



微创机器人 (2252.HK)：1H25 海外订单需求超预期，但年内较大股价涨幅或仍需业绩增长消化

公司 1H25 收入继续维持较高增速，其中核心产品“图迈”国内装机量虽暂无明显起色，但海外订单需求好于预期。受益于收入快速增长及经营费用同比明显下滑，经调整净亏损同比缩减 56% 至亏损 9,711 万元。年内公司股价涨幅较大，我们认为更多由估值与情绪，而非基本面预期显著改善驱动，我们认可公司长期增长潜力，但短期估值或仍需业绩增长消化，给予“持有”评级，目标价 23.7 港元。

- 1H25 收入增长强劲，海外市场表现好于预期。** 1H25 收入人民币 1.8 亿元（同比+77%），期内确认 22 台图迈装机收入（国内 6 台、海外 16 台），其中国内收入同比+15%，海外收入同比+189%；公司继续推进降本增效，1H25 销售、研发、管理费用合计下滑 35%，拉动归母净亏损/经调整净亏损同比减少 59%/56% 至亏损 1.1 亿/9,711 万元。截至 1H25 末，现金及现金等价物 8.2 亿元，较 2024 年末 6.1 亿元有所增加，主要得益于 2025 年 5 月完成配售，获得人民币 3.8 亿元净额（此前曾于 2024 年 6 月/12 月完成 1.1/2.7 亿元配售）。自由现金流净流出金额同比下降 43% 至 1.3 亿元。
- 海外全年装机量有望超出年初指引。** 图迈 1H25 海外装机 16 台，新增订单 30+ 台，当前海外订单收入确认周期一般在 1-2 个月，我们预计公司全年装机台数或可达 45 台（vs 年初公司指引：40 台）。1H25 公司海外收入占比已超过国内，贡献公司总收入 58%（vs 2024 全年：40%），国内中期仍将受到配置证限额、竞争加剧以及手术机器人价格压力，我们认为未来 3-5 年公司业务的增长或更多由海外市场拉动。
- 国内装机量仍待提速。** 图迈 1H25 国内装机 6 台（vs 1H24：7 台），国内装机仍待提速，但从 8 月开始，公司中标上海六院、三亚妇幼保健院和解放军 301 医院等项目，2H25 国内装机或将有所回暖。短期国内手术机器人行业仍将面对一定的价格向下压力，但公司产品矩阵相对完善，可通过单孔、多孔、远程手术等灵活组合应对招标需求。
- 给予“持有”评级，目标价 23.7 港元。** 年内公司股价涨幅较大，我们认为更多由估值与情绪，而非基本面预期显著改善驱动，收入高增长、大幅减亏、现金流改善等近期利好已反映在了年内较大的涨幅之中。公司当前股价对应 2027E 20x PS/210x PE（基于 BBG 一致预测；vs 直觉外科：13x PS / 44x PE），我们认可公司长期增长潜力，但短期估值或仍需业绩增长消化。我们采用 DCF 对公司估值（WACC 11%、永续增长率 3%），目标价 23.7 港元。
- 投资风险：**政策风险、盈亏平衡时点延后、RAS 渗透率提升慢于预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	105	257	487	803	1,256
同比变动 (%)	384%	146%	89%	65%	57%
归母净利润	-1,012	-642	-194	-18	159
PS (x)	210.2	86.2	48.0	29.5	18.8

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2025 年 9 月 3 日

评级

持有

目标价 (港元)	23.7
潜在升幅/降幅	-5%
目前股价 (港元)	25.0
52 周内股价区间 (港元)	6.0-25.7
总市值 (百万港元)	25,783
近 3 月日均成交额 (百万)	153

注：数据截至 2025 年 9 月 2 日收盘

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2025 年 9 月 2 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：数据截至 2025 年 9 月 2 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 微创机器人

