

全球布局加速，平台化龙头优势凸显

核心观点

公司发布自愿性公告，集团旗下腔镜、骨科、血管介入核心产品的综合订单累计突破 170 台。展望下半年，公司收入有望在国内外商业化加速背景下继续保持高速增长态势，利润端在降本增效措施下亏损继续收窄。短期来看，国内有望受益于配置证的持续释放及设备更新政策，海外有望受益于母公司微创医疗的渠道协同、巨大的市场空间与良好的竞争格局。中期来看，公司在手术机器人领域管线布局丰富，设备与耗材的同步放量有望推动业绩持续高增长。长期来看，公司已具备多项底层技术能力，构建起自主的专利壁垒，对远程及 AI 等新技术的前瞻布局有望实现产品力的“弯道超车”，从而在全球医疗机器人市场中占据一席之地。

事件

公司发布自愿性公告

2025 年 10 月 8 日，微创机器人发布自愿性公告，截至公告日期，集团旗下腔镜、骨科、血管介入核心产品的综合订单量累计突破 170 台。其中，核心产品图迈腔镜手术机器人于全球范围内累计商业化订单超过百台，全球装机量近 80 台，稳居国产品牌首位，商业化进程已进入全面加速阶段。

简评

海外业务快速放量，全球市场多点开花

2025 年 10 月 8 日，微创机器人发布自愿性公告，截至公告日期，集团旗下腔镜、骨科、血管介入核心产品的综合订单累计突破 170 台。其中，核心产品图迈腔镜手术机器人在全球范围内的累计商业化订单已超过百台，全球装机量近 80 台，稳居国产品牌首位；同时，其全球累计完成的人体临床手术量也已突破 1.5 万例。这些进展标志着公司的商业化进程已进入全面加速阶段。

作为首个进入海外市场的国产腔镜手术机器人，图迈海外订单已突破 60 台，装机覆盖亚洲、欧洲、非洲、大洋洲、南美洲近 40 个国家和地区，并在意大利、比利时、印度、巴西、阿根廷、阿联酋等数十个国家的主流医院体系开展规模化临床手术。

微创机器人-B (2252. HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱红亮

zhuhongliang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080001

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2025 年 10 月 15 日

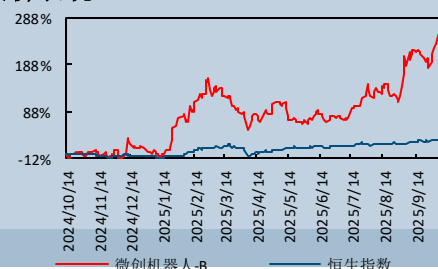
当前股价：27.64 港元

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
3.68/2.32	80.20/70.16	166.79/139.40
12 月最高/最低价 (港元)		33.16/8.17
总股本 (万股)		103,133.03
流通 H 股 (万股)		102,473.08
总市值 (亿港元)		289.38
流通市值 (亿港元)		289.38
近 3 月日均成交量 (万)		834.39
主要股东		
上海默化人工智能科技有限公司		44.27%

股价表现



上半年收入增长强劲，海外市场为核心增长引擎，亏损大幅收窄

2025 年上半年，公司实现收入 1.76 亿元，同比增长 77%，业绩增长强劲。增长主要得益于：1) 海外市场收入达到 1.02 亿元（占比 58%），同比大幅增长 189%，成为核心增长引擎，显示出公司全球化战略的成功执行；2) 核心产品图迈腔镜手术机器人延续强劲增长势头，海内外商业化装机稳步推进。2025 年上半年，公司实现整体装机 22 台，其中海外市场表现尤为突出，斩获 18 台订单并完成 16 台商业化装机及销售；3) 鸿鹄骨科手术机器人依托微创医疗集团的协同网络，在国内外市场快速渗透，全球累计订单已超过 55 台，累计装机量超过 35 台；4) R-ONE 血管介入手术机器人获批后，迅速获得市场认可并开始贡献收入。

上半年归母净利润为亏损 1.13 亿元，较 2024 年同期亏损收窄 59%。大幅减亏主要得益于营业收入的持续快速增长，以及集团通过战略聚焦与多重降本增效措施带来的运营费用大幅下降。

降本增效措施有序落实，财务状况显著改善

公司持续贯彻战略聚焦，优化运营效率，财务状况得到显著改善。2025 年上半年销售及营销开支为 0.80 亿元（同比下降 13%），销售费用率从 93%大幅降至 46%；尽管公司为拓展海外业务而增加了销售投入，但得益于国内市场的降本增效，整体销售费用率仍有显著下降。同时公司充分发挥与微创集团海外营销网络的协同效应，提升了推广效率。行政开支为 0.18 亿元（同比下降 40%），体现了运营效率的持续优化；研发开支为 0.89 亿元（同比下降 46%），主要得益于核心产品图迈及鸿鹄已取得阶段性成果，公司得以将资源更集中于已商业化产品的性能优化与迭代。

公司自由现金流净流出同比收窄 43%至 1.35 亿元，这主要得益于净亏损的减少以及资本开支的阶段性下降，反映出现金流管控水平的提升。截至 2025 年 6 月 30 日，公司现金及现金等价物为 8.16 亿元，较 2024 年末的 6.12 亿元显著增加，主要得益于 H 股配售的完成以及经营效率的提升。

全球取证加速，产品获得国际权威监管机构认可

经过多年的创新研发与产业积累，公司已成为全球唯一一家业务覆盖腔镜、骨科、泛血管、经自然腔道和经皮穿刺五大“黄金赛道”的手术机器人公司。公司拥有十余款处于快速产业化推进阶段的产品，完善且多元的产品组合将显著增强公司市场竞争力。

2024 年 5 月，图迈获欧盟 CE 认证，正式开启国际化之路。目前，图迈已获得超过 30 个国家或地区的认证，图迈的临床有效性和安全性以及创新水平和技术含量获得多个国际权威监管机构的认可。2025 年 2 月，图迈单孔获得 NMPA 的注册批准；2025 年 4 月，图迈成为全球第一个获批上市的远程手术机器人。图迈单孔、图迈多孔、蜻蜓眼及图迈远程内窥镜手术系统，有望实现兼容互补、共同组成一体化腔镜智能手术全面解决方案。

鸿鹄骨科手术机器人（应用于全膝关节置换手术）已成功取得包括中国 NMPA、美国 FDA、欧盟 CE、巴西 ANVISA、澳大利亚 TGA、印度 CDSCO 在内的近十个国家和地区监管机构的上市批准，基本实现对发达国家及重要新兴市场的全覆盖，重构了全球骨科手术机器人市场的发展格局。

经支气管手术机器人已递交注册资料，目前处于 NMPA 审核阶段。其具备超柔顺、超纤细的蛇形机器人导管，可通过人体自然腔道，以无体表创伤的方式进入难以触及的狭窄病灶空间，对肺部微小结节等癌症早期病变的早诊早治具有重要意义。

业绩增长与亏损收窄并进，技术壁垒构筑长期竞争力

展望下半年，公司收入有望在国内外商业化加速背景下继续保持高速增长态势，利润端在降本增效措施下亏损继续收窄。短期来看，国内有望受益于配置证的持续释放及设备更新政策，海外有望受益于母公司微创医疗的渠道协同、巨大的市场空间与良好的竞争格局。主要产品图迈和鸿鹄有望继续保持强劲的销售势头，推动公司整体收入持续增长；通过战略聚焦与降本增效，公司亏损有望持续收窄。中期来看，公司在手术机器人领域管线布局丰富，设备与耗材的同步放量有望推动业绩持续高增长。长期来看，公司已具备多项底层技术能力，构建起自主的专利壁垒，对远程及AI等新技术的前瞻布局有望实现产品力的“弯道超车”，从而在全球医疗机器人市场中占据一席之地。

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 4.85 亿元、8.22 亿元、12.21 亿元，分别同比增加 88.61%、69.33%、48.56%；归母净利润分别为-3.26 亿元、-1.12 亿元、0.27 亿元。维持“买入”评级。

图表1： 预测及比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	104.59	257.25	485.19	821.59	1220.54
YoY(%)	384.15%	145.95%	88.61%	69.33%	48.56%
归母净利润（百万元）	-1012.17	-642.41	-325.62	-112.27	27.12
YoY(%)	11.20%	36.53%	49.31%	65.52%	124.15%
EPS(摊薄/元)	-0.98	-0.62	-0.32	-0.11	0.03
P/S(倍)	249	101	54	32	21

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年10 月14 日

风险分析

- 1) 持续亏损风险：公司 2025 年上半年净亏损 1.13 亿元。考虑到图迈、鸿鹄等产品预计将持续加大市场投入，公司短期内存在持续亏损的风险。
- 2) 上游原材料采购受限风险：手术机器人元器件复杂繁多，部分关键部件仍需依赖进口，因此公司生产可能面临原材料采购受限的风险。
- 3) 知识产权纠纷风险：公司可能存在因并不知悉的第三方专利，而在研或未来产品被指控侵权的风险。此外，随着国际化进程推进，与国际同行的竞争加剧，竞争对手可能采取知识产权诉讼等商业策略，使公司面临侵权索赔、申诉或其他法律争议的风险。
- 4) 市场推广不力风险：目前手术机器人对传统手术的替代性有限，其价值更多在于改良，市场接受度受医患传统习惯与消费水平影响较大，公司相关产品可能存在市场推广不及预期的风险。
- 5) 政策限制风险：医疗器械行业受政策监管程度高，若未来相关监管政策发生不利变化，可能对公司研发、销售等环节产生负面影响。
- 6) 医疗事故风险：手术机器人作为高级别医疗器械，在临床应用中存在固有风险。若产品因质量问题引发医疗事故，将对公司经营、声誉及业务造成重大不利影响。

- 7) 海外推广不确定性风险：海外市场的汇率波动与地缘政治等因素具有不可预测性，可能会带来一定风险。
- 8) 竞争加剧风险：随着国内多家公司成功取得腔镜及骨科机器人注册证，市场竞争预计将进一步加剧。
- 9) 汇率波动风险：汇率波动可能对公司的海外业务收入、海外原材料采购以及港元融资活动产生不利影响。
- 10) 盈利预测不及预期风险：若国内外市场环境变化、海外业务增速受地缘政治、汇率波动等影响，部分政策具有不可预测性，我们的盈利预测存在无法达到的可能性。

图表2： 财务报表预测
资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	794.05	856.55	1,397.91	1,506.06	1,628.42
现金	508.79	612.23	625.26	591.62	704.66
应收票据及应收账款合计	4.97	33.07	39.88	67.53	100.32
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	24.99	17.92	79.76	112.55	150.48
存货	229.51	151.48	531.71	528.97	367.83
其他流动资产	25.79	41.85	121.30	205.40	305.13
非流动资产	633.86	422.49	386.68	350.87	315.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	367.02	297.37	262.06	226.75	191.43
无形资产	9.54	3.97	3.48	2.98	2.48
其他非流动资产	257.31	121.15	121.15	121.15	121.15
资产总计	1,427.91	1,279.04	1,784.59	1,856.93	1,943.48
流动负债	685.28	503.46	587.26	772.77	831.98
短期借款	375.36	245.22	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	74.25	81.64	186.10	264.48	323.69
其他流动负债	235.67	176.60	401.16	508.28	508.29
非流动负债	240.88	517.90	517.90	517.90	517.90
长期借款	99.70	389.31	389.31	389.31	389.31
其他非流动负债	141.18	128.59	128.59	128.59	128.59
负债合计	926.15	1,021.36	1,105.16	1,290.67	1,349.89
少数股东权益	-17.73	-20.52	-23.15	-24.06	-23.84
股本	958.59	1,006.19	1,056.19	1,056.19	1,056.19
资本公积	-439.11	-727.99	-27.99	-27.99	-27.99
留存收益	0.00	0.00	-325.62	-437.89	-410.77
归属母公司股东权益	519.48	278.20	702.58	590.32	617.43
负债和股东权益	1,427.91	1,279.04	1,784.59	1,856.93	1,943.48

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-567.84	-298.12	-387.30	65.52	212.00
净利润	-1,023.53	-647.10	-328.25	-113.17	27.34
折旧摊销	111.76	117.84	35.81	35.81	35.81
财务费用	18.59	21.64	21.12	15.84	15.64
其他经营现金流	325.34	209.49	-115.98	127.04	133.22
投资活动现金流	-58.39	-47.60	-83.32	-83.32	-83.32
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-58.39	-47.60	-83.32	-83.32	-83.32
筹资活动现金流	385.68	449.96	483.66	-15.84	-15.64

港股公司简评报告

短期借款	-245.22	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	630.90	449.96	483.66	-15.84	-15.64
现金净增加额	-240.55	104.23	13.03	-33.65	113.04

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	104.59	257.25	485.19	821.59	1,220.54
营业成本	89.90	171.03	242.59	386.15	537.04
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	238.43	207.93	200.35	240.41	276.48
管理费用	126.00	55.00	49.50	57.41	73.11
研发费用	569.00	308.70	216.09	151.26	207.13
财务费用	18.59	21.64	21.12	15.84	15.64
营业利润	-937.86	-507.36	-244.92	-29.85	110.66
其他非经营损益	-85.67	-139.74	-83.32	-83.32	-83.32
利润总额	-1,023.53	-647.10	-328.25	-113.17	27.34
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-1,023.53	-647.10	-328.25	-113.17	27.34
少数股东损益	-11.36	-4.70	-2.63	-0.91	0.22
归属母公司净利润	-1,012.17	-642.41	-325.62	-112.27	27.12
EBITDA	-893.18	-507.62	-271.31	-61.52	78.79
EPS（元）	-0.98	-0.62	-0.32	-0.11	0.03

资料来源：Wind，中信建投

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。

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

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