



# 微电生理 (688351.CH) : 1Q25 归母净利润提升明显, 27 省联盟集采续约有望于 2H25 启动

公司 1Q25 收入增长稳健, 国内收入同比实现个位数百分比增长, 国际收入同比增速 >50%, 预计全年海外收入仍能维持较高增速。此外, 受益于有效的降本控费, 公司 1Q25 归母净利润同比实现高增长, 归母净利率同比明显改善。福建牵头的 27 省联盟集采续约有望于 2H25 启动, 预计中标价仍有温和下降压力。维持“买入”评级及目标价人民币 27.9 元。

- 1Q25 归母净利润提升明显:** 1Q25 收入同比+17%至人民币 1.0 亿元, 其中国内业务同比实现个位数百分比增长, 海外收入同比增速 >50%; 主要新产品 (压力消融导管、冷冻消融导管、高密度标测导管) 占比约 30%, 新产品销售收入同比增长超 50%; 1Q25 国内及海外设备投放约 20 台 (vs 全年投放目标 100 台), 目前装机量整体约 400 台, 销售人员国内 160 人 (一半约为跟台人员); **毛利率 60.6%**, 同比基本持平, **归母净利润同比+329%至 1,787 万元**, 归母净利率同比提升 12.5pcts 至 17.2%。
- 2025 年海外收入有望维持高速增长, 27 省联盟集采续约有望于 2H25 启动。** 海外 1Q25 手术量 1,000+ 台 (同比双位数增长), 其中约一半手术使用压力导管。海外业务中拉美市场增速最高。从收入角度, 公司预计全年海外增速仍将维持较高增速, 但增速相较 2024 年将有所放缓 (2024 年海外收入同比+52%)。国内 1Q25 手术量 5,000+ 台 (同比个位数增长), 其中约 30% 使用压力导管, 目前公司进入了约 50 家在国内手术量排名前 200 的手术中心, 入院数量仍有进一步提升空间。福建牵头的 27 省联盟电生理集采续约有望于 2H25 启动, 预计中标价仍将有温和的下降压力。
- 关税战背景下, 公司加快原材料国产化比例。** 公司 2024 年原材料中进口比例约 40% (vs 2022 年: 约 60%), 由美国进口原材料比例约 10% (vs 2022 年: 约 30%), 美国进口原材料比例并不高。公司目前正在加快对美国进口原材料的替代, 该部分原材料此前多有美国、中国两个供方, 目前正逐步加大中国供方比例。
- 研发管线顺利推进:** 1) **PFA:** 参股的商阳医疗 PFA 产品已于今年 4 月获批, 目前在挂网过程中; 此外, 公司自研导管预计也将于 2025 年内获批; 2) **RDN:** 正在多家中心开展临床入组, 有望于 2026 年获批; 3) **3D 心腔内超声:** 目前已启动临床研究, 该产品可实现 3D ICE 导管的可视化、3D 超声建模、控弯指示等创新功能, 可有效减少 X 射线暴露量, 该产品有望于 2026 年获批。
- 维持“买入”评级及目标价人民币 27.90 元。** 我们预计 2025-27E 公司收入人民币 5.1 亿/6.6 亿/8.4 亿元, 给予公司 20x 2026E PS 目标估值倍数, 目标价人民币 27.9 元, 该目标估值倍数较公司上市以来均值基本持平。
- 投资风险:** 政策风险、电生理手术量及核心产品销售增速不及预期。

胡泽宇, CFA

医药分析师  
 ryan\_hu@spdbi.com  
 (852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师  
 Jing\_yang@spdbi.com  
 (852) 2808 6434

2025 年 4 月 30 日

## 评级

**买入**

目标价 (人民币)	27.90
潜在升幅/降幅	+38%
目前股价 (人民币)	20.22
52 周内股价区间 (人民币)	16.1-28.5
总市值 (百万人民币)	9,516
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	91

注: 数据截至 2025 年 4 月 29 日

## 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	329	413	505	656	842
同比变动 (%)	26.5%	25.5%	22.3%	29.7%	28.5%
归母净利润	6	52	74	89	113
同比变动 (%)	91.4%	815.4%	42.7%	19.7%	27.6%
PS (x)	28.9	23.0	18.8	14.5	11.3

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>329</b>	<b>413</b>	<b>505</b>	<b>656</b>	<b>842</b>
营业成本	-120	-171	-208	-281	-357
<b>毛利润</b>	<b>209</b>	<b>243</b>	<b>298</b>	<b>374</b>	<b>485</b>
税金及附加	-2	-3	-4	-5	-6
销售费用	-109	-111	-126	-154	-198
管理费用	-41	-43	-48	-62	-80
研发费用	-91	-77	-89	-109	-141
财务费用	6	3	-1	2	5
其他收益	16	27	28	29	38
投资净收益	10	9	9	9	9
公允价值变动净收益	12	11	12	12	12
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>8</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>96</b>	<b>124</b>
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	-2	-2	-3	-4	-5
<b>利润总额</b>	<b>6</b>	<b>52</b>	<b>75</b>	<b>92</b>	<b>119</b>
所得税	0	0	-1	-3	-6
<b>净利润</b>	<b>6</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>89</b>	<b>113</b>
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>6</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>89</b>	<b>113</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>货币资金</b>	<b>266</b>	<b>269</b>	<b>433</b>	<b>670</b>	<b>776</b>
现金及等价物	256	269	433	670	775
其他	10	0	0	0	0
应收票据及应收账款	55	74	79	102	131
存货	122	128	150	0	0
其他流动资产	1,076	1,048	1,016	1,017	1,019
<b>流动资产合计</b>	<b>1,519</b>	<b>1,519</b>	<b>1,677</b>	<b>1,790</b>	<b>1,926</b>
固定资产	90	92	96	100	103
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	86	73	62	52	44
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	128	150	142	144	145
<b>非流动资产合计</b>	<b>304</b>	<b>316</b>	<b>301</b>	<b>296</b>	<b>292</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	37	50	53	72	91
其他流动负债	59	59	65	65	65
<b>流动负债合计</b>	<b>96</b>	<b>108</b>	<b>118</b>	<b>137</b>	<b>156</b>
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	44	41	41	41
<b>非流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
实收资本(或股本)	471	471	471	471	471
资本公积金	1,264	1,268	1,271	1,271	1,271
其它综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积金	0	1	1	1	1
未分配利润	-49	2	76	165	279
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,685</b>	<b>1,742</b>	<b>1,819</b>	<b>1,908</b>	<b>2,021</b>

### 现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>6</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>89</b>	<b>113</b>
固定资产折旧	11	15	16	17	17
无形资产摊销	10	14	11	10	8
财务费用	1	1	1	-2	-5
存货的减少	-58	-21	-22	150	0
经营性应收项目的减少	-24	-18	-11	-27	-33
经营性应付项目的增加	24	24	8	19	19
其他	-8	0	18	0	0
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-38</b>	<b>67</b>	<b>95</b>	<b>256</b>	<b>120</b>
资本开支	-42	-44	-20	-20	-20
其他	-233	0	89	0	0
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-275</b>	<b>-44</b>	<b>69</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	0	0	0	0
分配股利或偿付利息	0	0	-1	2	5
其他	-10	-11	0	0	0
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>
现金及现金等价物净增加额	-323	13	164	237	105
期初现金及现金等价物	578	256	269	433	670
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>256</b>	<b>269</b>	<b>433</b>	<b>670</b>	<b>775</b>

### 财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.01	0.11	0.16	0.19	0.24
每股销售额	0.70	0.88	1.07	1.39	1.79
<b>同比变动</b>					
收入	26.5%	25.5%	22.3%	29.7%	28.5%
经营溢利	152.7%	613.1%	43.0%	22.5%	30.2%
归母净利润	91.4%	815.4%	42.7%	19.7%	27.6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	63.5%	58.7%	58.9%	57.1%	57.6%
经营利润率	2.3%	13.2%	15.4%	14.6%	14.8%
归母净利润率	1.7%	12.6%	14.7%	13.6%	13.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	0.3%	3.0%	4.2%	4.8%	5.8%
平均资产回报率	0.3%	2.8%	3.8%	4.4%	5.3%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	15.8	14.0	14.2	13.1	12.3
速动比率 (x)	14.5	12.9	12.9	13.1	12.3
现金比率 (x)	2.8	2.5	3.7	4.9	5.0
负债/权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	1,671.1	182.8	128.1	107.0	83.8
市销率 (x)	28.9	23.0	18.8	14.5	11.3

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 微电生理 PS Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 微电生理



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	332.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.5	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.2	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.6	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	31.8	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	249.8	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	149.0	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	246.9	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	49.0	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	37.0	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	50.7	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.8	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.8	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	53.7	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.9	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	87.3	买入	90.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.7	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	45.0	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	38.4	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	47.7	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	24.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.7	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.6	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	49.6	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.9	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	60.7	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	60.5	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.7	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.5	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	23.1	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	37.9	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	215.9	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	17.1	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.1	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.4	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.2	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	18.2	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	424.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.3	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.7	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.1	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.9	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.5	持有	6.6	互联网医疗

注: 数据截至 2025 年 4 月 29 日收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

