

微电生理(688351)

报告日期: 2025 年 12 月 17 日

海内外共同驱动，利润高增可期

——微电生理更新报告

投资要点

微电生理是国产三维电生理企业领军者，我们认为，尽管短期国内集采续标延后影响公司业绩，但随着公司高端产品渗透率提升、新品商业化推进及海外拓展加速，公司长期成长逻辑清晰，2026 年收入利润增长可期。

□ 成长性：高端产品渗透提升，海内外共同驱动

(1) 集采续标延后影响短期增长，高端产品渗透持续提升。受电生理集采续标延后等因素影响，国内射频手术量增速有限，公司在国内市场的增长面临一定压力。但公司产品升级趋势明确，高端产品渗透率持续提升。公司压力导管手术量快速提升，公司的冷冻消融产品已于海外开启商业化推广。我们认为，虽然集采续标时间不确定性对短期业绩造成扰动，公司作为产品线齐全的国产龙头，有望在未来的集采中获得更多份额。

(2) 新品商业化加速，在研管线构筑长期动能。公司联营子公司商阳医疗的一代 PFA 产品已于今年 4 月获批，公司自研的压力脉冲 PFA 产品 2025 年 11 月获批。此外，商阳医疗的二代纳秒脉冲 PFA 产品已完成临床入组，心脏内超声 (ICE) 导管、肾动脉射频消融 (RDN) 均被纳入国家绿色通道创新产品，注册稳步推进。我们认为，丰富且有梯度的创新产品管线为公司构筑了坚实的长期增长基础。

(3) 海外拓展加速，成功打造第二增长曲线。2025 年前三季度公司海外业务高增，根据 2025 年 H1 数据，海外收入占比已提升至 31%。海外市场的快速突破主要得益于压力导管等高端产品更快的市场准入和渗透（海外压力导管手术占比高）。冷冻全套产品也已于 Q2 获得 CE 认证，已经在部分区域开始商业化推广。我们认为，随着公司产品组合在海外市场的持续丰富和渠道深化，海外业务有望维持高增长，成为公司业绩的核心驱动力之一。

□ 盈利能力：扣非利润大幅改善，规模效应逐步显现

(1) 毛利率短期波动，静待新品放量与结构优化。2025 年前三季度公司毛利率 59.1%，同比提升 0.3pct。Q3 单季毛利率 57.1%，同比下降 1.0pct，主要系海外推广初期的冷冻系列产品销售策略及产品组合变化所致。但我们认为，随着高毛利产品（如压力导管等）的放量和规模化生产有望带动毛利率回升。(2) 扣非利润大幅改善，规模效应逐步显现。公司前三季度实现扣非归母净利润 0.24 亿元，同比实现扭亏为盈，盈利能力显著改善。盈利能力的改善主要得益于收入增长带来的规模效应。我们认为，随着公司收入规模的持续扩大，规模效应将进一步显现，净利率有望持续提升。

□ 盈利预测及估值

我们预计，公司 2025-2027 年营业收入分别为 4.96/6.17/7.72 亿元，分别同比增长 20.0%、24.4%、25.2%；归母净利润分别为 0.65/0.91/1.35 亿元，分别同比增长 24.7%、40.8%、48.0%，对应 EPS 分别为 0.14/0.19/0.29 元，对应 2026 年 18 倍 PS，维持“买入”评级。

□ 风险提示：产品研发及商业化不及预期的风险；行业政策变动的风险；行业竞争加剧的风险；需求波动的风险

投资评级：买入(维持)

分析师：王班
执业证书号：S1230525070003
wangban@stocke.com.cn

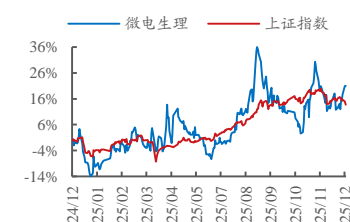
分析师：吴天昊
执业证书号：S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

分析师：司清蕊
执业证书号：S1230523080006
siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 24.02
总市值(百万元)	11,303.81
总股本(百万股)	470.60

股票走势图



相关报告

- 《Q4 同比扭亏，2025 利润高增可期》2025.04.02
- 《Q3 收入略降，净利率持续提升》2024.10.23
- 《Q2 收入稳健增长，全年高增长可期》2024.08.22

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	413.17	495.69	616.84	772.17
(+/-) (%)	25.51%	19.97%	24.44%	25.18%
归母净利润	52.07	64.91	91.39	135.23
(+/-) (%)	815.36%	24.65%	40.81%	47.96%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.19	0.29
P/S	27	23	18	15

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1578	1573	1679	1845
现金	269	236	288	406
交易性金融资产	1089	1078	1084	1081
应收账款	74	89	109	136
其它应收款	1	3	3	3
预付账款	3	11	11	12
存货	128	151	178	200
其他	13	4	6	8
非流动资产	316	404	416	411
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	69	69	69	69
固定资产	92	185	195	190
无形资产	73	82	87	83
在建工程	0	0	0	0
其他	81	68	63	68
资产总计	1894	1977	2094	2256
流动负债	108	126	153	179
短期借款	0	0	0	0
应付款项	50	47	61	73
预收账款	0	0	0	0
其他	59	79	92	107
非流动负债	44	44	43	44
长期借款	0	0	0	0
其他	44	44	43	44
负债合计	152	170	196	223
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1742	1807	1898	2033
负债和股东权益	1894	1977	2094	2256

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	413	496	617	772
营业成本	171	202	254	307
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	111	128	148	174
管理费用	43	49	57	65
研发费用	77	79	93	116
财务费用	(3)	(6)	(4)	(5)
资产减值损失	4	5	6	6
公允价值变动损益	11	6	5	5
投资净收益	9	9	9	9
其他经营收益	27	17	20	21
营业利润	55	66	93	137
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	52	65	91	135
所得税	0	(0)	(1)	(0)
净利润	52	65	91	135
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	65	91	135
EBITDA	80	78	110	155
EPS (最新摊薄)	0.11	0.14	0.19	0.29

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	25.51%	19.97%	24.44%	25.18%
营业利润	613.11%	21.29%	40.40%	47.32%
归属母公司净利润	815.36%	24.65%	40.81%	47.96%
获利能力				
毛利率	58.73%	59.32%	58.85%	60.18%
净利率	12.60%	13.09%	14.82%	17.51%
ROE	3.04%	3.66%	4.93%	6.88%
ROIC	2.73%	3.26%	4.54%	6.37%

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	67	54	80	121
净利润	52	65	91	135
折旧摊销	32	19	23	24
财务费用	(3)	(6)	(4)	(5)
投资损失	(9)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(2)	(4)	3	(2)
其它	(2)	(11)	(25)	(22)
投资活动现金流	(44)	(92)	(33)	(8)
资本支出	(2)	(100)	(20)	(5)
长期投资	2	0	0	0
其他	(43)	8	(13)	(3)
筹资活动现金流	(11)	5	5	4
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(11)	5	5	4
现金净增加额	13	(33)	51	118

偿债能力

资产负债率	8.02%	8.62%	9.37%	9.88%
净负债比率	6.00%	5.05%	4.56%	3.99%
流动比率	14.57	12.45	10.96	10.29
速动比率	13.39	11.25	9.80	9.17

营运能力

总资产周转率	0.22	0.26	0.30	0.35
应收账款周转率	6.41	6.09	6.19	6.21
应付账款周转率	4.61	4.81	4.69	4.59

每股指标(元)

每股收益	0.11	0.14	0.19	0.29
每股经营现金	0.14	0.11	0.17	0.26
每股净资产	3.70	3.84	4.03	4.32

估值比率

P/S	27.36	22.80	18.33	14.64
P/B	6.49	6.26	5.96	5.56
EV/EBITDA	95.66	128.09	90.52	63.59

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>