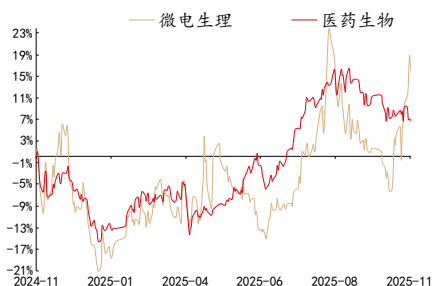


股票投资评级

增持 | 下调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	25.15
总股本/流通股本(亿股)	4.71 / 1.25
总市值/流通市值(亿元)	118 / 31
52周内最高/最低价	26.95 / 17.16
资产负债率(%)	8.0%
市盈率	227.40
第一大股东	宁波梅山保税港区铎杰股权投资管理有限公司 -嘉兴华杰一号股权投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师:盛丽华
SAC 登记编号:S1340525060001
Email:shenglihua@cnpsec.com
分析师:陈峻
SAC 登记编号:S1340525110002
Email:chenjun@cnpsec.com

微电生理(688351)

利润端持续改善，海外市场延续高增，新产品研发进度整体顺利

● 业绩简评

公司发布 2025 年三季度报，2025 年前三季度公司实现营业收入 3.36 亿元，同比增长 15.65%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.42 亿元，同比增长 0.46%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 0.24 亿元，同比增长 3297.94%。

其中，2025 年单三季度公司实现营业收入 1.13 亿元，同比增长 21.78%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.09 亿元，同比下降 62.56%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 0.03 亿元，同比增长 294.70%。

● 25 年前三季度经营分析

公司三维电生理手术国产厂商中排名第一。截至 2025 年中，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。公司 FireMagic® Trueforce® 一次性使用压力监测磁定位射频消融导管临床使用认可度持续提升，已在多家医疗中心完成超 3000 例射频消融手术。

国际市场收入增速强劲。2025 年 H1 公司国际市场营业收入同比增长超 40%，并成功进入墨西哥、英国、卢旺达等国家市场。同时，IceMagic® 冷冻系列产品 25 年上半年陆续获得 CE 认证并上市，现已在欧洲等市场开展相关产品培训及商业化推广应用。随着公司海外复杂心律失常治疗方面竞争力的持续提升及全适应症的整体解决方案的不断完善，我们预计公司国际市场收入未来有望持续高增长。

公司在研产品丰富，后续有望持续贡献新增量。截止 2025 年三季度，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，我们预计在研产品未来有望给公司持续贡献增量。

我们预计公司 2025-2027 年收入端分别为 4.63 亿元、6.31 亿元和 8.29 亿元，收入同比增速分别为 12.18%、36.24%和 31.36%，归母净利润预计 2025 年-2027 年分别为 0.72 亿元、1.08 亿元和 1.57 亿元，归母净利润同比增速分别为 37.79%、50.92%和 45.10%。公司 2025-2027 年对应 PE 分别为 165 倍、109 倍和 75 倍，对应 PEG 分别为 4.37、2.15 和 1.67。

● 风险提示：

公司研发进度不及预期风险、带量采购政策不确定因素、产品销售放量不及预期。

■ 盈利预测指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	413	463	631	829
增长率(%)	25.51	12.18	36.24	31.36
EBITDA（百万元）	71.41	69.05	105.04	153.09
归属母公司净利润（百万元）	52.07	71.75	108.28	157.10
增长率(%)	815.36	37.79	50.92	45.10
EPS（元/股）	0.11	0.15	0.23	0.33
市盈率（P/E）	227.30	164.97	109.31	75.34
市净率（P/B）	6.80	6.51	6.14	5.68
EV/EBITDA	121.95	167.15	109.30	74.33

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	413	463	631	829	营业收入	25.5%	12.2%	36.2%	31.4%
营业成本	171	191	254	326	营业利润	613.1%	30.3%	51.4%	45.1%
税金及附加	3	3	4	6	归属于母公司净利润	815.4%	37.8%	50.9%	45.1%
销售费用	111	130	172	218	获利能力				
管理费用	43	42	57	75	毛利率	58.7%	58.8%	59.8%	60.7%
研发费用	77	63	89	117	净利率	12.6%	15.5%	17.1%	18.9%
财务费用	-3	-2	-3	-3	ROE	3.0%	3.9%	5.6%	7.5%
资产减值损失	-3	0	0	0	ROIC	1.8%	3.8%	5.5%	7.4%
营业利润	55	71	108	156	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	8.0%	8.5%	9.7%	10.7%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	14.57	12.92	10.85	9.54
利润总额	52	71	108	156	营运能力				
所得税	0	-1	-1	-1	应收账款周转率	6.41	6.10	6.78	6.62
净利润	52	72	108	157	存货周转率	1.36	1.28	1.30	1.31
归母净利润	52	72	108	157	总资产周转率	0.22	0.24	0.31	0.37
每股收益(元)	0.11	0.15	0.23	0.33	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.11	0.15	0.23	0.33
货币资金	269	305	366	468	每股净资产	3.70	3.86	4.09	4.43
交易性金融资产	1089	1089	1089	1089	估值比率				
应收票据及应收账款	74	78	108	142	PE	227.30	164.97	109.31	75.34
预付款项	3	8	10	12	PB	6.80	6.51	6.14	5.68
存货	128	171	220	279	现金流量表				
流动资产合计	1578	1662	1808	2009	净利润	52	72	108	157
固定资产	92	92	92	92	折旧和摊销	40	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-10	-24	-47	-56
无形资产	73	73	73	73	其他	-15	-9	-14	-18
非流动资产合计	316	325	325	325	经营活动现金流净额	67	39	47	84
资产总计	1894	1987	2133	2334	资本开支	-44	-24	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	0	23	14	18
应付票据及应付账款	50	56	75	96	投资活动现金流净额	-44	-1	14	18
其他流动负债	59	72	92	115	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	108	129	167	211	债务融资	0	-5	0	0
其他	44	40	40	40	其他	-11	2	0	0
非流动负债合计	44	40	40	40	筹资活动现金流净额	-11	-3	0	0
负债合计	152	169	207	251	现金及现金等价物净增加额	13	36	61	101
股本	471	471	471	471					
资本公积金	1268	1268	1268	1268					
未分配利润	2	64	156	289					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	1	15	32	55					
所有者权益合计	1742	1818	1926	2084					
负债和所有者权益总计	1894	1987	2133	2334					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048