

## 维力医疗（603309）深度研究报告系列三

## 协同布局脑机接口

- ❖ **参股瑞意旭联布局脑机接口，低耗龙头加速转型。**近期维力医疗在瑞意旭联的Pre-A轮融资中出资约1600万元，交易完成后持股比例约为6.35%。瑞意旭联以“植入式高通量双向脑机接口”为平台开发多种脑机接口临床落地场景，目前已完成“脑脊接口”的研发，进入量产阶段，有望于在2028年取得三类医疗器械注册证；标的已获批的“NeuroPulse”产品集多种电刺激治疗技术于一体，用途广泛；同时还布局穿戴式消费及脑机接口产品。作为国内医用导管行业龙头，近年来维力医疗通过不断提高的研发投入，在麻醉、导尿、泌尿外科等多个领域持续不断地进行产品升级，推动产品结构从“低耗”向“高耗”转型。此次切入脑机接口前沿赛道，有望进一步推动公司从制造驱动向研发创新驱动转型。
- ❖ **脑机接口行业：政策加码，临床加速，产业化进入关键阶段。**脑机接口商业化应用正稳步推进，医疗领域是当前脑机接口技术下游核心应用场景，在非医疗领域也有广阔的应用前景。我国脑机接口市场竞争仍处于初期，尚未进入红海阶段。国家层面已将脑机接口纳入前瞻布局的未来产业，地方也积极响应国家政策并针对性发布脑机接口配套政策。我国脑机接口技术发展提速，各细分领域均取得了突破性临床进展，脑机接口融资市场持续火热，各地政府陆续设立脑机接口专项资金，配套产业链加速成型，完善技术临床转化载体。脑机接口技术正在医疗、生产、生活等场景中逐步试点落地。
- ❖ **发挥业务协同优势，加速脑机医疗场景落地。**1) **管线协同：**泌尿外科近年来成为公司业绩增长的重要支撑点，瑞意旭联的神经调控技术在该领域有巨大的潜在应用空间，此次参股后，有望推动其神经调控技术在维力泌尿外科领域的应用延伸，丰富维力的泌尿外科产品线，并且标的的产品布局也能够与维力的导尿、护理等产线形成协同。2) **营销协同：**标的若能够依托维力医疗成熟的学术推广网络与临床渠道资源，将有效推动瑞意旭联已获证电刺激产品和后续获证产品的销量增长。3) **脑机产业化协同：**维力医疗深耕医疗器械领域多年，有望利用自身在临床资源对接、先进制造、供应链管理等方面的优势为脑机接口医疗场景落地提供产业化支撑，加速其临床研发注册进程。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司26-28年归母净利润为2.7、3.2、3.8亿元，同比增长251.0%、19.0%和19.8%，对应PE分别为14、12和10倍。根据DCF模型测算，给予公司整体估值53亿元，对应目标价18.2元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**新产品研发/推广不及预期；地缘政治风险；国内行业环境影响超预期。

## 主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	1,631	1,877	2,163	2,490
同比增速(%)	8.1%	15.1%	15.2%	15.1%
归母净利润(百万)	76	268	318	382
同比增速(%)	-65.2%	251.0%	19.0%	19.8%
每股盈利(元)	0.26	0.92	1.09	1.31
市盈率(倍)	48	14	12	10
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2026年5月27日收盘价

## 推荐（维持）

目标价：18.2元

当前价：12.68元

## 华创证券研究所

## 证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

## 证券分析师：李婵娟

邮箱：lichajuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

## 证券分析师：张良龙

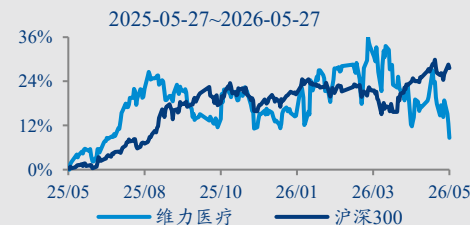
邮箱：zhanglianglong@hcyjs.com

执业编号：S0360525110002

## 公司基本数据

总股本(万股)	29,187.14
已上市流通股(万股)	29,187.14
总市值(亿元)	37.01
流通市值(亿元)	37.01
资产负债率(%)	33.14
每股净资产(元)	6.25
12个月内最高/最低价	15.95/12.00

## 市场表现对比图(近12个月)



## 相关研究报告

《维力医疗（603309）2025年报&2026年一季报点评：25年商誉减值后轻装上阵，印尼一期工厂已投产》

2026-05-26

《维力医疗（603309）2025年三季报点评：Q3业绩加速增长，高毛利产品占比持续提高》

2025-11-19

《维力医疗（603309）2025年中报点评：海外持续高增长，国内业务承压》

2025-09-15

## 投资主题

### 报告亮点

本报告深入剖析维力医疗参股瑞意旭联的背景与投资逻辑，通过参股，公司有望获得前沿技术产业化支撑，并借助瑞意旭联在脑机领域的神经调控、脑脊接口等技术，推动维力从制造驱动向研发创新驱动转型。报告还基于维力医疗在泌尿外科、导尿、护理等领域的优势产品管线与覆盖全国超 5000 家医院的渠道网络，详细论证了其于瑞意旭联在神经调控技术、电刺激治疗产品等方向的协同效应，并认为双方合作有望加速脑机医疗场景的落地。

### 投资逻辑

**参股瑞意旭联布局脑机接口，低耗龙头加速转型。**近期维力医疗在瑞意旭联的 Pre-A 轮融资中出资约 1600 万元，交易完成后持股比例约为 6.35%。作为国内医用导管行业龙头，近年来维力医疗通过不断提高的研发投入，在麻醉、导尿、泌尿外科等多个领域持续不断地进行产品升级，推动产品结构从“低耗”向“高耗”转型。此次切入脑机接口前沿赛道，有望进一步推动公司从制造驱动向研发创新驱动转型。

**发挥业务协同优势，加速脑机医疗场景落地。**1) **管线协同：**瑞意旭联的神经调控技术在该领域有巨大的潜在应用空间，此次参股后，有望推动其神经调控技术在维力泌尿外科领域的应用延伸，丰富维力的泌尿外科产品线，并且标的的产品布局也能够与维力的导尿、护理等产线形成协同。2) **营销协同：**标的若能够依托维力医疗成熟的学术推广网络与临床渠道资源，将有效推动瑞意旭联已获证电刺激产品和后续获证产品的销量增长。3) **脑机产业化协同：**维力医疗深耕医疗器械领域多年，有望利用自身在临床资源对接、先进制造、供应链管理等方面的优势为脑机接口医疗场景落地提供产业化支撑，加速其临床研发注册进程。

