

微电生理 (688351.SH)

买入 (维持评级)

新品销售快速增长，加速进军房颤治疗领域

当前价格：21.58 元

投资要点：

公司发布 2024 年半年报。

24H1 公司实现营收 1.98 亿 (同比+39.6%)，归母净利润 1701 万元 (同比+689.3%)，归母扣非净利润 92 万元 (同比+107.5%)，实现毛利率 59.1% (同比-8.5pct)，净利率 8.6% (同比+7.1pct)。

单 Q2 公司实现营收 1.09 亿元 (同比+21.4%)，归母净利润 1284 万元 (同比+11.9%)，归母扣非净利润 227 万元 (同比-22.8%)。

加速进军房颤治疗领域，压力导管、冷冻消融等新品销售同比+475%。

依托集采执行、市场推广等因素，公司高端新品入院速度加快，24H1 公司 TrueForce® 压力导管、IceMagic® 冷冻消融产品等新品收入同比增长 475%，截止目前公司已在全球累计实现超 7 万例三维电生理手术。

1) 国内市场：随北京、湖北、天津集采中标执行，TrueForce® 压力消融导管上市后已在多中家心实现近 3000 例射频消融手术。IceMagic® 冷冻消融导管已完成近 30 省份挂网工作，多路测温冷冻消融导管已开启首批临床应用。

2) 海外市场：三维手术量快速增长，公司产品已累计覆盖 36 个国家和地区；TrueForce® 压力导管销售优异，成为 24H1 销售额占比最高的产品，以国产房颤治疗方案开启国际市场。

多项在研进入临床中后期，资本化研发投入大幅降低。

公司全面布局“冰火电”能量平台，研发进展顺利，多项资本化研发项目已进入临床中后期，资本化研发投入大幅降低。**1) PFA 项目：**自主研发的 PFA 导管已进入临床随访收尾阶段；参股商阳的 PFA 项目已递交注册，预计 25H1 获批 NMPA。**2) RDN 项目：**已进入临床阶段，预计 26 年获批 NMPA；FlashPoint® 肾动脉射频消融系统已进入 NMPA 特别审查程序“绿色通道”。**3) 心腔内超声：**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，预计 24H2 开展临床试验。**4) 磁导航机器人：**持续推进与 Stereotaxis 的合作，第五代机器人磁导航系统及合作导管已提交注册，有望 24H2 获批 NMPA。

创新产品的更新迭代与重磅新品上市将持续为公司业绩贡献增量、提升市场份额。

盈利预测与投资建议

我们维持原有预测，预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.13/0.21/0.31 元。基于三维耗材布局的广度及多种能量的协同布局，我们认为公司有望受益于电生理国产替代浪潮，加大房颤领域国产渗透率，维持“买入”评级。

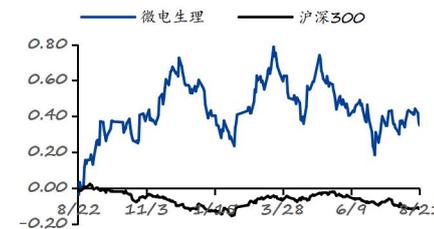
风险提示

产品研发不及预期；市场竞争加剧风险；新品推广不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	470.60/122.04
流通 A 股市值(百万元)	2,633.53
每股净资产(元)	3.62
资产负债率(%)	7.92
一年内最高/最低价(元)	28.75/15.44

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
 SLH30021@hfzq.com.cn
分析师：王艳(S0210524040001)
 wy30524@hfzq.com.cn
分析师：刘佳琦(S0210523090003)
 LJQ3653@hfzq.com.cn

相关报告

1、冰火电协同布局，国产龙头加速房颤治疗国产化进程——2024.05.28

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	260	329	465	665	912
增长率	37%	26%	41%	43%	37%
净利润(百万元)	3	6	59	101	145
增长率	125%	91%	935%	71%	44%
EPS(元/股)	0.01	0.01	0.13	0.21	0.31
市盈率(P/E)	3417.3	1785.3	192.2	112.3	78.2
市净率(P/B)	6.1	6.0	6.5	6.1	5.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	266	275	286	318	营业收入	329	465	665	912
应收票据及账款	55	74	101	136	营业成本	120	163	233	322
预付账款	7	15	21	26	税金及附加	2	2	4	5
存货	122	157	228	325	销售费用	109	112	146	182
合同资产	0	0	0	0	管理费用	41	49	60	82
其他流动资产	1,070	1,071	1,074	1,077	研发费用	91	107	140	182
流动资产合计	1,519	1,592	1,709	1,881	财务费用	-6	-7	-7	-6
长期股权投资	72	72	72	72	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
固定资产	90	77	66	57	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	12	5	7	8
无形资产	86	104	130	156	投资收益	10	2	3	5
商誉	0	0	0	0	其他收益	16	16	16	16
其他非流动资产	57	58	59	61	营业利润	8	61	114	172
非流动资产合计	304	311	327	345	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	1,823	1,903	2,036	2,226	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	6	59	112	170
应付票据及账款	37	49	71	98	所得税	0	0	11	25
预收款项	0	0	0	0	净利润	6	59	101	145
合同负债	3	8	12	16	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	20	20	20	20	归属母公司净利润	6	59	101	145
其他流动负债	36	40	47	60	EPS (按最新股本摊薄)	0.01	0.13	0.21	0.31
流动负债合计	96	118	150	195					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	42	42	42	42					
非流动负债合计	42	42	42	42					
负债合计	138	159	191	237					
归属母公司所有者权益	1,685	1,744	1,845	1,989					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,685	1,744	1,845	1,989					
负债和股东权益	1,823	1,903	2,036	2,226					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-38	26	32	55
现金收益	23	75	117	163
存货影响	-35	-34	-72	-97
经营性应收影响	-18	-27	-32	-40
经营性应付影响	22	11	22	28
其他影响	-30	1	-3	1
投资活动现金流	-275	-23	-29	-29
资本支出	-87	-29	-38	-41
股权投资	-69	0	0	0
其他长期资产变化	-119	6	9	12
融资活动现金流	-10	7	7	6
借款增加	2	0	0	0
股利及利息支付	0	0	0	0
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-12	7	7	6

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	26.5%	41.4%	42.9%	37.2%
EBIT 增长率	-94.7%	14,743.1%	101.5%	56.4%
归母公司净利润增长率	91.4%	935.2%	71.1%	43.6%
获利能力				
毛利率	63.5%	65.1%	65.0%	64.8%
净利率	1.7%	12.7%	15.2%	15.9%
ROE	0.3%	3.4%	5.5%	7.3%
ROIC	0.3%	8.9%	15.1%	19.5%
偿债能力				
资产负债率	7.6%	8.4%	9.4%	10.6%
流动比率	15.8	13.5	11.4	9.7
速动比率	14.5	12.2	9.9	8.0
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4
应收账款周转天数	50	50	47	47
存货周转天数	314	309	297	310
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.13	0.21	0.31
每股经营现金流	-0.08	0.06	0.07	0.12
每股净资产	3.58	3.71	3.92	4.23
估值比率				
P/E	1,785	192	112	78
P/B	6	6	6	6
EV/EBITDA	74	23	14	9

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn