

微电生理 (688351.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

上半年收入高速增长,全力进军房颤市场

业绩简述

2024年8月21日,公司发布2024半年度报告,2024年上半年公司实现收入1.98亿元,同比+40%;归母净利润1701万元,同比+689%;实现扣非归母净利润92万元。

2024Q2公司实现收入1.09亿元,同比+21%;归母净利润1284元,同比+12%;实现扣非归母净利润227万元,同比-23%。

经营分析

全力进军房颤市场,创新产品拓展加速。2024上半年国内压力导管在集采中标加持下入院速度加快,使用量不断攀升,上市以来已在多家中心完成了近3000例压力监测指导下的射频消融手术,均获得较高的临床认可度。冷冻消融产品已完成近30个省份的挂网。上半年TrueForce压力导管、IceMagic冷冻消融产品等新产品同比增长475%;目前全球三维手术量累计突破7万例。

海外市场同步推进,综合净利率显著提升。在国外市场,公司三位手术量实现快速增长,现已累计覆盖36个国家和地区。TrueForce压力导管销量优异,成为上半年销售额占比最高的产品。随着公司电生理业务整体销售规模的提升,上半年公司利润率显著提升,实现净利率8.6%,同比+7.1pct。

研发项目推进顺利,重磅产品将持续获批。公司在完成“射频+冷冻”协同布局的同时,积极推进PFA项目研发进度。自主研发的脉冲电场消融导管已进入临床随访收尾阶段;参股公司商阳医疗的脉冲电场消融项目已递交国内注册,预计将在2025年上半年获批。肾动脉消融项目现处于临床试验阶段,FlashPoint肾动脉射频消融系统进入特别审查程序“绿色通道”,预计将在2026年获批。创新重磅产品的上市将加速公司在电生理市场份额的提升。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司未来在电生理领域的发展前景,预计2024-2026年公司归母净利润分别为0.29、0.66、1.19亿元,同比增长416%、125%、81%,现价对应PS为21、15、11倍,维持“增持”评级。

风险提示

医保控费政策风险;在研项目推进不达预期风险;产品推广不达预期风险;无实控人和控股股东风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

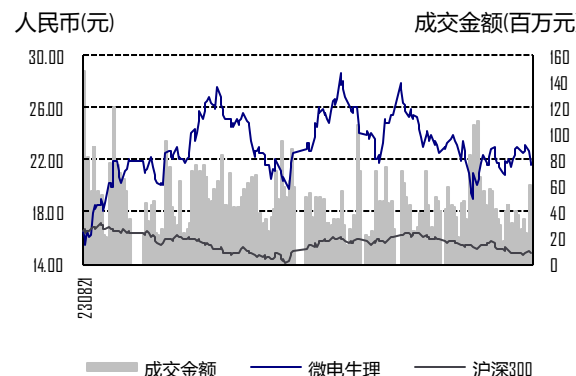
分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.58元

相关报告:

- 《微电生理公司点评:三维手术量高速增长,房颤领域率先国产替代》,2024.3.31
- 《微电生理公司点评:三季度收入快速增长,冷冻消融产品顺利获批》,2023.10.27



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	260	329	474	668	925
营业收入增长率	36.99%	26.46%	43.91%	41.04%	38.43%
归母净利润(百万元)	3	6	29	66	119
归母净利润增长率	N/A	91.41%	416.46%	124.53%	80.70%
摊薄每股收益(元)	0.006	0.012	0.062	0.140	0.253
每股经营性现金流净额	-0.02	-0.08	0.04	0.04	0.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.18%	0.34%	1.71%	3.70%	6.27%
P/S	N/A	36.67	21.44	15.20	10.98
P/B	N/A	7.16	5.92	5.70	5.35

