

2024 年 09 月 04 日

证券研究报告•2024 年中报点评

微创机器人-B (2252.HK) 医疗保健

当前价: 6.55 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

海外订单达 10 台，国产机器人迎出海里程碑

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 中报, 实现营业收入 1.0 亿元 (+106%), 毛利 4701 万元, 净亏损 2800 万元, 亏损明显收窄主要因: 1) 营业收入增长; 2) 业务聚焦和降本增效带来的费用优化。
- **强化腔镜和骨科机器人的业务聚焦, 国内海外双点开花。(1) 腔镜手术机器人图迈:** 截至 24H1, 公司自研腔镜机器人“图迈”已在国内 20 家医院实现商业化装机, 辅助完成人体临床手术量突破 1300 例, 位居国产腔镜机器人第一。海外端, 图迈海外在手订单量累计达 10 台, 已有 2 台实现商业化装机, 是国产腔镜手术机器人出海的标志性里程碑。**(2) 骨科手术机器人:** 截至 24H1, 骨科手术机器人鸿鹄已累计获得约 30 台海外销售订单, 全球累计 TKA 手术量超 1300 例, 覆盖约 70 家医院。
- **降本增效是主旋律。** 24H1 公司净亏损 2800 万元, 同比缩窄 48.6%, 自由现金流净流出 2.4 亿元 (-49.7%), 主要因公司自 2023 年实施降本增效和业务聚焦发展战略, 实施高效的现金流管控措施、优化产品成本和集中资源倾斜图迈、腔镜等核心业务的优化和商业化销售, 有利于公司中长期健康稳健发展。
- **盈利预测:** 预计 2024-2026 收入分别为 2.9/5.9/13.7 亿元, 归母净利润分别为 -5.8/-1.5/1.1 亿元。目前处于起步阶段, 放量在即。
- **风险提示:** 产品放量不及预期风险、政策控费风险、海外竞争风险。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	104.6	285.7	594.3	1368.1
增长率	384.2%	173.2%	108.0%	130.2%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-1012.2	-579.0	-150.5	114.4
增长率	11.2%	42.8%	74.0%	176.0%
每股收益 EPS	-1.04	-0.60	-0.15	0.12
净资产收益率	-194.8%	973.0%	71.7%	-119.6%
PS	60.84	22.27	10.71	4.65

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	6.4-21.1
3 个月平均成交量(百万)	1.09
流通股数(亿)	9.71
市值(亿)	63.24

相关研究

1. 微创机器人 (2252.HK): 机器人智能手术全解方案布局趋于完善 (2024-04-09)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司腔镜手术机器人图迈竞争格局较好，受益于国产化率提升、新版配置证下放和海外需求增加，考虑到大型设备交付周期较长，业绩端兑现预计集中在 2026 年。假设 2024~2026 年图迈销售增速为 214%/91%/169%。因 2023 年公司图迈、鸿鹄等产品更新优化，计提了存货减值，随着核心原料自产率提升，叠加产能效应，毛利率逐渐提高，2024~2026 年毛利率预计为 50%/55%/57%。

假设 2：公司骨科手术机器人鸿鹄竞争格局较好，主要市场为海外，预计 2024~2026 销量持续爬坡，鸿鹄销售增速为 100%/122%/58%，因 2023 年公司图迈、鸿鹄等产品更新优化，计提了存货减值，随着核心原料自产率提升，叠加产能效应，毛利率逐渐提高，毛利率预计为 48%/52%/55%。

假设 3：其他产品如经皮穿刺手术机器人、经自然腔道手术机器人，由于市场竞争格局较好，预计销量持续爬坡。假设 2024~2026 年其他产品销售增速为 246%/164%/131%，毛利率为 39%/43%/50%

