

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	38.78
总股本/流通股本(亿股)	0.66 / 0.38
总市值/流通市值(亿元)	26 / 15
52周内最高/最低价	45.68 / 22.65
资产负债率(%)	19.2%
市盈率	62.55
第一大股东	袁玉宇

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
研究助理: 陈峻
SAC 登记编号: S1340123110013
Email: chenjun@cnpsec.com

迈普医学(301033)

公司发布新版股权激励草案，业绩考核目标更积极

● 公司事件

迈普医学发布《广州迈普再生医学科技股份有限公司 2024 年限制性股票激励计划(草案)》。2024 年限制性股票激励计划在 2024 年-2026 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的归属条件之一。其中公司 2024 年-2026 年公司营业收入增长率目标值分别为 23.00%、61.00%和 103.00%，触发值分别为 18.40%、48.80%和 82.40%。

● 点评分析

预计 2024 年限制性股票激励计划有望对公司经营发展产生的正向作用。预计 2024 年限制性股票激励计划将激发管理、技术和业务团队的积极性，提高经营效率，降低经营成本，将对公司长期业绩提升发挥积极作用。

2024 年限制性股票激励考核目标相比 2023 年限制性股票激励考核目标有所上调。对比 2023 年限制性股票激励考核目标，2024 年限制性股票激励考核目标上调了 2024 年和 2025 年考核的目标值和触发值，同时新增了 2026 年的考核目标。若按股票激励目标中 2026 年营业收入同比 2023 年增长 103.00%计算，2023-2026 年公司营业收入 CAGR 为 26.6%。

● 盈利预测

公司 2023 年主要产品受到带量采购和经销商去库存影响，公司营收增速放缓；随着带量采购政策落地执行，消极因素逐渐消除；PEEK 颅颌面修补产品有望在中短期内持续提供快速增量；公司新产品业务快速放量，未来有望成为公司新的增长点。预计公司后续盈利能力将进一步提高，有望逐步消化估值。

预计公司 2024-2026 年收入端分别为 2.90 亿元、3.88 亿元和 5.29 亿元，收入同比增速分别为 25.61%、33.79%和 36.34%，归母净利润预计 2024 年-2026 年分别为 0.55 亿元、0.82 亿元和 1.21 亿元，归母净利润同比增速分别为 35.27%，47.61%和 48.40%。

● 风险提示：

带量采购政策不确定因素、产品销售放量不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	231	290	388	529
增长率(%)	18.24	25.61	33.79	36.34
EBITDA(百万元)	71.66	118.32	157.63	209.39
归属母公司净利润(百万元)	40.88	55.30	81.62	121.13
增长率(%)	13.89	35.27	47.61	48.40
EPS(元/股)	0.62	0.84	1.24	1.83
市盈率(P/E)	62.67	46.33	31.39	21.15
市净率(P/B)	4.03	3.74	3.35	2.89
EV/EBITDA	40.51	21.97	16.38	11.93

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 迈普医学发布《2024 年限制性股票激励计划（草案）》

1.1 2024 年限制性股票激励授予激励对象为公司核心技术和业务骨干人员

迈普医学发布 2024 年限制性股票激励计划（草案）。2024 年 6 月 27 日，迈普医学发布《广州迈普再生医学科技股份有限公司 2024 年限制性股票激励计划（草案）》。

2024 年限制性股票激励计划拟授予限制性股票数量约占公司股本总额 0.87%。2024 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 57.60 万股，约占 2024 年限制性股票激励计划草案公布日公司股本总额 6,606.2951 万股的 0.87%。其中，首次授予限制性股票 46.10 万股，约占 2024 年限制性股票激励计划草案公布日公司股本总额 6,606.2951 万股的 0.70%，占 2024 年限制性股票激励计划拟授予限制性股票总数的 80.03%；预留 11.50 万股，约占 2024 年限制性股票激励计划草案公布日公司股本总额 6,606.2951 万股的 0.17%，占 2024 年限制性股票激励计划拟授予限制性股票总数的 19.97%。

2024 年限制性股票激励计划涉及的首次授予激励对象共计 28 人。占公司截至 2023 年 12 月 31 日员工总数 278 人的 10.07%，包括核心技术和业务骨干人员。

图表1：2024 年限制性股票激励计划涉及的首次授予激励对象为公司核心技术和业务骨干人员

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本激励计划拟授出权益数量的比例	占本激励计划草案公布日的股本总额的比例
核心技术和业务骨干人员 (28 人)		46.10	80.03%	0.70%
预留		11.50	19.97%	0.17%
合计		57.60	100.00%	0.87%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2024 年限制性股票激励对 2024-2026 年公司业绩有明确的考核要求。2024 年限制性股票激励计划在 2024 年-2026 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的归属条件之一。其中公司 2024 年-2026 年公司营业收入增长率目标值分别为 23.00%、61.00%和 103.00%，触发值分别为 18.40%、48.80%和 82.40%。若按股票激励目标中 2026 年营业收入同比 2023 年增长 103.00%计算，2023-2026 年公司营业收入 CAGR 为 26.6%。

图表2：2024 年限制性股票激励考核目标为公司 2024 年-2026 年同比 2023 年营收增长率高于 23%、61%和 103%

对应考核年度（基于 2023 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 2024 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 2024 年	23.00% / 18.40%
	第二个归属期 2025 年	61.00% / 48.80%
	第三个归属期 2026 年	103.00% / 82.40%
在公司 2024 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 2025 年	61.00% / 48.80%
	第二个归属期 2026 年	103.00% / 82.40%
考核指标	业绩完成度	积极公司层面归属比例 (X)
各考核年度营业收入增长率 (A)	$A \geq A_m$	$X=100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$X=A/A_m*100\%$
	$A < A_n$	$X=0$

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 2024 年限制性股票激励考核目标相比 2023 年限制性股票激励考核目标有所上调

公司 2023 年第一次临时股东大会审议通过的 2023 年限制性股票激励计划尚在实施中。公司 2023 年限制性股票激励计划所涉及的标的股票数量为 186.80 万股，2024 年限制性股票激励计划所涉及的标的股票数量为 57.60 万股，因此公司全部在有效期内的激励计划所涉及的标的股票数量为 244.40 万股，约占 2023 年限制性股票激励计划草案公布日公司股本总额 6,606.2951 万股的 3.70%。

2023 年限制性股票激励计划涉及授予激励对象共计 49 人。2023 年限制性股票激励计划涉及授予激励对象共计 49 人，包括公司董事、高级管理人员、公司中层管理人员、核心技术和业务骨干人员。

图表3：2023 年限制性股票激励计划涉及的首次授予激励对象为公司董事、高级管理人员、公司中层管理人员、核心技术和业务骨干人员

姓名	职务	获授的第二类限制性股票数量（万股）	占本激励计划拟授出权益数量的比例	占本激励计划草案公布日股本总额比例
袁玉宇	董事长、总经理	16.00	8.57%	0.24%
王建华	董事、副总经理	16.00	8.57%	0.24%
骆雅红	董事、副总经理、财务总监	8.00	4.28%	0.12%
龙小燕	董事、董事会秘书	8.00	4.28%	0.12%
中层管理人员、核心技术和业务骨干人员（45 人）		128.80	68.95%	1.95%
	预留	10.00	5.35%	0.15%
	合计	186.80	100.00%	2.83%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2023 年限制性股票激励对 2023-2025 年公司业绩有明确的考核要求。2023 年限制性股票激励计划在 2023 年-2025 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的归属条件之一。其中公司 2023 年-2025 年公司营业收入增长率目标值分别为 15.00%、45.00%和 90.00%，触发值分别为 12.00%、36.00%和 72.00%。其中公司 2023 年归属期公司股权激励业绩考核目标已顺利达成，2023 年考核营业收入目标值为 2.24 亿，实际 2023 年营业收入为 2.31 亿。

图表4：2023 年限制性股票激励具体考核目标为公司 2023 年-2025 年同比 2022 年营业收入增长率高于 15.00%、45.00%和 90.00%

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	15.00%	12.00%
	第二个归属期	2024 年	45.00%	36.00%
	第三个归属期	2025 年	90.00%	72.00%
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	45.00%	36.00%
	第二个归属期	2025 年	90.00%	72.00%
考核指标			业绩完成度	积极公司层面归属比例（X）
			$A \geq A_m$	$X = 100\%$
各考核年度营业收入增长率（A）			$A_n \leq A$	$X = A / A_m * 100\%$
			$A < A_n$	$X = 0$

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2024 年限制性股票激励考核目标相比 2023 年限制性股票激励考核目标有所上调。对比 2023 年限制性股票激励考核目标，2024 年限制性股票激励考核目标上调了 2024 年和 2025 年考核的目标值和触发值，同时新增了 2026 年的考核目标。

图表5：2024 年限制性股票激励考核目标相比 2023 年限制性股票激励考核目标有所上调

	目标值	触发值		目标值	触发值
2022 年营收/亿（基数）	1.95				
2023 年营收目标/亿	2.24	2.18	2023 年营收/亿（基数）	2.31（超额达成）	
2024 年营收目标/亿	2.83	2.65	2024 年营收目标/亿	2.84（+0.01）	2.74（+0.09）
2025 年营收目标/亿	3.71	3.35	2025 年营收目标/亿	3.72（+0.01）	3.44（+0.09）
			2026 年营收目标/亿	4.69（新增）	4.21（新增）

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

预计 2024 年限制性股票激励计划有望对公司经营发展产生的正向作用。预计 2024 年限制性股票激励计划将激发管理、技术和业务团队的积极性，提高经营效率，降低经营成本，将对公司长期业绩提升发挥积极作用。

1.3 盈利预测

2024 年公司将重点关注产品研发、市场销售和产品质量保障工作。公司将有针对性地拓展新的科室、新的适应症或改进原有产品的使用形式等，积极做好更长远的产品预研储备工作，并继续关注尚处于临床试验阶段的在研产品，推进产品尽快拿证；深耕国内市场，拓展国际市场，扩大品牌影响力和提升市场渗透；通过成本优化管理，提高生产效率，确保产品质量，持续提供市场与生产的联动性。2024 年 Q1 公司实现营业收入 0.57 亿元，同比增长 28.59%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.15 亿元，同比增长 91.19%；2024 年 Q1 归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 0.12 亿元，同比增长 87.05%。

预计公司后续盈利能力将进一步提高，有望逐步消化估值。公司 2023 年主要产品受到带量采购和经销商去库存影响，公司营收增速放缓；随着带量采购政策落地执行，消极因素逐渐消除；PEEK 颅颌面修补产品有望在中短期内持续提供快速增量；公司新产品业务快速放量，未来有望成为公司新的增长点。预计公司后续盈利能力将进一步提高，有望逐步消化估值。

预计公司 2024-2026 年收入端分别为 2.90 亿元、3.88 亿元和 5.29 亿元，收入同比增速分别为 25.61%、33.79%和 36.34%，归母净利润预计 2024 年-2026 年分别为 0.55 亿元、0.82 亿元和 1.21 亿元，归母净利润同比增速分别为 35.27%、47.61%和 48.40%。

1.4 风险提示：

带量采购政策不确定因素、产品销售放量不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	231	290	388	529	营业收入	18.2%	25.6%	33.8%	36.3%
营业成本	42	69	88	117	营业利润	16.7%	31.8%	47.8%	48.8%
税金及附加	5	4	6	8	归属于母公司净利润	13.9%	35.3%	47.6%	48.4%
销售费用	62	77	99	130	获利能力				
管理费用	54	62	81	109	毛利率	82.0%	76.3%	77.3%	77.9%
研发费用	27	32	41	53	净利率	17.7%	19.1%	21.0%	22.9%
财务费用	1	0	0	0	ROE	6.4%	8.1%	10.7%	13.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	5.6%	7.5%	10.0%	12.9%
营业利润	48	64	94	140	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	19.2%	22.7%	22.9%	23.5%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	3.96	2.54	2.34	2.41
利润总额	48	64	94	140	营运能力				
所得税	7	8	13	19	应收账款周转率	16.20	16.00	17.67	17.27
净利润	41	55	81	121	存货周转率	8.30	7.39	6.58	6.99
归母净利润	41	55	82	121	总资产周转率	0.30	0.35	0.41	0.49
每股收益(元)	0.62	0.84	1.24	1.83	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.84	1.24	1.83
货币资金	27	16	33	117	每股净资产	9.63	10.36	11.59	13.43
交易性金融资产	193	193	193	193	估值比率				
应收票据及应收账款	18	18	26	36	PE	62.67	46.33	31.39	21.15
预付款项	5	8	11	14	PB	4.03	3.74	3.35	2.89
存货	26	52	66	86	现金流量表				
流动资产合计	270	290	330	448	净利润	41	55	81	121
固定资产	317	379	434	467	折旧和摊销	27	55	64	69
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	45	15	4	11
无形资产	70	82	94	107	其他	-5	-8	-11	-14
非流动资产合计	517	595	663	711	经营活动现金流净额	108	117	138	187
资产总计	787	885	994	1159	资本开支	-40	-129	-128	-114
短期借款	0	0	0	0	其他	-42	4	7	10
应付票据及应付账款	32	64	79	104	投资活动现金流净额	-82	-124	-121	-103
其他流动负债	36	50	62	82	股权融资	0	-7	0	0
流动负债合计	68	114	141	186	债务融资	-27	0	0	0
其他	83	87	87	87	其他	-17	4	0	0
非流动负债合计	83	87	87	87	筹资活动现金流净额	-44	-3	0	0
负债合计	151	200	228	273	现金及现金等价物净增加额	-18	-11	17	84
股本	66	66	66	66					
资本公积金	442	444	444	444					
未分配利润	114	161	230	333					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	14	13	25	43					
所有者权益合计	636	684	766	887					
负债和所有者权益总计	787	885	994	1159					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048