

# 迈普医学 (301033.SZ)

## 神外科室协同布局，出海打开成长空间

买入 (首次评级)

当前价格: 39.50 元

### 投资要点:

#### ► 脑膜修补耗材先行者，神外科室协同+出海稳步推进打开成长空间

公司成立于2008年，是国内神经外科领域唯一同时拥有人工硬脑(脊)膜补片、颅颌面修补系统、可吸收再生氧化纤维素、硬脑膜医用胶等植入医疗器械产品的企业，产品协同效应明显。2023年营业收入超2亿元，归母净利润0.33亿元，同比增长17.86%。其中人工硬脑(脊)膜补片、颅颌面修补及固定系统是主要的收入来源，分别占营业收入60.47%及26.41%；可吸收再生氧化纤维素、硬脑膜医用胶等植入等新品打破进口垄断、出海稳步推进，打开第二增长曲线。随着各产品领域集采影响陆续出清，以量换价趋势有望带动公司业绩步入增长新阶段。

#### ► 硬脑(脊)膜补片60亿市场，公司产品优势明显，集采加速份额提升

根据观研天下的数据，2020年开颅手术量已达77万台。人工硬脑膜是开颅手术中必备耗材，2020年市场规模已近60亿。公司脑膜产品2011年已获CE证上市，为全球第一个用生物3D打印的可吸收硬脑(脊)膜，《创新医疗器械产品目录(2018)》中唯一一款脑膜产品。根据前瞻产业研究院，集采前人工硬脑膜国产化率高达90%且集中度高，公司为唯一一家3D打印人工合成材料，受益于产品绝对优势集采表现优异，带动公司快速实现市场份额的提升，后续加速放量可期。

#### ► PEEK材料钛替代趋势确定，公司国产第二上市

颅颌面修补PEEK材料凭借耐辐照性等特点，成为替代钛材料的首选材料，但国内PEEK材料渗透率较低(不足10%)，渗透率提升空间广阔。公司PEEK颅颌面缺损修补产品于2016年、国产第二家上市，性能优异。同时，公司基于已有技术平台优势，外延拓展齿科赛道，在研项目包括PEEK-HA牙种植体，进一步丰富产品布局。凭借较强的产品稀缺性，公司颅颌面修补及固定系统业务23年收入6,096.7万元，同比增长61.13%；23年河南省际联盟集采中顺利中选，且中标价显著高于金属材料，具备较高的定价权。公司依托在颅骨修复领域的全方位布局，有望未来扩大产品销售规模，提高产品市占率。

#### ► 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年收入分别为2.9/3.9/5.1亿元，同比增长26%/34%/32%，归母净利润分别为0.55/0.95/1.35亿元，同比增长35%/73%/42%。采用可比公司估值法，我们选取具有人工硬脑(脊)膜补片业务的佰仁医疗、正海生物和冠昊生物、具有PEEK颅颌面修补业务的康拓医疗为可比公司，计算得出24年调整后平均PE倍数为40.6倍。我们认为，随着公司围绕神经外科科室打造协同、全面解决方案，在核心细分领域的技术优势将逐步凸显，集采加速行业整体渗透率、公司市场份额提升，有望持续奠定业绩增长确定性。考虑到公司神经外科产品线布局全面，产品出海赋予更高成长空间，给予公司相较可比公司一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

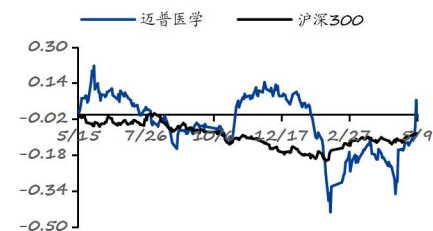
#### ► 风险提示

新品类销售不及预期、竞争格局恶化的风险、海外拿证不及预期、集采中标不及预期

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	66.06/38.20
流通A股市值(百万元)	1,508.96
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	17.16
一年内最高/最低价(元)	53.00/22.37

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)

SLH30021@hfzq.com.cn

分析师: 王艳(S0210524040001)

联系人: 黄冠群(S0210124040019)

hgq30485@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	195	231	290	388	513
增长率	27%	18%	26%	34%	32%
净利润(百万元)	36	41	55	95	135
增长率	-20%	14%	35%	73%	42%
EPS(元/股)	0.54	0.62	0.83	1.44	2.05
市盈率(P/E)	72.7	63.8	47.4	27.4	19.3
市净率(P/B)	4.3	4.1	3.9	3.6	3.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 脑膜修补耗材先行者，神外科室全面布局打开成长空间	3
1.1 深耕行业近二十载，自研奠定核心竞争优势	3
1.2 集采影响陆续出清，以量换价步入增长新阶段	4
1.3 股权激励设定收入端加速增长目标，彰显长期高速增长信心	5
2 硬脑（脊）膜补片：人工合成优势明显，集采加速份额提升	5
2.1 硬脑（脊）膜补片市场近 60 亿，人工合成材料优势明显	6
2.2 公司硬脑（脊）膜补片 2011 年已获 CE 证上市，集采中标情况优异	6
3 PEEK 业务：PEEK 材料钛替代趋势确定，公司国产第二上市	7
3.1 PEEK 市场：钛替代渗透率提升空间广阔，市场规模持续扩容	7
3.2 公司 PEEK 颌面缺损修补产品国产第二家上市，集采顺利中选	7
4 止血纱及脑膜胶：高速增长新业务，助力形成全面产品组合	8
4.1 氧化再生纤维素材料止血纱市场近 10 亿，公司带头突围进口垄断	8
4.2 脑膜胶：国产唯二厂商，海外注册稳步推进	9
5 科室协同持续推动规模效应，出海持续打开成长天花板	9
6 盈利预测与投资建议	10
6.1 盈利预测	10
6.2 投资建议	11
7 风险提示	12

