

评级: 买入(维持)

市场价格: 104.94

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

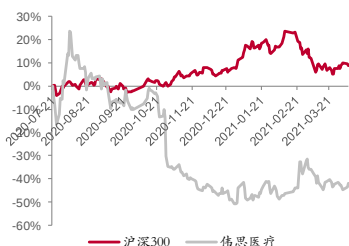
Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

研究助理: 李建

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	68.35
流通股本(百万股)	16.40
市价(元)	104.94
市值(百万元)	7,172.65
流通市值(百万元)	1,721.02

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《伟思医疗 (688580): 盆底康复龙头, 横向布局巩固先发优势-买入- (中泰证券_谢木青_李建)》
 2021.01.07

《伟思医疗 (688580): 发布股权激励草案, 彰显持续稳健发展信心-买入- (中泰证券_谢木青_李建)》
 2021.01.25

《伟思医疗 (688580): 业绩略超预期, 磁刺激类产品持续放量-买入- (中泰证券_谢木青_李建)》
 2021.02.22

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	318.87	378.37	498.73	661.31	881.85
增长率 yoy%	53.47%	18.66%	31.81%	32.60%	33.35%
净利润	99.72	143.66	154.80	233.56	335.42
增长率 yoy%	57.36%	44.06%	7.76%	50.87%	43.61%
每股收益 (元)	1.46	2.10	2.26	3.42	4.91
每股现金流量	2.07	2.35	2.92	4.24	1.39
净资产收益率	45.67%	44.74%	32.92%	35.15%	35.35%
P/E	71.92	49.93	46.33	30.71	21.38
PEG	1.25	1.13	5.97	0.60	0.49
P/B	28.78	18.25	13.10	9.18	6.42

备注: 数据截止 2021.04.07

投资要点

- **事件: 公司公告 2020 年年报, 实现营业收入 3.78 亿元, 同比增长 18.66%, 归母净利润 1.44 亿元, 同比增长 44.06%, 扣非净利润 1.28 亿元, 同比增长 35.82%; 同时公告利润分配预案: 每 10 股派现金 10.51 元。**
- **业绩符合预期, 四季度进一步恢复增长。**2020Q4 单季度公司实现营业收入 1.23 亿元, 同比增长 31.88%, 归母净利润 5804.94 万元, 同比增长 94.67%, 业绩增速较第三季度进一步加速, 主要系产品销售进一步恢复增长以及院外客户在第四季度集中完成全年未完成订单所致。总体来看, 公司 2020 年业绩相比前三季度进一步恢复, 短期疫情扰动不改长期快速发展趋势。公司 2020 年综合毛利率 73.63%, 同比下降 0.08pp, 主要是会计准则变更, 将原销售费用 (物流费用和装机费用) 437.06 万元调整至主营业务成本所致, 费用率 26.39%, 同比下降 5.70pp, 主要系销售费用同比下降所致, 净利率 37.97%, 同比增加 6.96pp。
- **磁刺激类、电生理类产品保持较快增速, “磁电联合” 推广成效初显, 电刺激、耗材及配件保持稳定增长。**公司磁刺激产品自上市销售以来保持着较快的收入增速, 2020 年实现营收 1.01 亿元, 同比增长 46.32%, 收入占比从 2016 年的 1.50% 快速提高到 2020 年的 26.68%, 其中盆底磁刺激产品 2020 年销量翻倍, 公司在盆底康复市场的“磁电联合”方案推广取得较好效果; 电生理类产品实现营收 4945.03 万元, 同比增长 47.62%, 主要系 2020 年公司推出新产品“新生儿脑电测量系统”以及生物反馈仪产品销量增长所致; 电刺激类产品实现营收 1.55 亿元, 同比增长 6.90%, 耗材及配件实现营收 5755.43 万元, 同比增长 5.94%, 保持平稳增速。疫情常态化下, 随着院内外客户订单逐步恢复, 公司中长期有望延续快速增长态势。
- **持续的研发投入带来产品管线不断丰富, 康复机器人研发上市顺利进行带来增长新动能。**公司持续进行研发投入, 2020 年研发费用 3428.74 万元, 同比增长 25.21%, 占营收比重达到 9.06%。公司通过不断的自主研发来丰富产品管线, 在产品迭代及新品上市方面取得积极成果。电刺激领域, MyOnyx 系列生物刺激反馈仪在盆底院内市场上市, 完成对 SA9800 和 MyoTrac 的迭代, 盆底业务成功完成从代理转向完全自主的过渡; 磁刺激领域, Magnerus mate 随动定位辅助机器人成功上市, 提升了经颅磁产品竞争力; 康复机器人进展顺利, 目前外骨骼机器人已经开始产品转化, 进展最快的 X-walk 系列康复减重步行训练车、康复步行训练机器人顺利完成注册检测, 并已提交注册进入技术审评阶段。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑股权激励摊销费用影响, 我们预计 2021-2023 年公司收入 4.99、6.61 和 8.82 亿元, 同比增长 31.8%、32.6%、33.3%, 归母净利润 1.55、2.34 和 3.35 亿元, 同比增长 7.8%、50.9%、43.6%, 对应 EPS 为 2.26、3.42、4.91 元。目前公司股价对应 2021 年 36 倍 PE, 考虑公司是盆底康复龙头之一, 凭借磁电联合有望持续扩大领先优势, 同时在精神、神经康复等细分领域多点布局, 有望长期受益国内持续增加的康复需求, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 研发失败风险, 政策风险, 市场竞争风险, 市场规模测算不准确风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况。

内容目录

业绩符合预期，四季度进一步恢复增长	- 3 -
磁刺激类产品持续放量，“磁电联合”推广成效初显	- 5 -
产品管线不断丰富，康复机器人研发上市进展顺利	- 6 -
盈利预测与投资建议	- 7 -
风险提示	- 8 -

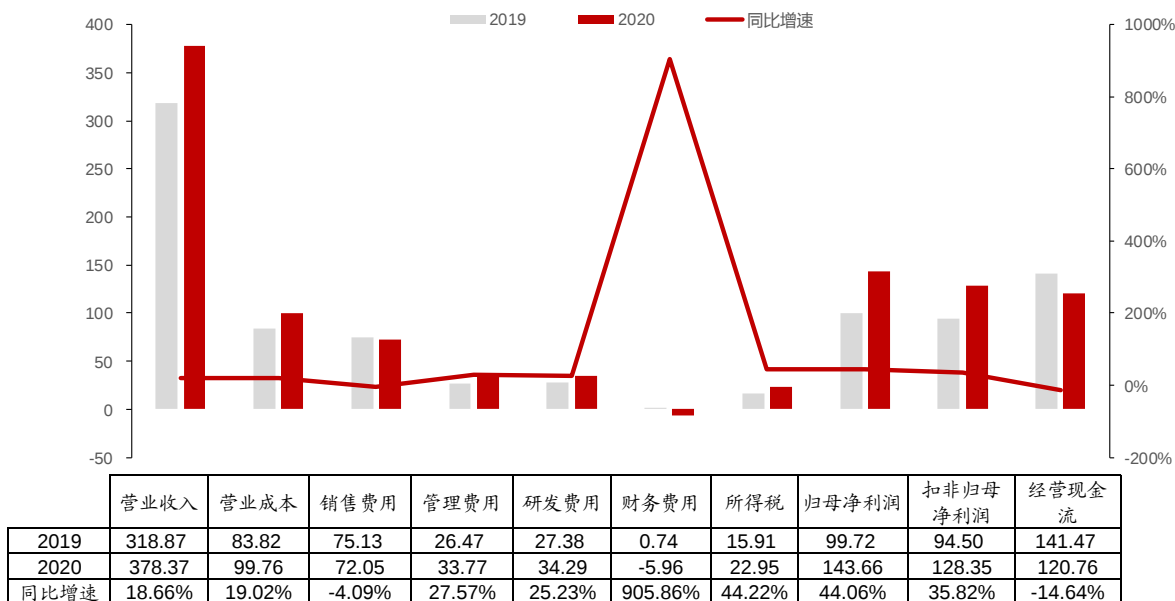
图表目录

图表 1: 伟思医疗主要财务指标变化 (单位: 百万元)	- 3 -
图表 2: 伟思医疗营业收入 (百万元, %)	- 3 -
图表 3: 伟思医疗归母净利润 (百万元, %)	- 3 -
图表 4: 伟思医疗分季度财务数据 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 5: 伟思医疗分季度营业收入 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 6: 伟思医疗分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 7: 伟思医疗三项费用率变化情况	- 5 -
图表 8: 伟思医疗毛利率和净利率变化情况	- 5 -
图表 9: 伟思医疗业务拆分 (百万元)	- 5 -
图表 10: 伟思医疗磁刺激类产品收入情况 (百万元, %)	- 6 -
图表 11: 伟思医疗电生理类产品收入情况 (百万元, %)	- 6 -
图表 12: 伟思医疗电刺激类产品收入情况 (百万元, %)	- 6 -
图表 13: 伟思医疗耗材及配件收入情况 (百万元, %)	- 6 -
图表 14: 伟思医疗研发投入情况 (百万元)	- 7 -
图表 15: 伟思医疗主要产品迭代及新品研发上市进展	- 7 -
图表 16: 伟思医疗财务模型预测	- 9 -

业绩符合预期，四季度进一步恢复增长

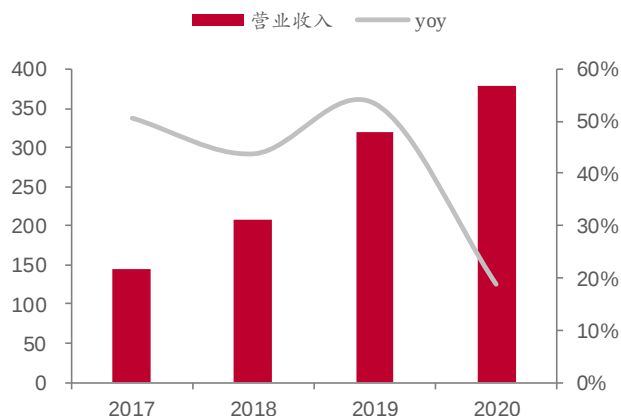
- 2020 年公司实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 18.66%，归母净利润 1.44 亿元，同比增长 44.06%，扣非净利润 1.28 亿元，同比增长 35.82%。
- 业绩符合预期，四季度进一步恢复增长。公司 2020Q4 单季度实现营业收入 1.23 亿元，同比增长 31.88%，归母净利润 5804.94 万元，同比增长 94.67%。公司单四季度业绩增速较第三季度进一步加速，主要系产品销售进一步恢复增长以及院外客户在第四季度集中完成全年未完成订单所致。总体来看，公司 2020 年业绩相比前三季度进一步恢复，短期疫情扰动不改长期快速发展趋势。

图表 1：伟思医疗主要财务指标变化（单位：百万元）



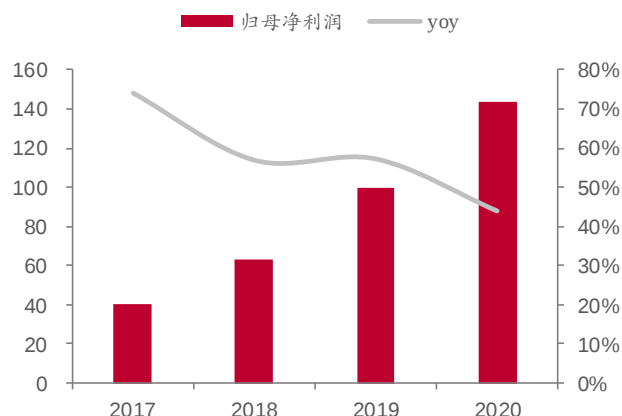
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：伟思医疗营业收入（百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：伟思医疗归母净利润（百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

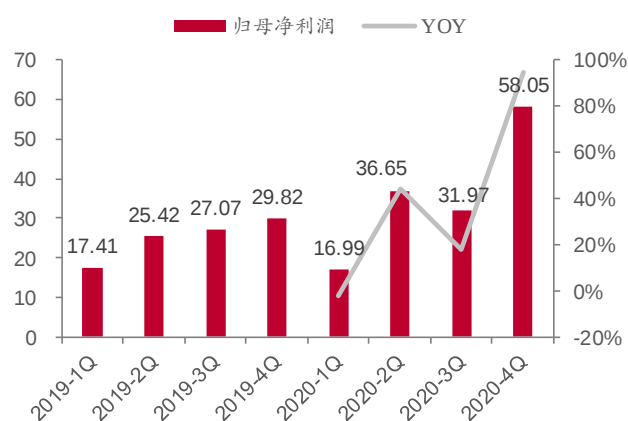
图表 4：伟思医疗分季度财务数据（单位：百万元，%）

项目	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q
营业收入	59.12	81.00	85.27	93.49	57.02	100.01	98.05	123.29
营业收入同比					-3.55%	23.47%	14.99%	31.88%
营业收入环比					-39.01%	75.39%	-1.96%	25.74%
营业成本	16.30	21.36	22.32	23.84	15.16	25.73	24.67	34.20
毛利率	72.43%	73.63%	73.82%	74.50%	73.41%	74.27%	74.84%	72.26%
销售费用	14.10	19.67	19.65	21.70	12.38	19.98	22.22	17.48
管理费用	5.42	6.52	7.00	7.52	6.48	7.21	10.12	9.97
研发费用	4.81	6.50	7.11	8.96	6.61	8.65	8.60	10.42
财务费用	0.20	0.22	0.20	0.12	-0.03	-0.12	-2.46	-3.36
营业利润	19.61	28.97	31.45	34.65	18.94	41.31	37.32	67.30
利润总额	19.61	28.87	31.43	34.89	19.28	42.28	37.11	67.42
所得税	2.40	3.70	4.54	5.27	2.33	5.83	5.27	9.52
归母净利润	17.41	25.42	27.07	29.82	16.99	36.65	31.97	58.05
归母净利润同比					-2.41%	44.18%	18.10%	94.67%
净利率	29.45%	31.38%	31.75%	31.90%	29.80%	36.65%	32.61%	47.08%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：伟思医疗分季度营业收入（单位：百万元，%）

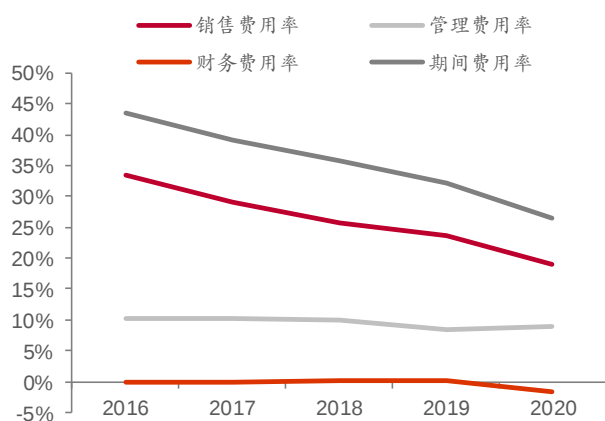

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：伟思医疗分季度归母净利润（单位：百万元，%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

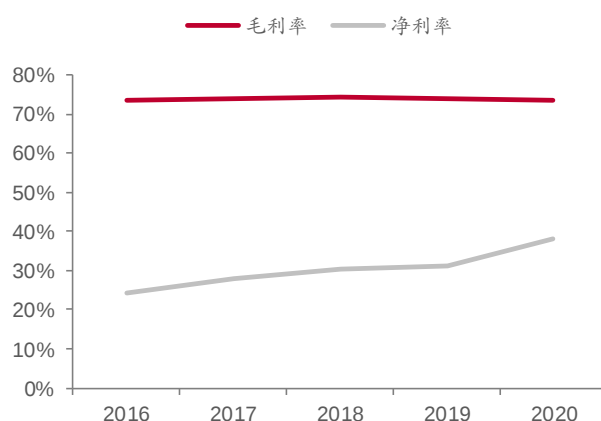
- **毛利率保持稳定，销售费用率下降带来净利率提升。**公司 2020 年销售费用率 19.04%，同比下降 4.52pp，主要是新冠疫情影响导致医学市场活动形式调整和营销差旅费用减少，以及会计准则变更，将原销售费用（物流费用和装机费用）437.06 万元调整至主营业务成本所致；管理费用率 8.92%，同比上升 0.62pp，主要系疫情防护支出、办公设施的维保费用、咨询费用增加所致；财务费用率-1.58%，同比下降 1.81pp，主要系定期存款产品增加和贷款结清所致；综合毛利率 73.63%，同比下降 0.08pp，主要是前述提到的会计准则变更所致；净利率 37.97%，同比增加 6.96pp。

图表 7：伟思医疗三项费用率变化情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：伟思医疗毛利率和净利率变化情况

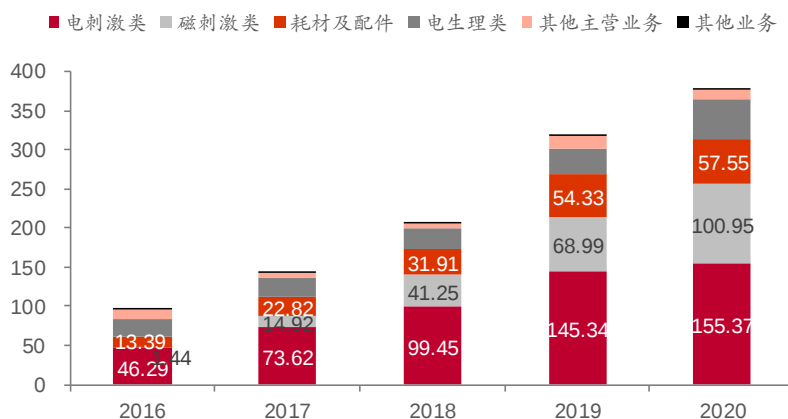


来源：公司公告，中泰证券研究所

磁刺激类产品持续放量，“磁电联合”推广成效初显

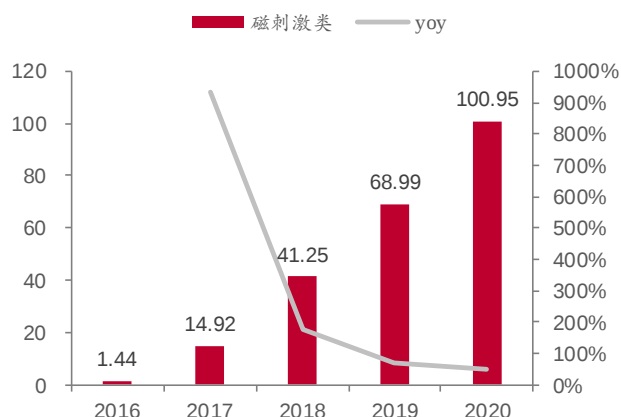
- 分业务看，磁刺激类、电生理类产品保持较快增速，“磁电联合”推广成效初显，电刺激、耗材及配件保持稳定增长。疫情常态化下，随着院内外客户订单逐步恢复，公司中长期有望延续快速增长态势。
- **磁刺激、电生理：**公司磁刺激产品自上市销售以来保持着较快的收入增速，2020 年实现营收 1.01 亿元，同比增长 46.32%，收入占比从 2016 年的 1.50% 快速提高到 2020 年的 26.68%，其中盆底磁刺激产品 2020 年销量翻倍，公司在盆底康复市场的“磁电联合”方案推广取得较好效果；电生理类产品实现营收 4945.03 万元，同比增长 47.62%，主要系 2020 年公司推出新产品“新生儿脑电测量系统”以及生物反馈仪产品销量增长所致；
- **电刺激、耗材及配件：**电刺激类产品实现营收 1.55 亿元，同比增长 6.90%，耗材及配件实现营收 5755.43 万元，同比增长 5.94%，保持平稳增速，主要由于新冠疫情导致医院停诊，影响产品装机的正常确认及供应商、经销商的正常复工。

