



微电生理 (688351.CH) : 1H24 业绩符合预期, 海外 2Q 实现高增长

公司 1H24 业绩基本符合预期, 其中 2Q24 收入及净利增速有所放缓。1H24 行业整体三维手术量增速受医疗反腐影响有所放缓, 但公司 TrueForce 压力导管放量情况理想, 带动国内/海外收入同比+45%/+36%。公司 7 月整体表现相较 2Q 有所改善, 且行业反腐已常态化, 预计对手术量及设备投放的影响将逐步减弱。重申“买入”评级, 维持目标价人民币 27.9 元。

- **1H24 业绩基本符合预期, 2Q24 增速稍有放缓:** 1H24 收入同比+40% 至人民币 1.98 亿元 (vs BBG 全年一致预期: +43%), 收入中三维消融导管占收入比例>40%, 标测导管占比约 30%, 设备类占比<10%, 针鞘类占比约 15%, 其中主要新产品(压力消融导管、冷冻消融导管、高密度标测导管) 占比约 20%; 毛利率同比-8.5pcts 至 59.1%, 主要受到集采降价以及压力导管等新品上市后仍在放量期, 暂未形成规模效应影响; 归母净利同比+689%至 1,701 万元。单看 2Q24, 收入/毛利率/归母净利分别同比+21%/-9.3pcts/+12%, 增速稍有放缓。
- **国内收入在医疗反腐常态化下维持较高增速, 海外收入 2Q24 增长强劲。** 国内: 1H24 收入同比+45%, 其中三维消融导管收入+>50%。从手术量看, 受到医疗反腐影响, 行业三维电生理手术量 1H24 同比增速放缓至+10%~20%, 低于我们的预期, 公司期内三维电生理手术量完成接近 1 万例, 其中 1Q24 手术量>5,000 例, 2Q24 环比有所下滑。公司重磅新品 TrueForce 压力导管 1H24 手术量近 2,000 例 (其中 1/3 用于房颤手术), 公司预计全年压力导管手术量>4,000 例。海外: 1H24 收入同比+36%, 其中 2Q24+>80%, 美洲、中东俄非增速亮眼, 主要受压力消融导管海外销售放量拉动, 公司预计 2024 全年压力导管海外手术量>1,000 例。
- **研发管线顺利推进:** 1) PFA: 公司自研导管已进入临床随访收尾阶段, 参股的商阳医疗 PFA 产品已递交国内注册, 预计 1H25 获批; 2) RDN: 正在多家中心开展临床入组; 3) 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; 4) 与 Stereotaxis 合作: 核心产品第五代泛血管介入手术机器人磁导航系统 Genesis 及双方共同研发的磁导航消融导管均已递交注册申请, 预计 2H24 获批。
- **维持“买入”评级, 目标价人民币 27.90 元。** 我们预计 2024-26E 公司收入人民币 4.6 亿/6.5 亿/9.0 亿元, 给予公司 20x 2025E PS 目标估值倍数, 目标价人民币 27.90 元, 该目标估值倍数较公司上市以来均值低 0.8 个标准差。
- **投资风险:** 政策风险、电生理手术量及核心产品销售增速不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	260	329	456	651	903
同比变动 (%)	37.0%	26.5%	38.5%	42.8%	38.7%
归母净利润	3	6	47	96	150
同比变动 (%)	NM	91.4%	731.4%	102.1%	56.7%
PS (x)	35.6	30.5	22.0	15.4	11.1

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2024 年 8 月 23 日

评级

买入

目标价 (人民币)	27.90
潜在升幅/降幅	+31%
目前股价 (人民币)	21.31
52 周内股价区间 (人民币)	15.4-28.8
总市值 (百万人民币)	10,028
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	41

注: 数据截至 2024 年 8 月 23 日

市场预期区间

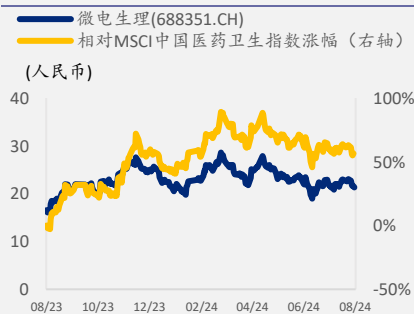


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 数据截至 2024 年 8 月 23 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 数据截至 2024 年 8 月 23 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	260	329	456	651	903
营业成本	-80	-120	-184	-257	-349
毛利润	180	209	272	394	554
税金及附加	-1	-2	-5	-7	-9
销售费用	-81	-109	-125	-166	-212
管理费用	-36	-41	-48	-62	-86
研发费用	-77	-91	-87	-111	-135
财务费用	10	6	4	6	7
其他收益	9	16	18	26	36
投资净收益	-2	10	10	15	15
公允价值变动净收益	3	12	12	12	12
资产减值损失	-1	-1	-2	0	0
信用减值损失	-1	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	3	8	51	108	182
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	-2	-3	-4	-6
利润总额	3	6	48	104	176
所得税	0	0	0	-8	-26
净利润	3	6	47	96	150
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3	6	47	96	150
扣非归母净利润	-11				

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	585	266	541	609	940
现金及等价物	578	256	531	600	930
其他	6	10	10	10	10
应收票据及应收账款	6	55	63	90	125
存货	87	122	140	182	0
其他流动资产	888	1,076	862	867	873
流动资产合计	1,596	1,519	1,606	1,748	1,938
固定资产	71	90	93	96	98
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	41	86	66	51	39
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	80	128	128	128	128
非流动资产合计	192	304	287	275	265
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	22	37	60	84	115
合同负债	2	3	3	3	3
应付职工薪酬	17	24	23	33	33
应交税费	4	2	5	5	5
其他应付款	13	20	20	20	20
其他流动负债	8	9	9	9	9
流动负债合计	66	96	121	155	185
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	42	40	40	40
非流动负债合计	47	42	40	40	40
实收资本(或股本)	471	471	471	471	471
资本公积金	1,260	1,264	1,264	1,264	1,264
其它综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积金	0	0	0	0	0
未分配利润	-55	-49	-2	94	243
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	1,675	1,685	1,732	1,828	1,978

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3	6	47	96	150
固定资产折旧	8	11	17	17	18
无形资产摊销	5	10	20	15	12
财务费用	0	1	-4	-6	-7
存货的减少	-48	-58	-18	-42	182
经营性应收项目的减少	-19	-24	-10	-32	-41
经营性应付项目的增加	23	24	22	34	30
其他	18	-8	3	0	0
经营活动现金流量净额	-9	-38	76	82	343
资本开支	-32	-42	-20	-20	-20
其他	-873	-233	217	0	0
投资活动现金流量净额	-905	-275	197	-20	-20
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	0	0	0	0
分配股利或偿付利息	0	0	4	6	7
其他	1,065	-10	-2	0	0
筹资活动现金流量净额	1,065	-10	2	6	7
现金及现金等价物净增加	152	-323	276	68	330
期初现金及现金等价物	427	578	256	531	600
期末现金及现金等价物	578	256	531	600	930

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.01	0.01	0.10	0.20	0.32
每股销售额	0.60	0.70	0.97	1.38	1.92
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	37.0%	26.5%	38.5%	42.8%	38.7%
经营溢利	NM	152.7%	561.7%	113.3%	68.4%
归母净利润	NM	91.4%	731.4%	102.1%	56.7%
费用与利润率					
毛利率	69.1%	63.5%	59.7%	60.5%	61.3%
经营利润率	1.2%	2.3%	11.1%	16.6%	20.1%
归母净利率	1.1%	1.7%	10.4%	14.7%	16.6%
回报率					
平均股本回报率	0.3%	0.3%	2.8%	5.4%	7.9%
平均资产回报率	0.2%	0.3%	2.5%	4.9%	7.1%
资产效率					
应收账款周转天数	43.7	50.4	50.4	50.4	50.4
库存周转天数	299.5	318.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	80.2	89.7	120.0	120.0	120.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	24.1	15.8	13.3	11.3	10.5
速动比率 (x)	22.8	14.5	12.1	10.1	10.5
现金比率 (x)	8.8	2.8	4.5	3.9	5.1
负债/权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
估值					
市盈率 (x)	3,121.4	1,761.2	212.0	104.9	67.0
市销率 (x)	35.6	30.5	22.0	15.4	11.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 主要国产电生理厂商对比

(人民币)	2Q24		1H24	
	微电生理	惠泰医疗	微电生理	惠泰医疗
营业收入 (同比变动)	1.1 亿(▲21%)	5.5 亿(▲25%)	2.0 亿(▲40%)	10.0 亿(▲27%) 其中: 电生理收入 2.2 亿
毛利率 (同比变动)	57.9%(▼9.3pcts)	73.4%(▲0.8pcts)	59.1%(▼8.5pcts)	72.7%(▲1.0pcts) 其中: 电生理 GPM 74.0%
销售费用 (费用率)	3033 万(28%)	8934 万(16%)	5484 万(28%)	1.8 亿(18%)
研发费用 (费用率)	1876 万(17%)	6828 万(13%)	3852 万(19%)	1.3 亿(13%)
管理费用 (费用率)	961 万(9%)	2204 万(4%)	1986 万(10%)	4629 万(5%)
归母净利/亏损 (同比变动; 利润率)	1284 万(▲12%; 12%)	2.0 亿(▲31%; 37%)	1701 万(▲689%; 9%)	3.4 亿(▲33%; 34%)
扣非归母净利/亏损 (同比变动; 利润率)	227 万(▼23%; 2%)	1.9 亿(▲26%; 35%)	92 万 (vs 1H23 年: 亏损 1237 万; 0.5%)	3.3 亿 (▲35%; 33%)

资料来源: 公司半年报、浦银国际整理

图表 3: 微电生理 PS Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 微电生理



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	27.0	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.9	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.9	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	17.6	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	195.6	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	116.5	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	148.0	买入	181.0	2024年8月8日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.6	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	18.7	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	11.9	持有	26.0	2024年8月19日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	24.2	持有	35.0	2024年8月19日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.8	买入	8.0	2024年8月21日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	9.9	买入	12.5	2024年8月21日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	43.5	买入	60.0	2024年6月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.3	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	45.9	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.3	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	32.4	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.2	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	22.9	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	28.7	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.1	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.4	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.1	买入	5.5	2024年8月13日	制药
2359 HK Equity	药明康德	31.4	买入	48.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	37.5	买入	60.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	8.1	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	18.7	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	10.3	持有	18.5	2024年8月22日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	245.7	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	6.4	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	2.6	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.6	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.0	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.3	买入	27.9	2024年8月23日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.6	买入	16.4	2024年8月21日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	356.4	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.0	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	2.9	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	10.1	持有	11.4	2024年8月22日	互联网医疗

注: A股、港股股价截至2024年8月23日收盘; 美股股价截至2024年8月22日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

