	15.89
营业费用	53.17	75.13	106.72	163.61	253.53
管理费用	20.49	26.47	37.25	57.64	90.82
研发费用	0.61	27.38	39.44	61.23	96.50
财务费用	0.44	0.74	(0.12)	(0.48)	(0.76)
资产减值损失	0.02	(0.01)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.36	4.33	5.00	5.00	5.00
其他	0.58	(18.29)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>72.02</b>	<b>114.67</b>	<b>160.89</b>	<b>249.64</b>	<b>394.79</b>
营业外收入	1.55	0.24	0.30	0.30	0.30
营业外支出	0.21	0.12	0.10	0.14	0.12
<b>利润总额</b>	<b>73.36</b>	<b>114.80</b>	<b>161.09</b>	<b>249.80</b>	<b>394.97</b>
所得税	10.64	15.91	21.75	33.72	53.32
<b>净利润</b>	<b>62.72</b>	<b>98.89</b>	<b>139.34</b>	<b>216.08</b>	<b>341.65</b>
少数股东损益	(0.64)	(0.83)	(1.03)	(1.87)	(2.78)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>63.36</b>	<b>99.72</b>	<b>140.37</b>	<b>217.95</b>	<b>344.44</b>
每股收益(元)	0.93	1.46	2.05	3.19	5.04

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	43.80%	53.47%	45.51%	55.27%	57.58%
营业利润	53.72%	59.24%	40.30%	55.17%	58.14%
归属于母公司净利润	57.08%	57.37%	40.77%	55.26%	58.03%
<b>获利能力</b>					
毛利率	74.17%	73.71%	74.50%	74.50%	74.50%
净利率	30.50%	31.27%	30.25%	30.25%	30.34%
ROE	33.81%	40.01%	34.51%	34.89%	35.54%
ROIC	171.73%	188.35%	600.22%	853.16%	599.18%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	36.39%	36.95%	33.12%	30.44%	29.64%
净负债率	-72.76%	-90.38%	-93.56%	-90.79%	-99.36%
流动比率	1.96	1.99	2.20	2.43	2.71
速动比率	1.75	1.77	1.99	2.16	2.44
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	516.89	472.46	379.64	514.29	514.29
存货周转率	12.16	12.38	12.56	12.54	12.55
总资产周转率	0.75	0.89	0.91	0.95	1.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.93	1.46	2.05	3.19	5.04
每股经营现金流	1.26	2.07	2.81	3.79	6.40
每股净资产	2.74	3.65	5.95	9.14	14.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	209.86	133.35	94.73	61.01	38.61
市净率	70.95	53.35	32.70	21.29	13.72
EV/EBITDA	0.00	0.00	76.61	49.09	30.34
EV/EBIT	0.00	0.00	80.34	51.09	31.30

资料来源:公司公告, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com