

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.89
总股本/流通股本(亿股)	4.56 / 4.56
总市值/流通市值(亿元)	86 / 86
52周内最高/最低价	20.43 / 9.49
资产负债率(%)	24.3%
市盈率	-69.96
第一大股东	张送根

研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com

天智航(688277)

骨科机器人龙头有望受益于政策拐点，商业模式或持续优化

● 机器人手术政策不断优化，支付端有望迎来拐点

2025年12月5日，国家医疗保障局正式发布《手术和治疗类辅助操作类立项指南（试行）（征求意见稿）》，这一举措意义重大，首次从国家层面针对机器人手术、远程手术等相关辅助操作构建起价格管理框架，骨科手术机器人术式支付政策有望迎来改善。过去数年，受骨科收费模式局限，机器人在临床应用受限。当前骨科手术机器人术式多为自费，仅有北京纳入医保目录。国家医保局或出台收费政策，且骨科机器人术式潜在被各省市纳入医保收费概率较大。

● 公司拥有全球首个全骨科手术机器人，具备领先优势

公司已推出四代产品，包括2016年拿证的天玑1.0（具备创伤、脊柱功能）和2021年上市的天玑2.0系列。天玑2.0采用模块化设计，可根据客户需求选择单模块或升级。2023年公司拿到2.0关节机注册证，同年10月三模块（all in one 一体机）拿证，成为全球首个能实现全骨科（创伤、脊柱、关节）手术的机器人。2025年，天玑思睿骨科手术机器人获批。海外方面，2024年8月，公司骨科手术导航定位系统及骨科手术导航定位工具包获得欧盟CE认证。

● 营收高增长，耗材和服务收入有望成为未来主要增长点

2025Q1-3 公司实现营业收入1.87亿元（+103.5%），归母净利润-1.14亿元，扣非归母净利润-1.40亿元。分季度来看，2025Q1、Q2、Q3 营业收入分别为0.59亿元（+102.40%）、0.67亿元（+127.21%）、0.62亿元（+83.88%），归母净利润分别为-0.13亿元、-0.44亿元、-0.57亿元，扣非净利润分别为-0.31亿元、-0.48亿元、-0.61亿元。历经21载发展，公司从机器人设备收入占据绝对主导，到目前已形成机器人设备、配套设备及耗材、技术服务三大业务收入结构，向持续提供服务的综合性商业模式转型取得显著成效，收入更加多元和稳定。手术量方面，2025年前三季度完成约3.5万例手术量，占国内同类术式主导地位，累计完成手术量超13万例。渗透率方面，当前中国骨科机器人临床应用有巨大提升空间。叠加公司机器人手术量逐年快速递增的趋势，与手术量绑定的耗材、服务收入有望加速，公司未来收入的稳定性和可持续性显著增强。若收费政策推出，预计公司业绩将呈现快速爬坡增长趋势，五年内营收体量有望显著提升。

● 盈利预测与估值

预计公司2025-2027年分别实现营业收入2.66/3.83/5.49亿元，归母净利润-1.51/0.02/0.77亿元。

● 风险提示：

政策推进不及预期，新增订单不及预期风险，项目推进不及预期风险。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	179	266	383	549
增长率(%)	-14.85	48.81	43.98	43.19
EBITDA(百万元)	-94	-93	47	113
归属母公司净利润(百万元)	-121	-151	2	77
增长率(%)	22.54	-24.25	101.17	4268.86
EPS(元/股)	-0.27	-0.33	0.00	0.17
市盈率(P/E)	-71.11	-57.23	4,894.84	112.04
市净率(P/B)	6.79	7.63	7.62	7.14
EV/EBITDA	-47.27	-91.34	180.95	74.06

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	178.84	266.14	383.20	548.72	营业收入	-14.85%	48.81%	43.98%	43.19%
营业成本	53.34	80.09	117.46	168.27	营业利润	33.98%	-39.94%	101.32%	3647.55%
税金及附加	3.21	3.38	5.35	7.79	归属于母公司	22.54%	-24.25%	101.17%	4268.86%
销售费用	104.76	154.36	141.78	181.08	<b>获利能力</b>				
管理费用	83.35	127.75	111.13	142.67	毛利率	70.17%	69.91%	69.35%	69.33%
研发费用	85.60	119.77	130.29	161.87	净利率	-67.73%	-56.55%	0.46%	14.01%
财务费用	7.04	7.08	6.73	6.17	ROE	-9.55%	-13.34%	0.16%	6.37%
资产减值损失	-2.47	0.00	0.00	0.00	ROIC	-11.25%	-10.78%	0.70%	5.95%
<b>营业利润</b>	-99.30	-138.96	1.83	68.76	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0.00	0.05	0.04	0.04	资产负债率	24.33%	31.89%	34.51%	36.56%
营业外支出	0.26	0.31	0.31	0.30	流动比率	2.80	2.35	2.17	2.16
<b>利润总额</b>	-99.55	-139.22	1.57	68.50	<b>营运能力</b>				
所得税	21.58	13.23	-0.21	-9.15	应收账款周转	3.10	3.60	3.85	3.71
<b>净利润</b>	-121.13	-152.45	1.78	77.66	存货周转率	1.84	2.09	2.16	2.13
<b>归母净利润</b>	-121.13	-150.51	1.76	76.88	总资产周转率	0.11	0.16	0.22	0.30
<b>每股收益</b>	-0.27	-0.33	0.00	0.17	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-0.27	-0.33	0.00	0.17
货币资金	260.20	280.31	313.35	421.60	每股净资产	2.78	2.47	2.48	2.65
交易性金融	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
应收票据及	68.76	78.99	120.14	175.47	PE	-71.11	-57.23	4,894.84	112.04
预付款项	13.18	17.20	25.26	37.07	PB	6.79	7.63	7.62	7.14
存货	31.67	45.04	63.86	93.94	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合</b>	437.97	492.03	600.48	817.85	净利润	-121.13	-152.45	1.78	77.66
固定资产	418.75	380.06	341.38	302.69	折旧和摊销	43.00	38.69	38.69	38.69
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资本变动	-12.04	13.72	-7.42	-8.10
无形资产	16.34	16.34	16.34	16.34	其他	-8.48	1.54	-36.67	-76.85
<b>非流动资产</b>	1,253.75	1,180.13	1,141.45	1,102.76	<b>经营活动现金</b>	-98.65	-98.50	-3.62	31.39
<b>资产总计</b>	1,691.72	1,672.16	1,741.92	1,920.61	资本开支	-36.58	-13.75	-36.21	-29.44
短期借款	25.78	25.78	25.78	25.78	其他	112.31	58.44	84.38	117.80
应付票据及	30.24	47.20	69.57	98.79	<b>投资活动现金</b>	75.74	44.69	48.17	88.35
其他流动负	100.58	135.94	181.56	253.37	股权融资	29.80	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合</b>	156.60	208.93	276.91	377.94	债务融资	-16.80	4.70	0.00	0.00
其他	254.97	324.31	324.31	324.31	其他	-14.79	69.53	-11.50	-11.50
<b>非流动负债</b>	254.97	324.31	324.31	324.31	<b>筹资活动现金</b>	-1.79	74.23	-11.50	-11.50
<b>负债合计</b>	411.58	533.24	601.22	702.25	<b>现金及现金等价</b>	-24.06	20.11	33.05	108.25
股本	449.39	455.99	455.99	455.99					
资本公积金	1,044.90	1,044.90	1,044.90	1,044.90					
未分配利润	-551.92	-702.73	-701.24	-635.89					
少数股东权	12.29	10.35	10.37	11.15					
其他	325.47	330.41	330.67	342.20					
<b>所有者权益</b>	1,280.14	1,138.92	1,140.70	1,218.35					
<b>负债和所有者</b>	1,691.72	1,672.16	1,741.92	1,920.61					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048