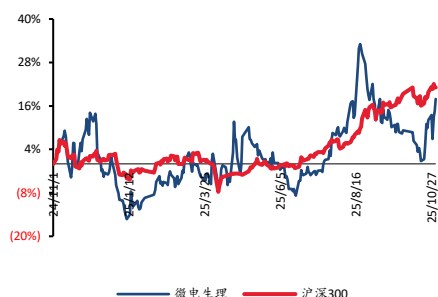


微电生理：海外收入快速增长，创新单品稳步推进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 4.71/1.25
总市值/流通(亿元) 112.33/29.8
12 个月内最高/最低价 27.8/17.02 (元)

相关研究报告

<<微电生理：业绩符合预期，看好创新产品助力增长>>—2025-09-01

<<微电生理年报点评：海外业务大幅增长，产品布局逐步完善>>—2025-03-30

<<微电生理点评报告：集采加速产品放量，脉冲消融进展顺利>>—2024-10-28

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：17717408201

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：2025 年 10 月 28 日，公司发布 2025 年第三季度报告：2025 年前三季度，公司实现营业收入 3.36 亿元，同比增长 15.65%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 0.46%，增速较慢主要系非主营收益影响；扣非归母净利润 0.24 亿元，同比增长 3298%。其中，公司第三季度实现营业收入 1.13 亿元，同比增长 21.78%；归母净利润 0.09 亿元，同比降低 62.56%；扣非归母净利润 0.03 亿元，同比增长 294.70%。

自研 PFA 预计年内获批，ICE、RDN 被纳入绿色通道

国内电生理行业手术量中，室上速增长率相对较低，房颤手术量预计有双位数增长。参股公司商阳医疗的 PFA 产品已于今年 4 月正式获批上市。目前该产品全国挂网工作已基本完成，商业化手术正逐步落地推进，临床手术反馈良好，有望快速放量。公司自研压力脉冲 PFA 产品已向国家药监局提交注册申请，预计将在年内获批。参股公司商阳医疗的二代纳秒脉冲产品，目前已完成临床入组，正处于随访阶段。此外，公司 ICE 产品已向国家药监局提交注册申请，公司 ICE 和 RDN 产品均已被纳入国家绿色通道创新产品范畴。

海外业务高速增长，冷冻消融在欧洲完成首台商业化手术

海外市场分为欧洲、中东及非洲（含部分中亚、东欧国家）、拉美、亚太四个区域，今年前三季度，前三大区域的市场体量占比相近，增速较高的区域依次为拉美、欧洲、中东及非洲，均保持较高增长态势。产品端，标测和消融等产品形成合力，共同推动海外业务增长。海外手术量中压力导管的使用占比较高。产品注册方面，冷冻全套产品已于今年二季度获得 CE 认证，目前已在部分海外市场启动推广，并顺利完成首台商业化手术。

毛利率维稳，费用率下降

2025 年前三季度，公司的综合毛利率同比增加 0.30pct 至 59.09%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 28.33%、9.31%、13.60%、-1.25%，同比变动幅度分别为+0.61pct、-0.97pct、-5.84pct、-0.67pct。研发费用率变动较大主要系研发投入节奏影响。

其中，2025 年第三季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 57.09%、28.74%、9.38%、13.39%、-0.23%、8.21%，分别变动-1.04pct、+0.85pct、-1.48pct、-6.09pct、-0.51pct、-18.51pct。净利率的大幅变动主要系其他收益影响。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 4.80/6.25/7.98 亿元，同比增速为 16.18%/30.21%/27.68%；归母净利润分别为 0.80/1.17/1.65 亿元，同比增速为 53.35%/46.83%/40.89%；EPS 分别为 0.17/0.25/0.35 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 141/96/68 倍。公司处于利润快速提升阶段，维持“买入”评级。

风险提示：集采降价的风险，PFA 推广不及预期的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	413	480	625	798
营业收入增长率(%)	25.51%	16.18%	30.21%	27.68%
归母净利（百万元）	52	80	117	165
净利润增长率(%)	815.36%	53.35%	46.83%	40.89%
摊薄每股收益（元）	0.11	0.17	0.25	0.35
市盈率（PE）	172.15	140.68	95.81	68.00

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	266	269	293	318	400
应收和预付款项	62	77	81	103	131
存货	122	128	155	189	228
其他流动资产	1,070	1,103	1,125	1,156	1,187
流动资产合计	1,519	1,578	1,654	1,765	1,947
长期股权投资	72	69	67	66	63
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	90	92	95	100	107
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	106	117	142	166	175
长期待摊费用	8	5	8	11	14
其他非流动资产	1,548	1,610	1,673	1,786	1,969
资产总计	1,823	1,894	1,986	2,130	2,329
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	37	50	48	61	75
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	101	102	108	122	142
负债合计	138	152	156	183	217
股本	471	471	471	471	471
资本公积	1,264	1,268	1,272	1,272	1,272
留存收益	-49	3	83	201	366
归母公司股东权益	1,685	1,742	1,830	1,947	2,112
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,685	1,742	1,830	1,947	2,112
负债和股东权益	1,823	1,894	1,986	2,130	2,329

现金流量表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-38	67	94	108	152
投资性现金流	-275	-44	-68	-80	-68
融资性现金流	-10	-11	-2	-3	-1
现金增加额	-323	13	24	25	82

利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	329	413	480	625	798
营业成本	120	171	192	242	301
营业税金及附加	2	3	3	4	6
销售费用	109	111	125	156	192
管理费用	41	43	43	51	59
财务费用	-6	-3	-4	-4	-5
资产减值损失	-1	-3	-2	-1	-3
投资收益	10	9	11	14	18
公允价值变动	12	11	3	2	5
营业利润	8	55	82	118	168
其他非经营损益	-2	-2	-2	-1	-3
利润总额	6	52	80	117	165
所得税	-0	0	0	0	0
净利润	6	52	80	117	165
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	6	52	80	117	165

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	63.51%	58.73%	60.00%	61.28%	62.28%
销售净利率	1.73%	12.60%	16.64%	18.76%	20.70%
销售收入增长率	26.46%	25.51%	16.18%	30.21%	27.68%
EBIT 增长率	-167.35%	250.81%	144.75%	48.46%	42.00%
净利润增长率	85.17%	815.36%	53.35%	46.83%	40.89%
ROE	0.34%	2.99%	4.36%	6.02%	7.82%
ROA	0.31%	2.75%	4.02%	5.51%	7.09%
ROIC	-1.22%	1.77%	4.14%	5.79%	7.58%
EPS(X)	0.01	0.11	0.17	0.25	0.35
PE(X)	2,119.83	172.15	140.68	95.81	68.00
PB(X)	7.16	5.14	6.14	5.77	5.32
PS(X)	36.67	21.69	23.40	17.97	14.08
EV/EBITDA(X)	1,106.05	121.95	100.78	75.29	54.04

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。