

2026 年 08 月 03 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

三博脑科（301293）

北京旗舰落地运营蓄力放量，脑机接口临床转化渐行渐近

报告摘要

◆ 中国最大民营神经专科医疗集团，"医教研"一体化构筑核心壁垒

公司是中国最大的集医疗、教学与科研为一体的民营神经专科特色医疗服务集团，坚持"医教研"一体化发展理念，旗下运营 9 家医院、另有 1 家在建，覆盖北京、重庆、福建、云南、湖南、河南、陕西、四川八个省市，辐射华北、西南、东南、华中、西北等地区。公司拥有临床经验丰富的专业神经外科医疗团队，凭借灵活的机制体制、先进的管理经验和优质的医疗服务，在行业内影响力持续提升。公司通过自建、并购相结合的方式逐步建立辐射全国的神经专科医疗服务网络，2024 年 11 月完成对大行广泽的收购并入合并报表，未来将进一步完善在长三角、珠三角等地区的布局。

◆ 2025 年营收高增 20.69%，新院区投入运营短期压制利润但经营现金流稳健

2025 年公司实现营收 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%），经营活动现金流净额 1.88 亿元（+16.31%）。营收增长主因北京三博收入增加及成都三博全年并表；利润端承压主要系昆明三博、西安三博改造等新建院区的房产、设备折旧及人力成本增加，收入尚处爬坡期。2026 年一季度，归母净利润 0.15 亿元（-60.76%），主因北京新院区于 2026 年 1-2 月完成整体搬迁期间业务短期受限，叠加新院区投用后固定成本大幅增加；但经营活动现金流净额 0.39 亿元，同比大增 28501%，经营流动性改善。分季度看，2025 年 Q1-Q4 营收分别为 3.93/4.34/4.46/4.52 亿元，呈逐季提升态势。

◆ 北京新院区 2026Q1 正式运营，搬迁完成后门诊与手术量快速回升

北京三博新院区 2025 年 12 月取得执业许可，2026 年 1-2 月完成整体搬迁，一季度正式投入运营。搬迁完成后，各亚专业科室床位使用率提升较快，门诊量和手术量均实现较快增长，持续处于盈利状态。新院区同时作为国家

投资评级

买入

首次评级

2026 年 08 月 03 日

收盘价(元):

53.43

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	205.99
总市值(百万)	11,005.88
流通股本(百万股)	205.99
流通市值(百万)	11,005.88
12 月最高/最低价(元)	103.00/46.83
资产负债率(%)	31.97
每股净资产(元)	11.45
市盈率(TTM)	180.71
市净率(PB)	4.67
净资产收益率(%)	0.64

股价走势图



作者

闫智

分析师

SAC 执业证书：S0640524070001

联系电话：

邮箱：yanz@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

药物/器械临床试验机构设置了研究性病房，可开展新药、新器械的安全性和有效性验证，为脑机接口等前沿技术的临床转化提供硬件基础。

◆ 联合清华共建脑机精准医学研究中心，临床验证阶段已启动

在脑科学发展方面，公司下属北京三博与清华大学（生物医学工程学院）开展合作，双方共同成立脑机精准医学联合研究中心，目前合作在持续推进中。公司还通过参与设立脑科学创新基金，进行相关产业投资和业务协同布局，不断提升临床诊疗水平和科技赋能。脑机接口技术在神经医疗领域有较大应用空间，公司依托在神经外科领域中积累的临床场景与诊疗经验，为脑机接口手术提供支撑，目前应用端处于初步实验验证阶段，包括招募实验患者、做课题和适应症研究。随着脑机接口被列入“十五五”产业战略及国家医保局推进相关服务价格设立，公司作为国内神经外科临床资源最丰富的民营医疗集团之一，有望成为脑机接口商业化落地的重要民营临床承接平台。

◆ 投资建议

我们认为，公司当前利润承压的本质是北京旗舰搬迁与多院区集中投产的阶段性代价，随着北京新院门诊手术量持续爬坡、昆明及西安逐步跨过盈亏平衡线，收入规模效应有望在未来推动利润拐点确立。公司作为中国最大民营神经专科医疗集团，具备承接脑机接口技术从实验室走向注册临床的通道价值，这一稀缺卡位在 BCI 产业化提速、医保定价机制落地的大背景下，或迎来持续增长。预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 20.12 亿元、23.29 亿元、26.74 亿元；归母净利润分别为 0.84 亿元、1.28 亿元、1.74 亿元，对应目前 PE 分别为 133.16X/87.99X/64.51X，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

新建院区业务爬坡不及预期、医保政策调整、核心医疗人才流失、脑机接口临床研究及商业化进展不及预期

◆ 盈利预测

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1429.39	1725.13	2012.77	2329.40	2673.67
增长率（%）	8.84%	20.69%	16.67%	15.73%	14.78%
归母净利润（百万元）	105.03	84.18	84.40	127.72	174.23
增长率（%）	34.24%	-19.85%	0.26%	51.33%	36.41%
毛利率（%）	23.49%	23.32%	21.65%	22.30%	22.79%
每股收益（元）	0.51	0.41	0.41	0.62	0.85
市盈率 PE	107.00	133.50	133.16	87.99	64.51
市净率 PB	4.89	4.80	4.66	4.46	4.21
净资产收益率 ROE（%）	4.57%	3.59%	3.50%	5.07%	6.53%

资料来源：iFind，中航证券研究所

表 1 公司分产品收入预测表

单位：百万元		2024	2025	2026E	2027E	2028E
医疗服务收入	收入	1,091.02	1,286.84	1,518.47	1,776.62	2,060.87
	增速	8.47%	17.95%	18.00%	17.00%	16.00%
	毛利率	27.09%	25.32%	25.30%	25.70%	25.90%
销售药品收入	收入	323.03	422.37	477.28	534.55	593.35
	增速	7.97%	30.75%	13.00%	12.00%	11.00%
	毛利率	10.96%	16.94%	10.00%	11.00%	12.00%
其他业务	收入	10.60	12.27	13.74	15.12	16.33
	增速	26.42%	15.76%	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	43.24%	35.47%	26.00%	25.00%	25.00%
供应链业务	收入	4.75	3.64	3.28	3.12	3.12
	增速		-23.26%	-10.00%	-5.00%	0.00%
	毛利率	5.28%	13.35%	9.00%	8.00%	7.00%
营业收入	收入	1,429.39	1,725.13	2,012.77	2,329.40	2,673.67
	增速	8.84%	20.69%	16.67%	15.73%	14.78%
	毛利率	23.49%	23.32%	21.65%	22.30%	22.79%

资料来源：iFind，中航证券研究所预测

财务报表与财务指标

资产负债表						利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	708.35	447.72	1003.83	1605.42	2142.77	营业收入	1429.39	1725.13	2012.77	2329.40	2673.67
应收票据及账款	120.37	114.36	143.38	169.12	197.78	营业成本	1093.64	1322.85	1577.00	1809.98	2064.40
预付账款	1.69	1.65	2.21	2.55	2.93	税金及附加	2.01	8.91	4.98	5.76	6.61
其他应收款	11.09	10.57	16.54	19.15	21.98	销售费用	23.68	38.24	34.22	38.90	44.12
存货	53.74	63.21	77.77	89.26	101.81	管理费用	170.75	210.29	241.53	267.88	294.10
其他流动资产	85.23	21.15	32.22	37.29	42.80	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	980.46	658.66	1275.95	1922.79	2510.06	财务费用	-2.40	12.68	21.47	10.47	0.59
长期股权投资	0.00	10.68	10.58	10.47	10.37	资产减值损失	-0.02	-5.09	-1.99	-2.30	-2.64
固定资产	728.58	1787.40	1497.43	1199.07	892.33	信用减值损失	-0.13	0.64	-0.45	-0.52	-0.60
在建工程	866.19	321.05	267.55	214.04	160.53	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	579.74	573.93	465.46	356.98	248.51	投资收益	0.00	0.98	0.33	0.33	0.33
长期待摊费用	80.49	269.76	134.88	0.00	0.00	公允价值变动损益	9.06	0.82	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	295.83	288.26	288.26	288.26	288.26	资产处置收益	0.01	-0.04	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2550.82	3251.09	2664.15	2068.82	1599.99	其他收益	4.76	4.41	4.17	4.17	4.17
资产总计	3531.29	3909.75	3940.10	3991.61	4110.05	营业利润	155.41	133.86	135.62	198.07	265.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	22.11	4.67	9.90	9.90	9.90
应付票据及账款	359.30	374.46	453.66	525.64	599.52	营业外支出	26.13	18.90	23.87	23.87	23.87
其他流动负债	207.58	202.09	274.06	324.31	369.66	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	566.88	576.55	727.72	849.94	969.19	利润总额	151.39	119.64	121.65	184.10	251.13
长期借款	243.01	590.99	399.18	221.03	73.69	所得税	35.81	47.31	37.20	56.30	76.80
其他非流动负债	91.50	97.02	97.02	97.02	97.02	净利润	115.58	72.33	84.45	127.80	174.33
非流动负债合计	334.51	688.02	496.20	318.06	170.72	少数股东损益	10.55	-11.86	0.05	0.08	0.10
负债合计	901.39	1264.57	1223.92	1168.00	1139.90	归属母公司净利润	105.03	84.18	84.40	127.72	174.23
股本	205.99	205.99	205.99	205.99	205.99	EBITDA	238.55	262.62	729.96	789.79	720.44
资本公积	1631.55	1621.42	1621.42	1621.42	1621.42	NOPLAT	105.56	85.94	113.33	149.05	188.71
留存收益	460.90	515.04	585.98	693.33	839.77	EPS(元)	0.51	0.41	0.41	0.62	0.85
归属母公司权益	2298.44	2342.44	2413.38	2520.74	2667.18	主要财务比率					
少数股东权益	331.46	302.74	302.79	302.87	302.97	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股东权益合计	2629.90	2645.19	2716.17	2823.61	2970.15	成长能力					
负债和股东权	3531.29	3909.75	3940.10	3991.61	4110.05	营收增长率	8.84%	20.69%	16.67%	15.73%	14.78%
现金流量表						营业利润增长率	9.46%	-13.86%	1.32%	46.04%	33.84%
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT增长率	31.34%	-11.19%	8.16%	35.95%	29.37%
税后经营利润	115.58	72.33	91.03	134.38	180.91	EBITDA增长率	19.83%	10.09%	177.95%	8.20%	-8.78%
折旧与摊销	89.57	130.30	586.84	595.22	468.72	归母净利润增长率	34.24%	-19.85%	0.26%	51.33%	36.41%
财务费用	-2.40	12.68	21.47	10.47	0.59	经营现金流增长率	-34.07%	16.31%	314.03%	3.55%	-12.08%
投资损失	0.00	-0.98	-0.33	-0.33	-0.33	盈利能力					
营运资金变动	-42.00	-26.42	90.00	76.97	69.32	毛利率	23.49%	23.32%	21.65%	22.30%	22.79%
其他经营现金	1.12	0.37	-9.48	-9.48	-9.48	净利率	8.09%	4.19%	4.20%	5.49%	6.52%
经营性现金净	161.88	188.28	779.53	807.24	709.74	营业利润率	10.87%	7.76%	6.74%	8.50%	9.92%
资本支出	501.42	580.92	0.00	0.00	0.00	ROE	4.57%	3.59%	3.50%	5.07%	6.53%
长期投资	290.22	-33.60	0.00	0.00	0.00	ROA	2.97%	2.15%	2.14%	3.20%	4.24%
其他投资现金	-178.80	77.02	3.33	3.33	3.33	ROIC	8.89%	3.81%	3.92%	6.65%	11.80%
投资性现金净	-390.00	-537.50	3.33	3.33	3.33	估值倍数					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	107.00	133.50	133.16	87.99	64.51
长期借款	110.65	347.99	-191.82	-178.14	-147.34	P/S	7.86	6.51	5.58	4.82	4.20
普通股增加	47.54	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.89	4.80	4.66	4.46	4.21
资本公积增加	-59.58	-10.14	0.00	0.00	0.00	股息率	0.27%	0.00%	0.12%	0.18%	0.25%
其他筹资现金	-132.20	-168.54	-34.93	-30.84	-28.37	EV/EBIT	59.56	95.94	77.31	53.03	38.41
筹资性现金净	-33.60	169.31	-226.75	-208.99	-175.71	EV/EBITDA	37.20	48.34	15.16	13.06	13.42
现金流量净额	-261.72	-179.91	556.11	601.59	537.35	EV/NOPLAT	84.06	147.72	97.64	69.22	51.23

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637