下载日志已记录，仅供内部参考



申万宏源研究 SWS RESEARCH

医药生物

2026 年 07 月 10 日

# 博拓生物 (688767)

## —— POCT 深耕固本，脑机接口布局拓新

**报告原因：首次覆盖**

**买入**（首次评级）

| 市场数据： | 2026 年 07 月 09 日 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 37.08 |
| 一年内最高/最低（元） | 50.98/30.40 |
| 市净率 | 2.3 |
| 股息率%（分红/股价） | 1.89 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 5,537 |
| 上证指数/深证成指 | 4,036.59/15,398.73 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2026 年 03 月 31 日 |
|---|---|
| 每股净资产（元） | 15.81 |
| 资产负债率% | 4.90 |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 149/149 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/- |

**一年内股价与大盘对比走势：**




**相关研究**

-

**证券分析师**
张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
凌静怡 A0230522060001
lingjy@swsresearch.com
**联系人**
凌静怡 A0230522060001
lingjy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- 博拓生物成立于 2008 年，是一家深耕 POCT（即时检测）领域的出口导向型体外诊断企业。公司专注于 POCT 试剂及配套仪器的研发、生产与销售近二十年，可检测项目超百种。2025 年公司成立产业投资平台博肽智投，战略入股皓世天辉及青石永隽两大脑机接口公司，2026 年公司投资成立脑机股权投资基金合伙企业，领投中科意象。

- **POCT：出口市场积累深厚，差异化布局微流控。**公司近年来境外收入占比维持在 70%以上。后续将继续依托美国子公司 Advin，重点推进已获 FDA 510(k)批准的芬太尼检测试剂等差异化高壁垒产品；并利用陆续获批的 IVDR 证书，深入挖掘欧洲、东南亚及中东市场的客户潜力；在俄罗斯、墨西哥、巴西等区域进一步完善营销服务网络，通过设立本地化服务团队，增强对新兴市场需求的快速响应能力。此外，公司持续推进微流控荧光检测平台（FluidicNow™），目前已上市产品涵盖心肌标志物、炎症标志物、性激素及代谢类，未来公司将重点推进甲状腺功能、营养类等数十个微流控检测项目的注册及量产，利用已实现“一张芯片多项目联检”的技术优势，加速在中国、欧盟及东南亚市场的获证进程，打开公司成长天花板，提升公司盈利能力。

- **脑机接口：蓝海赛道，双轮卡位打开增长空间。**公司在脑机接口领域进行差异化布局，形成侵入式与非侵入式双轨并进的生态卡位。1）青石永隽针对难治性重症抑郁症患者的植入式可充电脑深部神经刺激系统（aDBS）正在科研性临床试验阶段，如进展顺利将在 2029 年获批，预计 2030 年可上市销售。2）中科意象将重点推进脑-机智能融合底层技术攻关、高通量柔性脑机接口系统及自动化手术机器人的迭代升级，并推动关键技术向首例 BCIG-3 级脑机接口临床试验及运动康复、神经功能重建等临床场景延伸。3）皓世天辉已于 2025 年 11 月取得了适用于检测抑郁、焦虑等精神健康疾病的二类医疗器械注册证，预计 2026 年将在国内陆续进行推广销售。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.26/1.57/1.93 亿元，同比增长 155.4%/25.1%/22.8%。根据公司所属板块及主营业务，我们选取了英诺特、亚辉龙及翔宇医疗三家布局脑机接口的医疗公司作为可比公司，给予公司 2026 年可比公司平均 55 倍 PE，对应合理市值为 69 亿元，目前市值 55 亿元，仍有 25% 的增长空间。首次覆盖，予以“买入”评级。

- **风险提示：**关税政策与汇率波动风险、市场竞争加剧的风险、新品研发与商业化不及预期风险。

**财务数据及盈利预测**

| | 2025 | 2026Q1 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 448 | 89 | 552 | 662 | 792 |
| 同比增长率（%） | -19.9 | 1.7 | 23.3 | 19.9 | 19.5 |
| 归母净利润(百万元) | 49 | -10 | 126 | 157 | 193 |
| 同比增长率（%） | -70.9 | -216.9 | 155.4 | 25.1 | 22.8 |
| 每股收益（元/股） | 0.34 | -0.07 | 0.84 | 1.05 | 1.29 |
| 毛利率（%） | 46.0 | 47.6 | 49.0 | 49.9 | 51.0 |
| ROE（%） | 2.1 | -0.4 | 5.2 | 6.4 | 7.7 |
| 市盈率 | 112 | | 44 | 35 | 29 |

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考



# 投资案件

## 投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.26/1.57/1.93 亿元，同比增长 155.4%/25.1%/22.8%。根据公司所属板块及主营业务，我们选取了英诺特、亚辉龙及翔宇医疗三家布局脑机接口的医疗公司作为可比公司，给予公司 2026 年可比公司平均 55 倍 PE，对应合理市值为 69 亿元，目前市值 55 亿元，仍有 25% 的增长空间。首次覆盖，予以“买入”评级。

## 关键假设点

**ODM 业务：**公司 ODM 业务模式主要在国际市场，2025 年公司收入受关税冲击、竞争加剧及汇兑损失三重压力拖累，全年实现 2.61 亿元，同比下滑 12.63%，2026 年假设关税环境维持现状、不进一步恶化，公司在俄罗斯、墨西哥、巴西等区域进一步完善营销服务网络，通过设立本地化服务团队，增强对新兴市场需求的快速响应能力。随着国际市场渠道持续建立，我们预计 2026-2028 年销售增长为 16%/12%/10%。

**OBM 业务：**2025 年 10 月公司的美国子公司 Advin Biotech 的两款芬太尼产品获得美国 FDA 的 510(k)许可，2026 年 2 月公司呼吸道多联检产品获欧盟 IVDR CE 认证。在微流控新技术平台上，公司全力加速产品研发与产品注册及上市进程。我们预计 2026-2028 年 OBM 业务销售增速为 35%/30%/30%。

## 有别于大众的认识

市场认为：公司投资青石永隽、皓世天辉及中科意象的脑机布局为题材投资，业务协同较弱、变现路径过长。

我们认为：公司在脑机领域的布局并非单纯财务投资，而是依托自身在检测领域的产品与渠道优势，打造诊疗领域的多维度融合方案，形成行业独有的差异化诊疗路线；比如从目前产品角度，公司可以覆盖从上游脑电信号采集到下游康复场景，可以打通脑疾病的早筛、检测、治疗、康复等流程。脑机业务并非独立题材，未来随着使用场景的扩大，或将成为公司长期增长的第二曲线，目前产业协同价值尚未被市场充分定价。

## 股价表现的催化剂

业绩表现超预期、公司在 AI+脑机领域持续布局、脑机产品研发或商业化进度超预期。

## 核心假设风险

关税政策与汇率波动风险、市场竞争加剧的风险、新品研发与商业化不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录

**1. 博拓生物：POCT 筑牢基本盘，脑机开辟成长曲线 ..... 5**

1.1 深耕 POCT 赛道，丰富检测产品矩阵 ..... 5
1.2 股权结构稳定，回购提振信心 ..... 5
1.3 短期扰动可控，持续推进自主创新 ..... 6

**2. POCT：出口市场积累深厚，差异化布局微流控 ..... 8**

2.1 三重壁垒深度积累，出口竞争优势明显 ..... 8
2.2 前瞻布局微流控平台，挖掘盈利增长新曲线 ..... 10

**3. 脑机接口：蓝海赛道，双轮卡位打开增长空间 ..... 11**

3.1 脑机接口是连接神经与外部设备的前沿交互系统 ..... 11
3.2 市场快速扩张，政策持续赋能 ..... 12
3.3 差异化布局，覆盖全产业链 ..... 13