## 图表目录

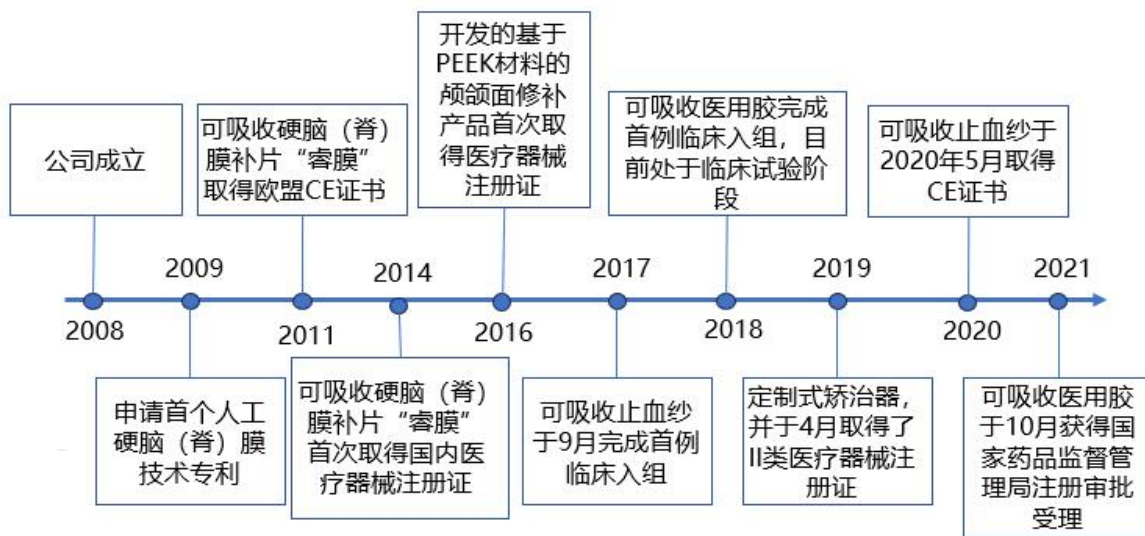
图表 1: 公司发展历程	3
图表 2: 公司股权结构（截至 2024 年 4 月 26 日）	3
图表 3: 公司产品结构	4
图表 4: 公司营业收入情况	4
图表 5: 公司归母净利润情况	4
图表 6: 收入构成图	4
图表 7: 各业务板块及整体毛利率	4
图表 8: 研发投入情况	5
图表 9: 期间费用率	5
图表 10: 公司股权激励方案	5
图表 11: 神经外科开颅手术高值耗材	6
图表 12: 神经外科开颅手术量	6
图表 13: 我国人工硬脑膜行业终端市场规模	6
图表 14: 硬脑（脊）膜补片集采中标情况	7
图表 15: 人工硬脑（脊）膜补片业务收入	7
图表 16: 中国 PEEK 颅骨修补产品市场占有率	7
图表 17: 我国颅颌骨修补固定产品市场规模	7
图表 18: 集采中标价格对比	8
图表 19: 颅颌面缺损修补业务收入	8
图表 20: 脑膜胶领域竞争格局	9
图表 21: 公司科室布局情况	10
图表 22: 公司海外收入情况	10
图表 23: 公司业绩拆分预测表	11
图表 24: 可比公司估值表(市值统计时间截至 2024.05.10)	12
图表 25: 财务预测摘要	13

## 1 脑膜修补耗材先行者，神外科室全面布局打开成长空间

### 1.1 深耕行业近二十载，自研奠定核心竞争优势

神经外科耗材多产品全面布局，技术优势奠定核心竞争壁垒。公司成立于2008年，是国内神经外科领域唯一同时拥有人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补系统、可吸收再生氧化纤维素、硬脑膜医用胶等植入医疗器械产品的企业。自2009年公司自主研发的可吸收硬脑（脊）膜补片获欧盟CE证上市以来，陆续完成对PEEK颅颌面修补材料、可吸收止血纱、医用胶等神经外科耗材的布局，形成完整解决方案。2018年，公司拓展口腔等科室，开辟又一增长曲线。

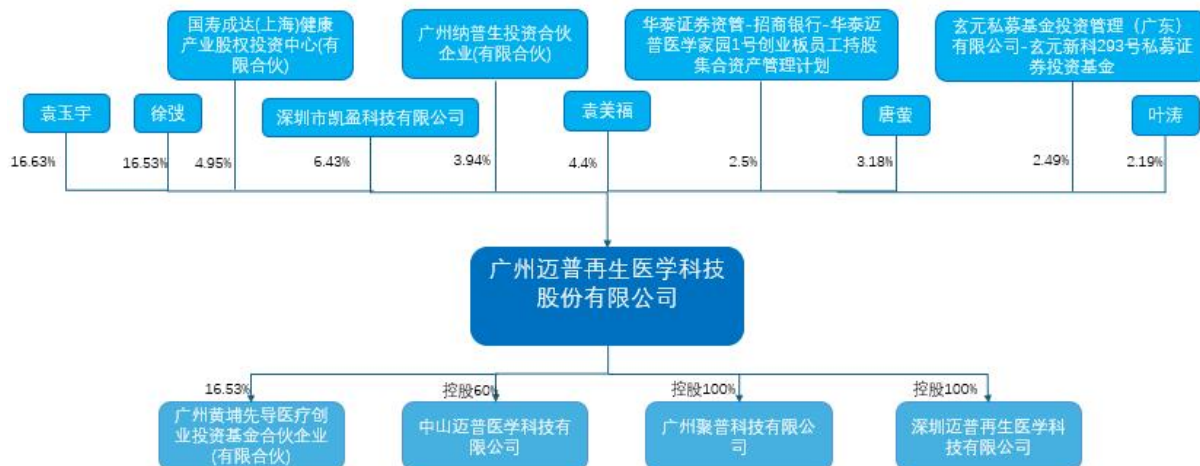
图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

实际控制人稳定，公司股权集中。迈普医学董事长袁玉宇作为实际控制人，持股 16.63%，公司第二大股东徐弢持股 16.53%。截止 2023 年前十大股东持股比例为 62.89%，股权结构清晰稳定。

图表 2: 公司股权结构（截至 2024 年 4 月 26 日）



数据来源：Wind，华福证券研究所

### 1.2 集采影响陆续出清，以量换价步入增长新阶段

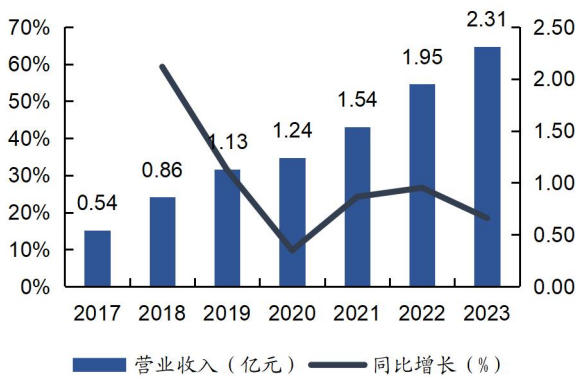
神经外科脑膜修复、颅颌修补、术中止血、脑脊液封堵四大产品线全面布局，集采影响陆续出清。收入端，2023 年营业收入超 2 亿元，同比增长 18.24%，其中人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补及固定系统是公司最主要的收入来源，分别占营业收入 60.47%及 26.41%；颅颌面修补系统、可吸收再生氧化纤维素、硬脑膜医用胶等新品增长加速，有望打开公司第二成长曲线。利润端，23 年毛利率受集采影响有所下滑，归母净利润 0.41 亿元，同比增长 13.89%，随集采落地逐步带动以量换价，后续业绩增长可期。

图表 3: 公司产品结构



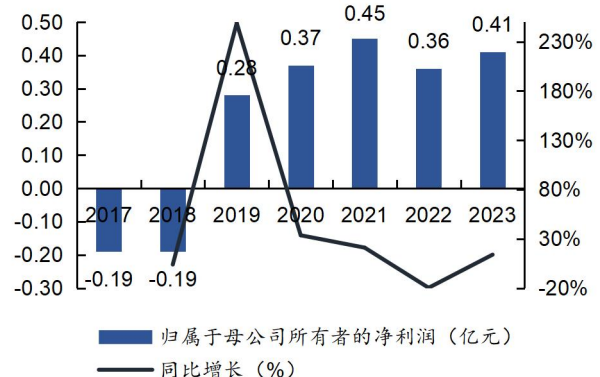
数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

图表 4: 公司营业收入情况



数据来源: iFind 数据库, 华福证券研究所

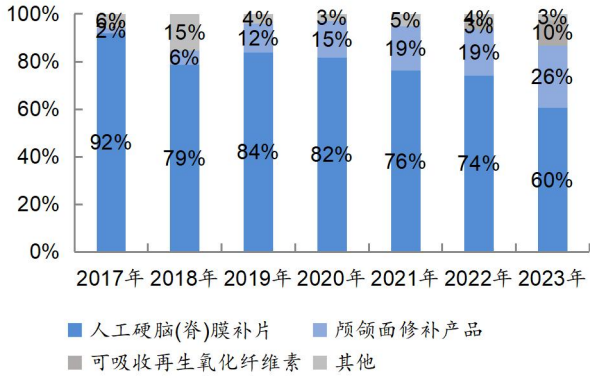
图表 5: 公司归母净利润情况



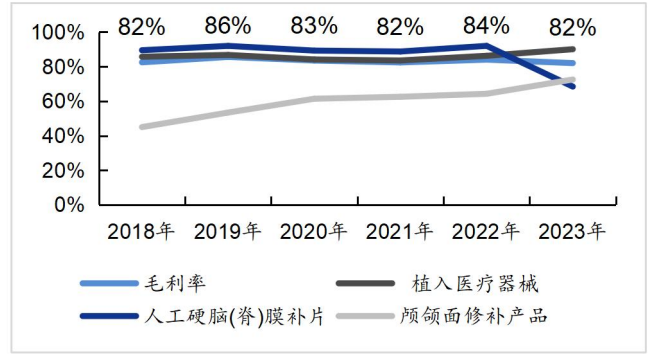
数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 6: 收入构成图

图表 7: 各业务板块及整体毛利率

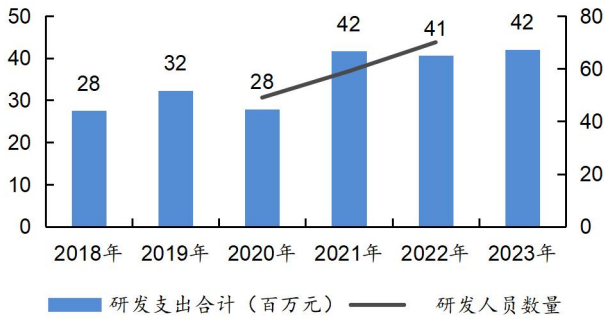


数据来源: iFind, 华福证券研究所



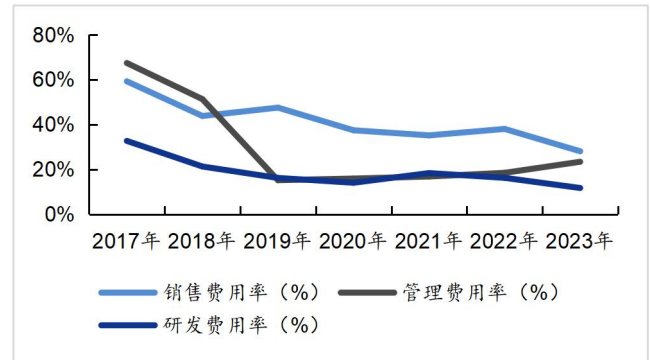
数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 8: 研发投入情况



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 9: 期间费用率



数据来源: iFind, 华福证券研究所

### 1.3 股权激励设定收入端加速增长目标, 彰显长期高速增长信心

股权激励设定 24-25 年同比 39%、62% 收入增长目标, 彰显高速增长信心。公司于 2023 年 8 月 1 日发布 2023 年限制性股票激励计划, 拟授予激励对象的限制性股票数量为 186.80 万股, 约占激励计划草案公布日公司股本总额 6,606.2951 万股的 2.83%。设定以 22 年为基准, 23-25 年收入增长 15%、45%、90% 增长目标, 对应同比增长率分别为 39%、62%, 彰显长期高速增长信心。

图表 10: 公司股权激励方案

对应考核年度 (基于 2022 年)			各年度营业收入增长率 (%)	
			目标值 (Am)	触发值 (An)
首次授予以及在公司 2023 年第三季度报告披露前预留授予的限制性股票	第一个归属期	2023 年	15%	12%
	第二个归属期	2024 年	45%	36%
	第三个归属期	2025 年	90%	72%
在公司 2023 年第三季度报告披露后预留授予的限制性股票	第一个归属期	2024 年	45%	36%
	第二个归属期	2025 年	90%	72%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

## 2 硬脑 (脊) 膜补片: 人工合成优势明显, 集采加速份额提升



## 2.1 硬脑（脊）膜补片市场近 60 亿，人工合成材料优势明显

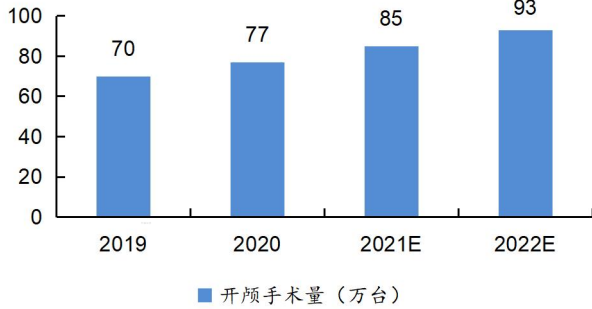
神经外科手术开颅手术量持续增长，带动人工硬脑（脊）膜市场扩容，人工合成材料稳定性更高。人口老龄化、医疗水平提升等多因素下，神经外科手术开颅手术量持续增长，根据观研天下的数据，2020 年开颅手术量已达 77 万台。人工硬脑膜是开颅手术中必备耗材，用于硬脑膜或脊膜缺损的修补，防止脑脊液外漏、颅内感染等严重并发症，2020 年市场规模已近 60 亿。从材料端来看，脑膜可分为动物源性材料和人工合成材料，其中人工合成材料具有稳定性高、可塑性强等优势。

图表 11：神经外科开颅手术高值耗材

分类	主要产品
颅骨材料	钛材料、PEEK 等颅骨修补和固定材料
脑膜材料	人工硬脑(脊)膜、神经补片等
止血材料	可吸收止血纱、止血粉、流体明胶等
闭合材料	可吸收医用胶、可吸收组织密封膜等
引流材料	脑室-腹腔分流管系统、脑脊液引流管系统等

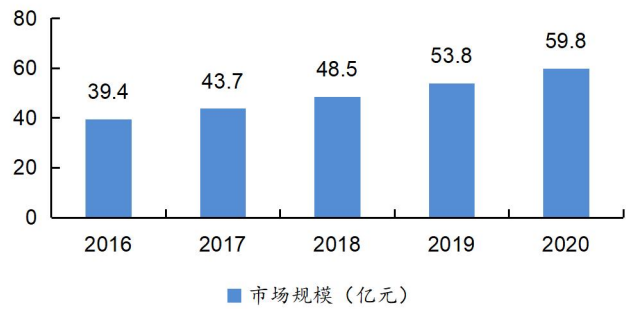
数据来源：公司招股书，华福证券研究所

图表 12：神经外科开颅手术量



数据来源：观研天下，华福证券研究所

图表 13：我国人工硬脑膜行业终端市场规模



数据来源：观研天下，华福证券研究所

## 2.2 公司硬脑（脊）膜补片 2011 年已获 CE 证上市，集采中标情况优异

公司脑膜产品 2011 年已获 CE 证上市，创新优势明显，国际认可度高。公司人工合成硬脑（脊）膜补片“睿膜®”于 2011 年获 CE 证、2014 年获 NMPA 证，为全球第一个用生物 3D 打印的可吸收硬脑（脊）膜、《创新医疗器械产品目录（2018）》中唯一一款脑膜产品。3D 打印的人工硬脑膜能快速促进自体细胞及血管定向有序地生长爬行，且无任何化学残留、发热及病毒传染的风险。公司产品对比同类厂商创新优势明显，后随着新一代硬脑（脊）膜补片“睿康®”上市，进一步丰富公司脑膜修复手术解决方案。

人工硬脑膜国产化率高，公司乘集采机遇快速提升市场份额。根据头豹研究院数据，集采前人工硬脑膜国产化率高达 90%且集中度高，冠昊生物、正海生物、天新福、佰仁医疗四家国产厂商市占率约 85%。但四家主流的国产厂商均为动物源性材料，进口的贝朗、国产迈普医学则为人工合成材料。产品优势加持下，公司硬脑（脊）膜补片集采表现优异，带动公司快速实现市场份额的提升。我们认为，公司



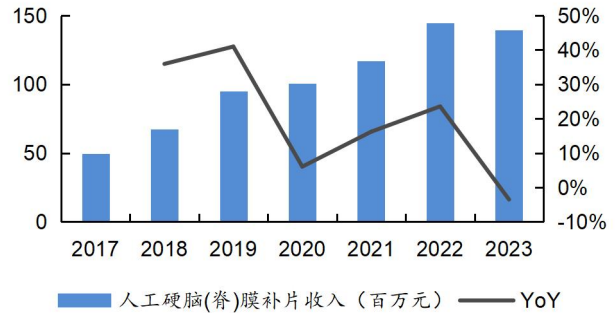
在 23 年集采中中标表现优异，后续随集采落地执行，有望开启新一轮放量阶段。

图表 14: 硬脑(脊)膜补片集采中标情况

时间	省份	中标情况
2023 年 1 月	安徽省	已入围中选
2023 年 6 月	江苏省	成功接续中标
2023 年 8 月	辽宁省	已入围中选
2023 年 11 月	河南省	已入围中选
2023 年 12 月	陕西省	已在公示名单中
2023 年 12 月	内蒙古自治区	已入围中选
2024 年 1 月	河北省	已入围中选
2024 年 1 月	山东省	已入围中选

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 人工硬脑(脊)膜补片业务收入



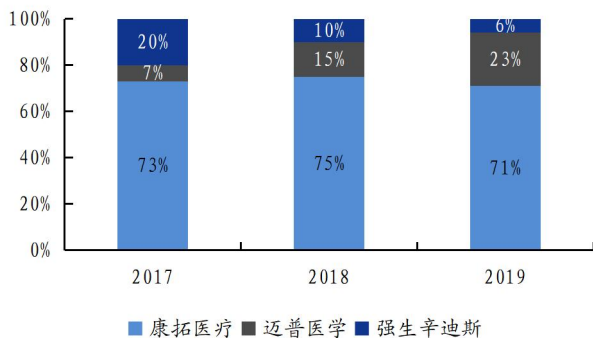
数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

### 3 PEEK 业务: PEEK 材料钛替代趋势确定, 公司国产第二上市

#### 3.1 PEEK 市场: 钛替代渗透率提升空间广阔, 市场规模持续扩容

颅颌面修补材料中, PEEK 材料钛替代渗透率提升空间广阔。颅颌面修补材料主要用于因于重型颅脑创伤、脑出血、大面积脑梗死等疾病导致的颅骨缺损。其中, 传统的颅颌面修补材料以钛材料为主, 但其存在导热性问题以及 CT、核磁检测时产生伪影等缺点。近年来, PEEK 材料凭借耐辐照性等特点, 成为替代钛材料的首选材料。但因市场准入时间短、手术培训、临床应用初期价格较高等影响, 国内 PEEK 材料渗透率较低。根据中商产业研究院的估算, 2019 年国内颅颌面修补手术数量超过 4 万例, 其中应用 PEEK 材料的颅颌面修补手术数量不足 4,000 例, 未来渗透率提升空间广阔。

图表 16: 中国 PEEK 颅骨修补产品市场占有率



数据来源: 康拓医疗招股书, 华福证券研究所

图表 17: 我国颅颌骨修补固定产品市场规模



数据来源: 南方所, 康拓医疗招股书, 华福证券研究所

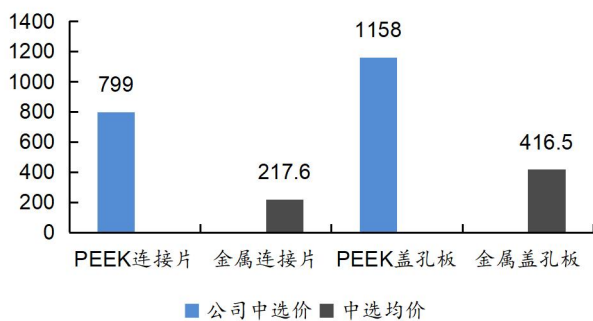
#### 3.2 公司 PEEK 颌面缺损修补产品国产第二家上市, 集采顺利中选

公司 PEEK 颌面缺损修补产品国产第二家上市, 性能优异。公司于 2014 年建立数字化设计与精密加工技术平台, 开发的基于 PEEK 材料的颌面缺损修补产品具有较高的骨缺损匹配度, 是国内少数基于 PEEK 材料并用于颌面缺损修补的产品, 于 2016 年 9 月首次取得医疗器械注册证。该产品以患者的影像数据, 设计重建出颌骨缺损三维结构, 结合精密加工设备将 PEEK 材料制备成与患者真实颌骨缺损高度

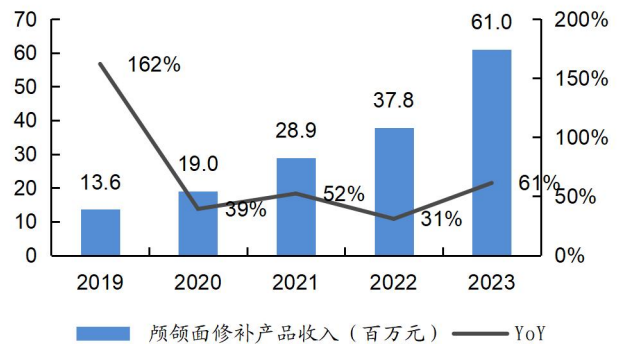


适配的尺寸、弧度和厚度结构，具有与人骨相近的弹性模量、良好的生物相容性与稳定性、耐蠕变性等特性。同时，公司基于已有技术平台优势，外延拓展齿科赛道，在研项目包括 PEEK-HA 牙种植体，进一步丰富产品布局。

**颅颌面缺损修补业务收入近年来高速增长，河南省联盟集采顺利中选。** 凭借较强的产品稀缺性，公司颅颌面修补及固定系统业务收入持续保持高速增长，2023 年收入 6,096.7 万元，同比增长 61.13%。2023 年河南省医疗保障局通用介入类和神经外科类医用耗材省际联盟集采中，公司颅骨修复固定产品已成功入围中选；从最终中选结果来看，公司 PEEK 连接片、PEEK 盖孔板中选价格明显高于金属材料，PEEK 材料具备较高的定价权。公司依托在颅骨修复领域的全方位布局，有望未来扩大产品销售规模，提高产品市占率。

**图表 18: 集采中标价格对比**


数据来源：广东省医疗保障局，通用介入和神经外科类医用耗材省际联盟集采中选结果，华福证券研究所

**图表 19: 颅颌面缺损修补业务收入**


数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

## 4 止血纱及脑膜胶：高速增长新业务，助力形成全面产品组合

### 4.1 氧化再生纤维素材料止血纱市场近 10 亿，公司带头突围进口垄断

**氧化再生纤维素材料止血纱市场近 10 亿，公司带头突围进口垄断。** 神经外科手术复杂性对止血材料的安全性提出较高要求，强生公司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神经外科手术止血中使用占比最高的医用耗材。根据中商产业研究中心数据，国内 2019 年可吸收止血纱的销售规模为 9.03 亿元，预计 2024 年将达到 9.85 亿元。受限于较高技术壁垒，行业长期处于进口垄断。公司基于积累的丰富生物材料改性加工工艺经验，开发的可吸收再生氧化纤维素止血产品，于 2020 年 5 月取得 CE 证书，2021 年获 NMPA 证，是国内少数实现产业化的氧化再生纤维素产品，具有良好的止血效果，其产业化将打破我国神经外科可吸收再生氧化纤维素止血产品的进口垄断。

**内蒙集采中标，海外持续加速放量。** 2023 年 12 月，内蒙古止血材料类医用耗材省际联盟集采中，公司止血纱以 7.62 元/平方厘米顺利中标（与强生中标价相同），24 年，内蒙集采 23 年 5 月 9 日落地执行，有望进一步推动止血纱领域国产替代、使用渗透率提升。同时，23 年公司产品在海内外临床使用超过 10 万片，对比 22 年 5 万片同比翻番，出海前景可期。





#### 4.2 脑膜胶：国产唯一厂商，海外注册稳步推进

**脑膜胶蓝海市场，迈普为国产唯一厂商。**可吸收硬脑膜封合医用胶主要用于防止开颅手术缝合后脑脊液渗漏。神经外科手术量增加同步推动脑膜胶市场扩容，据《中国医用封合材料医疗器械市场研究报告》显示，2020年我国硬脑膜封合材料终端市场容量约为22.75亿元，随渗透率提升有较大提升空间。但由于产品技术研发、认证、规范产业化难度高，目前美国市场只有美国英特格拉、史赛克产品上市；而我国仅有国产厂商塞克塞斯、迈普医学的获批上市，为竞争蓝海市场。

**图表 20：脑膜胶领域竞争格局**

项目	迈普医学	英特格拉	赛克赛斯
产品名称	可吸收医用胶	DuraSeal® Dural Sealant System	可吸收硬脑膜封合医用胶
原材料	聚乙二醇衍生物及配套成胶成分	聚乙二醇衍生物、三赖氨酸	聚乙二醇衍生物、三赖氨酸、聚乙烯亚胺
规格型号	最小规格 3ml，最大规格 10 ml	最大规格 5 ml	最小规格 2mL，最大规格 6 ml
溶胀度	≤150%（质量溶胀率）	≤200%（体积溶胀率）	≤200%（质量溶胀率）
成胶时间	≤10 S（技术要求）	≤3.5 S	3~5 S
产品描述	有长导管和短喷头及其多种组合模式	有长导管和短喷头	有长导管和短喷头

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

**迈普脑膜胶上市后已多地挂网，海外注册稳步推进。**2023年2月迈普医学首次取得硬脑膜医用胶国内医疗器械注册证，截至2023年6月该产品已获得国家医保医用耗材分类与代码，实现在陕西、湖南、重庆、广州、深圳等地挂网并已实现销售。同时，公司硬脑膜医用胶 CE 申报工作按计划推进中，后续随产品海外获批上市，有望进一步打开成长天花板。

#### 5 科室协同持续推动规模效应，出海持续打开成长天花板

**科室协同持续扩大销售规模效应、推动集采受益。**公司当前在神经外科开颅手术领域实现了颅骨材料、脑膜材料、止血材料、闭合材料的完整产品布局，各产品线可共用同一科室销售团队，产品组合协同性有利于持续提高销售规模效应。同时，考虑到长期来看，集采将促进医疗器械的专业化，凸显技术和创新优势，有望利好产品体系丰富、技术实力雄厚的细分领域本土龙头企业。公司凭借先发优势、产品技术优势在各集采中中标表现优异，持续受益于集采下国产替代、颅骨材料领域的 PEEK 材料渗透率提升进程。

**出海论证强产品实力，新产品海外放量打开第二增长曲线。**2011年，公司首个产品人工硬脑（脊）膜补片睿膜拿到欧盟 CE 证书，获准进入欧洲市场，公司以海外销售为起点，论证强产品竞争实力。截至24年4月，公司已取得4个产品的 CE 证



书和 CE Design 证书。23 年公司海外销售收入达 5000 万元，同比实现 40% 高速增长，其中脑膜胶、止血纱等新品上市后正处在快速放量成长阶段，后续随 FDA 注册推进，有望持续打开公司成长天花板。

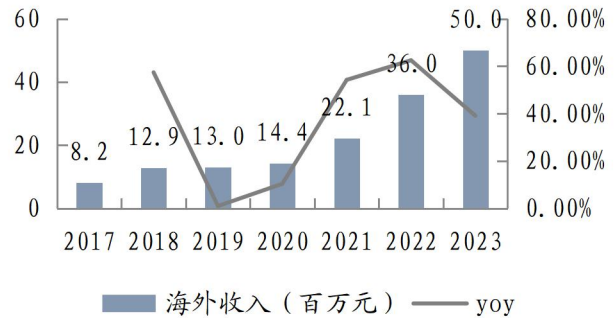
**图表 21: 公司科室布局情况**

公司	神经外科开颅手术高值耗材				
	颅骨材料	脑膜材料	止血材料	吻合材料	引流材料
英特格拉		※	※	※	※
贝朗医疗	※	※			※
强生公司	※		※		
美敦力公司	※	※			※
史赛克公司	※	※		※	
迈普医学	※	※	※		
佰仁医疗		※			
冠昊生物		※			
天新福		※			
正海生物		※			
康拓医疗	※				
沃尔德外科	※	※			

注 1: 上述统计口径不含在研产品。

注 2: 发行人可吸收止血纱已取得 CE 证书，正处于国内注册报批阶段；可吸收医用胶等闭合材料处于临床试验阶段。

数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**图表 22: 公司海外收入情况**


数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) **人工硬脑(脊)膜补片业务**：基于前文对硬脑膜补片产品的分析，公司硬脑膜补片人工合成材料优势明显，集采省份份额快速提升，未来有望延续增长态势。我们预计 2024-2026 年的硬脑膜补片收入涨幅分别为 8%、7%、5%。考虑到人工硬脑(脊)膜补片领域的集采陆续推进，我们预计该业务毛利率将呈下降趋势，预计 2024-2026 年的硬脑膜补片毛利率分别为 88%、87.5%、87%。

(2) **颅颌面修补产品及固定系统业务**：颅颌面修补 PEEK 材料对钛替代趋势下，公司 PEEK 颅颌面修补产品作为第二家国产上市产品，先发优势明显，集采顺利中标。23 年获得 6 个注册证。我们预计 2024-2026 年的颅颌面修补产品及固定系统业务有望高速增长，收入的同比增长分别为 40%、40%、35%。考虑到颅颌面修补产品的集采陆续推进，我们预计该业务毛利率将呈下降趋势，预计 2024-2026 年的颅颌面修补产品及固定系统业务毛利率分别为 68.4%、68.3%、68.2%。

(3) **可吸收再生氧化纤维素及硬脑膜医用胶**：国内全科止血纱拿证，海外脑膜胶有望拿证。考虑到该部分业务目前基数相对较小，我们预计未来将持续高速发展。我们预计 2024-2026 年吸收再生氧化纤维素及硬脑膜医用胶业务收入的同比增长分别为 100%、110%、80%。考虑到脑膜胶的集采陆续推进，我们预计该业务毛利率将呈下降趋势，预计 2024-2026 年的可吸收再生氧化纤维素及硬脑膜医用胶业务毛利率分别为 73.4%、72.9%、72.4%。



**(4) 3D 打印设备:** 考虑到该部分业务需求较为稳定。我们预计 2024-2026 年 3D 打印设备业务收入的同比增长分别为 1%、1%、1%。同时预计毛利率也保持相对稳定, 预计 2024-2026 年的 3D 打印设备业务毛利率分别为 62.2%、62.2%、62.2%。

**图表 23: 公司业绩拆分预测表**

营业收入 (百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
人工硬脑(脊)膜补片	117.07	144.67	139.60	150.77	161.32	169.39
YOY	16.21%	23.58%	-3.51%	8.00%	7.00%	5.00%
颅颌面修补产品及固定系统	28.89	37.84	60.97	85.35	119.49	155.34
YOY	52.23%	30.99%	61.13%	40.00%	40.00%	30.00%
可吸收再生氧化纤维素及硬脑膜医用胶	1.20	6.94	24.02	48.04	100.89	181.61
YOY		478.96%	245.90%	100.00%	110.00%	80.00%
3D 打印设备	5.89	5.30	2.67	2.70	2.73	2.75
YOY	111.78%	-9.96%	-49.61%	1.00%	1.00%	1.00%
技术服务及其他	0.74	0.50	3.61	3.61	3.61	3.61
YOY	90.65%	-33.24%	628.44%	1.00%	1.00%	1.00%
<b>合计</b>	<b>153.79</b>	<b>195.25</b>	<b>230.87</b>	<b>290.47</b>	<b>388.05</b>	<b>512.70</b>
YOY	24.51%	26.96%	18.24%	25.82%	33.59%	32.12%
成本	27.09	31.23	41.54	59.63	87.17	123.33
毛利率	82.39%	84.01%	82.01%	79.47%	77.54%	75.95%

数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

关键期间费用预测如下:

(1) **销售费用率:** 我们认为公司在科室协同的基础上, 规模效应有望持续加强, 其中代表性的销售费用率将呈现逐步下降趋势。我们假设 2024-2026 年的销售费用率分别为 26.5%、23.0%、22.0%。

(2) **管理费用率:** 考虑到公司股权激励费用及规模效应。我们假设 2024-2026 年的管理费用率分别为 20%、16.4%、14.1%。

(3) **研发费用率:** 考虑到 24 年产品上市注册进展仍在持续, 产品海外注册、适应症拓展完成后, 未来研发投入预计相对稳定, 我们预计假设 2024-2026 年的研发费用率分别为 12%、10.5%、10%。

## 6.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 2.9/3.9/5.1 亿元, 同比增长 26%/34%/32%, 归母净利润分别为 0.55/0.95/1.35 亿元, 同比增长 35%/73%/42%。采用可比公司估值法, 我们选取具有人工硬脑(脊)膜补片业务的佰仁医疗、冠昊生物和正海生物、具有 PEEK 颅颌面修补业务的康拓医疗为可比公司, 计算得出 24 年调整后平均 PE 倍数为 40.6 倍。我们认为, 随着公司围绕神经外科科室打造协同、全面解决方案, 在核心细分领域的技术优势将逐步凸显, 集采加速行业整体渗透率、公司市场份额提升, 有望持续奠定业绩增长确定性。考虑到公司神经外科产品线布局全面, 产品出海赋予更高成长空间, 给予公司相较可比公司一定的估值溢价, 首次覆盖给予“买入”



评级。

图表 24: 可比公司估值表(市值统计时间截至 2024.05.10)

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
佰仁医疗	157	115.2	1.8	2.6	3.3	86.3	61.3	48.2
冠昊生物	32	12.3	0.6	0.8	1.0	56.9	39.4	32.7
康拓医疗	18	22.7	0.8	1.0	1.2	24.3	19.2	15.4
正海生物	46	25.6	2.2	2.6	3.2	21.2	17.5	14.6
PE 均值						40.6	29.3	24.0
迈普医学	26	39.5	0.6	1.0	1.4	47.4	27.4	19.3

数据来源: Wind, 华福证券研究所

注: 可比公司数据取自 Wind 一致预测、调整后 PE 均值计算方法: 去掉最高、最低值后取平均

## 7 风险提示

**1) 新品类销售不及预期。**公司以人工硬脑(脊)膜补片、颅颌面修补产品及固定系统为基础,发挥科室协同向外拓展。若公司后续脑膜胶等品类扩张不及预期,或将对公司未来收入增速造成不利影响。

**2) 竞争格局恶化的风险。**考虑到神经外科耗材市场规模大、竞争者数量多,若后续竞争格局恶化,则可能对公司产品的盈利能力产生不利影响。

**3) 海外拿证不及预期。**公司积极推进海外注册进程,若公司海外 FDA 等获证进展不及预期,则可能影响公司未来产品的销售增速。

**4) 集采中标不及预期。**神经外科耗材领域的集采陆续推进,若公司在集采中的中标情况不及预期,则可能影响公司未来的收入增速。



图表 25: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	27	34	43	114
应收票据及账款	18	20	24	30
预付账款	5	6	9	12
存货	26	33	35	43
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	194	195	196	196
流动资产合计	270	288	306	396
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	317	339	361	381
在建工程	0	0	0	0
无形资产	70	80	87	97
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	130	130	129	129
非流动资产合计	517	550	577	607
<b>资产合计</b>	<b>787</b>	<b>837</b>	<b>883</b>	<b>1,003</b>
短期借款	0	28	0	0
应付票据及账款	32	36	53	75
预收款项	1	1	1	2
合同负债	0	1	1	1
其他应付款	3	3	3	3
其他流动负债	32	33	34	36
流动负债合计	68	101	92	117
长期借款	46	36	26	16
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	37	37	37	37
非流动负债合计	83	73	63	53
<b>负债合计</b>	<b>151</b>	<b>174</b>	<b>155</b>	<b>170</b>
归属母公司所有者权益	636	663	729	834
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>636</b>	<b>663</b>	<b>729</b>	<b>834</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>787</b>	<b>837</b>	<b>883</b>	<b>1,003</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>108</b>	<b>72</b>	<b>129</b>	<b>166</b>
现金收益	67	82	124	164
存货影响	3	-6	-2	-8
经营性应收影响	-8	-4	-7	-10
经营性应付影响	0	4	17	23
其他影响	45	-5	-3	-2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-82</b>	<b>-54</b>	<b>-51</b>	<b>-55</b>
资本支出	-45	-58	-55	-59
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-37	4	4	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-44</b>	<b>-11</b>	<b>-69</b>	<b>-40</b>
借款增加	-27	18	-38	-10
股利及利息支付	-15	-33	-33	-32
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	4	2	2

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	231	290	388	513
营业成本	42	60	87	123
税金及附加	5	1	2	3
销售费用	62	77	89	113
管理费用	54	58	64	73
研发费用	27	35	41	51
财务费用	1	2	2	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4	4	4	4
其他收益	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>111</b>	<b>158</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>111</b>	<b>157</b>
所得税	7	9	15	22
<b>净利润</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>95</b>	<b>135</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>95</b>	<b>135</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.62	0.83	1.44	2.05

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.2%	25.8%	33.6%	32.1%
EBIT 增长率	21.8%	36.6%	69.2%	39.9%
归母公司净利润增长率	13.9%	34.6%	73.0%	42.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	82.0%	79.5%	77.5%	75.9%
净利率	17.7%	18.9%	24.5%	26.4%
ROE	6.4%	8.3%	13.1%	16.2%
ROIC	12.1%	14.8%	23.6%	27.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.2%	20.8%	17.5%	16.9%
流动比率	4.0	2.8	3.3	3.4
速动比率	3.6	2.5	3.0	3.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5
应收账款周转天数	22	24	21	19
存货周转天数	241	177	139	113
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.62	0.83	1.44	2.05
每股经营现金流	1.63	1.09	1.96	2.51
每股净资产	9.63	10.04	11.03	12.62
<b>估值比率</b>				
P/E	64	47	27	19
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	15	12	8	6

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 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，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn