

2026 年 03 月 11 日

证券研究报告·公司研究报告

迈普医学（301033）医药生物

当前价：68.35 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

神经外科植入耗材的平台型龙头， 具备整体解决方案的稀缺性

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 神经外科植入耗材的平台型龙头，具备“整体解决方案”的稀缺性；2) 顺应 PEEK 材料替代钛金属的结构性趋势，颅颌面修复业务快速增长。考虑到之前基数较低且替代钛金属趋势明显，短期有望继续维持 30%左右的高速增长；3) 新产品进入高速放量周期，“出海+并购”持续双轮驱动。
- **神经外科植入耗材的平台型龙头，具备“整体解决方案”的稀缺性。**迈普医学是国内神经外科领域唯一能够同时提供人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补固定系统、可吸收止血材料和硬脑膜医用胶等关键植入产品的企业。这种“一站式”产品组合为医院和经销商提供了极大的便利，构筑了强大的渠道壁垒和客户粘性。此外，公司在脑膜、PEEK 材料、止血纱等产品经历多轮集采后，均实现了以量换价、市占率提升的良性增长。随着国内神经外科手术量因人口老龄化等因素持续增长，公司凭借其平台化优势和强大的政策应对能力，有望持续收割市场份额，实现长期稳健增长。
- **顺应 PEEK 材料替代钛金属的结构性趋势，颅颌面修复业务快速增长。**在颅骨修复领域，PEEK 材料凭借其与人骨相近的弹性模量、无 CT/MRI 伪影、更低的手术感染率等优势，正逐步替代传统的钛金属材料。迈普医学是国内少数掌握 PEEK 材料 3D 打印和精密加工技术的领先企业，其“赛卢®”等颅颌面修补产品性能优异。随着河南省牵头的多省联盟集采落地执行，PEEK 产品的价格门槛被大幅降低，加速了其替代钛合金的替代进程。公司该业务板块在 2025 年上半年实现 24.69%的增长，考虑到之前基数较低且替代钛金属趋势明显，短期有望继续维持 30%左右的高速增长，成为公司业绩的核心驱动力之一。
- **新产品进入高速放量周期，“出海+并购”持续双轮驱动。**可吸收再生氧化纤维素（吉速亭®）和硬脑膜医用胶（睿固®）两大新产品组合在 2025 年上半年实现了高达 169.66%的同比增长。其中，止血产品“吉速亭®”在 2025 年 1 月完成了适应症拓展，从神经外科延伸至更广阔的普外科领域，打破了进口垄断局面，有望凭借集采中标优势快速提升市场渗透率。硬脑膜医用胶“睿固®”则填补了国内市场空白，并于 2025 年 3 月获得欧盟 MDR 认证，打开了国际市场空间。后续预计这两款高毛利新产品将会快速放量。此外，迈普医学具备全球化视野，自 2011 年起便布局海外市场，产品已覆盖全球超 100 个国家和地区。其核心产品硬脑膜补片和新产品止血纱、脑膜胶均已获得欧盟认证，国际业务收入持续增长，2025 年上半年同比增长超过 50%。这不仅对冲国内集采的降价风险，更能分享广阔的全球市场。同时，公司前瞻性地通过并购广州易介医疗，切入市场空间同样广阔的神经介入领域，打造“神经外科+神经介入”的双平台。这一战略布局展现了管理层突破现有业务天花板的决心，为公司未来 3-5 年的发展打开了全新的想象空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.71 元、2.37 元、3.15 元，对应 PE 分别为 40 倍、29 倍、22 倍。随着现有产品集采带来的放量，以及出海持续高增，预计边际将会有所改善，首次覆盖建议关注。
- **风险提示：**行业政策风险、产品降价风险、技术开发风险、对外投资风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	278.44	368.40	486.84	664.72
增长率	20.61%	32.31%	32.15%	36.54%
归属母公司净利润（百万元）	78.85	114.33	158.67	211.31
增长率	92.90%	44.99%	38.78%	33.17%
每股收益 EPS（元）	1.18	1.71	2.37	3.15
净资产收益率 ROE	11.27%	14.34%	17.01%	19.00%
PE	58	40	29	22
PB	6.55	5.75	4.91	4.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

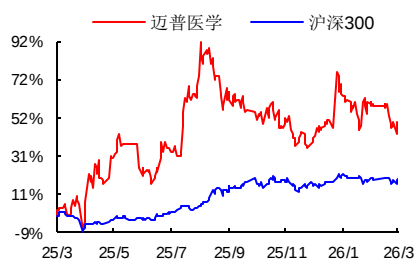
分析师：陈辰

执业证号：S1250524120002

电话：021-68416017

邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.56
52 周内股价区间(元)	42.92-88.8
总市值(亿元)	45.83
总资产(亿元)	8.45
每股净资产(元)	11.28

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 迈普医学：神经外科植入领域的技术深耕与全球化拓展	1
1.1 深耕神外，从单品突围到平台化跨越	1
1.2 “集采突围+渠道拓展”双轮驱动，加速布局集采赛道	4
2 集采常态化下的存量稳健与增量爆发	6
2.1 人工硬脑（脊）膜补片：高国产化率赛道，集采后毛利率守住约 90%的盈利中枢	6
2.2 PEEK 颅骨修补材料：集采后，规模化效应下毛利率有所提高	8
2.3 可吸收再生氧化纤维素止血纱（吉速亭®）：正式进军普外科领域，打开市场空间	10
2.4 脑膜胶（睿固®）：解决临床痛点的差异化创新	12
2.5 神经介入布局（易介）：切入百亿蓝海，打造第三增长极	13
3 海外业务：MDR 认证破局，高端市场放量	13
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值	15
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 2025H1 年公司主营业务结构	2
图 3: 2018-2025H1 各产品构成趋势 (百万元)	2
图 4: 公司主要神经外科产品及其用途.....	3
图 5: 公司股权结构图 (截至 2026/2/26)	4
图 6: 2018-2025Q1-Q3 营业总收入趋势	5
图 7: 2018-2025Q1-Q3 归母净利润趋势.....	5
图 8: 2018-2025Q1-Q3 毛利率和净利率趋势	5
图 9: 2018-2025Q1-Q3 四费率趋势.....	5
图 10: 2018-2025Q1-Q3 研发投入及研发费用率	6
图 11: 脑膜解剖示意图.....	7
图 12: 2018-2025H1 人工硬脑 (脊) 膜补片收入趋势	7
图 13: PEEK 颅颌面修补及固定系统示意图	9
图 14: 2018-2025H1 颅颌面修补系统收入趋势.....	9
图 15: 维卢®PEEK 示意图.....	10
图 16: 安泰卢示意图	10
图 17: 可吸收再生氧化纤维素止血纱 (吉速亭®) 示意图.....	11
图 18: 2023-2025H1 可吸收再生氧化纤维素及硬脑膜医用胶收入趋势	11
图 19: 硬脑膜医用胶操作示意图	12
图 20: 2018-2025H1 国内收入趋势 (百万元)	14
图 21: 2018-2025H1 国际收入趋势 (百万元)	14

表 目 录

表 1: 总业务部分集采项目明细表	4
表 2: 人工脑膜部分集采项目明细表.....	8
表 3: 公司业务分拆收入预测.....	14
表 4: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值	16

1 迈普医学：神经外科植入领域的技术深耕与全球化拓展

1.1 深耕神外，从单品突围到平台化跨越

从“硬脑膜单品公司”到“多技术平台+科室整体解决方案”的平台化跃迁。公司成立于 2008 年，是专注于高性能医疗器械的科技创新型企。一方面，公司依托生物增材制造、数字化设计与精密加工、选择性氧化及微纤维网成型、多组分交联及化成胶等核心技术平台，构建起“脑膜修复+颅颌面修补固定+快速止血+脑膜胶”的神外产品全家桶，成为国内神经外科领域唯一同时覆盖上述关键植入器械的上市公司；另一方面，公司以高强度、长期稳定的研发投入为支撑，在集采与新老产品切换背景下实现收入递增、盈利弹性加速释放，并且逐步进入平台化放量阶段。这一平台化跨越大致可分为两个阶段：2017–2022 年属于迈普医学的“硬脑膜单品+高研发投入”的蛰伏期。2023 年以来在集采与新品放量驱动下，公司开始迈入的“神外全家桶成型与平台化”的跃升期。纵观业务板块，公司硬脑膜业务占比持续下行，PEEK 颅颌面修补、可吸收止血纱和脑膜胶快速放量。叠加 2023、2024 连续两期股权激励，公司将管理层与骨干利益长期绑定，为后续神经介入“第二曲线”奠定能力与组织基础。

发展历程：聚焦临床需求，高研发投入与技术平台搭建。尽管起步时规模有限，公司在 2017–2022 年始终坚持高强度研发投入。研发费用率基本维持在 15% 以上。研发人员数量由 2020 年的 49 人提升到 2022 年的 70 人，占员工总数约 25%，并持续积累在生物增材制造、数字化设计、氧化纤维素及医用胶等前沿方向的技术储备。迈普医学以临床需求为指引，深耕科研创新，通过技术平台搭建与产品管线布局持续提升核心竞争力。公司聚焦高性能医疗器械整体解决方案，构建了生物增材制造（3D 打印）、数字化设计与精密加工等四大核心技术平台；依托完全自主知识产权的“莱普®生物 3D 打印机”等设备，实现微米至纳米级超高精度仿生制造及活细胞打印，为再生医学等领域提供创新工程手段。在此基础上，公司按“储备、开发、产业化”三层级系统布局，秉持科室全产品线和技术平台全产业链核心原则，通过产品优化与多产品线拓展满足市场及临床需求，持续强化竞争壁垒。

2008 年 9 月，留美博士团队回国创办公司；2010 年建成 GMP 标准生产厂房并取得医疗器械生产企业许可证；2011 年核心产品“睿膜®”获欧盟 CE 及 ISO13485 认证并登陆欧洲市场，同期成立德国子公司；2012 年通过国家高新技术企业认定，2013 年获批国家博士后科研工作站；2014 年“睿膜®”获中国 III 类医疗器械注册证；2015–2017 年多款产品获国内外认证，获评省级企业技术中心及创新型企业；2018 年完成股份制改造，获评国家知识产权优势企业，核心专利获中国专利奖；2019 年定制式矫治器获批，总部基地奠基，“睿康®”取得中国 III 类注册证；2020–2021 年止血产品“吉速亭®”获国内外认证，公司登陆深圳创业板；2022 年总部大厦正式启用；2023 年多款颅颌面相关产品及硬脑膜医用胶获批上市；2024 年获评广东省制造业单项冠军企业，相关产品获名优高新技术产品认定及省级研发专项扶持；2025 年“吉速亭®”新增外科适应症。目前公司持续深化神经外科高端植入器械领域布局，加速全球化拓展以挖掘新增长空间。

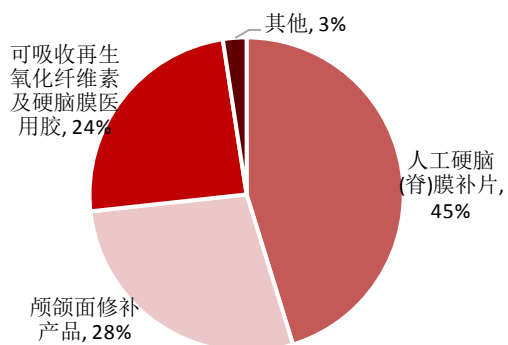
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

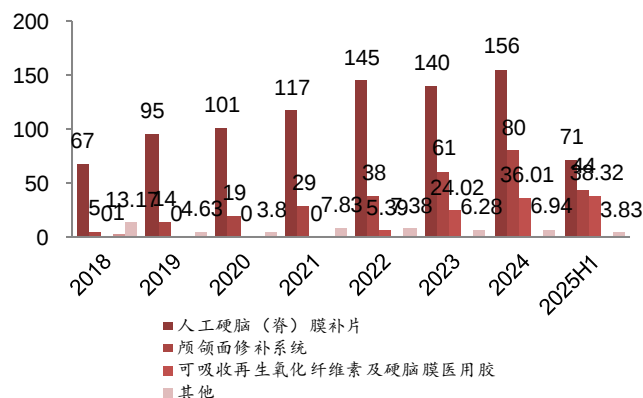
主营业务结构：形成覆盖“修补、固定、止血、封堵”全链条的综合解决方案。迈普医学专注于高性能植入医疗器械的研发、生产与销售，核心围绕神经外科开颅手术需求，产品覆盖脑膜修复/封闭防漏、颅骨（颅颌面）修补及固定、术中快速止血等关键环节，形成神经外科整体解决方案。目前核心产品包括睿膜®可吸收硬脑（脊）膜补片、睿康®硬脑（脊）膜补片、睿固®硬脑膜医用胶（用于硬脑膜缝合部位辅助封合、防止脑脊液渗漏），基于 PEEK 材料的赛卢®颅颌面修补系统及配套博纳力®可吸收性骨固定系统、安泰卢®颅颌面内固定钛钉/钛板、维卢®聚醚醚酮颅颌面固定板/颅骨内固定板等多材料固定系统，止血领域以吉速亨®可吸收再生氧化纤维素止血产品为核心。

图 2：2025H1 年公司主营业务结构



数据来源：Wind，西南证券整理

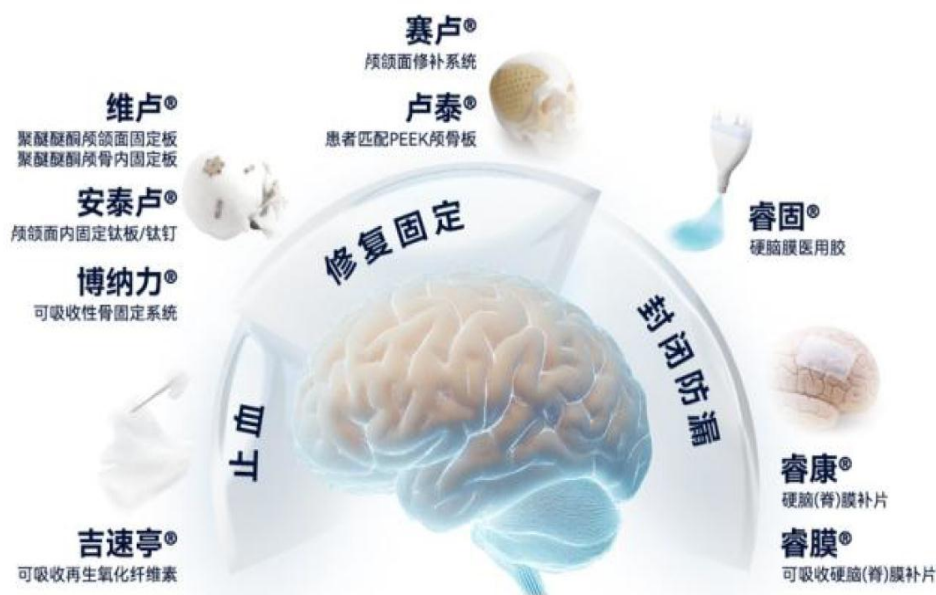
图 3：2018-2025H1 各产品构成趋势（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

人工硬脑（脊）膜补片+颅颌面修补及固定系统已成为双轮驱动，新品止血纱+脑膜胶贡献第三增长源。迈普医学深耕神经外科高性能植入器械，核心脑膜产品依托生物增材制造形成“三维仿生多孔微纤维结构”，强调组织再生修复与临床适配性，并入选科技部《创新医疗器械产品目录（2018）》；公司同时以“脑膜修复+封闭防漏+颅骨修补固定+止血”完善解决方案，受益于多省集采落地带来的进院节奏加快，2025H1 脑膜产品实现收入 7,135.97 万元、同比+3.24%。在增量端，公司以 PEEK 颅颌面修补及固定系统为代表，凭借“数字化设计与精密加工+标准化临床协助服务”能力，在河南联盟集采落地执行背景下实现放量，2024 年该业务收入 7,989.63 万元、同比+31.05%，2025H1 收入 4,425.85 万元、同比+24.69%；止血及脑膜胶产品亦贡献新增量，2024 年可吸收再生氧化纤维素与硬脑膜医用胶合计收入 3,600.70 万元、同比+49.89%。国际化方面，公司自 2011 年起布局海外并设立德国子公司，产品覆盖全球超 100 个国家和地区，为后续新品出海与渠道扩张提供基础。

