

新院开业致利润承压，脑科学布局持续推进

三博脑科(301293.SZ)

核心观点

公司 2025 年和 2026 年一季度业绩符合预期，Q1 利润显著承压主要是北京、昆明、西安等新院区投入运营带来折旧、摊销及人力等固定成本大幅增加。展望 2026Q2 和 H2，公司收入有望持续增长，北京、昆明新院区和西安三博有望贡献更多增长动能，在医保支付方式持续深化改革的背景下，内生医院有望凭借神经专科优势保持稳定。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。脑机接口方面，公司有望继续推进产业投资和临床合作进展。

事件

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季度报

公司 2025 年实现收入 17.25 亿元、+20.69%，归母净利润 0.84 亿元、-19.85%，扣非归母净利润 0.90 亿元、-4.44%，EPS 0.41 元、-19.61%。

2026Q1 公司实现收入 4.45 亿元、+13.14%，归母净利润 0.15 亿元、-60.76%，扣非归母净利润 0.16 亿元、-57.85%。

简评

收入增长稳健，新院区投运及高基数致短期利润承压

公司 2025 年实现收入 17.25 亿元、+20.69%，归母净利润 0.84 亿元、-19.85%，扣非归母净利润 0.90 亿元、-4.44%，业绩符合预期。收入增长主要得益于 1) 2024 年末收购并表的大行广泽(含成都东篱医院)贡献主要业绩增量；2) 随着公司运营管理与医疗服务水平的持续提升，下属院区经营能力不断增强。利润下滑主要原因包括：1) 新院区投运带来短期成本压力，昆明三博新院区(2025 年 5 月投运)和西安三博新院区(2025 年 9 月投运)尚处于业务爬坡期，土地、房产、设备的折旧摊销以及新增医护人员薪酬等固定成本显著增加，两家医院报告期内分别亏损 2398 万元和 2594 万元。2) 2024 年同期存在高基数：2024 年因诉讼

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

华冉

huanran@csc.com.cn

010-56135321

SAC 编号:S1440525100002

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

010-56135307

SAC 编号:S1440523050001

SFC 编号: BXF087

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期： 2026 年 05 月 20 日

当前股价： 71.99 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
4.64/1.72	-9.65/-11.79	66.30/42.48
12 月最高/最低价(元)		98.88/41.90
总股本(万股)		20,598.70
流通 A 股(万股)		20,598.70
总市值(亿元)		148.29
流通市值(亿元)		148.29
近 3 月日均成交量(万)		1158.34

拨备冲回，增加了非经常性损益。

2026Q1 公司实现收入 4.45 亿元、+13.14%，归母净利润 0.15 亿元、-60.76%，扣非归母净利润 0.16 亿元、-57.85%，业绩符合预期。利润下滑的主要原因并非主业经营恶化，而是北京三博、昆明三博、西安三博开业前期的房产、土地及医疗设备折旧、人力成本等固定成本增加，以及重庆三博江陵医院门诊楼装修改造项目带来的装修费用摊销、人力成本等固定成本增加所致。

持续推进并购扩张，外延并购有望驱动医院业务增长

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。

前瞻布局脑科学，打造“医疗+科技”新引擎

公司坚持“医教研”一体化战略，积极布局脑科学等前沿科技领域，打造“医疗+科技”新增长引擎。公司作为神经专科医疗机构，为脑机接口技术提供了关键的临床应用场景和试验平台。1) 临床探索领先：2025 年 6 月，公司旗下福建三博脑科医院与南开大学团队合作，完成国内首例介入式脑机接口人体临床试验。2025 年末，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。2) 产业投资深化：公司积极筹备设立多支脑科学产业基金，2025 年 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部分份额，上述基金主要投资于脑科学领域的项目标的。

费用率因新院区投运阶段性上升，现金流保持稳健

2025 年公司毛利率为 23.32%、同比下降 0.17 个百分点；销售费用率 2.22%、同比增加 0.56 个百分点，主要是业务宣传费增加和 2024 年 11 月新纳入合并范围的大行广泽的影响；管理费用率 12.19%、同比增加 0.24 个百分点，主要是新开业的昆明、西安院区职工薪酬、资产折旧摊销费用等增加和 2024 年 11 月纳入合并范围的大行广泽的影响；财务费用率 0.74%、同比增加 0.31 个百分点，主要是公司利息收入减少，北京三博、昆明三博、昆明浩源及西安三博建设贷款利息费用增加所致。公司经营活动产生的现金流量净额为 1.88 亿元、同比增长 16.31%，主要是 2024 年 11 月纳入合并范围的大行广泽的影响和北京三博、重庆三博长安销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

2026Q1 公司毛利率为 20.52%、同比下降 5.92 个百分点，主要是新院区开业前期的房产、土地、医疗设备折旧和人力成本等固定成本增加所致；销售费用率 1.85%、同比增加 0.49 个百分点，主要是北京三博、河南三博、成都三博业务宣传费增加所致；管理费用率 11.89%、同比减少 0.30 个百分点；财务费用率 0.82%、同比增加 0.08 个百分点。公司经营活动产生的现金流量净额为 0.39 亿元、去年同期为 14 万元，主要原因是：1) 25Q1 重庆三博江陵、重庆三博长安医院、河南三博、洛阳伍一一医保不再预付拨款，医保结算后按账期支付，医保基金预付拨款方式变化导致销售商品、提供劳务收到的现金低于 26Q1；2) 26Q1 营业收入增加，造成销售商品、提供劳务收到的现金同步增加。

展望 2026 年，静待新院区产能释放，脑机接口布局长远

展望 2026Q2 和 H2，公司收入有望持续增长，北京、昆明新院区和西安三博有望贡献更多增长动能，在医保支付方式持续深化改革的背景下，内生医院有望凭借神经专科优势保持稳定。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。脑机接口方面，公司有望继续推进产业投资和临床合作进展。

盈利预测与估值

短期来看，在核心医院稳定和新院区投产的共同带动下，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 2026-2028 年，公司营业收入分别为 19.32、22.80、27.36 亿元，分别同比增长 12.00%、18.00%、20.00%；2026 年利润端受北京、昆明新院区和西安三博新增折旧影响，2027 年开始公司预计持续推进医院并购规划，归母净利润分别为 0.63、1.12、1.59 亿元，分别同比变动-24.72%、+76.00%、+42.26%。根据 2026 年 5 月 19 日收盘价计算，对应 2026-2028 年 PS 分别为 7.67、6.50、5.42 倍，维持“买入”评级。

表 1: 财务摘要（百万元）

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,429.39	1,725.13	1,932.14	2,279.93	2,735.91
增长率(%)	8.84	20.69	12.00	18.00	20.00
归属母公司股东净利润	105.03	84.18	63.37	111.54	158.67
增长率(%)	34.24	-19.85	-24.72	76.00	42.26
每股收益 EPS(元)	0.51	0.41	0.31	0.54	0.77
市销率(P/S)	10.37	8.60	7.67	6.50	5.42

资料来源：iFind，中信建投证券，注：市销率以 2026/5/19 收盘价计算

风险分析

1) 新院区运营不及预期风险：北京、昆明、西安等新院区处于运营初期，若床位使用率、手术量等业务指标爬坡速度慢于预期，将对公司整体盈利能力恢复造成拖累。

2) 医疗政策风险：DRG/DIP 支付方式改革、医疗服务价格调整等政策持续推进，可能对公司成熟院区的收入和利润率造成压力。

3) 行业竞争加剧风险：神经专科医疗服务领域竞争激烈，若竞争格局恶化，可能影响公司的市场份额和盈利能力。

4) 脑机接口等创新业务发展不确定性风险：公司布局的脑机接口等前沿领域尚处于产业化早期，技术路径、商业模式和监管政策均存在不确定性，短期内难以贡献业绩，且相关投资存在风险。

