

## 26Q1 短期业绩承压，全年仍有望实现快速增长

迈普医学 (301033.SZ)

### 核心观点

2025 年公司收入利润均实现高增长，符合市场预期。26Q1 公司收入增速放缓、利润端出现下滑，业绩低于预期，主要系核心产品人工硬脑膜与止血纱的集采政策落地进度晚于预期所致。短期来看，颅颌面修补 PEEK、止血纱等产品受集采执行带动、公司产品份额提升，全年整体收入仍有望实现快速增长；中长期来看，公司神经外科耗材布局相对全面且产品力较强，借助集采有望提升产品市占率，驱动公司业绩维持高增长趋势；同时，公司积极进行外延拓展，有望实现业务协同并打开成长天花板。

### 事件

#### 公司发布 2025 年度报告及 2026 一季报

2025 年全年实现营业收入 3.69 亿元，同比增加 32.46%；归母净利润 1.13 亿元，同比增加 43.47%；扣非归母净利润 1.05 亿元，同比增加 54.80%。EPS 为 1.71 元/股。

2026 年一季度公司实现营业收入 7836.28 万元，同比增加 6.32%；归母净利润 2071.54 万元，同比减少 14.27%；扣非归母净利润 1952.56 万元，同比减少 14.83%。EPS 为 0.31 元/股。

### 简评

#### 受集采执行节奏等因素影响，26Q1 业绩低于预期

2025 年公司收入利润均实现高增长，符合市场预期。利润端增速显著高于收入端，主要得益于新产品放量带来的规模效应及费用结构优化。

26Q1 单季度，公司收入增速放缓，利润端出现下滑，业绩低于预期，主要系核心产品人工硬脑膜与止血纱的集采政策落地进度晚于预期所致。集采推进过程中的不确定性导致渠道经销商普遍采取去库存策略，备货积极性不高，对公司 Q1 销售造成了阶段性影响。利润端下滑幅度较大主要受到因人员规模扩张带来的费用增加影响。随着 2026 年 4 月中旬脑膜、止血纱集采签约通知陆续发布，渠道库存有望回补，集采带来的新增市场份额将开始兑现，我们预计公司业绩将逐季改善。

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523050001

SFC 编号:BXF087

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 05 月 28 日

当前股价：60.00 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.60/-5.39	-18.81/-21.15	-1.61/-28.03
12 月最高/最低价 (元)		88.80/53.98
总股本 (万股)		6,704.96
流通 A 股 (万股)		5,635.37
总市值 (亿元)		40.23
流通市值 (亿元)		33.81
近 3 月日均成交量 (万)		109.71
主要股东：袁玉宇		16.53%

#### 股价表现



分产品线看：

1.人工硬脑（脊）膜补片作为基石业务，2025 年全年实现销售收入 1.56 亿元，同比微增 0.41%。增速放缓主要受集采预期影响，渠道存在去库存行为。随着公司在京津冀“3+N”联盟集采中成功中标，且相关协议签订工作于 2026 年 4 月启动，有望凭借集采机遇稳步提升市场份额。

2.颅颌面修补及固定系统（PEEK）受益于集采后对传统钛金属材料的加速替代，继续保持快速增长，2025 年全年实现销售收入 0.95 亿元，同比增长 18.41%。随着公司在河南省牵头联盟集采中成功续标，市场份额有望持续提升。

3.可吸收再生氧化纤维素（止血纱）与硬脑膜医用胶等新产品是拉动公司业绩增长的核心引擎，2025 年两款新产品合计收入达 1.05 亿元，同比高速增长 192.03%。公司止血纱产品已在京津冀“3+N”联盟止血材料集采中成功中选，有望加快产品放量速度。同时，止血纱获得欧盟 MDR 全科适应症认证，硬脑膜医用胶的脊柱适应症已进入创新医疗器械特别审查程序，为未来增长提供新动力。