图表 9：伟思医疗业务拆分（百万元）



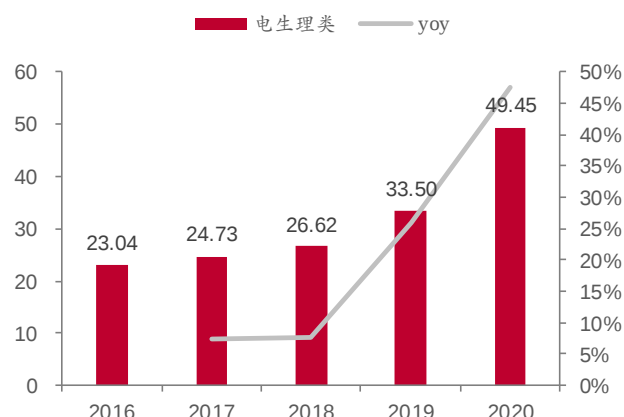
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10: 伟思医疗磁刺激类产品收入情况 (百万元, %)



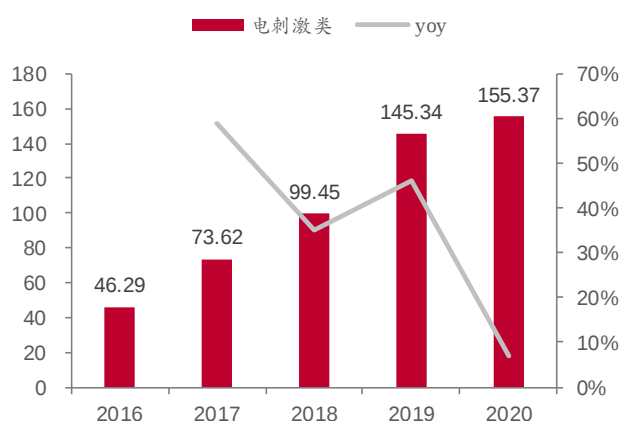
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 伟思医疗电生理类产品收入情况 (百万元, %)



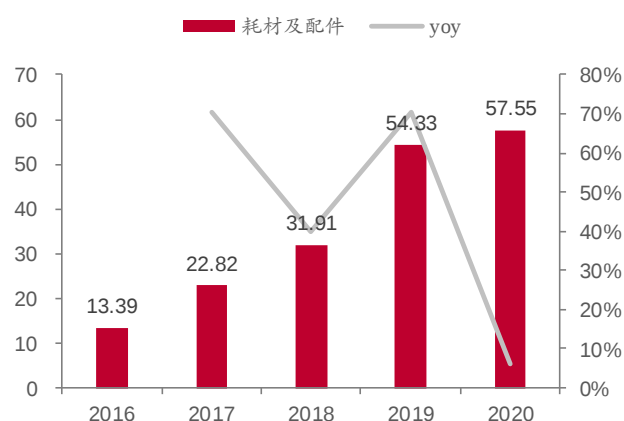
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 伟思医疗电刺激类产品收入情况 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 伟思医疗耗材及配件收入情况 (百万元, %)

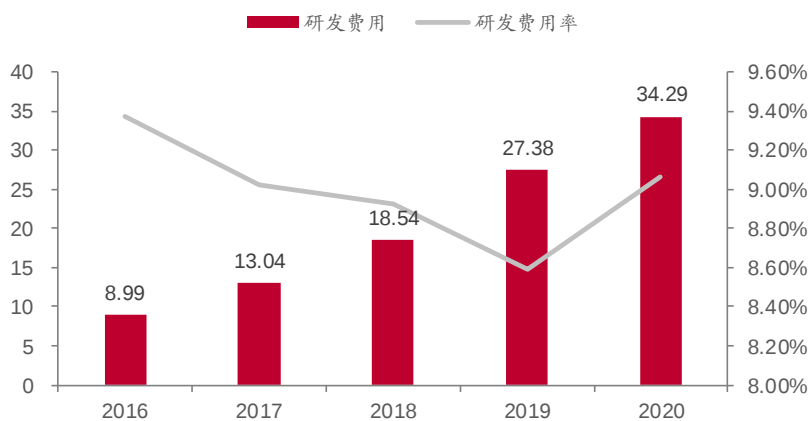


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

产品管线不断丰富, 康复机器人研发上市进展顺利

- 持续的研发投入带来产品管线不断丰富, 康复机器人研发上市顺利进行带来增长新动能。公司持续进行研发投入, 2020 年研发费用 3428.74 万元, 同比增长 25.21%, 占营收比重达到 9.06%。公司通过不断的自主研发来丰富产品管线, 在产品迭代及新品上市方面取得积极成果。电刺激领域, MyOnyx 系列生物刺激反馈仪在盆底院内市场上市, 完成对 SA9800 和 MyoTrac 的迭代, 盆底业务成功完成从代理转向完全自主的过渡; 磁刺激领域, Magneruo mate 随动定位辅助机器人成功上市, 提升了经颅磁产品竞争力; 脉冲磁恢复仪完成开发并上市, 有效推进院外产康市场的产品升级并积极探索“磁电联合”在新市场的应用模式; 除此之外在电生理、产后恢复仪、新一代阴道电极等方面也有新品上市; 公司康复机器人进展顺利, 目前外骨骼机器人已经开始产品转化, 进展最快的 X-walk 系列康复减重步行训练车、康复步行训练机器人顺利完成注册检测, 并已提交注册进入技术审评阶段。

图表 14: 伟思医疗研发投入情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 伟思医疗主要产品迭代及新品研发上市进展

领域	主要产品迭代及新品研发上市进展
电刺激	MyOnyx系列生物刺激反馈仪在盆底院内市场上市, 完成对SA9800和MyoTrac的迭代, 盆底业务成功完成从代理转向完全自主的过渡
磁刺激	Magneruo mate随动定位辅助机器人成功上市, 提升了经颅磁产品竞争力; 脉冲磁恢复仪完成开发并上市, 有效推进院外产康市场的产品升级并积极探索“磁电联合”在新市场的应用模式
康复机器人	外骨骼机器人已经开始产品转化, X-walk系列康复减重步行训练车、康复步行训练机器人顺利完成注册检测, 并已提交注册进入技术审评阶段; X-locom系列运动康复机器人正在工程样机开发阶段

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- 考虑股权激励摊销费用影响, 我们预计 2021-2023 年公司收入 4.99、6.61 和 8.82 亿元, 同比增长 31.8%、32.6%、33.3%, 归母净利润 1.55、2.34 和 3.35 亿元, 同比增长 7.8%、50.9%、43.6%, 对应 EPS 为 2.26、3.42、4.91 元。目前公司股价对应 2021 年 36 倍 PE, 考虑公司是盆底康复龙头之一, 凭借磁电联合有望持续扩大领先优势, 同时在精神、神经康复等细分领域多点布局, 有望长期受益国内持续增加的康复需求, 维持“买入”评级。

风险提示

- **研发失败风险。**为保持竞争力并满足下游市场应用需求，公司需要不断进行研发投入以对现有产品升级迭代或者研发新产品。由于产品研发具有一定不确定性，公司研发投入可能达不到预期效果或新产品可能由于生产工艺、原材料供应、注册等原因无法顺利产业化，公司存在一定的研发成果转化风险。
- **政策风险。**国家对医疗器械行业实行严格的分类管理和生产许可制度，行业相关的监管政策处于不断完善与调整之中。公司可能面临国家产业政策、行业准入政策以及监管规定变化带来的不确定性风险。
- **市场竞争风险。**公司产品在院内市场通过招投标入院，在院外市场亦采用以经销为主的销售模式，可能面临招投标、经销商渠道等方面的竞争。
- **市场规模测算不准确风险。**文中潜在市场规模的测算基于一定假设条件，存在因假设条件不及预期而导致的测算结果不准确风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 16：伟思医疗财务模型预测

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	282	428	582	830	1,186	营业收入	319	378	499	661	882
现金	244	383	542	778	802	营业成本	84	100	86	112	149
应收账款	1	1	2	2	319	营业税金及附加	5	5	6	8	11
其他应收款	0	0	1	1	1	营业费用	75	72	118	153	199
预付账款	3	4	3	5	6	管理费用	54	68	90	119	159
存货	32	38	32	42	56	财务费用	1	-6	-0	-0	-1
其他流动资产	2	2	2	2	2	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	122	151	189	241	310	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	4	13	7	9	12
固定资产	101	131	169	221	290	营业利润	115	165	219	291	390
无形资产	19	19	18	18	17	营业外收入	0	1	1	1	1
其他非流动资产	1	2	2	2	2	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	404	579	771	1,071	1,496	利润总额	115	166	220	293	391
流动负债	142	170	206	269	355	所得税	16	23	30	40	54
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	99	143	190	252	337
应付账款	10	12	11	14	19	少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	131	158	195	255	337	归属母公司净利润	100	144	155	234	335
非流动负债	8	11	13	16	20	EBITDA	109	143	211	284	384
长期借款	4	7	9	12	17	EPS (元)	1.95	2.10	2.26	3.42	4.91
其他非流动负债	4	4	4	4	4						
负债合计	149	181	219	285	376	主要财务比率					
少数股东权益	6	5	5	4	4	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	51	68	68	68	68	成长能力					
资本公积	19	2	2	2	2	营业收入	53.5%	18.7%	31.8%	32.6%	33.3%
留存收益	179	322	477	711	1,046	营业利润	59.2%	43.8%	33.0%	32.9%	33.9%
归属母公司股东权益	249	393	548	781	1,117	归属于母公司净利润	57.4%	44.1%	7.8%	50.9%	43.6%
负债和股东权益	404	579	771	1,071	1,496	获利能力					
现金流量表						毛利率 (%)	73.7%	73.6%	82.8%	83.0%	83.1%
单位: 百万元						净利率 (%)	31.3%	38.0%	31.0%	35.3%	38.0%
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	ROE (%)	45.7%	44.7%	32.9%	35.1%	35.3%
经营活动现金流	141	160	200	290	95	ROIC (%)	274.0%	610.3%	818.9%	1176.6%	175.5%
净利润	100	144	155	234	335	偿债能力					
折旧摊销	8	9	12	15	20	资产负债率 (%)	36.9%	31.3%	28.4%	26.7%	25.1%
财务费用	1	-6	-0	-0	-1	净负债比率 (%)	9.37%	9.46%	8.86%	7.87%	7.08%
投资损失	-4	-13	-7	-9	-12	流动比率	1.99	2.52	2.83	3.08	3.34
营运资金变动	38	22	41	52	-246	速动比率	1.77	2.29	2.67	2.93	3.18
其他经营现金流	-1	5	-1	-1	-1	营运能力					
投资活动现金流	-17	-25	-43	-57	-76	总资产周转率	0.89	0.77	0.74	0.72	0.69
资本支出	21	38	50	66	88	应收账款周转率	472.46	356.01	352.45	344.14	5.49
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.16	8.69	7.39	9.08	9.10
其他投资现金流	-4	-13	-7	-9	-12	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-42	3	3	4	5	每股收益 (最新摊薄)	1.46	2.10	2.26	3.42	4.91
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.07	2.35	2.92	4.24	1.39
长期借款	-10	3	2	3	4	每股净资产 (最新摊薄)	3.65	5.75	8.01	11.43	16.34
普通股增加	0	17	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-0	-17	0	0	0	P/E	71.92	49.93	46.33	30.71	21.38
其他筹资现金流	-32	0	0	0	1	P/B	28.78	18.25	13.10	9.18	6.42
现金净增加额	82	139	159	236	24	EV/EBITDA	66	50	34	25	19

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。