5) 以上部分风险具有不可预测性（如宏观环境波动、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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	980.46	658.66	1,235.21	1,861.44	2,473.98
现金	708.35	447.72	981.72	1,563.39	2,116.90
应收票据及应收账款合计	120.37	114.36	144.37	170.35	204.43
其他应收款	11.09	10.57	11.99	14.14	16.97
预付账款	1.69	1.65	1.41	1.66	2.00
存货	53.74	63.21	64.79	75.39	89.88
其他流动资产	85.23	21.15	30.93	36.50	43.80
非流动资产	2,550.82	3,251.09	2,664.15	2,068.82	1,599.99
长期投资	0.00	10.68	10.58	10.47	10.37
固定资产	728.58	1,787.40	1,497.43	1,199.07	892.33
无形资产	579.74	573.93	465.46	356.98	248.51
其他非流动资产	1,242.51	879.07	690.68	502.29	448.78
资产总计	3,531.29	3,909.75	3,899.35	3,930.26	4,073.97
流动负债	566.88	576.55	704.66	819.90	977.49
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	359.30	374.46	436.15	507.47	605.05
其他流动负债	207.58	202.09	268.51	312.43	372.45
非流动负债	334.51	688.02	496.20	318.06	170.72
长期借款	243.01	590.99	399.18	221.03	73.69
其他非流动负债	91.50	97.02	97.02	97.02	97.02
负债合计	901.39	1,264.57	1,200.86	1,137.96	1,148.21
少数股东权益	331.46	302.74	302.78	302.85	302.94
股本	205.99	205.99	205.99	205.99	205.99
资本公积	1,631.55	1,621.42	1,621.42	1,621.42	1,621.42
留存收益	460.90	515.04	568.31	662.05	795.42
归属母公司股东权益	2,298.44	2,342.44	2,395.71	2,489.46	2,622.82
负债和股东权益	3,531.29	3,909.75	3,899.35	3,930.26	4,073.97
利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,429.39	1,725.13	1,932.14	2,279.93	2,735.91
营业成本	1,093.64	1,322.85	1,522.53	1,771.50	2,112.12
营业税金及附加	2.01	8.91	4.78	5.64	6.77
销售费用	23.68	38.24	42.51	45.60	49.25
管理费用	170.75	210.29	237.65	273.59	325.57
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-2.40	12.68	21.51	10.59	0.71

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资产减值损失	-0.02	-5.09	-1.91	-2.25	-2.70
信用减值损失	-0.13	0.64	-0.44	-0.51	-0.62
其他收益	4.76	4.41	4.17	4.17	4.17
公允价值变动收益	9.06	0.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.98	0.33	0.33	0.33
资产处置收益	0.01	-0.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	155.41	133.86	105.32	174.74	242.67
营业外收入	22.11	4.67	9.90	9.90	9.90
营业外支出	26.13	18.90	23.87	23.87	23.87
利润总额	151.39	119.64	91.34	160.77	228.70
所得税	35.81	47.31	27.93	49.16	69.94
净利润	115.58	72.33	63.41	111.60	158.76
少数股东损益	10.55	-11.86	0.04	0.07	0.10
归属母公司净利润	105.03	84.18	63.37	111.54	158.67
EBITDA	270.38	288.66	699.69	766.57	698.13
EPS（元）	0.51	0.41	0.31	0.54	0.77
现金流量表					
经营活动现金流	193.71	214.32	754.10	784.86	723.53
净利润	115.58	72.33	63.41	111.60	158.76
折旧摊销	121.40	156.33	586.84	595.22	468.72
财务费用	-2.40	12.68	21.51	10.59	0.71
投资损失	0.00	-0.98	-0.33	-0.33	-0.33
营运资金变动	-42.00	-26.42	85.57	70.68	98.57
其他经营现金流	1.12	0.37	-2.90	-2.90	-2.90
投资活动现金流	-390.00	-537.50	3.33	3.33	3.33
资本支出	501.42	580.92	0.00	0.00	0.00
长期投资	290.22	-33.60	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,181.64	-1,084.82	3.33	3.33	3.33
筹资活动现金流	-33.60	169.31	-223.43	-206.52	-173.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	110.65	347.99	-191.82	-178.14	-147.34
其他筹资现金流	-144.25	-178.68	-31.62	-28.37	-26.01
现金净增加额	-229.89	-153.88	534.00	581.67	553.51

资料来源：iFind，中信建投证券

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 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。

华冉

医疗器械与服务团队分析师，清华大学公共管理博士，覆盖家用器械、低值耗材、医疗服务行业和脑机接口、AI 医疗板块。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

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。

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