

公司研究

专注女性健康和美，“医疗+消费”双轮驱动

——麦澜德（688273.SH）投资价值分析报告

要点

深耕盆底康复十余载，拓展女性全生命周期健康和美。公司成立于2013年，是国内女性盆底功能障碍（PFD）市场的领导品牌。公司聚焦盆底及妇产康复器械的研产销，拓展生殖抗衰、运动康复、轻医美、脑机接口等领域，通过自研和并购，快速构建女性全生命周期产品矩阵。公司拥有聚焦超声、激光、电生理、电刺激、磁刺激、高频等多种能量源技术，持续引领行业发展。截至2025H1末，公司覆盖超8700家医院、6000家院外专业机构，核心高管持股超60%。2018-2024年公司营收/归母净利润CAGR为19.8%/10.4%。

产品领先+渠道高效，盆底康复基本盘稳固。我国女性PFD患病率高，但就诊率和治疗率低，潜在患者超2.8亿人，市场需求广阔。物理治疗为主流疗法，盆底康复器械技术日益成熟。公司作为该领域龙头，已构建“筛查-评估-治疗-居家康复”全闭环服务，并前瞻布局脑机接口等技术，其自主研发的AI辅助盆底生殖康复诊疗系统达“国际领先水平”，推动盆底康复从经验医疗迈向数据与算法协同的智能阶段，显著提升临床效率与精度，技术壁垒深厚。23-24年公司盆底康复产品收入超1.6亿元，伴随老龄化与健康意识提升，核心业务放量潜力巨大。

“医疗+消费”双轮驱动，院内外抗衰成长盘高增。我国生育支持政策持续完善，大龄及多胎产妇占比提升，带动生殖健康与抗衰需求增长。公司围绕“诊疗一体化”理念，通过自研与并购双轮驱动，构建了“私密可视化+生殖抗衰”与“皮肤可视化数字化+皮肤抗衰”两大业务体系，为客户提供从内到外的全周期健康管理。公司战略收购上海奥通、小肤科技，加速医美版图布局。在“一端更严肃，一端更消费”的战略引导下，公司以严肃医疗的临床数据为消费业务赋能，同时以消费医疗的用户运营经验反哺医疗业务流量。21-24年公司生殖康复和抗衰产品营收CAGR高达90.1%，产品升级与渠道拓展助力该业务持续成长。

脑机接口面向未来，战略布局潜力盘。脑机接口市场前景广阔：人口老龄化推高精神类、神经退行性疾病患者基数，临床需求巨大；国内政策支持明确，各地逐步完善收费与医保衔接，为产品商业化明晰路径。医疗康复领域因技术相对成熟、监管明确、商业价值高，有望率先实现规模化落地。公司及子品牌锐诗得积极布局高壁垒脑机接口技术，牵头多项国家级、省级研发计划，已逐步构建出整套中枢、外周及协同神经康复系统。多模态闭环神经调控系统研发将落地，技术领先性强。公司依托“产学研合作”加速商业化，相关产品预计2026年起上市创收。

盈利预测、估值与评级：麦澜德是国内盆底及生殖康复领域的龙头企业，前瞻性布局脑机接口前沿技术。产品创新和市场拓展，驱动公司长期快速发展。我们预测公司25-27年归母净利润为1.09/1.30/1.57亿元，同比增长8%/19%/22%，当前股价对应PE为39/33/27倍。结合相对估值与绝对估值两种方法，给予公司目标价56.65元（对应26年44倍PE）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：核心产品放量不及预期；新品研发失败风险；同业竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	341	425	469	539	632
营业收入增长率	-9.57%	24.57%	10.50%	14.96%	17.27%
净利润（百万元）	90	102	109	130	157
净利润增长率	-26.34%	13.10%	7.57%	18.61%	21.51%
EPS（元）	0.89	1.02	1.09	1.30	1.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.67%	7.74%	8.15%	9.08%	10.27%
P/E	48	42	39	33	27
P/B	3.2	3.2	3.2	3.0	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-12-31

买入（首次）

当前价/目标价：42.52/56.65元

作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

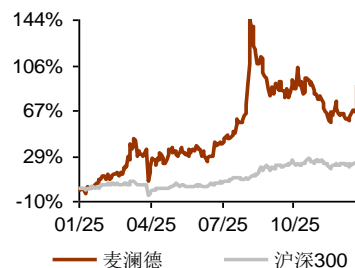
021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.00
总市值(亿元)	42.52
一年最低/最高(元)	20.56/53.26
近3月换手率	249.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.65	4.65	75.50
绝对	20.83	2.96	98.14

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 营业总收入：公司产品包括盆底康复、生殖康复和抗衰、运动康复、耗材及配件等，我们预测公司 25-27 年营收增速分别为 10.5%/15.0%/17.3%，毛利率分别为 70.7%/71.0%/71.8%。分产品看：

盆底康复：公司盆底康复技术全国领先，产品体系完善，国内盆底康复产品的市场渗透率仍较低，但受到阶段性外部因素以及市场竞争加剧的影响，我们预测 25-27 年该业务营收增速分别为-10%/+2%/+2%，受新品推广期让利影响，预计毛利率小幅下行，25-27 年毛利率分别为 67.2%/66.7%/66.2%。

生殖康复和抗衰：院内外抗衰需求强劲，公司凭借严肃医疗背景赋能消费医疗，产品线持续升级，技术引领和渠道拓展下，该项业务有望延续高景气。我们预测 25-27 年营收增速分别为 42%/35%/30%，毛利率维持在 83.3%。

运动康复：公司加大运动康复和脑机接口技术投入，全方位推进“产学研”，有望陆续取得重大突破，2026 年 BCI 相关产品即将上市贡献收入，预计毛利率较原有产品有所提高。我们预测 25-27 年运动康复业务营收增速分别为-25%/+28%/+25%，毛利率分别为 60.6%/65.6%/65.6%。

耗材及配件：公司盆底康复设备业务稳定发展，存量装机的提升将带动相关耗材及配件的放量。我们预计 2025 年后将平稳发展，25-27 年耗材及配件业务营收增速分别为 14%/14%/14%，毛利率维持在 63.6%。

其他产品和非主业：其他产品主要是院外非医疗业务，随着产品的不断推新、完善价格带，我们预计 2026 年后将维持较快增长，25-27 年营收增速分别为-40%/+30%/+30%，毛利率维持在 59.1%。公司非主业经营波动较大，我们预计 25-27 年该业务营收增速分别为 77%/0%/0%，毛利率维持在 43%。

2) 费用率：随着新产品的上市，销售费用有望小幅提升，叠加规模效应和精细化运营的影响，预计 25-27 年销售费用率为 22.27%/22.07%/21.87%，管理费用率为 13.41%/13.21%/13.01%，研发费用率分别为 13.5%/13.0%/13.0%。

综合以上假设，我们预计公司 25-27 年营业收入为 4.69/5.39/6.32 亿元，归母净利润为 1.09/1.30/1.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.09/1.30/1.57 元。

我们的创新之处

亮点 1：根据我国女性 PFD 患病率和诊疗率情况，以及公司医疗机构覆盖率，测算盆底康复设备的潜在市场空间。

亮点 2：对比公司与竞争对手在盆底领域的研发投入和销售体系运营效率。

股价上涨的催化因素

短期股价催化剂：脑机接口产品上市销售；大规模设备更新政策落地；生殖康复和抗衰业务持续放量。

长期股价催化剂：脑机接口技术突破；人口老龄化；收费立项纳入医保；健康消费市场升级；海外市场销售放量。

目标价与评级

麦澜德作为国内盆底及生殖康复领域的龙头企业，已构建起从筛查、评估、治疗到居家康复的完整服务闭环，同时前瞻性布局脑机接口前沿技术。产品创新和市场拓展，驱动公司长期快速发展。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 1.09/1.30/1.57 亿元，同比增长 7.6%/18.6%/21.5%，给予公司目标价 56.65 元（对应 26 年 44 倍 PE）。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、十年磨剑终成锋，盆底康复立潮头.....	6
1.1 扎根盆底康复市场，专注女性健康和美.....	6
1.2 核心高管集中持股，股权激励助力长期发展.....	6
1.3 从点到面：布局女性全生命周期康复.....	8
1.4 双轮驱动：自研+并购产品线，公司经营稳中求进.....	9
2、盆底康复引领行业发展，基本盘稳固.....	11
2.1 我国 PFD 患病率高、就诊率低，康复市场潜力大.....	11
2.2 物理治疗是 PFD 的主流疗法，医疗设备应用广泛.....	12
2.3 产品领先和渠道高效，夯实盆底康复基本盘.....	15
3、院内外抗衰构筑核心成长盘.....	17
4、脑机接口业务市场前景广阔.....	19
4.1 政策与技术双轮驱动，百亿蓝海市场加速开启.....	19
4.2 收费立项加速 BCI 产业化，医疗领域商业化潜力大.....	21
4.3 “产学合作”推进研发，BCI 商业化落地在即.....	21
5、盈利预测.....	23
5.1 关键假设及盈利预测.....	23
5.2 相对估值.....	24
5.3 绝对估值.....	25
5.4 估值结论与投资评级.....	26
5.5 股价驱动因素.....	26
6、风险分析.....	26

图目录

图 1: 麦澜德公司发展历程图	6
图 2: 公司股权架构图 (截至 2025 年 9 月 30 日)	7
图 3: 公司产品线布局随医疗应用发展而不断拓展	8
图 4: 女性全生命周期常见的妇科疾病	8
图 5: 麦澜德女性全生命周期产品布局	9
图 6: 麦澜德拥有全球首创的“磁电热影·智融 PI-ONE”盆底智能诊疗系统, 运用 AI 智能辅助诊断决策以及综合治疗	9
图 7: 2018-2025 年前三季度公司营业收入及增速	10
图 8: 2018-2024 年主营业务收入中, 生殖康复业务收入占比快速提升	10
图 9: 2020-2022 年疫情扰动后, 公司各项业务的毛利率趋稳	10
图 10: 2018-2022 年公司费用率总体较为稳定, 上市后有所提升	10
图 11: 2018-2025 年前三季度公司归母净利润、扣非净利润及其增长情况	11
图 12: 2018-2025 年前三季度公司盈利能力变化情况	11
图 13: 2019-2024 年公司营运能力变化情况	11
图 14: 2018-2024 年公司经营性现金流及净现比情况	11
图 15: 常见 PFD 的物理治疗最新研究进展	13
图 16: 麦澜德 AI 一体化智慧医疗方案 (PI-ONE 系统) 应用流程	16
图 17: 2021-2024 年麦澜德和伟思医疗销售人员人均薪酬 (万元)	16
图 18: 2021-2024 年麦澜德和伟思医疗销售人员人均创收 (万元)	16
图 19: 2022-2025H1 麦澜德产品覆盖机构逐年增长	17
图 20: 2022-2025H1 麦澜德产品医院/医疗机构覆盖率	17
图 21: 2021-2024 年麦澜德生殖康复销售额快速增长	18
图 22: 2021-2024 年麦澜德生殖康复类产品的销售量和单价	18
图 23: 目前脑机接口主要分为三种类型	19
图 24: 三种脑机接口的机理和优劣势对比	19
图 25: 2019- 2029E 年全球脑机接口市场规模 (亿美元)	19
图 26: 2018-2025 年中国脑机接口投融资交易数量和金额	19
图 27: 2020-2025 年 6 月我国脑机接口临床实验注册数量	20
图 28: 截至 2025 年 8 月我国脑机接口临床试验阶段统计	20

表目录

表 1: 公司核心高级管理人员列表和主要工作经历 (截至 2025 年 9 月 30 日)	7
表 2: 上市后公司以自有资金实施了两次股份回购, 拟用于员工持股计划或股权激励	8
表 3: 国内不同地区的女性盆底功能障碍 (PFD) 患病率的研究结论	12
表 4: 我国盆底、产后及生殖康复市场潜在患者人数超 2.8 亿人	12
表 5: 国内外盆底功能障碍 (PFD) 的筛查、诊断、治疗的主流方法总结	13
表 6: 麦澜德现有盆底及妇产康复、生殖康复设备产品矩阵	14
表 7: 麦澜德医疗设备的临床试验充分	15
表 8: 2023-2024 年麦澜德在盆底领域的研发投入远高于伟思医疗和翔宇医疗	15
表 9: 2015-2025 年国家层面出台多项生育支持政策	17
表 10: 2022 年以来我国政策端大力支持脑机接口行业发展, 出台并完善相关法规和伦理指南	20
表 11: 多地已明确脑机接口医疗服务项目的收费标准, 浙江首先将“非侵入式脑机接口适配费”纳入医保支付	21
表 12: 麦澜德运动康复产品矩阵, 积极布局脑机接口潜力业务	22
表 13: 麦澜德正在参与多项国家级和省级重点研发计划项目, 与多家大型医院的临床合作, 确保了产品符合临床需求并能快速落地	22
表 14: 麦澜德营收和成本预测	24
表 15: 麦澜德的可比公司估值表	25
表 16: 绝对估值核心假设表	25
表 17: 现金流折现及估值表	25
表 18: 敏感性分析表	26

1、十年磨剑终成锋，盆底康复立潮头

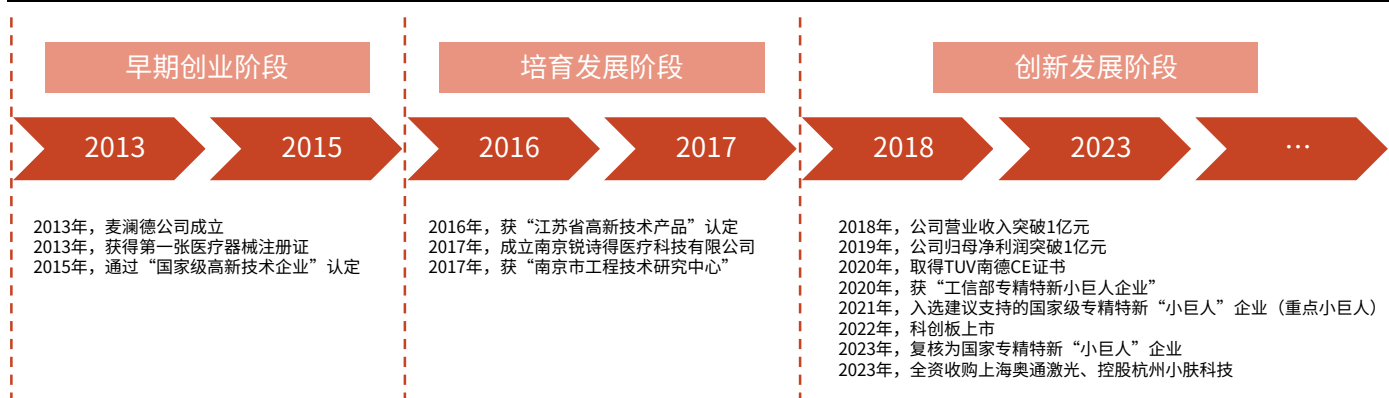
1.1 扎根盆底康复市场，专注女性健康和美

南京麦澜德医疗科技股份有限公司（以下简称“麦澜德”或“公司”）成立于2013年，2022年8月在上交所科创板上市，是国内女性盆底功能障碍（pelvic floor dysfunction, PFD）市场的领导品牌。公司从事盆底及妇产康复领域相关医疗器械产品的研发、生产、销售和服务，同时拓展女性生殖康复和抗衰、运动康复等领域。公司拥有聚焦超声、激光、电生理、磁刺激、高频技术等各类能量源方向的技术平台。截至2025H1末，公司已开发全国约8700多家医院和6000多家院外专业机构，如月子中心、母婴护理中心、产后恢复中心等。

公司的发展经历了三个阶段：

1. 早期创业阶段（2013年-2015年）：确立女性盆底康复核心定位，完成相关产品医疗器械注册，正式切入盆底及产后康复市场，启动产品产销。
2. 培育发展阶段（2016年-2017年）：加大研发投入、拓宽产品线、提升产品性能，搭建核心区域营销网络，建成新厂区实现规模化产销，完成核心技术积累。
3. 创新发展阶段（2018年-至今）：盆底康复产品线已覆盖全球26个国家和地区，全国34个一级行政区，战略升级为“专注女性健康与美”，拓展生殖康复、营养及健康管理、脑机接口等新品类，斩获多项省级及国家级资质认定。

图 1：麦澜德公司发展历程图



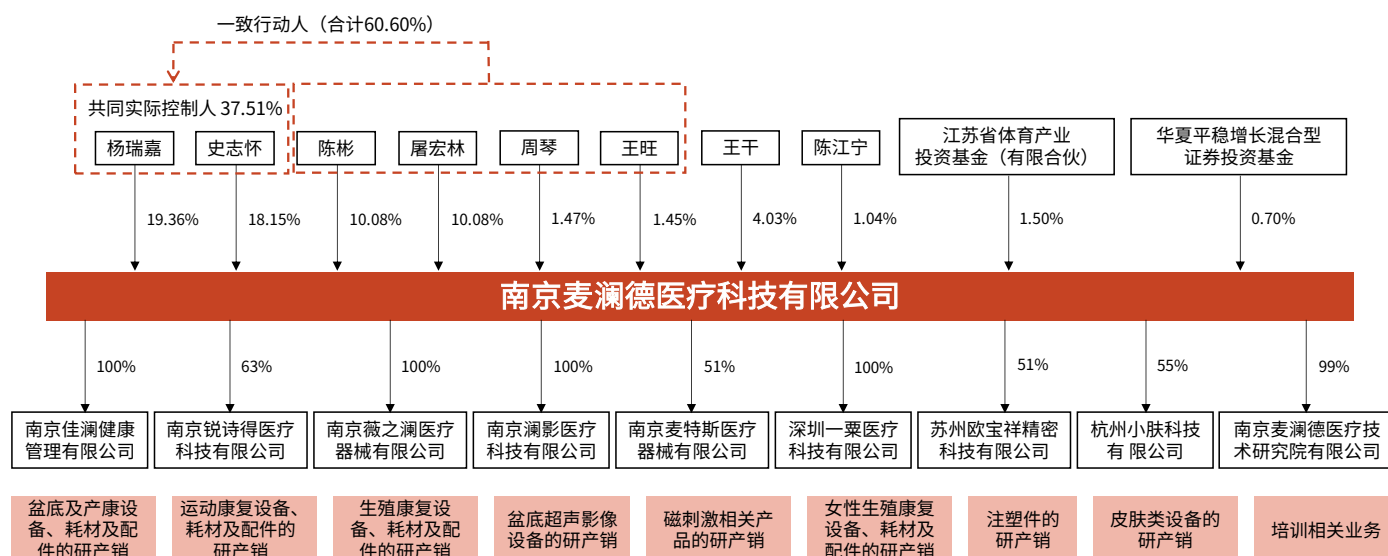
资料来源：公司官网，麦澜德科创板首次公开发行股票招股说明书，光大证券研究所整理

1.2 核心高管集中持股，股权激励助力长期发展

公司股权结构清晰稳定，核心高管团队集中持股。截至2025Q3末，杨瑞嘉先生直接持有公司19.36%的股份并担任公司董事长、总经理，史志怀先生直接持有公司18.15%的股份并担任公司董事、副总经理，二人合计控制公司37.51%的股份，系公司控股股东、共同实际控制人。此外，陈彬、屠宏林、周琴、王旺作为公司实际控制人的一致行动人，与实际控制人的合计直接持股比例为60.60%。公司核心高管团队集中持股，有利于保障长期战略的落地执行、提高决策效率、维持管理团队的稳定性、提升公司发展动能。截至2024年末，公司拥有约10个主要参控股公司，负责不同产品线的研产销，职责清晰。

高管团队分工有序，行业经验丰富。公司核心管理层共有7位成员，其中6位都曾在伟思医疗任职，拥有丰富的研发、销售、供应链、财务管理等经验，熟悉行业技术与市场规则，凭借彼此的协作默契，自创立之初就快速搭建起了高效的运营团队，为公司在女性康复医疗器械领域的深耕和长期发展奠定基础。

图 2：公司股权架构图（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：麦澜德科创板首次公开发行股票招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

表 1：公司核心高级管理人员列表和主要工作经历（截至 2025 年 9 月 30 日）

姓名	性别	职务	主要工作经历
杨瑞嘉	男	董事长、总经理	1978 年 7 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。 2003 年 6 月-2004 年 8 月 就职于南京信业医药实业有限公司 2007 年 10 月-2013 年 7 月 历任伟思医疗及其子公司南京伟思瑞翼电子科技有限公司产品经理、市场部经理、产品总监 2013 年 8 月-至今 任公司董事长兼总经理
史志怀	男	董事、副总经理	1975 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。 1997 年 8 月-2001 年 2 月 就职于南京绿洲机器厂、南京清华通用数控工程有限公司 2001 年 3 月-2013 年 2 月 历任伟思医疗软件工程师、研发部经理、研发总监 2013 年 3 月-2020 年 9 月 任公司董事、副总经理、研发总监 2020 年 9 月-至今 任公司董事、副总经理
陈彬	男	董事、副总经理	1976 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。 2002 年 7 月-2004 年 8 月 任南京起重机械总厂有限公司结构设计师 2004 年 9 月-2013 年 5 月 历任伟思医疗结构设计师、生产部经理、供应链总监 2013 年 6 月-2020 年 9 月 任公司董事、供应链总监、副总经理 2020 年 9 月-至今 任公司董事、副总经理
屠宏林	男	董事、副总经理	1980 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。 2000 年 3 月-2004 年 3 月 就职于南京大桥机器厂、江苏科普电子技术工程有限公司 2004 年 4 月-2014 年 4 月 历任伟思医疗及其子公司南京伟思瑞翼电子科技有限公司工程师、销售经理、渠道总监 2014 年 4 月-2014 年 12 月 任北京汉道方科技有限公司销售总监 2015 年 5 月-2020 年 9 月 任公司销售总监、副总经理 2020 年 9 月-至今 任公司副总经理 2024 年 1 月-至今 任公司董事
王旺	男	副总经理	1982 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。 2005 年 7 月-2009 年 11 月 就职于南京神州英诺华医疗科技有限公司、南京入信田医疗器械有限责任公司 2009 年 11 月-2013 年 3 月 任伟思医疗质量部经理 2013 年 3 月-2016 年 6 月 任南京颐兰贝生物科技有限责任公司质量部经理 2016 年 6 月-2020 年 9 月 任公司质量总监、监事 2020 年 9 月-至今 任公司副总经理
陈江宁	女	副总经理、董事会秘书	1977 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中级会计师。 1998 年-2012 年 就职于南京市果品总公司、南京鸿儒教育文化发展有限公司、伟思医疗，从事财务管理相关工作 2012 年 3 月-2015 年 8 月 任南京友智科技有限公司财务总监 2015 年 8 月-2017 年 8 月 任南京众豪文化传媒有限公司副总经理 2017 年 9 月-2023 年 9 月 任公司财务总监、副总经理、董事会秘书 2023 年 9 月-至今 任公司副总经理、董事会秘书
徐宁	女	财务总监	1986 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中国注册会计师，高级会计师。 2008 年 7 月-2020 年 5 月 就职于南京特捷交通技术有限公司、江苏省农村信用社联合社信息结算中心、中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）江苏分所，从事财务、经营分析及审计相关工作 2020 年 5 月-2023 年 9 月 任公司财务经理、财务中心助理总监 2023 年 9 月-至今 任公司财务总监

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

员工持股和股权激励机制，助力公司长期发展。在科创板上市之前，公司设立了鸿澜德尚、蔚澜佳、品澜尚 3 个员工持股平台；部分高管和核心员工通过设立“华泰麦澜德家园 1 号科创板员工持股集合资产管理计划”参与公司 IPO 股票战略配售。此外，公司于 2023 年 2 月发布了《2023 年限制性股票激励计划草案》，以 2022 年归母净利润为基数，23-26 年归母净利润的复合增速目标不低于 30%，但鉴于公司经营面临的内外部环境波动较大，该计划于 2024 年 3 月终止实施。为建立完善公司长效激励机制，充分调动公司员工的积极性、提高凝聚力，增强投资者信心，公司自 2023 年 9 月起实施了两次股份回购，拟用于员工持股计划或股权激励。

表 2：上市后公司以自有资金实施了两次股份回购，拟用于员工持股计划或股权激励

集中竞价交易回购期	首次回购日期	完成回购日期	实际回购股数	实际回购金额	实际回购价格区间	回购用途
第一期	2023 年 9 月 26 日	2024 年 5 月 31 日	110 万股	3,220.5070 万元	19.32-34.44 元/股	股权激励
第二期	2024 年 7 月 3 日	2025 年 5 月 31 日	108.21 万股	2,135.1187 万元	18.57-26.00 元/股	员工持股计划或股权激励

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；注：“实际回购金额”不含印花税、交易佣金等交易费用

1.3 从点到面：布局女性全生命周期康复

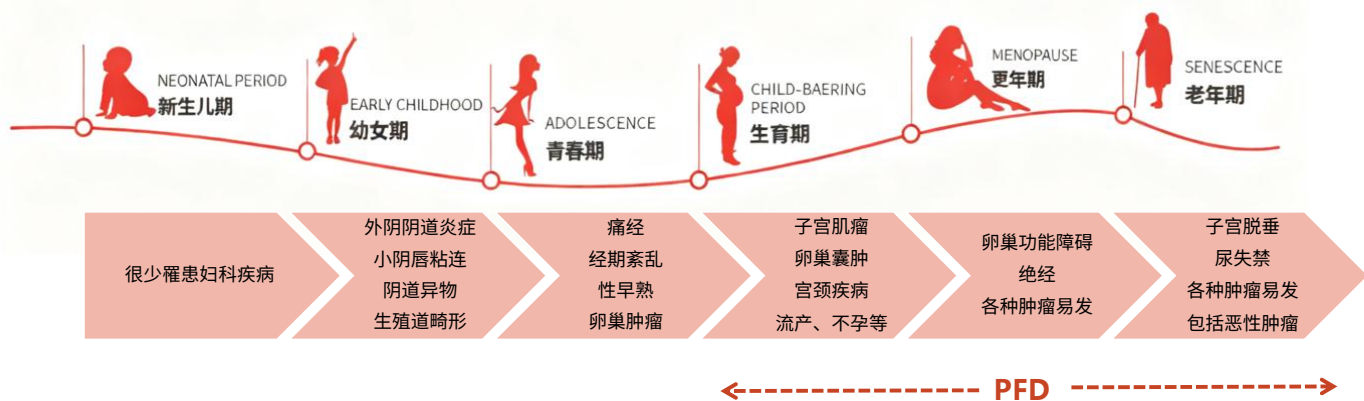
公司产品线发端于盆底和产后康复，逐步拓展至女性全生命周期康复。公司以成为“世界级专注于女性健康和美的医疗健康公司”为愿景，持续拓展产品线。2013 年公司进军女性盆底康复领域，覆盖了女性生育期、更年期和老年期。随后，陆续拓展运动康复、生殖康复、家庭康复和皮肤诊疗等领域，覆盖至女性青春期、幼年期和新生儿期，实现从点到面的女性全生命周期产品线布局。

图 3：公司产品线布局随医疗应用发展而不断拓展



资料来源：公司公告，公司官网，锐诗得微信公众号，光大证券研究所整理

图 4：女性全生命周期常见的妇科疾病



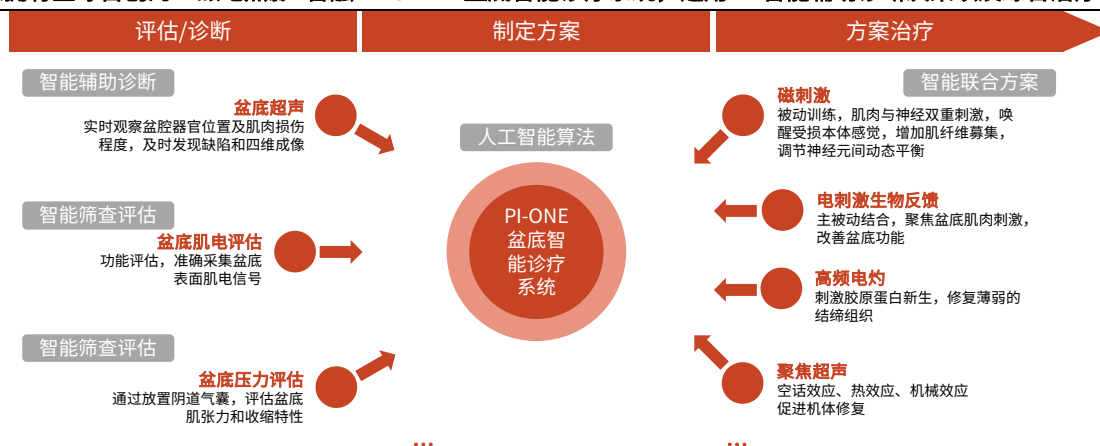
资料来源：临沂市妇幼保健院，青海省妇幼保健院，南阳市卧龙区妇幼保健院，光大证券研究所整理