**4. 盈利预测与估值 ..... 18**

4.1 盈利预测 ..... 18
4.2 估值 ..... 19

**5. 风险提示 ..... 19**

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图 1：公司历史发展 ..... 5
图 2：公司股权结构（截至 2026/4/9） ..... 6
图 3：近五年公司收入及归母净利润（亿元） ..... 7
图 4：近五年公司毛利率与净利率 ..... 7
图 5：公司研发投入及收入占比 ..... 8
图 6：呼吸道联合快速检测试剂 ..... 9
图 7：欧盟技术文件评估证书 ..... 9
图 8：公司国内外收入占比情况 ..... 10
图 9：公司不同销售模式占比情况 ..... 10
图 10：FluidicNow™ MMIA-300 产品展示 ..... 11
图 11：不同类别脑机接口结构图 ..... 12
图 12：2022-2026E 全球脑机市场规模（亿美元） ..... 12
图 13：2022-2026E 全国脑机市场规模（亿元） ..... 12
图 14：青石永隽面向难治性抑郁的 DBS 系统 ..... 14
图 15：中科意象 BAM 架构图 ..... 14
图 16：中科意象猕猴实验 ..... 14
图 17：中科意象激光颅骨微创开孔显微照片 ..... 15
图 18：中科意象 BCIG 分级体系 ..... 15
图 19：皓世天辉 AI 脑电心理健康量化分析仪 ..... 16
图 20：皓世天辉脑电信号采集器 ..... 16
图 21：脑机接口产业图谱 ..... 17

表 1：公司主要产品及用途 ..... 6
表 2：2025 年博拓生物注册证书数量（项） ..... 9
表 3：2025 年至今脑机接口相关政策 ..... 13
表 4：公司收入拆分 ..... 18
表 5：可比公司估值表 ..... 19

下载日志已记录，仅供内部参考



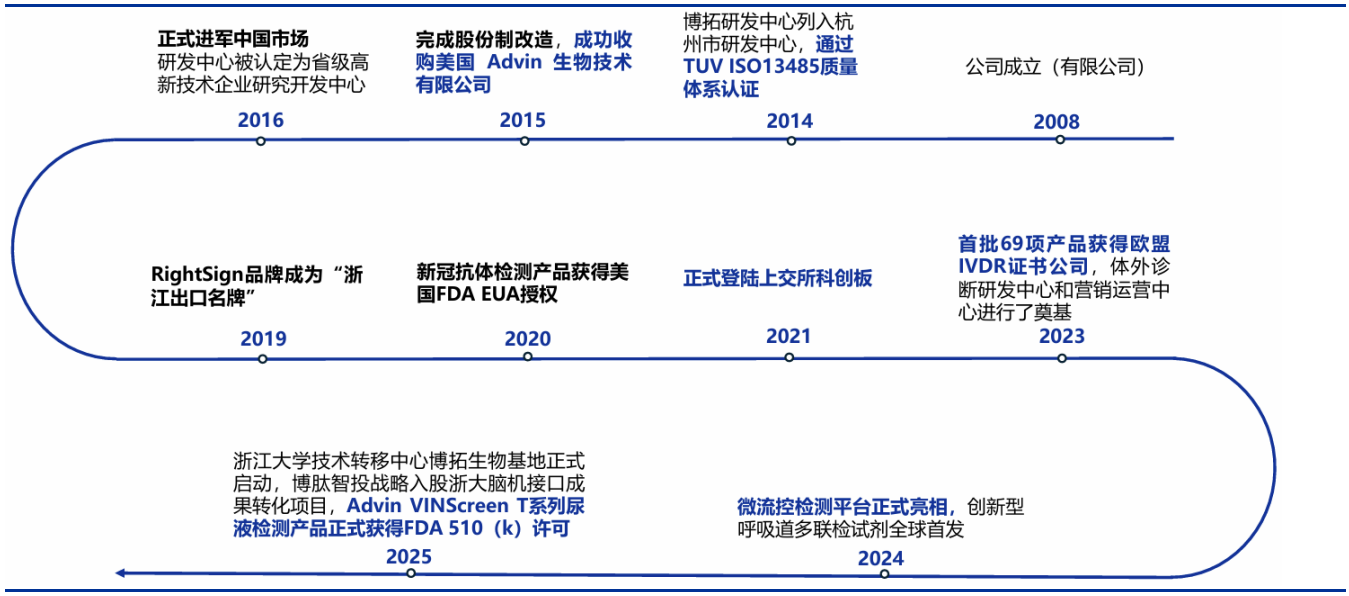
# 1. 博拓生物：POCT 筑牢基本盘，脑机开辟成长曲线

## 1.1 深耕 POCT 赛道，丰富检测产品矩阵

杭州博拓生物科技股份有限公司成立于 2008 年，是一家深耕 POCT（即时检测）领域的出口导向型体外诊断企业。公司专注于 POCT 试剂及配套仪器的研发、生产与销售近二十年，形成了药物滥用检测、传染病检测、生殖健康检测、肿瘤标志物检测、心肌标志物检测五大核心产品线，并延伸至动物疾病检测、炎症系列、分子诊断等领域，可检测项目超百种。

2015 年，公司完成对美国 Advin 生物技术有限公司的收购，依托美国生物硅谷的技术和人才优势，建立为全球市场提供创新性、及时性、高质量的产品和解决方案的研发中心。2021 年公司正式登陆上交所科创板，经过多年积累，截至 2025 年末公司累计获得授权专利及著作权 321 项（境内 202 项，境外 119 项），其中发明专利 46 项。并在亚洲、北美、欧洲、中东、南美、非洲和大洋洲等超过三十个国家及地区成功取得注册资质，实现了境外销售全系列产品的覆盖。

**图 1：公司历史发展**




资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 股权结构稳定，回购提振信心

公司股权结构稳定，实际控制人为陈音龙、于秀萍及陈宇杰三人，陈音龙与于秀萍为夫妻关系，陈宇杰为二人之子，三人合计控制公司股份约 47%，截至目前仍保持一致行动人身份，有利于维护公司实际控制权的稳定，保持重大事项决策的一致性，实现对公司的实质有效控制。

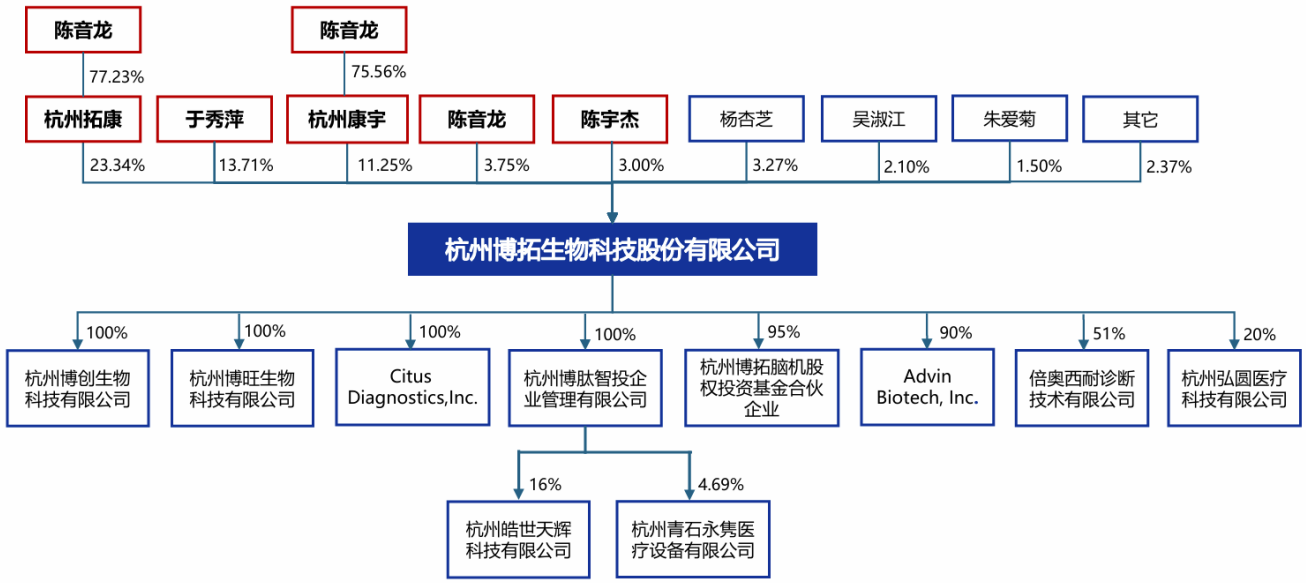
下载日志已记录，仅供内部参考



2025 年公司成立产业投资平台（全资子公司）博肽智投，战略入股皓世天辉及青石永隽两大脑机接口公司。2026 年公司投资成立脑机股权投资基金合伙企业(公司持股 95%)，计划投资脑机接口全产业链未上市企业，6 月该基金领投中科意象(植入式脑机接口企业)。

2026 年 4 月，公司启动股份回购计划，拟以不超过 50 元/股回购 200-400 万股。据 6 月 13 日公告披露，公司本次股份回购计划实施完毕，已累计回购 295 万股，金额 1.1 亿元，占公司总股本的比例为 1.9734%。管理层以实际行动彰显对公司长期价值的信心。

**图 2：公司股权结构（截至 2026/4/9）**




资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.3 短期扰动可控，持续推进自主创新

在产品布局上，公司构建了覆盖诊断试剂、仪器及生物核心原料的全产业链体系。截至 2025 年末，公司已拥有千余项经国内、国际机构认证的快速检测产品，产品特异性、灵敏度等关键性能指标均达到行业先进水平。

**表 1：公司主要产品及用途**

| 产品系列 | 主要产品及用途 |
| --- | --- |
| 药物滥用（毒品）检测系列 | 用于定性检测样本的毒品或药物；适用于通过定性检测人体尿液、唾液或毛发样本中的毒品或被滥用药物的代谢物或者原形，包括吗啡、氯胺酮、甲基安非他明、安非他明（苯丙胺）、二亚甲基双氧安非他明（摇头丸）、四氢大麻酚酸、苯二氮卓、丁丙诺啡、可卡因、甲卡西酮、人工合成大麻素、芬太尼等，从而为诊断样本提供者在检测时效期内是否存在吸食毒品或药物滥用情况提供检验依据；如芬太尼检测试剂、安非他明（苯丙胺）检测试剂等 |
| 传染病检测系列 | 用于定性检测样本中的传染性疾病的目标检测物（抗原/抗体），以辅助诊断是否存在急性感染或既往感染，也可用于监控病人病程及机体恢复。如多项呼吸道病原体联合检测试剂、猴痘病毒检测试剂等 |

下载日志已记录，仅供内部参考



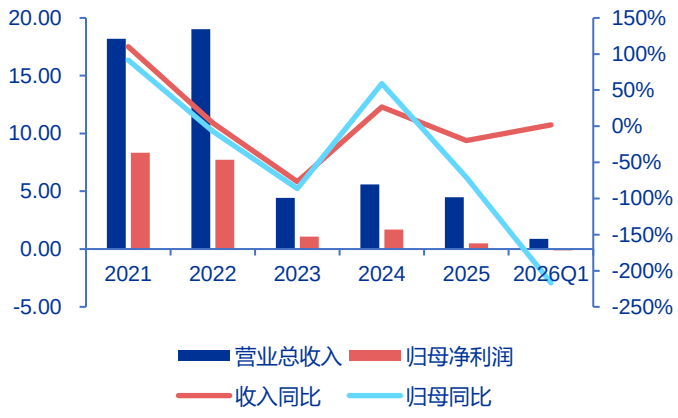
| | |
|---|---|
| 生殖健康检测系列 | 用于定性检测样本中的人绒毛膜促性腺激素水平，以辅助诊断是否怀孕或定性检测人体中的促黄体生成素水平，以预测排卵时间；体外定性检测人体尿液中的卵泡刺激素水平,用于女性更年期卵巢功能的辅助诊断；其它用途包括优生优育检查；胎膜早破检查；性传播疾病检测等；如人绒毛膜促性腺激素检测试剂、促黄体生成素检测试剂等 |
| 肿瘤标志物检测系列 | 定性或半定量检测样本中的特异性肿瘤标志物，用于肿瘤的早期筛查及辅助诊断；如前列腺特异性抗原检测试剂、胃蛋白酶原检测试剂等 |
| 心肌标志物检测系列 | 用于定性检测样本中的心肌及凝血功能标志物，以帮助诊断是否患有心肌梗塞，凝血功能障碍，心力衰竭等心脏相关疾病；如肌钙蛋白 I/肌红蛋白/肌酸激酶同工酶三合一检测试剂、D-二聚体检测试剂等 |
| 抗原/抗体生物原料 | 用于传染病、毒品、生殖健康等系列诊断试剂的开发和生产，保障生物原料稳定供应和产品的质量，实现降低生产成本同时能够提升产品质量，实现部分原料替代进口 |
| 动物疾病检测平台系列 | 用于检测动物样本中的常见病毒，以帮助诊断相关疾病；如犬冠状病毒/犬细小病毒联合检测试剂、猫泛白细胞减少症抗原检测试剂等 |
| 炎症系列 | 用于定性或定量检测样本中炎症相关因子的含量，辅助临床诊断；如降钙素原检测试剂、C 反应蛋白检测等 |
| 分子诊断平台系列 | 主要用于定性检测传染病病毒的核酸，防治各种传染病的传播；如新型冠状病毒核酸检测试剂、甲、乙型流感病毒核酸检测试剂等 |
| 其他 | 用于定性或定量检测人体内微量元素、激素、免疫性抗体的含量，以辅助临床治疗；如新款维生素 D 检测试剂、类风湿因子检测试剂等 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**新冠红利消退后，公司收入回归常规区间。**2020-2022 年新冠相关检测产品带动公司收入快速扩张，2022 年营业收入峰值达 19.01 亿元。随着新冠检测需求出清，2023 年收入回落至 4.42 亿元，此后维持在 4-6 亿元区间，反映公司药物滥用检测、传染病检测等核心产品线的真实基本盘体量。

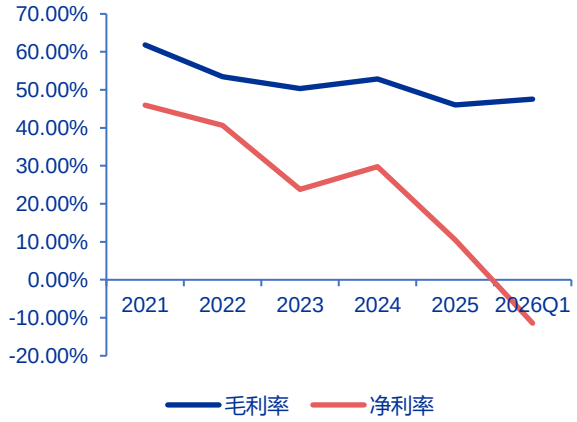
**关税与汇率是短期扰动而非趋势性下行。**2025 年公司实现营业收入 4.48 亿元，同比下降 19.91%，归母净利润 0.49 亿元，同比下降 70.94%。2025 年上半年，由于美国政府多次加征关税引发市场重大波动，公司对美出口销售下滑，影响收入利润贡献。2026 年 Q1 公司受美元汇率波动产生汇兑损失，归母净利润出现阶段性亏损，但经营层面收入同比基本持平，毛利率水平稳定在 47%左右。

**图 3：近五年公司收入及归母净利润（亿元）**




资料来源：wind，申万宏源研究

**图 4：近五年公司毛利率与净利率**



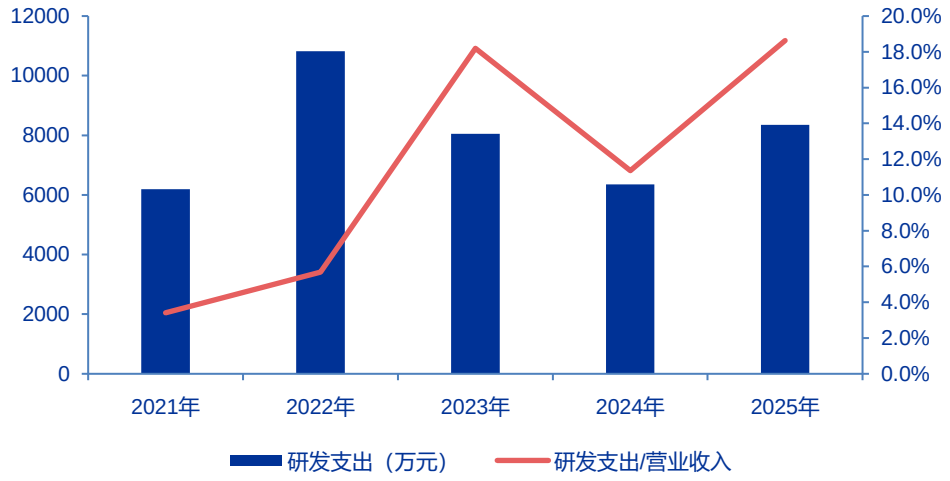

资料来源：wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**公司持续加大技术研发投入，着力推进产品自主创新。**2025 年公司在药物滥用检测领域成功推出了赛洛西宾检测、依托尼秦检测、乙基氟胺酮快速检测、西布曲明快速检测、替来他明快速检测、γ-羟基丁酸饮料系列检测、高灵敏度大麻原型检测等新型药物滥用检测试剂。同时推出了新款 OralTwist 微量唾液多项毒品快速检测试剂，全新的产品设计让用户在检测时更加方便快捷。在临床检测方面，公司推出了一系列传染病检测试剂，包括星状病毒检测试剂、人偏肺病毒检测试剂等。在兽用检测领域，公司也同步推出了宠物寄生虫联合检测试剂、口蹄疫病毒检测试剂等产品。在其他领域，公司还推出了屋尘螨/猫皮屑/狗皮屑联合检测试剂。同时，公司坚定执行差异化的 POCT 发展战略，将微流控检测技术作为重点布局的核心方向，以此不断强化自身的技术壁垒，进一步巩固和提升公司在 POCT 细分领域的核心竞争力。2025 年公司研发投入 0.83 亿元，占营业收入 18.63%。

**图 5：公司研发投入及收入占比**




资料来源：wind，申万宏源研究

# 2. POCT：出口市场积累深厚，差异化布局微流控

## 2.1 三重壁垒深度积累，出口竞争优势明显

公司在 POCT 出口市场的竞争优势源于三重壁垒的长期积累：以认证体系为核心的市场准入壁垒、以卷式生产系统为核心的成本工艺壁垒，以及以长期客户关系为核心的渠道粘性壁垒。

**认证壁垒是出口市场的核心门槛，积累周期长、复制成本高。**截至 2025 年末，公司累计获得国内外认证达 1008 项，其中欧盟 CE 认证 825 项、美国 FDA 510(k)认证 4 项，并于 2023 年获得覆盖美加日澳巴五国的 MDSAP 认证。此外，公司紧跟欧盟 CE IVDR 新规，积极推进欧盟 CE IVDR 法规框架下的产品注册工作，截至 2025 年末公司已有 126 项产品获得欧盟认证（2025 年新增 56 项，另有 5 项自测产品正在审核），利用陆续获批的 IVDR

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考



证书，深入挖掘欧洲、东南亚及中东市场的客户潜力，特别是提升高附加值产品在这些区域的覆盖率。

**表 2：2025 年博拓生物注册证书数量（项）**

| 注册分类 | 期初数 | 新增数 | 期末数 |
|---|---|---|---|
| 国内一类医疗器械备案 | 7 | 3 | 10 |
| 国内二类医疗器械注册证 | 12 | 1 | 13 |
| 国内三类医疗器械注册证 | 31 | 3 | 34 |
| 欧盟 CE 认证 | 622 | 203 | 825 |
| 美国 FDA (510K) | 3 | 1 | 4 |
| 其他 | 68 | 54 | 122 |
| 合计 | 743 | 265 | 1008 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2026 年 2 月，博拓生物自主研发的“新冠病毒+甲/乙型流感+呼吸道合胞病毒+腺病毒抗原联合快速检测试剂”成功通过欧盟公告机构的严格审核，是公司首款获得 IVDR CE 认证的呼吸道病原体检测试剂。此次成功获证不仅标志着公司呼吸道病原体检测产品在欧盟新法规衔接上实现关键性突破，更为本类检测试剂在欧盟等市场的销售延续与全球拓展奠定了坚实基础，创造了有利条件。

**图 6：呼吸道联合快速检测试剂**




资料来源：博拓生物微信公众号，申万宏源研究

**图 7：欧盟技术文件评估证书**




资料来源：博拓生物微信公众号，申万宏源研究

**卷式生产系统构筑长期成本壁垒，生物核心原料自制能力建设持续推进。**公司自主开发的连续卷式生产系统实现了涂布、干燥、装配、切割分装等关键工序的高度自动化，将原需 10-15 人完成的工作缩减至 1-2 人，与国内外同行主要依赖人工操作的生产方式形成显著差异，是公司长期成本竞争力的工艺基础。核心原料（如高性能抗原、抗体、酶）的自控能力决定了企业的利润底线和技术高度，优质原料的活性、稳定性、批间差直接影响试剂盒的灵敏度、特异性和稳定性，其研发涉及免疫学、分子生物学等多学科，工艺开发复杂，需要长期的技术积累和高昂的研发投入，目前在药物滥用检测原料上，已实现超 80%的原料自我

下载日志已记录，仅供内部参考

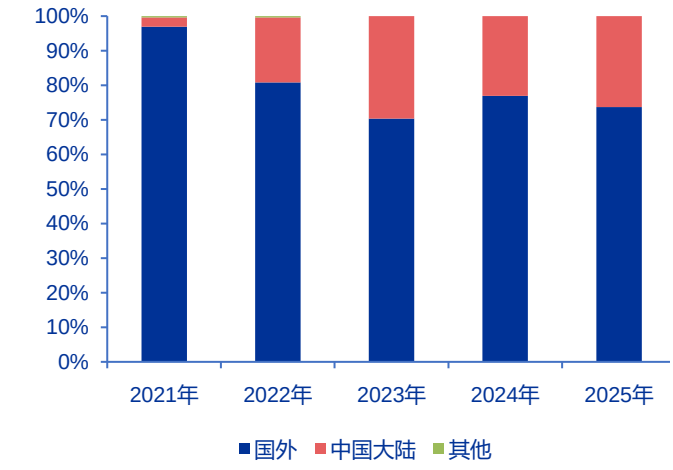


供给，公司将持续加大对特异性生物核心原料的投入，进一步实现核心生物原料的自主可控，降低进口依赖，提升盈利能力。

**公司海外以长期合作的贴牌代工客户为主，客户切换成本较高。**公司将全球市场划分为亚洲、中东、欧洲、非洲、北美洲、拉丁美洲及俄罗斯等核心区域，形成覆盖主要经济体的网络化布局结构。在各个销售区域，公司实行销售经理负责制。销售团队聚焦区域市场开拓、网络客户开发与售后服务支持，并采用 ODM 和 OBM 相结合的销售模式，形成双轨并行的国际化业务矩阵。公司 ODM 合作客户主要为欧美知名医疗器械品牌商，客户质量较高，合作关系具有一定稳定性。

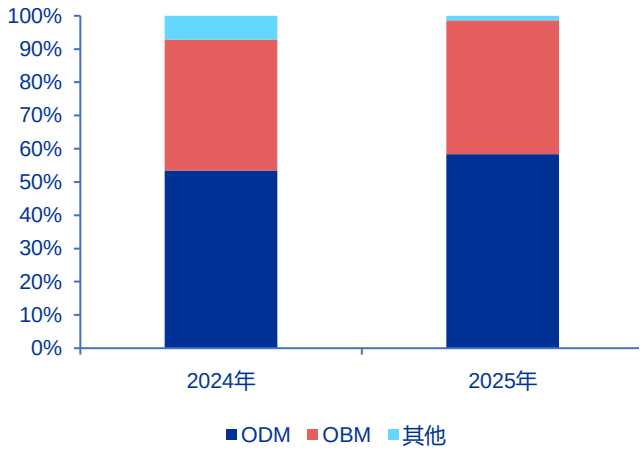
公司近年来境外收入占比维持在 70%以上。后续将依托美国子公司 Advin，重点推进已获 FDA 510(k)批准的芬太尼检测(OTC)等差异化高壁垒产品，提升在北美市场的本土生产响应速度与服务能力；并利用陆续获批的 IVDR 证书，深入挖掘欧洲、东南亚及中东市场的客户潜力，特别是提升高附加值产品在这些区域的覆盖率；在俄罗斯、墨西哥、巴西等区域进一步完善营销服务网络，通过设立本地化服务团队，增强对新兴市场需求的快速响应能力。

**图 8：公司国内外收入占比情况**




资料来源：wind，申万宏源研究

**图 9：公司不同销售模式占比情况**




资料来源：wind，申万宏源研究

## 2.2 前瞻布局微流控平台，挖掘盈利增长新曲线

**POCT 行业正经历从定性向定量的结构性升级，微流控凭借独特的市场卡位具备较强竞争潜力。**随着基层医疗能力提升和临床诊断精细化需求增加，POCT 领域正加速向“智能化、微型化、多指标联检”演进，微流控等新技术正推动 POCT 检测精度与传统实验室的差距逐步缩小。

公司微流控荧光免疫系列产品具有精准度高（定量检测）、检测速度快（3-5 分钟出结果）、仪器操作简单便携、试剂常温存储的综合优势，在非实验室环境下可实现高精度定量检测，尤其适用于化学发光仪器难以覆盖的基层医疗市场与家庭健康管理。

下载日志已记录，仅供内部参考



截至 2025 年末公司微流控荧光检测平台（FluidicNow™）商业化已初具规模。已上市产品涵盖心肌标志物（cTnI、hs-cTnI、CKMB、MYO 及 CK-MB/cTnI/Myo 联合检测）、炎症标志物（CRP、PCT、IL-6）、性激素（E2、AMH、Testosterone）及代谢类（HbA1c、25-OH VD）等多系列；未来公司将重点推进甲状腺功能、营养类等数十个微流控检测项目的注册及量产。利用已实现“一张芯片多项目联检”的技术优势，加速在中国、欧盟及东南亚市场的获证进程，打开公司成长天花板，提升公司盈利能力。

**图 10：FluidicNow™ MMIA-300 产品展示**




资料来源：BiotesT 产品页，申万宏源研究

# 3. 脑机接口：蓝海赛道，双轮卡位打开增长空间

## 3.1 脑机接口是连接神经与外部设备的前沿交互系统

脑机接口（Brain-Computer Interface，BCI）是连接神经与外部设备的前沿交互系统，其技术核心是绕过人体外周神经系统，在大脑与外部设备之间建立直接的信息传递通道。区别于键盘、触屏、语音等传统的人机交互方式，脑机接口直接读取神经信号并将其转化为可执行指令，理论上可以实现"用意念控制机器"的效果。

从技术路线看，根据电极与大脑的接触方式不同，脑机接口分为侵入式、半侵入式和非侵入式三个主要类别，各有其适用场景与技术权衡：

侵入式脑机接口需要通过外科手术将电极植入大脑皮层，在神经元层面采集局部场电位信号，受外界干扰少，适合需要高精度神经调控的医疗应用场景；但需考虑手术风险和长期植入物的生物相容性问题，临床转化门槛高，需经历严格的三类医疗器械注册流程。

半侵入式脑机接口将电极置于硬膜上/下，在皮层表面采集信号，信号质量介于侵入式与非侵入式之间，手术创伤相对较小，是部分临床应用的折中选择。

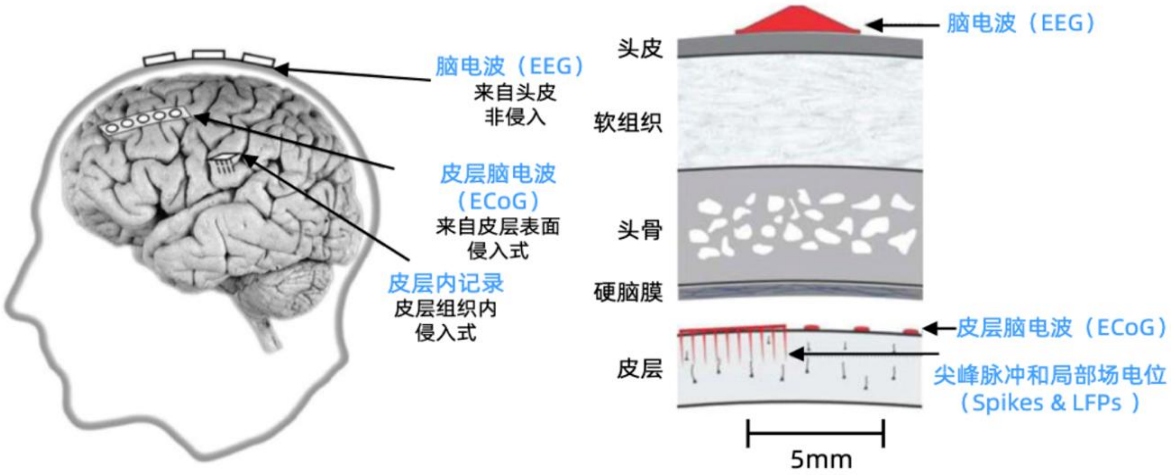
非侵入式脑机接口无需手术，通过头皮表面传感器采集脑电信号（EEG），操作简便、安全性高。根据中商产业研究院统计，由于技术成熟度和安全性等优势， 年非侵入式

下载日志已记录，仅供内部参考



脑机接口约占脑机接口市场规模的 82%。但由于颅骨的屏蔽效应导致信号衰减，非侵入式产品的精度和稳定性不及侵入式，在高精度医疗应用场景中仍有局限。

**图 11：不同类别脑机接口结构图**

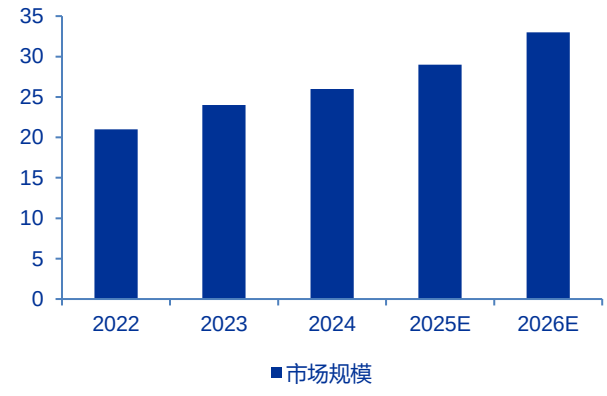



资料来源：中国人工智能产业发展联盟，申万宏源研究

## 3.2 市场快速扩张，政策持续赋能

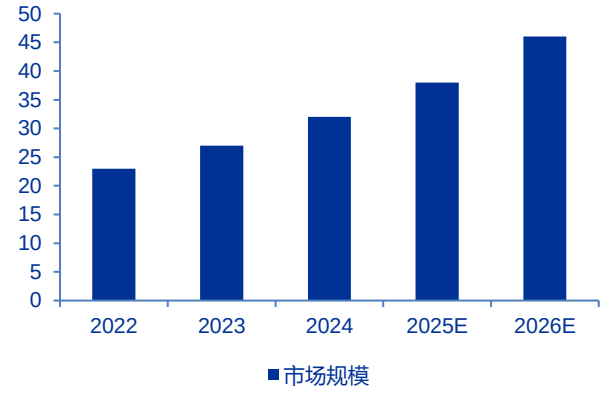
**全球脑机接口市场正处于医疗与消费双轮驱动的扩张期。**根据中商产业研究院数据，2024 年全球脑机接口市场规模达到 26 亿美元，较上年增长 11.5%，2026 年市场规模将增至 33 亿美元。国内脑机接口产业也在加速扩张，2024 年中国脑机接口市场规模为 32 亿元，较上年增长 18.81%。预计 2026 年市场规模将达到 46 亿元。

**图 12：2022-2026E 全球脑机市场规模（亿美元）**




资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

**图 13：2022-2026E 全国脑机市场规模（亿元）**




资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

**国内政策密集催化，全链条支持体系逐步完善。**2024 年以来国家围绕脑机接口的政策支持力度持续加强，覆盖顶层规划、审批监管、医保支付与应用拓展四个维度。顶层规划方面，2025 年 7 月专项实施意见确立了 2027/2030 年两步走目标；2026 年政府报告将脑机接口列为培育发展的六大未来产业之一。审批监管方面，脑机接口设备已纳入优先审评审

下载日志已记录，仅供内部参考



批，NMPA 同步加强产品注册指导与标准化研究，注册周期有望缩短。医保支付方面，2025 年 3 月国家医保局前瞻性为侵入式与非侵入式脑机接口单独立项收费，商业化最后一公里障碍提前清除。应用拓展方面，各地多项提振消费及深化养老政策文件将脑机接口纳入医疗健康、消费、养老等多场景推广，市场需求持续释放。

**表 3：2025 年至今脑机接口相关政策**

| 发布时间 | 政策名称 | 核心内容 |
|---|---|---|
| 2025 年 1 月 | 《关于深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》 | 对于医用机器人、脑机接口设备、放射性治疗设备、医学影像设备、创新中医诊疗设备等高端医疗装备和高端植介入类医疗器械，予以优先审评审批。 |
| 2025 年 3 月 | 《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》 | 全国首次增设侵入式、非侵入式脑机接口康复收费项目，统一全国定价框架 |
| 2025 年 7 月 | 《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》 | 到 2027 年，脑机接口关键技术取得突破，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。产业规模不断壮大，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。<br>到 2030 年，脑机接口产业创新能力显著提升，形成安全可靠的产业体系，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。 |
| 2026 年 3 月 | 《2026 年政府工作报告》 | 培育发展未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G 等未来产业。 |
| 2026 年 3 月 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》 | 脑机接口：加快新型电极与专用芯片等基础软硬件、信号编解码算法、汉语语料数据库等关键技术攻关；推动脑机接口产品在脑疾病诊治、运动康复治疗、健康监测等领域应用 |

**资料来源：国家医保局，中国政府网，申万宏源研究**

## 3.3 差异化布局，覆盖全产业链

**国内脑机接口产业竞争格局呈现明显的技术路径分化。**侵入式领域，现有头部企业（博睿康、脑虎科技、阶梯医疗等）主要聚焦运动功能重建场景，精神疾病诊疗赛道的头部位置相对空缺；非侵入式领域竞争相对充分，但系统性覆盖精神健康评估与干预全流程的方案提供商在市场上同样有限。**公司在脑机接口领域进行差异化布局，形成侵入式与非侵入式双轨并进的生态卡位。**

**侵入式布局一：青石永隽（公司通过博肽智投参股 5%）——浙大核心团队，聚焦难治性重症抑郁症**

青石永隽医疗设备有限公司成立于 2024 年，由浙江大学侵入式脑机接口核心团队创立，是南湖脑机交叉研究院首个产学研成果转化企业，专注侵入式脑机接口神经调控医疗器械研发。

下载日志已记录，仅供内部参考



产品定位方面，青石永隽选择植入式可充电脑深部神经刺激系统（aDBS），首款产品针对全球约 3 亿抑郁症患者中近 30%的难治性重症抑郁症患者，通过装备 AI 算法的三类有源植入医疗器械，为患者提供因人、因病、因时的个性化治疗方案。

目前青石永隽的脑机项目已进入科研性临床试验阶段，从 2025 年 6 月至今共入组 4 例，首例抑郁症患者在患病 8 年且药物已治疗无效的情况下，接受了侵入式 DBS 治疗，开机后一周汉密尔顿量表评分以及病人的表征即出现了显著改善，达到治愈状态。按照青石永隽的战略规划，该产品的医疗器械注册程序将在 2026 年下半年正式启动，需要入组申报的临床数量为 100 例，如进展顺利将在 **2029 年获批，预计 2030 年可上市销售。**

**图 14：青石永隽面向难治性抑郁的 DBS 系统**



资料来源：青石永隽官网，申万宏源研究

**侵入式布局二：中科意象（公司通过博拓脑机股权投资基金投资）——中科院孵化，聚焦“脑机-AI-具身”**

中科意象是由中国科学院自动化研究所孵化，创始人兼首席科学家余山博士，回国前曾于德国马克斯·普朗克脑研究所及美国国家精神卫生研究所开展研究，现任中国科学院自动化所研究员、脑图谱与类脑智能实验室主任，深耕神经科学和脑-智交叉研究逾 20 年。

公司重点探索高等级脑机智能融合的临床与产业化落地路径，率先提出脑机接口技术融合分级体系 BCIG（Brain-Computer Interface Grading），为行业建立发展坐标与评价体系。并面向脑机融合操作系统，着手构建脑机智能融合底层框架模型 BAM（Brain-Action-Model）。

在今年 4 月的实验展示中，中科意象在常态化动物实验中，仅 0.2 秒即完成猕猴运动意图解码，并由 AI 自主完成机械臂与灵巧手的动作规划和抓取执行。这一成果意味着，脑机接口正在从传统“脑信号输出--设备执行”的线性模式，迈向“大脑负责意图与决策，机器负责规划与执行”的协同新阶段。

**图 15：中科意象 BAM 架构图**

**图 16：中科意象猕猴实验**

下载日志已记录，仅供内部参考






资料来源：中科意象公众号，申万宏源研究




资料来源：中科意象公众号，申万宏源研究

中科意象已形成覆盖硬件、算法与系统集成的全栈技术体系。在硬件层面，公司研发了激光颅骨微创与自动柔性电极植入一体化设备，以直径仅约 300 微米的“针灸级”颅骨微孔替代传统开颅方式，结合机器人实现高通量柔性电极精准植入，兼顾高质量信号获取、微创安全性与临床可接受性。在算法层面，基于运动过程中的脑内位置编码机制，中科意象开发出业内领先的运动规划解码模型，仅需数十通道信号即可实现准确解码，甚至可提前预测手部运动轨迹。同时，公司还布局了面向跨天、跨任务、跨被试的神经解码基座模型以及高泛化具身智能控制算法，为脑机接口从实验室走向真实复杂场景奠定基础。

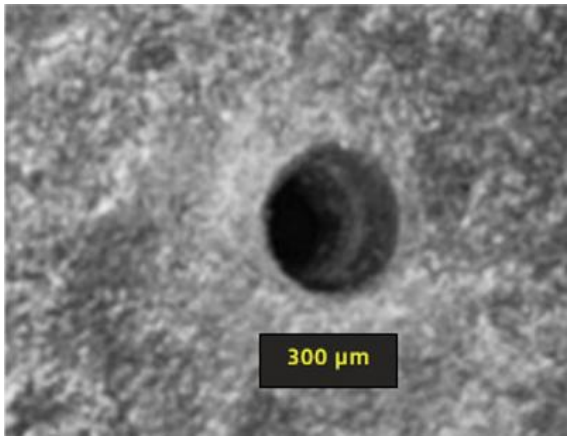
中科意象将重点推进脑-机智能融合底层技术攻关、高通量柔性脑机接口系统及自动化手术机器人的迭代升级，**并推动关键技术向首例 BCIG-3 级脑机接口临床试验及运动康复、神经功能重建等临床场景延伸。**

**图 17：中科意象激光颅骨微创开孔显微照片**

**图 18：中科意象 BCIG 分级体系**

下载日志已记录，仅供内部参考






资料来源：中科意象公众号，申万宏源研究




资料来源：中科意象公众号，申万宏源研究

**非侵入式布局：皓世天辉（公司通过博肽智投参股 16%）——AI+脑机，聚焦无创精神疾病筛查**

皓世天辉是一家专注于人工智能医疗领域的创新型高科技企业，核心创始团队具备海外创业背景与深厚技术积淀。公司聚焦 AI 技术在医疗场景的深度落地，构建了覆盖精神健康、心血管监测、影像诊断的多元产品矩阵。

产品定位方面，皓世天辉核心产品为医疗级精神健康评估设备，通过非侵入方式采集脑电信号，结合高精度 AI 算法，将抽象脑电信号实时解码为量化情绪指标，同时搭配自研抗干扰硬件设计，从大脑前额以非侵入方式精确采集信号，实现对抑郁症及焦虑症的最短 90 秒/次检测，准确率达 90%以上；并创新融合音乐疗愈等干预方案，构建“评估-干预-反馈”的全流程闭环服务。产品可用于情绪检测、心理状态筛查、干预效果评估等，实现精神健康指标的精准量化，相比传统量表评估更客观、高效，适配医院、学校、体检中心、精神卫生机构等多场景。

商业化进展方面，**皓世天辉已于 2025 年 11 月取得了适用于检测抑郁、焦虑等精神健康疾病的二类医疗器械注册证，预计 2026 年将在国内陆续进行推广销售**，现已在云贵川渝、江西、广东、河北、江浙沪等区域与医疗机构和经销商达成部分初期合作，以加速产品规模化落地。

**图 19：皓世天辉 AI 脑电心理健康量化分析仪**

**图 20：皓世天辉脑电信号采集器**

下载日志已记录，仅供内部参考






资料来源：皓世天辉官网，申万宏源研究



资料来源：皓世天辉官网，申万宏源研究

**脑机接口前瞻布局，持续扩张生态版图。**公司自 2023 年起关注脑机接口方向，于 2025 年战略入股杭州青石永隽，成功切入侵入式脑机接口重度难治性抑郁症治疗领域，2026 年初参股皓世天辉则进一步完善了公司在脑机接口领域抑郁及焦虑症等方向的检测和治疗布局。2026 年 2 月公司正式设立杭州博拓脑机股权投资基金，总规模 2 亿元，作为有限合伙人以自有资金认缴出资 1.9 亿元（占 95%），投资范围覆盖境内外脑机接口及脑科学相关产业链未上市企业，6 月领投中科意象天使轮。相较于直接参股的点状布局，基金平台赋予公司更系统性、更广阔性的产业链覆盖能力，借助专业投资机构的力量及资源优势，加快推动公司在脑机接口、脑神经科学领域的全产业链布局。

**图 21：脑机接口产业图谱**




资料来源：中国信息通信研究院，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考



# 4. 盈利预测与估值

## 4.1 盈利预测

2026-2028 年公司营业收入主要来自于诊断试剂放量及微流控等新品获批，根据公司公告的主营业务拆分，我们对公司主要业务板块 2026-2028 年收入做如下预测：

**ODM 业务：**公司 ODM 业务模式主要在国际市场，2025 年公司收入受关税冲击、竞争加剧及汇兑损失三重压力拖累，全年实现 2.61 亿元，同比下滑 12.63%，2026 年假设关税环境维持现状、不进一步恶化，公司在俄罗斯、墨西哥、巴西等区域进一步完善营销服务网络，通过设立本地化服务团队，增强对新兴市场需求的快速响应能力。随着国际市场渠道持续建立，我们预计 2026-2028 年销售增长为 16%/12%/10%。

**OBM 业务：** 2025 年 10 月公司的美国子公司 Advin Biotech 的两款芬太尼产品获得美国 FDA 的 510(k)许可，2026 年 2 月公司呼吸道多联检产品获欧盟 IVDR CE 认证。在微流控新技术平台上，公司全力加速产品研发与产品注册及上市进程。我们预计 2026-2028 年 OBM 业务销售增速为 35%/30%/30%。

**毛利率：**2026-2028 公司 ODM 业务的毛利率维持在 2025 年 44%左右，OBM 业务随着微流控试剂等高毛利产品推出，预计 2026-2028 年毛利率在 56%/57%/58%。

**费用率：**随着销售收入体量增长，公司加强费用管控，我们预计 2026-2028 销售费用率分别为 8%、7.8%、7.5%（2026Q1 销售费用率为 7.92%），管理费用率维持在 11.0%，随着微流控及脑机等项目的持续推进，我们预计研发投入持续增加，2026-2028 年研发费用率分别为 15%/16%/16%。

**表 4：公司收入拆分**

| 单位：亿元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5.59 | 4.48 | 5.52 | 6.62 | 7.92 |
| YOY | 26.53% | -19.91% | 23.29% | 19.89% | 19.54% |
| 毛利 | 2.96 | 2.06 | 2.71 | 3.31 | 4.04 |
| 毛利率 | 52.84% | 46.03% | 48.99% | 49.94% | 51.02% |
| ODM | | | | | |
| 收入 | 2.99 | 2.61 | 3.03 | 3.39 | 3.73 |
| YOY | -19.06% | -12.63% | 16.00% | 12.00% | 10.00% |
| 毛利 | 1.47 | 1.15 | 1.33 | 1.49 | 1.64 |
| 毛利率 | 49.02% | 44.12% | 44.00% | 44.00% | 44.00% |
| OBM | | | | | |
| 收入 | 2.20 | 1.80 | 2.43 | 3.16 | 4.11 |
| YOY | 232.93% | -18.23% | 35.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利 | 1.12 | 0.99 | 1.36 | 1.8 | 2.38 |
| 毛利率 | 50.62% | 54.95% | 56.00% | 57.00% | 58.00% |
| 其他业务 | | | | | |
| 收入 | . | . | . | . | . |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| YOY | | -85.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利 | 0.37 | -0.08 | 0.01 | 0.01 | 0.02 |
| 毛利率 | 94.02% | -131.05% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |

**资料来源：wind，申万宏源研究**

综上所述，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 5.52/6.62/7.92 亿元，同比增长 23.29%/19.89%/19.54%；归母净利润分别为 1.26/1.57/1.93 亿元，同比增长 155.4%/25.1%/22.8%。

## 4.2 估值

公司主营业务板块属于 IVD（体外诊断），且公司当前经营状况已进入盈利状态，因此我们选用相对 PE 估值法。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.26//1.57/1.93 亿元，同比增长 155.4%/25.1%/22.8%。根据公司所属板块及主营业务，我们选取英诺特（主营 POCT，与公司业务相近，布局脑科学领域）、亚辉龙（主营 IVD，合作脑机接口）、翔宇医疗（主营医疗器械，布局非侵入式脑机接口）三家布局了脑机接口的医疗公司作为可比公司，三家可比公司 2026 年对应的平均 PE 为 55 倍。给予公司 2026 年 55 倍 PE，对应合理市值为 69 亿元，目前市值 55 亿元，仍有 25% 的增长空间。首次覆盖，予以“买入”评级。

**表 5：可比公司估值表**

| 代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) 2026/7/9 | 归母净利润（亿元） | | | | P/E | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 688253.SH | 英诺特 | 75 | 1.44 | 1.27 | 1.40 | 1.54 | 52 | 59 | 54 | 49 |
| 688626.SH | 翔宇医疗 | 74 | 0.78 | 0.97 | 1.21 | 1.43 | 94 | 76 | 61 | 51 |
| 688575.SH | 亚辉龙 | 51 | 0.23 | 1.70 | 2.35 | 3.12 | 217 | 30 | 22 | 16 |
| 平均值 | | | | | | | 121 | 55 | 46 | 39 |
| 688767.SH | 博拓生物 | 55 | 0.49 | 1.26 | 1.57 | 1.93 | 112 | 44 | 35 | 29 |

**资料来源：wind，申万宏源研究**

**注：可比公司盈利预测为 wind 一致预期**

# 5. 风险提示

**1、关税政策与汇率波动风险**：公司境外收入占比达 74%，主营业务高度依赖海外市场，美国关税政策变化对出口价格及销售规模影响显著。2025 年公司已出现收入同比下滑 19.91%的局面，若后续关税政策进一步恶化，将压制公司收入和毛利率修复节奏。同时，公司美元收入占比较高，人民币汇率波动将直接影响财务费用及归母净利润，2026 年一季度已因汇兑损失约 1,889 万元导致单季亏损，因此需关注汇率波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



**2、市场竞争加剧的风险**：公司核心收入依赖药物滥用、传染病检测两大产品线，全球 POCT 赛道参与者持续增多，国内外厂商同质化低价竞争加剧，若公司新品迭代、客户拓展不及预期，核心产品价格体系或持续承压。

**3、新品研发与商业化不及预期风险**：公司主业微流控仪器、配套芯片研发投入高、验证周期长，若海外注册审批延期，将影响全球商业化放量节奏。公司投资的脑机接口标的青石永隽、中科意象均处于侵入式脑机接口早期临床阶段，距产品注册及商业化仍有较长周期，存在研发失败或注册不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