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
腔镜手术机器人	55	173	329	885
yoy	511.1%	213.6%	90.7%	169.0%
毛利率	12.5%	50.0%	55.0%	57.0%
骨科手术机器人	40	80	178	280
yoy		100.0%	121.9%	57.7%
毛利率	12.5%	48.0%	52.0%	55.0%
其他	10	33	88	203
yoy		246.2%	164.4%	131.3%
毛利率	30.0%	38.5%	43.4%	50.1%
营业收入	105	286	594	1368
yoy	347.0%	173.2%	108.0%	130.2%
毛利率	14.1%	48.1%	52.4%	55.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2024~2026 收入分别为 2.9/5.9/13.7 亿元，归母净利润分别为 -5.8/-1.5/1.1 亿元。目前处于起步阶段，放量在即。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	104.59	285.70	594.30	1368.07	税后经营利润	-937.86	-560.30	-129.05	137.63
销售成本	89.90	148.27	282.93	607.85	折旧与摊销	111.76	59.09	59.09	59.09
其他费用	0.00	28.57	47.54	68.40	财务费用	18.59	12.04	6.58	6.96
销售费用	238.43	214.28	267.43	410.42	其他经营资金	239.67	427.77	28.86	-18.87
管理费用	695.54	442.84	118.86	136.81	经营性现金净流量	-567.84	-61.39	-34.52	184.81
财务费用	18.59	12.04	6.58	6.96	投资性现金净流量	-58.39	-22.47	-22.47	-22.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	385.68	-387.40	78.88	-68.76
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-240.55	-471.26	21.90	93.58
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	-937.86	-560.30	-129.05	137.63					
其他非经营损益	-85.67	-22.47	-22.47	-22.47					
税前利润	-1023.53	-582.77	-151.52	115.16					
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00					
税后利润	-1023.53	-582.77	-151.52	115.16					
归属于非控股股东利润	-11.36	-3.78	-0.98	0.75					
归属于母公司股东利润	-1012.17	-578.99	-150.54	114.42					
EBITDA	-893.18	-511.63	-85.85	181.21					
NOPLAT	-919.27	-548.25	-122.47	144.59					
主要财务比率 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					货币资金	508.79	37.53	59.43	153.01
营收额增长率	384.15%	173.16%	108.01%	130.20%	应收账款	4.97	8.38	17.43	40.12
EBIT 增长率	11.45%	43.21%	74.60%	184.26%	预付款项、按金及其他应收款项	24.99	39.14	48.85	56.22
EBITDA 增长率	13.64%	42.72%	83.22%	311.08%	其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
税后利润增长率	10.71%	43.06%	74.00%	176.00%	存货	229.51	73.12	139.53	299.76
盈利能力					其他流动资产	25.79	70.44	146.52	337.28
毛利率	14.05%	48.10%	52.39%	55.57%	流动资产总计	794.05	228.60	411.75	886.40
净利率	-978.59%	-203.98%	-25.50%	8.42%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE	-194.84%	972.99%	71.67%	-119.65%	固定资产	367.02	309.52	252.02	194.52
ROA	-70.89%	-72.07%	-16.23%	8.52%	在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC	-133.51%	-114.58%	-1258%	-305.28%	无形资产	9.54	7.95	6.36	4.77
估值倍数					长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	-6.29	-10.99	-42.27	55.62	其他非流动资产	257.31	257.31	257.31	257.31
P/S	60.84	22.27	10.71	4.65	非流动资产合计	633.86	574.77	515.68	456.59
P/B	12.25	-106.94	-30.30	-66.54	资产总计	1427.91	803.37	927.43	1342.99
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	74.25	122.46	233.68	502.05
EV/EBIT	-6.21	-11.12	-44.44	52.12	其他流动负债	235.67	521.05	599.93	693.76
EV/EBITDA	-6.98	-12.41	-75.03	35.12	流动负债合计	685.28	643.51	895.42	1195.82
EV/NOPLAT	-6.79	-11.58	-52.60	44.02	长期借款	99.70	99.70	123.37	123.37
					其他非流动负债	141.18	141.18	141.18	141.18
					非流动负债合计	240.88	240.88	264.54	264.54
					负债合计	926.15	884.38	1159.96	1460.36
					股本	958.59	958.59	958.59	958.59
					留存收益	0.00	-578.99	-729.52	-615.11
					归属于母公司股东权益	519.48	-59.51	-210.04	-95.63
					归属于非控股股东权益	-17.73	-21.51	-22.49	-21.74
					权益合计	501.76	-81.01	-232.53	-117.37
					负债和权益合计	1427.91	803.37	927.43	1342.99

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

广深	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn