

微电生理 (688351.SH)

公司 25 年海外业绩增速亮眼，持续看好新产品矩阵落地

核心观点:

- **公司 25 年海外业绩增速亮眼。**根据 wind 及公司 25 年年报，公司 25 年实现营收 4.65 亿元 (YOY+12.43%)，海外营收实现 1.66 亿元 (YOY+47.95%)；归母净利润 5108 万元 (YOY-1.9%)；扣非归母净利润 2359 万元 (YOY+364.36%)，扣非归母净利润提升主要系政府补助减少；经营活动产生的现金流量净额实现 9090 万元 (YOY+35%)，主要系公司收入规模增长以及采购付款账期优化；毛利率 57.97% (YOY-0.76pp)，预计主要系公司产品受部分地区集采影响。
- **公司持续拓展海外市场。**根据公司 25 年年报，Columbus®三维心脏电生理标测系统成功在英国完成首批三维消融手术的商业化，公司成功开拓墨西哥、英国、塔吉克斯坦、哥伦比亚等高潜市场。海外市场，公司在欧洲、中东及非洲（覆盖部分中亚、东欧国家）、拉美区域呈现高速增长态势；IceMagic® 冷冻系列全套产品已陆续获得 CE 认证并上市。
- **初显脉冲消融产品矩阵规模。**根据公司 25 年年报，PulseMagic™ TrueForce® 一次性使用压力监测心脏脉冲电场消融导管获得 NMPA 认证；PathBuilder® 一次性使用射频房间隔穿刺针获 NMPA 批准上市，成为国内首个通过豁免临床路径完成注册的射频穿刺针产品；EasyEcho™ 一次性使用心腔内超声成像导管进入创新医疗器械的“绿色通道”。公司参股企业商阳医疗研发的 PulseMagic™ Spiral 一次性使用磁电定位心脏脉冲电场消融导管及心脏脉冲电场消融设备于 25 年上半年获得 NMPA 认证，(纳秒) nsPFA 系统于 25 年下半年进入创新医疗器械的“绿色通道”。
- **盈利预测与投资建议。**预计 26-28 年营业收入分别为 5.33 亿元，6.28 亿元和 7.54 亿元。综合考虑公司行业地位、行业政策端变化及产品技术迭代性，参考可比公司，因此给到公司 26 年 25X PS，给予合理价值为 28.30 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争风险、专业人才匮乏，经营渠道管理风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	413	465	533	628	754
增长率 (%)	25.5%	12.4%	14.7%	17.9%	20.0%
EBITDA	76	78	109	124	144
归母净利润	52	51	80	93	117
增长率 (%)	815.4%	-	-	15.0%	26.0%
EPS (元/股)	0.11	0.11	0.17	0.20	0.25
市盈率 (P/E)	172.1	-	-	121.4	96.3
ROE (%)	3.0%	2.8%	4.3%	4.7%	5.6%
EV/EBITDA	114.9	-	-	87.0	74.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	23.87 元
合理价值	28.30 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-10

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

王稼宸



SAC 执证号: S0260524090001



wangjiachen@gf.com.cn

请注意, 王稼宸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。

相关研究:

微电生理 (688351.SH): 公司持续降本增效, 25 年前三季度扣非净利润表现超预期	2025-10-28
微电生理 (688351.SH): 25H1 公司净利润表现出色, 国内/海外创新产品矩阵已见雏形	2025-08-27

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	1,578	1,553	1,675	1,738	1,814
货币资金	269	277	413	455	510
应收及预付	77	84	87	93	92
存货	128	159	138	147	162
其他	1,103	1,033	1,035	1,043	1,049
非流动资产总额	316	440	378	384	402
长期股权投资	69	67	75	78	81
固定资产	92	180	170	159	149
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	16	5	6	7	8
无形资产	73	80	88	101	119
其他	65	108	39	39	45
资产总额	1,894	1,993	2,052	2,121	2,216
流动负债总额	108	159	138	119	101
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	54	101	89	76	61
其他	54	58	49	43	40
非流动负债总额	44	32	37	32	28
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	44	32	37	32	28
负债总额	152	191	175	151	129
股本	471	471	471	471	471
其他	1,271	1,332	1,407	1,499	1,616
归母权益合计	1,742	1,802	1,878	1,970	2,087
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,894	1,993	2,052	2,121	2,216

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	413	465	533	628	754
营业成本	171	195	227	267	320
营业税金及附加	3	4	2	1	2
销售费用	111	133	153	180	216
管理费用	43	43	44	48	51
研发费用	77	64	74	85	101
财务费用	-3	-3	-9	-12	-14
资产信用减值损失	-4	-5	-3	-4	0
公允价值变动收益	11	8	7	8	9
投资收益	9	8	9	8	8
营业利润	55	53	83	96	120
营业外收支	-2	-2	-3	-4	-4
利润总额	52	51	80	93	117
所得税费用	0	0	0	0	0
合并净利润	52	51	80	93	117
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	52	51	80	93	117
EPS (元/股)	0.11	0.11	0.17	0.20	0.25

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	67	91	100	97	118
合并净利润	52	51	80	93	117
折旧摊销	40	39	49	52	55
营运资金变动	-14	7	-15	-34	-35
其他	0	0	-2	-2	-1
投资活动现金流净额	-44	-78	40	-50	-61
资本性开支	-44	-122	-6	-53	-61
投资	-25	26	43	-13	-9
其他	25	18	3	16	9
融资活动现金流净额	-11	-5	-3	-5	-2
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	0	0	3	-2	1
股利分配与偿付利息	0	0	0	0	0
其他	-11	-5	-6	-3	-3
现金净增加额	13	8	137	42	55
期初现金余额	256	269	277	413	455
期末现金余额	269	277	413	455	510

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	25.5%	12.4%	14.7%	17.9%	20.0%
营业利润增长率	613.1%	-	-	15.3%	25.2%
归母净利润增长率	815.4%	-	-	15.0%	26.0%
获利能力					
毛利率	58.7%	58.0%	57.5%	57.6%	57.6%
净利率	12.6%	11.0%	15.1%	14.7%	15.5%
ROE	3.0%	2.8%	4.3%	4.7%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	8.0%	9.6%	8.5%	7.1%	5.8%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	14.6	9.8	12.1	14.6	17.9
利息保障倍数	39.9	130.0	2173.9	1599.4	2543.9
营运能力					
应收账款周转率	6.4	6.1	6.4	7.2	8.8
存货周转率	1.3	1.2	1.6	1.8	2.0
应付账款周转率	4.7	3.3	4.4	6.2	9.2
每股指标					
每股收益	0.11	0.11	0.17	0.20	0.25
每股净资产	3.70	3.83	3.99	4.19	4.43
每股经营现金流	0.14	0.19	0.21	0.21	0.25
估值比率					
PE	172.1	-	-	121.4	96.3
PB	5.1	6.0	6.0	5.7	5.4
EV/EBITDA	114.9	-	-	87.0	74.4

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

李桢桐：资深分析师，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

王稼宸：资深分析师，悉尼科技大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

龙雪芳：高级分析师，南开大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。