# 目 录

一、参股瑞意旭联布局脑机接口，低耗龙头加速转型 .....	5
（一）参股瑞意旭联，积极布局脑机接口前沿领域 .....	5
（二）低耗龙头产品管线持续升级，布局脑机进一步加速转型 .....	6
二、脑机接口行业：政策加码，临床加速，产业化进入关键阶段 .....	8
（一）丰富应用场景带来巨大想象空间，市场发展仍处于初期阶段 .....	8
（二）政策加码，临床加速，脑机接口产业化进入关键阶段 .....	11
三、发挥业务协同优势，加速脑机医疗场景落地 .....	15
四、盈利预测及估值 .....	16
五、风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1 “脑脊接口”示意图 .....	5
图表 2 “NeuroPulse”产品 .....	6
图表 3 “NeuroPulse”产品应用场景 .....	6
图表 4 维力医疗主要产品 .....	6
图表 5 公司研发费用变化（亿元） .....	7
图表 6 公司研发人员数量 .....	7
图表 7 脑机接口基本原理 .....	8
图表 8 全球脑机接口市场规模 .....	9
图表 9 中国脑机接口市场规模 .....	9
图表 10 25 年全球脑机接口市场结构（按应用场景） .....	9
图表 11 脑机接口在医疗领域的应用 .....	9
图表 12 脑机接口在非医疗领域的应用 .....	10
图表 13 脑机接口技术横向对比 .....	10
图表 14 国家层面的脑机接口重要支持政策梳理 .....	11
图表 15 地方层面的脑机接口重要支持政策梳理 .....	12
图表 16 25 年各地政府脑机接口专项资金设立情况 .....	14
图表 17 维力医疗泌尿外科产线收入变化（亿元） .....	15

## 一、参股瑞意旭联布局脑机接口，低耗龙头加速转型

### （一）参股瑞意旭联，积极布局脑机接口前沿领域

根据动脉网和维力医疗互动易平台信息，近期维力医疗在瑞意旭联的 Pre-A 轮融资中出资约 1600 万元，交易完成后持股比例约为 6.35%，公司通过参股瑞意旭联布局脑机接口前沿领域。

瑞意旭联以“植入式高通量双向脑机接口”为平台开发多种脑机接口临床落地场景。24 年 3 月成立于苏州虎丘区。公司聚焦重大脑疾病，致力于植入式双向脑机接口的研发，目前已经形成包括芯片、传感器、封装和算法在内的全栈核心技术。公司以“植入式高通量双向脑机接口”为平台，开发多种脑机接口临床落地场景。其中“脑脊接口”最先进入临床应用阶段，其它临床应用场景也将陆续开展临床研究试验，包括语言解码、脑卒中偏瘫后遗症、癫痫多脑区闭环调控、抑郁症、渐冻症等。

**“脑脊接口”产品有望 2028 年获批。**“脑脊接口”产品通过采集大脑运动意图信号，绕过受损区域直接进行脊髓神经刺激，协助人体恢复肌肉控制信号，实现运动功能重建，从而帮助脊髓损伤截瘫患者用自己的意识控制自己的双腿重新站起来、走起来。目前瑞意旭联已完成“脑脊接口”的研发，进入量产阶段；完成全植入动物实验并验证术式和效果，已在国内多个中心开启临床研究，有望于在 2028 年取得三类医疗器械注册证，并帮助数百万脊髓损伤患者重新获得行走能力。根据动脉网报道，瑞意旭联是国内首家，全球第二家实现该技术的脑脊接口企业。

图表 1 “脑脊接口”示意图



资料来源：橡栎投资公众号

已获批“NeuroPulse”产品集多种电刺激治疗技术于一体，用途广泛。瑞意旭联的“NeuroPulse 便携四通道团体电刺激工作站”已取得医疗器械注册证并上市销售。目前销量稳步增长，市场反馈良好。该产品专为现代康复治疗设计的创新解决方案，集多种电刺激治疗技术于一体，广泛应用于脑卒中、脊髓损伤、急慢性疼痛、特发性震颤等适应症，覆盖全周期康复需求。电刺激治疗工作站包含了神经肌肉电刺激，经皮电刺激，吞咽电刺激，正中神经电刺激，痉挛电刺激，膈肌起搏电刺激，等幅中频电，中频调制低

频电，干扰电刺激等多功能电刺激，真正实现一机多用，满足最新医保收费需求，为科室降本增效。适用于康复科、神经科、骨科、疼痛科、妇产科、老年医学科、ICU 等科室，为医院可开展临床康复一体化提供技术储备，促进临床康复一体化的开展，有利于降低药品比例，缩短住院周期，提高周转率。

预计“NeuroPulse”产品线将在 2026-2028 陆续取得 6 张以上二类医疗器械注册证，其中还包括中枢和外周神经系统的无创脑机接口系列产品。

图表 2 “NeuroPulse” 产品



资料来源：瑞意旭联公众号

图表 3 “NeuroPulse” 产品应用场景



资料来源：瑞意旭联公众号

瑞意旭联同时还布局穿戴式消费及脑机接口产品，该类专注研发、生产一次性柔性电刺激医疗产品，以家用无创、安全便捷、即贴即用为核心，聚焦男性健康、女性健康、疼痛管理三大黄金赛道，打造家庭医疗场景下的非药物。主要解决疼痛、性功能、睡眠、女性产后康复和尿失禁等问题。

## （二）低耗龙头产品管线持续升级，布局脑机进一步加速转型

维力医疗成立于 2004 年，公司大部分产品属于医用导管类产品，主要应用于麻醉、导尿、泌尿外科、护理、血液透析、呼吸等领域，在临床上广泛应用于普通开放手术、微创手术，急救和护理等。

**国内医用导管行业龙头。**经过多年产品体系完善和市场拓展，公司已成长为国内医用导管行业龙头企业。在麻醉领域，公司产品项齐全，全麻产品市场占有率业内领先，产品覆盖国内 3000 多家医院。在导尿领域，产品市占率和研发能力行业领先，在全球也处于细分领域领先地位。在泌尿外科领域，公司拥有结石管理的全系列产品。在护理领域，公司凭借稳定的产品质量和优良服务赢得客户信赖，订单稳定增长。在血液透析和呼吸领域，公司产品均具有良好的市场知名度，并在各类集采中标。

图表 4 维力医疗主要产品

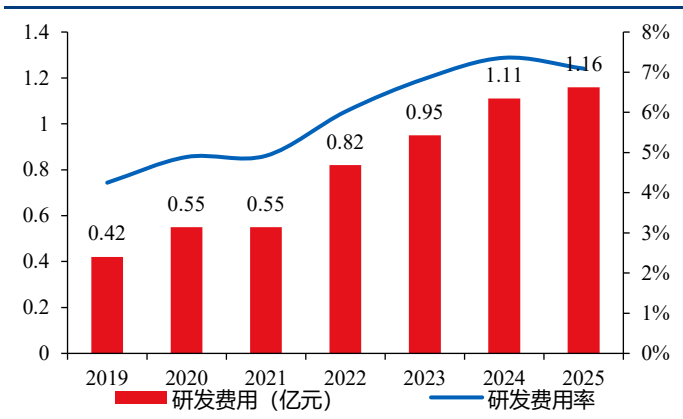
产品领域	主要产品	用途
麻醉	气管插管、喉罩、支气管插管、可视支气管插管、气管切开插管、麻醉面罩、人工鼻、麻醉呼吸管路、电子镇痛泵	和麻醉呼吸机相配套使用，用于各种吸入全麻手术、预防和处理呼吸道梗阻、呼吸功能不全以及急救时建立人工气道；术后镇痛、分娩镇痛、癌痛镇痛、肿瘤化疗等临床治疗中药液的精确输注和监测。