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	105	257	487	803	1,256
销售成本	-90	-171	-268	-377	-553
毛利	15	86	219	425	703
其他净收入	-13	-3	2	2	2
研发成本	-569	-309	-190	-181	-190
销售及营销开支	-238	-208	-180	-198	-257
行政开支	-126	-55	-40	-38	-42
金融工具公允价值变动	-43	0	5	0	0
其他营运成本	0	0	0	0	0
经营亏损	-975	-489	-184	11	217
融资成本	-19	-22	-28	-28	-28
权益法入账公司亏损	-30	-20	15	-1	0
其他	-12	0	0	0	0
税前亏损	-1,024	-647	-197	-18	189
所得税	0	0	0	0	-28
年内/期内亏损	-1,024	-647	-197	-18	161
非控股权益	-11	-5	-3	0	2
归母净利润/(亏损)	-1,012	-642	-194	-18	159

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	367	297	266	240	219
无形资产	10	4	7	10	12
预付款项	0	0	0	0	0
商誉	1	1	1	1	1
权益法入账被投资公司	148	12	20	21	21
衍生金融资产	0	0	0	0	0
其他金融资产	67	67	75	77	80
其他	41	41	42	43	45
非流动资产	634	422	411	392	377
衍生金融资产	0	0	0	0	0
存货	230	151	165	170	175
其他应收款项	56	93	150	155	159
已质押按金	1	0	0	0	0
现金及现金等价物	508	612	767	775	957
其他	0	0	0	0	0
流动资产	794	857	1,082	1,099	1,291
贸易及其他应付款项	245	201	212	222	233
租赁负债	48	35	36	37	38
其他	17	22	35	36	37
流动负债	685	503	702	715	728
租赁负债	73	22	8	8	8
递延收入	65	93	96	99	102
其他	4	13	14	14	14
非流动负债	241	518	348	351	355
股本	959	1,006	1,031	1,031	1,031
储备	-439	-728	-565	-582	-424
非控股权益	-18	-21	-23	-24	-21
权益总额	502	258	443	425	586

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前亏损	-1,024	-647	-197	-18	161
摊销及折旧	112	118	49	45	42
存货增加	25	78	-14	-5	-5
其他应收款项(增加)/减少	39	-34	-57	-5	-5
贸易及其他应付款项增加	6	-59	10	11	11
其他	273	246	26	28	28
经营活动现金净额	-568	-298	-182	56	233
购买物业、厂房及设备的付款	-65	-42	-15	-17	-18
无形资产付款	-1	0	-5	-5	-5
其他	8	-6	0	0	0
投资活动现金净额	-58	-48	-20	-22	-23
股权及借贷融资	436	460	398	0	0
其他	-51	-10	-41	-26	-27
融资活动现金净额	386	450	357	-26	-27
现金及现金等价物变动	-241	104	154	8	183
年/期初现金及现金等价物	748	508	612	767	775
汇率变动影响	0	0	0	0	0
年/期末现金及现金等价物	508	612	767	775	957

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-1.06	-0.66	-0.19	-0.02	0.15
每股销售额	0.11	0.27	0.48	0.78	1.22
每股净资产	0.52	0.27	0.44	0.41	0.57
同比变动					
收入	384%	146%	89%	65%	57%
归母净利润	-11.2%	-36.5%	-69.8%	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	14%	34%	45%	53%	56%
核心经营利润率	-879%	-189%	-39%	1%	17%
归母净利润率	-968%	-250%	-40%	-2%	13%
回报率					
平均股本回报率	-106%	-169%	-55%	-4%	31%
平均资产回报率	-61%	-48%	-14%	-1%	10%
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.7	1.5	1.5	1.8
现金比率 (x)	0.7	1.2	1.1	1.1	1.3
负债/权益	1.8	4.0	2.4	2.5	1.8
估值					
市盈率 (x)	NA	NA	NA	NA	149.2
市销率 (x)	210.2	86.2	48.0	29.5	18.8
市净率 (x)	43.8	86.1	52.7	55.6	40.4

图表 2：微创机器人产品管线

专科手术	产品名称	类型	手术应用	中国开发阶段	海外开发阶段
腹腔镜手术	1) 图迈	自研	- 泌尿外科手术 (图迈 1 代&2 代) - 妇科手术 (图迈 2 代) - 胸科手术 (图迈 2 代) - 普外科手术 (图迈 2 代)	已获批 (2022 年 1 月获批, 2022 年 12 月甘肃威武医院首台装机)	已获批: 欧盟 (2024 年 5 月)
	2) 图迈单臂	自研	泌尿外科、妇科、普外科	已获批 (2025 年 2 月)	已获批: 阿联酋
	3) 蜻蜓眼 (三维腹腔镜内窥镜)	自研	腹部、胸腔及骨盆区等器官腹腔镜手术	已获批 (一代产品于 2021 年 6 月获批, 二代产品于 2023 年 3 月获批)	已获批: 欧盟 (1H23)
骨科手术	4) 鸿鹄 (海外名: SkyWalker)	自研	全膝关节置换术 (TKA)	已获批 (2022 年 4 月)	已获批: 美国 (2022 年 7 月)、欧盟 (2022 年 12 月) 等
			全髋关节置换术 (THA)	已获批 (2023 年 9 月)	已获批: 欧盟
			单髁置换术	临床阶段; <u>预计 2026 或之后获批*</u>	-
经自然腔道手术	5) 经支气管手术机器人	自研	经支气管诊断及治疗	注册申请阶段; <u>预计 2025E 获批*</u>	-
泛血管手术	7) R-One	与法国 Robocath 成立上海知脉 (微创机器人持股 51%) 引入	冠状动脉血管成形术	已获批 (2023 年 12 月)	<u>欧盟: 2019 年获批</u> <u>公司不拥有海外权益</u>
经皮穿刺手术	8) iSR'obot Mona Lisa	与新加坡 Biobot 成立上海介航 (微创机器人持股 40%) 引入	前列腺穿刺活检	已获批 (2023 年 5 月)	<u>美国、欧盟: 2017 年获批</u> <u>公司不拥有海外权益</u>

注: “-”代表暂未公布相关计划, “*”代表 SPDBI 预测, 其余为公司预测
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 微创机器人 (2252.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

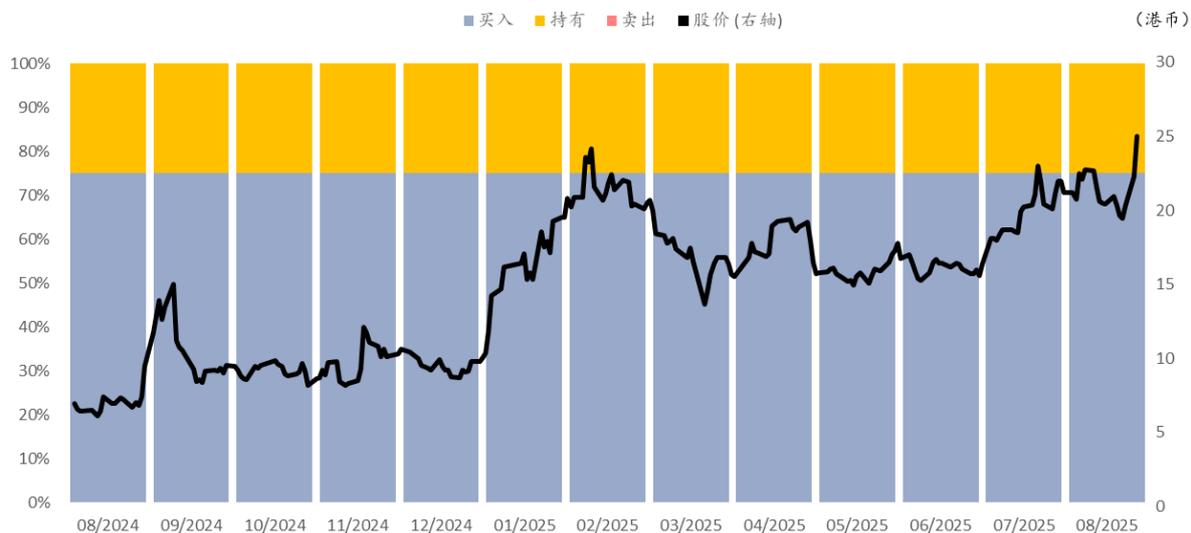
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	498.6	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.3	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.0	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.0	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.1	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	306.1	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	202.8	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	324.9	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	6.6	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	63.8	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	96.8	持有	65.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	92.8	持有	85.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	17.3	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	28.8	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	105.3	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	11.0	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	155.8	买入	175.1	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.2	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	72.0	买入	77.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	4.2	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	77.0	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	82.4	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	42.5	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	16.9	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	14.7	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	68.9	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	80.5	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	8.5	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	117.0	买入	128.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	112.0	买入	113.5	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	22.9	买入	27.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	31.6	买入	39.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	35.7	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	61.3	买入	69.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	242.2	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	25.0	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	4.1	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.6	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.4	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	13.4	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.9	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	25.1	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	305.9	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	22.4	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	15.9	买入	20.0	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.9	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	2.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	6.1	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	21.0	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	5.4	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2025 年 9 月 2 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

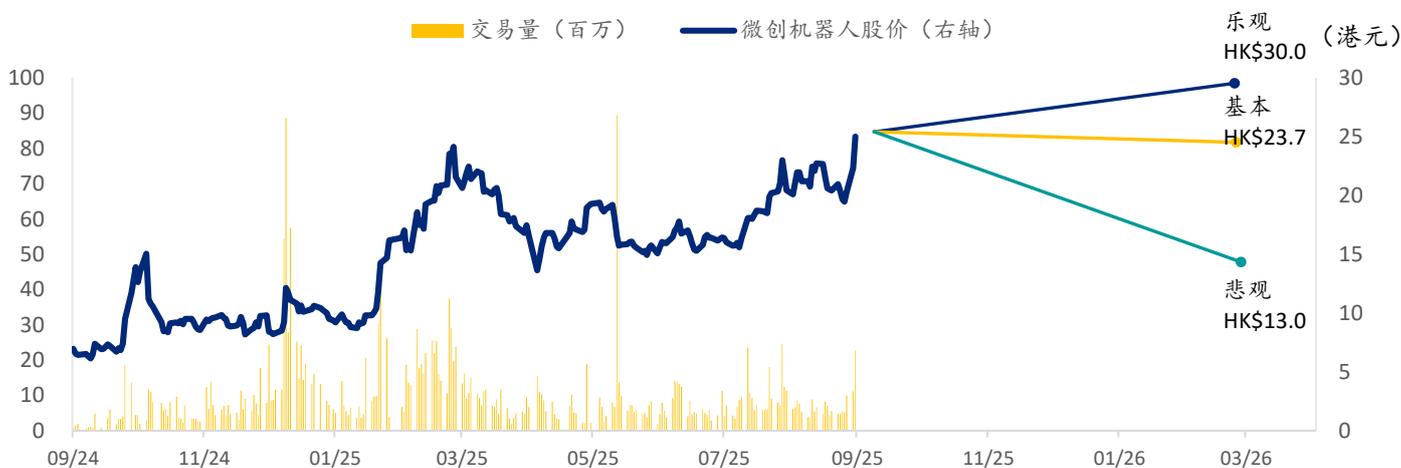
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 微创机器人 (2252.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 微创机器人 (2252.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 30.0 港元

概率: 20%

- 2027 年收入 > 人民币 18 亿元;
- 稳态毛利率 > 80%;
- 市场竞争激烈, 出厂价下降速度较快;
- 海外市场扩张好于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 13.0 港元

概率: 20%

- 2027 年收入 < 人民币 10 亿元;
- 稳态毛利率 < 60%;
- 市场竞争平缓, 出厂价下降速度较慢;
- 海外市场扩张未如预期。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

