



Research and
Development Center

深耕神外赛道，脑膜胶和可吸收止血纱新品上量可期

—迈普医学(301033)公司深度报告

2025年6月16日

唐爱金 医药行业首席分析师	曹佳琳 医药行业分析师
S1500523080002	S1500523080011
tangaijin@cindasc.com	caojialin@cindasc.com

相关研究

1. 集采助力产品放量，盈利能力逐步增强
2. 集采压力期已过，国内海外双丰收

证券研究报告

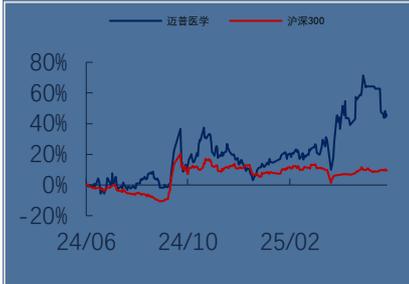
公司研究

公司深度报告

迈普医学(301033)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	57.00
52周内股价波动区间(元)	66.94-36.83
最近一月涨跌幅(%)	-12.58
总股本(亿股)	0.67
流通A股比例(%)	84.15
总市值(亿元)	37.92

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

深耕神外赛道，脑膜胶和可吸收止血纱新品上量可期

2025年06月16日

本期内容提要：

- 核心观点：**迈普医学是国内神经外科领域高性能植入医疗器械的领先企业，产品覆盖开颅手术所需要的关键植入医疗器械，我们认为公司通过不断丰富产品组合、完善营销渠道，有望步入成长快车道，其中基石业务人工硬脑（脊）膜补片产品受集采推动，市场覆盖率有望加速提升，颅颌面修补产品基于PEEK材料的优异性能，有望快速抢占传统钛材料市场，此外，新产品可吸收止血纱、脑膜胶陆续上市，有望为公司提供持续增长动力。
- 技术扎实+产品丰富，夯实修复关颅整体解决方案提供能力。**公司深耕神外赛道，建立了生物增材制造技术、数字化设计与精密加工、选择性氧化及微纤维网成型、多组分交联及雾化成胶等先进制造技术平台，成功开发出系列高性能外科植入高值耗材产品，包括脑膜产品“睿膜”和“睿康”、颅骨产品“赛卢”、可吸收再生氧化纤维素止血产品“吉速亭”、硬脑膜医用胶“睿固”等，产品管线丰富，是国内神经外科领域唯一同时拥有人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补及固定系统、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，具有较强的神经外科修复整体解决方案提供能力。
- 集采助力基石产品放量，新产品快速增长贡献成长新驱动。**①人工硬脑（脊）膜补片受益多地集采落地，2024年实现营收1.56亿元（yoy+11.46%），作为国产唯一人工合成产品，其仿生结构在生物相容性、降解性上优势突出。我们认为随着集采加速入院，规模效应下成本有望进一步降低，“性价比”优势有望助力该产品抢占更多市场份额。②颅颌面修补产品2024年实现营收0.80亿元（yoy+31.05%），PEEK材料性能（耐辐照、绝缘稳定等）显著优于传统钛材，渗透率提升是大势所趋，未来随着集采降价、支付能力提升、渠道拓宽，该产品有望保持高速增长。③可吸收止血纱性能突出，打破进口垄断，未来有望替代强生，2024年该产品实现收入0.36亿元（yoy+49.89%），增长强劲，我们认为随着适应症拓展及集采中标，该新品有望快速放量，成为驱动公司成长的新动力。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为3.71、4.91、6.47亿元，同比增速分别为33.1%、32.5%、31.8%，归母净利润分别为1.13、1.49、1.99亿元，同比增速分别为43.6%、31.8%、33.4%，对应2025年6月13日股价，PE分别为33、25、19倍，公司正处于业绩高速增长期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险因素：**新产品研发及技术迭代的风险；政策变动存在的风险；终端医院市场拓展的风险；市场竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	231	278	371	491	647
增长率 YoY %	18.2%	20.6%	33.1%	32.5%	31.8%
归属母公司净利润 (百万元)	41	79	113	149	199
增长率 YoY%	13.9%	92.9%	43.6%	31.8%	33.4%
毛利率%	82.0%	79.3%	77.6%	76.5%	76.0%
净资产收益率ROE%	6.4%	11.3%	15.0%	18.0%	21.4%
EPS(摊薄)(元)	0.61	1.19	1.70	2.24	2.99
市盈率 P/E(倍)	92.76	48.08	33.47	25.39	19.03
市净率 P/B(倍)	5.96	5.42	5.01	4.57	4.08

资料来源: ifind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 6 月 13 日收盘价

投资聚焦	5
一、迈普医学：神经外科植入耗材领先企业	6
1.1 迈普医学：深耕神外领域，打造神经外科修复关颅解决方案提供商	6
1.2 股权结构稳定，管理团队从业经验丰富	7
1.3 新老产品齐放量，6年营收复合增速22%	7
二、基石业务集采后加速渗透，新业务进入放量增长轨道	10
2.1 人工硬脑（脊）膜补片：技术优势帮助公司突出重围，集采后稳步增长	10
2.2 颅颌面修补产品：PEEK优势明显，替代传统钛材料大势所趋	11
2.3 可吸收止血纱：性能可对标强生，有望打破国内进口垄断	13
2.4 硬脑膜医用胶：解决临床需求痛点，行业成长空间大	15
三、持续高研发投入，已搭建可再生生物增材及产业化技术平台	16
3.1 高比重研发投入和丰富的在研产品，增强公司未来成长潜力	16
3.2 多元技术平台+自主研发产业化工艺设备，构造技术壁垒	17
四、全球化布局完善营销网络，股权激励彰显成长信心	19
4.1 海外销售占比近2成，已初步搭建起学术专业营销团队	19
4.2 股权激励增强管理层凝聚力，高目标彰显发展信心	19
五、盈利预测与投资建议	21
5.1 业务拆分及盈利预测	21
5.2 投资建议	22
六、风险提示	23

表目录

表 1: 迈普医学主要产品及简介	6
表 2: 动物源性材料和人工合成材料对比	10
表 3: PEEK 材料性能与钛网性能对比	12
表 4: 颅颌面修补产品平均价格同行业对比情况（万元/件）	13
表 5: 迈普医学与强生同类产品对比情况	14
表 6: 迈普医学与赛克赛斯同类产品对比情况	15
表 7: 截至 2024 年年报公司在研项目	16
表 8: 迈普医学四大技术平台介绍	17
表 9: 迈普医学限制性股票激励计划公司层面考核标准	20
表 10: 迈普医学分产品盈利预测	21
表 11: 迈普医学盈利预测（2023A-2027E）	22
表 12: 迈普医学同业估值对比	22

图目录

图 1: 迈普医学发展历程	6
图 2: 迈普医学股权结构及控股公司情况（截止至 2025Q1）	7
图 3: 近年公司营业收入变化情况	8
图 4: 近年来公司归母净利润变化情况	8
图 5: 近年公司销售毛利率和净利率变化情况	8
图 6: 近年公司费用率变化情况	8
图 7: 近年来公司收入结构	9
图 8: 国内人工硬脑（脊）膜市场规模	10
图 9: 人工硬脑（脊）膜补片市场格局情况	10
图 10: 公司人工硬脑（脊）膜补片营收变化情况	11
图 11: 公司人工硬脑（脊）膜补片毛利率变化情况	11
图 12: 2014-2023 我国颅颌骨修补固定产品市场规模（以出厂价格计算）	12
图 13: 公司颅颌面修补业务营收变化情况	13
图 14: 公司颅颌面修补业务毛利率变化情况	13
图 15: 2016-2027 年全球可吸收止血材料的销售额及预测	14
图 16: 赛克赛斯可吸收硬脑膜缝合医用胶的收入情况（万元）	15
图 17: 公司研发投入及增长情况	16
图 18: 公司研发费用率情况	16
图 19: 公司研发人才队伍情况	18
图 20: 迈普医学 2018-2024 年分地区营收	19
图 21: 迈普医学 2018-2024 年分地区毛利率变化情况	19

投资聚焦

1、技术扎实铸就护城河，产品丰富夯实修复关颅整体解决方案提供能力。公司深耕神外赛道，建立了生物增材制造技术、数字化设计与精密加工、选择性氧化及微纤维网成型、多组分交联及雾化成胶等先进制造技术平台，成功开发出系列高性能外科植入高值耗材产品，包括脑膜产品“睿膜”和“睿康”、颅骨产品“赛卢”、可吸收再生氧化纤维素止血产品“吉速亭”、硬脑膜医用胶“睿固”等，产品管线丰富，是国内神经外科领域唯一同时拥有人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补及固定系统、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，具有较强的神经外科修复整体解决方案提供能力。

2、集采助力基石产品放量，新产品快速增长贡献成长新驱动，公司展现较好成长态势。

①人工硬脑（脊）膜补片：受益集采落地，市场拓展有望提速。就行业情况来看，随着人口老龄化程度的加深以及脑血管疾病发病率的攀升，颅内手术量逐步增加，国内人工硬脑（脊）膜市场规模逐步增长，公司作为国产唯一人工合成脑（脊）膜产品，具有接近自体软组织的仿生微观结构，在生物相容性、可降解性等方面优势突出，2024年随着多省集采落地，公司产品入院节奏加快，实现营业收入1.56亿元（yoy+11.46%），我们认为集采推动公司产品放量增长，规模效益逐步凸显，成本有望持续下降，“性价比”优势加持下有望抢占更多市场份额。

②颅颌面修补产品：PEEK优势明显，替代传统钛材料大势所趋。PEEK作为一种新型植入材料，在颅骨修补领域，具有耐辐照性、绝缘性稳定、耐水解、抗压、耐腐蚀等优点，但由于价格较高，渗透率较低，我们认为未来随着集采降价缓解临床终端支付压力、我国人均可支配收入的提升、人们医疗观念的改变以及PEEK的优异性能在医生和患者中进一步推广，PEEK颅骨修补固定产品渗透率有望不断提升，替代传统钛材料大势所趋。公司颅颌面修补产品2024年实现营收0.80亿元（yoy+31.05%），未来随着销售渠道逐渐拓宽，增速有望保持。

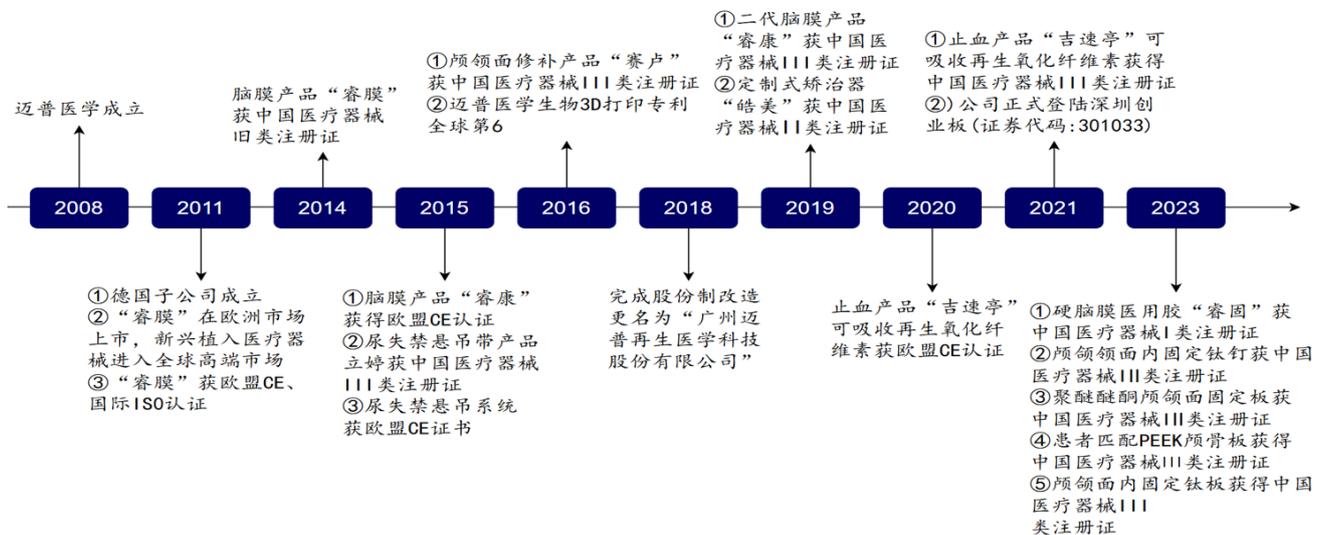
③可吸收止血纱：打破进口垄断，“适应症拓展+集采中标助力”放量。据统计，全球可吸收止血材料的销售额呈现逐年上升趋势，2027年销售额有望达到341亿元，目前主要参与者为强生公司，近年来，公司可吸收氧化纤维素材料实现产业化，打破可吸收止血材料进口垄断的格局，2024年实现收入0.36亿元（yoy+49.89%），作为新产品，我们认为随着适应症拓展+集采中标，止血纱有望快速放量，成为公司新的成长驱动。

一、迈普医学：神经外科植入耗材领先企业

1.1 迈普医学：深耕神外领域，打造神经外科修复关颅解决方案提供商

迈普医学成立于2008年，2021年在深交所创业板上市，是一家深耕神经外科高性能植入医疗器械的高新技术企业。自成立以来，公司坚持以患者生命健康为根本、以临床需求为导向，专注创新和产业转化，在国内率先利用生物增材制造技术，开发出应用于神经外科领域脑膜修复产品——“睿膜”、“睿康”，随后，公司陆续推出颅颌面修补产品——“赛卢”、可吸收止血纱——“吉速亭”、硬脑膜医用胶——“睿固”等产品，实现神经外科多产品布局，不断提升公司在神经外科修复关颅解决方案领域的提供能力。

图1: 迈普医学发展历程



资料来源：迈普医学官网，信达证券研发中心

从业务结构来看，公司的产品主要覆盖神经外科，是国内神经外科领域唯一同时拥有人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补及固定产品、可吸收再生氧化纤维素止血产品、硬脑膜医用胶等植入医疗器械产品的企业。此外，公司基于3D打印技术，精准仿生制造，运用新型再生医学工程技术推动人体组织和器官重建。

表1: 迈普医学主要产品及简介

类别	产品名称	产品简介
脑膜产品	睿膜®可吸收硬脑(脊)膜补片	以“国际原创创新产品”进入国家科技部2018年医疗器械创新产品目录
	睿康®硬脑(脊)膜补片	可缝可贴，适用于硬脑(脊)膜缺损时的外科修补术
颅骨产品	赛卢®颅颌面修补系统	适用于颅颌面骨缺损修补
	维卢®	聚醚醚酮颅颌面固定板，聚醚醚酮颅骨内固定板
	安泰卢®	颅颌面内固定钛板，颅颌面内固定钛钉
止血产品	吉速亭®可吸收再生氧化纤维素	可吸收、易塑形，纤维更细，止血效果好
闭合产品	睿固®硬脑膜医用胶	即刻成胶，滴水不漏
其他	博纳力 Bonamates®可吸收性骨固定系统	可吸收射线可透力学性能优，强度维持久
生物3D	E系列生物3D打印机	医工融合前沿应用研究专业设备

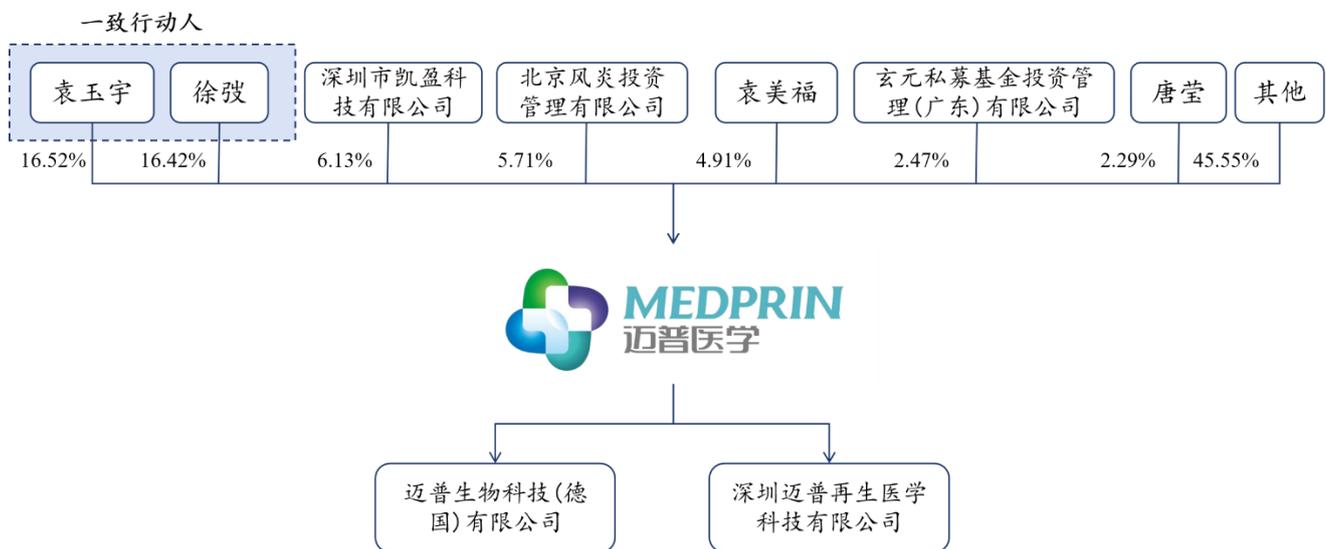
打印设备	B 系列生物 3D 打印机	基础实验室必备版
	L 系列生物 3D 打印机	生物医学实验室专业版
	N 系列生物 3D 打印机	实验室旗舰版
	生物墨水	细胞+生物材料

资料来源：迈普医学官网，信达证券研发中心

1.2 股权结构稳定，管理团队从业经验丰富

公司股权结构稳定，创始人袁玉宇为公司实际控制人。截至 2025Q1，公司董事长袁玉宇直接持股比例为 16.52%，为公司实际控制人，一致行动人徐骏持有 16.42% 的股权，两者合计持股占比为 32.94%。公司拥有两家子公司从事植入疗器械开发和销售业务，分别为德国迈普和深圳迈普。公司核心管理团队拥有丰富的产业经验和复合专业背景，袁玉宇博士担任迈普医学董事长，主要负责公司的整体战略。

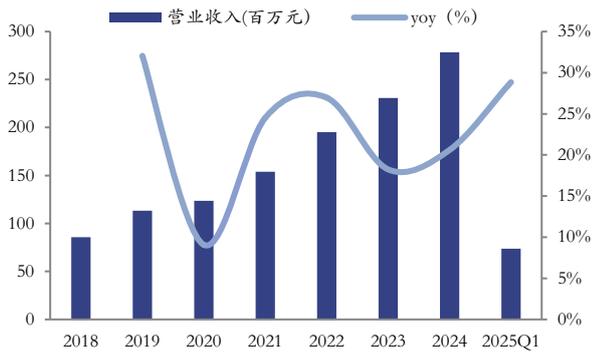
图2：迈普医学股权结构及控股公司情况（截止至 2025Q1）



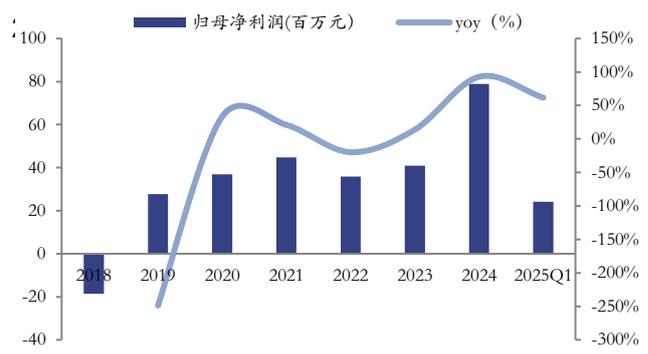
来源：ifind，信达证券研发中心

1.3 新老产品齐放量，6 年营收复合增速 22%

集采助力产品放量，2018-2024 年营收 CAGR 为 22%。近年来，公司在多个省份集采成功中标，以技术和价格优势获得了中标省份的较大份额，通过核心产品集采放量，新产品快速渗透，公司营收保持较快增长，2024 年公司实现营业收入 2.78 亿元 (yoy+20.61%)，2018-2024 年复合增长率为 22%。从利润增速来看，2018 年公司归母净利润为负，主要是公司实施股权激励导致支付费用较高、加大研发投入以拓宽产品线所致，2019 年公司扭亏为盈，2019-2024 年复合增长率为 23%，其中 2024 年实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 92.9%，增速远快于收入，若剔除股权激励费用影响，归母净利润增速达 98.57%，盈利能力显著提升。

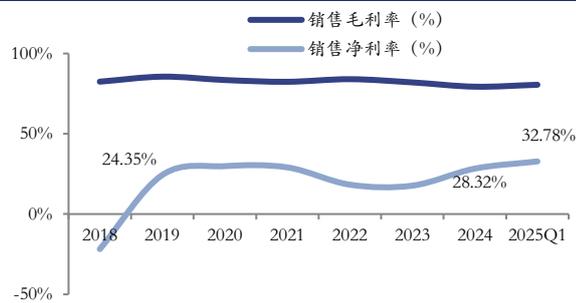
图3:近年公司营业收入变化情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

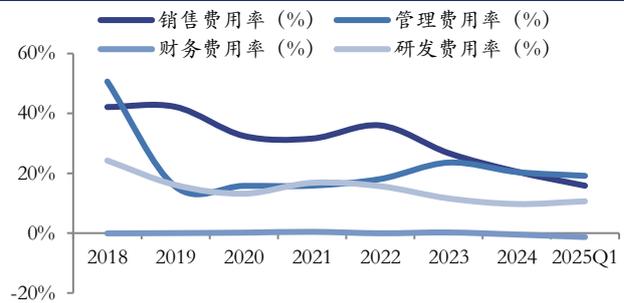
图4:近年来公司归母净利润变化情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

盈利能力方面,公司毛利率稳定且处于较高水平,净利率整体上呈现上升态势。2018至2023年公司毛利率均在80%左右,2024年毛利率为79.33%,略有下降,主要是集采影响,我们认为随着公司产品逐步放量,规模效益凸显,高毛利新产品占比逐步提升,毛利率有望企稳回升。从费用率情况来看,2020年受疫情影响,公司的会议、差旅等相关费用减少,导致销售费用率相比于2019年小幅下降,2021年开始,公司不断调整营销框架,叠加集采影响,销售费用得以优化,2024年末公司销售费率为20.54% (yoy-6.21pp),我们认为随着公司业务规模扩大,产品矩阵逐步完善,管理和研发费用率也均有望呈现下降趋势。从净利率角度来看,公司销售净利率从2019年的24.35%逐步提升到2024年的28.32%,未来随着公司费用端持续优化,净利率有望持续提升。

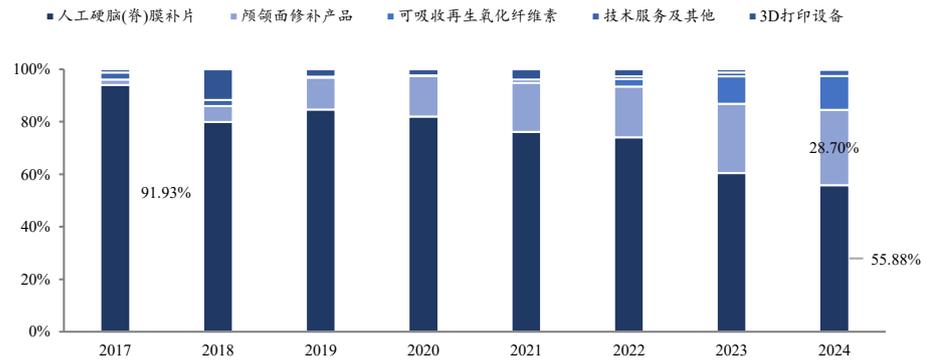
图5:近年公司销售毛利率和净利率变化情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图6:近年公司费用率变化情况


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从产品结构来看,人工硬脑(脊)膜补片为公司主要收入来源,颅颌面修补产品占比逐步提升。2017年公司人工硬脑(脊)膜补片收入占比超90%,近年来,随着公司多产品线布局成效凸显,新产品逐步放量,收入结构呈现多元化发展趋势,颅颌面修补产品占营收比例显著增加,成为公司第二大收入来源,2024年人工硬脑(脊)膜补片收入占比下降至56%,颅颌面修补产品收入占比提升至29%,新产品如可吸收再生氧化纤维素也呈现放量增长趋势,2024年实现收入0.36亿元(yoy+49.89%)。我们认为多元化的业务结构为公司收入稳定增长奠定基础,是公司长期可持续发展的保障。

图7: 近年来公司收入结构


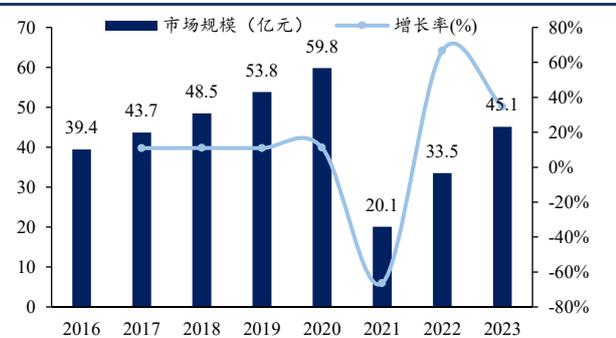
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、基石业务集采后加速渗透，新业务进入放量增长轨道

2.1 人工硬脑（脊）膜补片：技术优势帮助公司突出重围，集采后稳步增长

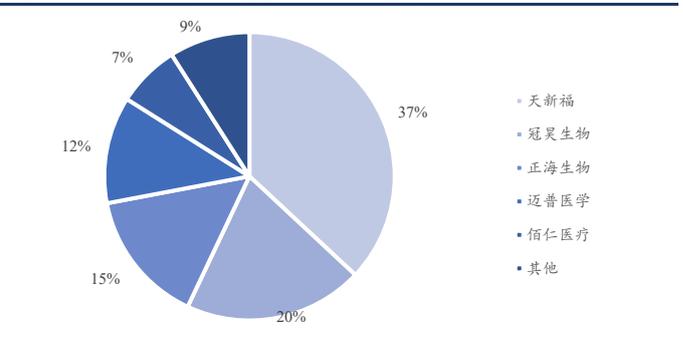
人工硬脑（脊）膜补片主要用于填补局部硬脑膜的损失或缺失，以恢复组织完整性。硬脑膜是脑组织表面一层重要的组织结构，是保护脑组织的一道重要屏障，修补缺损的硬脑膜对于保护脑组织，防止脑脊液漏、颅内感染、脑膨出、癫痫等并发症有十分重要的意义。根据立鼎产业研究网及智研瞻数据，2016-2020年间，国内人工硬脑（脊）膜市场规模从39.4亿元增长到59.8亿元，年复合增速为11%，2021年随着硬脑（脊）膜补片的集中带量采购逐步落地，终端价格大幅下降（约为80%），市场规模显著缩水，2021年市场规模下降至20.1亿元。近几年随着人口老龄化程度的加深以及脑血管疾病发病率的攀升，颅内手术量逐步增加，国内人工硬脑（脊）膜市场规模逐步增长，2023年末市场规模已达45.1亿元。从市场格局看，截至2019年迈普医学市占率约12%，排名第四，与第一名天新福37%和第二名冠昊生物20%有较大差距，公司市场份额有较大提升空间。

图8: 国内人工硬脑（脊）膜市场规模



资料来源：立鼎产业研究网，智研瞻，信达证券研发中心

图9: 人工硬脑（脊）膜补片市场格局情况



资料来源：迈普医学招股说明书，信达证券研发中心

从产品性能来看，公司的硬脑（脊）膜补片产品具有接近自体软组织的仿生微观结构，在生物相容性、可降解性等方面优势突出。市场上脑膜补片可分为动物源性材料（包括自体组织修补材料、同种异体修补材料、异种生物修补材料）、人工合成材料等硬脑（脊）膜修补产品，迈普医学生物膜属于人工合成材料，相比于动物源性材料，具有稳定性高、材料易于获取、加工技术种类多、降解速度可调、产业规模化成本优势突出等优点，此外，公司运用生物增材制造技术制备出的人工硬脑（脊）膜补片具有接近自体软组织的仿生微观结构，解决了传统工艺下生物相容性差的关键问题。

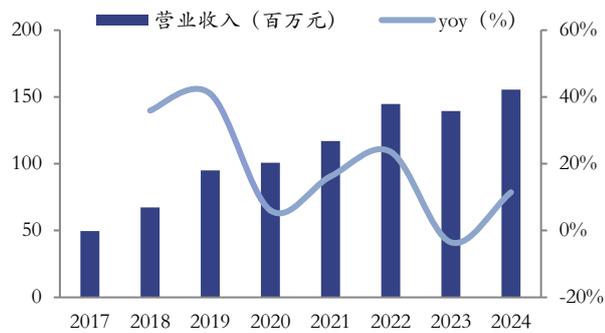
表2: 动物源性材料和人工合成材料对比

项目	动物源性材料	人工合成材料
代表材料	牛源、猪源等动物组织	聚乙醇酸、聚己内酯、聚乳酸等
优点	1、具有与人自体组织或器官相做的结构和组成 2、具有良好的生物相容性	1、可加工技术种类较多，降解速度可调，结构可设计性强 2、材料获取便捷，稳定性及均一性较高，溯源清晰，无病毒传染风险 3、采用生物增材制造技术制备的产品，同样具有良好的生物相容性
缺点	1、动物源性材料取材于动物组织，取材及保存受限条件较多。稳定性、均一性难以控制，溯源难度高，存在病毒传播、免疫反应的风险 2、可加工技术相对单一	1、材料特性与人体组织有差距，传统工艺制备结构不利于细胞长入 2、传统加工工艺下的产品柔顺性较差，导致贴附性差，操作不便。
加工工艺	1、动物组织预处理及脱细胞技术 2、冻干成形等物理方法。	1、传统加工工艺:编织、流延/热压成膜、复合涂层等 2、先进制造工艺:生物增材制造、精密机械加工等。

资料来源：迈普医学招股说明书，信达证券研发中心

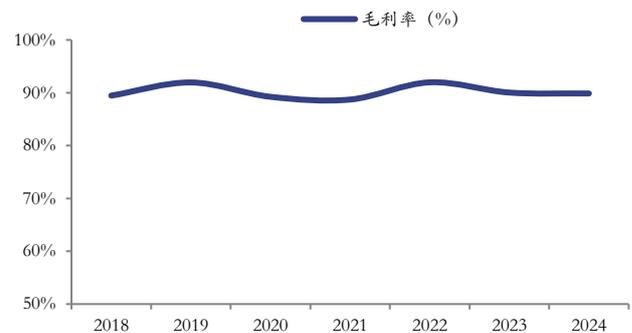
公司的人工硬脑（脊）膜补片产品有“睿膜”、“睿康”，目前公司脑膜产品被广泛应用在国内神经外科领域，并出口至多个国家和地区。从人工硬脑（脊）膜补片产品的营业收入来看，该业务从2018年的0.67亿元增长到2024年的1.56亿元，2020年营收增速放缓，我们认为主要受疫情影响，医院诊疗受限，随着疫情好转，开颅手术需求增加，收入增速逐步回升，2023年因集采政策降价及医疗反腐影响手术量，收入小幅下降，2024年实现营业收入1.56亿元（yoy+11.46%），保持稳健增长。毛利率方面，2018年至2023年期间人工硬脑（脊）膜补片产品的毛利率较高，保持稳定在89%-92%区间。

图10: 公司人工硬脑（脊）膜补片营收变化情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图11: 公司人工硬脑（脊）膜补片毛利率变化情况



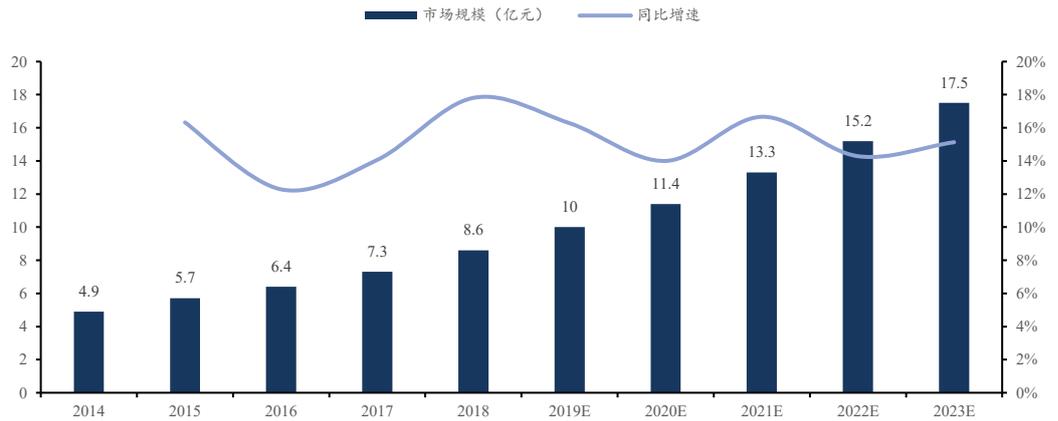
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

公司脑膜产品在集采竞标中表现优异，市场渗透率有望加速提升。截至2024年，公司脑膜产品已在江苏省、辽宁省际联盟、陕西省际联盟等地的集采中成功中标/续约，以相对优势获得了中标省份的较大市场份额。从价格上看，根据已进行集中采购的省份公示，终端价格平均降幅在70-90%，价格下降导致行业规模大幅缩减，我们预计主要是渠道代理商毛利空间被压缩，厂家出厂价影响相对较小。此外，公司的脑膜产品作为入选中国科技部《创新医疗器械产品目录（2018）》的唯一一款脑膜产品，也是目录中仅有的9项“国际原创”产品之一，我们认为产品优势明显，出厂价格受影响相对较小，随着集采放量，生产规模效益凸显，成本有望下降，在集采降价背景下有望抢占更多市场份额，预计公司在以量换价的模式下仍能保持产品的销量和盈利能力。

2.2 颅颌面修补产品：PEEK 优势明显，替代传统钛材料大势所趋

颅颌面修补产品主要应用于颅颌面骨缺损修补，颅骨缺损主要常见于颅脑创伤、脑出血、手术减压、颅骨病变所致的穿凿性破坏或颅骨病损切除等，由于颅骨缺损破坏了颅骨的完整性、颅腔的封闭性和颅内环境的稳定性，从而容易导致脑脊液循环、血液循环障碍，影响正常的神经功能运行。因此，通过颅颌面修补，不仅能恢复正常的颅骨形态，对恢复脑功能亦有重要意义。

我国颅颌骨修补固定产品市场规模呈现不断增加趋势。根据南方所数据，2018年我国颅颌骨修补固定产品市场规模为8.6亿元，2014至2018年的年均复合增长率为15.1%，预计随着相关疾病发病率的上升，以及相关创伤及去骨瓣减压手术的死亡率下降，后续进行颅骨修补的治疗率提升，颅颌骨修补产品的需求有望上升。

图12: 2014-2023 我国颅颌骨修补固定产品市场规模（以出厂价格计算）


资料来源：南方所，康拓医疗招股说明书，信达证券研发中心

就材料来看，颅骨修补固定产品材料以钛材料为主导，PEEK 渗透率有望持续提升。在颅骨缺损修补手术中，钛合金是目前临床广泛应用的颅颌面修补材料，根据南方所数据，我国钛材料产品占据颅骨修补领域约 93% 的市场份额，但由于钛材料存在导热性问题以及 CT、核磁检测时产生伪影等缺点，目前逐步被性能更优的 PEEK 材料取代。PEEK 作为一种新型植入材料，在颅骨修补领域，具有耐辐照性、绝缘性稳定、耐水解、抗压、耐腐蚀等特点，在颅颌面修补领域，逐步开始替代钛材料，但由于价格较高，渗透率较低（2019 年渗透率不足 10%），我们认为未来随着集采降价缓解临床终端支付压力、我国人均可支配收入的提升、人们医疗观念的改变以及 PEEK 的优异性能在医生和患者中进一步推广，PEEK 颅骨修补固定产品渗透率有望不断提升。

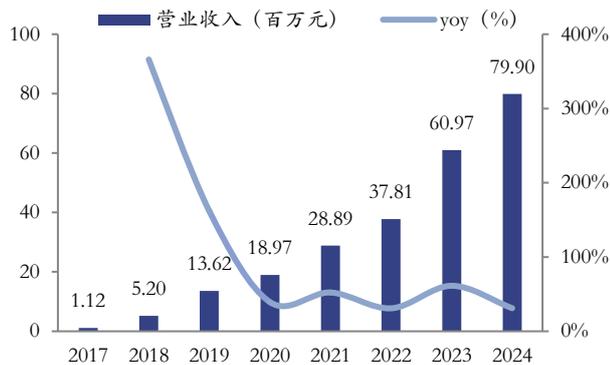
表3: PEEK 材料性能与钛网性能对比

对比维度	钛网板	PEEK 骨板
个性化匹配性	钛网板为标准化生产产品，使用前需要医生依靠自身经验根据患者情况进行塑形和调整，因此与患者颅骨难以达到较高的吻合度，尤其是眼眶部等曲率复杂的部位难以成型	PEEK 材料经过一定的加工技术和个性化设计后能够与患者颅骨达到极高的吻合度，达到美观效果，消除患者心理负担，提升了患者术后康复水平和生活质量
弹性模量	弹性模量通常在 100 以上，远远高于人体骨，植入后应力会集中在钉孔部位，造成边缘翘起，钉子脱落等问题	弹性模量为 3.8-4.5，接近人体骨，受力，均匀分散到四周颅骨上，避免应力集中，保持颅骨应力完整
力学特性	平均弯曲强度 17.55Mpa，受外力可能凹陷变形	平均弯曲强度 171Mpa，不易凹陷变形
影像学兼容性	钛网板属于金属材料，植入后在 MRI 检查中存在安全性风险，并且在 CT 和 MRI 等医学影像检查中易产生伪影，影响后续医学影像检测，不利于脑血管、脑肿瘤等手术的后续治疗	PEEK 为非金属材料，植入后核磁检查（MRI）安全；术后 CT 和 MRI 检查无伪影，不影响后续医学影像诊断
植入后舒适度	钛材料属于金属，导热系数高，材质较薄，隔热性差，环境温度的变化容易导致患者不适	PEEK 材料导热系数较低，厚度接近颅骨，隔热效果与颅骨相近，不受冷热环境影响，患者舒适度高

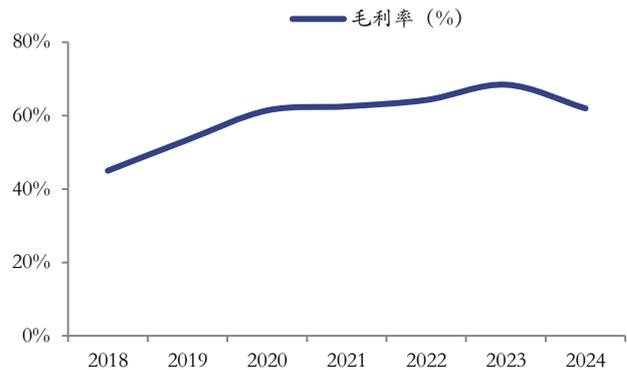
资料来源：康拓医学招股说明书，信达证券研发中心

公司颅颌面修补产品优势明显，营收快速增长，规模效应凸显，推动毛利率提升。公司颅颌面修补产品“赛卢”，是国内少数采用 PEEK 材料、运用数字化设计与精密加工研发出的产品，通过个性化定制颅颌面修补产品增加了手术中植入物与缺损部位的匹配程度。从营业收入

入来看，公司颅颌面修补产品营收从 2018 年的 0.05 亿元增长到 2024 年的 0.80 亿元，呈现快速增长趋势，我们认为主要原因是公司颅颌面修补产品具备优异的产品性能，随着销售渠道逐渐拓宽，销售快速放量。产品毛利率从 2018 年的 44.96% 逐年上升至 2023 年的 68.41%，提升 23.45pct，我们认为主要是由于颅颌面修补产品产量增加，产生较强的规模效应，导致平均单位成本的下降，2024 年受集采降价影响，毛利率略有下滑，我们认为集采短期对价格造成冲击，但长期来看，PEEK 材料价格下降有利于加速渗透率提升，未来有望凭借规模效应降低生产成本，毛利率有望企稳回升。

图13: 公司颅颌面修补业务营收变化情况


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图14: 公司颅颌面修补业务毛利率变化情况


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

技术和价格优势，提升公司在颅骨修补市场的份额。与同行业具有可比性的国产厂家相比，目前国内以神经外科颅骨修补产品为主要业务的公司有康拓医疗。迈普医学颅颌面修补产品相比康拓医疗的产品，从产品性能上来看，公司的 PEEK 颅颌面修补产品以患者的影像数据，设计重建出颅骨缺损三维结构，产品与患者真实颅骨缺损尺寸、弧度和厚度结构高度适配，从销售均价来看，2020 年康拓医疗颅颌面修补产品平均价格为 2.27 万元，迈普医学为 0.94 万元，性价比优势凸显。

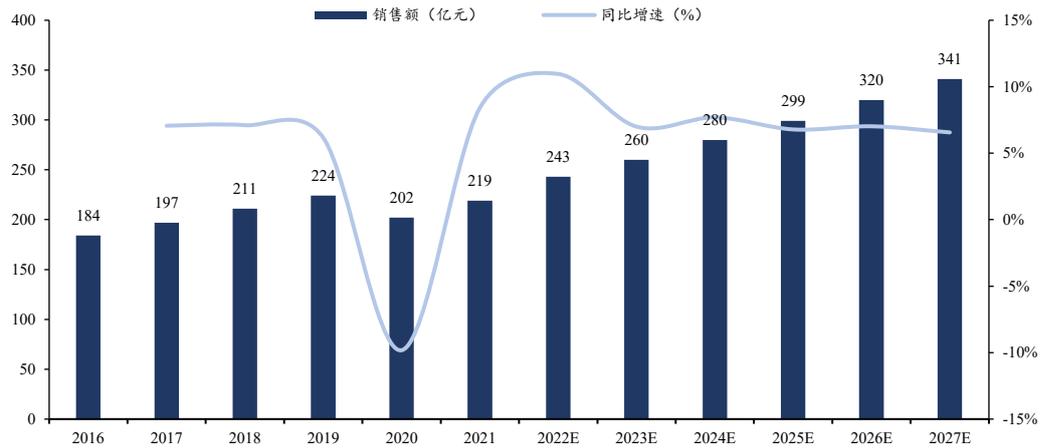
表4: 颅颌面修补产品平均价格同行业对比情况 (万元 /件)

公司名称	项目	2018	2019	2020
康拓医疗	PEEK 颅骨修补产品	1.98	2.19	2.27
迈普医学	颅颌面修补产品	1.33	1.31	0.94

资料来源: 迈普医学招股说明书, 信达证券研发中心

2.3 可吸收止血纱：性能可对标强生，有望打破国内进口垄断

全球止血材料市场规模呈上升趋势。可吸收止血材料是指应用于伤口出血部位达到止血目的、在一定时间内能被人体吸收的医用材料。2016-2019 年全球可吸收止血材料呈逐年上升趋势，从 2016 年的 184 亿元上升至 2019 年的 224 亿元，年均复合增长率为 6.78%，在 2020 年，受新冠疫情影响部分非紧急手术推迟，手术量下降导致可吸收止血材料全球销售规模的下降。据恒州博智调研统计，预计未来 5 年内全球可吸收止血材料的销售额呈现逐年上升趋势，2027 年销售额有望达到 341 亿元。

图15: 2016-2027 年全球可吸收止血材料的销售额及预测


资料来源：恒州诚思 YH 公众号，信达证券研发中心

强生是全球最大的可吸收止血材料生产商。在神经外科的高性能止血产品领域，氧化再生纤维素类止血材料是主流产品，目前主要参与者为强生公司，其生产的“速即纱”自上市后，迅速成为神经外科手术止血中市占率最高的医用耗材。据前瞻产业研究院统计显示，强生公司可吸收止血材料产品在 2020 年的全球销售收入为 62.8 亿元，占据 31.11% 的市场份额，美国强生公司在中国的可吸收止血材料销售收入为 8.5 亿元，占据中国市场 27.04% 的市场份额。

微纤维网成型设备助力“可吸收氧化纤维素材料”产业化，有望打破进口品牌的垄断。基于积累的丰富生物材料改性加工工艺研发经验，公司开发了具有结构均一以及性能稳定的改性氧化再生纤维素材料，实现神经外科手术的高效止血，并自主研制出微纤维网成型生产设备，能最大限度减少在微纤维网成型过程中纤维的损伤，顺利实现可吸收止血纱的产业化，与进口品牌展开竞争，有望打破国外进口品牌对我国神经外科高端止血市场的长期垄断。

表5: 迈普医学与强生同类产品对比情况

项目	迈普医学	强生公司 (美国)
原材料	氧化再生纤维素	氧化再生纤维素
制造工艺	液相氧化体系，微纤维网成型	二氧化氮氧化，微纤维网成型
产品描述	由多层纤维网组成	由多层纤维网组成
型号规格	有矩形、圆形、椭圆形、扇形等产品规格有 114 个	为矩形，产品规格有 4 个
平均止血时间	2-8min	2-8min

资料来源：迈普医学招股说明书，信达证券研发中心

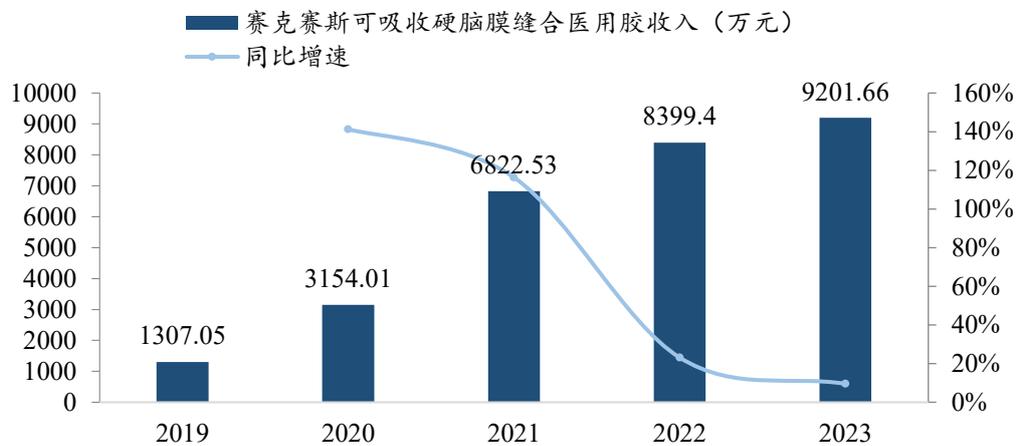
适应症拓展+集采中标，止血纱产品有望快速放量。公司的止血纱产品于 2017 年 9 月完成首例临床入组，于 2020 年 5 月取得 CE 证书，于 2021 年 8 月取得国内医疗器械注册证，2023 年 12 月，内蒙古自治区医疗保障局发布了《关于止血材料类医用耗材省际联盟集中带量采购中选结果的公告》，公司止血类产品已入围中选，我们认为集采有望助力公司提高产品品牌影响力，进一步提高产品市占率。此外，公司还积极筹划已上市的“可吸收再生氧化纤维素”止血产品的拓适应症工作，2025 年 1 月完成产品拓展适应症注册变更（在外科手术中（眼科、泌尿外科除外，神经外科仅限颅内手术）），适应症拓展，有望进一步提升公司止血材料市场渗透率。

2.4 硬脑膜医用胶：解决临床需求痛点，行业成长空间大

医用胶主要用于神经外科硬脑（脊）膜修复手术中，防止脑脊液渗漏进行辅助封闭。在神经外科的硬脑（脊）膜修复手术中，医生一般通过缝针缝合硬脑（脊）膜，但缝合过程中较难形成完全密闭的环境，导致存在脑脊液渗漏的风险，可吸收医用胶逐步成为神经外科手术中普遍使用的用于防止脑脊液渗漏的产品。

我国可吸收医用胶行业属于初发展期阶段。按欧美市场的临床使用习惯，医用胶与人工硬脑（脊）膜产品的使用比例接近 1:1，由于可吸收医用胶的研发难度较高，国内神经外科手术对医用胶的使用尚处于普及阶段。当前，我国可吸收硬脑膜封合医用胶行业主要生产企业为赛克赛斯和迈普医学，从赛克赛斯的可吸收硬脑膜缝合医用胶收入来看，从 2019 年 1307.05 万元，持续增长，2023 年营收达到 9201.66 万元，可吸收硬脑膜缝合医用胶收入保持高速增长。

图16: 赛克赛斯可吸收硬脑膜缝合医用胶的收入情况（万元）



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司产品优势明显，有望依托脑膜业务快速入院放量，2018 年 12 月，迈普医学自主研发的睿固®硬脑膜医用胶完成首例临床入组，于 2023 年 2 月获准上市，目前已经在多个省市实现挂网销售。该产品采用了多组分交联及雾化成胶技术、水凝胶多组分均匀网络交联技术、混联雾化成胶系统设计及制造技术，通过亲电、亲核组分成胶环境控制，形成均匀可控的交联水凝胶网络。该产品应用于硬脑膜缝合部位的辅助封合，防止脑脊液渗漏，与睿膜®可吸收硬脑（脊）膜补片、睿康®硬脑（脊）膜补片两款硬脑膜修补产品携手，共同组成了全面的封闭防漏解决方案。我们认为随着公司硬脑膜医用胶有望依托公司在神外领域的渠道，快速入院实现放量。

表6: 迈普医学与赛克赛斯同类产品对比情况

项目	迈普医学	赛克赛斯
产品名称	可吸收医用胶	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、聚乙烯亚胺
规格型号	最小规格 3ml, 最大规格 10 ml	最小规格 2mL, 最大规格 6 ml
溶胀度	≤150% (质量溶胀率)	≤200% (质量溶胀率)
成胶时间	≤10 S (技术要求)	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

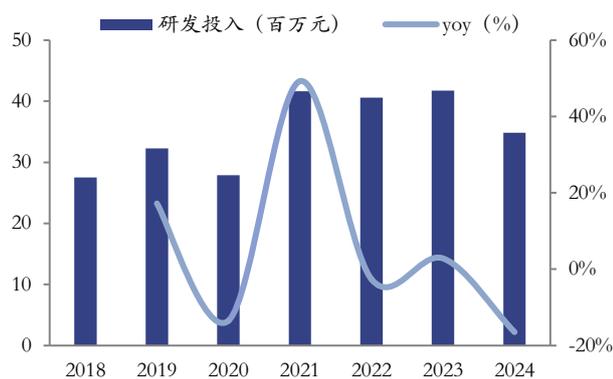
资料来源: 迈普医学招股说明书, 各公司官网, 信达证券研发中心

三、持续高研发投入，已搭建可再生生物增材及产业化技术平台

3.1 高比重研发投入和丰富的在研产品，增强公司未来成长潜力

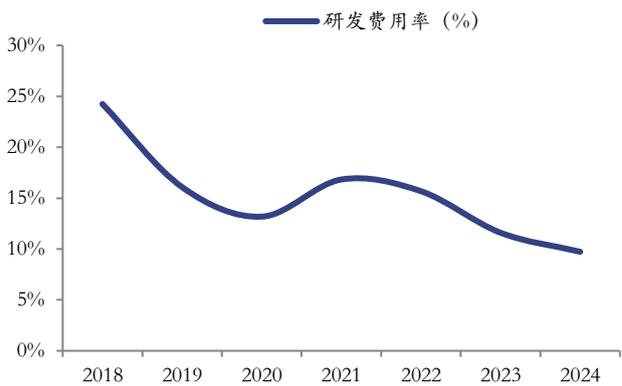
公司高度注重研发投入，研发投入金额及其占营业收入比重均处于较高水平。2021-2024 年公司研发投入分别为 4166 万、4057 万、4172 万元、3485 万元，占营收比重分别为 27.09%、20.78%、18.07%、12.52%。近年来公司研发费用率呈下降趋势，主要是由于相关项目的研发投入开始资本化且同期公司营收规模持续增大所致。整体来看，公司保持较高的研发投入，为公司新产品研发及技术持续创新提供有力保障。

图17: 公司研发投入及增长情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图18: 公司研发费用率情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

丰富的在研产品是公司持续发展的核心驱动力。在公司“预研一代、开发一代、销售一代”多层次产品研发的布局下，公司形成了多元化多层次的产品结构：①4个已上市产品：如可吸收硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补、可吸收再生氧化纤维素、硬脑膜医用胶产品；②多项在研产品储备：如口腔膜、止血相关产品等，部分产品已处于临床试验或注册报批阶段。

表7: 截至 2024 年年报公司在研项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
可吸收再生氧化纤维素拓适应症	在外科手术中（眼科、泌尿外科除外，神经外科仅限颅内手术），当结扎或其他传统的止血方法无法操作或无效时，该产品可作为辅助止血产品用于控制毛细血管、静脉及小动脉的渗血。	2025年1月取得医疗器械注册证变更文件	丰富止血类领域产品，巩固和扩大竞争优势
硬脑膜医用胶拓适应症	适用于硬脑脊膜修补的水密封合，防止脑脊液漏。	临床试验进行中	扩大产品使用范围，巩固和扩大竞争优势
口腔可吸收修复膜	主要用于在口腔软组织与骨缺损之间建立生物屏障，防止上皮细胞和牙龈结缔组织长入骨缺损区，辅助口腔内骨缺损愈合。	临床试验进行中	丰富口腔领域产品，巩固和扩大竞争优势
可吸收再生氧化纤维素止血颗粒	主要用于大面积、不规则渗血创面的止血。本产品旨在解决现有产品止血效果差，吸血后膨胀率高，粘附性差的缺点。	注册检验阶段	丰富止血类产品，巩固和扩大竞争优势
可吸收止血流体明胶	适用于多种手术场景，包括骨科、神经外科、脊柱外科等，能够满足不同科室的止血需求。本产品膨胀率低，不会增加手术非预期压迫，临床操作更简便。	产品定型阶段	丰富止血类产品及应用范围，巩固和扩大竞争优势

资料来源: 迈普医学 2024 年年报, 信达证券研发中心

3.2 多元技术平台+自主研发产业化工艺设备，构造技术壁垒

先进制造技术平台和全面产业化能力，强化公司的技术优势。基于在人工合成材料领域的技术积累，公司通过持续的自主研发，逐步建立了包括生物增材制造、数字化设计与精密加工、选择性氧化及微纤维网成型、多组分交联及雾化成胶等多元化核心技术平台，依托上述技术平台，开发出了多个创新产品。此外，公司拥有基于不同材料、技术、设备的全面产业化能力，比如用于组织修复膜产品规模化生产的高通量静电纺丝设备、用于可吸收止血纱规模化生产的微纤维网成型设备、用于体外组织模型或活体组织构建等前沿科学及临床应用研究的莱普®系列生物 3D 打印机等设备。

表8: 迈普医学四大技术平台介绍

技术平台	技术简介	核心技术名称	核心技术创新性	主要产品
生物增材制造技术	通过自主研发的高通量静电纺丝设备，在高压电场下，将高分子聚合物溶液制备成具有类细胞外基质结构的三维微纤维支架，有利于细胞在支架上黏附和爬行生长。	1.多喷头下高压电场稳定性控制技术； 2.类细胞外基质结构设计及制造技术	1.通过电场稳定控制技术，解决多喷头运转时电场干扰的问题，提高产品产率，实现批量生产时产品性能的稳定控制； 2.通过模拟类细胞外基质结构，可得到促进细胞黏附和爬行生长的三维支架，使其可满足不同部位的软组织修复需求。	可吸收硬脑（脊）膜补片、硬脑（脊）膜补片、口腔可吸收修复膜
数字化设计与精密加工技术	通过数字化设计，对临床影像数据进行重建，实现产品的匹配性设计，再通过精密制造工艺，生产出高度匹配的产品。	1.高精度影像重建及设计技术； 2.计算机数字控制精密加工技术	1.根据临床影像数据显示患者的骨窗缺损，重建出高度匹配的修补假体结构； 2.通过计算机数字控制精密加工技术，在微米尺度上实现精确控制，生产出与颅颌面骨缺损结构高度适配的产品。	颅颌面修补产品
选择性氧化及微纤维网成型技术	通过可控的选择性氧化技术得到氧化再生纤维素纤维，并利用微纤维网成型装备加工，得到纤维密度可控的多层纤维产品。	1.选择性氧化技术； 2.微纤维网成型技术	1.通过选择性氧化纤维素分子链结构中碳6位（C6）的羟基，保证材料的均一性及结构的稳定性，同时具有成本低、污染少的优点；通过自主开发的非均相反应系统，实现多点加料，保证氧化均匀性； 2.通过自主开发的满足脆性纤维加工需求的微纤维网成型装备，制得纤维密度可控的多层纤维产品。	可吸收止血纱
多组分交联及雾化成胶技术	基于流体力学中的文丘里效应，即受限流体在通过缩小的过流断面时，会出现流速增大并伴随流体压力降低的现象，设计混联雾化成胶系统，实现多组分可控交联，制备低溶胀度的可吸收医用胶产品。	1.水凝胶多组分均匀网络交联技术； 2.混联雾化成胶系统设计及制造技术	1.通过亲电、亲核组分成胶环境控制，形成均匀可控的交联水凝胶网络，以此形成的产品具有低溶胀度和中性 pH 值特性，可减少对脑组织的压迫和刺激； 2.通过对设备内部流道、喷嘴、喷孔等进行设计与优化，利用流体力学中的文丘里效应，液体可加速喷雾，达到均匀稳定、瞬时成胶的效果，雾化成胶更均匀。	可吸收医用胶

资料来源：迈普医学招股说明书，信达证券研发中心

公司重视人才队伍培养和搭建，经过多年沉淀已经形成了一支由临床医学、材料学、生物医学工程、机械工程等多学科优秀人才组成的稳定、高效的研发团队，覆盖项目立项与基础研究、产品定型与性能测试、产品注册检验、产品临床试验、产品注册报批等全业务链条团队，具有众多知名院校专业技术背景。

图19: 公司研发人才队伍情况



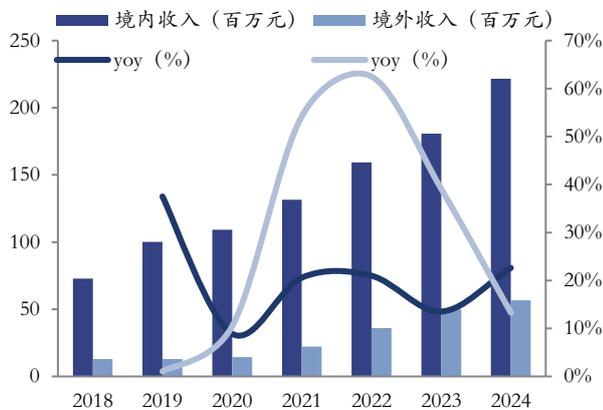
资料来源: 迈普医学招股说明书, 信达证券研发中心

四、全球化布局完善营销网络，股权激励彰显成长信心

4.1. 海外销售占比近 2 成，已初步搭建起学术专业营销团队

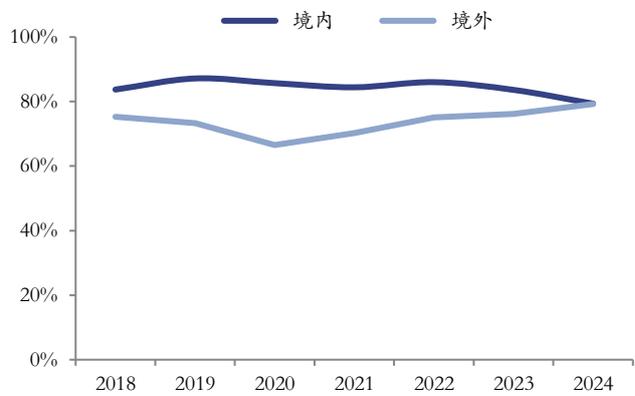
营销渠道逐步完善，为产品放量奠定基础。经过十余年的发展，公司不断拓展完善营销网络，打造了一支专业化的营销队伍，与一批信誉良好的国内外经销商建立了紧密合作关系，产品已覆盖了国内近 2000 家医院，并出口至欧洲、南美、亚洲、非洲等 100 多个国家和地区。2024 年公司实现境外收入 5669 万元（yoy+13.28%），营收占比为 20.36%，境内实现收入 2.22 亿元（yoy+22.63%）。从毛利率来看，海外市场受疫情影响 2019-2020 年毛利率小幅下降，2021 年后随着收入规模扩大，境外毛利率逐步提升，2024 年已达 79.24%，国内毛利率受集采影响略有承压，我们认为随着海外收入占比持续提升，公司毛利率有望企稳回升。

图20: 迈普医学 2018-2024 年分地区营收



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图21: 迈普医学 2018-2024 年分地区毛利率变化情况



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

“优化营销模式+学术推广”，提高品牌和产品市场渗透率。公司采用“经销为主、直销为辅”的销售模式，销售团队覆盖范围广、针对性强，建成了“市场开拓、本地化产品注册、市场推广销售再到售后服务”一套完整的营销体系。公司引进外企先进的营销理念以不断优化营销架构，明确划分管理区域，建立标准和流程化的协作模式，有效提升公司营销力度和效率。此外，公司持续加大对市场培训和学术推广的专业化投入，积极组织或参与相关的行业会议、研讨会、讲坛等，与专家直接交流有利于公司更快速的触达客户需求、形成品牌壁垒、及时摸清市场动向，构建全球学术合作交流平台，提高公司产品的知名度和认可度。

4.2 股权激励增强管理层凝聚力，高目标彰显发展信心

2024 年 7 月 16 日，公司发布 2024 年限制性股票激励计划，此次激励计划首次授予激励对象的限制性股票授予价格为 22.80 元/股，首次授予涉及激励对象共计 28 人，包括公司公告激励计划时在公司（含子公司）任职的核心技术和业务骨干人员。授予激励对象限制性股票 57.60 万股，占公司总股本的 0.87%。股权激励计划公司考核目标为，以 2023 年为基数，2024、2025 年收入目标分别增长 23%，61%，103%；触发值 18%，48%，82%，彰显公司成长信心。

表9: 迈普医学限制性股票激励计划公司层面考核标准

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%

资料来源: 迈普医学公告公告, 信达证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

5.1 业务拆分及盈利预测

公司业务按照产品划分可分成人工硬脑（脊）膜补片、颅颌面修补产品、可吸收再生氧化纤维素、3D 打印设备、技术服务业务。我们分业务做出以下假设：

(1) 人工硬脑（脊）膜补片：2025-2027 年收入同比增速分别为 12.0%，11.5%，11.0%；毛利率为 89.5%。

(2) 颅颌面修补产品：2025-2027 年收入同比增速分别为 45%、40%、38%；毛利率保持为 61.5%。

(3) 可吸收再生氧化纤维素：2025-2027 年收入同比增速分别为 95.0%，70.0%，55.0%；毛利率分别为 75.0%，76.0%，78.0%。

(4) 3D 打印机设备：2025-2027 年收入同比增速保持为 10%；毛利率保持为 59%。

(5) 技术服务及其他：2025-2027 年收入同比增速保持为 50%；毛利率保持为 75%。

表10: 迈普医学分产品盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	230.87	278.44	370.60	491.10	647.20
yoy (%)	18.24%	20.60%	33.10%	32.52%	31.79%
营业成本（百万元）	41.54	57.56	83.09	115.38	155.27
毛利率 (%)	82.01%	79.33%	77.58%	76.51%	76.01%
分业务拆分：					
植入医疗器械					
营业收入（百万元）	224.59	271.50	360.34	475.87	624.53
yoy (%)	19.55%	20.89%	32.72%	32.06%	31.24%
毛利率 (%)	82.29%	79.45%	77.67%	76.57%	76.06%
植入医疗器械：人工硬脑（脊）膜补片					
营业收入（百万元）	139.60	155.59	174.26	194.30	215.67
yoy (%)	-3.51%	11.46%	12.00%	11.50%	11.00%
毛利率 (%)	90.04%	89.87%	89.50%	89.50%	89.50%
植入医疗器械：颅颌面修补产品					
营业收入（百万元）	60.97	79.90	115.86	162.20	223.83
yoy (%)	61.24%	31.06%	45.00%	40.00%	38.00%
毛利率 (%)	68.41%	61.95%	61.50%	61.50%	61.50%
植入医疗器械：可吸收再生氧化纤维素					
营业收入（百万元）	24.02	36.01	70.22	119.37	185.03
yoy (%)	346.02%	49.90%	95.00%	70.00%	55.00%
毛利率 (%)	72.51%	73.26%	75.00%	76.00%	78.00%
技术服务及其他					
营业收入（百万元）	3.61	6.57	9.86	14.78	22.17
yoy (%)	73.46%	82.05%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)	78.74%	75.39%	75.00%	75.00%	75.00%

3D 打印设备					
营业收入 (百万元)	2.67	0.37	0.41	0.45	0.49
yoy (%)	-49.61%	-86.16%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	62.22%	59.70%	59.00%	59.00%	59.00%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

根据以上假设，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3.71、4.91、6.47 亿元，同比增速分别为 33.1%、32.5%、31.8%，归母净利润分别为 1.13、1.49、1.99 亿元，同比增速分别为 43.6%、31.8%、33.4%，对应 2025 年 6 月 13 日股价，PE 分别为 33、25、19 倍。

表11: 迈普医学盈利预测 (2023A-2027E)

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	231	278	371	491	647
同比 (%)	18.2%	20.6%	33.1%	32.5%	31.8%
归属母公司净利润 (百万元)	41	79	113	149	199
同比 (%)	13.9%	92.9%	43.6%	31.8%	33.4%
毛利率 (%)	82.0%	79.3%	77.6%	76.5%	76.0%
ROE (%)	6.4%	11.3%	15.0%	18.0%	21.4%
EPS (摊薄) (元)	0.61	1.19	1.70	2.24	2.99
P/E	92.76	48.08	33.47	25.39	19.03
P/B	5.96	5.42	5.01	4.57	4.08

资料来源：ifind，信达证券研发中心（注：股价截止 2025 年 6 月 13 日）

5.2 投资建议

我们选取相关的佰仁医疗、康拓医疗作为可比企业，在 PE 估值法下，对应 2025 年 6 月 13 日股价，2025-2027 年可比公司平均 PE 约 45、32、25。迈普医学作为神经外科修复领域的领先企业，我们认为随着硬脑膜、PEEK 颅骨修复材料集采落地，渗透率有望持续提升，叠加可吸收止血纱、脑膜胶需求释放，公司业务有望呈现快速发展趋势，首次覆盖，予以“买入”评级。

表12: 迈普医学同业估值对比

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2024PE	2025PE	2026PE
			2024	2025	2026			
688314.SH	康拓医疗	23.94	1.15	1.50	1.87	21	16	13
688198.SH	佰仁医疗	143.92	2.11	3.02	3.85	68	48	37
均值						45	32	25
301033.SZ	迈普医学	37.92	1.13	1.49	1.99	33	25	19

资料来源：ifind，信达证券研发中心（注：市值数据截止 2025 年 6 月 13 日，迈普医学为信达证券研发中心预测，其余为 ifind 一致预期）

六、风险提示

1、新产品研发及技术迭代的风险

公司多年来聚焦生物增材制造等系列先进制造技术，并逐步实现多产品的技术协同创新，如果未来出现革命性的新技术，且公司未能及时应对新技术的迭代趋势，公司的技术存在被替代的风险，从而将会对公司的市场竞争力产生不利影响。

2、政策变动存在的风险

医保控费是公司所属高值医疗器械行业的政策主旋律，若“两票制”、“带量采购”、国家医保政策、“医药价格和招采失信事项目录清单”等国家政策发生变化，公司面临的压力和风险也随之增大，进而对公司的经营产生不利影响。

3、终端医院市场拓展的风险

高值医用耗材行业的终端客户地域分布广阔，拓展渠道并搭建服务网络需要较长的周期。另外，针对人工硬脑（脊）膜及颅颌面修补产品，医院对同类产品招标公司数量有限，先入院的产品对后入院的产品会形成一定市场渠道壁垒。未来，若在新产品入院招标中，公司未能中标，将不利于公司主要产品的推广，对公司持续经营能力产生重大不利影响。

4、市场竞争加剧的风险

随着神经疾病发病率呈现高增长态势，神经外科高值医用耗材市场需求不断提升，众多国内外企业加入竞争，行业竞争较为激烈。未来，若公司不能在产品研发、质量管理、营销渠道等方面继续保持竞争优势，可能会对公司的市场份额、财务状况等方面产生重大不利影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	270	312	431	537	678	
货币资金	27	57	165	241	346	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	18	24	29	38	50	
预付账款	5	3	5	6	9	
存货	26	34	48	67	88	
其他	194	194	183	184	184	
非流动资产	517	487	473	468	463	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	317	309	310	312	314	
无形资产	70	63	56	49	42	
其他	130	115	107	107	107	
资产总计	787	799	904	1,005	1,142	
流动负债	68	47	97	124	162	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	32	8	41	49	62	
其他	36	40	56	75	100	
非流动负债	83	52	51	51	51	
长期借款	46	0	0	0	0	
其他	37	52	51	51	51	
负债合计	151	100	148	174	212	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	636	700	756	831	930	
负债和股东权益	787	799	904	1,005	1,142	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	231	278	371	491	647	
同比(%)	18.2%	20.6%	33.1%	32.5%	31.8%	
归属母公司净利润	41	79	113	149	199	
同比(%)	13.9%	92.9%	43.6%	31.8%	33.4%	
毛利率(%)	82.0%	79.3%	77.6%	76.5%	76.0%	
ROE%	6.4%	11.3%	15.0%	18.0%	21.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.61	1.19	1.70	2.24	2.99	
P/E	92.76	48.08	33.47	25.39	19.03	
P/B	5.96	5.42	5.01	4.57	4.08	
EV/EBITDA	40.51	23.89	22.83	17.74	13.31	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	231	278	371	491	647	
营业成本	42	58	83	115	155	
营业税金及附加	5	5	7	9	12	
销售费用	62	57	62	81	105	
管理费用	54	57	70	91	118	
研发费用	27	27	37	49	65	
财务费用	1	-1	-2	-5	-7	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	4	3	7	8	11	
其他	3	12	12	17	23	
营业利润	48	92	132	175	234	
营业外收支	0	1	0	0	0	
利润总额	48	93	132	175	234	
所得税	7	14	19	26	34	
净利润	41	79	113	149	199	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	41	79	113	149	199	
EBITDA	72	115	159	200	259	
EPS(当年)(元)	0.62	1.20	1.70	2.24	2.99	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金	108	116	162	168	223	
净利润	41	79	113	149	199	
折旧摊销	27	28	28	30	33	
财务费用	2	-1	0	0	0	
投资损失	-4	-3	-7	-8	-11	
营运资金变动	45	17	29	-3	1	
其它	-4	-3	-1	0	0	
投资活动现金流	-82	-8	4	-17	-17	
资本支出	-40	-33	-11	-25	-28	
长期投资	-42	25	0	0	0	
其他	0	0	15	8	11	
筹资活动现金流	-44	-82	-59	-75	-100	
吸收投资	0	9	0	0	0	
借款	-4	-46	0	0	0	
支付利息或股息	-15	-27	-57	-75	-100	
现金流净增加额	-18	27	108	76	105	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。