图 4：公司主要神经外科产品及其用途



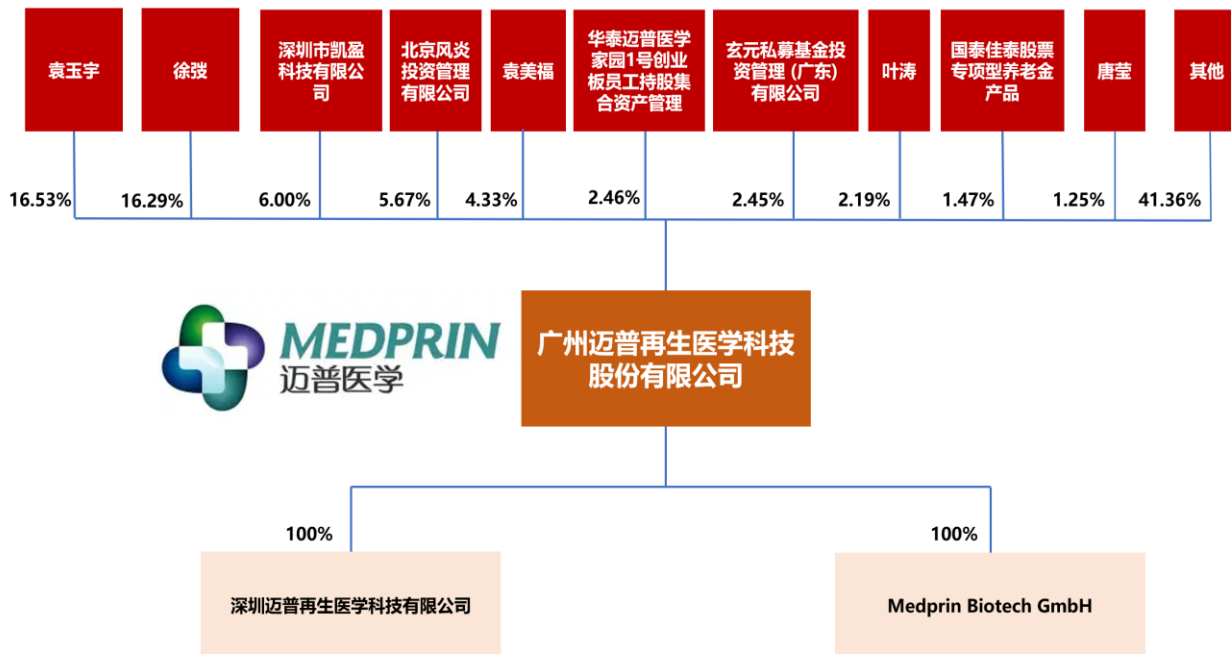
数据来源：公司25 年中报，西南证券整理

研发并购驱动，补齐产品矩阵。迈普医学秉持“预研一代、开发一代、销售一代”产品梯度策略，围绕“止血/封闭防漏/修补固定”核心需求，聚焦神经外科及相邻科室推进战略品种落地，持续完善产品矩阵。2024 年公司研发投入 3,485.28 万元，占营收比例 12.52%，研发体系保持稳定投入强度。在研管线方面，止血端“可吸收再生氧化纤维素止血颗粒”等项目稳步推进，该项目已于 2025 年 9 月正式进入临床试验阶段。国际化布局持续突破，硬脑膜医用胶于 2025 年 3 月获得欧盟 MDR 认证，为海外市场拓展奠定准入基础。同时，公司推进并购整合，拟通过发行股份及支付现金方式收购广州易介医疗 100% 股权并募集配套资金，意在补链强链，实现生物合成材料技术与神经介入器械技术的协同整合，形成“神经外科植入+神经介入”的战略延展。

集采出清，加速国产替代。在高值耗材集采常态化背景下，迈普医学核心品类（如硬脑膜补片、神经外科类耗材）陆续在多省份及联盟集采中中选或接续中标，显著提升产品准入效率与入院速度，通过“中选—入院—放量”的传导逻辑对冲价格压力。集采对行业而言“挑战与机遇共存”，一方面将加速国产替代进程与行业格局重构，另一方面，具备完整产品线、成熟技术平台，且拥有成本优化能力与创新实力的企业，将在竞争中获得更多市场机会。

控制权集中于创始人一致行动人，股权结构清晰稳定。公司实际控制人为创始人、董事长袁玉宇（持股 16.53%），控制力稳固。袁玉宇为博士研究生学历，生物工程专业，具备医疗器械高级工程师（教授级）职称，是第十三届、十四届全国人大代表，曾任华东数字医学工程研究院院长，在生物材料与医疗器械领域具有深厚积累。总经理等核心高管多来自大型跨国医疗器械企业，拥有丰富的销售与管理经验，有利于补齐公司早期“强研发、弱商业化”的短板，将技术平台优势有效转化为业绩增长。公司核心控制权集中度较高，有利于重大决策推进与中长期战略延续。截至 2026/2/26，除核心一致行动人外，第三至第五大股东分别为深圳市凯盈科技有限公司（6.00%）、北京风炎瑞盈 3 号私募证券投资基金（5.67%）、袁美福（4.33%）等；同时员工持股计划持股 2.46%。

图 5：公司股权结构图（截至 2026/2/26）



数据来源：Wind，西南证券整理；注：仅展示股权占比超过 50% 的子公司。此外，迈普医学 2 月 3 日公告称，因个人资金安排需要，唐莹计划于 2026 年 3 月 7 日至 2026 年 6 月 4 日减持不超 84.09 万股，占公司总股本不超 1.2541%。

1.2 “集采突围+渠道拓展”双轮驱动，加速布局集采赛道

依托临床价值实现准入突破，优化市场份额。在医保控费与 DRG/DIP 深化推进背景下，神经外科高值耗材采购逻辑已从“高价可用”逐步转向“合规可及”。迈普医学核心产品（人工硬脑膜补片、止血材料、PEEK 颅颌面修补系统等）具备明确临床价值与技术壁垒，集采落地后更易实现医院覆盖扩张与术式渗透，同时通过产品结构升级对冲价格压力。公司相关产品已在多省份集采及接续采购中成功中选或落地，依托临床价值实现准入突破与市场份额优化。

表 1：总业务部分集采项目明细表

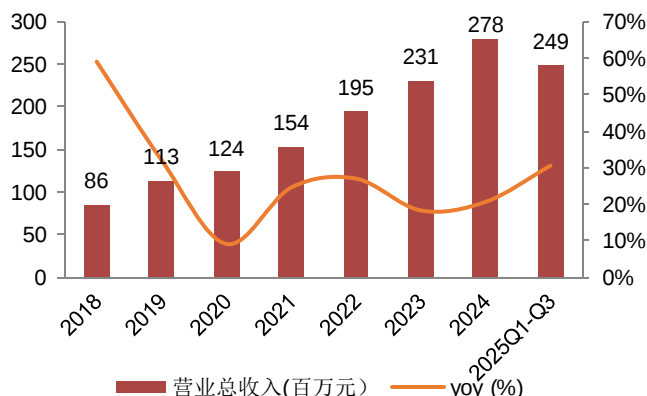
集采项目	覆盖范围	涉及产品	迈普参与情况
通用介入类和神经外科类医用耗材省际联盟集采	河南牵头省际联盟；广东省执行口径	神经外科类耗材（迈普：颅颌面修补及固定相关）	颅骨修复固定产品入围中选（河南联盟）
止血材料类医用耗材省际联盟集中带量采购	内蒙古牵头 15 省联盟；覆盖 2323 家医保定点医疗机构（公立为主）	止血材料类耗材（迈普：可吸收再生氧化纤维素等）	止血类产品入围中选（内蒙古止血材料联盟）
部分类别高值医用耗材接续采购中选结果执行（含可吸收硬脑膜补片）	山东省	可吸收硬脑（脊）膜补片（迈普：硬脑膜补片）	硬脑（脊）膜补片入围山东省部分类别高值耗材接续采购中选
弹簧圈（颅内）/硬脑（脊）膜补片/疝补片续约（拟中选/公布）	河北省	硬脑（脊）膜补片（迈普：硬脑膜补片）	硬脑（脊）膜补片续约中选（河北）
省际联盟硬脑（脊）膜补片、疝修补材料集中带量采购	陕西牵头（联盟省份以公告为准）	硬脑（脊）膜补片、疝修补材料（迈普：硬脑膜补片）	硬脑（脊）膜补片进入拟中选公示名单（陕西联盟）

集采项目	覆盖范围	涉及产品	迈普参与情况
安徽省补片类耗材集中带量采购	安徽省（芜湖市医保局受委托牵头组织）	硬脑（脊）膜补片（含与脑补片同批）	硬脑（脊）膜补片在各省集采/接续中推进（含安徽等）
省际联盟补片类医用耗材集中带量采购	辽宁牵头，12省（自治区/兵团）联盟，共1260家医疗机构	硬脑（脊）膜补片、脑补片（迈普：硬脑膜补片）	硬脑（脊）膜补片入围/中选联盟集采（含辽宁联盟）
人工硬脑（脊）膜补片接续采购	江苏省	人工硬脑（脊）膜补片（迈普：硬脑膜补片）	2023-06 江苏接续采购中标

数据来源：各省份采购文件，西南证券整理

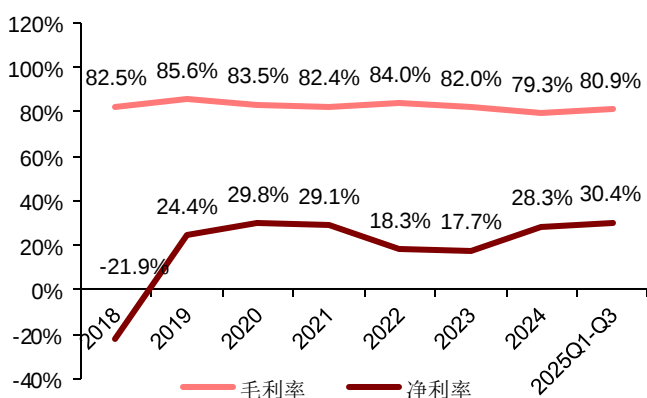
收入稳健增长，平台化雏形下的业绩放量。公司实现“收入增长+利润提速”，验证放量与结构优化的协同效果。2025 年前三季度公司实现营业收入约 2.5 亿元（同比+30.53%），归母净利润 7585 万元（同比+43.65%），扣非归母净利润 7279 万元（同比+57.94%）。利润增速快于收入、扣非增速进一步抬升，对应两类经营变化：其一，集采/接续落地后医院端覆盖与消耗量提升带来规模效应；其二，高景气品类（如 PEEK 修补固定、止血等）放量推动收入结构向高毛利/高附加值方向倾斜。此外颅颌面修补及固定系统前三季度实现收入 4426 万元、同比+24.69%，体现“集采落地—快速放量”的兑现节奏。

图 6：2018-2025Q1-Q3 营业总收入趋势



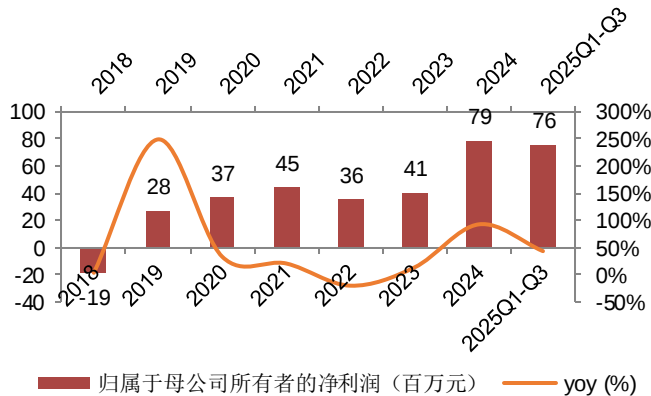
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2018-2025Q1-Q3 毛利率和净利率趋势



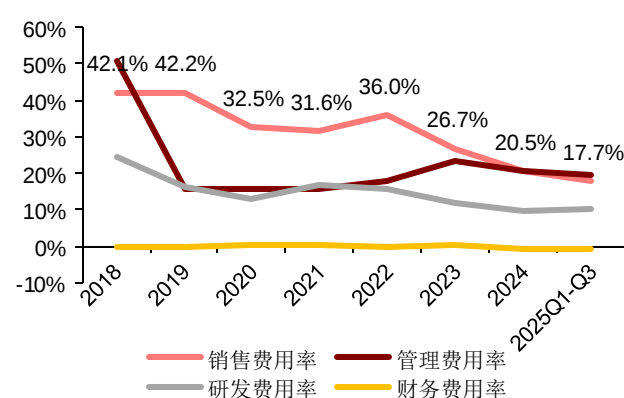
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018-2025Q1-Q3 归母净利润趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

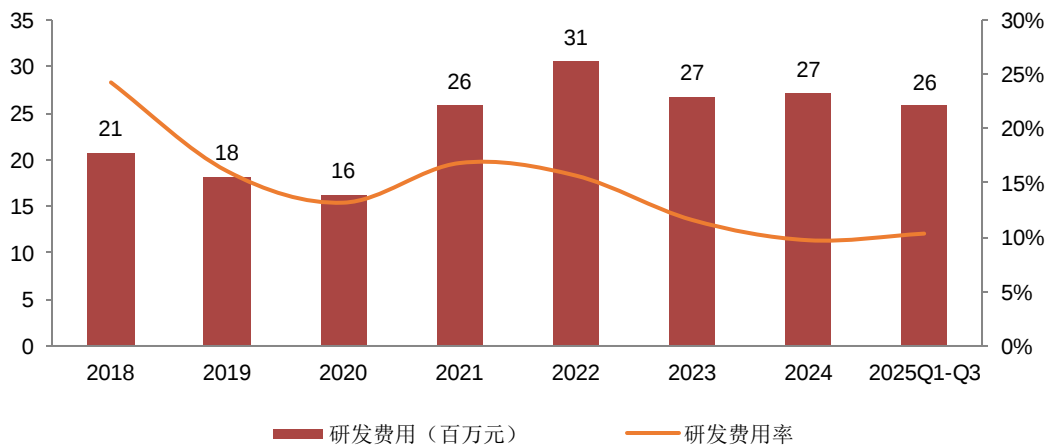
图 9：2018-2025Q1-Q3 四费率趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

以研发换壁垒，规模效应可期。公司目前处于“扩张期投入+效率逐步释放”阶段，费用投向与渠道放量、新品推进节奏精准匹配。2025 年前三季度，销售费用 4422.85 万元（同比增长 32.85%），主要系销售人员数量增加及市场拓展活动加码；研发费用 2576.07 万元（同比增长 54.88%），核心因研发项目试验检测费及材料费增加；财务费用-130.84 万元（同比进一步改善），主要系无贷款利息支出且汇兑收益增加。费用端呈现“以投入换放量、以研发换壁垒”的扩张期特征。销售投入强化终端覆盖与学术渗透，研发投入支撑在研项目推进与产品迭代。随着集采项目执行深化、医院覆盖持续扩张，费用率存在随规模摊薄的空间，盈利释放的关键变量将聚焦“中选/落地后的真实消耗量增长”与“高毛利品类占比提升”。

图 10：2018-2025Q1-Q3 研发投入及研发费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 集采常态化下的存量稳健与增量爆发

神经外科高值耗材行业已经从“价格冲击期”进入“集采常态化+结构升级”的新阶段。人工硬脑膜等存量品种在深度降价后量价趋稳，成为现金牛；以 PEEK 颅颌面修补、可吸收止血纱、脑膜胶为代表的创新赛道，以及脑卒中对应的神经介入耗材，则在国产替代与适应症拓展驱动下，构成迈普医学横跨修复与介入的双轮增长格局。

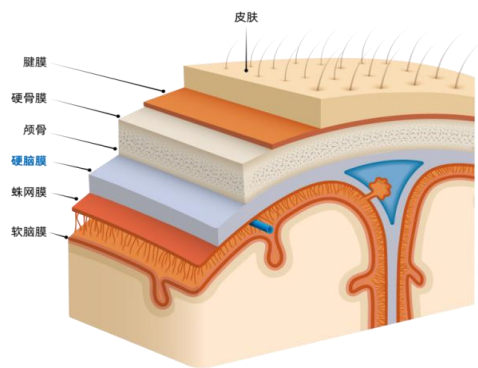
2.1 人工硬脑（脊）膜补片：高国产化率赛道，集采后毛利率守住约 90%的盈利中枢

硬脑（脊）膜修补覆盖颅脑创伤、肿瘤切除、减压开颅等高频核心术式，属于术中不可缺失环节。一旦硬脑膜缺损未能有效修补，脑组织与外界“潜在连通”，将显著抬升术后并发症与再入院风险，因此临床对该环节的容错率极低。与多数可替代耗材不同，脑膜修补材料的使用更接近“围绕手术安全的必要配置”，需求波动性相对低，行业更像“稳底盘+靠升级拉动”的结构。

封闭防漏标准化驱动增长。硬脑膜缺损核心风险为脑脊液漏，脑脊液在维持颅内环境稳定、缓冲震荡中作用关键，一旦渗漏，可能引发持续性头痛、伤口愈合延迟、脑膜炎、颅内感染等严重后果。更重要的是，单纯缝合修补不等于“水密封闭”——缝线针孔与缝合通道会形成微小渗漏路径，患者后续颅内压波动时仍存漏液风险，临床常需“第二道保险”提升

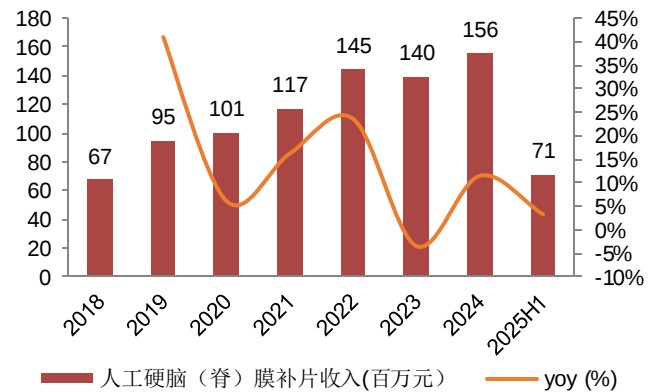
封闭可靠性。随着内镜/微创术式占比提升、围术期管理精细化及漏液风险管理趋严，材料要求从“能覆盖缺损”升级为“封闭防漏+贴合顺应+易铺展易操作”，推动高端补片从“可选项”向“常规配置”迁移，成为增长核心驱动力。

图 11：脑膜解剖示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 12：2018-2025H1 人工硬脑（脊）膜补片收入趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

人工硬脑膜市场受益于神经外科手术量增长、人口老龄化及脑血管疾病发病率上升，市场规模持续扩大。根据华经产业研究院数据，2024 年中国人工硬脑膜行业市场规模上涨超过 7.57 亿元。随着集采降价影响的逐步出清，预计后续行业将会随着需求量的扩容而持续扩容。一方面，临床对产品封闭防漏效果、贴合性及长期安全性的要求持续上移，推动产品向高端材料与更优结构设计升级；另一方面，脑脊液漏预防的术中操作逐步标准化，使补片使用更稳定、应用频次更高。在此背景下，行业竞争核心已非“低价走量”，而是产品进入临床路径后的持续渗透与复购转化。

脑膜补片对并发症、再手术概率与住院周期影响显著。脑膜补片在单台手术费用中占比有限，但对并发症、再手术概率与住院周期影响显著，因此医院端更关注长期稳定性与可预期的临床结果（感染/炎症反应、贴合顺应性、漏液风险管理能力），而非单纯比价。一旦产品完成入院准入并嵌入术式习惯，替换需要重新建立临床信任与操作路径，隐性替换成本较高，复购黏性强。对企业而言，竞争更多发生在“入院准入—临床教育—使用路径固化”的过程，渠道覆盖与学术推广对放量更关键。

国产化率较高，头部份额持续集中。硬脑膜属于国产化率较高的细分赛道，在 2019 年，天新福、冠昊生物、正海生物、佰仁医疗、迈普医学等国产厂商合计占据超 92% 市场份额。在材料维度上，国内 2019 年人工硬脑膜中，动物源性材料占比>80%，人工合成材料占比<20%。欧洲五国市场（德法英意西）人工硬脑膜与动物源性材料呈现对半分的趋势。迈普是国内少数采用人工合成材料+生物增材制造技术的脑膜企业。公司凭借人工合成路线的以下优势：

- 1) 纯聚乳酸材质，非动物源性材料，动物源材料在欧美的溯源要求比较高
- 2) 无动物源病毒与免疫风险，安全属性突出
- 3) 通过“织布式”工业化生产，规格灵活、成本控制能力强

集采已经从“价格冲击”切换为“竞争格局重塑”。人工硬脑膜的集采主要以省际联盟和省级采购为主，尚未进入国家级集采。人工硬脑膜市场主要分为动物源性材料（如冠昊生物、正海生物、佰仁医疗）和人工合成材料（如迈普医学的聚乳酸类）。迈普医学的“睿膜”

属于生物 3D 打印的合成材料，在某些集采分组中具有技术路径上的差异化优势。虽然单价受压，但迈普医学通过集采实现了国产替代和市占率提升。集采大幅降低了入院门槛，迈普医学凭借“人工合成+3D 打印”的技术背书，在集采后加速了对进口品牌（如贝朗）的替代。

表 2：人工脑膜部分集采项目明细表

联盟/省份	时间	涉及产品	降价/中标情况
江苏省 (第三轮)	2020 年	人工硬脑膜	全省平均降幅约 68.9%，最高降幅 81%。迈普医学成功中标，价格进入 2,000-3,000 元区间。
山东省	2021 年	人工硬（脊）脑膜	属于山东省第二批带量采购。迈普医学“睿膜”系列产品顺利入围，全省同类产品平均降幅达 64.12%。
福建省	2022 年	人工硬脑膜补片	迈普医学作为主要国产供应商之一中标。
辽宁/宁夏等	2023 年	人工硬脑膜	多省份联动或跟进集采，迈普医学维持了较高的市场份额。
京津冀“3+N”联盟	2023-2024 年	神经外科耗材	迈普医学多款规格产品入选。目前神经外科耗材在“3+N”模式下价格渐趋统一，降幅普遍在 50%-70%。

数据来源：各省份采购文件，西南证券整理

毛利率守住约 90%的盈利中枢。尽管有集采降价的压力，量增后单位成本有所下降，毛利率仍旧维持在 90%附近。公司核心产品“睿膜®”2011 年获欧盟 CE 认证、2014 年取得国内注册证，且入选科技部《创新医疗器械产品目录（2018）》，形成坚实的合规与学术支撑。集采已经从“价格冲击”切换为“竞争格局重塑”。迈普凭借人工合成材料与工业化生产优势，在终端深度降价的环境下，实现了出厂价相对稳定+量的扩张+毛利率守住约 90%的盈利中枢，硬脑膜从此将更多承担现金牛+渠道入口的角色。

2.2 PEEK 颅骨修补材料：集采后，规模化效应下毛利率有所提高

PEEK 材料在医疗领域的应用始于 20 世纪 90 年代末。最初主要用于脊柱椎间融合器，凭借其优异的生物相容性逐步替代钛合金。随着加工工艺的成熟，其应用范围迅速拓展至创伤骨科、关节置换及运动医学领域。在神经外科领域，PEEK 材料因其可定制化与防护性能，逐渐成为颅骨修补的理想选择。国内企业如迈普医学于 2016 年首次取得 PEEK 颅颌面修补系统注册证，通过数字化设计与精密加工技术，推动了该材料在国内神外领域的临床应用，实现了从标准品到个性化定制的跨越。

PEEK 材料拥有耐辐照性、绝缘性稳定、耐水解、抗压、耐腐蚀等特点。PEEK 材料替代钛金属的核心逻辑在于其卓越的生物医学性能。2025 年 8 月发布的《颅骨缺损修补术专家共识（2025 版）》首次以 I 级推荐明确 PEEK 作为颅骨修补材料的临床应用地位，标志着临床端对材料选择标准的升级，进一步确立了 PEEK 的主流地位。同时，PEEK 材料的力学性能与人体天然颅骨高度接近，避免了应力遮挡效应，且具有良好的隔热性，解决了钛网导热导致的冷热敏感问题。以及，PEEK 材料透 X 射线，术后 CT/MRI 检查无伪影，不影响对颅内病变的观察，而钛金属则会产生伪影干扰诊断。

国内颅颌面修补市场正处于从“钛为主”向“PEEK 为主”转型的关键期。全球范围内，欧美发达国家 PEEK 材料在颅骨修补领域的渗透率已处于高位，成为主流标准。相比之下，根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所数据，国内市场长期以钛材料为主（2018 年钛材料占比约 93%）。迈普医学是国内少数同时拥有 PEEK 颅颌面修补系统、PEEK 固定系统及钛材料固定系统的全产品线企业，构建了极具竞争力的护城河。公司拥有拥有“赛卢®”

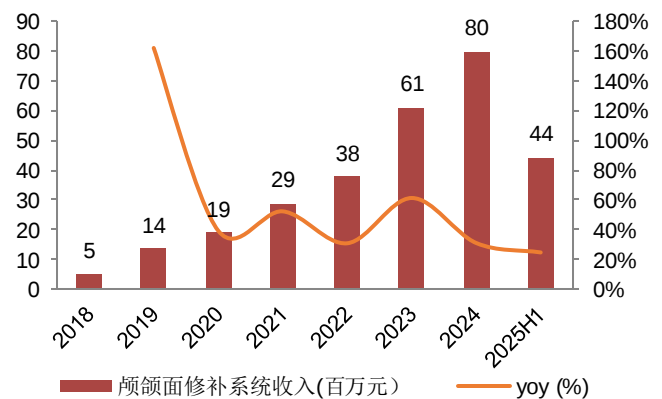
颅颌面修补系统 (PEEK)、“维卢®”颅颌面固定板 (PEEK)、“安泰卢®”钛板/钉等产品,覆盖了从修补到固定的全流程需求,且是国内唯一同时覆盖颅颌面适应症的 PEEK 修补产品。同时,产品具体技术壁垒。基于数字化设计与精密加工技术平台,公司能够利用 3D 打印技术实现 PEEK 材料的个性化定制,精确重建骨窗形态,尤其在面积或复杂部位缺损修复中具有显著优势。同时,公司采用创新设计。独有的搭片专利设计减少了辅助固定需求,缩短手术时间;针对儿童患者的滑槽结构设计,有效防止颅骨生长导致的骨窗增大和补片塌陷。

图 13: PEEK 颅颌面修补及固定系统示意图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 14: 2018-2025H1 颅颌面修补系统收入趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司依托“数字化设计与精密加工技术平台”及“生物增材制造技术平台”,构建了极具竞争力的制造工艺体系。针对 PEEK 颅颌面修补系统,公司采用先进的 3D 打印技术与高精度数控加工 (CNC) 工艺相结合的路线。通过对患者 CT 数据进行三维重建与数字化建模,利用精密加工设备将 PEEK 材料制备成与患者骨缺损区域高度吻合的个性化植入物,实现了亚毫米级的匹配精度。

2023 年我国颅颌骨修补及固定整体产品市场规模达到 17.5 亿元。据国家药品监督管理局南方医药经济研究所数据,2023 年我国颅颌骨修补及固定整体市场规模已达 17.5 亿元,2018-2023 年复合增长率 (CAGR) 为 15.3%,呈现出显著高于医疗器械行业平均水平的稳健增长态势。这一增长主要得益于人口老龄化加剧导致的脑卒中等神经外科疾病发病率上升,以及开颅手术后颅骨修补治疗率的持续提升。

集采政策已成为 PEEK 产品放量的核心催化剂。过去 PEEK 材料因价格高昂,渗透率偏低,但随着河南、河北等省际联盟集采的落地,未来渗透率有望向欧美发达市场水平靠拢。集采不仅解决了支付问题,更打破了高端耗材的区域壁垒。此前 PEEK 应用主要集中在东部沿海发达地区的三甲医院,而此次集采覆盖了大量中西部省份,推动了高端材料向基层和欠发达区域下沉,有效拉动了中西部地区的渗透率提升。叠加人口老龄化带来的颅骨修补需求增加,以及患者对术后美观度和生活质量要求的提升,PEEK 材料正从“可选消费”向“标准配置”转变,驱动行业从单纯的存量替代走向增量扩容的新阶段。

公司构建了独特且坚实的护城河，主要体现在全产品线布局、技术壁垒及渠道协同三个维度。第一，公司是国内少数同时拥有 PEEK 颅颌面修补系统、PEEK 固定系统及钛材料固定系统的全产品线企业。这种“修补+固定”的一体化解决方案，结合“PEEK+钛”的多材料组合，能够满足从儿童到成人、从高端到基础的差异化临床需求，有效提升了客户粘性和单台手术价值量。第二，依托数字化设计与精密加工技术平台，公司利用 3D 打印技术实现 PEEK 材料的个性化精准成型，产品与患者骨缺损匹配度极高，美学效果优异。此外，公司独创的楔形边缘设计和免塑形特性，显著缩短了手术时间，解决了临床痛点。第三，迈普医学在神经外科领域拥有硬脑膜、止血纱、医用胶等丰富的高值耗材管线，覆盖国内近 2000 家医院。PEEK 产品可借助成熟的脑膜销售渠道实现快速导入，形成“神外全科室”协同销售模式，这是单一骨科厂商难以复制的渠道优势。

图 15：维卢®PEEK 示意图



维卢®

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 16：安泰卢示意图



安泰卢®

数据来源：公司官网，西南证券整理

集采带来的规模化生产为降低成本提供了契机。随着 PEEK 颅颌面修补系统及人工硬脑膜补片的中标放量，公司产能利用率显著提升，规模效应有效摊薄了单位固定成本，抵消了部分终端价格下降的影响。公司在 24 年单产品线毛利率有所下滑后，25H1 毛利率显著回升至 69.4%。这表明公司具备极强的成本管控能力与供应链议价能力，能够将技术优势转化为持续的成本护城河。

2.3 可吸收再生氧化纤维素止血纱（吉速亭®）：正式进军普外科领域，打开市场空间

迈普医学在稳固神经外科人工硬脑膜补片和 PEEK 颅颌面修补系统两大基石业务的同时，通过前瞻性的研发布局，成功打造了以可吸收再生氧化纤维素（止血纱）和硬脑膜医用胶为核心的止血与封合产品线。该板块凭借极高的技术壁垒、显著的临床差异化优势以及广阔的市场空间，已成为公司业绩爆发式增长的第二增长曲线。

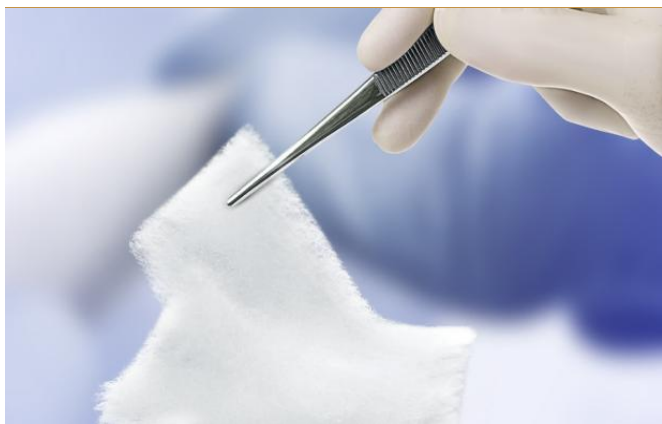
可吸收再生氧化纤维素（Regenerated Oxidized Cellulose）是目前全球外科手术中应用最广泛、技术壁垒最高的高端止血材料之一。迈普医学依托自主研发的选择性氧化及微纤维网成型技术平台，成功开发出“吉速亭®”止血纱，成为国内极少数能够生产纤丝型（Fibrillar）再生氧化纤维素的企业，实现了对进口高端产品的技术对标与超越。传统国产止血纱多为织物型（布状），质地较硬，贴附性差。迈普医学采用先进的无纺成型工艺，制造出纤维丝更细、更长且比表面积更大的纤丝型产品。这种微观结构显著增加了材料与血液的

接触面积，能更快速地激活血小板聚集，形成稳固的血凝块，止血效率远高于传统产品。“吉速亭®”具有极佳的柔韧性和可塑性，医生可根据手术创面的形状和深浅，将其塑形为薄片、团状、卷状或条状。特别是在神经外科深部狭窄视野或普外科复杂创面中，其易分层且结构完整的特性，使得操作极为便利，能够精准覆盖出血点，解决了传统纱布难以贴合不规则创面的痛点。

产品具备广谱抑菌功能，能有效降低术后感染风险。同时，材料在体内可被完全吸收，无残留，避免了异物反应和二次手术取出的痛苦。作为行业技术引领者，迈普医学还是我国首项可吸收再生氧化纤维素团体标准（T/CIET 1202-2025）的第一起草单位，确立了行业质量标杆。

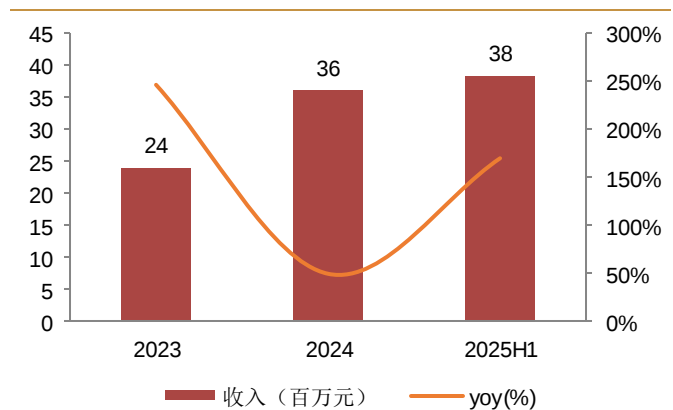
止血纱属于典型高频耗材，需求与外科手术量高度绑定。一次性使用的属性带来高复购频率与强使用粘性。可吸收再生氧化纤维素止血产品的市场空间，不仅依托神经外科等高难度手术场景，更核心的是向普外科、骨科等大容量科室渗透延伸，通过拓宽术式覆盖范围与科室准入边界，将单台手术的使用强度结合更大的手术基数，实现市场规模持续扩容。

图 17：可吸收再生氧化纤维素止血纱（吉速亭®）示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：2023-2025H1 可吸收再生氧化纤维素及硬脑膜医用胶收入趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

国内可吸收再生氧化纤维素市场长期呈现寡头垄断格局。由于可吸收再生氧化纤维素的技术门槛较高，目前国内神经外科手术中使用的高端止血材料市场基本被进口品牌主导。以强生公司为代表所开发的高性能氧化再生纤维素可吸收止血纱，上市后迅速成为该领域临床应用最广泛的耗材。长期以来，由于氧化控制、纤维成型等核心工艺的限制，国产企业难以生产出性能相当的纤丝型产品，导致国产化率极低。

适应症里程碑突破。吉速亭®最初于 2021 年获批时，适应症仅限于神经外科颅内手术。2025 年 1 月，公司成功完成适应症注册变更，适用范围拓展至除眼科、泌尿外科外的广泛外科手术（神经外科仍限颅内）。神经外科虽然是高值耗材的高地，但手术量相对有限。普外科（包括肝胆、胃肠、甲乳等）、胸外科、妇产科等领域的手术量是神经外科的数十倍。神外市场主要用于开颅手术止血，单价高但量小。普外市场覆盖肝切除、肿瘤切除等大量手术，止血材料消耗量巨大。适应症的拓展标志着吉速亭®正式从“专科小众耗材”转型为“通用型大宗耗材”。

集采政策是打破进口垄断、加速国产入院的核心催化剂。2023 年底，吉速亭®在内蒙古 14 省联盟集采中与强生以相同价格分组中选，证明了其在质量层次上已获得官方认可，具备了与进口产品同台竞技的资格。2024 年启动的京津冀联盟集采将进一步覆盖高消费能力的北方市场。集采不仅降低了进院门槛，更通过“带量”机制帮助国产产品快速完成市场教育和渠道铺设，实现“以价换量”和市场份额的跃升。

2.4 脑膜胶（睿固®）：解决临床痛点的差异化创新

硬脑膜医用胶主要用于神经外科手术中硬脑膜缝合后的辅助封合，以防止脑脊液渗漏。脑脊液渗漏是神外手术常见的严重并发症，可能导致颅内感染、切口愈合不良甚至脑膜炎。

图 19：硬脑膜医用胶操作示意图



数据来源：公司 25 年中报，西南证券整理

市场上早期的医用胶产品普遍存在高溶胀性问题。吸水后体积大幅膨胀，容易压迫脆弱的神经组织，造成医源性损伤。此外，部分产品成胶 PH 值偏酸性，对脑组织有刺激性；且涂抹装置简陋，难以形成均匀的封闭层。

依托多组分交联及雾化成胶技术平台，迈普医学推出的“睿固®”硬脑膜医用胶实现了三大突破：①低溶胀性配方：吸水溶胀率极低，成胶后体积稳定，彻底消除了压迫神经的风险。②中性 pH 值：成胶环境呈中性，生物相容性优异，对脑组织无刺激。③雾化成胶装置：配备专用的雾化喷头，能将胶液均匀喷洒在缝合针眼和缺损处，形成致密、连续的防漏层，封堵效果显著优于传统涂抹方式。

目前国内硬脑膜医用胶市场呈现双寡头格局。仅有赛克赛斯和迈普医学两家企业拥有获批产品，进口品牌尚未大规模进入该细分领域。迈普医学作为后来者（2023 年 2 月上市），凭借更优的产品性能（低溶胀、雾化）和与硬脑膜补片的协同效应，正在快速抢占市场份额。

2025 年 3 月，睿固®硬脑膜医用胶成功获得欧盟 MDR（Medical Device Regulation）认证。MDR 是全球最严苛的医疗器械监管法规之一，相比旧版 MDD 指令，其在临床数据、技术文档、上市后监管等方面的要求大幅提高。获得 MDR 认证，意味着迈普医学的质量体系和产品性能已达到国际顶尖水平。该认证不仅为产品进入欧盟 27 国市场发放了“通行证”，

更在东南亚、中东、南美等认可欧盟标准的地区形成了强有力的质量背书。2025 年上半年，公司海外收入同比增长 50.96%，其中医用胶与止血纱的海外增速超 100%。MDR 认证的落地，将进一步加速该产品在全球高端市场的渗透，成为出口业务的核心增长驱动。

渠道复用也是产品推广的关键。公司在神经外科领域深耕多年，覆盖国内近 2000 家医院。止血纱和医用胶可以无缝嫁接现有的脑膜和 PEEK 销售渠道，无需重建网络，极大地降低了销售费用率，提升了单院产出。

2.5 神经介入布局（易介）：切入百亿蓝海，打造第三增长极

在巩固神经外科植入耗材（PEEK 修补、人工硬脑膜）基本盘的基础上，迈普医学通过并购易介医疗切入百亿级神经介入赛道。公司同时依托欧盟 MDR 认证加速海外高端市场渗透，正式开启了“技术边界扩张+市场区域延伸”的双维增长周期。通过收购易介医疗，公司实现了从“开颅手术”向“血管介入”的战略跨越。易介医疗拥有稀缺的介入导管技术平台和 FDA 认证产品，结合迈普的生物材料优势与神外渠道资源，有望在国产替代率较低的神经介入领域复制“Integra”式的多领域成长路径。

神经介入主要用于治疗脑卒中（中风），包括缺血性脑卒中（血栓）和出血性脑卒中（动脉瘤等）。中国是全球脑卒中负担最重的国家之一，随着老龄化加剧，市场需求呈现爆发式增长。迈普医学以 3.35 亿元收购易介医疗 100% 股权，是公司上市以来最重要的外延式并购，其战略逻辑清晰且深远。易介专精于介入输送系统、精密导管加工及金属支架成型技术。并购后，迈普将利用自身的材料技术赋能易介，开发如生物可吸收支架、药物涂层球囊等下一代创新产品，补全泛血管介入技术拼图，构建“材料+器械”的双重壁垒。

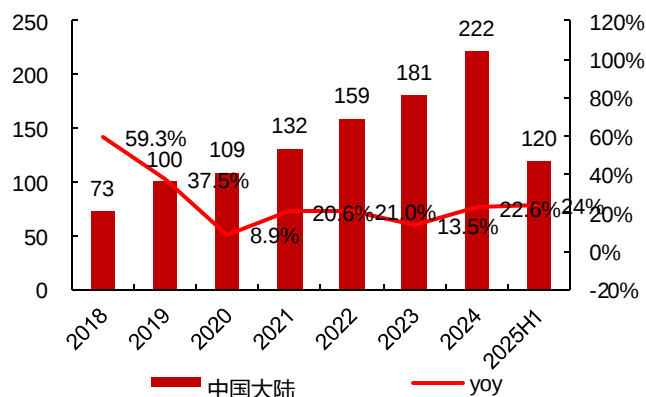
渠道资源的深度整合。神经外科（迈普主阵地）与神经内科/介入科（易介主阵地）在脑血管疾病治疗上密切相关，部分医院甚至合并为“脑科中心”。迈普拥有覆盖国内近 2000 家医院、1000 家经销商的成熟网络。收购后，易介的产品可直接嫁接迈普的渠道高速公路，迅速覆盖下沉市场，解决初创企业进院难的痛点。整合后，公司将成为全球极少数同时覆盖神经外科开颅手术（修补、封合）与神经介入微创手术（疏通、栓塞）的综合解决方案提供商，显著提升对医院的议价能力和品牌粘性。

3 海外业务：MDR 认证破局，高端市场放量

全球医疗器械市场规模庞大，其中欧美市场占据半壁江山。然而，近年来欧盟实施了史上最严的 MDR（Medical Device Regulation）法规，取代了原有的 MDD 指令。MDR 大幅提高了临床数据要求、技术文档审核标准及上市后监管力度。这导致大量中小企业因无法通过认证而退出欧洲市场，同时也为具备研发实力的头部企业腾出了市场空间。

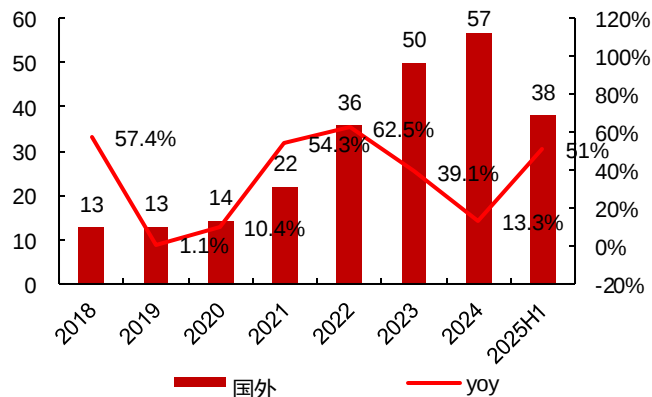
迈普医学自 2011 年起便布局海外，是国内最早一批“出海”的高值耗材企业之一。在起步期，公司通过人工硬脑膜补片进入新兴市场（东南亚、南美）。在加速期，公司建立覆盖全球 100+ 国家的销售网络，采用“经销+直销”模式深耕重点区域。2025 年上半年，海外收入达 3810 万元，同比增长 50.96%，且高值新品（止血纱、医用胶）增速超 100%，显示出极高的成长性。

图 20：2018-2025H1 国内收入趋势（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：2018-2025H1 国际收入趋势（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

依托 MDR 认证，迈普在海外市场形成了极具竞争力的产品组合拳。①基石产品（人工硬脑膜）：市场成熟，现金流稳定，持续渗透；②医用胶：凭借低溶胀、雾化成胶的差异化优势，解决传统产品压迫神经的痛点，在 MDR 加持下有望快速抢占欧洲市场份额；③止血纱：对标强生速即纱，凭借高性价比和优异的止血性能，在海外市场实现翻倍增长；④潜力新品（PEEK+神经介入）：随着易介医疗的整合，神经介入产品也将借助现有海外渠道出海，进一步丰富产品线。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，公司对 2025-2027 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 人工硬脑膜补片：在集采全面执行与续约下，价格整体降价换量，预计后续集采后价格维持稳定。预计 2025-2027 年收入增速分别为 7%、8%、8%，毛利率维持约 90% 高位。
- 2) 颅颌面修补产品：受河南等联盟集采及 PEEK 材料替代钛金属材料的推进，颅颌面修补产品集采受益，国产替代稳步提升。预计 2025-2027 年收入增速分别为 35%、40%、40%，产品销量规模放大后，预计毛利率稳定在 69%。
- 3) 止血纱+脑膜胶：止血纱 25 年取得国内全科获证，脑膜胶国内取证也在逐步拓展至脊柱适应症。2025-2027 年收入预计分别为 140%、71%、69%，毛利率从约 73% 提升至 77%，新适应症与海外市场共同驱动。

表 3：公司业务拆分收入预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
人工硬脑膜补片	收入	156	166	180	194
	增速	11.5%	7.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	89.9%	90.0%	90.0%	90.0%
颅颌面修补产品	收入	80	108	151	211
	增速	31.1%	35.0%	40.0%	40.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	毛利率	62.0%	69.0%	69.0%	69.0%
可吸收再生氧化纤维素 及硬脑膜医用胶	收入	36	86	148	250
	增速	49.9%	140.0%	70.8%	69.3%
	毛利率	73.3%	77.4%	77.4%	77.4%
3D 打印设备	收入	0	0	0	0
	增速	-86.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	59.5%	60.0%	60.0%	60.0%
技术服务及其他	收入	7	7	8	9
	增速	82.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	75.40%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	278	368	487	665
	增速	20.6%	32.3%	32.1%	36.5%
	毛利率	79.3%	80.6%	79.4%	78.4%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

公司主营业务属于医疗器械神经外科耗材板块。因此选取了医疗器械板块相关耗材业务板块个股作为估值参考。选取威高骨科（骨科耗材）、佰仁医疗（补片、结构心）、正海生物（脑膜、活性生物骨）作为可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 40x。首次覆盖建议关注。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688161.SH	威高骨科	32.15	0.67	0.85	0.99	48	38	32
688198.SH	佰仁医疗	102.89	1.49	1.88	2.50	69	55	41
300653.SZ	正海生物	20.30	0.65	0.72	0.80	31	28	25
平均值						49	40	33
301033.SZ	迈普医学	68.35	1.71	2.37	3.15	40	29	22

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2026 年 3 月 11 日收盘价

5 风险提示

- 1) 行业政策风险
- 2) 产品降价风险
- 3) 技术开发风险
- 4) 对外投资风险等

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	278.44	368.40	486.84	664.72	净利润	78.85	114.33	158.67	211.31
营业成本	57.56	71.59	100.32	143.81	折旧与摊销	26.49	25.30	25.72	26.27
营业税金及附加	5.21	7.37	9.74	13.29	财务费用	-1.32	-1.00	-1.00	-1.00
销售费用	57.21	64.08	76.89	99.96	资产减值损失	-0.07	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	56.83	71.04	85.25	115.08	经营营运资本变动	-28.29	28.98	-1.23	0.13
财务费用	-1.32	-1.00	-1.00	-1.00	其他	40.72	-4.65	-2.77	-5.37
资产减值损失	-0.07	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	116.38	162.77	179.21	231.15
投资收益	3.43	5.00	5.00	5.00	资本支出	-24.73	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.15	-0.20	-0.20	-0.20	其他	16.40	29.28	-25.20	-25.20
其他经营损益	12.44	12.00	12.00	12.00	投资活动现金流净额	-8.33	14.28	-40.20	-40.20
营业利润	91.72	135.51	186.68	248.60	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.44	-1.00	0.00	0.00	长期借款	-46.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.16	134.51	186.68	248.60	股权融资	22.74	0.00	0.00	0.00
所得税	14.30	20.18	28.00	37.29	支付股利	-39.70	-15.77	-22.87	-31.73
净利润	78.85	114.33	158.67	211.31	其他	-18.28	23.80	16.00	16.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-81.67	8.03	-6.87	-15.73
归属母公司股东净利润	78.85	114.33	158.67	211.31	现金流量净额	26.54	185.08	132.14	175.21
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	57.45	242.53	374.67	549.88	成长能力				
应收和预付款项	28.26	33.59	45.78	64.11	销售收入增长率	20.61%	32.31%	32.15%	36.54%
存货	34.28	49.83	66.40	94.67	营业利润增长率	90.03%	47.74%	37.76%	33.17%
其他流动资产	192.41	137.96	138.00	138.05	净利润增长率	92.90%	44.99%	38.78%	33.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	58.13%	36.72%	32.28%	29.55%
投资性房地产	11.33	11.33	11.33	11.33	获利能力				
固定资产和在建工程	308.64	306.77	304.49	301.65	毛利率	79.33%	80.57%	79.39%	78.36%
无形资产和开发支出	95.05	86.82	78.60	70.38	三费率	40.48%	36.40%	33.10%	32.20%
其他非流动资产	71.81	101.59	131.38	161.17	净利率	28.32%	31.04%	32.59%	31.79%
资产总计	799.23	970.43	1150.64	1391.24	ROE	11.27%	14.34%	17.01%	19.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.87%	11.78%	13.79%	15.19%
应付和预收款项	41.84	90.30	117.45	159.87	ROIC	19.48%	30.47%	45.67%	62.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	41.98%	43.38%	43.42%	41.20%
其他负债	57.72	83.09	100.34	118.94	营运能力				
负债合计	99.57	173.39	217.79	278.81	总资产周转率	0.35	0.42	0.46	0.52
股本	66.52	67.05	67.05	67.05	固定资产周转率	0.89	1.21	1.64	2.29
资本公积	463.95	463.42	463.42	463.42	应收账款周转率	13.10	14.40	15.20	14.95
留存收益	179.53	278.09	413.90	593.47	存货周转率	1.89	1.69	1.69	1.75
归属母公司股东权益	699.66	797.04	932.85	1112.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	699.66	797.04	932.85	1112.43	资产负债率	12.46%	17.87%	18.93%	20.04%
负债和股东权益合计	799.23	970.43	1150.64	1391.24	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.58	4.36	4.60	4.66
					速动比率	5.86	3.90	4.12	4.14
					股利支付率	50.35%	13.79%	14.41%	15.02%
					每股指标				
					每股收益	1.18	1.71	2.37	3.15
					每股净资产	10.44	11.89	13.91	16.59
					每股经营现金	1.74	2.43	2.67	3.45
					每股股利	0.59	0.24	0.34	0.47
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	116.89	159.81	211.40	273.88					
PE	58.12	40.08	28.88	21.69					
PB	6.55	5.75	4.91	4.12					
PS	16.46	12.44	9.41	6.89					
EV/EBITDA	36.35	25.52	18.53	13.55					
股息率	0.87%	0.34%	0.50%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn

	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn