

心律管理业务拟与子公司心通医疗合并，债务结构持续优化

核心观点

公司近期公告，旗下心律管理业务 CRM 已经与子公司心通医疗签订合并协议，预期微创医疗公司全年利息支出将大幅下降，从而有效降低财务成本并优化集团债务结构。2025 年 H1 公司持续践行降本增效，聚焦主业的经营战略，利润端亏损大幅收窄。展望 2025 年下半年，公司冠脉、骨科和心律管理业务有望维持稳健增长；手术机器人有望高速增长；神经介入、心脏瓣膜和主动脉及外周介入业务继续快速增长；同时集团自有产品出海有望在 24 年 1 亿美金营收的基础上保持高速增长。近期，公司股权发生重大变化，上海国企持股比例显著增加，有利于公司治理持续改善、国资逐步赋能、不良资产处置、并购整合，加快成为全球医疗器械龙头之一的步伐。

事件

9 月 29 日，公司发布关于心律管理业务策略性重组的公告

公司宣布，集团旗下心律管理业务 CRM 已经与子公司心通医疗签订合并协议。根据协议，心通医疗将以每股 1.35 港元发行价向 CRM 股东发行总价值为 6.8 亿美金的新股。

近期，公司发布 2025 年半年报

公司 2025 年上半年实现营收 5.47 亿美元，同比下降 2.22%（剔除汇率影响）。2025 年 H1 净亏损为 3636.1 万美元，同比大幅收窄 65.9%，去年同期为亏损 1.07 亿美元；经调整净利润实现 122.1 万美元，同比扭亏为盈，去年同期经调整净利润为亏损 6407.4 万美元。基本 EPS 为-2.53 美分/每股。

简评

公司心律管理业务和子公司心通医疗有望达成合并重组，进一步优化公司债务结构

近期公司公告，公司旗下心律管理业务 CRM 已经与子公司心通医疗签订合并协议。根据协议，心通医疗将以每股 1.35HKD 发行价向 CRM 股东发行总价值为 6.8 亿美金的新股。

微创医疗 (0853. HK)

维持

买入

贺菊颖, hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存, wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

郑涛, zhengtaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060004

李虹达, lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期: 2025 年 10 月 14 日

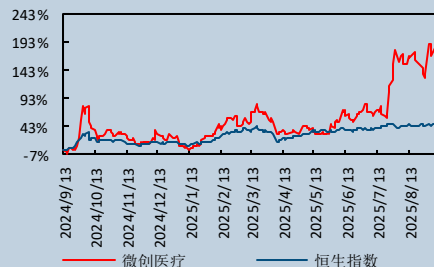
当前股价: 13.81 港元

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
6.07/0.12	58.37/50.08	202.19/147.95
12 月最高/最低价 (港元)		14.81/4.60
总股本 (万股)		191,293.79
流通 H 股 (万股)		191,293.79
总市值 (亿港元)		253.28
流通市值 (亿港元)		253.28
近 3 月日均成交量 (万)		4628.45
主要股东: Otsuka Medical Devices Co., Ltd.		20.73%

股价表现



相关研究报告

【中信建投医疗器械】微创医疗(0853): 国资入股有望改善公司治理, 创新医疗器械龙头迎来重大拐点

【中信建投医疗器械】微创医疗(0853): 2024 年利润端达到业绩指引, 公司扭亏为盈在即

【中信建投医疗器械】微创医疗(0853): 2023 年业绩增长略低于预期,

截至 25 年 9 月 29 日，非公司持有的本金为 1.28 亿美金的 CRM 高级可转债连同应计利息，已于 25 年 9 月主要通过 CRM 获得的年利率为 2.8% 的银行贷款通过再融资的方式予以赎回，完成该再融资后，CRM 所承担的财务融资费用已大幅减少。预计完成 CRM 与心通医疗的资本重组之后，CRM 业务的财务状况将获改善，由净负债转为净资产，其现金流及净亏损也将有所改善。CRM 的改善也会反应在集团合并报表层面，微创医疗全年利息支出将大幅下降，从而有效降低财务成本并优化集团债务结构。

25 年 H1 利润端业绩好于预期，收入端增长承压

25 年 H1 实现营收 5.47 亿美元，同比下降 2.22%（剔除汇率影响），主要由于复杂多变的地缘政治及国际贸易冲突、医保费用精细化管理的持续推进、部分业务集采执行落地晚于预期等外因，以及公司近年密集获批新产品尚处于商业化早期阶段，产品结构短期调整带来的新旧动能衔接存在一定时滞性等影响。

25 年 H1 净亏损 3636.1 万美元，同比大幅收窄 65.9%，去年同期为亏损 1.07 亿美元；经调整净利润实现 122.1 万美元，同比扭亏为盈，去年同期经调整净利润为亏损 6407.4 万美元。公司利润端亏损大幅收窄，经调整净利润扭亏为盈，主要由于公司持续优化资源配置和非核心业务处置，提升经营效率，改善盈利能力。25 年 H1，公司销售、管理、研发费用总金额同比下降 14.5%，费用率合计下降 8.1 个百分点，其中研发费用率下降 7.4 个百分点；25 年 H1 完成数家非核心业务处置，为公司带来约 0.26 亿美元的收益。

公司各项业务稳健发展，自有产品出海仍保持快速增长态势

分业务来看，冠脉营收 0.88 亿美元，同比下滑 4.2%；骨科营收 1.24 亿美元，同比下降 2.2%；心律管理营收 1.14 亿美元，同比增长 0.7%；主动脉及外周营收 1.00 亿美元，同比下降 10.0%；神经介入营收 0.53 亿美元，同比下降 7.1%；结构性心脏病营收 0.32 亿美元，同比增长 1.8%；手术机器人业务营收 0.24 亿美元，同比增长 75.3%；外科器械业务 647 万美元，同比增长 41.5%。

分地区看，2025 年上半年公司国内业务实现营收 2.77 亿美元，同比下滑 9.4%；海外业务实现 2.70 亿美元，同比增长 7.0%；其中北美地区营收 4213 万美元，同比下滑 10.5%；欧洲地区营收 1.59 亿美元，同比增长 9.3%；亚洲（中国除外）地区营收 4785 万美元，同比增长 26.5%；南美洲地区营收 1505 万美元，同比增长 11.9%。

公司自有品牌出海实现约 0.60 亿美元，同比增长 57.3%，其中手术机器人业务海外实现销售同比增长 188.6%，神经介入业务海外实现销售同比增长 67.4%，主动脉及外周业务海外实现销售同比增长 95.2%，结构性心脏病业务海外实现销售同比增长 235.3%。得益于海外市场的持续布局，公司品牌效应逐步凸显，公司自有产品出海收入近 5 年 CAGR 达到 56%。截至目前，公司产品进入全球 100 余个国家和地区，覆盖医院数量超过 20,000 家。凭借微创集团在海外市场完整的产品管线和营销网络布局，我们预计公司自有品牌出海有望成为公司下一增长曲线，有望保持长期快速增长。

平台化研发实力持续凸显，海内外产品注册稳步推进

25 年年初至 8 月底，微创医疗及联营公司共有 4 款产品进入国家创新医疗器械特别审批程序（“绿通”），累计拥有 40 款“绿通”产品，连续 10 年在医疗器械同业中排名第一。截至 2025 年 8 月底，公司在国内获得 20 项 NMPA 三类医疗器械首次注册证，并在海外 37 个国家及地区获得 232 项首次注册证。作为平台型创新医疗器械企业，公司在研创新产品储备丰富，未来有望随着多款创新产品在海内外市场获批上市，借助微创集团化销售能力，打开公司长期可持续发展的空间。

扎实推进各项降本增效举措，公司扭亏为盈在即

2025 年 H1 公司毛利率为 56.4%，同比下降 2.8 pct，主要系产品出厂价调整所致；2025 年 H1，公司持续推进多项降本增效措施，致力于提升公司整体运营效率，公司销售、管理、研发费用总金额同比下降 14.5%，费用率合计下降 8.1 个百分点，其中研发费用率下降 7.4 个百分点。截至 2025 年 H1，公司拥有现金及现金等价物为 7.65 亿元，较 24 年底 7.13 亿元相比有所增长。随着公司扎实推进各项降本增效举措，公司经营能力有望持续改善，抗风险能力增加，经营韧性提升，推动公司业绩稳健发展。

国资入股有望改善公司治理，创新医疗器械龙头迎来重大拐点

近期公司公告，公司原第一大股东大冢集团已出售 290,670,408 股股权（占总股本的 15.71%），持股比例从 20.7% 下降至 4.99%；引入上实资本管理有限公司旗下基金成为公司新股东，持股比例为 7.31%；We'Tron Capital Limited 持股比例由 18.67% 提升至 25.98%（根据微创医疗中报以及大冢集团股权权益变动公告计算得出）。公司有望受益于治理改善、国资赋能、不良资产处置、并购整合，加快成为全球医疗器械龙头之一的步伐。上海市重视医药产业发展，公司有望在上海市和浦东新区政策支持下，能成为全球医疗器械龙头之一。根据公司公告，作为上实集团旗下主动基金管理平台，上实资本自成立以来，立足上海、联动中国香港、面向全球，积极探索生物医药、绿色环保等战略性新兴产业的投资机遇。通过多币种、全阶段的基金矩阵布局，深度服务国家战略与生物医药高地建设。上实资本成为公司重要战略股东后，有望充分发挥国资平台的战略支撑和产业协同优势，助力微创医疗巩固中国高端医疗器械创新引擎的地位。依托其国资背景和产业资源，助力业务拓展及潜在战略并购，追求更卓越的公司治理水平。

展望 2025 年下半年，利润端持续改善，自有产品出海有望成为业绩亮点

展望 2025 年下半年，公司冠脉业务产品管线布局进一步完善，多款有源器械和影像设备进入快速放量阶段，冠脉业务有望步入二次增长阶段，为集团带来持续的正向现金流贡献；骨科和心律管理业务有望维持稳健增长；主动脉介入及外周介入业务、神经介入业务、瓣膜介入业务虽短期有集采政策不确定因素的扰动，但在国产替代加速或自有产品出海加速的助力下，仍有望实现较快增长；手术机器人业务在海外销售带动下整体业绩实现快速增长。随着公司各项降本增效措施的持续推进，公司盈利能力持续改善，全年利润端亏损继续大幅收窄至千万美元级别。

集团化、多元化、全球化的平台型医疗器械公司，看好公司长期发展

短中期来看国内集采以及合规要求提升等影响公司业务开展的不利因素有望逐步边际改善，一方面公司创新医疗器械相继获批并借助微创集团全球化的销售网络快速实现商业化，24 年公司自有创新产品出海收入体量占公司总收入比例已经接近 10%，随着自有产品出海持续加码，出海收入体量仍有望保持高速增长，25 年公司业绩营收端保持平稳增长；从利润端来看，随着公司各个层面持续推进多项降本增效措施，公司 25 年下半年有望实现近些年来首次半年报业绩扭亏为盈，全年亏损大幅收窄，有望在 26 年实现全年扭亏为盈并进入到持续的利润释放阶段。长期来看，公司集团化、多元化、全球化的战略可以帮助集团有效地整合技术资源和渠道优势，缩短在研产品的研发周期，促进产品商业化后快速放量。微创医疗在全球范围内的研发、销售和品牌优势有望持续体现。

预计 2025-2027 年收入分别为 11.24、13.23 和 15.41 亿美元，同比增长分别为 8.97%、17.76% 和 16.45%；归母净利润分别为 -0.38、0.93 和 1.32 亿美元，同比分别增长 82.22%、345.28% 和 41.38%。以 2025 年 10 月 13

日收盘价（13.71 港元）计算，2025-2027 年 PE 分别为-88.6、36.1、25.5 倍，维持买入评级。

表 1:预测及比率

单位：百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	950.73	1031.06	1123.58	1323.18	1540.87
增长率(%)	13.07%	8.45%	8.97%	17.76%	16.45%
归母净利润	-477.63	-214.04	-38.05	93.33	131.95
增长率(%)	-9.42%	55.19%	82.22%	345.28%	41.38%
市盈率(P/E)	-7.06	-15.75	-88.58	36.11	25.54

资料来源：Wind，中信建投 注：市盈率以 2025 年 10 月 13 日收盘价计算

风险提示

- 1) 集中带量采购降价幅度超预期：未来不排除公司现有商业化产品品类纳入集中带量采购政策中，如果相关产品降价幅度超过市场预期，将影响公司的盈利能力。
- 2) 产品推广进度不及预期风险：公司近两年来获批新产品较多，若产品进院进度、临床接受程度不及预期。可能对公司业绩带来不利影响。
- 3) 在研管线进度不及预期：公司产品布局广，在创新医疗器械、消费医疗等领域均有产品布局，部分在研产品研发进度有可能不及预期，对公司后续收入及利润增长带来不利影响。
- 4) 汇兑损益的风险：未来若人民币汇率变动较大，不排除公司营收出现波动的风险。
- 5) 业绩兑现不及预期的风险：部分海外国家及国内政策有不可预测性，公司未来可能因为行业竞争加剧、集采、原材料成本增加等导致出厂价和毛利率下降，公司也可能改变经营计划、出售部分子公司控制权等，可转债协议指引中约定的扭亏为盈目标或者本报告盈利预测存在无法实现的风险。

表 2:财务报表

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表	单位:百万美元				
营业额	950.73	1,031.06	1,123.58	1,323.18	1,540.87
减: 销售成本	418.63	456.97	489.88	574.26	665.66
其他费用	168.72	13.26	12.36	11.91	13.10
销售费用	334.94	304.15	325.84	337.41	377.51
管理费用	581.12	395.41	303.37	258.02	285.06
财务费用	96.04	106.40	63.30	53.53	52.57
加: 其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-648.72	-245.13	-71.17	88.05	146.97
加: 其他非经营损益	22.20	20.35	21.00	35.00	27.00
税前利润	-626.52	-224.79	-50.17	123.05	173.97
减: 所得税	22.64	43.67	-0.00	-0.00	-0.00
税后利润	-649.16	-268.46	-50.17	123.05	173.97
减: 归属于非控制股东利润	-171.53	-54.42	-12.12	29.73	42.03
归属于母公司股东利润	-477.63	-214.04	-38.05	93.33	131.95
资产负债表					
货币资金	1,019.55	713.00	266.99	515.89	815.18
应收和预付款项	306.08	375.63	382.41	450.34	524.43
存货	414.87	379.29	467.09	547.55	634.69
其他流动资产	269.94	269.36	249.97	285.17	323.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资物业	6.26	4.21	3.65	3.09	2.53
固定资产和在建工程	1,004.57	934.16	787.81	641.46	495.10
无形资产和开发支出	383.83	422.83	383.78	344.73	305.67
其他非流动资产	527.30	534.95	534.95	534.95	534.95
资产总计	3,932.41	3,633.42	3,076.64	3,323.16	3,636.11
短期借款	752.07	465.20	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	500.24	686.45	650.84	765.29	889.83
长期借款	814.43	1,131.94	1,131.94	1,131.94	1,131.94
其他负债	462.66	204.99	199.18	200.16	203.21
负债合计	2,529.41	2,488.58	1,981.96	2,097.38	2,224.98
股本	0.02	0.02	1,000.02	2,000.02	3,000.02
储备	757.80	603.46	-396.55	-1,396.55	-2,396.55
留存收益	0.00	0.00	-38.05	63.33	206.65
归属于母公司股东权益	757.82	603.47	565.42	666.80	810.13

归属于非控制股东权益	645.18	541.37	529.25	558.98	601.00
权益合计	1,403.00	1,144.84	1,094.68	1,225.78	1,411.13
负债和权益合计	3,932.41	3,633.42	3,076.64	3,323.16	3,636.11
投入资本(IC)	2,005.00	2,080.27	2,020.16	1,922.32	1,830.16
现金流量表					
资本支出	188.28	374.69	0.00	0.00	0.00
自由现金流	-831.24	-215.69	55.65	240.92	293.77
经营性现金净流量	-231.87	-49.67	61.49	266.48	325.32
投资性现金净流量	-376.81	-149.73	21.00	27.90	15.16
筹资性现金净流量	434.90	-97.92	-528.50	-45.48	-41.19
现金流量净额	-183.46	-306.56	-446.01	248.90	299.29

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

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。

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。

郑涛

同济大学生命科学学士，北京大学生物学博士，医疗器械领域分析师，主要覆盖A股、港股心血管介入医疗器械领域。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021年加入中信建投证券研究发展部。

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