

# 前三季度海外收入快速增长

华泰研究

2025 年 10 月 28 日 | 中国内地

季报点评

医疗器械

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

29.79

代雯, PhD

SAC No. S0570516120002  
SFC No. BF915

研究员

daiwen@htsc.com  
+(86) 21 2897 2078

高鹏\*

SAC No. S0570520080002

研究员

gaopeng@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

杨昌源

SAC No. S0570523060001  
SFC No. BTX488

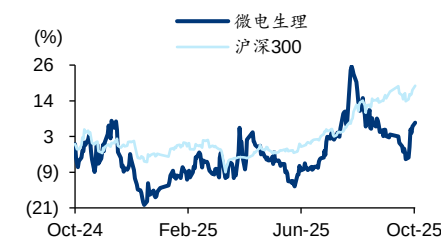
研究员

yangchangyuan@htsc.com  
+(86) 21 3847 6751

## 基本数据

|                        |             |
|------------------------|-------------|
| 收盘价 (人民币 截至 10 月 27 日) | 22.98       |
| 市值 (人民币百万)             | 10,814      |
| 6 个月平均日成交额 (人民币百万)     | 99.73       |
| 52 周价格范围 (人民币)         | 17.16-26.95 |

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

| 会计年度 (人民币)    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万)     | 413.17 | 461.73 | 554.54 | 690.80 |
| +/-%          | 25.51  | 11.75  | 20.10  | 24.57  |
| 归属母公司净利润 (百万) | 52.07  | 65.25  | 87.54  | 136.94 |
| +/-%          | 815.36 | 25.30  | 34.17  | 56.43  |
| EPS (最新摊薄)    | 0.11   | 0.14   | 0.19   | 0.29   |
| ROE (%)       | 3.04   | 3.68   | 4.73   | 7.00   |
| PE (倍)        | 207.69 | 165.75 | 123.54 | 78.97  |
| PB (倍)        | 6.21   | 5.98   | 5.72   | 5.34   |
| EV EBITDA (倍) | 236.24 | 178.17 | 114.53 | 66.85  |
| 股息率 (%)       | 0.00   | 0.03   | 0.04   | 0.06   |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

公司 1-3Q25 收入 3.36 亿元(yoy+15.7%)、归母净利 4192 万元(yoy+0.5%)，其中 3Q25 收入 1.13 亿元(yoy+21.8%, qoq-5.9%)、归母净利 925 万元(yoy-62.6%, qoq-37.5%)，公司 3Q25 收入同比增长积极提速，利润端同比有所下滑主因 3Q25 公司所确认的其他收益（主要为政府补助）明显减少（3Q25 为 263 万元 vs 3Q24 为 2105 万元）。考虑公司高端产品国内外持续放量，叠加商业化能力持续提升，看好公司 25 全年收入实现稳健增长。维持“买入”。

## 毛利率稳中有升，持续强化商业化能力

公司 1-3Q25 毛利率为 59.1% (yoy+0.3pct)，毛利率相对较高的高端产品收入占比积极提升，带动整体毛利率稳中有升。公司 1-3Q25 销售/管理/研发费用率分别为 28.3%/9.3%/13.6%，分别 yoy+0.6/-1.0/-5.8pct，公司在积极提升研发投入效率的同时持续强化商业化能力建设，夯实长期发展基础。

## 海外业务领衔整体收入增长，期待国内业务发展提速

1) 海外：我们推测 1-3Q25 海外收入同比快速增长；考虑公司产品海外商业化能力持续提升，空白市场加速覆盖，叠加高端射频消融及冷冻消融等产品获批 CE 认证后积极增厚海外收入，看好公司 25 年海外收入延续快速增长节奏。2) 国内：我们推测 1-3Q25 国内收入同比平稳增长，主因国内行业外部因素影响；考虑公司 TrueForce 压力导管等高端产品认可度持续提升，期待公司国内业务后续在国内行业外部因素扰动解除后恢复较快发展。

## 前三季度高端导管类产品推广积极发力

1) 导管类产品：我们推测 1-3Q25 板块收入实现较快增长，其中高端产品推广持续发力（我们推测公司压力消融导管截至 3Q25 已在国内完成手术超 5000 例）；看好板块收入 25 年保持快速增长。2) 设备类产品：考虑公司设备类产品矩阵相对齐全且市场需求边际回暖，看好其 25 年收入实现稳健增长。3) 其他产品：主要为针鞘类产品，看好其 25 年伴随公司三维电生理手术量增长而向好发展。

## 盈利预测与估值

综合考虑国内行业外部因素对收入增速和毛利率的影响，叠加公司积极强化商业化能力对于销售费用率的影响，我们调整盈利预测，预计公司 25-27 年 EPS 预测至 0.14/0.19/0.29 元（相比前值调整-22%/-26%/-16%）。我们使用 DCF 估值法（假设 WACC 为 7.5%，永续增长率为 1.7%），给予目标价 29.79 元（相同 WACC 及永续增长率下的前值为 31.18 元）。

风险提示：新产品研发风险，产品商业化风险，市场竞争加剧风险。

## 盈利预测及估值

我们调整公司盈利预测，主要基于：

- 1) 收入增速：考虑国内行业外部因素对于公司收入增速及毛利率的短期扰动，我们下调公司 25-27 年收入增速及毛利率预测。
- 2) 销售费用率：考虑公司积极强化商业化能力，我们上调公司 25-27 年销售费用率预测。

图表1：盈利预测调整表

| (人民币百万元) |           | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 调整前       | 496    | 620    | 787    |
|          | 调整后       | 462    | 555    | 691    |
|          | (+/-) %   | -6.9%  | -10.6% | -12.2% |
| 毛利       | 调整前       | 298    | 381    | 493    |
|          | 调整后       | 276    | 338    | 431    |
|          | (+/-) %   | -7.4%  | -11.2% | -12.5% |
| 毛利率      | 调整前       | 60.1%  | 61.4%  | 62.6%  |
|          | 调整后       | 59.8%  | 61.0%  | 62.4%  |
|          | (+/-) pct | -0.30  | -0.43  | -0.26  |
| 销售费用     | 调整前       | 103    | 119    | 153    |
|          | 调整后       | 113    | 130    | 145    |
|          | (+/-) %   | 9.7%   | 9.4%   | -5.4%  |
| 销售费用率    | 调整前       | 20.8%  | 19.2%  | 19.5%  |
|          | 调整后       | 24.5%  | 23.5%  | 21.0%  |
|          | (+/-) pct | 3.70   | 4.30   | 1.50   |
| 管理费用     | 调整前       | 55     | 65     | 77     |
|          | 调整后       | 51     | 58     | 68     |
|          | (+/-) %   | -6.9%  | -10.6% | -12.2% |
| 管理费用率    | 调整前       | 11.0%  | 10.5%  | 9.8%   |
|          | 调整后       | 11.0%  | 10.5%  | 9.8%   |
|          | (+/-) pct | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 研发费用     | 调整前       | 84     | 98     | 114    |
|          | 调整后       | 78     | 88     | 100    |
|          | (+/-) %   | -6.9%  | -10.6% | -12.2% |
| 研发费用率    | 调整前       | 17.0%  | 15.8%  | 14.5%  |
|          | 调整后       | 17.0%  | 15.8%  | 14.5%  |
|          | (+/-) pct | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 归母净利润    | 调整前       | 84     | 118    | 162    |
|          | 调整后       | 65     | 88     | 137    |
|          | (+/-) %   | -22.3% | -26.0% | -15.7% |

资料来源：华泰研究预测

图表2：微电生理：自由现金流 DCF 估值（调整前）

| (百万元)      |        | 2025E  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净收入        |        | 496    | 620   | 787   | 1019  | 1318  | 1679  | 2094  | 2557  | 3012  | 3498  |
|            | YoY    | 20.0%  | 25.1% | 26.8% | 29.5% | 29.3% | 27.4% | 24.7% | 22.2% | 17.8% | 16.1% |
| EBIT       |        | 52     | 94    | 142   | 222   | 331   | 464   | 627   | 861   | 1087  | 1311  |
|            | YoY    | 506.6% | 79.4% | 51.4% | 56.4% | 48.9% | 40.2% | 35.1% | 37.2% | 26.3% | 20.6% |
| 息税前利润率     |        | 10.5%  | 15.1% | 18.1% | 21.8% | 25.1% | 27.6% | 30.0% | 33.7% | 36.1% | 37.5% |
| EBIT*(1-t) |        | 44     | 80    | 121   | 189   | 281   | 395   | 533   | 732   | 924   | 1114  |
| +          | 折旧及摊销  | 23     | 24    | 25    | 26    | 26    | 27    | 27    | 27    | 26    | 26    |
| -          | 营运资金变化 | -5     | 12    | 7     | 7     | 12    | 18    | 18    | 36    | 65    | 94    |
| -          | 资本支出   | -35    | -12   | -8    | -8    | -7    | -5    | -4    | -3    | -2    | 0     |
| 自由现金流终值    |        | 28     | 104   | 146   | 214   | 314   | 435   | 574   | 792   | 1014  | 1234  |

资料来源：华泰研究预测

图表3：微电生理：自由现金流 DCF 估值（调整后）

| (百万元)          | 2025E     | 2026E     | 2027E      | 2028E      | 2029E      | 2030E      | 2031E      | 2032E      | 2033E      | 2034E       |
|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 净收入            | 462       | 555       | 691        | 887        | 1139       | 1443       | 1790       | 2203       | 2654       | 3186        |
| YoY            | 11.8%     | 20.1%     | 24.6%      | 28.4%      | 28.4%      | 26.7%      | 24.1%      | 23.1%      | 20.4%      | 20.1%       |
| EBIT           | 30        | 58        | 113        | 193        | 293        | 416        | 567        | 790        | 1029       | 1285        |
| YoY            | 250.5%    | 90.8%     | 95.3%      | 71.0%      | 52.2%      | 41.8%      | 36.3%      | 39.4%      | 30.3%      | 24.9%       |
| 息税前利润率         | 6.5%      | 10.4%     | 16.3%      | 21.7%      | 25.7%      | 28.8%      | 31.6%      | 35.9%      | 38.8%      | 40.3%       |
| EBIT*(1-t)     | 26        | 49        | 96         | 164        | 249        | 353        | 482        | 671        | 875        | 1092        |
| + 折旧及摊销        | 23        | 24        | 25         | 26         | 26         | 26         | 26         | 26         | 26         | 26          |
| - 营运资金变化       | 4         | 18        | 12         | 11         | 17         | 21         | 21         | 31         | 50         | 72          |
| - 资本支出         | -32       | -11       | -7         | -7         | -6         | -4         | -4         | -2         | -1         | 0           |
| <b>自由现金流终值</b> | <b>21</b> | <b>81</b> | <b>126</b> | <b>194</b> | <b>286</b> | <b>397</b> | <b>525</b> | <b>727</b> | <b>949</b> | <b>1190</b> |

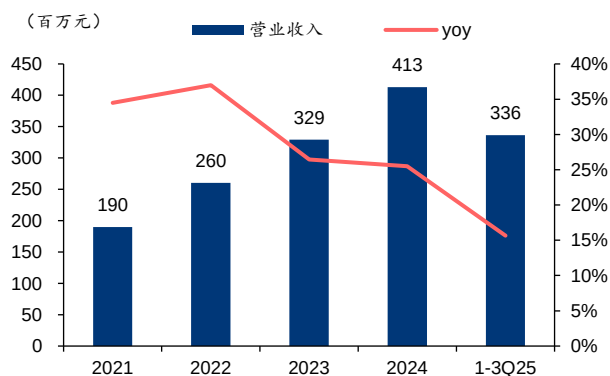
资料来源：华泰研究预测

图表4：DCF 估值：核心假设与结果

| DCF 分析          | 调整前    | 调整后    | 核心假设     | 假设数值  |
|-----------------|--------|--------|----------|-------|
| 预测期自由现金流现值（百万元） | 3,029  | 2,790  | 税率       | 15.0% |
| 自由现金流终值（百万元）    | 21,785 | 21,008 | 目标权益资本比  | 19.6% |
| 永续自由现金流现值（百万元）  | 11,400 | 10,993 | 贝塔系数     | 1.65  |
| 企业价值（百万元）       | 14,428 | 13,783 | 无风险收益率   | 2.6%  |
| 净现金（百万元）        | 245    | 237    | 风险溢价     | 3.0%  |
| 权益价值（百万元）       | 14,673 | 14,021 | 权益资本成本   | 7.5%  |
| 每股权益价值（元）       | 31.18  | 29.79  | 债务资本成本   | 8.8%  |
|                 |        |        | 税后债务资本成本 | 7.5%  |
|                 |        |        | WACC     | 7.5%  |
|                 |        |        | 永续增长率    | 1.7%  |

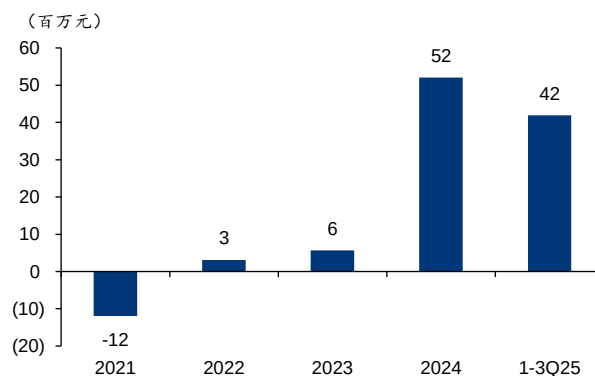
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表5：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司归母净利润

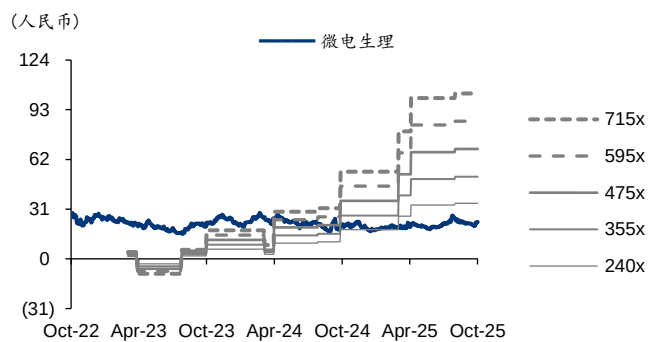


资料来源：公司公告，华泰研究

## 风险提示

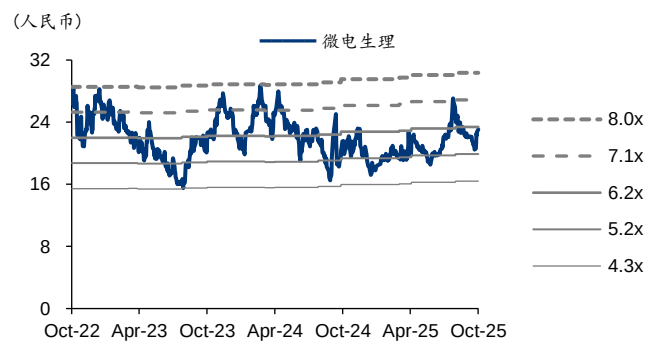
- 1) 新产品研发风险：**心脏电生理医疗器械行业技术发展迅速，同时任何一款创新产品从研发到注册成功周期均较长，其中任何一个环节都关系着研发的成败，存在产品预期功能开发失败或不及预期的风险。
- 2) 产品商业化风险：**创新医疗器械产品获批上市后，在市场推广过程中需要面对长期的临床效果检验和来自市场竞争的压力，可能存在商业化进程不达预期风险。
- 3) 市场竞争加剧风险：**强生、雅培等跨国知名医疗器械厂商在我国三维心脏电生理领域已积累了近二十年的行业经验，公司进入三维心脏电生理领域的时间相对较短，在资本实力、产品成熟度、销售渠道建设等方面仍与进口厂商存在差距，存在市场竞争加剧风险。

图表7: 微电生理 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 微电生理 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万)   | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 1,519   | 1,578  | 1,558  | 1,708  | 1,919  |
| 现金             | 265.53  | 269.11 | 246.61 | 372.37 | 544.52 |
| 应收账款           | 54.96   | 73.96  | 68.20  | 70.85  | 80.77  |
| 其他应收账款         | 2.44    | 1.13   | 1.26   | 1.52   | 1.89   |
| 预付账款           | 6.74    | 3.39   | 3.69   | 4.30   | 5.16   |
| 存货             | 122.39  | 127.84 | 136.60 | 156.40 | 184.24 |
| 其他流动资产         | 1,067   | 1,102  | 1,102  | 1,102  | 1,102  |
| <b>非流动资产</b>   | 304.04  | 316.17 | 408.37 | 385.23 | 357.99 |
| 长期投资           | 71.55   | 69.49  | 69.49  | 69.49  | 69.49  |
| 固定投资           | 89.97   | 92.39  | 77.12  | 75.13  | 66.61  |
| 无形资产           | 85.88   | 73.49  | 71.23  | 65.23  | 62.21  |
| 其他非流动资产        | 56.65   | 80.80  | 190.52 | 175.38 | 159.68 |
| <b>资产总计</b>    | 1,823   | 1,894  | 1,967  | 2,093  | 2,277  |
| <b>流动负债</b>    | 96.44   | 108.27 | 116.16 | 157.82 | 209.16 |
| 短期借款           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付账款           | 37.37   | 36.62  | 39.86  | 46.50  | 55.83  |
| 其他流动负债         | 59.06   | 71.65  | 76.31  | 111.32 | 153.33 |
| <b>非流动负债</b>   | 41.77   | 43.68  | 43.68  | 43.68  | 43.68  |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动负债        | 41.77   | 43.68  | 43.68  | 43.68  | 43.68  |
| <b>负债合计</b>    | 138.21  | 151.95 | 159.84 | 201.50 | 252.84 |
| 少数股东权益         | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 股本             | 470.60  | 470.60 | 470.60 | 470.60 | 470.60 |
| 资本公积           | 1,264   | 1,268  | 1,268  | 1,268  | 1,268  |
| 留存公积           | (49.28) | 2.79   | 68.04  | 152.32 | 284.88 |
| 归属母公司股东权益      | 1,685   | 1,742  | 1,807  | 1,891  | 2,024  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,823   | 1,894  | 1,967  | 2,093  | 2,277  |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金</b> | (37.97)  | 67.33   | (0.60)  | 136.65  | 178.75  |
| 净利润           | 5.69     | 52.07   | 65.25   | 87.54   | 136.94  |
| 折旧摊销          | 23.74    | 31.55   | 23.17   | 24.31   | 25.22   |
| 财务费用          | (5.97)   | (3.01)  | (3.85)  | (3.21)  | (5.26)  |
| 投资损失          | (10.14)  | (8.98)  | (9.56)  | (9.27)  | (9.42)  |
| 营运资金变动        | (58.16)  | (14.34) | (15.56) | (3.64)  | (14.06) |
| 其他经营现金        | 6.86     | 10.04   | (60.05) | 40.92   | 45.32   |
| <b>投资活动现金</b> | (274.66) | (43.76) | (30.76) | (10.82) | (7.49)  |
| 资本支出          | (41.93)  | (43.82) | (32.32) | (11.09) | (6.91)  |
| 长期投资          | (257.94) | (24.90) | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他投资现金        | 25.21    | 24.95   | 1.56    | 0.27    | (0.58)  |
| <b>筹资活动现金</b> | (10.47)  | (10.65) | 8.86    | (0.06)  | 0.89    |
| 短期借款          | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款          | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加         | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加        | 3.73     | 4.61    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金        | (14.20)  | (15.26) | 8.86    | (0.06)  | 0.89    |
| 现金净增加额        | (322.59) | 12.82   | (22.50) | 125.76  | 172.15  |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>   | 329.19  | 413.17 | 461.73 | 554.54 | 690.80 |
| 营业成本          | 120.12  | 170.52 | 185.61 | 216.53 | 260.01 |
| 营业税金及附加       | 2.20    | 3.13   | 3.50   | 4.20   | 5.23   |
| 营业费用          | 109.30  | 110.86 | 113.12 | 130.32 | 145.07 |
| 管理费用          | 40.85   | 42.64  | 50.79  | 58.23  | 67.70  |
| 财务费用          | (5.97)  | (3.01) | (3.85) | (3.21) | (5.26) |
| 资产减值损失        | (0.54)  | (2.97) | (1.75) | (2.36) | (2.06) |
| 公允价值变动收益      | 12.19   | 11.43  | 11.81  | 11.62  | 11.71  |
| 投资净收益         | 10.14   | 8.98   | 9.56   | 9.27   | 9.42   |
| <b>营业利润</b>   | 7.65    | 54.52  | 79.16  | 105.40 | 163.51 |
| 营业外收入         | 0.00    | 0.02   | 0.02   | 0.01   | 0.02   |
| 营业外支出         | 2.04    | 2.42   | 2.42   | 2.42   | 2.42   |
| <b>利润总额</b>   | 5.61    | 52.13  | 76.76  | 102.99 | 161.11 |
| 所得税           | (0.08)  | 0.06   | 11.51  | 15.45  | 24.17  |
| <b>净利润</b>    | 5.69    | 52.07  | 65.25  | 87.54  | 136.94 |
| 少数股东损益        | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 归属母公司净利润      | 5.69    | 52.07  | 65.25  | 87.54  | 136.94 |
| EBITDA        | (10.85) | 40.17  | 53.39  | 81.96  | 137.85 |
| EPS (人民币, 基本) | 0.01    | 0.11   | 0.14   | 0.19   | 0.29   |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>       |          |         |         |         |         |
| 营业收入              | 26.46    | 25.51   | 11.75   | 20.10   | 24.57   |
| 营业利润              | 152.72   | 613.11  | 45.19   | 33.14   | 55.14   |
| 归属母公司净利润          | 91.41    | 815.36  | 25.30   | 34.17   | 56.43   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |          |         |         |         |         |
| 毛利率               | 63.51    | 58.73   | 59.80   | 60.95   | 62.36   |
| 净利率               | 1.73     | 12.60   | 14.13   | 15.79   | 19.82   |
| ROE               | 0.34     | 3.04    | 3.68    | 4.73    | 7.00    |
| ROIC              | (12.34)  | 2.97    | 9.41    | 19.57   | 41.67   |
| <b>偿债能力</b>       |          |         |         |         |         |
| 资产负债率 (%)         | 7.58     | 8.02    | 8.13    | 9.63    | 11.11   |
| 净负债比率 (%)         | (14.37)  | (13.50) | (11.76) | (17.89) | (25.22) |
| 流动比率              | 15.75    | 14.57   | 13.42   | 10.82   | 9.17    |
| 速动比率              | 14.41    | 13.34   | 12.19   | 9.79    | 8.26    |
| <b>营运能力</b>       |          |         |         |         |         |
| 总资产周转率            | 0.18     | 0.22    | 0.24    | 0.27    | 0.32    |
| 应收账款周转率           | 7.24     | 6.41    | 6.50    | 7.98    | 9.11    |
| 应付账款周转率           | 4.07     | 4.61    | 4.85    | 5.02    | 5.08    |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |          |         |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.01     | 0.11    | 0.14    | 0.19    | 0.29    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | (0.08)   | 0.14    | (0.00)  | 0.29    | 0.38    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 3.58     | 3.70    | 3.84    | 4.02    | 4.30    |
| <b>估值比率</b>       |          |         |         |         |         |
| PE (倍)            | 1,901    | 207.69  | 165.75  | 123.54  | 78.97   |
| PB (倍)            | 6.42     | 6.21    | 5.98    | 5.72    | 5.34    |
| EV EBITDA (倍)     | (876.35) | 236.24  | 178.17  | 114.53  | 66.85   |



## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、高鹏、杨昌源，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 微电生理（688351 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师代雯、高鹏、杨昌源本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 微电生理（688351 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 微电生理（688351 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**新加坡**

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

## 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡：**华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

## 华泰证券股份有限公司

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

## 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

## 华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司