

Q3 营收端增速略超预期，海外业务保持高速增长

核心观点

公司 2025 年三季报营收端增速略超预期，海外业绩保持高速增长。展望 2025 年 Q4 以及 2026 年，国内业务有望加速增长，一方面由福建省牵头的 27 省联盟电生理介入耗材集采续标工作有望于今年年底至明年年初开展，凭借产品管线布局进一步丰富以及供应链和成本上的优势，国产厂家市场份额预期进一步提升；另一方面，公司投资的商阳医疗 PFA 产品已经实现商业化，目前处于市场放量阶段，公司自研的 PFA（脉冲消融）产品有望年底获批，明年兑现商业化预期。海外业务随着公司重点产品海外市场准入持续推进，市场覆盖率持续提升，有望继续保持快速增长。

事件

近期，公司发布 2025 年三季报

公司前三季度实现营收 3.36 亿元，同比增长 15.65%；归母净利润 4192 万元，同比增长 0.85%；扣非归母净利润 2407 万元，同比扭亏为盈。EPS 为 0.09 元/股。

简评

营收端增速略超预期，海外业务保持高速增长

公司前三季度实现营收 3.36 亿元，同比增长 15.65%；归母净利润 4192 万元，同比增长 0.85%；扣非归母净利润 2407 万元，同比扭亏为盈。公司第三季度实现营收 1.13 亿元，同比增长 21.78%，营收端增速略超预期主要由于海外业务营收同比增速维持上半年快速增长的趋势，同比增长超过 40%，国内业务营收增速预计保持稳定增长态势；归母净利润 925 万元，同比下滑 62.56%，主要由于公司收到的政府补助减少；扣非归母净利润 326 万元，同比扭亏为盈主要由于公司销售规模增长以及实施降本增效措施带来的利润增长。

微电生理 (688351.SH)

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

朱琪璋, zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期: 2025 年 11 月 17 日

当前股价: 23.22 元

主要数据

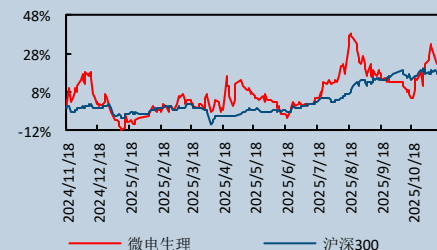
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.26/9.84	1.04/-6.40	13.99/-5.26
12 月最高/最低价 (元)		26.95/17.16
总股本 (万股)		47,060.00
流通 A 股 (万股)		12,485.99
总市值 (亿元)		109.27
流通市值 (亿元)		28.99
近 3 月日均成交量 (万)		592.00

主要股东

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)	34.94%
---	--------

股价表现



相关研究报告

24.04.12	【中信建投医疗器械】微电生理-U(688351):业绩符合预期，手术量实现高速增长
----------	---

展望 2026 年，业绩有望加速增长

展望 2026 年，国内业务有望加速增长，一方面由福建省牵头的 27 省联盟电生理介入耗材集采续标工作有望在今年年底至明年年初开展，国产厂家凭借丰富的产品管线布局以及供应链和成本上的优势，市场份额有望进一步提升；另一方面，公司参股的商阳医疗 PFA 产品已经实现商业化，目前处于市场放量阶段，公司自研的 PFA（脉冲消融）产品有望年底获批，明年兑现商业化预期。海外业务随着公司市场覆盖率持续提升，有望继续保持快速增长。

电生理全产品解决方案持续完善，RDN 新品研发加速

公司已经具备电生理介入全产品解决方案，在此基础上，公司多款产品研发取得积极进展：1）公司自研带压力点状 PFA（脉冲消融导管）产品已进入注册阶段，预计 2025 年年内获批；2）公司参股的商阳医疗第二代纳秒 PFA 产品已进入国家创新医疗器械快速审评通道，目前处于临床随访阶段；3）心脏腔内超声导管 2025 年 4 月进入国家创新医疗器械特别审批程序，目前已进入注册阶段，预计 2026 年获批。公司在研管线布局全面，技术平台布局齐全，未来通过不断丰富的在研管线、持续提升的产品力，有望进一步抢占房颤手术市场份额。此外，公司可与三维心脏电生理标测系统联用的 RDN（经肾动脉去交感神经消融导管）产品于 2025 年加速临床试验进度，预计 2027 年获批，产品上市后有望为公司在中长期提供业绩的持续增长动力。

海外市场表现亮眼，助力公司业绩保持快速增长

公司坚持全球化发展战略，持续聚焦核心产品的海外注册以及经销商渠道深度建设，加速海外三维手术量提升。根据中报数据，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%，海外收入占比达到 31%，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。我们预计公司第三季度海外营收仍然保持不低于上半年的增速，助力公司业绩保持快速增长。

财务费用基本正常，经营效率持续提升

前三季度毛利率 59.09%，同比增加 0.30pct，毛利率基本稳定略有提升，主要由于公司毛利率相对较高的产品收入占比持续提升。公司前三季度销售、管理、财务、研发费用率分别为 28.33%、9.31%、-1.25%、13.60%，同比+0.61、-0.97、-0.67、-5.84pct；期间费用率为 50.00%，累计下降 6.87pct。研发费用率下降较多，主要由于公司营收规模持续增长的同时，研发相关的薪酬支出同比有所下降。公司第三季度毛利率为 57.09%，同比下降 1.04pct；公司第三季度销售、管理、财务、研发费用率分别为 28.74%、9.38%、-0.23%、13.39%，同比+0.85、-1.47、-0.52、-6.10pct，季度环比-0.99、+1.50、+1.71、-1.04pct；期间费用率为 51.27%，同比下降 7.24pct。

2025 年前三季度，公司经营性现金流净额为 3682 万元，同比下滑 40.59%。应收账款周转天数为 63.05 天，同比增加 13.93 天；存货周转天数为 280.05 天，同比下降 4.88 天，基本维持稳定。其他财务指标基本正常。

国产电生理行业龙头之一，看好公司长期发展空间

公司是国产电生理龙头之一，也是全球市场中少数同时完成心脏电生理设备与耗材完整布局的厂商之一，未来成长空间广阔。短期来看，公司国内业务有望加速增长，海外业务保持快速增长；中期来看，随着公司

PFA（脉冲消融）导管、高密度标测导管、压力感应消融导管和冷冻消融产品的陆续商业化，公司已完成房颤手术耗材全产品线布局，房颤手术市场份额有望加速提升。长期来看，一方面，国内电生理行业渗透率仍然较低，未来渗透率提升空间大，公司持续研发迭代脉冲消融（PFA）、心腔内超声导管（ICE）、肾动脉消融（RDN）等新技术和产品，有望进一步丰富公司产品管线，提升公司综合竞争力，奠定公司业绩长期可持续增长的基础；另一方面，公司海外营收占比稳步提升，公司持续推进电生理全解决方案在海外市场的推广，夯实全球市场基础，海外市场拓展未来可期。

我们预计 2025-2027 年公司营收分别同比增长 13%、28% 和 26%，归母净利润分别同比增长 26%、45% 和 60%。维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	413.17	467.67	598.07	751.62
增长率（%）	25.51%	13.19%	27.88%	25.67%
归属母公司股东净利润	52.07	65.69	95.17	152.02
增长率（%）	815.36%	26.16%	44.87%	59.74%
每股收益（EPS, 元/股）	0.11	0.14	0.20	0.32
市盈率（P/E）	209.86	166.34	114.82	71.88

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 11 月 14 日

风险提示

1.行业政策风险：部分国家政策存在不确定性，存在本报告给出的盈利预测可能达不到的风险；行业合规政策收紧的风险；行业监管相关风险；行业政策导致产品价格下降的风险；集采政策风险。

2.市场竞争风险：目前，我国电生理行业外资品牌仍占据绝对主导地位。外资品牌诸如强生、雅培、波士顿科学等企业凭借其强大的研发优势、健全的产品体系和先发的渠道优势，占据国内 80%以上的市场份额。虽然从竞争厂家上看，公司所处的电生理细分领域竞争厂家并不多，但外资品牌经过多年的市场耕耘和对临床医生的培育，在一定程度上培养了临床医生的使用习惯，公司仍需要一定的时间来提升公司产品的使用量。

3.其他风险：电生理新产品放量不及预期的风险；新产品研发及注册失败风险；研发及管理人才流失风险；销售渠道风险及经销商管理风险；产品质量及潜在责任风险；汇率波动的风险。

图表 2：财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
货币资金	265.53	269.11	366.05	477.98	648.86
交易性金融资产	1,066.76	1,089.39	1,089.39	1,089.39	1,089.39
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	54.96	84.49	79.42	101.57	127.65
预付账款	6.74	3.39	8.67	11.08	13.93
其他应收款	2.44	1.13	2.52	3.22	4.05
存货	122.39	127.84	177.72	221.59	264.20
其他流动资产	0.40	2.18	1.01	1.29	1.62
长期股权投资	71.55	69.49	65.20	60.91	56.63
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	114.58	108.02	81.21	54.40	27.59
无形资产和开发支出	105.56	117.15	94.22	70.08	44.72
其他非流动资产	12.35	21.51	18.95	16.40	16.40
资产总计	1,823.27	1,893.68	1,984.37	2,107.91	2,295.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	12.95	4.74	5.91	7.04
应付账款	37.37	36.62	49.61	61.85	73.75
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	3.40	4.83	4.80	6.14	7.71
其他应付款	46.19	44.12	66.81	83.30	99.32
长期借款	16.95	7.63	3.97	-1.52	0.46
其他负债	34.30	45.80	47.02	49.64	52.14
负债合计	138.21	151.95	176.94	205.32	240.42
股本	470.60	470.60	470.60	470.60	470.60
资本公积	1,263.73	1,268.34	1,268.34	1,268.34	1,268.34
留存收益	-49.28	2.80	68.49	163.66	315.68
归属母公司股东权益	1,685.06	1,741.74	1,807.43	1,902.60	2,054.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,685.06	1,741.74	1,807.43	1,902.60	2,054.62
负债和股东权益合计	1,823.27	1,893.68	1,984.37	2,107.91	2,295.03
投入资本（IC）	402.64	432.18	402.72	393.52	391.99
利润表（百万元）					
营业收入	329.19	413.17	467.67	598.07	751.62
减：营业成本	120.12	170.52	187.07	233.25	278.10
税金及附加	2.20	3.13	3.54	4.53	5.69
主营业务利润	206.88	239.52	277.06	360.30	467.83

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
减: 销售费用	109.30	110.86	126.27	155.50	187.90
管理费用	40.85	42.64	43.49	53.83	60.13
研发费用	91.31	77.40	60.80	74.76	86.44
财务费用	-5.97	-3.01	-0.83	-1.42	-2.00
经营性利润	-28.62	11.63	47.33	77.63	135.36
加: 资产减值损失	-0.54	-2.97	-1.80	-2.30	-2.89
信用减值损失	-1.35	-1.27	-1.60	-2.05	-2.58
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.14	8.98	5.70	5.70	5.70
公允价值变动损益	12.19	11.43	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	-0.03	-0.00	-0.00	-0.00
其他收益	15.83	26.76	17.29	17.29	17.29
营业利润	7.65	54.52	66.91	96.26	152.87
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
减: 营业外支出	2.04	2.42	1.51	1.51	1.51
利润总额	5.61	52.13	65.41	94.76	151.37
减: 所得税	-0.08	0.06	-0.28	-0.41	-0.65
净利润	5.69	52.07	65.69	95.17	152.02
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	5.69	52.07	65.69	95.17	152.02
现金流量表 (百万元)					
资本支出	43.58	32.59	-0.00	-0.00	0.00
自由现金流	-86.40	-18.84	91.53	100.16	148.76
短期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	-3.24	-9.32	-3.66	-5.49	1.98
股权筹资额			0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	-232.73	0.04	10.08	10.08	10.08
经营性现金净流量	-37.97	67.33	89.70	105.92	156.83
投资性现金净流量	-274.66	-43.76	10.08	10.08	10.08
筹资性现金净流量	-10.47	-10.65	-2.83	-4.07	3.97
现金流量净额	-322.59	12.82	96.94	111.92	170.88
货币资金的期初余额	578.49	255.90	268.71	365.66	477.58
货币资金的期末余额	255.90	268.71	365.66	477.58	648.46
企业自由现金流	-86.40	-18.84	91.53	100.16	148.76
权益自由现金流	-83.59	-25.15	88.70	96.09	152.74

资料来源: 公司公告, 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。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

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