### 收购易介医疗取得重要进展，打开长期成长天花板

公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购广州易介医疗科技有限公司 100% 股权，并已于 2025 年 11 月被深圳证券交易所受理，目前交易尚在审核过程中。易介医疗主要从事神经介入医疗器械的研发、生产和销售，产品覆盖通路类、取栓类和狭窄治疗等主流脑卒中介入手术方案。神经介入是渗透率和国产化率双低的高潜力赛道。若交易顺利完成，迈普医学将业务从神经外科拓展至神经介入领域，形成覆盖脑部疾病诊断与治疗的整体解决方案，进一步丰富产品矩阵，打开长期成长天花板。

### 盈利能力持续提升，费用结构不断优化

2025 年，公司综合毛利率为 80.23%，同比提升约 0.9 个百分点，主要得益于规模效应带来的单位成本下降以及新产品毛利率的提升。公司在收入端实现高增的同时，费用结构持续优化。销售费用率为 18.02%，同比下降约 2.5 个百分点，主要系收入增长快于因新产品推广及营销网络拓展投入增加所致的费用增长。管理费用率为 19.78%，同比下降约 0.6 个百分点。研发费用率为 10.02%，同比提升 0.3 个百分点，研发投入金额达 5018.55 万元，同比增长 43.99%，主要用于推进“可吸收再生氧化纤维素止血颗粒”等在研项目的临床试验，为未来发展持续蓄力。

### 盈利预测与估值

短期来看，随着颅颌面修补 PEEK 产品在集采带动下持续放量、止血纱及脑膜胶等新产品凭借集采中标和新适应症获批加速推广，公司全年整体业绩仍有望实现快速增长。中期来看，公司在神经外科耗材领域布局全面且产品力强，随着集采政策的持续推进，新老产品均有望持续提升市占率，驱动业绩维持高增长趋势。长期来看，公司积极进行外延拓展，拟收购易介医疗进入高潜力的神经介入赛道，有望实现业务协同并打开长期成长天花板。我们预测 2026-2028 年，公司营业收入分别为 4.68、5.83 和 7.13 亿元，分别同比增长 26.76%、24.61% 和 22.36%；归母净利润分别为 1.47、1.84 和 2.28 亿元，分别同比增长 29.58%、25.83% 和 23.60%。维持“买入”评级。

## 风险分析

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

1) 行业政策变化风险：目前神经外科耗材大部分品类已经进行集采，后续政策变化可能影响厂家产品的利润率水平；由于医疗行业合规性加强等行业政策因素导致部分地区招标需求延后及新产品推广活动开展受阻，存在我们给的业绩预测可能达不到的风险。2) 市场竞争加剧风险：国内神经外科耗材生产厂商较多，不排除部分中小厂商借助集采取得市场份额，导致市场竞争进一步加剧。3) 研发进度不及预期风险：公司目前研发布局神经外科耗材全系列产品，新产品的研发存在不确定性，如果研发进度不及预期，可能将会一定程度上影响公司未来的成长天花板。4) 汇兑波动风险：公司有部分业务是外汇结算，存在受汇率波动影响的风险。

**表 1: 财务摘要 (百万元)**

会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	230.87	278.44	368.83	467.51	582.56	712.83
增长率(%)	18.24%	20.61%	32.46%	26.76%	24.61%	22.36%
归属母公司股东净利润	40.88	78.85	113.13	146.59	184.45	227.98
增长率(%)	13.89%	92.90%	43.47%	29.58%	25.83%	23.60%
市盈率(P/E)	98.42	51.02	35.56	27.44	21.81	17.65

资料来源: iFind, 中信建投证券, PE 按照 2026/05/11 收盘价计算

**表 2: 财务报表 (百万元)**

资产负债表						
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	26.68	57.45	74.02	225.35	408.37	618.09
应收票据及账款	18.08	24.16	25.03	36.30	45.23	55.35
预付账款	4.58	2.91	4.90	6.79	8.45	10.35
其他应收款	1.29	1.19	1.11	2.01	2.51	3.07
存货	26.20	34.28	37.06	53.44	66.59	81.48
其他流动资产	192.89	192.41	233.08	262.93	270.59	279.26
流动资产总计	269.71	312.41	375.19	586.82	801.74	1047.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	319.10	309.45	299.38	240.61	181.85	123.08
在建工程	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	70.01	63.05	68.09	56.05	43.09	29.22
长期待摊费用	2.39	2.13	1.03	0.51	0.00	0.00
其他非流动资产	125.71	112.19	151.74	144.67	137.59	130.52
非流动资产合计	517.26	486.82	520.24	441.84	362.53	282.82
资产总计	786.97	799.23	895.44	1028.66	1164.27	1330.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	31.93	7.59	16.42	34.68	43.22	52.88
其他流动负债	36.19	39.89	35.15	62.10	77.28	94.47
流动负债合计	68.12	47.48	51.57	96.78	120.50	147.35
长期借款	47.44	0.00	0.00	-2.56	-4.63	-6.20

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

其他非流动负债	35.54	52.09	45.81	45.81	45.81	45.81
非流动负债合计	82.99	52.09	45.81	43.26	41.18	39.61
负债合计	151.11	99.57	97.38	140.04	161.68	186.96
股本	66.06	66.52	67.05	67.05	67.05	67.05
资本公积	441.66	463.95	484.69	484.69	484.69	484.69
留存收益	128.13	169.20	246.32	336.89	450.85	591.70
归属母公司权益	635.86	699.66	798.06	888.63	1002.59	1143.44
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	635.86	699.66	798.06	888.63	1002.59	1143.44
负债和股东权益合计	786.97	799.23	895.44	1028.66	1164.27	1330.41
利润表						
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	230.87	278.44	368.83	467.51	582.56	712.83
营业成本	41.54	57.56	72.92	92.44	115.18	140.94
税金及附加	4.57	5.21	6.75	8.85	11.03	13.49
销售费用	61.75	57.21	66.46	79.48	96.12	114.05
管理费用	54.42	56.83	72.95	88.83	108.94	131.87
研发费用	26.78	27.09	36.96	46.75	58.26	71.28
财务费用	0.53	-1.32	-0.82	-0.59	-1.28	-2.06
资产减值损失	-0.03	-0.07	-2.68	-1.19	-1.49	-1.82
信用减值损失	-0.04	-0.10	-0.20	-0.16	-0.20	-0.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.56	3.43	2.94	3.31	3.31	3.31
公允价值变动损益	0.13	0.15	0.19	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
其他收益	3.37	12.44	14.15	9.99	9.99	9.99
营业利润	48.27	91.72	128.01	163.70	205.93	254.48
营业外收入	0.27	2.61	1.62	1.50	1.50	1.50
营业外支出	0.51	1.18	3.46	1.72	1.72	1.72
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	48.02	93.16	126.17	163.49	205.71	254.27
所得税	7.14	14.30	13.04	16.90	21.27	26.29
净利润	40.88	78.85	113.13	146.59	184.45	227.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	40.88	78.85	113.13	146.59	184.45	227.98
现金流量表						
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	40.88	78.85	113.13	134.85	172.71	216.25
折旧与摊销	27.98	29.34	28.88	78.40	79.31	79.71

财务费用	0.53	-1.32	-0.82	-0.59	-1.28	-2.06
投资损失	-3.56	-3.43	-2.94	-3.31	-3.31	-3.31
营运资金变动	39.84	3.61	-12.63	-15.08	-8.18	-9.28
其他经营现金流	3.45	10.76	15.06	13.08	13.08	13.08
经营性现金净流量	109.11	117.81	140.68	207.36	252.33	294.40
资本支出	11.96	16.62	30.10	0.00	-0.00	-0.00
长期投资	-41.84	24.80	-121.88	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-28.10	-16.52	6.36	1.96	1.96	1.96
投资性现金净流量	-81.90	-8.33	-145.62	1.96	1.96	1.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-5.71	-47.44	0.00	-2.56	-2.07	-1.57
普通股增加	0.00	0.46	0.53	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5.47	22.28	20.75	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-43.66	-56.96	-49.47	-55.43	-69.20	-85.06
筹资性现金净流量	-43.90	-81.67	-28.20	-57.99	-71.28	-86.64
现金流量净额	-16.66	27.96	-32.81	151.34	183.01	209.72

资料来源: iFind, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

### 刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk