



微电生理 (688351.CH)：1H25 海外业务增长势头不改，国内覆盖医院数仍有较大提升空间

公司 1H25 海外收入增长势头不改，同比+>40%，弥补了国内业务相对平缓的收入增速，叠加毛利率与费用率改善，公司归母净利润同比实现较快增长。公司目前在国内覆盖了约 40%可进行三维电生理手术的医院，长期仍具有较大的入院拓展空间，27 省联盟电生理集采续约有望于年内启动，有望成为公司产品加速入院推广的契机。维持“买入”评级，升目标价至人民币 29.0 元。

- 海外业务增长势头不改，费用率改善拉动 1H25 净利快速增长。1H25 收入同比+13%至人民币 2.2 亿元，其中国内收入增速相对平缓，海外收入同比+>40%，1H25 海外收入占比进一步提升至 31% (vs 2024 年全年海外占比 29%)；按产品收入构成看：消融导管收入占比 40+%，标测导管占比 30+%，针鞘类产品占比 10+%，设备类占比个位数百分比；毛利率同比+1.0pcts 至 60.1%，主要由于产品收入构成变动所致；受益于费用率改善，1H25 归母净利润同比+92%至 3,267 万元，归母净利率同比提升 6.0pcts 至 14.6%；扣非归母净利润同比大幅增长至 2,081 万元 (vs 1H24: 92 万元)。单季度看，2Q25 收入/毛利率/归母净利润/扣非归母净利润同比+10%/+1.8pcts/+15%/+263%。
- 27 省联盟电生理集采续约有望于年内启动，公司国内入院数量仍有较大提升空间。截至 1H25 末，公司三维电生理手术覆盖医院 1,000+ 家，目前国内可开展三维电生理手术的医院约为 2,300 家，公司产品仍有较大的入院推广潜力。此外，福建牵头的 27 省电生理集采联盟采购期于年内陆续到期，新一轮续约或有望于 4Q25 启动，相较首轮集采，公司已具备高密度标测导管及压力感应导管相对完善的产品组合，若此次续约有不错的中标表现，或可明显缩短产品进院审批流程，加速公司产品入院推广。
- 研发管线顺利推进：1) PFA：参股的高阳医疗 PFA 设备及一次性使用磁电定位心脏脉冲电场消融导管均已于 1H25 获批，并已在多家中心完成三维消融房颤手术；2) RDN：正在多家中心开展临床入组，目前已入组 40+患者，公司预计有望于 2026 年国内获批；3) EasyEcho (一次性心腔超声导管)：可通过获取二维超声图像，于三维标测系统中显示，并实现 3D ICE 导管的可视化、3D 超声建模、控弯指示等功能，有效提升手术安全性及减少 X 射线，目前已提交注册申请，有望 2026 年国内获批。
- 维持“买入”评级，上调目标价至人民币 29.0 元。我们预计 2025-27E 公司归母净利润达人民币 8,115 万/1.2 亿/1.8 亿元，给予公司 2.4x PEG 目标估值倍数，目标价人民币 29.0 元。
- 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。

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	475	591	757
同比变动 (%)	26.5%	25.5%	15.1%	24.4%	28.1%
归母净利润	6	52	81	115	176
同比变动 (%)	91.4%	815.4%	55.9%	41.4%	53.4%
P/E (x)	2081.0	227.7	146.0	103.2	67.3
P/S (x)	36.0	28.7	24.9	20.0	15.6

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 8 月 28 日

评级

买入

目标价 (人民币)	29.0
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (人民币)	24.4
52 周内股价区间 (人民币)	16.1-27.8
总市值 (百万人民币)	11,487
近 3 月日均成交额 (百万)	102

注：数据截至 2025 年 8 月 27 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

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	329	413	475	591	757
营业成本	-120	-171	-189	-234	-291
毛利润	209	243	286	357	467
税金及附加	-2	-3	-4	-4	-6
销售费用	-109	-111	-128	-145	-170
管理费用	-41	-43	-45	-53	-66
研发费用	-91	-77	-67	-71	-83
财务费用	6	3	8	7	9
其他收益	16	27	14	12	15
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	-3	-3	-3
信用减值损失	-1	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	2	2	2
营业利润	8	55	85	122	186
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	-2	-2	-3	-3	-4
利润总额	6	52	82	118	182
所得税	0	0	-1	-4	-5
净利润	6	52	81	115	176
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	6	52	81	115	176

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	266	269	746	928	1,026
现金及等价物	256	269	746	927	1,025
其他	10	0	0	0	0
应收票据及应收账款	55	74	74	92	118
存货	122	128	150	0	0
其他流动资产	1,076	1,048	614	616	618
流动资产合计	1,519	1,519	1,584	1,636	1,761
固定资产	90	92	191	275	347
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	152	153	155
非流动资产合计	304	316	405	481	546
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	37	50	52	64	80
其他流动负债	59	59	71	71	71
流动负债合计	96	108	122	135	150
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
非流动负债合计	42	44	41	41	41
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	83	198	374
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	1,685	1,742	1,826	1,940	2,116