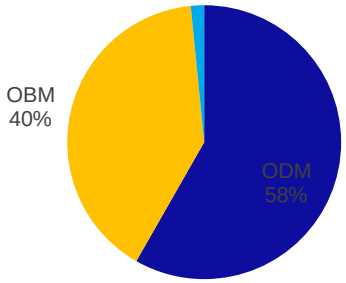
# 财务摘要

## 合并损益表

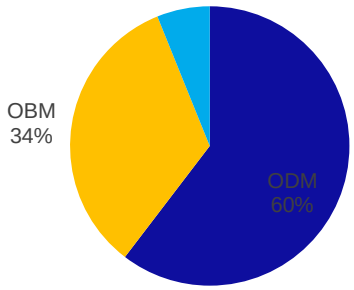
| 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 559 | 448 | 552 | 662 | 792 |
| 营业收入 | 559 | 448 | 552 | 662 | 792 |
| ODM | 299 | 261 | 303 | 339 | 373 |
| OBM | 220 | 180 | 243 | 316 | 411 |
| 其他业务 | 40 | 7 | 7 | 7 | 8 |
| | | | | | |
| | | | | | |
| 营业总成本 | 361 | 416 | 444 | 539 | 640 |
| 营业成本 | 264 | 242 | 282 | 332 | 388 |
| ODM | 152 | 146 | 170 | 190 | 209 |
| OBM | 108 | 81 | 107 | 136 | 172 |
| 其他业务 | 4 | 15 | 5 | 6 | 6 |
| | | | | | |
| 税金及附加 | 8 | 8 | 10 | 12 | 15 |
| 销售费用 | 31 | 38 | 44 | 52 | 59 |
| 管理费用 | 55 | 59 | 61 | 73 | 87 |
| 研发费用 | 64 | 83 | 83 | 106 | 127 |
| 财务费用 | -60 | -16 | -36 | -36 | -36 |
| 其他收益 | 15 | 19 | 20 | 22 | 23 |
| 投资收益 | 7 | 4 | 21 | 30 | 45 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -23 | -6 | -6 | 3 | -2 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 193 | 51 | 144 | 179 | 218 |
| 营业外收支 | 2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 195 | 50 | 144 | 179 | 218 |
| 所得税 | 28 | 3 | 18 | 22 | 25 |
| 净利润 | 167 | 47 | 126 | 157 | 193 |
| 少数股东损益 | -3 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 170 | 49 | 126 | 157 | 193 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 收入结构



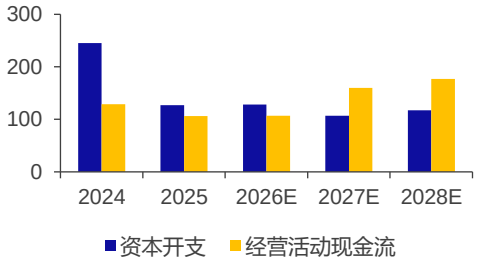

## 成本结构




## 合并现金流量表

| 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 167 | 47 | 126 | 157 | 193 |
| 加：折旧摊销减值 | 48 | 30 | 58 | 52 | 63 |
| 财务费用 | -9 | 13 | -36 | -36 | -36 |
| 非经营损失 | -5 | -3 | -21 | -30 | -45 |
| 营运资本变动 | -80 | 11 | -19 | 16 | 2 |
| 其它 | 11 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 129 | 106 | 107 | 160 | 177 |
| 资本开支 | 245 | 127 | 128 | 107 | 117 |
| 其它投资现金流 | -593 | 259 | 21 | 30 | 45 |
| 投资活动现金流 | -838 | 132 | -107 | -77 | -72 |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | 84 | 160 | 105 | 113 | 142 |
| 其它融资现金流 | -21 | 2 | 54 | 36 | 36 |
| 融资活动现金流 | -105 | -158 | -50 | -78 | -106 |
| 净现金流 | - | | - | | - |

## 资本开支与经营活动现金流



下载日志已记录，仅供内部参考



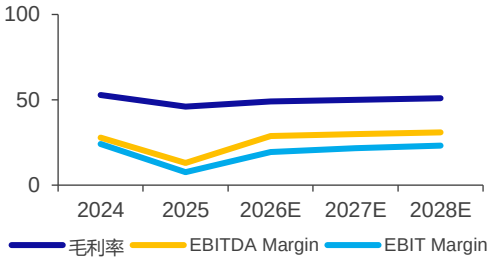
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 合并资产负债表

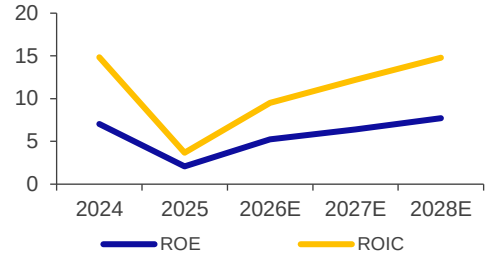
| 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 1,878 | 1,661 | 1,644 | 1,660 | 1,684 |
| 现金及等价物 | 1,651 | 1,489 | 1,439 | 1,444 | 1,443 |
| 应收款项 | 103 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| 存货净额 | 73 | 70 | 103 | 114 | 138 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 50 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 长期投资 | 9 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 固定资产 | 409 | 541 | 623 | 681 | 742 |
| 无形资产及其他资产 | 306 | 306 | 300 | 294 | 288 |
| 资产总计 | 2,602 | 2,539 | 2,598 | 2,667 | 2,746 |
| 流动负债 | 179 | 158 | 177 | 202 | 229 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 76 | 118 | 137 | 162 | 189 |
| 其它流动负债 | 102 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 非流动负债 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 负债合计 | 190 | 168 | 188 | 212 | 239 |
| 股本 | 107 | 149 | 149 | 149 | 149 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 759 | 734 | 752 | 752 | 752 |
| 其他综合收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 盈余公积 | 53 | 59 | 75 | 94 | 118 |
| 未分配利润 | 1,490 | 1,426 | 1,432 | 1,457 | 1,485 |
| 少数股东权益 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股东权益 | 2,412 | 2,371 | 2,411 | 2,455 | 2,506 |
| 负债和股东权益合计 | 2,602 | 2,539 | 2,598 | 2,667 | 2,746 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 经营利润率(%)




## 投资回报率趋势(%)

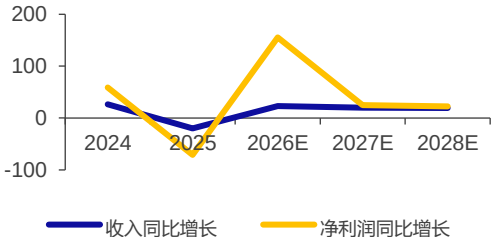



## 重要财务指标

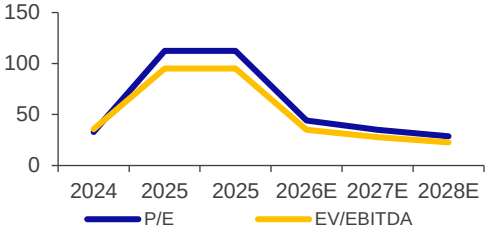
| 报告期 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.14 | 0.33 | 0.84 | 1.05 | 1.29 |
| 每股经营现金流 | 0.86 | 0.71 | 0.72 | 1.07 | 1.19 |
| 每股红利 | 0.56 | 1.07 | 0.70 | 0.76 | 0.95 |
| 每股净资产 | 16.13 | 15.87 | 16.13 | 16.43 | 16.77 |
| 关键运营指标(%) | | | | | |
| ROIC | 14.8 | 3.7 | 9.5 | 12.2 | 14.8 |
| ROE | 7.0 | 2.1 | 5.2 | 6.4 | 7.7 |
| 毛利率 | 52.8 | 46.0 | 49.0 | 49.9 | 51.0 |
| EBITDA Margin | 27.9 | 13.0 | 28.7 | 30.0 | 30.9 |
| EBIT Margin | 24.1 | 7.6 | 19.4 | 21.7 | 23.1 |
| 营业总收入同比增长 | 26.5 | -19.9 | 23.3 | 19.9 | 19.5 |
| 归母净利润同比增长 | 59.0 | -70.9 | 155.4 | 25.1 | 22.8 |
| 资产负债率 | 7.3 | 6.6 | 7.2 | 7.9 | 8.7 |
| 净资产周转率 | 0.23 | 0.19 | 0.23 | 0.27 | 0.32 |
| 总资产周转率 | 0.21 | 0.18 | 0.21 | 0.25 | 0.29 |
| 有效税率 | 15.0 | 5.6 | 14.5 | 14.5 | 14.5 |
| 股息率 | 1.5 | 2.8 | 1.8 | 2.0 | 2.5 |
| 估值指标(倍) | | | | | |
| P/E | 32.7 | 112.4 | 44.0 | 35.2 | 28.7 |
| P/B | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| EV/Sale | 9.9 | 12.4 | 10.1 | 8.4 | 7.0 |
| EV/EBITDA | 35.5 | 95.1 | 35.0 | 27.9 | 22.7 |
| 股本 | 107 | 149 | 149 | 149 | 149 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 收入与利润增长趋势(%)




## 相对估值(倍)



下载日志已记录，仅供内部参考



## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swhysc.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swhysc.com |


### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。