

2025 年 03 月 26 日

麦澜德(688273.SH)

投资评级：买入（维持）

——女性健康业务加速拓展，积极布局脑机业务

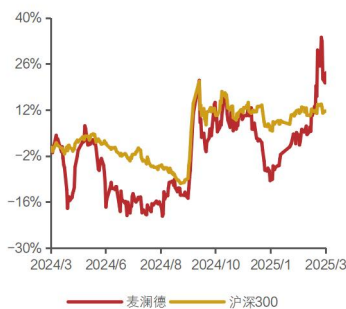
投资要点：

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
林海霖
SAC: S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 25 日

收盘价(元)	28.88
一年内最高/最低(元)	32.70/18.37
总市值(百万元)	2,888.00
流通市值(百万元)	1,063.56
总股本(百万股)	100.00
资产负债率(%)	11.05
每股净资产(元/股)	13.45

资料来源：聚源数据

立足于女性盆底康复，积极拓展全生命周期诊疗需求。麦澜德成立于 2013 年，核心管理团队具有丰富的康复行业经验。公司围绕盆底诊疗生态系统布局，向声、光、电、热、磁等多技术平台的多重融合治疗方向发展，形成基于盆底超声检查、电超声、激光、磁刺激等技术路线，生物刺激反馈仪、磁刺激仪、电超声治疗仪等多元化产品解决方案。未来三年，公司将立足于盆底康复，向“更严肃”及“更消费”两大领域发展，其中在消费医疗方面，公司积极布局家用医疗器械和抗衰领域，开展私密检测+抗衰、生殖+面部一体化解决方案，满足女性健康和美的需求，近几年先后投资了一粟医疗、奥通激光、小肤科技，布局医美类产品，初步完成了健康与美的战略规划，为公司中长期发展奠定基础。

脑机医疗领域应用潜力大，产学研结合多项目推进。脑机接口在大脑与外部建立交流与控制通道，实现与外部设备交互，Precedence Research 数据显示，2024 年全球脑机接口市场规模约 26.2 亿美元，预计 2034 年有望达到 124.0 亿美元，2025-2034 年复合增速有望达到 17.4%，医疗是脑机接口应用占比市场规模最大领域，2024 年占比约为 46%，研究重点主要集中在中风、脊髓损伤等神经系统疾病。麦澜德“多模态情感交互式诊疗装备研发”、“智能手康复机器人”产品基于不同临床信号，实现多模态交互评估，对于神经退行性疾病、脑卒中康复治疗具有前瞻性意义，项目分别进入国家重点科研课题和江苏省重点研发计划，产学研结合加速前沿技术落地。

控股小肤科技，AI 赋能潜力可期。子公司小肤科技 2015 年成立于杭州，拥有美际 3D 皮肤分析仪、便携式手持测肤仪、手机智能测肤平台等多款专业的测肤产品，服务全球 9 个国家，为 1 亿人提供测肤服务，是全球首家采用 AI 测肤并大规模应用于商业场景的创新型科技企业。公司推出行业首创“精准硬件+开源大模型”全链路生态，美际硬件、DeepSeek、颜佳 AI 软件三位一体，以“数据驱动精准测肤”为主题，开启美业智能化变革新篇章。公司目前已累计亿级皮肤影像数据，未来在医美智能体方面潜力可期。

盈利预测与评级：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.23/5.27/6.69 亿元，同比增速分别为 24.02%/24.65%/27.01%，归母净利润分别为 1.02/1.30/1.69 亿元，同比增速分别为 13.75%/27.51%/30.08%，当前股价对应的 PE 分别为 28/22/17 倍。我们选取同为康复行业的伟思医疗、翔宇医疗，以及聚焦康复细分业务的普门科技作为可比公司，基于公司在盆底康复领域产品处于领先位置，康复产线多元化布局，维持“买入”评级。

风险提示。产线恢复波动风险、并购整合不及预期风险、新业务拓展不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	377	341	423	527	669
同比增长率（%）	10.32%	-9.57%	24.02%	24.65%	27.01%
归母净利润（百万元）	122	90	102	130	169
同比增长率（%）	3.00%	-26.34%	13.75%	27.51%	30.08%
每股收益（元/股）	1.22	0.90	1.02	1.30	1.69
ROE（%）	9.03%	6.67%	7.36%	9.02%	11.18%
市盈率（P/E）	23.69	32.15	28.27	22.17	17.04

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.23/5.27/6.69 亿元，同比增速分别为 24.02%/24.65%/27.01%。

2024-2026 年归母净利润分别为 1.02/1.30/1.69 亿元，同比增速分别为 13.75%/27.51%/30.08%。我们选取同为康复行业的伟思医疗、翔宇医疗，以及聚焦康复细分业务的普门科技作为可比公司，基于公司在盆底康复领域产品处于领先位置，康复产线多元化布局，维持“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.23/5.27/6.69 亿元，同比增速分别为 24.02%/24.65%/27.01%，关键假设如下：

1) 盆底及产后康复设备：阶段性外部影响逐步消退，国内盆底康复产品渗透率仍处于较低水平，公司盆底康复产线产品力领先，布局完善，磁刺激新品与电刺激互为补充，形成合力。假设公司 2024-2026 年盆底及产后康复设备收入同比增速分别为 19.00%、18.00%、18.00%；

2) 耗材及配件：随着公司盆底康复设备推广恢复常态，装机量提升带动相关耗材放量。假设公司 2024-2026 年耗材及配件收入同比增速分别为 10.00%、14.00%、18.50%；

3) 生殖康复：公司加大对于康复非盆底业务投入，超声波子宫复旧仪、电超声治疗仪产品打磨日益成熟，有望成为公司快速增长新业务。假设公司 2024-2026 年生殖康复收入同比增速分别为 74.60%、55.00%、52.00%。

投资逻辑要点

国内盆底及产后康复产品仍处于渗透率较低水平，厂家牵头主导市场教育，增加设备入院，麦澜德盆底康复产线产品力和品牌力较强，有望受益于国内生殖政策。公司基于盆底经验，拓展医美、运动康复品类，在 AI 视图、脑机接口等新应用，积极布局，有望贡献长期收入。

核心风险提示

产线恢复波动风险、并购整合不及预期风险、新业务拓展不及预期风险

内容目录

1. 立足产后盆底，持续拓展康复业务	5
2. 百亿脑机市场方兴未艾	6
2.1. 收费立项加速前沿技术落地	6
2.2. 产学结合多项目推进	8
3. AI 赋能皮肤医美	10
4. 盈利预测与评级	12
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司股权结构	5
图表 2: 2018-2024 年公司营收及增速(百万元)	5
图表 3: 2018-2024 年公司归母净利润及增速(百万元)	5
图表 4: 脑机接口原理	6
图表 5: 侵入式/非侵入式接口对比	6
图表 6: 2024-2034 年全球脑机接口市场规模(亿美元)	6
图表 7: 2024 年全球脑机接口市场规模占比(按接口类型)	7
图表 8: 2024 年全球脑机接口市场规模占比(按应用分布)	7
图表 9: 情感脑机接口示意图	7
图表 10: 脑机接口医疗服务价格项目立项指南	8
图表 11: 锐诗得脑机接口领域技术	8
图表 12: “中枢-外周-中枢”闭环康复理论	9
图表 13: 重复经颅磁刺激联合原理	9
图表 14: 部分省市磁刺激收费	10
图表 15: 美际 3D 皮肤分析标准版	11
图表 16: 皮肤影像诊断优势	11
图表 17: 诊断结果数据视图	11
图表 18: 3D 人脸标注和数据可视化示意图	12
图表 19: 2024-2026 年麦澜德收入预测(百万元)	12
图表 20: 可比公司估值情况	13

1. 立足产后盆底，持续拓展康复业务

南京麦澜德医疗科技股份有限公司是国内女性全生命周期物理康复干预技术解决方案提供商，公司主要从事盆底及产后康复领域相关产品的研发、生产和销售，形成医疗盆底、产后恢复、家用系列产品，进一步拓展生殖康复、运动康复、营养及健康管理等领域。

麦澜德通过控股锐诗得参与神经康复和运动康复产品，并拓展脑机接口业务，控股子公司小肤科技布局皮肤医美业务，产品类型持续丰富。

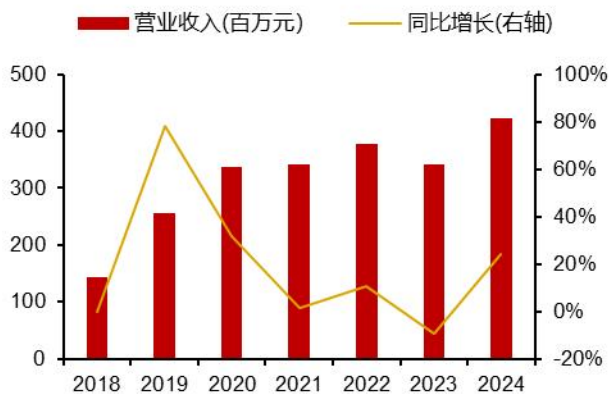
图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所，股权截至 24Q3，子公司截至 24H1

根据公司披露业绩快报，2024 年公司营收 4.23 亿，同比增长 24.02%，归母净利润 1.02 亿，同比增长 13.75%，扣非归母净利润 0.90 亿，同比增长 26.42%。经过 2023 年阶段性调整，公司经营恢复稳定，随着产线不断丰富，有望持续夯实增长曲线。

图表 2：2018-2024 年公司营收及增速(百万元)



资料来源：ifind、公司公告、华源证券研究所
注：2024 年数据来源于业绩快报

图表 3：2018-2024 年公司归母净利润及增速(百万元)



资料来源：ifind、公司公告、华源证券研究所
注：2024 年数据来源于业绩快报

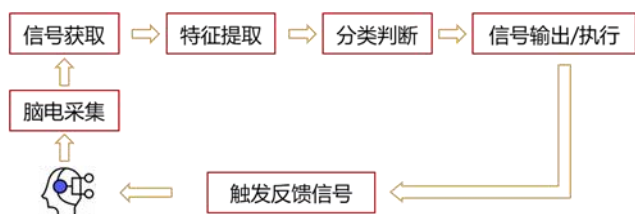
2. 百亿脑机市场方兴未艾

2.1. 收费立项加速前沿技术落地

脑机接口(Brain-Computer Interface, BCI)是在大脑与外部建立交流与控制通道,无须依赖外周神经通路,实现大脑与外部设备交互。BCI 芯片和算法是核心技术,其中 AI 芯片算力的提升,为脑机记录通道数创造提速机会,而深度算法的应用,使得信号解码和跨时间可变性问题持续改善。

根据脑信号采集的方式,脑机接口系统分为侵入式和非侵入式脑机接口,非侵入式主要在头皮附着穿戴设备测量大脑活动,无需手术植入器械,安全性好,但受颅骨干扰,信号较差,多用于早期筛查和辅助诊疗;侵入式又分为半侵入式和侵入式,将脑机接口植入颅腔内和颅骨以下,需要手术植入,存在一定风险,主要针对难治性脑部疾病。

图表 4: 脑机接口原理



资料来源: 36 氪研究院, 华源证券研究所

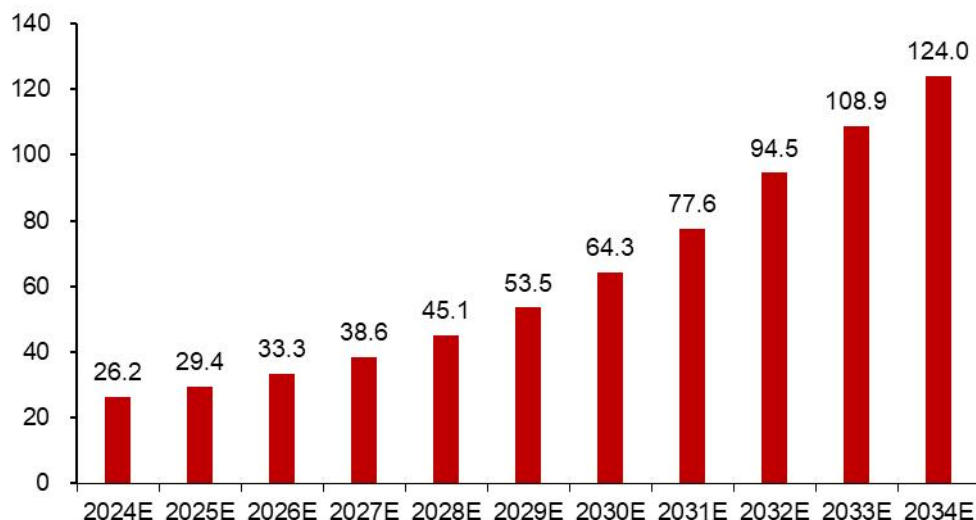
图表 5: 侵入式/非侵入式接口对比

类别	电极位置	创伤性	信号质量	应用
非侵入式	头皮	基本无创	较差	早期筛查和辅助诊疗
半侵入式	大脑皮层之外、颅腔之内	有创	中等	难治性脑部疾病
侵入式	颅骨以下	有创	较高	难治性脑部疾病

资料来源: 36 氪研究院, 华源证券研究所

Precedence Research 数据显示, 2024 年全球脑机接口市场规模约 26.2 亿美元, 预计 2034 年有望达到 124.0 亿美元, 2025-2034 年复合增速有望达到 17.4%。

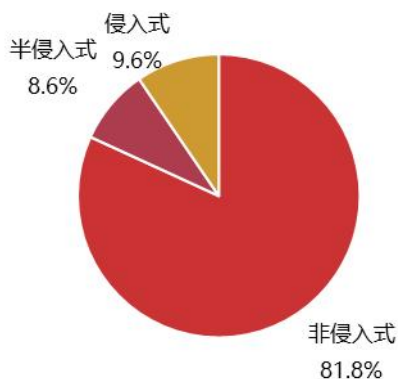
图表 6: 2024-2034 年全球脑机接口市场规模(亿美元)



资料来源: Precedence Research, 华源证券研究所

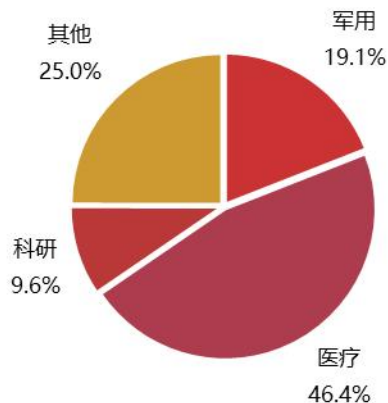
非侵入式脑机接口因技术相对成熟,按接口类别口径市场规模占比最大,2024 年约 82%,侵入式整体处于探索发展阶段,应用端,医疗是脑机接口应用占比市场规模最大领域,2024 年约为 46%,其次为军用和科研用途,医疗端研究重点主要集中在中风、肌萎缩侧索硬化症、脊髓损伤等神经系统疾病;中国临床处于前期阶段居多,逐步迈向临床应用转化阶段。

图表 7: 2024 年全球脑机接口市场规模占比 (按接口类型)



资料来源: Precedence Research, 华源证券研究所

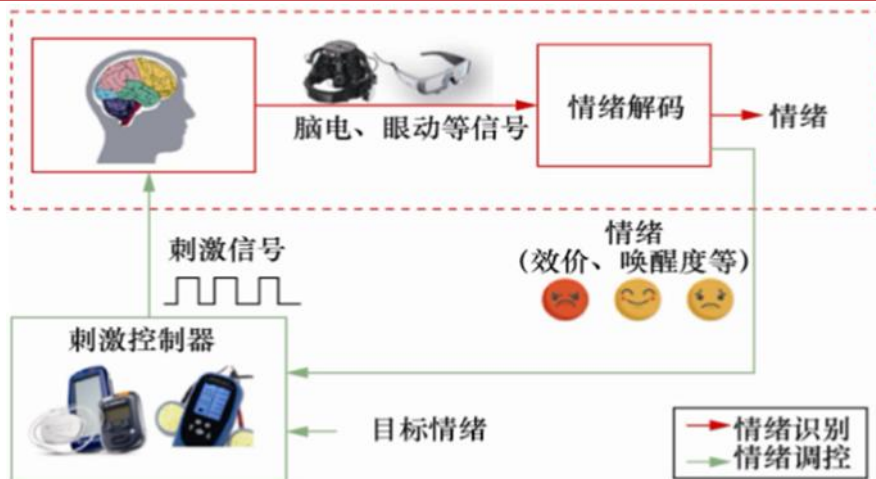
图表 8: 2024 年全球脑机接口市场规模占比 (按应用分布)



资料来源: Precedence Research, 华源证券研究所

DeepSeek 等国产大模型的普及,使得原本缺乏标准化的脑电数据,具备进一步挖掘潜力。例如情感型脑机接口通过电信号等生理指标,结合捕捉到的情绪状态,辅助 AI 大模型生成独特文本。

图表 9: 情感脑机接口示意图



资料来源: 《情感脑机接口研究综述》吕宝粮等, 华源证券研究所

2025 年 3 月 12 日,国家医保局编制印发《神经系统类医疗服务价格项目立项指南(试行)》,将现行神经系统价格项目映射整合为 82 项,加收项 24 项,扩展项 8 项,其中为脑机接口新技术单独立项,设立了侵入式脑机接口置入费、取出费,非侵入式脑机接口适配费等价格项目,各地对接落实立项指南后,脑机接口医疗收费将有据可依。

图表 10：脑机接口医疗服务价格项目立项指南

项目名称	服务产出	价格构成	计价单位	计价说明
侵入式脑机接口置入费	通过将脑机接口系统置入大脑皮层或特定神经区域，实时采集神经信号，实现大脑与外部设备的信息交互。	所定价格涵盖手术计划、术区准备、消毒铺巾、定位、穿刺或切开、脑电极置入、参数调整、信号调试与验证、固定及缝合等步骤所需的人力资源和基本物质资源消耗。	次	同台手术不得同时收取“侵入式脑机接口取出费”。
侵入式脑机接口取出费	通过手术方式将已置入大脑皮层或特定神经区域的脑机接口系统取出。	所定价格涵盖手术计划、术区准备、消毒铺巾、定位、穿刺或切开、脑电极取出、信号接口断连、创面修复、固定缝合等步骤所需的人力资源和基本物质资源消耗。	次	
非侵入式脑机接口适配费	通过外部放置的电极采集脑电信号，进行脑机接口系统的调试和功能监测。	所定价格涵盖设备准备、外部电极放置与调整、信号采集与实时监控、算法调试、功能验证、数据分析及系统优化等步骤所需的人力资源和基本物质资源消耗。	次	

资料来源：国家医保局、华源证券研究所

2.2. 产学结合多项目推进

麦澜德子公司锐诗得涉及脑机接口领域相关技术包括：基于运动想象和视觉反馈的“软体手功能机器人技术”、“经颅磁刺激技术”、融合两者的“中枢-外周协同刺激技术”。

图表 11：锐诗得脑机接口领域技术

技术	特点
软体手功能机器人技术	集成光学传感和肌电检测模块，匹配手部关键点识别与跟踪算法、多模态信息融合算法，而对于手部神经、肌肉、功能表达等维度的实时感知检测；
经颅磁刺激技术 TMS	无创神经调控的主要治疗手段，也是脑机接口系统的重要组成部分，结合后形成“监测-反馈-干预”闭环，在脑损伤、认知增强、精神疾病管理等领域有广泛应用；
中枢-外周协同刺激技术	结合软体手功能机器人技术与经颅磁刺激，捕捉运动皮层神经电信号，协同磁气电多重因素程序性算法，对中枢神经-外周肢体进行毫秒级联合干预，形成“神经解码-外周刺激-中枢调控”的闭环回路。

资料来源：锐诗得公众号、华源证券研究所

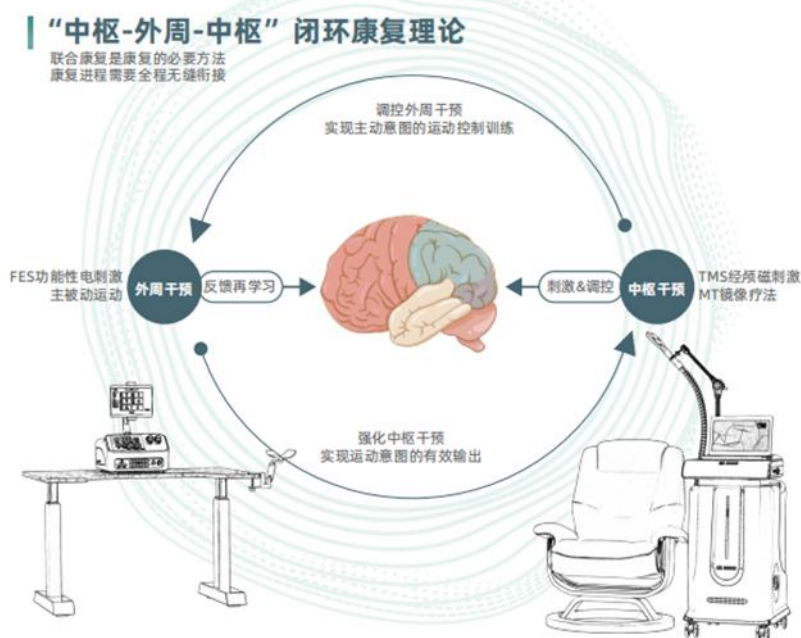
“中枢-外周-中枢”闭环系统的体系中，中枢神经系统（CNS）、周围神经刺激（PNS）对脑卒中患者的运动中枢系统或周围神经运动系统的恢复均有所帮助：

- **中枢神经干预 CNS：**刺激目标脑区，提高脑区对肢体操控的功能，对神经突触的可塑性进行激活，从而提高患者的功能恢复效果；

- **周围神经干预 PNS:** 对肢体的控制训练，向中枢进行反馈，促进中枢神经的可塑性和神经支配作用。

CNS 与 PNS 结合，能够对外周系统运动功能区重塑，且恢复外周运动功能。

图表 12：“中枢-外周-中枢”闭环康复理论



资料来源：锐诗得公众号、华源证券研究所

rTMS 是一种非侵入性程序，通过改变大脑皮层的兴奋性，调节中枢大脑皮层感觉运动区的功能，联合外周刺激促进外周神经的激活，进一步调整患者运动功能。

当患侧半球 M1 区受到信号激活，电信号反馈到佩戴神经肌肉电刺激（NMES）的患侧手，外周神经元被去极化，引发肌肉收缩，传入感官神经纤维，作用于中枢皮层，“中枢-外周-中枢”闭环激活，运动皮层的组织变化得到改善，如脑卒中后恢复运动、上肢、手功能恢复训练中的额外疗法。

图表 13：重复经颅磁刺激联合原理



资料来源：锐诗得公众号、华源证券研究所

针对经颅磁刺激诊断、重复经颅磁刺激治疗、运动诱发电位检查等磁刺激，国内各省份不同程度形成收费目录，随着技术临床端开展进一步成熟，有望在全国范围进一步普及。

图表 14：部分省市磁刺激收费

区域	项目	收费价格 元
北京	经颅磁刺激诊断 TMS	180
	重复经颅磁刺激治疗	90
	上肢运动诱发电位检查	45/单肢
	下肢运动诱发电位检查	50/单肢
河北	重复经颅磁刺激治疗	70
陕西	经颅重复磁刺激治疗	120 三级医院
上海	经颅磁重复刺激治疗脑卒中	88
	经颅磁重复刺激检测	110
浙江	经颅磁刺激治疗 TMS	200

资料来源：锐诗得公众号、各省市收费目录、华源证券研究所

中枢-外周闭环精准调控智能手康复机器人技术研发项目由公司牵头，联合南京医科大学、东南大学等机构，进入江苏省重点研发计划，实现运动疗法、TMS 和电刺激的同步精准控制，开辟脑卒中康复治疗的新模式。

公司牵头另一重点研发项目“多模态情感交互式诊疗装备研发”，是国家重点科研课题，22 年 12 月完成项目预启动程序。基于生理信号、表情和肢体语言等模态的情感识别技术，结合视觉、力触觉等情感协同表达技术，实现多模态情感交互的认知障碍评估，以及临床数字化干预范式，核心突破包括：

- **AI 驱动的辅助诊断引擎：**整合表情，行为，肌电、脑电等 12 维度生理参数，通过深度学习算法实现认知障碍早期筛查与精准认知评估；
- **数字疗法创新：**构建虚拟现实认知训练系统，集成 AI 情感交互模块，构建“筛查-评估-干预”一体化辅助诊疗闭环。
- **人机协同治疗：**柔性康复机器人搭载 5ms 低延迟智能感知系统，通过实时肌电-力学反馈动态优化治疗方案。

项目成果将是具有交互功能的认知功能障碍诊疗系统，对于阿尔茨海默病、帕金森病等神经退行性疾病的诊断和治疗或起到积极作用。

3. AI 赋能皮肤医美

麦澜德控股子公司小肤科技成立于 2015 年，覆盖美际 3D 皮肤分析仪，便携式手持测肤仪，手机智能测肤平台等多款专业测肤产品，服务全球 9 个国家，为 1 亿人提供测肤服务。

基于美际 3D 皮肤分析仪系列产品，能够实现单次全脸 180 度影像拍摄，建模精度高达 1.2mm，智能化分析如晒斑、雀斑、痘印等 20 余种皮肤问题，满足皮肤，微整注射、整外科室诊断需求。

图表 15：美际 3D 皮肤分析标准版



图表 16：皮肤影像诊断优势



资料来源：小肤科技官网，华源证券研究所

资料来源：小肤科技官网，华源证券研究所

公司在卷积神经网络 CNN 基础上，依托积累亿级皮肤影像数据，引入美际 AI 皮肤分析大模型“颜佳”，覆盖了皮肤、3D 纹理、曲度、3D 结构等全方位特征，并且可以进行治疗前后数据的精准对比，强调了“炎”、“色”、“质”、“衰”四大诊断逻辑，这些逻辑涵盖了皮肤问题的各个方面，根据仪器输出炎色质衰客观数据和规则，美际 AI 大模型给出专业结论。

图表 17：诊断结果数据视图



资料来源：小肤公众号，华源证券研究所

美际设备提供“精准数据”，AI 大模型完成“逻辑推理”、“决策输出”，相较传统皮肤检测仪，美际通过数学模型直接测量皮肤底层数据，将皮肤诊断量化，进入“读数据时代”。

图表 18：3D 人脸标注和数据可视化示意图



资料来源：小肤公众号、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.23/5.27/6.69 亿元，同比增速分别为 24.02%/24.65%/27.01%，关键假设如下：

1) 盆底及产后康复设备：阶段性外部影响逐步消退，国内盆底康复产品渗透率仍处于较低水平，公司盆底康复产线产品力领先，布局完善，磁刺激新品与电刺激互为补充，形成合力。假设公司 2024-2026 年盆底及产后康复设备收入同比增速分别为 19.00%、18.00%、18.00%；

2) 耗材及配件：随着公司盆底康复设备推广恢复常态，装机量提升带动相关耗材放量。假设公司 2024-2026 年耗材及配件收入同比增速分别为 10.00%、14.00%、18.50%；

3) 生殖康复：公司加大对于康复非盆底业务投入，超声波子宫复旧仪、电超声治疗仪产品打磨日益成熟，有望成为公司快速增长新业务。假设公司 2024-2026 年生殖康复收入同比增速分别为 74.60%、55.00%、52.00%。

图表 19：2024-2026 年麦澜德收入预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收 百万元	376.89	340.82	422.68	526.85	669.18
yoy	10.32%	-9.57%	24.02%	24.65%	27.01%
毛利率	68.55%	71.11%	74.00%	76.00%	76.00%
盆底及产后康复设备	205.49	162.32	193.16	227.93	268.96
yoy	-3.22%	-21.01%	19.00%	18.00%	18.00%
毛利率	70.20%	74.74%	75.00%	75.00%	75.00%
耗材及配件	98.26	94.61	104.07	118.64	140.59
yoy	-1.14%	-3.71%	10.00%	14.00%	18.50%
毛利率	65.64%	67.82%	68.00%	68.00%	70.00%
生殖康复	26.84	48.37	84.45	130.90	198.97
yoy	68.26%	80.22%	74.60%	55.00%	52.00%
毛利率	86.53%	87.61%	88.00%	88.00%	88.00%
运动康复及设备	16.66	12.83	14.90	19.37	26.15
yoy	102.78%	-22.99%	16.13%	30.00%	35.00%
毛利率	77.41%	74.05%	72.00%	72.00%	72.00%

其他	29.64	22.69	26.09	30.01	34.51
yoy	-0.90%	-23.45%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	35.00%	14.19%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：ifind、公司公告、华源证券研究所

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.02/1.30/1.69 亿元，同比增速分别为 13.75%/27.51%/30.08%，当前股价对应的 PE 分别为 28/22/17 倍。我们选取同为康复行业的伟思医疗、翔宇医疗，以及聚焦康复细分业务的普门科技作为可比公司，基于公司在盆底康复领域产品处于领先地位，康复产线多元化布局，维持“买入”评级。

图表 20：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值（亿元）	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688389.SH	普门科技	65.09	0.95	1.15	1.38	16.00	13.20	10.98
688580.SH	伟思医疗	32.12	1.46	1.83	2.26	25.94	20.65	16.72
688626.SH	翔宇医疗	58.00	0.69	1.26	1.56	53.21	28.86	23.34
平均值			1.03	1.41	1.73	31.72	20.90	17.01
688273.SH	麦澜德	28.88	1.02	1.30	1.69	28.27	22.17	17.04

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：除麦澜德外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2025/3/25

5. 风险提示

1) 产线恢复波动风险：2023 年，公司核心盆底康复产线有所波动，预计 2024 年整体推广环境有所改善，但存在影响持续的风险，进一步导致收入不及预期；

2) 并购整合不及预期风险：公司通过并购拓展新兴业务，渠道、存量客户与原有基础或存在匹配度问题，整合时间具有不确定性，进一步存在商誉减值风险；

3) 新业务拓展不及预期风险：医美、运动康复等业务与原有盆底康复业务协同性仍需验证，新业务拓展不及预期，对收入增长或造成干扰。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	992	886	793	692
应收票据及账款	11	19	24	30
预付账款	6	7	9	11
其他应收款	1	1	2	2
存货	55	57	65	83
其他流动资产	106	112	114	116
流动资产总计	1,172	1,082	1,006	935
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	131	143	170	212
在建工程	77	135	193	251
无形资产	31	37	54	83
长期待摊费用	5	5	3	4
其他非流动资产	105	169	233	297
非流动资产合计	362	503	666	860
资产总计	1,534	1,585	1,673	1,795
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	18	16	19	24
其他流动负债	115	119	142	180
流动负债合计	133	135	161	204
长期借款	2	5	7	9
其他非流动负债	23	23	23	23
非流动负债合计	25	28	30	32
负债合计	159	163	191	236
股本	101	100	100	100
资本公积	999	1,000	1,000	1,000
留存收益	246	289	344	416
归属母公司权益	1,346	1,389	1,444	1,516
少数股东权益	30	33	37	43
股东权益合计	1,375	1,422	1,482	1,559
负债和股东权益合计	1,534	1,585	1,673	1,795

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	92	73	102	141
折旧与摊销	20	27	37	47
财务费用	-14	-3	-3	-2
投资损失	-14	-9	-9	-9
营运资金变动	36	-15	9	14
其他经营现金流	17	35	35	35
经营性现金净流量	137	108	172	226
投资性现金净流量	-237	-161	-194	-233
筹资性现金净流量	-84	-53	-70	-94
现金流量净额	-184	-106	-93	-101

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	341	423	527	669
营业成本	98	110	126	161
税金及附加	5	6	7	9
销售费用	83	107	133	158
管理费用	45	49	60	81
研发费用	58	71	88	104
财务费用	-14	-3	-3	-2
资产减值损失	0	0	0	-1
信用减值损失	-1	-2	-2	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	14	9	9	9
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	23	27	27	27
营业利润	102	116	148	191
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
其他非经营损益	0	1	1	2
利润总额	101	116	148	193
所得税	9	11	14	18
净利润	92	106	135	175
少数股东损益	3	3	4	6
归属母公司股东净利润	90	102	130	169
EPS(元)	0.90	1.02	1.30	1.69

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-9.57%	24.02%	24.65%	27.01%
营业利润增长率	-29.74%	12.99%	27.70%	29.46%
归母净利润增长率	-26.34%	13.75%	27.51%	30.08%
经营现金流增长率	8.08%	-21.13%	59.00%	31.89%
盈利能力				
毛利率	71.11%	74.00%	76.00%	76.00%
净利率	27.14%	24.99%	25.57%	26.18%
ROE	6.67%	7.36%	9.02%	11.18%
ROA	5.86%	6.45%	7.79%	9.44%
估值倍数				
P/E	32.15	28.27	22.17	17.04
P/S	8.47	6.83	5.48	4.32
P/B	2.15	2.08	2.00	1.91
股息率	2.05%	2.04%	2.60%	3.39%
EV/EBITDA	22	14	12	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。