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	190	260	329	474	668	925
增长率		37.0%	26.5%	43.9%	41.0%	38.4%
主营业务成本	-52	-80	-120	-162	-228	-314
%销售收入	27.6%	30.9%	36.5%	34.1%	34.2%	33.9%
毛利	138	180	209	312	440	611
%销售收入	72.4%	69.1%	63.5%	65.9%	65.8%	66.1%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-3	-5
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-71	-81	-109	-142	-180	-231
%销售收入	37.2%	31.1%	33.2%	30.0%	27.0%	25.0%
管理费用	-34	-36	-41	-54	-67	-83
%销售收入	17.8%	13.9%	12.4%	11.5%	10.0%	9.0%
研发费用	-63	-77	-91	-126	-160	-203
%销售收入	33.2%	29.6%	27.7%	26.5%	24.0%	22.0%
息税前利润 (EBIT)	-31	-15	-35	-12	29	89
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	4.3%	9.6%
财务费用	7	10	6	5	5	5
%销售收入	-3.6%	-3.7%	-1.8%	-1.0%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	12	16	16	16
投资收益	-3	-2	10	10	10	10
%税前利润	n.a	n.a	180.7%	30.0%	13.3%	7.4%
营业利润	-12	3	8	33	75	135
营业利润率	n.a	1.2%	2.3%	7.0%	11.2%	14.6%
营业外收支	0	0	-2	0	0	0
税前利润	-12	3	6	33	75	135
利润率	n.a	1.1%	1.7%	7.0%	11.2%	14.6%
所得税	0	0	0	-4	-9	-16
所得税率	n.a	0.0%	-1.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	-12	3	6	29	66	119
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-12	3	6	29	66	119
净利率	n.a	1.1%	1.7%	6.2%	9.9%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-12	3	6	29	66	119
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	17	20	33	23	26	30
非经营收益	3	-1	-22	-25	-26	-26
营运资金变动	-9	-32	-55	-7	-45	-58
经营活动现金净流	-1	-9	-38	21	21	64
资本开支	-37	-32	-42	-7	-31	-31
投资	0	-877	-258	0	0	0
其他	2	4	25	10	10	10
投资活动现金净流	-35	-905	-275	3	-21	-21
股权募资	0	1,085	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-6	3	4
其他	-5	-19	-10	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	-5	1,065	-10	-7	2	3
现金净流量	-41	152	-323	17	2	46

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	430	585	266	282	284	330
应收款项	27	38	57	61	86	120
存货	45	87	122	135	191	262
其他流动资产	6	887	1,074	1,092	1,112	1,133
流动资产	508	1,596	1,519	1,571	1,674	1,846
%总资产	76.0%	89.2%	83.3%	84.5%	85.1%	86.2%
长期投资	7	3	72	72	72	72
固定资产	65	71	90	91	95	96
%总资产	9.6%	4.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.5%
无形资产	76	90	113	97	99	101
非流动资产	160	192	304	288	294	296
%总资产	24.0%	10.8%	16.7%	15.5%	14.9%	13.8%
资产总计	669	1,788	1,823	1,858	1,967	2,142
短期借款	4	8	9	0	0	0
应付款项	25	35	57	62	86	116
其他流动负债	18	24	30	35	48	64
流动负债	47	66	96	97	133	180
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	47	42	47	54	62
负债	79	113	138	144	187	242
普通股股东权益	590	1,675	1,685	1,714	1,780	1,900
其中：股本	400	471	471	471	471	471
未分配利润	-58	-55	-49	-20	46	165
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	669	1,788	1,823	1,858	1,967	2,142

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.030	0.006	0.012	0.062	0.140	0.253
每股净资产	1.474	3.560	3.581	3.643	3.783	4.037
每股经营现金净流	-0.003	-0.020	-0.081	0.045	0.045	0.137
每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-2.03%	0.18%	0.34%	1.71%	3.70%	6.27%
总资产收益率	-1.79%	0.17%	0.31%	1.58%	3.35%	5.56%
投入资本收益率	-5.22%	-0.92%	-2.07%	-0.63%	1.42%	4.10%
增长率						
主营业务收入增长率	34.50%	36.99%	26.46%	43.91%	41.04%	38.43%
EBIT增长率	267.16%	-50.00%	123.41%	-64.52%	-335.3%	206.98%
净利润增长率	N/A	N/A	91.4%	416.46%	124.5%	80.70%
总资产增长率	6.30%	167.38%	1.95%	1.92%	5.87%	8.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.3	43.7	50.4	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	277.3	299.5	318.1	305.0	305.0	305.0
应付账款周转天数	64.1	80.2	89.7	89.7	89.7	89.7
固定资产周转天数	123.9	100.2	99.8	70.2	51.8	37.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-72.34%	-86.96%	-78.52%	-79.63%	-77.71%	-76.12%
EBIT利息保障倍数	4.5	1.6	5.8	2.6	-6.0	-16.6
资产负债率	11.84%	6.31%	7.58%	7.74%	9.51%	11.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	8	27
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.67	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-13	增持	24.61	24.61~29.15
2	2023-01-20	增持	25.46	N/A
3	2023-03-29	增持	22.61	N/A
4	2023-04-23	增持	21.50	N/A
5	2023-08-20	增持	15.98	N/A
6	2023-10-27	增持	20.26	N/A
7	2024-03-31	增持	26.00	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

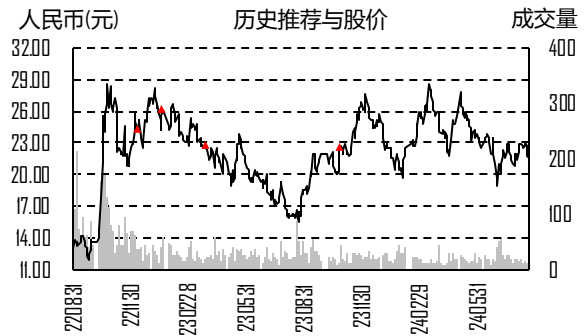
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806