

外延并购增厚业绩，脑科学布局赋能提升临床诊疗水平

核心观点

公司 2025H1 收入和扣非净利润实现双位数增速，主要得益于 2024 年底收购的大行广泽并表，昆明院区搬迁对当期利润造成一定影响，但核心院区盈利能力保持稳健。展望下半年，公司收入有望持续增长，昆明新院区依托心脑融合的多学科协同发展新模式，经营情况有望环比改善；西安三博开业运营有望贡献增长新动能。利润端受新院区开业带来的人员支出和折旧摊销等影响，短期内仍有承压。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

公司 2025 年上半年实现营收 8.27 亿元、同比增长 17.54%，归母净利润 6970 万元、同比增长 4.60%，扣非归母净利润 7201 万元、同比增长 10.74%，EPS 为 0.34 元。

简评

外延并购增厚业绩，核心院区盈利稳定

2025 年上半年，公司实现营业收入 8.27 亿元（同比+17.54%），实现归母净利润 6970 万元（同比+4.60%），扣非归母净利润 7201 万元（同比+10.74%），符合预期。收入增长主要系 2024 年 12 月纳入合并报表范围的大行广泽（成都东篱医院母公司）贡献业绩增量。利润增速低于收入增速，主要受昆明三博新院区搬迁影响，报告期内昆明三博净亏损 888.42 万元；核心院区盈利能力保持稳健，其中北京三博实现净利润 3270 万元，重庆三博长安实现净利润 1419 万元，重庆三博江陵实现净利润 1357 万元。

新院区建设稳步推进，奠定内生成长基础

公司旗下新院区建设和运营爬坡顺利，为长期增长注入动能。1）昆明三博新院区已于 2025 年 5 月投运，新院区引进云南省顶尖心脏医疗团队，增设心脏学科，积极打造心脑融合的多学科协同发展新模式，截至中报时新院区运营状态良好。2）西安三博已于 9 月 19 日正式开诊运营；3）北京三博新院区规划床位 480 张，预计将于 2026 年一季度完成整体搬迁和正式运营；4）湖南

三博脑科(301293.SZ)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

发布日期：2025 年 10 月 15 日

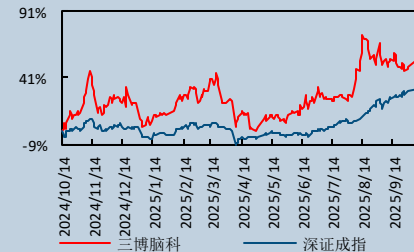
当前股价：61.45 元

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
1.07/0.58	25.51/14.70	62.57/41.69
12 月最高/最低价（元）		67.82/39.30
总股本（万股）		20,598.70
流通 A 股（万股）		16,094.57
总市值（亿元）		126.58
流通市值（亿元）		98.90
近 3 月日均成交量（万）		1401.79
主要股东：TBP 3Doctors (HK) Limited		15.00%

股价表现



相关研究报告

三博还在建设中。新院区投入运营后将进一步扩大公司的业务规模，提升医疗服务能力和范围，改善患者就医环境和体验。

持续推进并购扩张，外延驱动医院业务增长

公司将继续推进以北京为中心、全国连锁化经营的发展模式，在全国重点区域建设 10 余家集团控股医院。为不断完善公司区域性业务布局，公司将采取并购的方式进行扩张，具体并购方式包括现金收购、与专业投资机构共同成立产业并购基金进行投资等。在地理位置选择上，公司将重点关注长三角和珠三角地区；在选择标的公司方面，神经专科医院和综合医院都在考虑范围内。目前公司正在积极筹划和推进并购事项，具体实施方案将结合公司发展、标的公司质量、市场环境等综合情况做进一步规划。

积极布局脑科学前沿，打造医疗健康科技集团

今年以来，公司在脑科学前沿领域布局持续深化：1）产业投资：公司积极筹备设立多支脑科学产业基金，8 月 22 日至 9 月 9 日，公司分别公告拟以自有资金认购上海德联博健创业投资合伙企业、北脑一期（北京）股权投资中心、天津元明海河脑科学创业投资合伙企业的一部分份额，上述基金主要投资于脑科学领域的项目标的。2）顶尖高校合作：公司与清华大学共建联合研究中心，推动脑疾病大数据建模与精准诊疗新技术的临床转化；今年 6 月，福建三博联合南开大学段峰团队成功完成全国首例介入式脑机接口辅助人体运动功能修复试验，标志着公司在尖端技术临床转化方面取得重要突破。3）创新企业合作：公司前期对国内一些具有前瞻技术和核心优势的脑机接口及脑科学创新公司进行了考察和技术交流，目前正在推进合作事宜。

展望下半年，收入端有望持续增长

展望 2025 年下半年，公司收入有望持续增长，昆明新院区依托心脑融合的多学科协同发展新模式，经营情况有望环比改善；西安三博开业运营有望贡献增长新动能。利润端受新院区开业带来的人员支出和折旧摊销等影响，短期内仍有承压。

供应链整合初见成效，费用端受新院区影响有所上升

2025H1 公司毛利率为 26.13%，同比提升 1.03 个百分点，主要受益于公司并购供应链公司惠博康、重庆西达、重庆嘉乐乐后，集中采购优势显现。费用方面，管理费用同比增长 24.16%，管理费用率 10.86%、同比提升 0.58 个百分点，主要系职工薪酬、资产摊销费用增加及并表大行广泽所致；财务费用同比增长 236.24%，财务费用率 0.52%、同比提升 0.97 个百分点，主要系货币资金减少导致利息收入下降、银行借款和租赁负债增加造成利息费用增加。2025H1 公司经营活动现金流量净额 6477 万元、同比下降 21.48%，主要受重庆、河南等地区医保不再预付拨款，医保结算后按账期支付，以及成都东篱医院医保预付拨款比例同比降低等因素影响。

盈利预测与估值

短期来看，在核心医院增长、新院区投产、并购成都东篱医院贡献增量的共同带动下，公司收入有望持续增长，利润端受新院区开业影响短期仍有承压。中长期来看，公司有望通过自建和并购结合的方式，将北京总部的专家资源、技术标准和管理经验输出到全国，构建覆盖重点区域的神经专科医疗网络，增加收入规模；同时，公司前瞻性布局脑科学产业链，通过产业投资、顶尖高校合作、创新企业合作等形式，打造医疗健康科技集团，以科技赋能提升临床诊疗水平。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入分别为 16.94、20.66 和 26.45 亿

元,分别同比增长 18.50%、22.00%和 28.00%;归母净利润分别为 0.89、1.30 和 2.42 亿元,分别同比变动-15.00%、+46.16%和+85.42%。根据 2025 年 10 月 13 日收盘价计算,对应 2025-2027 年 PE 分别为 141.78、97.00、52.31 倍,首次覆盖给出“买入”评级。

表 1: 财务摘要 (百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,313.35	1,429.39	1,693.83	2,066.47	2,645.09
增长率(%)	22.93	8.84	18.50	22.00	28.00
归属母公司股东净利润	78.24	105.03	89.28	130.49	241.96
增长率(%)	24.01	34.24	-15.00	46.16	85.42
每股收益 EPS(元)	0.38	0.51	0.43	0.63	1.17
市盈率(P/E)	161.79	120.52	141.78	97.00	52.31

资料来源: iFind, 中信建投证券, 注: 市盈率以 2025/10/13 收盘价计算

风险分析

1) 行业监管及医保政策变化风险: 随着医疗行业监管持续趋严, 如果公司不能持续满足各项监管和医保定点要求, 可能对业务开展、患者流量及盈利能力造成不利影响。

2) 专业技术与核心人才短缺风险: 作为高水平神经专科医疗集团, 公司发展高度依赖专业医护和核心技术人员。神经外科领域对医师经验和技术要求极高, 培养周期长。若公司扩张步伐较快但高层次人才储备和吸引机制不到位, 或核心专家流失, 可能影响医疗服务水平和未来可持续发展。

3) 外延扩张及医院并购整合风险: 公司正通过自建及并购方式加快全国化布局, 管理运营难度同步提升, 对质量控制、运营决策与子公司风险管控提出更高要求。如果医院后续整合及管理不到位, 将对整体业绩和声誉产生影响。

4) 医疗事故、合规运营与医疗纠纷风险: 作为连锁型民营医疗集团, 任何重大医疗事故、合规不到位、医保核查出问题等事件, 都可能影响整体品牌和资产安全。

5) 敏感性分析: 假设医保政策趋严导致医院经营受影响, 2025-2027 年公司营业收入减少 5%, 假设毛利率不变, 则 2025-2027 年归母净利润分别为 0.84、1.24、2.30 亿元, 分别同比变动-19.57%、+46.52%、+85.68%。

6) 以上部分风险具有不可预测性(如医保支付政策波动、公司改变经营计划等), 我们的盈利预测因此有一定不达预期的风险。

表 2:财务报表（百万元）

资产负债表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,733.61	980.46	1,316.88	1,831.48	2,494.39
现金	822.12	708.35	1,045.24	1,512.08	2,102.19
应收票据及应收账款合计	96.73	120.37	125.71	153.36	196.31
其他应收款	6.21	11.09	16.68	20.35	26.05
预付账款	0.07	1.69	6.22	7.59	9.72
存货	31.34	53.74	51.54	61.90	76.64
其他流动资产	777.14	85.23	71.49	76.19	83.48
非流动资产	1,400.47	2,550.82	2,219.49	1,865.54	1,529.22
长期投资	0.00	0.00	0.03	0.07	0.10
固定资产	367.74	728.58	688.36	625.52	540.07
无形资产	503.88	579.74	473.20	366.66	260.13
其他非流动资产	528.85	1,242.51	1,057.90	873.29	728.92
资产总计	3,134.09	3,531.29	3,536.38	3,697.02	4,023.61
流动负债	442.43	566.88	571.52	686.79	849.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	252.58	359.30	339.06	407.25	504.20
其他流动负债	189.85	207.58	232.45	279.54	345.66
非流动负债	183.52	334.51	248.35	167.14	95.95
长期借款	132.36	243.01	156.85	75.64	4.45
其他非流动负债	51.16	91.50	91.50	91.50	91.50
负债合计	625.95	901.39	819.87	853.93	945.81
少数股东权益	183.44	331.46	343.03	359.93	391.26
股本	158.45	205.99	205.99	205.99	205.99
资本公积	1,691.13	1,631.55	1,631.55	1,631.55	1,631.55
留存收益	475.11	460.90	535.94	645.62	848.99
归属母公司股东权益	2,324.69	2,298.44	2,373.48	2,483.17	2,686.54
负债和股东权益	3,134.09	3,531.29	3,536.38	3,697.02	4,023.61
利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,313.35	1,429.39	1,693.83	2,066.47	2,645.09
营业成本	1,019.35	1,093.64	1,312.72	1,576.72	1,952.07
营业税金及附加	1.11	2.01	1.57	1.92	2.45
销售费用	15.61	23.68	27.95	33.06	30.42
管理费用	147.60	170.75	207.49	254.18	297.57
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-4.86	-2.40	6.63	1.16	-4.38

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

A 股公司简评报告

资产减值损失	0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
信用减值损失	-1.26	-0.13	-0.29	-0.36	-0.46
其他收益	3.33	4.76	4.98	4.98	4.98
公允价值变动收益	5.34	9.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.03	0.03	0.03
资产处置收益	0.03	0.01	0.09	0.09	0.09
营业利润	141.97	155.41	142.27	204.17	371.58
营业外收入	2.91	22.11	10.49	10.49	10.49
营业外支出	26.58	26.13	18.67	18.67	18.67
利润总额	118.30	151.39	134.10	195.99	363.41
所得税	33.77	35.81	33.25	48.60	90.11
净利润	84.53	115.58	100.84	147.39	273.29
少数股东损益	6.29	10.55	11.56	16.90	31.34
归属母公司净利润	78.24	105.03	89.28	130.49	241.96
EBITDA	232.80	270.38	472.09	551.14	695.38
EPS（元）	0.38	0.51	0.43	0.63	1.17
现金流量表					
经营活动现金流	279.25	193.71	443.07	569.17	694.66
净利润	84.53	115.58	100.84	147.39	273.29
折旧摊销	119.36	121.40	331.37	353.99	336.36
财务费用	-4.86	-2.40	6.63	1.16	-4.38
投资损失	0.00	0.00	-0.03	-0.03	-0.03
营运资金变动	63.55	-42.00	5.11	67.51	90.27
其他经营现金流	16.67	1.12	-0.85	-0.85	-0.85
投资活动现金流	-1,008.68	-390.00	0.85	0.85	0.85
资本支出	167.34	501.42	0.00	0.00	0.00
长期投资	-855.77	290.22	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-320.25	-1,181.64	0.85	0.85	0.85
筹资活动现金流	984.87	-33.60	-107.02	-103.18	-105.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-33.84	110.65	-86.16	-81.21	-71.19
其他筹资现金流	1,018.71	-144.25	-20.87	-21.97	-34.20
现金净增加额	255.44	-229.89	336.89	466.84	590.11

资料来源：iFind，中信建投证券

分析师介绍

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。

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。

研究助理

华冉

huanan@csc.com.cn

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
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