

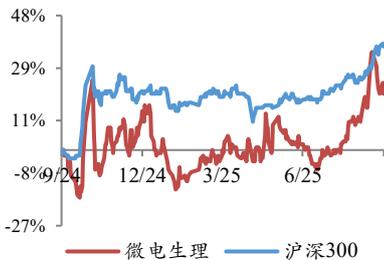
利润端持续改善，海外市场加速拓展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-03

收盘价(元)	23.88
近12个月最高/最低(元)	27.80/ 16.14
总股本(百万股)	471
流通股本(百万股)	125
流通股比例(%)	26.53
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	30

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】公司点评：微电生理 (688351)：2024 年费用端优化明显，海外市场加速 2025-03-31
- 【华安医药】公司点评：微电生理 (688351)：2024Q3 房颤布局加速，公司利润端表现亮眼 2024-10-23

主要观点：

✓ 事件：

公司公布 2025 年中报。2025H1 公司实现营收 2.24 亿元(+12.8%)，归母净利润 0.33 亿元(+92.0%)，扣非归母净利润 0.21 亿元(+2157.4%)，盈利能力大幅提升。

单季度看，2025Q2 实现营收 1.20 亿元(同比+10.1%，环比+15.4%)，归母净利润 0.15 亿元(同比+15.2%，环比-17.2%)，扣非归母净利润 0.08 亿元，业绩符合预期。

✓ 点评：

● 三维手术量国产第一，高端新品持续放量

截至 2025 年上半年，公司三维电生理手术覆盖医院 1000 余家，累计完成手术超 8 万例，国产厂商中排名第一。高端新品中，公司国内上半年压力监测导管使用量约 3000 根，其中三分之一用于房颤手术，该比例持续增长。根据公司 2025 年半年报披露，公司导管类产品实现收入 1.6 亿元，设备类和其他产品分别实现收入 0.2 亿元、0.5 亿元。

● 海外市场拓展加速，2025 上 H1 收入增速达 40%

国际市场方面，公司坚持全球化发展战略，重点巩固经销商渠道建立，加速海外三维手术量提升。2025 年上半年，公司国际市场实现收入 0.7 亿元，同比增长超 40%，并成功进入墨西哥、英国、卢旺达等国家市场，同时三维手术在 20 多个国家落地，其中德国、阿塞拜疆市场成功完成首例三维手术。

● 在研管线丰富，期待 PFA 产品拓展顺利

公司是全球少数同时拥有电生理设备和耗材全产品线生产能力的厂商。公司参股企业商阳医疗研发的脉冲消融产品已获 NMPA 批准上市，产品已在全国多家中心成功完成三维脉冲电场消融房颤手术治疗，该系统集建模、标测、消融等多功能于一体，实现了全程可视化实时操作与精准消融，大幅提升了 PFA 手术的安全性与有效性。

在研项目中，公司压力脉冲导管、心内超声导管提交 NMPA 注册申请，RDN 产品临床入组工作有序推进中。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 5.37 亿元、6.88 亿元和 8.92 亿元，收入增速分别为 30.0%、28.1%和 29.6%，2025-2027 年归母净利润分别实现 0.72 亿元、1.04 亿元和 1.44 亿元，增速分别为 37.3%、44.8%和 39.0%，2025-2027 年 EPS 预计分别为 0.15 元、0.22 元和 0.31 元，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 157x、109x 和 78x，维

持“买入”评级。

● 风险提示

公司新产品商业化不预期风险。

公司行业竞争格局恶化风险。

公司在研临床进展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	413	537	688	892
收入同比 (%)	25.5%	30.0%	28.1%	29.6%
归属母公司净利润	52	72	104	144
净利润同比 (%)	815.4%	37.3%	44.8%	39.0%
毛利率 (%)	58.7%	59.0%	59.9%	60.0%
ROE (%)	3.0%	3.9%	5.4%	7.0%
每股收益 (元)	0.11	0.15	0.22	0.31
P/E	172.15	157.15	108.57	78.10
P/B	5.14	6.20	5.86	5.45
EV/EBITDA	121.95	116.85	87.61	66.70

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1578	1675	1815	2010	营业收入	413	537	688	892
现金	269	291	355	440	营业成本	171	220	276	356
应收账款	74	72	125	129	营业税金及附加	3	4	5	6
其他应收款	1	3	3	5	销售费用	111	140	179	232
预付账款	3	10	10	13	管理费用	43	54	69	89
存货	128	201	220	317	财务费用	-3	-5	-6	-7
其他流动资产	1102	1098	1102	1106	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	316	332	327	328	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	69	69	69	69	投资净收益	9	11	14	18
固定资产	92	97	97	96	营业利润	55	72	104	144
无形资产	73	90	92	101	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	81	76	69	62	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1894	2007	2142	2338	利润总额	52	72	104	144
流动负债	108	150	181	234	所得税	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	52	72	104	144
应付账款	37	57	64	91	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	72	93	117	143	归属母公司净利润	52	72	104	144
非流动负债	44	44	44	44	EBITDA	71	94	124	162
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.11	0.15	0.22	0.31
其他非流动负债	44	44	44	44					
负债合计	152	194	225	277					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	471	471	471	471					
资本公积	1268	1268	1268	1268					
留存收益	3	74	178	322					
归属母公司股东权益	1742	1813	1917	2061					
负债和股东权益	1894	2007	2142	2338					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	67	65	86	111	成长能力				
净利润	52	72	104	144	营业收入	25.5%	30.0%	28.1%	29.6%
折旧摊销	40	38	40	43	营业利润	613.1%	31.2%	44.8%	39.0%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	815.4%	37.3%	44.8%	39.0%
投资损失	-9	-11	-14	-18	获利能力				
营运资金变动	-10	-34	-45	-58	毛利率 (%)	58.7%	59.0%	59.9%	60.0%
其他经营现金流	55	105	148	202	净利率 (%)	12.6%	13.3%	15.0%	16.1%
投资活动现金流	-44	-44	-21	-27	ROE (%)	3.0%	3.9%	5.4%	7.0%
资本支出	-44	-54	-35	-45	ROIC (%)	1.8%	3.0%	4.3%	5.7%
长期投资	-25	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	25	11	14	18	资产负债率 (%)	8.0%	9.7%	10.5%	11.9%
筹资活动现金流	-11	0	0	0	净负债比率 (%)	8.7%	10.7%	11.7%	13.5%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	14.57	11.14	10.02	8.61
长期借款	0	0	0	0	速动比率	13.34	9.73	8.74	7.18
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	5	0	0	0	总资产周转率	0.22	0.28	0.33	0.40
其他筹资现金流	-15	0	0	0	应收账款周转率	6.41	7.38	7.00	7.01
现金净增加额	13	22	64	85	应付账款周转率	4.61	4.70	4.55	4.61

每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.15	0.22	0.31
每股经营现金流(薄)	0.14	0.14	0.18	0.24
每股净资产	3.70	3.85	4.07	4.38

估值比率				
P/E	172.15	157.15	108.57	78.10
P/B	5.14	6.20	5.86	5.45
EV/EBITDA	121.95	116.85	87.61	66.70

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。