

PFA 打开成长空间，海外收入同比高增

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年年报，25 年实现收入 4.65 亿元（+12.43%），归母净利润 5108 万元（-1.90%），扣非归母净利润 2359 万元（+364.36%）。扣非业绩实现高增长，海外收入增速超 46%。
- **25 年扣非业绩大幅增长，海外增速超 46%。**分季度看，2025Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 1.04/1.20/1.13/1.28 亿元，单季度归母净利润分别为 1787/1480/925/916 万元，单季度扣非净利润分别为 1256/825/326/-48 万元。细化来看，截至 25 年底公司三维电生理手术覆盖医院 1100 余家，累计完成手术超 9 万例，在国产厂商中排名第一。公司 FireMagic TrueForce 一次性使用压力监测磁定位射频消融导管临床认可度持续提升，已在全国多家中心完成超 7000 例射频消融手术。从盈利水平看，25 年主营业务医疗器械毛利率为 59.07%，其中导管类产品毛利率 60.88%，设备类产品毛利率 49.34%；扣非净利润大幅提升主要系营业收入增长及降本增效带来的利润提升。销售费用达 1.33 亿元（+20.17%），管理费用达 4328 万元（+1.50%）；研发投入占营业收入比例为 21.57%（较上年减少 2.97 个百分点）。此外，公司通过聚焦核心产品海外注册及经销商网络建设，境外营业收入达 1.65 亿元（+46.54%）。
- **国内外业务协同发力，全面完成“电、火、冰、磁”四大技术路径完整布局。**自研 PulseMagic TrueForce 一次性使用压力监测心脏脉冲电场消融导管获 NMPA 批准上市，标志着公司正式完成电生理治疗领域中最具潜力的“电”产品布局；参股企业商阳医疗研发的磁电定位心脏脉冲电场消融导管及设备亦获批上市。海外方面，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商业化应用，IceMagic 冷冻系列全套产品获欧盟 MDR 认证并在德国、巴西、土耳其等国实现首例商业应用，彰显了公司在全球市场的综合竞争力。
- **加大研发与创新通道申报，稳步推进高端医疗器械国产化。**公司持续完善产品线，在带量采购中，旗下双弯压力导管等 4 款新产品成功获得首批带量采购中选资格（含脉冲电场消融导管），为后续推广奠定基础。自主研发的 EasyEcho 一次性使用心腔内超声成像导管通过 NMPA 进入特别审查程序“绿色通道”，截至报告期末已有 9 项产品进入该通道。此外，参股的商阳医疗第二代纳秒脉冲电场消融系统（nsPFA）也进入“绿色通道”，子公司自主研发的 FlashPoint 肾动脉射频消融系统目前处于临床试验阶段，可与 Columbus 三维心脏电生理标测系统联用实现更加精准的靶点消融。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年归母净利润 0.57、0.61、0.86 亿元。由于国内电生理标的稀缺性以及考虑到公司 TrueForce、IceMagic、PFA 系列等重磅产品进入放量期，未来潜力较大，建议持续关注。
- **风险提示：**研发失败风险、汇率波动风险、市场开拓风险、贸易摩擦风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	464.53	525.23	624.76	755.01
增长率	12.43%	13.07%	18.95%	20.85%
归属母公司净利润（百万元）	51.08	56.55	60.67	86.15
增长率	-1.90%	10.71%	7.29%	41.98%
每股收益 EPS（元）	0.11	0.12	0.13	0.18
净资产收益率 ROE	2.83%	3.07%	3.21%	4.38%
PE	219	198	185	130
PB	6.22	6.08	5.92	5.70

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
电话：021-68416017
邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.71
流通 A 股(亿股)	4.71
52 周内股价区间(元)	17.81-27.87
总市值(亿元)	112
总资产(亿元)	19.93
每股净资产(元)	3.83

相关研究

1. 微电生理 (688351)：2024 年业绩符合预期，海外收入增速超 60% (2025-04-01)

盈利预测

关键假设：

1) 导管类产品：导管类产品中包含三维消融导管（射频+冷冻），标测类导管，以及二维导管。公司 TrueForce®压力导管、一次性使用星型磁电定位标测导管、IceMagic®冷冻消融系列产品等产品用于药物难治性、复发性、阵发性房颤的治疗，作为首个国内上市产品填补了国内空白。公司在房颤领域率先完成布局，先发优势明显。因此我们预计 2026-2028 年收入增速分别为 8.8%、17.9%、21%。2023 年应对集采政策的降价，导管类产品毛利率有所下降至 66%，2024 年依旧受到集采降价的影响，毛利率下降至 61.3%，且新产品目前还未享受到规模带来的成本优势。25 年部分产品/新品毛利率略微走低。随着集采预期的增加，预计毛利率 26-28 年分别为 60%、59%、59%。

2) 设备类：设备类收入系受市场需求波动和竞争的影响，设备类整体装机速度加快，预计 26-28 年收入增速分别为 40%、30%、30%。预计毛利率稳定在 49~50%。

3) 其他业务：其他收入产品主要以通路类导引鞘组以及非医疗器械销售类业务，带量采购的陆续执行预计会对产品价格有一定影响，但随着手术量的上涨，预计会带动通路类产品的整体需求。因此预计 26-28 年收入增速分别为 16%、17%、16%。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务分拆收入预测

百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
导管类产品	营业收入	322	350	413	500
	YOY	7.5%	8.8%	17.9%	21.0%
	毛利率	60.9%	60.0%	59.0%	59.0%
设备类产品	营业收入	39	55	72	93
	YOY	49.1%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	49.3%	49.3%	49.3%	49.3%
其他业务	营业收入	103	120	140	162
	YOY	27%	16%	17%	16%
合计	营业总收入	465	525	625	755
	YOY	12.4%	13.1%	18.9%	20.8%
	毛利率	58.0%	57.0%	56.2%	56.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	464.53	525.23	624.76	755.01	净利润	51.08	56.55	60.67	86.15
营业成本	195.22	226.05	273.88	331.30	折旧与摊销	34.39	27.24	29.38	32.08
营业税金及附加	3.53	3.68	4.37	5.29	财务费用	-2.96	-3.00	-2.00	-1.00
销售费用	133.22	149.21	179.05	205.91	资产减值损失	-3.39	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	43.28	49.77	59.73	70.48	经营营运资本变动	26.33	-83.09	-38.53	-38.04
财务费用	-2.96	-3.00	-2.00	-1.00	其他	-14.56	-18.55	-16.55	-16.11
资产减值损失	-3.39	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	90.90	-22.85	30.98	61.07
投资收益	7.86	10.00	10.00	10.00	资本支出	-105.96	-70.00	-85.00	-60.00
公允价值变动损益	7.53	10.00	10.00	10.00	其他	28.10	0.06	26.94	17.69
其他经营损益	13.82	15.00	20.00	25.00	投资活动现金流净额	-77.86	-69.94	-58.06	-42.31
营业利润	53.48	58.84	62.98	88.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.14	-2.00	-2.00	-2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	51.34	56.84	60.98	86.58	股权融资	4.24	0.00	0.00	0.00
所得税	0.26	0.28	0.30	0.43	支付股利	-9.88	-10.22	-11.31	-12.13
净利润	51.08	56.55	60.67	86.15	其他	0.56	4.87	4.00	2.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-5.08	-5.34	-7.31	-10.13
归属母公司股东净利润	51.08	56.55	60.67	86.15	现金流量净额	7.80	-98.13	-34.40	8.63
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	276.52	178.39	143.99	152.62	成长能力				
应收和预付款项	84.94	97.99	116.07	140.33	销售收入增长率	12.43%	13.07%	18.95%	20.85%
存货	159.37	190.19	236.15	279.37	营业利润增长率	-1.91%	10.01%	7.04%	40.65%
其他流动资产	1032.16	1052.66	1046.65	1050.18	净利润增长率	-1.90%	10.71%	7.29%	41.98%
长期股权投资	67.43	67.43	67.43	67.43	EBITDA 增长率	2.23%	-2.17%	8.76%	32.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	179.62	237.05	307.35	349.95	毛利率	57.97%	56.96%	56.16%	56.12%
无形资产和开发支出	141.52	127.13	112.75	98.36	三费率	37.36%	37.31%	37.90%	36.47%
其他非流动资产	51.52	51.22	50.93	50.64	净利率	11.00%	10.77%	9.71%	11.41%
资产总计	1993.07	2002.07	2081.32	2188.87	ROE	2.83%	3.07%	3.21%	4.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.56%	2.82%	2.92%	3.94%
应付和预收款项	116.36	115.58	143.47	176.01	ROIC	13.15%	11.14%	9.84%	12.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.28%	15.82%	14.46%	15.85%
其他负债	74.60	43.09	45.09	46.09	营运能力				
负债合计	190.96	158.67	188.56	222.10	总资产周转率	0.24	0.26	0.31	0.35
股本	470.60	470.60	470.60	470.60	固定资产周转率	3.42	2.75	2.78	2.81
资本公积	1272.58	1272.58	1272.58	1272.58	应收账款周转率	5.77	5.88	5.99	6.04
留存收益	53.88	100.21	149.57	223.59	存货周转率	1.33	1.27	1.27	1.27
归属母公司股东权益	1802.10	1843.40	1892.76	1966.77	销售商品提供劳务收到现金营业收入	111.00%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1802.10	1843.40	1892.76	1966.77	资产负债率	9.58%	7.93%	9.06%	10.15%
负债和股东权益合计	1993.07	2002.07	2081.32	2188.87	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.77	12.00	9.86	8.54
					速动比率	8.77	10.50	8.35	7.07
					股利支付率	19.35%	18.07%	18.64%	14.09%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	84.92	83.08	90.36	119.66	每股收益	0.11	0.12	0.13	0.18
PE	219.44	198.22	184.75	130.12	每股净资产	3.83	3.92	4.02	4.18
PB	6.22	6.08	5.92	5.70	每股经营现金	0.19	-0.05	0.07	0.13
PS	24.13	21.34	17.94	14.85	每股股利	0.02	0.02	0.02	0.03
EV/EBITDA	116.13	119.72	110.55	83.40					
股息率	0.09%	0.09%	0.10%	0.11%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn