

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	21.58
总股本/流通股本(亿股)	4.71 / 1.22
总市值/流通市值(亿元)	102 / 26
52周内最高/最低价	28.60 / 15.45
资产负债率(%)	7.6%
市盈率	1,783.47
宁波梅山保税港区铂杰股权投资管理有限公司	
第一大股东	-嘉兴华杰一号股权投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师:蔡明子  
SAC 登记编号:S1340523110001  
Email:caimingzi@cnpsec.com  
研究助理:陈峻  
SAC 登记编号:S1340123110013  
Email:chenjun@cnpsec.com

微电生理(688351)

三维手术量快速增长，“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局

● 业绩简评

公司发布2024年半年度报告,2024年H1公司实现营业收入1.98亿元,同比增长39.57%;归属于母公司所有者的净利润1701.27万元,同比增长689.30%。归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为92.17万元,同比扭亏转盈。

● 24年H1经营分析

2024年H1公司国内三维手术累计突破7万例。公司营销网络服务体系不断升级不断加强技术服务支持的能力,提升服务质量和公司品牌在市场内的认可度、影响力。截至目前公司在国内外已累计应用于超7万例三维心脏电生理手术,在国产厂家中排名第一,积累了大量的临床反馈,能够有效优化公司产品的算法。

公司聚焦优势产品,全力进军房颤市场。随着北京、湖北和天津的集采中标执行,TrueForce®压力导管入院速度相对加快,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,均获得满意疗效及较高的临床认可度。IceMagic®冷冻消融产品已完成近30个省份的挂网,全球首个具有表面多路测温功能的IceMagic®多路测温冷冻消融导管已在华西医院等地开展上市后首批临床应用,治疗效果显著。

● 24年H2经营计划

公司持续推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局。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,全面覆盖“冰、火、电”三大能量平台。公司自主研发的脉冲电场消融导管已进入临床随访收尾阶段;参股公司上海商阳医疗科技有限公司的脉冲电场消融项目已递交国内注册,预计2025年上半年可获得国家药品监督管理局的注册证书。

公司在研创新器械进度符合预期。肾动脉消融项目现处于临床试验阶段,正在多家中心开展临床入组;FlashPoint®肾动脉射频消融系统通过国家药品监督管理局(NMPA)创新医疗器械特别审查申请,进入特别审查程序“绿色通道”。公司自主研发的一次性使用心腔内超声成像导管已完成型式检验,计划下半年开展临床试验。

● 盈利预测

我们看好公司未来在电生理领域的发展前景,预计公司2024-2026年收入端分别为4.78亿元、6.81亿元和9.36亿元,收入同比增速分别为45.2%、42.5%和37.4%,归母净利润预计2024年-2026年分别为0.36亿元(原值为0.28亿)、0.75亿元(原值为0.73亿元)

和 1.39 亿元(原值为 1.35 亿元), 归母净利润同比增速分别为 530.6%, 108.5%和 86.2%。

● **风险提示:**

产品研发进度不及预期、产品市场认可度不及预期、带量采购等政策不确定因素。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	329	478	681	936
增长率(%)	26.46	45.20	42.47	37.44
EBITDA(百万元)	10.70	59.10	98.67	163.48
归属母公司净利润(百万元)	5.69	35.87	74.79	139.26
增长率(%)	85.17	530.59	108.49	86.20
EPS(元/股)	0.01	0.08	0.16	0.30
市盈率(P/E)	1785.27	283.11	135.79	72.93
市净率(P/B)	6.03	5.89	5.65	5.24
EV/EBITDA	1106.05	168.27	100.74	60.42

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

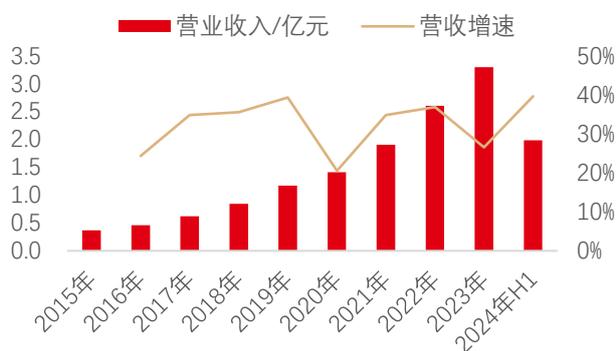
## 1 2024年H1年公司营收同比增长39.57%，三维手术累计突破7万例

### 1.1 2024年H1公司实现营业收入1.98亿元，同比增长39.57%

2024年H1公司实现营业收入1.98亿元，同比增长39.57%。主要原因公司持续深耕心电生理领域，坚定全球化战略，聚焦“冰与火”系列优势产品，全力进军房颤市场，引领国产电生理手术解决方案的全面推进。公司产品结构进一步优化，TrueForce®压力监测射频消融导管、IceMagic®冷冻消融系列产品、FireMagic®微电极射频消融导管等高值耗材销售占比大幅提升，进一步提高了公司在电生理市场的竞争力。海外市场方面，公司持续推进电生理手术解决方案品牌影响力，提升渗透率，持续推动全球范围内与区域优质客户的合作，推进TrueForce®压力监测射频消融导管在欧洲等国家的市场准入和推广工作。按季度进行拆分，24年上半年Q1和Q2营收分别为0.89亿元和1.09亿元。

公司2024年H1归属于母公司所有者的净利润1701.27万元，同比增长689.30%。归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为92.17万元，同比扭亏转盈。主要原因公司主营业务发展态势良好，上半年整体销量实现快速增长，同时公司降本增效，带动公司净利润同比大幅提升。

图表1：2024年H1公司实现营业收入1.98亿元，同比增长39.57%



图表2：公司2024年H1归属于母公司所有者的净利润1701.27万元，同比增长689.30%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 1.2 国内市场三维手术累计突破7万例，压力导管使用突破3000例

2023年北京市和京津冀“3+N”联盟电生理带量采购，公司主要产品全线中标。2023年国内开展福建牵头的省际联盟电生理带量采购工作，完成27个省份带量采购落地实施；参与北京市医疗机构DRG付费和电生理带量采购，TrueForce®压力导管、EasyStars™星型标测导管等多款产品全线中标，已于2023年12月15日开展执行，冷冻系列产品已申请增补；参与京津冀“3+N”联盟电生理类医用耗材带量联动采购，包括冷冻消融系列产品在内的4个组套及单品部件全部中标。

在国内市场，公司聚焦优势产品，全力进军房颤市场。随着北京、湖北和天津的集采中标执行，TrueForce®压力导管入院速度相对加快，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，均获得满意疗效及较高的临床认可度。IceMagic® 冷冻消融产品已完成近 30 个省份的挂网，全球首个具有表面多路测温功能的 IceMagic® 多路测温冷冻消融导管已在华西医院等地开展上市后首批临床应用，治疗效果显著。

**公司三维手术累计突破 7 万例。**公司营销网络服务体系不断升级不断加强技术服务支持的能力，提升服务质量和公司品牌在市场内的认可度、影响力。截至目前公司在国内外已累计应用于超 7 万例三维心脏电生理手术，在国产厂家中排名第一，积累了大量的临床反馈，能够有效优化公司产品的算法。

**图表3：微电生理至今已开展三维电生理手术超 7 万例**

时间节点	手术例数	例数差/时间差
2011 年 12 月	0 例	
2020 年 5 月	10000 例	10000 例/约 8.4 年
2022 年 8 月	超 30000 例	约 20000 例/约 2.3 年
2023 年 10 月	超 50000 例	约 20000 例/约 1.2 年
2024 年中旬	超 70000 例	约 20000 例/约 0.5 年

资料来源：公司招股书，公司公告，公司公众号，中邮证券研究所

### 1.3 公司加大海外市场拓展力度，TrueForce® 压力导管销量优异，成为上半年销售额占比最高的产品

公司加大海外市场拓展力度，加快提升市场渗透率，三维手术量实现快速增长。公司现已累计覆盖 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，为国产房颤治疗方案走向国际市场奠定了良好开端。公司携多款产品参加第 45 届美国心律协会年会（HRS 2024）、欧洲心律协会年会（EHRA 2024）、第 49 届阿拉伯国际医疗器械展览会（Arab Health），全方位展现心律失常诊疗新图景，不断提升电生理手术全面解决方案国际品牌影响力。

### 1.4 公司持续推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局

公司产品种类齐全，致力提供“冰、火、电——电生理全面解决方案”。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，全面覆盖“冰、火、电”三大能量平台。公司自主研发的脉冲电场消融导管已进入临床随访收尾阶段；参股公司上海商阳医疗科技有限公司的脉冲电场消融项目已递交国内注册，预计 2025 年上半年可获得国家药品监督管理局的注册证书。肾动脉消融项目现处于临床试验阶段，正在多家中心开展临床入组；FlashPoint® 肾动脉射频消融系统通过国家药品监督管理局（NMPA）创新医疗器械特别审查申请，进入特别审查程序“绿色通道”。公司自主研发的一次性使用心腔内超声成像导管已完成型式检验，计划下半年开展临床试验。

**图表4：公司冷冻球囊完成首批临床应用**


资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

**图表5：公司脉冲电场消融导管进入临床随访收尾阶段**


资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

**图表6：参股公司商阳医疗脉冲电场消融系统递交国内注册**


资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

**图表7：公司肾动脉消融系统进入创新器械“绿色通道”**


资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

公司持续突破并掌握了电生理介入诊疗与消融治疗领域相关的核心设计与制造技术。截至2024年6月30日，公司合计已取得已授权境内外专利232项，其中发明专利127项。

**图表8：2024年H1公司拥有已授权的境内外专利232项**

	2022年H1	2022年	2023年H1	2023年	2024年H1
发明专利	95	99	112	117	127
实用新型专利	63	75	93	90	92
外观设计专利	9	14	10	10	13
境内外专利合计	167	188	215	217	232

资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

公司持续迭代产品，开展战略合作项目。公司持续开展Columbus®三维心脏电生理标测系统软件升级，进一步优化自动高密度标测功能，在标测效率方面有数倍提升。双弯压力感知磁定位灌注射频消融导管已递交国内注册申请。同时在战略合作方面，公司持续推进与Stereotaxis的合作，其核心产品第五代“泛血管介入手术机器人磁导航系统”（Genesis RMN® System）及双方共同合作研发的磁导航消融导管均已递交注册申请，力争于2024年下半年获得NMPA注册批准。

## 2 盈利预测与投资建议

我们看好公司未来在电生理领域的发展前景，预计公司 2024-2026 年收入端分别为 4.78 亿元、6.81 亿元和 9.36 亿元，收入同比增速分别为 45.2%、42.5%和 37.4%，归母净利润预计 2024 年-2026 年分别为 0.36 亿元（原值为 0.28 亿）、0.75 亿元（原值为 0.73 亿元）和 1.39 亿元（原值为 1.35 亿元），归母净利润同比增速分别为 530.6%，108.5%和 86.2%。

## 3 风险提示

产品研发进度不及预期、产品市场认可度不及预期、带量采购等政策不确定因素。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	329	478	681	936	营业收入	26.5%	45.2%	42.5%	37.4%
营业成本	120	182	240	301	营业利润	152.7%	360.8%	108.3%	86.4%
税金及附加	2	3	4	6	归属于母公司净利润	85.2%	530.6%	108.5%	86.2%
销售费用	109	134	191	262	<b>获利能力</b>				
管理费用	41	57	78	103	毛利率	63.5%	61.9%	64.8%	67.8%
研发费用	91	96	136	187	净利率	1.7%	7.5%	11.0%	14.9%
财务费用	-6	0	0	0	ROE	0.3%	2.1%	4.2%	7.2%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	-1.2%	2.1%	4.1%	7.1%
<b>营业利润</b>	<b>8</b>	<b>35</b>	<b>73</b>	<b>137</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	7.6%	9.6%	11.2%	12.4%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	15.75	11.14	9.01	7.92
<b>利润总额</b>	<b>6</b>	<b>35</b>	<b>73</b>	<b>137</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	0	-1	-1	-2	应收账款周转率	7.24	7.90	8.50	8.38
<b>净利润</b>	<b>6</b>	<b>36</b>	<b>75</b>	<b>139</b>	存货周转率	3.14	3.08	3.14	3.38
归母净利润	6	36	75	139	总资产周转率	0.18	0.26	0.35	0.44
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.08</b>	<b>0.16</b>	<b>0.30</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.01	0.08	0.16	0.30
货币资金	266	235	241	303	每股净资产	3.58	3.66	3.82	4.12
交易性金融资产	1067	1067	1067	1067	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	55	66	94	129	PE	1785.27	283.11	135.79	72.93
预付款项	7	17	23	29	PB	6.03	5.89	5.65	5.24
存货	122	188	246	309	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1519</b>	<b>1576</b>	<b>1675</b>	<b>1842</b>	净利润	6	36	75	139
固定资产	90	91	91	89	折旧和摊销	31	24	25	27
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-55	-41	-48	-59
无形资产	86	96	107	117	其他	-20	-5	-10	-15
<b>非流动资产合计</b>	<b>304</b>	<b>330</b>	<b>351</b>	<b>369</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-38</b>	<b>14</b>	<b>42</b>	<b>92</b>
<b>资产总计</b>	<b>1823</b>	<b>1906</b>	<b>2026</b>	<b>2212</b>	资本开支	-42	-54	-49	-48
短期借款	0	0	0	0	其他	-233	8	12	17
应付票据及应付账款	37	49	64	81	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-275</b>	<b>-46</b>	<b>-36</b>	<b>-30</b>
其他流动负债	59	93	122	152	股权融资	0	3	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>96</b>	<b>142</b>	<b>186</b>	<b>233</b>	债务融资	0	-1	0	0
其他	42	41	41	41	其他	-10	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-10</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>138</b>	<b>183</b>	<b>227</b>	<b>274</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-323</b>	<b>-30</b>	<b>6</b>	<b>62</b>
股本	471	471	471	471					
资本公积金	1264	1266	1266	1266					
未分配利润	-49	-19	45	163					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	5	17	37					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1685</b>	<b>1724</b>	<b>1798</b>	<b>1938</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1823</b>	<b>1906</b>	<b>2026</b>	<b>2212</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048