图 5：麦澜德女性全生命周期产品布局



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：麦澜德拥有全球首创的“磁电热影·智融 PI-ONE”盆底智能诊疗系统，运用 AI 智能辅助诊断决策以及综合治疗

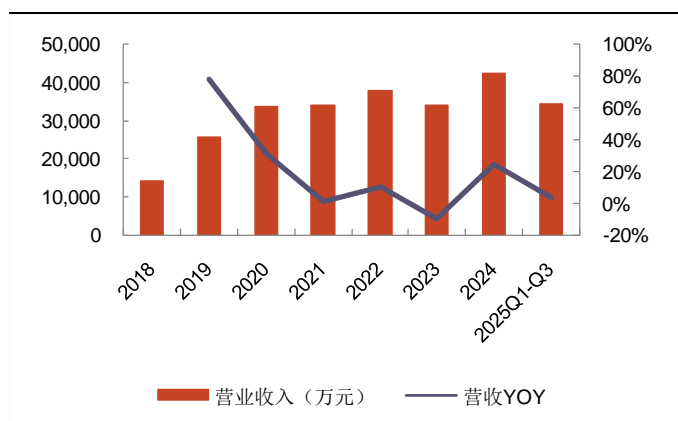


资料来源：麦澜德公司官网，公司公告，光大证券研究所

1.4 双轮驱动：自研+并购产品线，公司经营稳中求进

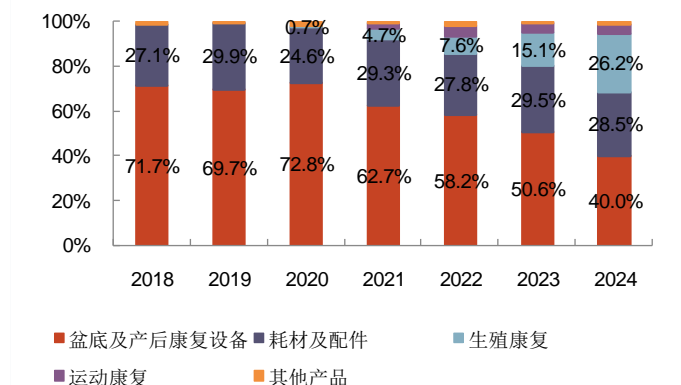
经过 2023 年阶段性调整，公司经营恢复稳定。2018-2022 年公司营收逐年增长，2018-2020 年公司根据市场环境动态调整其产品结构、加强市场拓展，推动销量持续高增；2021 年受新冠疫情影响，相关产品量价齐跌，凭借耗材及配件、女性生殖康复设备（2020.7 收购一粟医疗）的强劲发力，总营收维持稳定；2022 年于科创板上市后，公司推动运动康复、女性生殖康复、家用盆底康复等领域技术突破和新品上市，成功拓展了医疗应用领域和院内外市场，当年营收同比增长 10.32%。2023 年受大环境和新产品上市延迟影响，公司经营业绩不佳，营收同比下滑 9.57%，但仍围绕战略目标，坚定追加研发投入，以保障新产品的研发和原技术的升级。2024 年，公司推出了重磅盆底智能解决方案——PI-ONE 系统，引领盆底康复行业发展，也促进了诊疗设备的整体推广；同时，2023 年收购的小肤科技以及持续的产品升级和市场拓展推动生殖康复业务收入实现翻倍式增长，总营收同比增长 24.57%。25Q1-Q3，公司营收 3.44 亿元，同比增长 4.01%；归母净利润 0.96 亿元，同比下滑 0.07%，整体经营维持稳定。

图 7：2018-2025 年前三季度公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

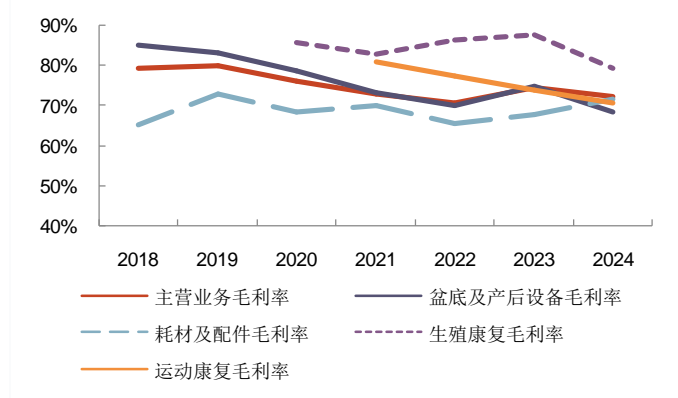
图 8：2018-2024 年主营业务收入中，生殖康复业务收入占比快速提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所（2018-2020 年的其他产品中包含运动康复设备和营养及健康管理设备）

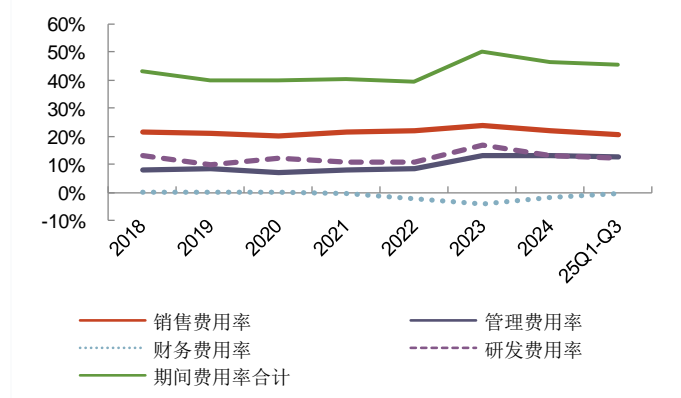
公司毛利率在疫情期间有所下行，后随着新品上市和产品结构调整企稳回升。2018-2024 年，公司主营业务毛利率基本维持在 70% 以上较高水平，其中耗材及配件的毛利率较为稳定。2020-2022 年，受 2020 年 1 月以来的疫情影响，公司主营业务毛利率持续下降，期间月子中心、产后恢复中心及母婴中心等非医疗机构市场需求不确定性增大，公司及时调整市场策略，提升了价格较低产品的收入占比。2023 年，公司主营业务毛利率同增加了 3.85pp，主因生物刺激反馈仪及 2022 年推出的新品高频评估电灼仪销量增加，使得盆底康复和生殖康复产品线的毛利率分别同比增加 4.54pp 和 1.08pp。2024 年，公司主营业务毛利率同比减少 2.40pp，其中，盆底康复产品毛利率同比减少 6.18pp，主因部分新品尚处于推广期，毛利率低于其他产品；此外，生殖康复产品毛利率同比减少 8.27pp，主因 2023 年并购小肤科技，其产品皮肤分析仪销量增加，但毛利率略低于其他产品。随着系统解决方案的升级及组合销售策略的推进，毛利率有望趋稳。

图 9：2020-2022 年疫情扰动后，公司各项业务的毛利率趋稳



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：2018-2022 年公司费用率总体较为稳定，上市后有所提升

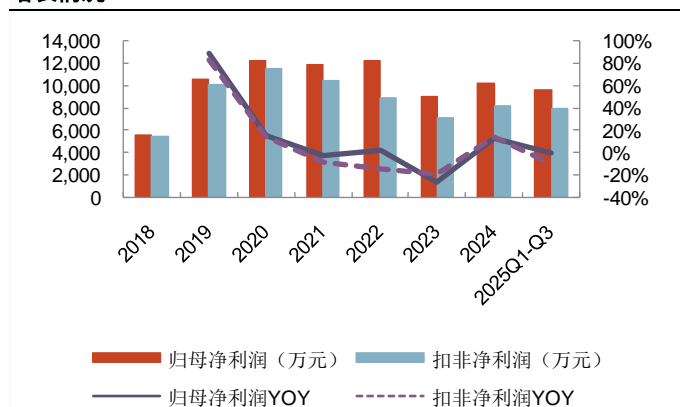


资料来源：wind，公司公告，光大证券研究所

上市后公司加大自研和并购力度，总体费用率上升。2019-2022 年公司期间费用率维持在 39.6%-40.6% 之间。自科创板上市后，公司围绕“专注女性健康和美”的顶层战略，以产品线持续领先为战略目标，持续发力技术创新、市场开拓、运营管理、外延式发展、人才队伍建设等方面，费用率有所上升。2023 年，公司面临多重超预期因素的冲击，营收下滑 9.57%，但管理费用同比增长 38.51% 至 4531.37 万元，管理费用率同比增加 4.6pp 至 13.3%，主要系薪酬增加、中介机构及服务增加（并购项目及申报国家级重点研发项目涉及的审计、评估、律师、咨询等费用）；研发费用同比增长 40.89% 至 5824.15 万元，研发费用率同

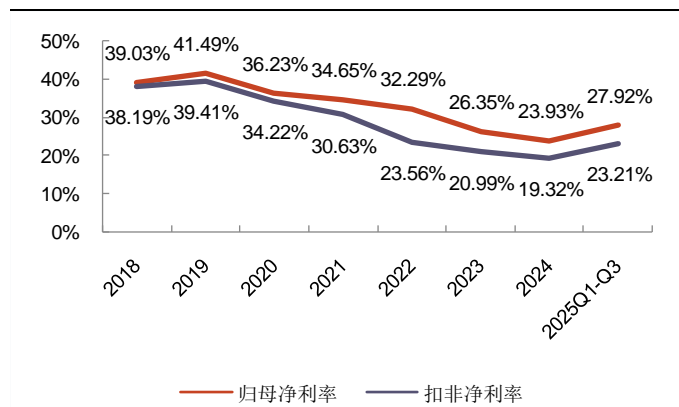
比+6.1pp至17.1%，主要系技术合作费用增加、研发人员薪酬增加等原因。2024年，随着营收的较快增长，公司总体费用率有所回落，但仍然高于上市前水平。

图 11: 2018-2025 年前三季度公司归母净利润、扣非净利润及其增长情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

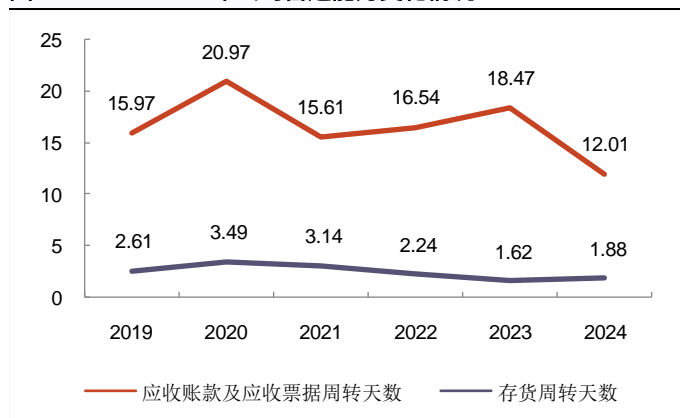
图 12: 2018-2025 年前三季度公司盈利能力变化情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

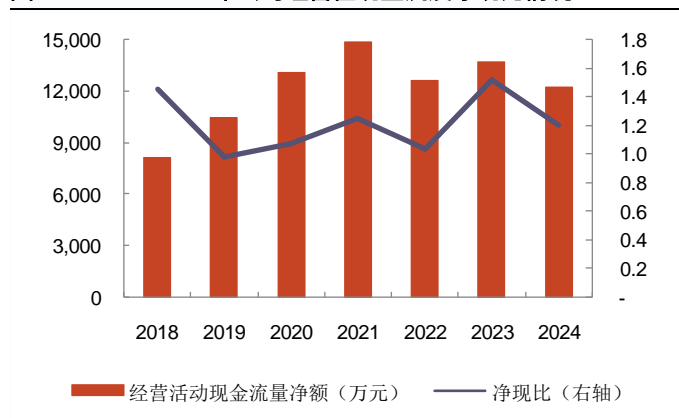
受内外部因素影响，公司净利率有所回落，但营运能力显著提升。2020-2022 年受新冠疫情影响，公司主营业务毛利率持续承压，从 2019 年的 80.16%逐步下移至 2022 年的 70.80%，期间费用率维持在 40%左右。2023-2024 年，公司主营业务毛利率企稳回升，但公司立足长远，加大自研和并购力度、强化人才队伍建设，期间费用率大幅上升，致使 2020-2024 年的扣非归母净利率持续下行，从 2020 年的 34.22%下行至 2024 年的 19.32%。2021 年至今，公司营运能力持续改善，存货周转天数、应收账款及应收票据周转天数总体显著缩短，净现比持续大于 1，体现了较好的经营管控能力。

图 13: 2019-2024 年公司营运能力变化情况



资料来源: wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 14: 2018-2024 年公司经营性现金流及净现比情况



资料来源: wind, 公司公告, 光大证券研究所

2、盆底康复引领行业发展，基本盘稳固

2.1 我国 PFD 患病率高、就诊率低，康复市场潜力大

我国成年女性盆底功能障碍患病率高，且随年龄增长而增加。国际尿失禁学会（ICS）和国际泌尿外科协会（IUGA）在 2022 年将盆底功能异常的疾病和症状统称为 PFD（Pelvic Floor Dysfunction），包括了盆腔器官脱垂（POP）、大便失禁（FI）和尿失禁（UI）等。《中国循证医学杂志》2019 年刊登的《中国成年女性尿失禁患病率的 Meta 分析》的研究显示，我国成年女性尿失禁（UI）患病率为 31.1%，且患病率随年龄增长而增加。国家科技“十一五”、“十二

五”支撑计划项目分别对 2 万余名成年女性 UI 和 5 万名成年女性 POP 的流行病学调查显示，尿失禁 (UI) 的总患病率为 30.9%，症状性盆腔器官脱垂 (POP) 的患病率为 9.6%。

表 3: 国内不同地区的女性盆底功能障碍 (PFD) 患病率的研究结论

区域	调查时间	样本年龄	平均年龄	有效问卷 样本数量	大便失禁 (FI) 患病率	尿失禁 (UI) 患病率	盆腔器官脱垂 (POP) 患病率	盆底功能障碍 (PFD) 患病率
台州市	2019-2020	接受产后 42d 检查的妇女	NA	2036	NA	40.42%	24.26%	NA
西安市	2021-2023	接受产后 42d 检查的妇女 (20-45 岁)	28.7±3.1	288	NA	29.9% (SUI)	NA	37.90%
南京市	2017	足月单胎, 产后 1-3 月女性 (19-43 岁)	30.17±3.96	975	0.92%	12.31%	47.08%	76.51%
北京市	2013	40-70 岁女性	53.61±7.06	2601	14.22%	41.62%	15.45%	65.24%
石家庄市	2014-2015	20-74	NA	4625	NA	11.4% (SUI)	13.10%	24.50%
青海省海南藏族自治州	2020	17-66 岁常住已婚女性	42.0±9.5	1038	NA	53.00%	69.50%	83.50%
安阳市	2018-2019	20 岁以上妇女	NA	4510	NA	26.0% (SUI)	14.00%	40.00%
海口市	2021	20-81 岁	37.40±14.63	1600	NA	68.69%(SUI)	62.25%	NA
温州市	2014	20 岁以上有性生活史的妇女	NA	986	0.70%	34.90%	17.00%	52.60%
山东省部分社区	2006	19-70 岁	39.54±15.13	2326	NA	12.3% (SUI)	13.10%	25.40%
中国 6 个区域的社区	2006	20-99 岁中国女性	46±16	19024	NA	30.90%	NA	NA

资料来源:《中国妇幼保健》《中国计划生育学杂志》《中国妇产科临床杂志》《检验医学与临床》《中国计划生育学杂志》《临床医药文献电子杂志》《实用妇科内分泌电子杂志》《温州医科大学学报》《山东大学学报 (医学版)》, Menopause, 光大证券研所整理 (注: SUI 指压力性尿失禁)

我国盆底、产后及生殖康复市场潜在患者超 2.8 亿人，但就诊率和治疗率极低，相关康复器械市场空间广阔。2024 年公司盆底及产后康复设备、耗材及配件合计占主营业务收入的 68.5%，生殖康复设备占主营业务收入的 26.2%，我们测算相关市场的潜在患者数量合计超 2.8 亿人。尽管盆底领域市场的患者数量庞大，就诊率却非常低。《中国循证医学杂志》2019 年刊登的《中国成年女性尿失禁患病率的 meta 分析》中提到，中国女性尿失禁的就诊率仅有 19.79%，治疗率仅为 7.9%。但是，随着疫情影响减弱，筛查率的提升，以及人们对盆底健康意识的提高，就诊率也在逐年上升，以盆底康复为代表的器械市场空间广阔。

表 4: 我国盆底、产后及生殖康复市场潜在患者人数超 2.8 亿人

项目	各细分疾病下的女性患者人数	潜在患者人数
盆底康复市场	1) UI 患者: 30.9% (我国成年女性 UI 患病率) X 56.128 万 (中国 20 岁以上女性人口) / 0.1028% (24 年抽样比) = 1.69 亿 2) POP 患者: 9.6% (我国成人女性 POP 患病率) X 56.128 万 (中国 20 岁以上女性人口) / 0.1028% (24 年抽样比) = 0.52 亿 3) FI 患者: 0.43% (我国成人女性 FI 患病率) X 56.128 万 (中国 20 岁以上女性人口) / 0.1028% (24 年抽样比) = 0.02 亿	合计 2.23 亿人
产后康复市场	2024 年我国出生人口为 954 万人，近似等于潜在女性产后康复需求人数。	约 900 万人
生殖康复市场	1) 不孕不育辅助治疗市场需求 根据中国人口协会、国家卫计委 2016 年发布的《中国不孕不育现状调研报告》显示，我国不孕不育患病率在 12.5%-15%，结合国家统计局公布的 15-49 岁女性人口数据可以预估我国不孕不育女性患者人数为： 12.5%~15% (不孕不育人口比例) X 31.561 万 (中国 15-49 岁女性人口) / 0.1028% (24 年抽样比) ≈ 3838 万-4605 万 2) 计划生育及生育率保存市场 《中国实用妇科与产科杂志》2021 年 3 月第三期发表了人工流产后促进子宫内层修复专家共识，文章指出：2018 和 2019 年全国人工流产例数分别高达 974 万例和 976 万例。中国每年超 900 万人做人工流产，若人工流产手术次数越多、间隔越近、孕周越大，子宫内膜越易损伤，会降低育龄期妇女的生育能力。	合计约 4700-5500 万人

资料来源: 国家统计局, 《中国计划生育和妇产科》《结直肠肛门外科》, 公司公告, 光大证券研究所整理

2.2 物理治疗是 PFD 的主流疗法，医疗设备应用广泛

国内 PFD 诊疗技术已与国际前沿接轨，但普及度、规范度差异仍较大。针对 PFD，国外已建立非常成熟的标准化诊断路径和操作规范，多学科联合门诊 (如泌尿妇科门诊) 是标准配置，患者能一站式完成全面评估，主流的治疗方案是物理治疗、手术治疗、药物治疗等。其中，手术是中重度 POP 的主要治疗手段，包括重建手术和封闭手术，骶骨固定术目前已成为标准术式之一。药物治疗方面，结合新型药物递送系统、激素疗法及肌肉松弛剂的多重作用，也展现了改善 PFD 的较

大潜力。而**针对轻至中度 SUI 和 POP，规范化、个性化的盆底肌康复是一线疗法**，其核心目标是加强盆底肌肉的力量、协调性和耐力，以恢复盆底结构的支持和功能¹。目前国内主流盆底疾病的诊疗技术和设备不输海外，但公众认知较低，筛查体系不健全，诊疗的规范化和标准化程度参差不齐。

表 5：国内外盆底功能障碍（PFD）的筛查、诊断、治疗的主流方法总结

项目	海外盆底功能障碍的筛查、诊断、治疗的主流方法	国内盆底功能障碍的筛查、诊断、治疗的主流方法
筛查	问卷调查：包括尿动力学调查、直肠压力调查、POP-Q 评分表等	问卷调查：通常包括小便情况、大便排泄情、肛门情况问卷调查
	盆底功能自我评估和症状描述	盆底功能自我评估和症状描述
诊断	病史询问	病史询问
	体格检查：包括肛门指检、阴道检查、膀胱尿道检查等	体格检查：包括全身检查、妇科检查、盆底触诊等
	影像学检查：如超声、X 线、CT、MRI 等，用于观察盆底结构	常用特殊检查：咳嗽漏尿试验、压试验、残余尿检查、尿垫试验等
	功能测试：如尿流率测试、尿动力学检查仪、盆底表面肌电评估、 可穿戴设备动态监测漏尿 等，用于评估膀胱和尿道功能	辅助检查：尿动力学检查、影像学检查（盆底超声、磁共振成像 MRI）、盆底表面肌电评估、疼痛评估、骨盆检查等
治疗	物理治疗：体育活动、认知行为疗法、膀胱训练、肠道习惯训练、盆底肌训练（耐力、力量）、协调训练、生物反馈、电刺激、射频激光治疗、 骶神经调节术 等	物理治疗：生物反馈治疗、电刺激治疗、磁刺激治疗、阴道哑铃进行盆底功能锻炼、射频/激光治疗、水疗、手法治疗等
	手术治疗：POP 的网片修补术、尿失禁的 TVT-O 吊带术、提肛肌修复术、会阴整形术、会阴瘢痕翻修术、腹腔镜盆底重建等	手术治疗：POP 的网片修补术、尿失禁的 TVT-O 吊带术、腹腔镜子宫/阴道骶骨固定术、腹腔镜侧腹壁悬吊术、盆底重建术等
	药物治疗：雌激素、肌肉松弛剂	药物治疗：雌激素、肌肉松弛剂
	软组织疗法：触摸脱敏、腹部按摩、会阴按摩、TrP 治疗等	其他治疗方式： 中医治疗、中药治疗、针灸、推拿等
效果评估及随访	治疗效果综合评估：主观性评价，客观性评价（尿垫试验、排尿日记、盆腔器官脱垂定量分期法（POP-Q）评分、视觉模拟评分（VAS），辅助检查等）	治疗效果综合评估：主观性评价，客观性评价（尿垫试验、排尿日记、盆腔器官脱垂定量分期法（POP-Q）评分、视觉模拟评分（VAS），辅助检查等）
	随访：电话或短信等方式回访，必要时可医院复诊。	随访：电话、微信或短信等方式回访，必要时可医院复诊。

资料来源：国际控尿协会（ICS）/国际泌尿妇科协会（IUGA）、《生殖医学杂志》《中国医刊》《中国社区医师》《吉林医学》，光大证券研究所整理

物理治疗是国内医疗机构治疗 PFD 的主流疗法，电刺激和磁刺激技术趋于成熟。女性盆底功能障碍的核心原因在于盆腔支持结构的损伤、退化或功能缺陷，涉及肌肉、神经、结缔组织和血管等生理结构组织，其诱因主要包括妊娠和分娩、衰老、雌激素水平下降、便秘、慢性疾病引起的腹压增加、肥胖等。物理治疗（PFPT）是国内外医疗机构针对 PFD 的主流治疗方案之一，相比于传统的手术治疗，有着安全、高效、低成本等优点。研究表明，功能性训练结合生物反馈显著提升产后女性的盆底肌力与弹性，改善尿失禁症状。生物反馈技术通过实时反馈肌肉活动信息，帮助患者掌握正确的训练方法。与单独盆底肌肉训练（PFMT）比较，联合生物反馈电刺激在提升肌力、改善盆腔器官脱垂和尿失禁方面更具优势。近年来，磁刺激技术在压力性尿失禁（SUI）中表现突出。2023 年《中国生殖医学杂志》针对常见 PFD（UI、POP、FI）的物理治疗最新研究进展如下：

图 15：常见 PFD 的物理治疗最新研究进展



资料来源：《中国生殖医学杂志》，光大证券研究所整理

¹ Jacopo Martellucci. Electrical Stimulation for Pelvic Floor Disorders. 2015. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-06947-0>

医疗设备在 PFD 诊疗中应用广泛，公司产品矩阵丰富，临床认可度高。在盆底及产后康复领域，公司深耕十余年，已构建起了丰富的产品矩阵，积累了深厚的技术经验和市场影响力。近年来，生殖抗衰领域的市场需求蓬勃发展，公司也开发出一系列医疗器械产品，满足市场需求，取得较好的收入增长。针对盆底疾病的筛查和诊断，医疗机构需要用到盆底表面肌电分析系统、生物刺激反馈仪、盆底超声等设备；在康复治疗中，需要用到生物刺激反馈仪、磁刺激仪、高频评估电灼仪、家用康复治疗仪、阴道电极等设备；生殖抗衰方面，公司拥有超声康复治疗仪、超声波子宫复旧仪、电超声治疗仪、高频评估电灼仪等设备。麦澜德研发生产的医疗设备安全、有效、操作简单，技术优势突出，产品临床认可度高。

表 6：麦澜德现有盆底及妇产康复、生殖康复设备产品矩阵

产品线	产品和型号	图片	应用科室	机构诊断评估	机构治疗康复	家用治疗康复
盆底及妇产康复产品线	彩色超声诊断评估系统		妇产科/妇科、盆底康复中心、泌尿科、肛肠科、老年科、康复医学科、月子中心、产后恢复中心、母婴中心等	√		
	盆底表面肌电分析系统 A 系列			√		
	生物刺激反馈仪 B 系列、M 系列			√	√	
	磁刺激仪 F 系列、FL 系列、Z 系列			√	√	
	高频评估电灼仪 UR 系列				√	
	耗材			√	√	
	家用盆底康复治疗仪			居家康复		
生殖康复产品线	生物刺激反馈系统		妇科、妇产科、生殖中心、生活美容机构等	√	√	
	高频评估电灼仪 UR 系列				√	
	超声康复治疗仪					√
	超声波子宫复旧仪 002 系列					√
	电超声治疗仪 C 系列					√

资料来源：麦澜德公司官网，光大证券研究所整理

表 7: 麦澜德医疗设备的临床试验充分

时间	期刊名	论文标题	医疗设备	核心内容
2019	《海南医学》	《深部肌肉刺激结合生物反馈治疗产后盆底肌筋膜痛综合征疗效观察》	1. 麦澜德盆底表面肌电评估检测平台用于试验评估 2. 麦澜德生物反馈仪用于治疗	方法: 160 例被诊断为产后盆底肌无力的患者进行深部肌肉刺激治疗和生物反馈治疗, 并评估治疗效果。 结论: 深部肌肉刺激结合生物反馈是治疗产后盆底肌无力的有效方法。
2021	《河北医学》	《生物反馈电刺激联合阴道哑铃训练对自然分娩产后压力性尿失禁患者疗效观察》	1. 盆底生物反馈电刺激仪 MLD B6 参与治疗 2. 盆底肌电分析系统 MLD A2 进行评估	方法: 将 114 例自然分娩产后尿失禁患者分为两组, 对照组行阴道哑铃训练, 观察组在此基础上行生物反馈电刺激。 结论: 生物反馈电刺激联合阴道哑铃训练较单独进行阴道哑铃训练可有效提高自然分娩产后 SUI 患者疗效, 提高盆底肌力及性生活质量, 改善尿动力学参数、缓解氧化应激反应。
2021	《中国当代医药》	《生物反馈电刺激在产后盆底功能障碍患者康复治疗中的应用》	生物反馈电刺激仪 MLD B4 进行治疗	方法: 将 60 名患有盆底功能障碍的妇女分为三组, 分别使用肌肉锻炼、麦澜德生物电刺激仪、生物电刺激仪联合肌肉锻炼治疗, 最终测量盆底肌肉强度和盆底功能。 结论: 生物电刺激仪联合盆底肌肉锻炼对盆底功能障碍有显著的作用, 对盆底肌肉康复和盆底疾病治疗效果最好。
2021	《中国实用妇科与产科杂志》	《电超声治疗仪改善卵巢储备功能的有效性研究》	麦澜德电超声治疗仪进行治疗	方法: 100 例卵巢储备功能减退患者使用电超声治疗仪在非月经周期连续治疗 3 个月。 结论: 电超声治疗能有效改善卵巢血液循环, 促进卵巢正向生长, 正向调节性激素水平, 增加卵泡数, 对患者卵巢功能的改善效果显著。
2023	《现代医药卫生》	《骶神经磁刺激联合生物反馈加电针治疗轻中度混合型便秘 40 例》	1. 麦澜德磁刺激仪 MS 080A 进行治疗 2. 麦澜德电刺激生物反馈治疗仪进行治疗	方法: 40 例轻中度混合型便秘患者使用磁刺激仪和电刺激仪进行每次 30min, 每周 3 次, 10 周的治疗 结论: 骶神经磁刺激联合电刺激治疗轻中度混合型便秘可有效提高治疗效果, 改善患者生活质量。

资料来源: 《海南医学》《河北医学》《中国当代医药》《中国实用妇科与产科杂志》《现代医药卫生》, 光大证券研究所

2.3 产品领先和渠道高效, 夯实盆底康复基本盘

公司深耕盆底康复领域, 技术优势突出, 操作便捷, 近年销量收入趋稳。公司深耕女性康复十余年, 拥有完整的盆底产品生态系统和声、光、电、磁、热等技术平台, 通过自主研发和收购搭建技术壁垒, 持续聚焦产品性能提升与功能优化, 在盆底及产康领域位于国内领先水平。近年来, 公司每年将 10% 左右的营业收入用于盆底领域研发, 远高于伟思医疗和翔宇医疗。截至 2024 年底, 公司累计取得 47 项国内授权发明专利、1 项国际授权发明专利、123 项实用新型专利, 2 张国内第三类医疗器械注册证、40 项第二类医疗器械注册证、8 项第一类医疗器械注册证。公司盆底诊疗系列产品具有诊断精准、性能优异、操作便捷、专业门槛要求低、学习成本低等优点, 能根据患者个性化的评估数据, 自动生成疗程化的治疗方案, 提升临床医生的工作效率, 利于快速渗透院内外市场。2023-2024 年公司盆底康复产品收入均超 1.6 亿元。

表 8: 2023-2024 年麦澜德在盆底领域的研发投入远高于伟思医疗和翔宇医疗

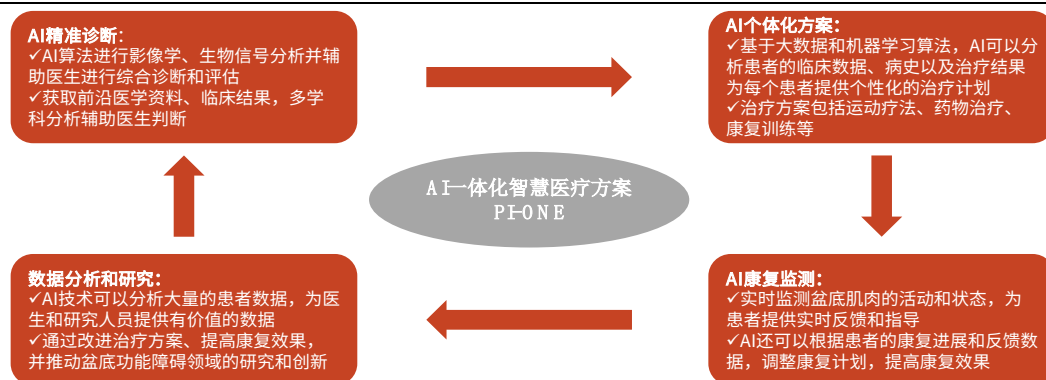
	2024 年		2023 年		2024 年	2023 年
	盆底领域研发投入 (万元)	盆底领域研发投入/总营收	盆底领域研发投入 (万元)	盆底领域研发投入/总营收	研发人员平均薪酬 (万元)	研发人员平均薪酬 (万元)
麦澜德	4,483.00	10.6%	4,607.99	13.5%	25.69	25.77
伟思医疗	1485.79	3.7%	1,574.08	3.4%	28.92	28.06
翔宇医疗	1754.11	2.4%	2135.99	2.9%	12.62	12.48

资料来源: 麦澜德公司公告, 伟思医疗公司公告, 翔宇医疗公司公告, 光大证券研究所 (注: 磁刺激类研发项目往往投入到盆底或神经领域, 因此测算时取其研发投入的 50%)

全球首创 AI 智慧医疗系统解决 PFD 诊疗难题, 场景应用前景广阔。目前, 国内一些医疗机构和产康中心已开展盆底功能障碍的筛查工作以挖掘潜在市场, 帮助患者及早发现问题并寻求治疗。在 PFD 治疗中, 准确的检测和评估是制定个体化治疗方案的基础。然而, 传统 PFD 诊疗模式仍然面临多项挑战: 1) 疾病诱因多、机制不明, 准确诊断对临床医师的经验要求高; 2) 治疗手段繁多, 需要综合考虑才能选择个体化方案; 3) 手术疗效欠佳, 术后并发症处理棘手, 复发率可能达到 20% 以上; 4) 诊疗常需要妇产科、泌尿、消化内外科、影像科等多学

科合作。麦澜德自研的盆底智能诊疗系统 PI-ONE 构建了临床科室的智慧化解决方案, AI 通过深度学习优化诊断模型和治疗方案, 解决长期以来临床存在的“诊断难”“治疗手段多、选择治疗手段与方案难”“科研学术数据采集、归纳、利用难”等三大难题, 降低了临床医生的学习成本, 同时能提升治疗效果。

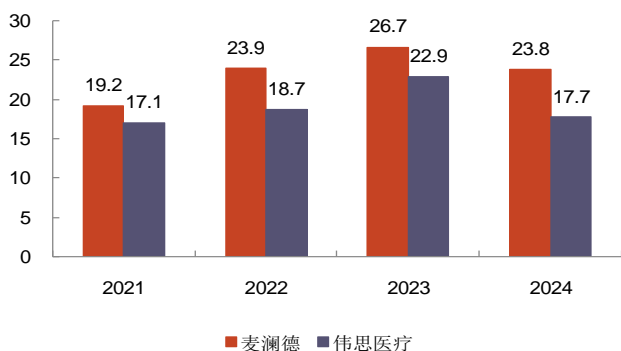
图 16: 麦澜德 AI 一体化智慧医疗方案 (PI-ONE 系统) 应用流程



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

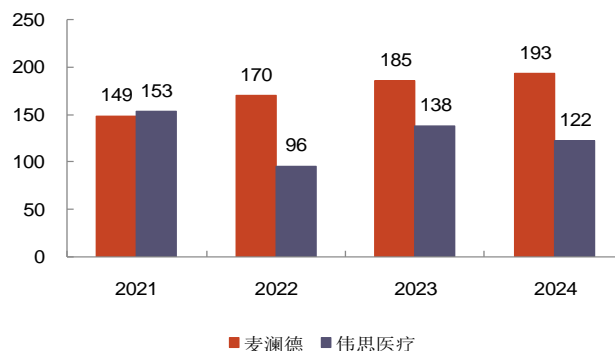
公司以经销体系为主, 营销体系效率优势明显。公司销售体系完善, 专注更优客户体验, 25 年进军泌尿男科市场。截至 2024 年底, 公司已建立全国 1100 余家经销商的营销网络, 产品广泛应用于全国 34 个一级行政区, 覆盖 14000 余家企事业单位。2024 年经销收入占主营业务收入的比例为 84%。公司积极联动经销商开展产品推广与客户宣讲以拓展销售渠道, 同时重视终端售后, 快速响应临床需求并迭代产品, 稳固客户群体。依托专业运营教育品牌与培训体系, 公司提供线上线下全维度学术及运营服务, 为用户、医院、经销商赋能, 实现多方共赢。与主要竞争对手伟思医疗相比, 麦澜德的销售团队规模更小, 但销售人员薪资待遇更高, 人均创收更高。

图 17: 2021-2024 年麦澜德和伟思医疗销售人员人均薪酬(万元)



资料来源: 麦澜德公司公告, 伟思医疗公司公告, 光大证券研究所 (注: 伟思医疗销售人员包括销售渠道人员、学术培训人员、客服及工程师三类)

图 18: 2021-2024 年麦澜德和伟思医疗销售人员人均创收(万元)

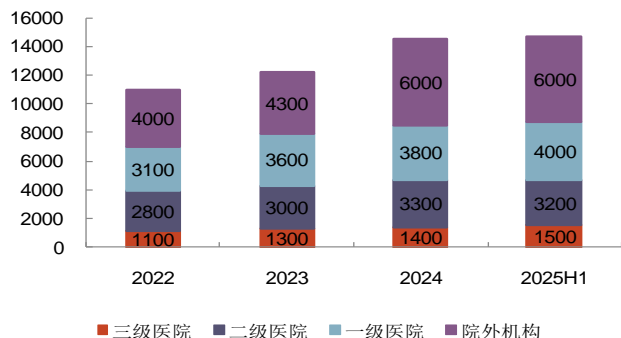


资料来源: 麦澜德公司公告, 伟思医疗公司公告, 光大证券研究所 (注: 伟思医疗销售人员包括销售渠道人员、学术培训人员、客服及工程师三类)

公司产品的医疗机构覆盖率较低, 核心业务仍有放量潜力。根据《2024 年中国卫生健康统计年鉴》, 截至 2023 年底, 我国医院数量达 38355 家, 除去口腔医院、眼科医院、胸科医院等不适合部署公司产品的专科医院, 适宜投放公司盆底及生殖康复领域产品的医院约 28000 家, 再加上社区卫生服务中心, 相关医疗机构数量约 39000 家。2025H1 公司产品已在 8700 多家医院得到应用, 医院渗透率达到 31% 左右, 医疗机构渗透率为 22%。其中, 公司产品已覆盖三级医院 1500 余家, 渗透率约 39%; 覆盖二级医院 3200 余家, 渗透率约 27%; 一级医院、基层医疗机构、民营医疗机构的渗透率较低。此外, 公司院外产品已进入月子中心、母婴护理中心和产后恢复中心等专业机构超 6000 家。随着盆底和生殖康复

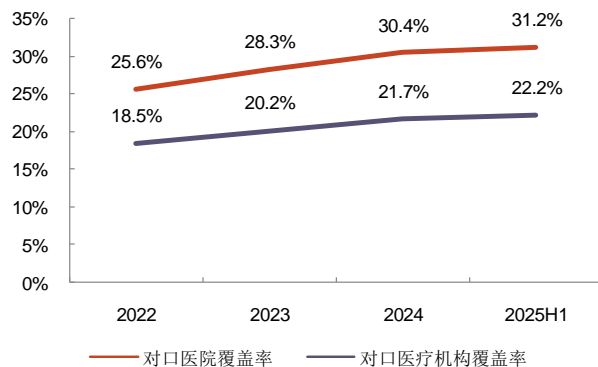
的普及率进一步提高，PFD 的就诊率和治疗率有望逐步提升，康复器械的渗透率、更新换代速度将随之提升。假设单个医疗机构仅采购一套诊疗一体设备组合，出厂价合计 60 万元，使用年限为 5-8 年，那么同期盆底设备市场的保有量至少为 234 亿元（3.9 万家相关医疗机构），公司核心业务仍有较大放量空间。

图 19: 2022-2025H1 麦澜德产品覆盖机构逐年增长



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 20: 2022-2025H1 麦澜德产品医院/医疗机构覆盖率



资料来源: 公司公告, 国家卫生健康委员会, 光大证券研究所 (注: 2024、25H1 我国医院和医疗机构数量取 2023 年的值; 对口医院包括综合医院、中医医院、中西医结合医院、妇产医院、康复医院; 对口医疗机构包括对口医院、社区卫生服务中心)

3、院内外抗衰构筑核心成长盘

政策与需求共振，生殖与皮肤抗衰赛道持续扩容。2015 年以来，我国出台了多项生育支持政策，积极应对人口老龄化，降低家庭生育养育教育成本。《2016-2020 年中国生育年龄时空分布特征研究》(周玉涛等)显示，产妇年龄从 2016 年的 28.3 岁上升到 2020 年的 29.2 岁，多个经济相对发达省份的产妇处于年龄高值。随着我国产妇平均生育年龄显著上升，大龄产妇及多胎产妇占比升高，盆底损伤、子宫复旧不良等问题更加突出，带动评估、治疗与抗衰需求持续扩容。生殖系统功能的衰退是女性衰老的源头，会不同程度地影响着女性皮肤、形体、心血管、骨骼等方面，而生殖抗衰是女性保持良好身心状态的关键内在因素。近几年数量增长较快的医美和轻医美机构也开始关注生殖抗衰的项目研究、实施和发展。

表 9: 2015-2025 年国家层面出台多项生育支持政策

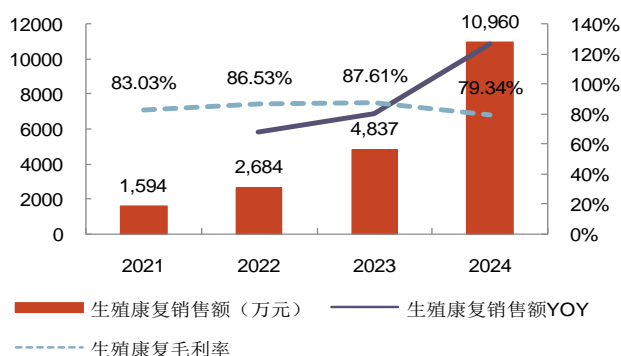
出台时间	出台部门	政策标题	主要内容
2015 年 12 月 31 日	中共中央、国务院	关于实施全面两孩政策改革完善计划生育服务管理的决定	2016 年起全国同步实施全面两孩; 实行生育登记服务制, 两孩以内自主安排、不再审批; 加强妇幼健康与优生优育; 健全出生人口监测; 保障计划生育家庭权益。
2019 年 10 月 24 日	国家发展改革委、国家卫生健康委	支持社会力量发展普惠托育服务专项行动实施方案(试行)	中央预算内投资支持社区嵌入式、连锁化普惠托育设施; 地方提供土地、税收、费用减免等政策; 开展全日托/半日托/计时托/临时托, 增加 3 岁以下婴幼儿照护供给。
2021 年 7 月 20 日	中共中央、国务院	关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定	实施三孩生育政策, 取消社会抚养费, 清理与生育挂钩的入户/入学/入职限制; 完善生育休假与生育保险, 发展普惠托育, 降低生育养育教育成本; 保障计划生育家庭权益。
2022 年 7 月 25 日	国家卫生健康委、国家发展改革委等 17 部门	关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见	统筹婚嫁、生育、养育、教育; 提升优生优育服务, 发展普惠托育, 完善生育休假与生育保险, 强化住房/税收支持, 优化就业环境; 推进“出生一件事”集成办理。
2023 年 8 月 31 日	国务院	关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知	自 2023 年 1 月 1 日起, 3 岁以下婴幼儿照护、子女教育专项附加扣除标准由每月 1000 元提高至 2000 元/子女; 赡养老人由每月 2000 元提高至 3000 元, 减轻生育养育负担。
2024 年 4 月 3 日	国家发展改革委、民政部、国家卫生健康委	“十四五”积极应对人口老龄化工程和托育建设实施方案	贯彻积极应对人口老龄化国家战略, 减轻家庭生育养育负担, 促进人口长期均衡发展。扩大普惠养老托育供给, 提升公办兜底与专业服务能力, 推动医养结合、“1+N”托育枢纽化布局。
2024 年 10 月 28 日	国务院办公厅	关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施	强化生育服务与保障: 扩大生育保险覆盖(含灵活就业等群体), 完善生育休假, 建立生育补贴制度, 将适宜分娩镇痛与辅助生殖项目纳入医保; 增加普惠托育供给, 推进托幼一体; 强化教育、住房、就业支持, 营造生育友好氛围。
2025 年 7 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	育儿补贴制度实施方案	自 2025 年 1 月 1 日起, 对符合法定生育的 3 周岁以下婴幼儿按年发放补贴, 国家基础标准每孩每年 3600 元, 至年满 3 周岁; 2025 年 1 月 1 日前出生未满足 3 周岁的按应补月数折算计发; 中央财政设立转移支付保障资金。

资料来源: 中国政府网, 国家发展改革委官网, 国家卫生健康委官网, 光大证券研究所

“国家顶层引导+部门协同+地方试点”的产后康复支持体系已基本形成。2017年《母婴保健服务场所通用要求》国家标准发布，2024年新修订的《家政服务母婴护理服务质量规范》国家标准发布。此外，商务部发布了《家庭母婴护理服务规范》行业标准，广东省、山西省、湖南省等地发布了《产后康复管理师等级划分与评定》《产后康复机构服务规范》《家政服务产后康复服务规范》等相关地方标准。截至2025年6月，共备案月子中心服务、母婴护理服务相关行业标准1项、地方标准49项。随着全国性政策与地方试点落地，我国产后康复规范化持续推进，随着女性全生命周期健康管理意识增强，三级医院→基层医疗机构→月子/产康中心的场景渗透率不断提升。生殖抗衰、皮肤抗衰等细分需求从医院向院外延伸，形成“筛查-评估-诊断-治疗-康复”的闭环需求。

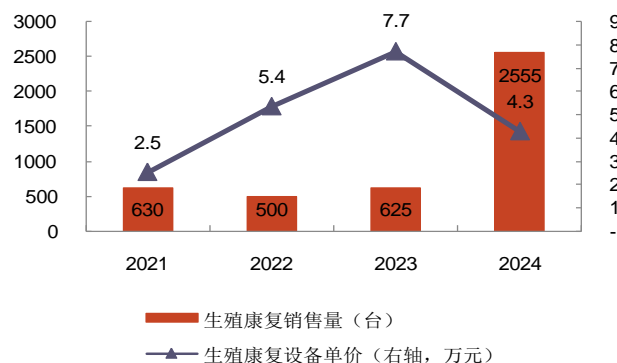
“自研+并购”双轮驱动，“医疗+消费”市场并进，公司抗衰产品线高速增长。公司生殖板块主要针对人流术后、宫腔术后、不孕不育、卵巢功能早衰的辅助治疗；皮肤板块主要针对皮肤检测与治疗等。公司沿用诊疗一体化的理念拓展消费医疗，通过自研与并购双轮驱动，构建了“私密可视化+生殖抗衰”与“皮肤可视化数字化+皮肤抗衰”一体化解决方案体系，为客户提供由内而外的全周期健康管理服务。公司战略收购上海奥通、小肤科技等公司，加速在皮肤领域的布局。近年来，公司生殖康复产品销售额持续高增，构筑了核心成长盘。2022年公司生殖康复产品销售量较上年下降，主因子宫复旧仪推出新型号，老型号生产量下降；2023年生殖康复业务销售额和销售量较上年分别增长80%、25%，主因生物刺激反馈仪及2022年推出的新品高频评估电灼仪销量增加；2024年生殖康复业务销售额较上年增长127%至1.1亿元，毛利率较上年减少8.27pp，主因公司并购小肤科技，其产品皮肤分析仪销量增加但毛利率略低于其他产品。

图 21：2021-2024 年麦澜德生殖康复销售额快速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 22：2021-2024 年麦澜德生殖康复类产品的销售量和单价



资料来源：公司公告，光大证券研究所

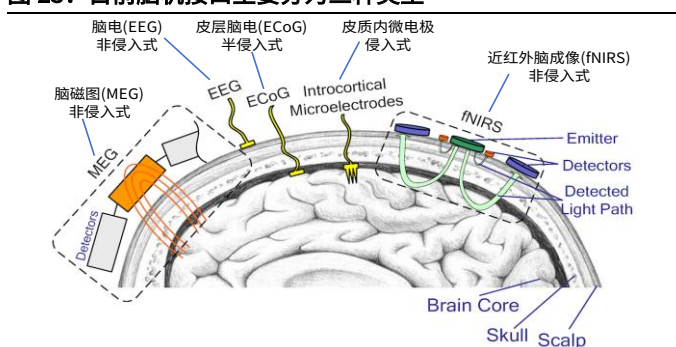
产品推新与渠道拓展，助力抗衰业务持续成长。2025H1，医美方向的中频治疗仪、非医疗射频产品已上市，超声波治疗仪（皮肤方向）样机处于上市阶段，其聚焦超声技术能以非侵入式方式有效地刺激胶原蛋白增生达到皮肤紧致和抗衰效果，是一种几乎没有恢复期的抗衰方式。目前公司重点研发的项目包括新一代高频和射频技术平台、第二代激光产品、多元生物信息检测与物理治疗系统等，其中，二氧化碳私密整形主机及手柄、全新一代光子主机及手柄新品处于预研开发阶段。公司产品和技术储备丰富，持续提升生殖抗衰与皮肤抗衰的诊疗效率与体验。截至2025H1，公司产品已覆盖约8700多家医院和6000多家院外专业机构。今年以来，公司已在国内多省市头部妇幼保健院启动“抗衰中心”试点建设，通过医院支持、科室协作与企业赋能相结合，打造医院整体健康管理中心模式。公司也在积极拓展海外市场，配合开发满足海外用户需求的软硬件产品。随着渠道拓展和产品推新，公司抗衰产品线有望延续高增趋势。

4、脑机接口业务市场前景广阔

4.1 政策与技术双轮驱动，百亿蓝海市场加速开启

脑机接口作为生命科学与信息技术融合的前沿领域，已从实验室走向产业化。脑机接口 (Brain Computer Interface, BCI) 的核心是在大脑与外部设备间搭建“神经翻译官”，实现脑信号与机械指令的双向闭环交互。其完整流程分为信号采集、算法解码、指令执行、信号反馈 4 步。根据信号采集方式，目前脑机接口主要分为三种类型：侵入式、半侵入式、非侵入式，其中侵入式聚焦重症医疗领域，需开颅将电极直接植入大脑皮层，信号精度最高，但手术风险与免疫反应突出；而非侵入式通过头戴设备无创采集头皮外信号，安全、便捷但精度有限，更适合大众健康与日常交互。2021 年，Synchron 的 BCI 产品率先获得美国 FDA 的临床研究性器械豁免 (IDE) 资格，Neuralink 的相关产品也已从实验室迈向临床试验。三种路线差异化发展，共同推动产业从实验室走向规模化应用。

图 23：目前脑机接口主要分为三种类型



资料来源：中国信通院，光大证券研究所

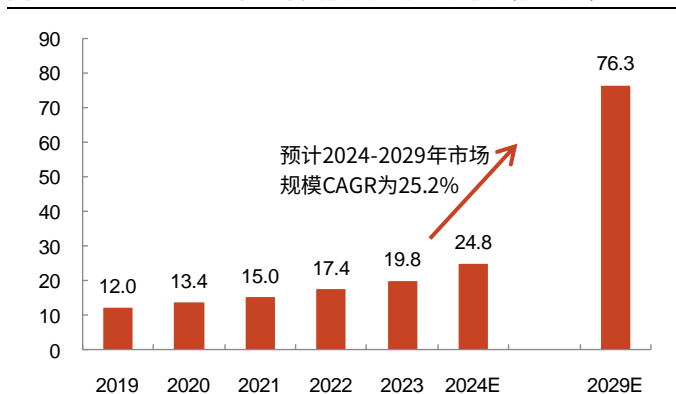
图 24：三种脑机接口的机理和优劣对比

信号采集方式	电生理信号的记录位置	设备归属类型	机理	优势	劣势
侵入式	皮层组织内	三类医疗器械	通过手术等方式将信号采集装置(电极)直接植入患者大脑皮层	信号强度高、精度高	成本高、器材寿命短、手术风险与免疫反应、炎症反应高，数据隐私风险与安全风险高
半侵入式	皮层表面	三类医疗器械	通过手术方式植入电极，电极处于颅腔内，但未达到大脑皮层	介于侵入式与非侵入式之间	
非侵入式	头皮	二类医疗器械	无需手术，只需将电极附着在头皮上	使用便捷、成本低、无创	采集的信号较弱、空间分辨率低、易受外部环境干扰

资料来源：中国信通院，光大证券研究所

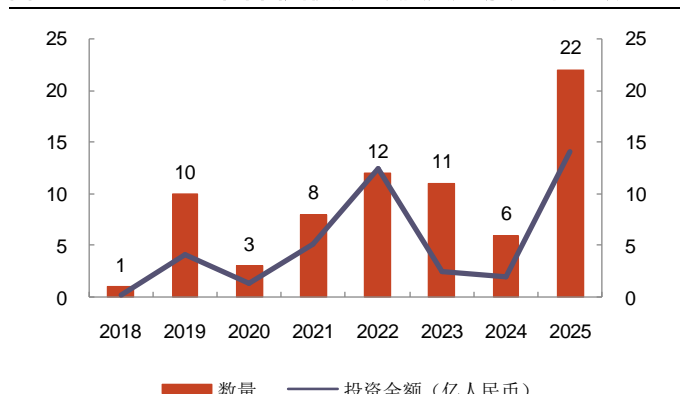
脑机接口商业化前景广阔，投融资交易市场活跃。Grand View Research 统计数据 displays，全球脑机接口市场规模由 2019 年的 12 亿美元，增长至 2023 年的近 20 亿美元。综合各海外机构的预测，预计 2029 年全球脑机接口产业规模将达到 76.3 亿美元，2024-2029 年 CAGR 约为 25.2%。我国脑机接口行业的投融资活动在 2020 年之后进入活跃期，IT 桔子数据显示，截至 2025 年 12 月 18 日，年内 BCI 领域共发生投融资事件 22 起，金额共计 14.03 亿元，远超 2024 年全年表现 (2.01 亿元)。二级市场方面，截至 2025 年 12 月 23 日，年内脑机接口指数涨幅 49.7%，表现远超沪深 300 指数 (17.43%)。一二级投融资市场交易较为活跃，主要分布在基础软硬件设备 (电极、芯片等)、高性能产品等领域，未来商业化应用场景包括医疗、工业制造、教育、养老、睡眠、商业娱乐等方面。

图 25：2019-2029E 年全球脑机接口市场规模 (亿美元)



资料来源：Grand View Research 预测，前瞻产业研究院，光大证券研究所

图 26：2018-2025 年中国脑机接口投融资交易数量和金额



资料来源：IT 桔子，光大证券研究所 (时间截止 2025 年 12 月 18 日)

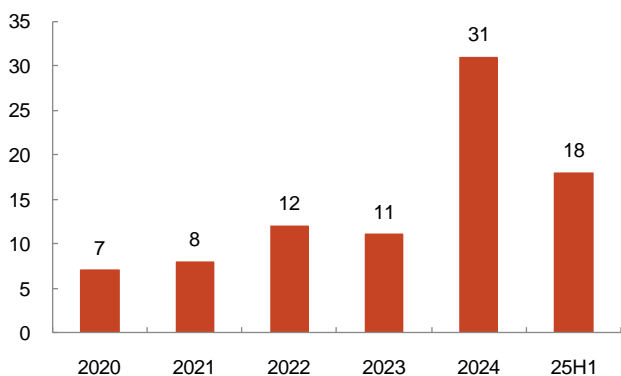
国内 BCI 迎来政策东风，临床试验趋势向好，技术突破黎明在即。2025 年 7 月国家工信部等七部委联合发布《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，通过前瞻谋划和政策引导，大力支持研发创新和产融投入，旨在培育新质生产力、加快产业化落地并形成全球竞争优势，目标到 2027 年取得关键技术突破、2030 年产业生态成型，行业将进入“政策-研发-产业-资本”闭环，商业化路径逐渐清晰。近年来我国 BCI 相关临床试验数量持续走高，2024 年约有 31 项注册临床，数量几乎是 2023 年的三倍之多。2024 年以前，市场普遍认为国内脑机接口的研究和技术的落后先进水平 7-8 年，随着国内 BCI 临床试验数量和质量的提高，目前这一差距已经缩短至 3 年以内，产业技术突破黎明在即。

表 10：2022 年以来我国政策端大力支持脑机接口行业发展，出台并完善相关法规和伦理指南

时间	政策名称	颁布单位	脑机接口产业主要内容
2025 年 10 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	中共中央	培育壮大新兴产业和未来产业：前瞻布局未来产业，探索多元技术路线、典型应用场景、可行商业模式、市场监管规则，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。创新监管方式，发展创业投资，建立未来产业投入增长和风险分担机制。促进中小企业专精特新发展，培育独角兽企业。
2025 年 7 月	《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》	工业和信息化部、国家发展改革委、教育部、国家卫生健康委、国务院国资委、中国科学院、国家药监局等 7 部门	目标：到 2027 年，BCI 关键技术取得突破，初步建立先进的技术体系、产业体系和标准体系。电极、芯片和整机产品性能达到国际先进水平，脑机接口产品在工业制造、医疗健康、生活消费等加快应用。打造 2 至 3 个产业发展集聚区，开拓一批新场景、新模式、新业态。到 2030 年，BCI 产业创新能力显著提升，产业体系安全可靠，培育 2-3 家有全球影响力的领军企业和一批专精特新中小企业，构建具有国际竞争力的产业生态，综合实力迈入世界前列。
2025 年 3 月	《关于发布优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展有关举措的公告》	国家药监局	为脑机接口开辟特殊审评程序并立项 3 项行业标准
2024 年 5 月	《神经系统类医疗服务价格项目立项指南(试行)》	国家医保局	设立了“侵入式脑机接口置入费”“侵入式脑机接口取出费”“非侵入式脑机接口适配费”三个价格项目。
2024 年 5 月	《信息化标准建设行动计划(2024-2027 年)》	中央网信办、市场监管总局、工业和信息化部	完善云计算标准，加快量子信息标准布局，推进脑机接口标准研究，加快建设下一代互联网、Web3.0、元宇宙等新兴领域标准化项目研究组，推进基础类标准研制，探索融合应用标准。
2024 年 2 月	《脑机接口研究伦理指引》	科技部	明确开展脑机接口研究，应确保研究具有社会价值，应主要致力于修复型脑机接口技术，强调通过技术的发展服务公众的健康需求。
2023 年 10 月	《科技伦理审查办法(试行)》	科技部	明确涉及人的高风险研究须先通过伦理审查
2023 年 8 月	《新产业标准化领航工程实施方案(2023-2035 年)》	工业和信息化部、科技部、国家能源局、国家标准化管理委员会等 4 部门	开展 BCI 标准化路线图研究。加快研制 BCI 术语、参考架构等基础共性标准。开展脑信息读取与写入等输入输出接口标准，数据格式、传输、存储、表示及预处理标准，脑信息编解码算法标准研究。开展制造、医疗健康、教育、娱乐等行业应用以及安全伦理标准预研。
2023 年 5 月	《脑机接口伦理原则和治理建议书》	中国人工智能学会	提出不伤害、尊重自主、隐私保护等五项原则
2022 年 8 月	《“十四五”国家科学技术普及发展规划》	科技部、中央宣传部、中国科协等	面向关键核心技术攻关，聚焦国家科技发展的重点方向，强化脑科学、量子计算等战略导向基础研究领域的科普，引导科研人员从实践中提炼重大科学问题，为科学家创造良好氛围。
2022 年 4 月	《“十四五”国民健康规划》	国务院	面向人民生命健康，开展卫生健康领域科技体制改革试点，启动卫生健康领域科技创新 2030 重大项目、“十四五”重点研发计划等国家科技计划，实施“脑科学与类脑研究”等重大项目以及“常见多发病防治研究”、“生育健康及妇女儿童健康保障”等重点专项。

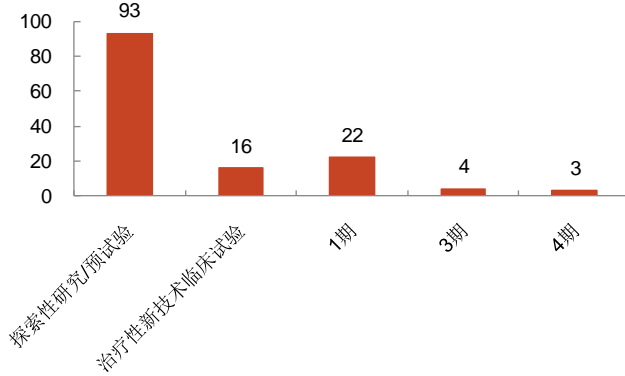
资料来源：国家医保局，工信部，国务院，科技部，国家药监局等，光大证券研究所

图 27：2020-2025 年 6 月我国脑机接口临床实验注册数量



资料来源：动脉网，光大证券研究所 (25H1 年数据统计截至 2025 年 6 月 7 日)

图 28：截至 2025 年 8 月我国脑机接口临床试验阶段统计



资料来源：药智网，光大证券研究所

4.2 收费立项加速 BCI 产业化，医疗领域商业化潜力大

医疗行业是目前脑机接口产业下游商业应用最成熟、产业规模最大的行业。在脑机接口技术的众多应用场景中，医疗康复领域以其独特的技术成熟度、监管明确性和商业价值，正成为最先实现规模化落地的市场。1) 医疗康复临床需求刚性：BCI 技术对于脑卒中、脑外伤所致的偏瘫、失语患者，以及渐冻症、帕金森、截瘫患者等具有潜在价值。2019 年全球疾病负担研究显示，我国患病的卒中患者达 2800 多万人，每年新发卒中约 394 万例，占全球新发病例的 1/3；《中国脊髓损伤者生活质量及疾病负担调查报告 2023 版》显示，我国现存脊髓损伤患者约 374 万人，每年新增脊髓损伤患者约 9 万，康复需求庞大且持续。2) 监管环境明朗：2025 年 9 月，国家药监局批准发布了 YY/T 1987-2025《采用脑机接口技术的医疗器械术语》医疗器械行业标准，这是我国第一项脑机接口医疗器械标准，为康复类脑机接口产品提供了明确的分类框架和标准路径。3) 技术路径清晰：脑卒中、脊髓损伤等疾病的康复训练路径相对成熟，非侵入式脑机接口通过识别患者的运动意图，驱动外骨骼或功能性电刺激实现“意图-动作-反馈”的闭环训练。

BCI 支付体系日趋完善，收费立项和医保衔接将加速研发和临床应用。2025 年 3 月，为助力创新医药产业高质量发展，国家医保局发布的《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》中，新设了侵入式脑机接口置入费、侵入式脑机接口取出费、非侵入式脑机接口适配费等 3 个项目。2025 年 3-11 月，湖北省、浙江省、江苏省、广东省、呼和浩特市、江西省医保局依次公布了脑机接口医疗服务项目的收费标准，其中，非侵入式 BCI 适配费用标准在 960-966 元，为技术合规、可控地进入临床提供了制度保障，也为商业模式建立提供了价格锚点。2025 年 8 月浙江省医保局率先将“非侵入式脑机接口适配费”纳入省基本医保乙类项目，个人先行自付比例为 10%。政策端医保定价打通支付链路，有望推动脑机接口相关产品的产业化落地。

表 11：多地已明确脑机接口医疗服务项目的收费标准，浙江首先将“非侵入式脑机接口适配费”纳入医保支付

主管单位	出台时间	执行时间	项目名称	计价单位	全省最高限价	备注
湖北省医保局	2025 年 3 月 31 日	2025 年 3 月 31 日	非侵入式脑机接口适配费	次	966 元	
			侵入式脑机接口置入费	次	6552 元	儿童加收 20%
			侵入式脑机接口取出费	次	3139 元	儿童加收 20%
浙江省医保局	2025 年 5 月 12 日	2025 年 6 月 1 日	非侵入式脑机接口适配费	次	960 元	2025 年 9 月 1 日，纳入省基本医保乙类项目，个人先行自付比例为 10%，限安装智能仿生假肢（每残肢支付 1 次）。
			侵入式脑机接口置入费	次	6580 元	儿童加收 30%
			侵入式脑机接口取出费	次	3150 元	儿童加收 30%
江苏省医保局	2025 年 7 月 29 日	2025 年 9 月 1 日	非侵入式脑机接口适配费	次	966 元	
			侵入式脑机接口置入费	次	6600 元	儿童加收 30%
			侵入式脑机接口取出费	次	3200 元	儿童加收 30%
广东省医保局	2025 年 9 月 17 日	2025 年 9 月 30 日	非侵入式脑机接口适配费	次	966 元	
			侵入式脑机接口置入费	次	6600 元	设儿童加收
			侵入式脑机接口取出费	次	3200 元	设儿童加收
江西省医保局	2025 年 10 月 16 日	2025 年 11 月 1 日	非侵入式脑机接口适配费	次	960 元	
			侵入式脑机接口置入费	次	6500 元	儿童加收 30%
			侵入式脑机接口取出费	次	3100 元	儿童加收 30%

资料来源：湖北省医保局，浙江省医保局，江苏省医保局，广东省医保局，光大证券研究所

4.3 “产学合作”推进研发，BCI 商业化落地在即

积极布局高壁垒脑机接口技术，“产学合作”推进研发。目前公司运动康复产品线主要针对精神类疾病、神经退行性疾病，脑瘫、卒中后人群运动功能障碍及手功能的评估及康复。现有产品包括：手指关节康复评估系统、手功能磁刺激系统、经颅磁刺激系统、生物刺激反馈仪等。麦澜德及旗下子品牌锐诗得涉及脑机接口及无创神经调控的相关技术包括：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”、融合现有软体手功能机器人模块和经颅磁刺激模块的“中枢-外周协同刺激技术”，相关产品的临床应用收获了良好的反馈。公司通过牵头多项国家级、省级重点研发计划，推动关键技术创新与融合，已逐步构建出整套中枢、外周神经康复及中枢-外周协同康复整体系统。2024 年公司运动康复磁系列销量增长，带动运动康复业务收入同比增 40.76%至 1806 万元。

表 12：麦澜德运动康复产品矩阵，积极布局脑机接口潜力业务

产品名称	图片	适应症	技术优势
融合脑机接口的智能手功能康复系统		脑卒中、创伤性脑损伤、脊髓损伤、帕金森、多发性硬化等	新技术构建了“运动意图解码-精准任务执行-实时性能反馈”的闭环康复范式，实现了对神经重塑过程的精准干预，从而超越了传统的外周代偿训练模式。而传统的手功能康复手段虽然能维持关节活动度与肌肉容积，但却难以完成精准靶向神经功能重塑的核心环节。
融合脑机接口的闭环经颅磁治疗系统		抑郁症、焦虑症、脑卒中后功能障碍等	以锐诗得“多模态闭环神经调控技术”为代表的新一代神经调控诊疗解决方案，将脑电、功能近红外光谱与经颅磁刺激三大核心模态深度融合，构建了“精准评估-靶向定位-实时治疗-即时验证”的个性化全流程闭环干预体系，并获 2025 年江苏省前沿计划脑机专项支持。而传统神经调控技术，如经颅磁刺激，其疗效相对依赖于操作者的经验，缺乏客观、量化的实时调控与评估手段，属于一种相对“静态”和“开环”的治疗模式。
便捷式手指关节康复评估系统		脑卒中、脊髓损伤、外周神经损伤等导致的手功能障碍	设备体积小、重量轻，支持移动使用，突破传统康复设备的场地限制；搭载高精度传感器，可量化检测手指关节活动度、肌力、动作完成度等指标，生成标准化评估报告，辅助康复方案制定；操作建议，适配多元，支持单指/多指训练评估，适配不同手型（含儿童），可与该品牌其他康复设备（如磁刺激系统、软体手功能机器人）联动，形成个性化康复方案。
手功能磁刺激系统		脑卒中、创伤性脑损伤、脊髓损伤、多发性硬化、帕金森病等	基于经颅磁刺激技术，用于手部运动功能障碍的康复干预，可通过磁刺激调节中枢神经/外周神经功能，辅助改善手部肌力、运动控制能力。
生物刺激反馈仪/便捷式生物刺激反馈仪		中枢神经损伤导致肢体运动障碍、外周神经病变导致肌肉功能减退、骨科/术后康复	通过电刺激促进肌肉收缩、缓解疼痛，并通过生物反馈帮助患者学习控制肌肉，实现“被动治疗”到“主动训练”的闭环。技术优势体现在：电刺激与生物反馈一体化、便携易用、预设标准化治疗处方与个性化方案相结合。

资料来源：锐诗得官微，光大证券研究所

战略合作加速商业化拓展，产品预计 2026 年起陆续上市创收。2025 年底，麦澜德与智能机器人领军企业亿嘉和签署战略合作协议，双方将聚焦脑机接口与智能机器人技术的深度融合，通过技术创新与场景落地，共同开拓智能康护、情感交互及健康管理领域的新市场。短期内，完成技术对接，探索脑机接口在机器人运动控制与健康监测功能上的应用；中期目标联合推出 1-2 款契合市场需求的产品与解决方案；长期愿景则是通过持续创新，树立行业标杆，实现技术引领与商业价值的双重突破。2025 年 10 月 17 日，麦澜德与荣脑科技签署战略合作协议，合作定位是以脑机接口技术产品化落地为核心，荣脑科技提供前沿技术支持，麦澜德负责医疗场景产品开发、临床落地与市场推广，聚焦康复领域协同创新。脑机接口相关产品（如经颅磁刺激仪）有望从 2026 年起陆续获批并贡献收入。

表 13：麦澜德正在参与多项国家级和省级重点研发计划项目，与多家大型医院的临床合作，确保了产品符合临床需求并能快速落地

重点研发计划项目名称	项目级别	参与单位	主要内容	项目目标
“多模态情感交互诊疗装备研发” (2022YFC2405600)	国家重点研发计划项目	麦澜德牵头，联合南京医科大学、东南大学、中科院苏州生物医学工程研究所、江苏省人民医院等顶尖机构	构建以 AI 大模型为核心，融合柔性机器人、脑机接口及多维度生理信号分析的智能诊疗系统，实现从早期筛查到精准干预的认知障碍闭环管理。	形成针对帕金森和阿尔茨海默人群早期识别和个性化认知和情绪干预的整套装备系统和系列数字疗法产品。
“基于中枢-外周闭环精准调控智能手康复机器人技术研发” (BE2023034)	江苏省科技计划项目	麦澜德牵头，联合南京医科大学、东南大学等机构	以提高神经康复的智能化和个体化水平为方向，聚焦多模态感知与协同调控技术的深度融合。	形成的协同算法会对现有手功能磁刺激系统算法进行优化，并形成集手功能康复、认知训练和中枢调控的中枢-外周协同干预系列化产品。
“运动障碍的中西医结合康复技术及多模态监测系统研发”	国家重点研发计划项目	东南大学附属中大医院牵头，联合南京医科大学第一附属医院、中山大学附属第一医院、福建中医药大学、苏州大学等 20 家单位，麦澜德作为参与单位	针对中枢神经调控智能化精准定位，多模态运动生理参数监测展开，并进行系统和规模化临床验证。	旨在针对脑卒中、心肌梗死、脊髓及周围神经损伤等导致的运动障碍，研发中西医结合康复技术与多模态监测系统，并构建全周期康复服务体系。
“基于运动意图感知的肢体运动功能康复机器人系统关键技术研究”	国家重点研发计划项目	麦澜德牵头，联合浙江大学、杭州荣脑科技、上海理工大学、上海惠康等机构	突破多模块信号精准采集、多模态融合、运动意图识别感知等卡脖子技术，集成新一代智能康复机器人系统，实现量产并推向市场。	完成智能康复机器人系统的样机开发和医疗器械注册检验，最终实现产业化、取得医疗器械注册证。推动康复医疗服务从被动训练向主动、智能训练模式升级。

资料来源：锐诗得官微，公司公告，光大证券研究所

5、盈利预测

5.1 关键假设及盈利预测

1) 营业总收入: 公司产品包括盆底康复、生殖康复和抗衰、运动康复、耗材及配件等, 我们预测公司 25-27 年营收增速分别为 10.5%/15.0%/17.3%, 毛利率分别为 70.7%/71.0%/71.8%。分产品看:

盆底康复: 主要包括生物刺激反馈仪、彩色超声诊断评估系统、磁刺激仪、高频评估电灼仪、盆底训练仪、便携式产后恢复仪、家用盆底康复治疗仪等产品。2024 年该业务营收同比+3%, 毛利率同比-6.2pp 至 68.6%, 主因部分新品尚处于推广期, 毛利率较低。25H1 该业务营收同比-15.9%, 毛利率同比-2.6pp 至 67.2%。公司盆底康复技术全国领先, 产品体系完善, 国内盆底康复产品的市场渗透率仍较低, 但受到阶段性外部因素以及市场竞争加剧的影响, 我们预测 25-27 年盆底康复业务营收同比增速分别为-10%/+2%/+2%; 受新品推广期让利影响, 预计毛利率小幅下行, 25-27 年毛利率分别为 67.2%/66.7%/66.2%。

生殖康复和抗衰: 生殖板块, 主要包括生物刺激反馈仪、高频评估电灼仪、超声波子宫复旧仪、电超声治疗仪等产品; 皮肤板块, 主要包括 3D 皮肤分析仪、便携式手持测肤仪、手持镜系统、CO₂ 激光治疗仪、Nd:YAG 皮秒激光治疗仪、红蓝光皮肤治疗仪、强脉冲光治疗仪等产品。2024 年生殖康复和抗衰业务营收同比+126.6%, 毛利率为 79.3%。25H1 该业务营收同比+42.5%, 毛利率为 83.3%, 持续引领公司整体收入增长。院内外抗衰需求强劲, 公司凭借严肃医疗背景赋能消费医疗, 产品线持续升级, 技术引领和渠道拓展下, 该项业务有望延续高景气。我们预测 25-27 年生殖康复和抗衰业务营收同比增速分别为 42%/35%/30%, 毛利率维持在 83.3%。

运动康复: 主要包括手指关节康复评估系统、便携式手功能康复评估系统、手功能磁刺激系统、经颅磁刺激系统、生物刺激反馈仪、便携式生物刺激反馈仪等产品。2024 年该业务营收同比+40.8%, 毛利率为 70.6%。25H1 该业务营收同比-26.8%, 毛利率同比-14.9pp 至 57.7%, 估计与低毛利率产品销售增加有关。公司加大运动康复和脑机接口技术投入, 全方位推进“产学研”, 有望陆续取得重大突破, 2026 年 BCI 相关产品即将上市贡献收入, 预计毛利率较原有产品有所提高。我们预测 25-27 年运动康复业务营收增速分别为-25%/+28%/+25%, 毛利率分别为 60.6%/65.6%/65.6%。

耗材及配件: 主要包括阴道电极、直肠电极、阴道探头等产品。2024 年该业务营收同比+26.2%, 毛利率为 71.6%。25H1 该业务营收同比+13.9%, 毛利率同比-8.2pp 至 64.1%。公司盆底康复设备业务稳定发展, 存量装机的提升将带动相关耗材及配件的放量。我们预计 25-27 年营收增速维持 14%, 毛利率为 63.6%。

其他产品: 主要是院外非医疗业务, 24 年营收同比+50.8%, 毛利率为 59.1%。25H1 营收同比-40.4%, 毛利率为 57.6%。随着产品的不断推新、完善价格带, 我们预计 2026 年后将实现较快增长, 25-27 年营收增速分别为-40%/+30%/+30%, 毛利率维持在 59.1%。

非主业: 25H1 营收同比+77.4%, 毛利率-2.9pp 至 43.2%, 经营情况波动较大。我们预计 25-27 年该业务营收增速分别为 77%/0%/0%, 毛利率维持在 43%。

2) 费用率: 2025 年前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 20.72%/12.89%/12.36%, 同比+0.7/1.3/0.1pp, 各项费用投入均有所加大。随着公司新产品的上市, 销售费用有望小幅提升, 叠加规模效应和精细化运营的影响, 我们预计 25-27 年销售费用率为 22.27%/22.07%/21.87%, 管理费用率为 13.41%/13.21%/13.01%, 研发费用率分别为 13.50%/13.00%/13.00%。

综合以上假设，我们预计公司 25-27 年营业收入为 4.69/5.39/6.32 亿元，归母净利润为 1.09/1.30/1.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.09/1.30/1.57 元。

表 14：麦澜德营收和成本预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	340.82	424.55	469.14	539.34	632.46
<i>YOY (%)</i>	-9.6%	24.6%	10.5%	15.0%	17.3%
营业成本	98.47	119.04	137.52	156.24	178.37
毛利率	71.1%	72.0%	70.7%	71.0%	71.8%
1.盆底康复					
营业收入	162.32	167.23	150.51	153.52	156.59
<i>YOY (%)</i>	-21.0%	3.0%	-10.0%	2.0%	2.0%
营业成本	41.01	52.57	49.42	51.18	52.99
毛利率	74.7%	68.6%	67.2%	66.7%	66.2%
2.生殖康复和抗衰					
营业收入	48.37	109.60	155.63	210.09	273.12
<i>YOY (%)</i>	80.2%	126.6%	42.0%	35.0%	30.0%
营业成本	5.99	22.64	25.99	35.09	45.61
毛利率	87.6%	79.3%	83.3%	83.3%	83.3%
3.运动康复					
营业收入	12.83	18.06	13.55	17.34	21.68
<i>YOY (%)</i>	-23.0%	40.8%	-25.0%	28.0%	25.0%
营业成本	3.33	5.30	5.33	5.96	7.45
毛利率	74.1%	70.6%	60.6%	65.6%	65.6%
4.其他产品					
营业收入	2.73	4.12	2.47	3.21	4.17
<i>YOY (%)</i>	-54.0%	50.8%	-40.0%	30.0%	30.0%
营业成本	0.56	1.68	1.01	1.31	1.70
毛利率	79.3%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%
5.耗材及配件					
营业收入	94.61	119.40	136.12	155.18	176.90
<i>YOY (%)</i>	-3.7%	26.2%	14.0%	14.0%	14.0%
营业成本	30.45	33.93	49.57	56.51	64.42
毛利率	67.8%	71.6%	63.6%	63.6%	63.6%
6.非主业					
营业收入	19.96	6.14	10.87	10.87	10.87
<i>YOY (%)</i>	-15.8%	-69.2%	77.0%	0.0%	0.0%
营业成本	17.12	2.91	6.20	6.20	6.20
毛利率	14.2%	52.6%	43.0%	43.0%	43.0%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

5.2 相对估值

由于公司归母净利润持续为正，且生殖康复和抗衰业务处于快速增长的阶段，脑机接口技术即将迎来突破，我们采用 PE 估值法，选择 A 股有代表性的布局非侵入式脑机接口业务的医疗器械公司翔宇医疗/伟思医疗/诚益通，其中翔宇医疗和伟思医疗是较为纯正的康复医疗器械公司，诚益通聚焦医药工业自动化和康复医疗器械两大核心板块。可比公司当前股价对应 26 年 PE 平均值和中值分别为 57 倍和 45 倍。

麦澜德当前股价对应 26 年 PE 为 33 倍。考虑到公司加速推进产品研发和升级，拓展医疗和消费市场，积极布局脑机接口潜力赛道，成长空间较大，我们参考可比公司 26 年的中值估值，给予麦澜德 2026 年 45 倍 PE，对应股价为 58.50 元。

表 15: 麦澜德的可比公司估值表

代码	公司	2025/12/31	EPS (元)				PE (倍)				市值 (亿元)
		收盘价 (元)	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
688626.SH	翔宇医疗	60.50	0.66	0.48	0.62	0.76	92	127	97	79	97
688580.SH	伟思医疗	48.40	1.07	1.43	1.67	1.97	45	34	29	25	46
300430.SZ	诚益通	19.22	0.36	0.36	0.43	0.53	53	53	45	36	52
	平均值						63	71	57	47	
	中值						53	53	45	36	
688273.SH	麦澜德	42.52	1.03	1.09	1.30	1.57	41	39	33	27	43

资料来源: Wind, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期, 麦澜德的盈利预测来自光大证券研究所, 截至日期 2025.12.31

5.3 绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 公司作为盆底及生殖康复领域龙头公司, 凭借在该领域的深厚积累, 将持续受益于人口老龄化所带来的稳定且庞大的康复市场需求。假设公司进入稳定增长阶段后的长期增长率为 2%;
- 2、 β 值选取: 采用中证指数行业类 (2021) - 医疗器械行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 12.97%。

表 16: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	1.80%
β (levered)	1.21
Rm-Rf	4.30%
Ke(levered)	7.01%
税率	12.97%
Kd	1.74%
Ve (百万元)	2483.75
Vd (百万元)	17.09
目标资本结构	0.68%
WACC	6.97%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	182.34	3.27%
第二阶段	1444.02	25.88%
第三阶段 (终值)	3952.91	70.85%
企业价值 AEV	5579.27	100.00%
加: 非经营性净资产价值	156.65	2.81%
减: 少数股东权益 (市值)	53.75	-0.96%

减：债务价值	17.09	-0.31%
总股本价值	5665.07	101.54%
股本（百万股）	100.00	
每股价值（元）	56.65	
PE（隐含-2026）	43.71	
PE（动态-2026）	32.81	

资料来源：光大证券研究所预测

表 18：敏感性分析表

长期增长率 WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.97%	62.24	67.38	73.82	82.11	93.19
6.47%	55.38	59.37	64.25	70.36	78.24
6.97%	49.71	52.86	56.65	61.29	67.09
7.47%	44.94	47.48	50.47	54.07	58.48
7.97%	40.89	42.95	45.36	48.21	51.63

资料来源：光大证券研究所预测；单位：元

根据上述假设，我们采用 FCFF 绝对估值法，得到公司的合理股价为 56.65 元。在贴现率±0.5%、长期增长率±0.5%的敏感度区间内，麦澜德的估值区间为 47.48-70.36 元。

5.4 估值结论与投资评级

我们预测公司 25-27 年归母净利润为 1.09/1.30/1.57 亿元，同比增长 7.6%/18.6%/21.5%，当前股价对应 PE 为 39/33/27 倍。麦澜德作为国内盆底及生殖康复领域的龙头企业，已构建起从筛查、评估、治疗到居家康复的完整服务闭环，同时前瞻性布局脑机接口前沿技术。产品创新和市场拓展，驱动公司长期快速发展。结合相对估值与绝对估值两种方法，我们采用较为保守的数值，给予公司目标价 56.65 元（对应 26 年 44 倍 PE）。首次覆盖，给予“买入”评级。

5.5 股价驱动因素

短期股价催化剂：脑机接口产品上市销售；大规模设备更新政策落地；生殖康复和抗衰业务持续放量。

长期股价催化剂：脑机接口技术突破；人口老龄化；收费立项纳入医保；健康消费市场升级；海外市场销售放量。

6、风险分析

核心产品放量不及预期：公司核心产品盆底康复和生殖康复设备的收入和毛利占比较高，若销售放量不及预期，会导致业绩增长不及预期。

新品研发失败风险：康复医疗器械行业属于技术密集型行业，对技术创新和产品研发能力要求较高，产品研发周期相对较长，持续研发投入是公司保持市场竞争力的重要手段。若研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢，会导致研发失败的风险。

同业竞争加剧风险：若竞品加速放量，会导致竞争格局恶化，从而影响公司主要产品的市场份额提升。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	341	425	469	539	632
营业成本	98	119	138	156	178
折旧和摊销	13	20	22	34	50
税金及附加	5	5	5	6	7
销售费用	83	94	104	119	138
管理费用	45	56	63	71	82
研发费用	58	57	63	70	82
财务费用	-14	-8	-2	0	0
投资收益	14	4	7	8	10
营业利润	102	114	132	157	191
利润总额	101	125	132	157	190
所得税	9	16	17	20	25
净利润	92	109	115	136	166
少数股东损益	3	7	6	7	8
归属母公司净利润	90	102	109	130	157
EPS(元)	0.89	1.02	1.09	1.30	1.57

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	137	123	125	158	202
净利润	90	102	109	130	157
折旧摊销	13	20	22	34	50
净营运资金增加	-53	53	26	39	51
其他	87	-52	-32	-45	-57
投资活动产生现金流	-237	-508	-164	-198	-98
净资本支出	-75	-129	-105	-203	-104
长期投资变化	13	20	1	-3	-4
其他资产变化	-176	-400	-60	8	10
融资活动现金流	-84	-165	-85	-28	-57
股本变化	1	-1	0	0	0
债务净变化	5	9	-7	15	-5
无息负债变化	14	32	12	13	16
净现金流	-184	-550	-124	-68	47

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	71.1%	72.0%	70.7%	71.0%	71.8%
EBITDA 率	26.5%	34.1%	31.0%	34.0%	36.7%
EBIT 率	22.0%	28.8%	26.4%	27.6%	28.8%
税前净利润率	29.8%	29.5%	28.2%	29.1%	30.1%
归母净利润率	26.4%	23.9%	23.3%	24.0%	24.9%
ROA	6.0%	7.0%	7.3%	8.0%	9.1%
ROE (摊薄)	6.7%	7.7%	8.1%	9.1%	10.3%
经营性 ROIC	18.2%	18.3%	15.6%	14.5%	15.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	10%	13%	13%	14%	13%
流动比率	8.80	6.15	5.71	4.62	4.71
速动比率	8.38	5.70	5.20	4.14	4.18
归母权益/有息债务	219.48	88.37	171.08	61.42	83.64
有形资产/有息债务	242.43	96.40	187.44	68.47	93.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,534	1,547	1,586	1,707	1,832
货币资金	992	462	337	270	316
交易性金融资产	106	433	500	500	500
应收账款	10	15	17	19	23
应收票据	0	3	3	3	4
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	2
存货	55	73	84	96	109
其他流动资产	2	1	1	1	1
流动资产合计	1,172	1,002	959	908	975
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	20	19	23	27
固定资产	120	118	125	329	366
在建工程	77	203	269	214	221
无形资产	31	56	52	48	45
商誉	1	42	42	42	42
其他非流动资产	27	4	4	4	4
非流动资产合计	362	545	627	799	857
总负债	159	200	204	232	243
短期借款	0	7	0	15	10
应付账款	18	43	49	56	64
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6	1	1	1	1
流动负债合计	133	163	168	196	207
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	16	16	16	16
非流动负债合计	25	37	36	36	36
股东权益	1,375	1,347	1,382	1,475	1,589
股本	101	100	100	100	100
公积金	1,032	1,026	1,035	1,035	1,035
未分配利润	245	239	259	345	451
归属母公司权益	1,346	1,312	1,341	1,427	1,533
少数股东权益	30	35	41	47	56

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	24.21%	22.07%	22.27%	22.07%	21.87%
管理费用率	13.30%	13.11%	13.41%	13.21%	13.01%
财务费用率	-4.22%	-1.92%	-0.44%	-0.07%	0.07%
研发费用率	17.09%	13.50%	13.50%	13.00%	13.00%
所得税率	9%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.60	0.80	0.44	0.52	0.63
每股经营现金流	1.36	1.23	1.25	1.58	2.02
每股净资产	13.37	13.12	13.41	14.27	15.33
每股销售收入	3.39	4.25	4.69	5.39	6.32

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	48	42	39	33	27
PB	3.2	3.2	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	38.6	25.5	25.5	21.0	16.6
股息率	1.4%	1.9%	1.0%	1.2%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