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6	52	81	115	176
固定资产折旧	11	15	32	46	58
无形资产摊销	10	14	11	10	8
财务费用	1	1	-8	-7	-9
存货的减少	-58	-21	-22	150	0
经营性应收项目的减少	-24	-18	-7	-21	-30
经营性应付项目的增加	24	24	12	12	15
其他	-8	0	10	0	0
经营活动现金流量净额	-38	67	110	305	218
资本开支	-42	-44	-130	-130	-130
其他	-233	0	489	0	0
投资活动现金流量净额	-275	-44	359	-130	-130
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	8	7	9
其他	-10	-11	0	0	0
筹资活动现金流量净额	-10	-11	8	7	9
现金及现金等价物净增加额	-323	13	477	182	98
期初现金及现金等价物	578	256	269	746	927
期末现金及现金等价物	256	269	746	927	1,025

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.01	0.11	0.17	0.24	0.37
每股销售额	0.70	0.88	1.01	1.26	1.61
同比变动					
收入	26.5%	25.5%	15.1%	24.4%	28.1%
经营溢利	152.7%	613.1%	55.4%	43.7%	52.7%
归母净利润	91.4%	815.4%	55.9%	41.4%	53.4%
费用与利润率					
毛利率	63.5%	58.7%	60.2%	60.4%	61.6%
经营利润率	2.3%	13.2%	17.8%	20.6%	24.5%
归母净利率	1.7%	12.6%	17.1%	19.4%	23.2%
回报率					
平均股本回报率	0.3%	3.0%	4.5%	6.1%	8.7%
平均资产回报率	0.3%	2.8%	4.2%	5.6%	8.0%
财务杠杆					
流动比率 (x)	15.8	14.0	12.9	12.1	11.7
速动比率 (x)	14.5	12.9	11.7	12.1	11.7
现金比率 (x)	2.8	2.5	6.1	6.9	6.8
负债/权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
估值					
市盈率 (x)	2,081.0	227.7	146.0	103.2	67.3
市销率 (x)	36.0	28.7	24.9	20.0	15.6

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 P/E 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

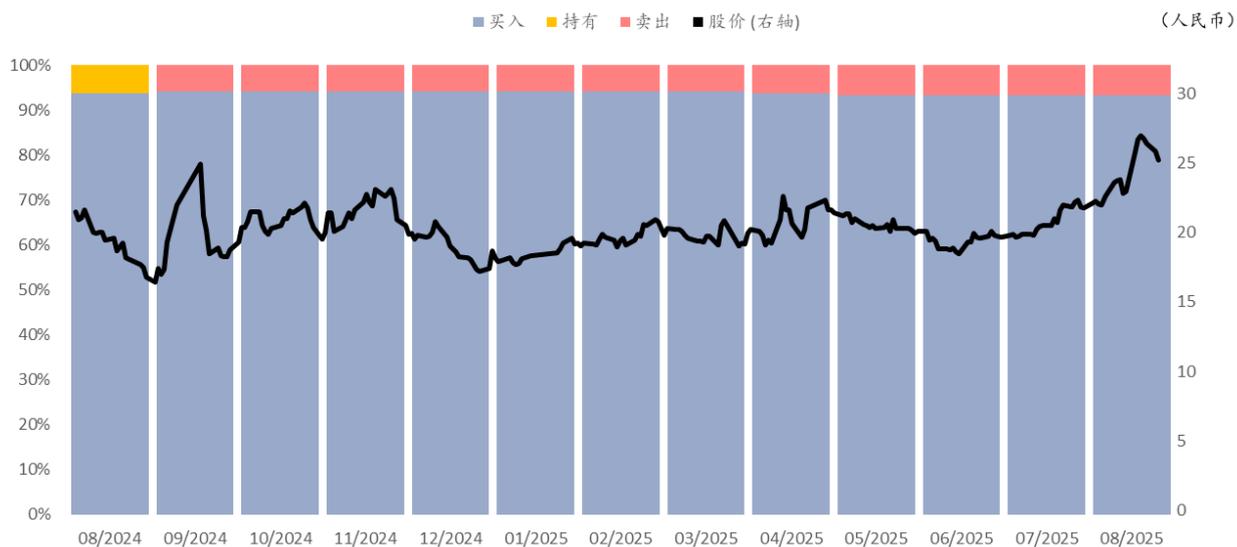
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	463.4	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.8	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.6	买入	18.0	生物科技
9688.HK Equity	再鼎医药	25.9	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	34.3	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	308.9	买入	349.0	生物科技
6160.HK Equity	百济神州	178.7	买入	211.0	生物科技
688235.CH Equity	百济神州	246.0	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.9	买入	5.4	生物科技
1952.HK Equity	云顶新耀	69.9	买入	25.0	生物科技
9995.HK Equity	荣昌生物	87.9	持有	29.0	生物科技
688331.CH Equity	荣昌生物	82.6	持有	40.0	生物科技
9969.HK Equity	诺诚健华	16.8	买入	21.0	生物科技
688428.CH Equity	诺诚健华	28.5	买入	34.0	生物科技
1801.HK Equity	信达生物	91.0	买入	95.0	生物科技
6622.HK Equity	兆科眼科	3.8	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	10.0	持有	4.25	生物科技
9926.HK Equity	康方生物	157.0	买入	129.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	9.6	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	66.5	买入	60.0	生物科技
IMAB.US Equity	天境生物	5.2	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	79.2	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	80.5	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	42.7	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	16.1	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	12.9	买入	6.0	生物科技
600276.CH Equity	恒瑞医药	63.1	买入	80.0	制药
1276.HK Equity	恒瑞医药	72.5	买入	95.0	制药
1177.HK Equity	中国生物制药	7.9	买入	9.1	制药
2359.HK Equity	药明康德	102.0	买入	128.5	CRO/CDMO
603259.CH Equity	药明康德	95.4	买入	113.5	CRO/CDMO
3759.HK Equity	康龙化成	20.8	买入	27.0	CRO/CDMO
300759.CH Equity	康龙化成	29.5	买入	39.0	CRO/CDMO
2269.HK Equity	药明生物	31.8	持有	30.0	CRO/CDMO
2268.HK Equity	药明合联	54.6	买入	69.0	CRO/CDMO
300760.CH Equity	迈瑞医疗	247.3	买入	300.0	医疗器械
2252.HK Equity	微创机器人	19.7	买入	15.1	医疗器械
2500.HK Equity	启明医疗	3.9	买入	10.0	医疗器械
9996.HK Equity	沛嘉医疗	7.5	买入	9.6	医疗器械
2160.HK Equity	心通医疗	1.4	买入	3.4	医疗器械
2172.HK Equity	微创脑科学	13.8	买入	15.5	医疗器械
688351.CH Equity	微电生理	24.4	买入	29.0	医疗器械
2190.HK Equity	归创通桥	22.9	买入	30.0	医疗器械
688617.CH Equity	惠泰医疗	280.1	买入	454.0	医疗器械
688236.CH Equity	春立医疗	21.9	买入	17.0	医疗器械
1858.HK Equity	春立医疗	15.6	买入	11.6	医疗器械
1789.HK Equity	爱康医疗	6.5	买入	8.0	医疗器械
2325.HK Equity	云康集团	2.4	买入	10.5	ICL
241.HK Equity	阿里健康	5.4	持有	4.7	互联网医疗
1833.HK Equity	平安好医生	19.2	持有	14.0	互联网医疗
6681.HK Equity	脑动极光	5.7	买入	7.5	数字疗法

注: 数据截至 2025 年 8 月 27 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

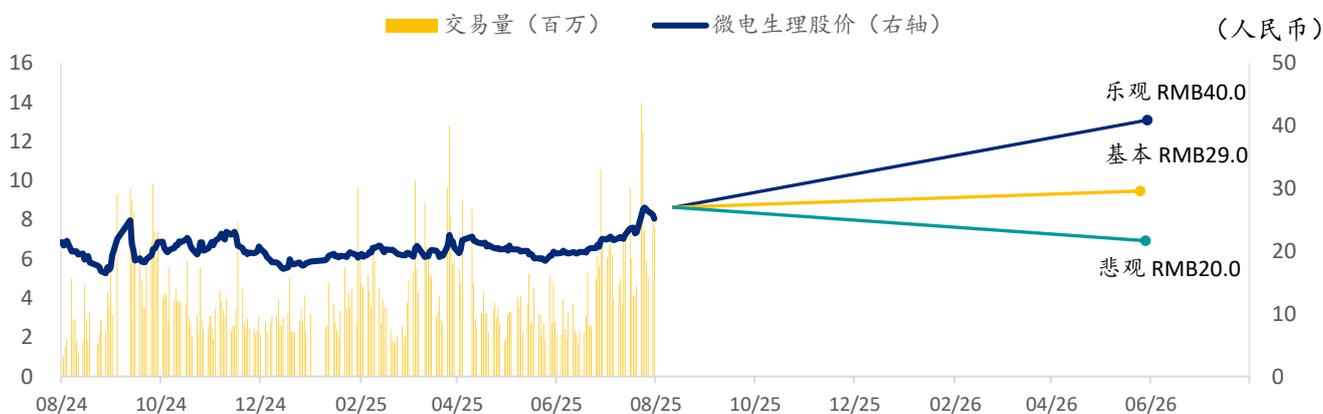
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 微电生理市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 微电生理 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 人民币 40.0 元

- 电生理手术量渗透率提升迅速;
- 未来 3 年收入复合增速 > 30%;
- 未来 3 年毛利率 > 65%;
- 未来 3 年归母净利润率 > 25%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 20.0 元

- 电生理手术量渗透率提升速度不及预期;
- 未来 3 年收入复合增速 < 15%;
- 未来 3 年毛利率 < 52%;
- 未来 3 年归母净利润率 < 14%

资料来源: 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个人。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、脑动极光 6681.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、脑动极光 6681.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

