

微电生理 (688351.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩符合预期，海外增速亮眼

消费品/生物医药  
目标估值: NA  
当前股价: 24.96 元

近日，公司发布 2025 年年度报告和第一季度报：2025 年度实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 12.43%；归母净利润 5,108.23 万元，同比降低 1.90%。

其中，公司第四季度实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 4.77%；归母净利润 916.17 万元，同比降低 11.43%。

2026 年第一季度，公司实现营业收入 1.26 亿元，同比增长 20.97%；归母净利润 2,908.47 万元，同比增长 62.75%。

基础数据

总股本 (百万股)	471
已上市流通股 (百万股)	471
总市值 (十亿元)	11.7
流通市值 (十亿元)	11.7
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	3.4
资产负债率	9.6%
主要股东	宁波梅山保税港区铎杰股权
主要股东持股比例	34.94%

□ PFA 等创新产品陆续获批，构建全技术矩阵产品布局。2025 年，公司实现境内收入 2.98 亿元，同比增长 1.29%。截至 2025 年底，在国内市场的三维电生理手术领域中累计手术量突破 9 万例，排名国产厂商第一，位列全国第三。公司一次性使用压力监测磁定位射频消融导管的临床认可度持续提升，已在全国多家中心应用并完成超 7,000 例射频消融手术。一次性使用磁定位压力监测射频消融导管（压力双弯）、一次性使用压力监测心脏脉冲电场消融导管、参股企业商阳医疗研发的一次性使用磁定位心脏脉冲电场消融导管及心脏脉冲电场消融设备相继获得 NMPA 批准上市，第二代纳秒脉冲电场消融（nsPFA）系统也于下半年进入创新医疗器械特别审查程序“绿色通道”。随着脉冲产品线的上市，公司正式完成在电生理治疗领域全矩阵产品布局。

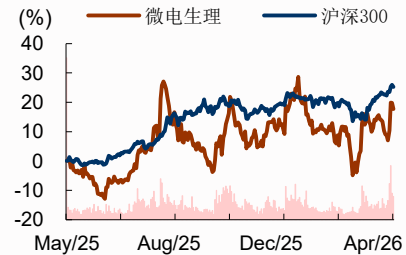
□ 海外市场高速放量，全球化战略快速推进。2025 年，公司实现境外收入 1.66 亿元，同比增长 47.95%，随着公司高密度标测导管、一次性使用压力监测磁定位射频消融导管等高值耗材产品在海外市场的推广，欧洲、中东及非洲（覆盖部分中亚、东欧国家）、拉美区域呈现高增长态势，成功开拓墨西哥、英国、塔吉克斯坦、哥伦比亚等高潜市场，IceMagic® 冷冻系列全套产品陆续获得 CE 认证并上市，并在德国、巴西、土耳其等国家实现首例商业应用。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 5.38 亿/6.57 亿/8.29 亿元，同比增长分别为 16%/22%/26%；归母净利润分别为 0.62 亿/0.84 亿/1.14 亿元；分别增长 22%/35%/37%，对应 2026-2028 年 PE 为 189/140/103 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：降价幅度超预期的风险，医疗反腐等行业政策风险影响医院招标的风险业绩不及预期的风险。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-3	15
相对表现	-4	-7	-11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《微电生理 (688351) —国内受集采续标延迟影响，海外收入增长强劲》2025-11-10
- 《微电生理 (688351) —压力导管认可度持续提升，期待 PFA 未来放量》2025-08-31
- 《微电生理 (688351) —业绩符合预期，重磅产品 PFA 获批》2025-05-08

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	413	465	538	657	829
同比增长	26%	12%	16%	22%	26%
营业利润(百万元)	55	53	65	86	117
同比增长	613%	-2%	21%	33%	36%
归母净利润(百万元)	52	51	62	84	114
同比增长	815%	-2%	22%	35%	37%
每股收益(元)	0.11	0.11	0.13	0.18	0.24
PE	225.6	229.9	188.7	140.2	102.6
PB	6.7	6.5	6.3	6.1	5.8

资料来源：公司数据、招商证券

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

郭子娴 S1090525060002

guozixian@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1578	1553	1568	1622	1725
现金	269	277	242	231	239
交易性投资	1089	1027	1027	1027	1027
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	74	78	90	110	139
其它应收款	1	0	1	1	1
存货	128	159	194	236	298
其他	16	12	14	17	21
<b>非流动资产</b>	316	440	496	539	573
长期股权投资	69	67	67	67	67
固定资产	92	180	250	307	353
无形资产商誉	117	142	127	115	103
其他	37	52	51	50	50
<b>资产总计</b>	<b>1894</b>	<b>1993</b>	<b>2064</b>	<b>2162</b>	<b>2299</b>
<b>流动负债</b>	108	159	177	204	243
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	50	90	110	133	168
预收账款	5	11	13	16	20
其他	54	58	54	55	55
<b>长期负债</b>	44	32	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他	44	32	32	32	32
<b>负债合计</b>	<b>152</b>	<b>191</b>	<b>209</b>	<b>236</b>	<b>275</b>
股本	471	471	471	471	471
资本公积金	1268	1273	1273	1273	1273
留存收益	3	59	111	183	280
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1742	1802	1854	1926	2024
<b>负债及权益合计</b>	<b>1894</b>	<b>1993</b>	<b>2064</b>	<b>2162</b>	<b>2299</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	67	91	52	75	98
净利润	52	51	62	84	114
折旧摊销	32	34	49	61	71
财务费用	1	1	(3)	(3)	(3)
投资收益	(9)	(8)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(8)	12	(27)	(38)	(56)
其它	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(44)	(78)	(76)	(76)	(76)
资本支出	(44)	(122)	(105)	(105)	(105)
其他投资	0	44	29	29	29
<b>筹资活动现金流</b>	(11)	(5)	(11)	(9)	(14)
借款变动	(22)	(2)	(4)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	4	0	0	0
股利分配	0	0	(10)	(12)	(17)
其他	6	(7)	3	3	3
<b>现金净增加额</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>(35)</b>	<b>(10)</b>	<b>8</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	413	465	538	657	829
营业成本	171	195	238	289	365
营业税金及附加	3	4	4	5	6
营业费用	111	133	154	188	238
管理费用	43	43	45	48	52
研发费用	77	64	65	72	83
财务费用	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	(4)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	11	8	8	8	8
其他收益	27	14	14	14	14
投资收益	9	8	8	8	8
<b>营业利润</b>	55	53	65	86	117
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	52	51	63	84	115
所得税	0	0	0	0	1
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	52	51	62	84	114

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	26%	12%	16%	22%	26%
营业利润	613%	-2%	21%	33%	36%
归母净利润	815%	-2%	22%	35%	37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.7%	58.0%	55.8%	56.0%	56.0%
净利率	12.6%	11.0%	11.6%	12.7%	13.8%
ROE	3.0%	2.9%	3.4%	4.4%	5.8%
ROIC	3.0%	2.8%	3.4%	4.4%	5.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.0%	9.6%	10.1%	10.9%	12.0%
净负债比率	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	14.6	9.8	8.9	8.0	7.1
速动比率	13.4	8.8	7.8	6.8	5.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	6.4	6.1	6.4	6.5	6.6
应付账款周转率	3.9	2.8	2.4	2.4	2.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.11	0.11	0.13	0.18	0.24
每股经营净现金	0.14	0.19	0.11	0.16	0.21
每股净资产	3.70	3.83	3.94	4.09	4.30
每股股利	0.00	0.02	0.03	0.04	0.05
<b>估值比率</b>					
PE	225.6	229.9	188.7	140.2	102.6
PB	6.7	6.5	6.3	6.1	5.8
EV/EBITDA	175.7	171.4	105.4	80.9	63.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。