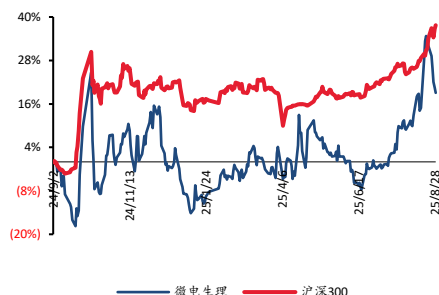


微电生理：业绩符合预期，看好创新产品助力增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 4.71/1.25
总市值/流通(亿元) 112.1/29.74
12 个月内最高/最低价 27.8/16.14 (元)

相关研究报告

<<微电生理年报点评：海外业务大幅增长，产品布局逐步完善>>—2025-03-30

<<微电生理点评报告：集采加速产品放量，脉冲消融进展顺利>>—2024-10-28

<<微电生理点评报告：国内外市场齐发力，“冰火电”能量平台布局稳步推进>>—2024-08-27

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83688835

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年，公司实现营业收入 2.24 亿元，同比增长 12.80%；归母净利润 0.33 亿元，同比增长 92.02%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同比增长 2157.44%。其中，公司第二季度实现营业收入 1.20 亿元，同比增长 9.56%；归母净利润 0.15 亿元，同比增长 15.22%；扣非归母净利润 0.08 亿元，同比增长 262.86%。

三维手术量国产第一，高端新品持续放量

2025 年预计整个电生理行业手术量增速为双位数，其中房颤增速较高，非房颤（室上速）增速较低、预计个位数增长。截至目前，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。高端新品中，公司国内上半年压力监测导管使用量约 3000 根，其中三分之一用于房颤手术，该比例持续增长。

在研项目稳步推进，研发成果有望陆续兑现

(1) 公司 RDN 产品目前临床入组进度已推进至中期阶段，近期入组因夏季高血压患者人数相对减少有所放缓，但整体进度正常。(2) 心腔内超声导管具有三维超声定位功能，配合超声成像设备与 Columbus 三维心脏电生理标测系统使用，可实现 3D ICE 导管的可视化、3D 超声建模、控弯指示等功能，有效提升手术安全性并减少 X 射线。该产品上半年已进入国家创新医疗器械特别审查申请，现已提交国家药监局注册申请，预计 2026 上半年在国内获证。(3) 公司自主研发的脉冲消融（PFA）导管，具备压力监测功能，目前已经递交国家药监局注册申请，预计在 2025 年底能够获批。参股公司商阳医疗的一代 PFA 导管和设备已于 2025 年 4 月获批，其二代 PFA 脉冲消融导管及配套设备，基于纳秒脉冲设计，已于近期完成临床入组，并且进入国家创新医疗器械绿色通道。

毛利水平维稳，费用端同比有所改善

2025 年上半年，公司的综合毛利率同比增长 1.00pct 至 60.10%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 28.13%、9.28%、13.71%、-1.76%，同比变动幅度分别为+0.48pct、-0.73pct、-5.71pct、-0.78pct，研发费率降低主要是薪酬减少导致研发费用同比下降。

其中，2025 年第二季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 59.70%、29.73%、7.88%、14.43%、-1.94%、12.37%，分别变动+1.78pct、+1.95pct、-0.92pct、-2.75pct、-1.12pct、+0.61pct。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 4.80/6.25/7.98 亿元，同比增速为 16.18%/30.21%/27.68%；归母净利润分别为 0.80/1.17/1.65 亿元，同比增速为 53.35%/46.95%/40.86%；EPS 分别为 0.17/0.25/0.35 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 140/96/68 倍。维持

“买入”评级。

风险提示：集采降价风险，手术量不及预期的风险，新品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	413	480	625	798
营业收入增长率(%)	25.51%	16.18%	30.21%	27.68%
归母净利（百万元）	52	80	117	165
净利润增长率(%)	815.36%	53.35%	46.95%	40.86%
摊薄每股收益（元）	0.11	0.17	0.25	0.35
市盈率（PE）	172.15	140.38	95.53	67.82

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	266	269	299	324	407
应收和预付款项	62	77	81	103	131
存货	122	128	155	189	228
其他流动资产	1,070	1,103	1,125	1,156	1,187
流动资产合计	1,519	1,578	1,660	1,771	1,953
长期股权投资	72	69	67	66	63
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	90	92	95	100	107
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	106	117	134	158	167
长期待摊费用	8	5	8	11	14
其他非流动资产	1,548	1,610	1,680	1,793	1,977
资产总计	1,823	1,894	1,984	2,128	2,328
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	37	50	48	61	75
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	101	102	109	124	144
负债合计	138	152	157	184	219
股本	471	471	471	471	471
资本公积	1,264	1,268	1,272	1,272	1,272
留存收益	-49	3	84	201	367
归母公司股东权益	1,685	1,742	1,826	1,944	2,109
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,685	1,742	1,826	1,944	2,109
负债和股东权益	1,823	1,894	1,984	2,128	2,328

现金流量表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-38	67	94	109	152
投资性现金流	-275	-44	-60	-80	-68
融资性现金流	-10	-11	-5	-3	-1
现金增加额	-323	13	30	25	82

利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	329	413	480	625	798
营业成本	120	171	192	242	301
营业税金及附加	2	3	3	4	6
销售费用	109	111	125	156	192
管理费用	41	43	43	51	59
财务费用	-6	-3	-4	-4	-5
资产减值损失	-1	-3	-2	-1	-3
投资收益	10	9	11	14	18
公允价值变动	12	11	3	2	5
营业利润	8	55	82	118	168
其他非经营损益	-2	-2	-2	-1	-3
利润总额	6	52	80	117	165
所得税	-0	0	0	0	0
净利润	6	52	80	117	165
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	6	52	80	117	165

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	63.51%	58.73%	60.00%	61.28%	62.28%
销售净利率	1.73%	12.60%	16.64%	18.77%	20.71%
销售收入增长率	26.46%	25.51%	16.18%	30.21%	27.68%
EBIT 增长率	-167.35%	250.81%	144.75%	48.46%	42.00%
净利润增长率	85.17%	815.36%	53.35%	46.95%	40.86%
ROE	0.34%	2.99%	4.37%	6.04%	7.84%
ROA	0.31%	2.75%	4.03%	5.51%	7.10%
ROIC	-1.22%	1.77%	4.15%	5.80%	7.59%
EPS(X)	0.01	0.11	0.17	0.25	0.35
PE(X)	2,119.83	172.15	140.38	95.53	67.82
PB(X)	7.16	5.14	6.14	5.77	5.32
PS(X)	36.67	21.69	23.35	17.94	14.05
EV/EBITDA(X)	1,106.05	121.95	100.50	75.09	53.90

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。