导尿	导尿管、导尿包、抗菌导尿管、测温导尿管、引流袋、男用导尿套、精密尿袋	主要用于手术及病房护理时对病人进行尿液引流。
泌尿外科	包皮环切缝合器	主要用于泌尿外科包皮环切手术。
	清石鞘、微创扩张引流套件、导丝、球囊扩张导管、输尿管扩张器、输尿管导引鞘、取石篮、输尿管支架、输尿管导管	和内窥镜等配套使用，用于泌尿系统手术通道建立和结石清除，适用于肾结石、输尿管结石和膀胱结石的病人，以及尿失禁、输尿管狭窄等泌尿系统异常病人的微创手术治疗。
护理	杨克引流管、口护吸痰管、排泄物管理器	主要用于临床病人的伤口或分泌物清理引流以及重症病人的口腔及排泄物护理。
呼吸	氧气面罩、氧浓度可调面罩	主要适用于病人输氧用。
	药物吸入雾化器	主要用于各种呼吸系统疾病给药时使用。
血液透析	血液净化体外循环管路	主要是和血液透析机等配套使用，用于终末期肾病患者的血液透析治疗，以及急性药物或毒物中毒、难治性充血性心力衰竭与急性肺水肿的急救。

资料来源：公司公告，华创证券

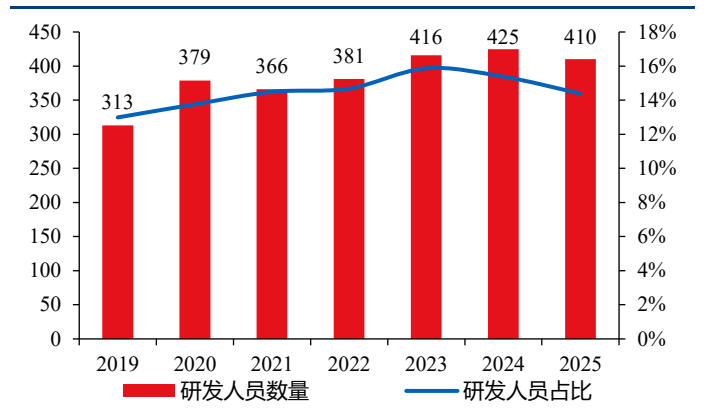
近年来公司高度重视研发。2019-2024 年间，公司研发费用从 0.42 亿元增长至 1.11 亿元，研发费用率从 4.3% 提高至 7.4%，2025 年研发费用率略有降低，但研发费用金额仍保持同比增长；研发人员数量从 2019 年的 313 人增长至 2025 年的 410 人。

图表 5 公司研发费用变化（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 公司研发人员数量



资料来源：Wind，华创证券

通过不断提高的研发投入，公司在麻醉、导尿、泌尿外科等多个领域持续不断地进行产品升级，推动产品结构从“低耗”向“高耗”转型。

**1) 麻醉领域：**公司近年持续推进麻醉领域产品性能升级与功能扩充，在产品性能方面进行了无菌、柔性性能的升级，在功能方面新增了带吸痰腔与可视两大功能，推出了可视双腔支气管插管、加强型柔性气管插管、带吸痰腔气管插管、一次性使用可视双腔喉罩等产品，竞争力持续提升。

**2) 导尿领域：**公司在产品技术和业务体量上均是国内导尿行业龙头，在国际也处于领先地位。近年来公司在巩固行业龙头地位的同时，推出差异化产品亲水涂层超滑导尿管、BIP 抗菌导尿管、无菌测温型硅胶导尿管、一次性使用亲水涂层乳胶/硅胶导尿包、间歇性导尿管等，促进导尿产品的升级换代和市场竞争力的进一步提升。随着高毛利新产品销售的放量，导尿产品的综合毛利率和盈利能力不断提升。

**3) 泌尿外科：**公司拥有泌尿外科全系列产品，其中一次性负压清石鞘是公司在泌尿外科结石领域革命性的创新产品，已获得 FDA、NMPA、CE、加拿大认证在内的多个产品注

册证，其升级产品前端可弯鞘也已顺利通过国内注册并成功上市销售。公司通过加大优势产品负压清石鞘的学术推广，逐步带动泌尿外科其他产品销售，近年来结石手术耗材收入保持稳定增长。全资子公司狼和医疗生产的一次性包皮环切缝合器属于国内细分行业龙头，公司在推动现有结石手术耗材升级的同时，将向男性健康产品进行拓展。

2025 年，公司重点突破了抗结壳、导管控弯、载药、金属支架、蒸汽能量等关键技术，有效增强了公司核心技术壁垒与创新发 展动能。目前有包括双腔免充气喉罩、抗凝抗感染中心静脉导管、可测压清石鞘、载药输尿管球囊扩张导管、抗感染经外周中心静脉导管、神经监测气管插管在内的新产品正处于在研中。

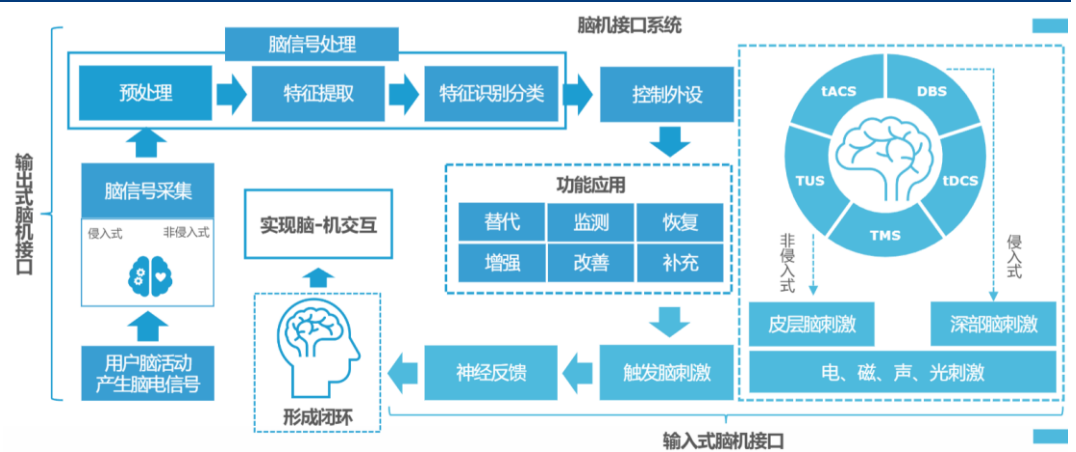
**切入脑机接口前沿赛道，有望进一步推动公司从制造驱动向研发创新驱动转型。**切入脑机接口领域后，一方面公司有望利用自身在先进制造、供应链管理、成本控制等方面的优势为脑机接口技术提供产业化支撑，另一方面也将让公司加速完善自身研发体系，提高综合研发能力，推动公司从制造驱动向研发创新驱动转型。

## 二、脑机接口行业：政策加码，临床加速，产业化进入关键阶段

### （一）丰富应用场景带来巨大想象空间，市场发展仍处于初期阶段

**脑机接口（BCI）是一种为大脑与外部设备建立直接通信通路的技术。**脑机接口核心目标是解读大脑活动产生的意图或状态信息，并将其转化为控制外部设备的指令，或将外部信息编码为特定的神经刺激信号输入大脑，从而对神经功能进行调控，以进行神经功能修复或增强。从组成部分来看，脑机接口主要包括四个部分：信号采集、信号处理、控制外设和神经反馈，神经反馈是关键环节，它将输出式 BCI 与输入式 BCI 连接在一起形成交互式的闭环系统，即交互式 BCI，从而真正实现脑机交互。

图表 7 脑机接口基本原理

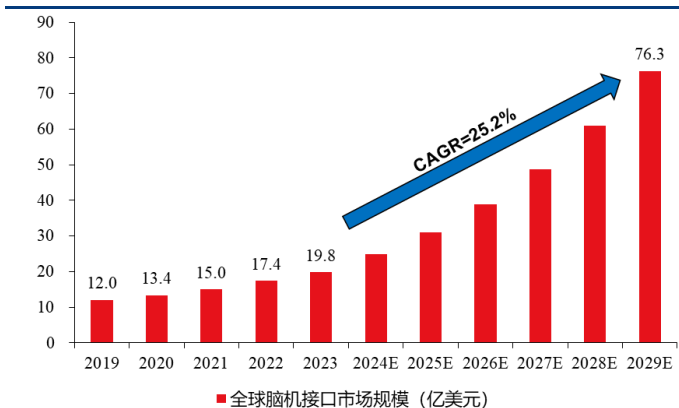


资料来源：亿欧智库《2022 全球脑机接口技术与应用发展研究报告》，华创证券

**脑机接口商业化应用稳步推进，带来广阔市场空间。**随着神经科学、人工智能和微电子技术的迅速发展，脑机接口技术正逐渐从实验室走向商业化应用，未来，在医疗健康领域侵入式/半侵入式脑机接口方案将在瘫痪、脑疾、精神和心理等疾病治疗逐步得到普及，在其他商业化领域脑机接口技术的应用场景也将更加多元化。根据前瞻产业研究院，2019 年全球脑机接口市场规模为 12.0 亿美元，2023 年增长至 19.8 亿美元，2019-2023 年 CAGR 为 13.3%，预计 2029 年将进一步增长至 76.3 亿美元，2023-2029 年 CAGR 预计为 25.2%。

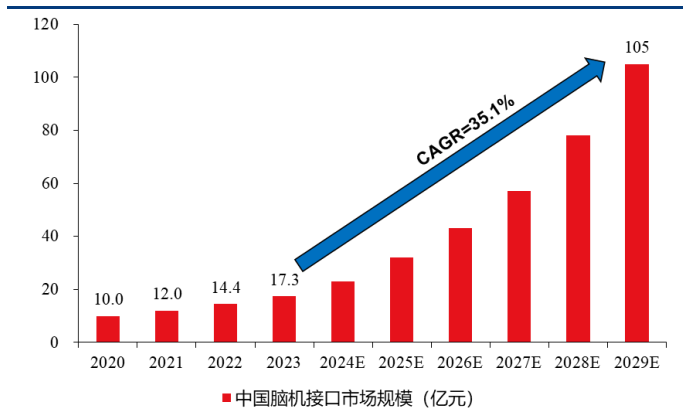
2020年中国脑机接口市场规模为10.0亿元，2023年增长至17.3亿元，2020-2023年CAGR为20.0%，预计2029年将进一步增长至105亿元，2023-2029年CAGR预计为35.1%。

图表 8 全球脑机接口市场规模



资料来源：前瞻产业研究院《2025 脑机接口蓝皮书》，华创证券

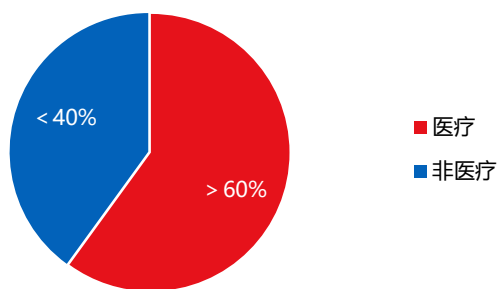
图表 9 中国脑机接口市场规模



资料来源：前瞻产业研究院《2025 脑机接口蓝皮书》，华创证券

**医疗领域是当前脑机接口技术下游核心应用场景。**2025 年全球脑机接口技术下游应用场景中，医疗需求占比超过了 60%。在医疗领域，由于脑机接口技术可以直接实现大脑与外部设备的交互，因此脑机接口技术可以广泛应用于肢体运动障碍诊疗、意识与认知障碍诊疗、精神疾病诊疗和感觉缺陷诊疗等领域，此外脑机接口技术在医疗健康领域的应用还能实现通过神经调控从而治疗癫痫和神经发育障碍等疾病，目前包括 DBS、SNM、VNS、SCS、CCS、tDCS、tACS 和 PTNS 等在内的不同神经调控技术已经经过了临床验证验证了对多项适应症均有效性。其中 DRGS 和 PNS 主要用于治疗疼痛，包含范围较广，且适应症已经获批，目前临床试验主要集中在拓展治疗疼痛的类型。

图表 10 25 年全球脑机接口市场结构（按应用场景）



资料来源：产业世界网《全球及中国脑机接口行业市场调研分析报告（2025 年）》，华创证券

图表 11 脑机接口在医疗领域的应用

应用场景	适应症	我国患者人数
肢体运动障碍诊疗	卒中康复	40岁及以上人群脑卒中患者约1242万
	脊髓损伤后康复	相关患者人数已超370万，每年新增9万
	运动神经元受损导致的肌萎缩侧索硬化症	患者数量约6至10万人，每年新增约2.3万例
癫痫与神经发育障碍诊疗	癫痫	癫痫患者数量约1000万
	其他神经发育缺陷	6-16岁人群中注意缺陷多动障碍（ADHD）患儿总数约2300万
意识与认知障碍诊疗	植物人	植物人数量50万人以上
	阿尔兹海默症	AD及其他痴呆症患者约1700万
精神疾病	抑郁症、焦虑症、精神分裂症等	抑郁症人数9500万
感觉缺陷诊疗	听觉、视觉、触觉先天或后天障碍	视力障碍人数超1700万

资料来源：央视新闻，中国循环杂志，动脉网公众号，华创证券

**脑机接口技术在非医疗领域也有广阔的应用前景。**当下脑机接口技术发展的最大驱动因素是国家政府层面提出的脑计划支持（例如 2013 年的“美国脑计划”，2016 年的“中国脑计划”），而不是市场消费端的需求创造供给，因此医疗领域是当前脑机接口技术下游核心应用场景，但随着脑机接口技术日渐成熟，未来脑机接口在非医疗领域的应用将逐步铺开，例如基于脑机接口的监测/检测等功能，脑机接口技术可广泛用于工业安全、航空航天、晕车辅助、娱乐游戏、体育运动、交互辅助、儿童教育等场景。

图表 12 脑机接口在非医疗领域的应用

应用场景	落地形式	具体用途
工业安全	疲劳监测	将人员感知数字化，实现工业安全监测，在隧道施工已初步验证，获从业人员高度评价。
航空航天	模拟体验	测试、评估预测机组人员长期深空任务认知健康，为模拟体验提供及时反馈，应用前景良好。
晕车辅助	正念干预	智能识别晕车征兆，自动触发定制化冥想干预方案。
娱乐游戏	玩家训练	基于脑电设备实时监测玩家心理和精神状态给分数。
体育运动	训练监测	协助放松、专注训练，助理现代体育科技化。
交互辅助	辅助出行	结合外设实现控制和交互，助力特殊人群交通出行。
儿童教育	训练专注	基于神经反馈的智能眼镜，分心时变暗以提醒保持专注。

资料来源：前瞻产业研究院《2025 脑机接口蓝皮书》，华创证券

我国脑机接口市场竞争仍处于初期，尚未进入红海阶段。前瞻产业研究院数据，目前我国脑机接口行业已有超百家企业有产品进入临床阶段，尽管如此，目前我国脑机接口企业的竞争仍处于初期，行业内大部分企业规模较小，尚未进入红海阶段。侵入式脑机接口领域，代表企业主要包括景昱医疗、华科精准、衷华脑机、宁矩科技、品驰医疗、瑞神安、应和脑科学等；半侵入式脑机接口领域，代表企业主要为博睿康、微灵医疗等；非侵入式脑机接口领域，强脑科技等企业已有比较成熟的消费级产品问世。

目前，脑机接口按照信号采集方式主要可以分为侵入式、半侵入式和非侵入式三大类别。其中侵入式及半侵入式均为有创类脑机接口，非侵入式为非创类脑机接口。

**侵入式脑机接口：**将电极植入颅骨，直接接触脑组织，这种方式可获取质量最佳的神经信号，但手术风险较高。随着神经科学、生物材料等学科的飞速发展，侵入式脑机接口研究迅速升温，产业成熟度持续提高。

**半侵入式脑机接口：**将电极植入颅腔而非脑内部位，主要借助皮层脑电图进行脑信号记录，相较侵入式技术手术风险较低、创伤较小，相较非侵入式技术，获取的神经信号更为清晰精准。目前半侵入式脑机接口技术相对成熟，具备一定的临床应用优势。

**非侵入式脑机接口：**无需植入任何设备，只需将传感器放置于头皮表面即可测量大脑活动状况，安全性能最高，对人体基本无创伤。然而由于人体颅骨的遮蔽效应，其所获取的神经信号精度往往较低。

图表 13 脑机接口技术横向对比

信号采集方式	电生理信号的记录位置	检测的电生理信号类型	可覆盖神经元数量	信号质量	植入/使用创伤	长期损伤风险	整体技术难度	机理	设备归属类型
侵入式	皮层组织内	尖峰脉冲和局部场电位(Spikes&LFPs)	低	高	侵入脑组织，有神经损伤	感染、排异、神经元伤害	很高	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	三类医疗器械
半侵入式	皮层表面	皮层脑电(EECoG)	中	中	不侵入脑组织，需要开颅，贴放在大脑皮层上	较小	较高	通过手术方式植入电极，单电极处于颅腔内，未达到大脑皮层	三类医疗器械
非侵入式	头皮	脑电(EEG)	高	低	无	无	较低	无需手术，只需将电极附着在头皮上	二类医疗器械

资料来源：前瞻产业研究院《2025 脑机接口蓝皮书》，智研咨询《2024 年全球及中国脑机接口行业发展现状分析及市场格局分析》，华创证券

有创类脑机接口发展是产业趋势，无创类脑机接口可作为补充。有创类脑机接口信号质量具备显著优势，在重症医疗领域及前沿科研领域具备不可替代性，且随着应用生态体系逐步完善，在民用场景也有较大应用潜力。未来随着有创类脑机接口产业成熟度提升带来商业化成本降低，微创植入技术发展带来手术安全风险降低，芯片算法升级带来产品稳定度提升，生物相容性材料发展及植入体体积减小带来舒适度提升，有创类脑机接口渗透率有望逐步提升，其发展是产业趋势。而无创类脑机接口虽然信号质量较低，但其安全性高且操作简便，可作为有创类脑机接口的补充，用于康复训练、教育娱乐、智能家居、人机交互等民用领域。

## （二）政策加码，临床加速，脑机接口产业化进入关键阶段

国家层面，将脑机接口纳入前瞻布局的未来产业。2016年在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》中，将“脑科学与类脑研究”列为“科技创新 2030—重大项目”，标志着“中国脑计划”正式启动，2017年在《“十三五”国家基础研究专项规划》中，提出统筹安排脑科学的基础研究、转化应用和相关产业发展，形成“一体两翼”的布局，并搭建相关关键技术平台。2021年在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中，脑科学与类脑研究被列入科技前沿领域攻关范围内，2024年在《脑机接口标准化技术委员会筹建方案》中提出拟邀请脑机接口领域企业、科研院所、高校等产业和技术专家担任委员，并明确了三大工作计划。2025 年相关政策密集释放，3 月份发布《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，专门为脑机接口新技术单独立项，6 月份发布《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（2025 年第 63 号）》，提出配合相关部门出台基于脑机接口技术的医疗器械产品支持政策，7 月份发布《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，明确 2027 年及 2030 年国内脑机接口产业目标，10 月份发布《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》，将脑机接口列入“六大未来产业”，提出要推动脑机接口成为新的经济增长点。

图表 14 国家层面的脑机接口重要支持政策梳理

时间	政策名称	发布部门	主要内容
2016 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	国务院	将“脑科学与类脑研究”列为“科技创新 2030—重大项目”（即“中国脑计划”）
2017 年 5 月	《“十三五”国家基础研究专项规划》	科技部、教育部、中国科学院、国家自然科学基金委员会	围绕脑与认知、脑机智能和脑的健康三个核心问题，统筹安排脑科学的基础研究、转化应用和相关产业发展，形成“一体两翼”的布局，并搭建相关关键技术平台
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	强调加强原创性引领性科技攻关，其中脑科学与类脑研究被列入科技前沿领域攻关范围内
2024 年 1 月	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	工信部、教育部、科技部、交通运输部、文化和旅游部、国资委、中国科学院	突破脑机融合、类脑芯片、大脑计算神经模型等关键技术和核心器件，研制一批易用安全的脑机接口产品，鼓励探索在医疗康复、无人驾驶、虚拟现实等典型领域的应用

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
2024年7月	《脑机接口标准化技术委员会筹建方案》	工信部	拟邀请脑机接口领域企业、科研院所、高校等产业和技术专家担任委员,并明确了三大工作计划
2025年3月	《神经系统类医疗服务价格项目立项指南(试行)》	医保局	专门为脑机接口新技术单独立项,设立了侵入式脑机接口植入费、取出费,非侵入式脑机接口适配费等价格项目
2025年6月	《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(2025年第63号)》	药监局	配合相关部门出台基于脑机接口技术的医疗器械产品支持政策,加强增材制造用医用材料、脑机接口柔性电极、基因工程合成生物材料等新型生物材料标准化研究
2025年7月	《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》	工信部、发改委、教育部、卫健委、国资委、中国科学院、药监局	明确到2027年,脑机接口关键技术取得突破,电极、芯片和整机产品性能达到国际先进水平,打造2至3个产业发展集聚区。到2030年,脑机接口产业创新能力显著提升,培育2至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》	--	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
2025年12月	《国家药监局关于发布优先审评审批目录(2025版)的通告》	NMPA	国家药监局将植入式脑机接口医疗器械列入优先审评审批目录
2025年12月	《“人工智能+制造”专项行动实施意见》	工信部等八部门	提出加快、脑机接口等新型终端的产业化、商业化进程
2026年3月	《政府工作报告》	国务院	"脑机接口"与量子科技、具身智能、6G并列,被明确为培育发展的未来产业之一

资料来源：中国政府网，各政府部门官网，华创证券

**地方层面，积极响应国家政策并针对性发布脑机接口配套政策。**国家层面密集出台一系列脑机接口规划性政策后，地方层面也给予了充分重视并陆续发布了配套政策，其中北京和上海率先出台针对性政策，2025年1月分别发布了《加快北京市脑机接口创新发展行动方案(2025-2030年)》和《上海市脑机接口未来产业培育行动方案(2025-2030年)》，针对脑机接口领域关注的监管政策、临床试验、产业集群、商业化、产业链等，给出了明确发展方向。

图表 15 地方层面的脑机接口重要支持政策梳理

地区	政策名称	主要内容
北京	《加快北京市脑机接口创新发展行动方案(2025-2030年)》	提出到2030年,本市脑机接口产业生态初步形成,在前沿基础研究、关键核心技术攻关、重大产品研发与创制、应用场景搭建等方面取得突破,技术创新体系逐渐完善。

上海	《上海市脑机接口未来产业培育行动方案（2025-2030年）》	1、2027年前，推动5款以上侵入式、半侵入式脑机接口产品完成临床试验，面向失语、瘫痪等患者，实现部分语言和运动功能恢复，实现高质量脑控。2、引育5家以上具有脑机接口核心技术与产品研发能力的自主创新企业，10家以上产业链上下游国内骨干企业。脑机接口创新生态初步构建。3、2030年前，实现高质量控脑，脑机接口产品全面实现临床应用
重庆	《重庆市智慧医疗装备产业创新发展行动计划（2025—2027年）》	推动医工融合创新。围绕脑磁心磁、连续动态监测器械（可穿戴器械）、神经外科植入器械、侵入式神经刺激器（脑机接口）等新兴产品，支持医疗机构开展联合研发，积极推进试用和应用推广。
湖南	《湖南省现代化产业体系建设实施方案》	推动人工生物设计、脑机接口、类脑芯片等领域研发创新，探索在肢体运动障碍、慢性意识障碍等诊疗领域的应用。
广东	《广东省培育未来生命健康产业集群行动计划》	加快合成生物、AI+生物医药、细胞和基因治疗、脑科学与脑机接口、类器官等技术突破和产业化，推动生物技术和信息技术融合发展。
江西	《江西省未来产业发展中长期规划（2023-2035年）》	布局发展脑图谱技术、脑诊治技术、类脑智能等领域，积极开展类脑算法基础理论与前沿技术开发，实现脑机融合技术在重大脑功能疾病诊断、治疗、康复的临床应用，探索建设“类脑智能”产业发展先导区。探索开发脑机接口系统、高生物相容性的侵入式生物芯片、脑电图扫描仪等核心部件。
山东	《山东省医养健康产业发展规划（2023-2027年）》	推进医学人工智能数据及推理运算场景、智慧医疗图脑、医疗可穿戴、医疗终端边缘计算、神经芯片及脑机智能接口等推广应用，积极开展临床决策支持系统、医学影像辅助诊断、医用机器人、疾病风险预测与诊断等项目。
江苏	《江苏省加强基础研究行动方案》	加快脑认知神经机制、脑疾病诊治等重大技术变革，支撑脑启发人工智能颠覆性技术发展。重点方向：脑认知原理解析、重大脑疾病发病机理与干预、类脑智能计算芯片、脑机接口等。

资料来源：上海科学技术委员会，北京市人民政府官网，重庆市人民政府办公厅，湖南省人民政府办公厅，江西省人民政府，山东省人民政府，江苏省人民政府，广东省科学技术厅官网，华创证券

**神经科学、核心器件、整机系统、解码算法四大关键领域取得进展，持续夯实我国脑机接口产业发展技术根基。**1) **在神经科学方面**，我国科研团队在脑图谱绘制、神经疾病机理解析，以及记忆、恐惧等认知行为的神经机制研究中斩获关键成果，为脑机接口的技术研发与应用巩固科学基础。2) **在核心器件方面**，植入式电极向高通量、高生物相容性方向持续推进，半侵入式 ECoG 电极与侵入式电极阵列均突破 1000 通道关口；基于新型材料的可拉伸电极杨氏模量降至 MPa 量级，生物相容性逐步提高。芯片领域同样成果丰硕，记录芯片突破 1000 通道、刺激芯片突破 300 通道，集成采集、刺激、无线传输等多功能的脑机接口 SoC 系统完成技术攻关，提升芯片集成化水平。3) **在整机系统方面**，植入式整机已形成“无线有源”与“无线无源”两大技术路线。两条技术路线已累计完成数十例临床植入，双管齐下验证脑机接口整机的临床可行性。4) **在解码算法领域**，人工智能技术逐渐进入神经解码领域，在 CNN、RNN、LSTM 等人工智能算法的赋能下，脑机接口可实现面部、手部、上下肢精细动作的实时精准解码。例如，我国科研团队依托 LSTM 算法，实现了 1000 个汉字书写识别准确率超 90% 的成果。

**2025 年我国脑机接口技术发展提速，各细分领域均取得了突破性临床进展。**2025 年 1-10 月，我国脑机接口临床试验注册数量已追平 2024 年全年，且各细分领域均取得了突破性临床进展。1) **侵入式领域**，2025 年 3 月阶梯医疗成功完成国内首例侵入式脑机接口系统人体长期埋植前瞻性（FIM）临床试验，2025 年 12 月脑虎科技自主研发的中国首款、全球第二款“全植入、全无线、全功能”脑机接口系统成功完成临床治疗试验，2026 年 5 月，超百通道全侵入式脑机接口系统多中心临床试验在首都医科大学附属北京天坛医院启动，首批计划入组 32 例患者；2) **半侵入式领域**，2025 年 3 月“北脑一号”智能脑机系统完成第三例人体植入手术，2026 年 3 月，博睿康脑机接口医疗器械获 NMPA 批准上

市，实现脑机接口医疗器械全球首发上市；3）**介入式领域**，2025年6月南开大学团队完成了全球首例介入式脑机接口辅助人体患肢运动功能修复的人体试验。

**我国脑机接口融资市场持续火热。**近五年我国脑机接口领域共发生近百起融资，融资总额超过百亿元，2025年，随着国内大量脑机接口临床落地，我国脑机接口领域融资市场持续火热，根据动脉网，2025年1月-11月，我国脑机接口领域共完成24起融资，同比增长30%。根据中国信通院《脑机接口技术与应用报告（2025）》，从当前我国脑机接口产业链的投资金额分布情况来看，约一成资金投入产业链上游，两成资金投向中游，七成资金集中投向下游，自2021年起，脑机接口下游获投资金额激增，体现出脑机接口工程成熟度增加，产业方向趋于明确，逐步进入应用落地阶段。

**各地政府陆续设立脑机接口专项资金。**除市场资本外，政府资金同样是脑机接口企业重要的融资渠道之一。2025年以来，国家层面发布了多项关于脑机接口的重磅政策，政策推动下，多地政府设立了脑机接口专项资金支持产业发展。此外在过去几年，政府资金已经陆续加码了多家脑机接口企业，比如博睿康，通过承接专项课题、参与国家研发计划、评选创新企业等形式，已获得政府资金支持超过3000万元（截至2025年12月）。除此之外，脑虎科技、强脑科技、微灵医疗、阶梯医疗等头部企业也都曾获得过不同类型的政府资金支持。

图表 16 25 年各地政府脑机接口专项资金设立情况

序号	时间	城市	政策条例	资金支持
1	2025年3月	天津	“天津市脑机产业基金”	总规模10亿元
2	2025年10月	武汉	《脑机接口11条》	单个项目最高5000万元
3	2025年10月	上海	《关于加快推动前沿技术创新与未来产业培育的若干措施》	总规模约150亿元
4	2025年10月	江苏	《关于征集脑机接口重大项目通知》	单个项目最高3000万元
5	2025年11月	北京	《关于支持昌平区医药健康产业高质量发展的若干措施（征求意见稿）》	最高5000万元投资+基金孵化

资料来源：北京市人民政府官网，天津日报，武汉市互联网信息办公室官网，上海市人民政府办公厅，江苏脑机接口研究院公众号，华创证券

**配套产业链加速成型，完善技术临床转化载体。**在政策利好与临床加速的双重驱动下，2025年我国脑机接口配套产业链加速成型，如全国首个脑机接口医保数据研究中心、全球首套脑机接口交互定制化磁共振平台等相继启用。此外，2025年多地主动设立脑机接口专项研究病房，为技术临床转化搭建坚实载体。至2025年10月，全国已落地40余个脑机接口临床研究病房及研究中心，且以肢体运动障碍（肢体残疾治疗、脑出血等疾病的肢体障碍、渐冻症、脊髓损伤）、意识与认知障碍（植物人、阿尔兹海默病）、癫痫与神经发育障碍（癫痫、多动症、自闭症、语言障碍、睡眠障碍）等为主要研究适应症。

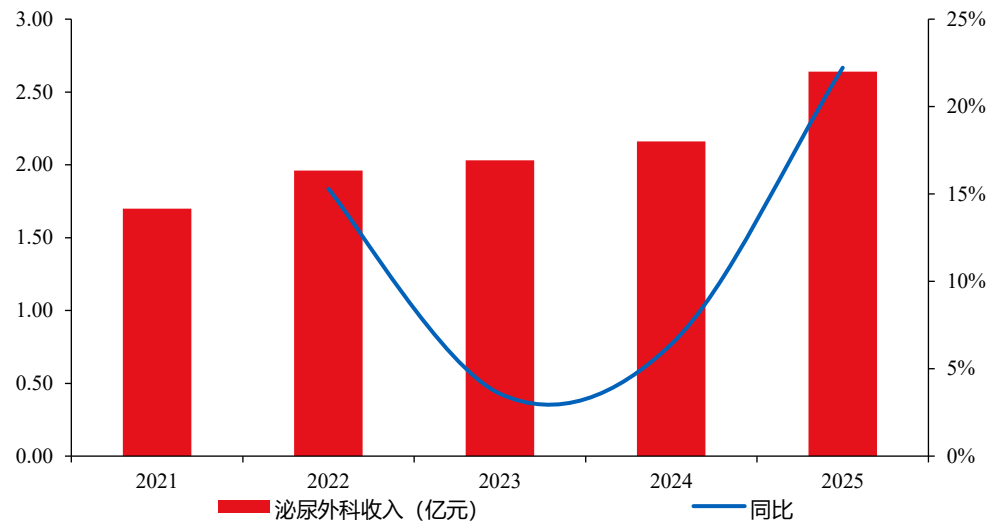
**脑机接口技术在医疗、生产、生活等场景中逐步试点落地。**侵入式脑机接口主攻运动功能重建方向，针对脊髓损伤、脑卒中后的瘫痪场景，在全国各地已完成多例运动功能重建的手术，帮助残障群体重拾行动能力。非侵入脑机接口向生产、生活场景延伸，相关系统已试点应用于京沪高铁、京昆高铁、重庆地铁、广州地铁及多省份煤矿开采等场景，通过实时监测驾驶员和作业人员脑电信号实现疲劳预警。同时，脑机接口的应用边界还

在持续拓展，例如在盲人视觉重建领域，脑机接口已成功在猕猴上实现视觉功能模拟；在成瘾治疗领域，用于中重度阿片类药物成瘾的脑机接口设备已顺利完成 DBS 注册临床试验。

### 三、发挥业务协同优势，加速脑机医疗场景落地

泌尿外科近年来成为公司业绩增长的重要支撑点，从 2021 年的 1.70 亿元增长至 2025 年的 2.64 亿元，在国内行业整顿下仍实现了 11.6% 的 CAGR，其中清石鞘产品在海外 2023-2025 年连续 3 年实现高速增长。

图表 17 维力医疗泌尿外科产线收入变化（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

**瑞意旭联的神经调控技术在泌尿外科有巨大的潜在应用空间。**膀胱过度活动症（OAB）的症候群定义为尿急，通常伴有尿频和夜尿症，可伴随或不伴随急性尿失禁，且在无尿路感染或其他明确病理改变的情况下发生。骶神经调节（SNM）和胫神经刺激是针对难治性 OAB 的两种神经调控疗法。多项研究证实，SNM 对药物无效的 OAB 患者有显著疗效，并已获 FDA 批准。经皮胫神经刺激（TTNS）作为一种安全、便捷、可推广的非侵入式治疗，正逐渐成为 OAB 管理中的重要选择。根据赛柏蓝器械报道，2023 年全球尿失禁治疗设备市场规模为 31-38 亿美元，预计到 2032 年将达到 60-65 亿美元，CAGR 在 8%-11%，其中 SNM 作为当前主流神经调控技术，2023 年市场规模约 16 亿美元。预计到 2030 年前将保持超过 11% 的 CAGR。

**海外龙头重点发力泌尿外科神经调控领域。**2026 年 4 月，波士顿科学宣布已完成对 Valencia Technologies 的收购，该标的是一家专注膀胱功能障碍治疗的创新医疗器械公司，其核心产品 eCoin 是一款已获得美国 FDA 批准的植入式胫神经刺激（ITNS）设备，用于治疗急性尿失禁（UUI）这一膀胱过度活动症（OAB）的典型症状。并且在 2024 年，波士顿科学便通过收购 Axonics 切入骶神经刺激（SNS）赛道。

**瑞意旭联的技术产品布局与维力的泌尿外科等产品线具有协同效应。**此次参股瑞意旭联后，有望推动其神经调控技术在维力泌尿外科领域的应用延伸，丰富维力的泌尿外科产品线，推动其高端化转型。此外瑞意旭联布局的部分产品重点解决疼痛管理、女性产后康复等问题，也与公司的护理、导尿等产品线有较高的业务协同性。

**成熟院内渠道共享，有望赋能标的已获证产品快速商业化。**瑞意旭联现已具备“选品-研发-注册-生产-销售”的商业化闭环能力，其自主研发的“NeuroPulse 便携四通道电刺激治疗仪”已取得医疗器械注册证并上市销售，并且该产品线在 2026-2028 还将陆续取得 6 张以上二类医疗器械注册证。然而创新医疗器械在早期往往面临渠道拓展与进院的痛点。维力医疗作为全球医用导管主要供应商，国内市场产品覆盖全国超 5000 家医院，供应超过 1000 家三甲医院。若能够依托维力医疗成熟的学术推广网络与临床渠道资源，将有效推动瑞意旭联已获证电刺激产品和后续获证产品的销量增长。

**产学研医深度融合，加速脑机医疗场景落地。**瑞意旭联的核心在研产品“脑脊接口”已完成全植入动物实验及术式验证，并在国内多个中心开启临床研究。高端植入式脑机接口面临研发投入额大、周期长等挑战。维力医疗深耕医疗器械领域多年，有望利用自身在临床资源对接、先进制造、供应链管理等方面的优势为脑机接口医疗场景落地提供产业化支撑，加速其临床研发注册进程。

#### 四、盈利预测及估值

我们预计公司 26-28 年归母净利润为 2.7、3.2、3.8 亿元，同比增长 251.0%、19.0%和 19.8%，对应 PE 分别为 14、12 和 10 倍。根据 DCF 模型测算，给予公司整体估值 53 亿元，对应目标价 18.2 元，维持“推荐”评级。

#### 五、风险提示

- 1、新产品研发/推广不及预期；
- 2、地缘政治风险；
- 3、国内行业环境影响超预期。

## 附录：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	254	415	557	833
应收票据	7	4	5	6
应收账款	212	222	282	322
预付账款	6	11	12	12
存货	189	213	244	281
合同资产	3	1	1	2
其他流动资产	296	296	301	307
流动资产合计	967	1,162	1,402	1,763
其他长期投资	602	602	602	602
长期股权投资	122	122	122	122
固定资产	630	726	776	769
在建工程	92	140	178	202
无形资产	170	169	164	161
其他非流动资产	277	279	282	283
非流动资产合计	1,893	2,038	2,124	2,139
<b>资产合计</b>	<b>2,860</b>	<b>3,200</b>	<b>3,526</b>	<b>3,902</b>
短期借款	170	188	221	258
应付票据	0	6	2	3
应付账款	203	232	266	304
预收款项	0	0	1	1
合同负债	33	38	44	51
其他应付款	36	36	36	36
一年内到期的非流动负债	34	34	34	34
其他流动负债	161	175	191	213
流动负债合计	637	709	795	900
长期借款	342	389	407	420
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	104	104	105	104
非流动负债合计	446	493	512	524
<b>负债合计</b>	<b>1,083</b>	<b>1,202</b>	<b>1,307</b>	<b>1,424</b>
归属母公司所有者权益	1,762	1,978	2,193	2,442
少数股东权益	15	20	26	36
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,777</b>	<b>1,998</b>	<b>2,219</b>	<b>2,478</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,860</b>	<b>3,200</b>	<b>3,526</b>	<b>3,902</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>330</b>	<b>409</b>	<b>402</b>	<b>503</b>
现金收益	192	394	453	527
存货影响	-20	-24	-30	-37
经营性应收影响	147	-1	-53	-34
经营性应付影响	-23	35	31	39
其他影响	34	5	2	8
<b>投资活动现金流</b>	<b>-250</b>	<b>-241</b>	<b>-194</b>	<b>-128</b>
资本支出	-182	-240	-193	-130
股权投资	-12	0	0	0
其他长期资产变化	-56	-1	-1	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>-126</b>	<b>-7</b>	<b>-66</b>	<b>-99</b>
借款增加	88	65	51	49
股利及利息支付	-174	-120	-151	-211
股东融资	1	1	1	1
其他影响	-41	47	33	62

资料来源：公司公告，华创证券预测

## 利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>1,631</b>	<b>1,877</b>	<b>2,163</b>	<b>2,490</b>
营业成本	901	1,026	1,179	1,348
税金及附加	22	21	25	29
销售费用	168	197	225	252
管理费用	134	156	177	204
研发费用	116	141	160	184
财务费用	19	15	8	10
信用减值损失	-2	-1	-2	-3
资产减值损失	-157	-10	-10	-7
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	2	4	5	4
其他收益	14	10	5	6
<b>营业利润</b>	<b>130</b>	<b>326</b>	<b>388</b>	<b>465</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>130</b>	<b>326</b>	<b>388</b>	<b>465</b>
所得税	43	44	53	63
<b>净利润</b>	<b>87</b>	<b>282</b>	<b>335</b>	<b>402</b>
少数股东损益	11	14	17	20
<b>归属母公司净利润</b>	<b>76</b>	<b>268</b>	<b>318</b>	<b>382</b>
NOPLAT	100	295	342	410
EPS(摊薄) (元)	0.26	0.92	1.09	1.31

## 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	8.1%	15.1%	15.2%	15.1%
EBIT 增长率	-43.8%	128.5%	16.1%	19.9%
归母净利润增长率	-65.2%	251.0%	19.0%	19.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.7%	45.3%	45.5%	45.8%
净利率	5.3%	15.0%	15.5%	16.1%
ROE	4.3%	13.5%	14.5%	15.6%
ROIC	12.0%	22.3%	22.0%	22.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.9%	37.6%	37.1%	36.5%
债务权益比	36.6%	35.8%	34.5%	32.9%
流动比率	1.5	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	46	42	42	44
应付账款周转天数	84	76	76	76
存货周转天数	71	71	70	70
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.26	0.92	1.09	1.31
每股经营现金流	1.13	1.40	1.38	1.72
每股净资产	6.04	6.78	7.51	8.37
<b>估值比率</b>				
P/E	48	14	12	10
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	18	10	8	7

## 医药组团队介绍

### 研究所所长助理、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士，2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名，2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 联席首席分析师：刘浩

中科院有机化学博士，2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名，2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 医疗器械组组长、资深分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士，2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名，2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，2024年加入华创证券研究所。2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 高级分析师：王宏雨

复旦大学金融硕士，2023年加入华创证券研究所。2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 高级分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士，2022年加入华创证券研究所。2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 分析师：张良龙

复旦大学生物化学与分子生物学硕士，2023年加入华创证券研究所。2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 分析师：陈俊威

悉尼大学会计和商业分析硕士，2023年加入华创证券研究所。2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 助理研究员：段江瑶

伦敦大学学院细胞生物学硕士，2024年加入华创证券研究所。2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

### 助理研究员：赵建韬

北京大学电子信息硕士，2024年加入华创证券研究所。2024年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武晶晶	销售经理		wujingjing@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com	

广州机构销售部	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjia Yin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panya qi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 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，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；  
 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；  
 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；  
 中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；  
 回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522