

业绩高增，高端新品快速放量

——微电生理-U 2024 中报点评

核心观点

- 业绩高速增长，积极开拓国内外房颤市场。**2024H1，公司实现营收 1.98 亿元，同比+39.6%，归母净利润 0.17 亿元，同比+689.3%。其中，24Q1 和 Q2 分别实现收入 0.89、1.09 亿元，同比+71.0%、+21.4%。公司 2024H1 营收增速较快，主要系产品销量增加所致，截至目前，全球三维手术量累计突破 7 万例。分产品看，TrueForce®压力导管、IceMagic®冷冻消融导管等新产品同比增长 475%，其中 TrueForce®压力导管已完成近 3000 例压力监测指导下的射频消融手术。分区域看，公司在国内外市场齐头并进，国内 TrueForce®压力导管北京、湖北和天津集采中标执行，实现加速入院；在海外市场，公司加速拓展，三维手术已覆盖 36 个国家和地区，TrueForce®压力导管快速放量中，已成为 24H1 海外销售额占比第一大单品。
- 持续推进降本增效，净利润率大幅改善。**2024H1，公司毛利率 59.1%（同比-8.5pct），净利率 8.6%（同比+7.1pct）。净利率大幅提升，主要系销售规模显著提高，及积极降本增效所致。2024H1，公司加强原材料的国产替代，开展部分外协外包，以有效降低生产成本。同时，公司各项费用实现持续控制，其中销售费用率 27.7%（同比-7.3pct），管理费用率 10.0%（同比-0.9pct），研发费用率 19.4%（同比-9.2pct）。
- 能量平台覆盖全面，在研项目顺利推进。**公司在“射频+冷冻”协同布局的基础上，积极推进 PFA 项目研发，并取得多项积极研发成果。在新产品方面，公司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系统递交国内注册。此外，FlashPoint®肾动脉射频消融系统进入创新器械绿色通道。在产品迭代方面，Columbus®三维心脏电生理标测系统软件升级持续进行，能够数倍提升标测效率。而在海外，2024H1 公司第四代三维心脏电生理标测系统获欧盟 CE 认证。

盈利预测与投资建议

- 我们保持原假设不变，维持公司 2024-2026 年预测归母净利润分别为 0.37、0.80、1.19 亿元，考虑到公司是国内领先的电生理设备与耗材企业，产品具备核心技术壁垒且研发进度处于同行公司前列，长期发展潜力充足，我们采取 DCF 估值法给予目标价格 26.58 元，维持“增持”评级。

风险提示

销售及产品推广不及预期，产品研发进度不及预期，假设不达预期对估值不利的风险等

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	260	329	467	649	866
同比增长(%)	37.0%	26.5%	41.8%	39.0%	33.4%
营业利润(百万元)	3	8	44	95	142
同比增长(%)	125.4%	152.7%	473.8%	116.2%	49.4%
归属母公司净利润(百万元)	3	6	37	80	119
同比增长(%)	125.7%	85.2%	544.9%	117.7%	49.6%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.08	0.17	0.25
毛利率(%)	69.1%	63.5%	65.7%	66.4%	66.9%
净利率(%)	1.2%	1.7%	7.9%	12.3%	13.8%
净资产收益率(%)	0.3%	0.3%	2.2%	4.5%	6.4%
市盈率	3,310.4	1,787.8	277.2	127.4	85.1
市净率	6.1	6.0	5.9	5.6	5.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

增持（维持）

股价（2024年08月23日）	21.31 元
目标价格	26.58 元
52 周最高价/最低价	28.75/15.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	47,060/12,204
A 股市值（百万元）	10,028
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 08 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-7.67	-3.84	-10.42	37.93
相对表现%	-7.12	-0.56	-1.78	47.92
沪深 300%	-0.55	-3.28	-8.64	-9.99



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

相关报告

稳健增长，长期发展潜力充足：——微电生理-U 年报点评 2024-04-04
收入保持快速增长，高端导管上市有望 2023-03-30
贡献增长新动力：——微电生理-U 年报点评
国产电生理先行者，藏器待时趁国产替代：——微电生理首次覆盖报告 2023-03-14

表 1：估值假设主要参数

所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.22%
无杠杆影响的 β 系数	0.97
考虑杠杆因素的 β 系数	1.01
市场收益率 Rm	9.25%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	9.33%
债务比率 D/(D+E)	5.00%
债务利率 rd	3.85%
WACC	9.03%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：FCFF 目标价敏感性分析（元）

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	26.58	34.50	38.29	43.96	53.38	72.06
	7.03%	30.93	33.86	38.08	44.70	56.54
	7.53%	27.93	30.22	33.43	38.23	46.21
	8.03%	25.37	27.19	29.67	33.25	38.86
	8.53%	23.17	24.63	26.58	29.30	33.37
	9.03%	21.26	22.45	24.00	26.10	29.14
	9.53%	19.61	20.57	21.82	23.47	25.78
	10.03%	18.15	18.95	19.95	21.27	23.06
	10.53%	16.87	17.53	18.35	19.41	20.81
	11.03%					

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	585	266	629	519	606	营业收入	260	329	467	649	866
应收票据、账款及款项融资	36	55	69	98	134	营业成本	80	120	160	218	287
预付账款	7	7	13	16	21	销售费用	81	109	130	169	226
存货	87	122	158	224	290	管理费用	36	41	46	54	66
其他	881	1,070	651	869	866	研发费用	77	91	109	134	165
流动资产合计	1,596	1,519	1,521	1,727	1,917	财务费用	(10)	(6)	(4)	(3)	1
长期股权投资	3	72	27	34	44	资产、信用减值损失	2	2	1	1	1
固定资产	71	90	104	119	133	公允价值变动收益	3	12	5	7	8
在建工程	0	0	35	53	65	投资净收益	(2)	10	2	3	5
无形资产	41	86	75	64	53	其他	8	14	11	9	9
其他	81	57	69	63	58	营业利润	3	8	44	95	142
非流动资产合计	197	304	311	332	353	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,792	1,823	1,831	2,059	2,270	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	0	0	0	124	189	利润总额	3	6	43	94	141
应付票据及应付账款	22	37	45	63	84	所得税	(0)	(0)	6	14	21
其他	44	59	47	54	59	净利润	3	6	37	80	119
流动负债合计	66	96	92	240	332	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3	6	37	80	119
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.01	0.01	0.08	0.17	0.25
其他	51	42	17	17	17						
非流动负债合计	51	42	17	17	17	主要财务比率					
负债合计	117	138	109	257	349		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	471	471	471	471	471	营业收入	37.0%	26.5%	41.8%	39.0%	33.4%
资本公积	1,260	1,264	1,264	1,264	1,264	营业利润	125.4%	152.7%	473.8%	116.2%	49.4%
留存收益	(55)	(49)	(13)	67	187	归属于母公司净利润	125.7%	85.2%	544.9%	117.7%	49.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,676	1,685	1,722	1,802	1,921	毛利率	69.1%	63.5%	65.7%	66.4%	66.9%
负债和股东权益总计	1,792	1,823	1,831	2,059	2,270	净利率	1.2%	1.7%	7.9%	12.3%	13.8%
						ROE	0.3%	0.3%	2.2%	4.5%	6.4%
						ROIC	-0.6%	0.1%	2.0%	4.3%	6.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	6.5%	7.6%	6.0%	12.5%	15.4%
净利润	3	6	37	80	119	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	15	24	29	34	39	流动比率	24.12	15.75	16.45	7.19	5.77
财务费用	(10)	(6)	(4)	(3)	1	速动比率	22.79	14.48	14.73	6.25	4.90
投资损失	2	(10)	(2)	(3)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(39)	(27)	(57)	(78)	(84)	应收账款周转率	8.4	7.2	7.5	7.8	7.5
其它	18	(25)	(25)	(6)	(8)	存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
经营活动现金流	(9)	(38)	(23)	23	63	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
资本支出	(36)	(79)	(65)	(53)	(53)	每股指标(元)					
长期投资	4	(69)	44	(7)	(10)	每股收益	0.01	0.01	0.08	0.17	0.25
其他	(873)	(127)	406	(202)	21	每股经营现金流	-0.02	-0.08	-0.05	0.05	0.13
投资活动现金流	(905)	(275)	385	(262)	(42)	每股净资产	3.56	3.58	3.66	3.83	4.08
债权融资	4	2	(2)	2	1	估值比率					
股权融资	1,083	4	0	0	0	市盈率	3,310.4	1,787.8	277.2	127.4	85.1
其他	(21)	(16)	4	127	65	市净率	6.1	6.0	5.9	5.6	5.3
筹资活动现金流	1,065	(10)	2	129	66	EV/EBITDA	1,018.0	337.5	128.5	70.2	48.4
汇率变动影响	1	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	-1,332.3	5,248.7	221.8	96.0	61.8
现金净增加额	152	(323)	364	(110)	87						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。