

2025 年 08 月 30 日

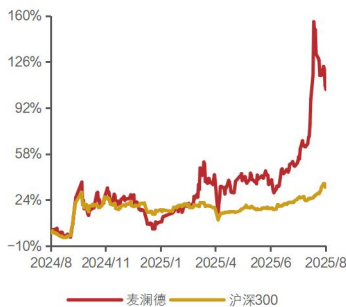
投资评级：买入（维持）

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 08 月 28 日

收盘价（元）	42.50
一年内最高/最低（元）	53.70/19.80
总市值（百万元）	4,250.00
流通市值（百万元）	1,565.14
总股本（百万股）	100.00
资产负债率（%）	10.44
每股净资产（元/股）	13.36

资料来源：聚源数据

麦澜德(688273.SH)

——生殖康复快速增长，积极布局潜力业务

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 上半年业绩，2025H1 实现营收 2.41 亿元（yoy+5.62%），实现归母净利润 0.64 亿元（yoy-11.96%），实现扣非归母净利润 0.61 亿元（yoy-8.08%）。2025Q2 实现营业收入 1.23 亿元（yoy-0.89%），实现归母净利润 0.24 亿元（yoy-33.76%），实现扣非归母净利润 0.23 亿元（yoy-28.54%）。
- **生殖康复业务展现增长潜力，国内入院顺利推进。**2025H1，公司盆底康复业务收入 0.89 亿（yoy-15.93%），继盆底智能解决方案 PI-ONE 系统发布后，公司深化 AI 在盆底康复应用，结合数据提供患者个性化诊疗方案，推出报告解读智能体与盆底健康知识问答智能体，引领盆底诊疗智能化；耗材及配件收入 0.59 亿（yoy+13.92%），耗材产品国际合规注册实现重大推进；生殖康复 0.80 亿（yoy+42.45%）；运动康复 0.07 亿（yoy-26.78%）。公司产品已在国内约 8700 多家医院应用，其中三级医院 1500 余家。
- **毛利率短期承压，产学结合布局前沿应用。**2025H1，公司产品整体毛利率 70.90%（yoy-2.10pct），核心业务毛利率均有不同程度下滑，其中收入占比较大的盆底及产后康复设备业务、生殖康复业务毛利率分别为 67.15%(yoy-2.64pct)、83.30%(yoy-9.92pct)，主要因新产品推广初期，产品毛利略低于其他产品所致。25H1 公司研发费用 0.28 亿（yoy+6.99%），公司加大新产品研发，针对脑机接口、AI 皮肤健康评估等前沿应用，公司探索与高校产学合作，已建有多模态脑机精准驱动工业和信息化重点实验室等 15 个国家、省市级研发创新平台。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.07/6.26/7.75 亿元，同比增速分别为 19.51%/23.34%/23.81%，归母净利润分别为 1.31/1.69/2.19 亿元，同比增速分别为 28.56%/29.59%/29.53%，当前股价对应的 PE 分别为 33/25/19 倍。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。
- **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）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	341	425	507	626	775
同比增长率（%）	-9.57%	24.57%	19.51%	23.34%	23.81%
归母净利润（百万元）	90	102	131	169	219
同比增长率（%）	-26.34%	13.10%	28.56%	29.59%	29.53%
每股收益（元/股）	0.90	1.02	1.31	1.69	2.19
ROE（%）	6.67%	7.74%	9.79%	12.42%	15.67%
市盈率（P/E）	47.32	41.84	32.54	25.11	19.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	462	358	254	138	营业收入	425	507	626	775
应收票据及账款	18	25	31	38	营业成本	119	147	176	213
预付账款	13	11	14	17	税金及附加	5	6	8	10
其他应收款	1	2	2	3	销售费用	94	101	118	142
存货	73	86	103	125	管理费用	56	60	67	79
其他流动资产	435	435	435	435	研发费用	57	61	73	85
流动资产总计	1,002	916	839	756	财务费用	-8	-1	-1	0
长期股权投资	20	20	20	19	资产减值损失	-10	-4	-5	-7
固定资产	124	156	201	259	信用减值损失	-1	-2	-3	-3
在建工程	203	240	277	314	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	56	57	70	95	投资收益	4	9	9	9
长期待摊费用	3	4	3	4	公允价值变动损益	1	0	0	0
其他非流动资产	138	202	265	328	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	545	680	836	1,019	其他收益	18	16	12	12
资产总计	1,547	1,596	1,674	1,775	营业利润	114	152	197	256
短期借款	7	0	1	4	营业外收入	11	4	4	4
应付票据及账款	43	32	39	47	营业外支出	1	1	1	1
其他流动负债	113	150	181	222	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	163	182	221	273	利润总额	125	155	201	260
长期借款	1	2	4	5	所得税	16	17	22	29
其他非流动负债	36	36	36	36	净利润	109	138	178	231
非流动负债合计	37	38	40	41	少数股东损益	7	7	9	12
负债合计	200	220	261	314	归属母公司股东净利润	102	131	169	219
股本	100	100	100	100	EPS(元)	1.02	1.31	1.69	2.19
资本公积	985	985	985	985	主要财务比率				
留存收益	228	249	277	314	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	1,312	1,334	1,362	1,398	成长能力				
少数股东权益	35	42	51	63	营收增长率	24.57%	19.51%	23.34%	23.81%
股东权益合计	1,347	1,376	1,413	1,461	营业利润增长率	11.69%	32.37%	30.22%	30.01%
负债和股东权益合计	1,547	1,596	1,674	1,775	归母净利润增长率	13.10%	28.56%	29.59%	29.53%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-10.52%	39.35%	33.56%	30.30%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	109	113	157	210	毛利率	71.96%	71.03%	71.88%	72.45%
折旧与摊销	29	32	45	57	净利率	25.65%	27.14%	28.51%	29.83%
财务费用	-8	-1	-1	0	ROE	7.74%	9.79%	12.42%	15.67%
投资损失	-4	-9	-9	-9	ROA	6.57%	8.18%	10.11%	12.35%
营运资金变动	-27	7	12	15	估值倍数				
其他经营现金流	24	28	24	23	P/E	41.84	32.54	25.11	19.39
经营性现金净流量	123	171	228	297	P/S	10.01	8.38	6.79	5.48
投资性现金净流量	-508	-162	-195	-235	P/B	3.24	3.19	3.12	3.04
筹资性现金净流量	-165	-113	-137	-178	股息率	1.84%	2.56%	3.32%	4.30%
现金流量净额	-550	-104	-104	-116	EV/EBITDA	11	19	15	12

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）。