

微电生理（688351）2024年中报点评

手术量维持高增长，压力导管加速上量

2024年08月27日

【投资要点】

- ◆ 整体业绩大幅增长符合预期。24H1 公司实现营收 1.98 亿元（+39.57%），其中 TrueForce 压力导管、IceMagic 冷冻消融等新品同比+475%，全球三维手术量累计突破 7 万例。24H1 实现归母净利润 1701.27 万元（+689.30%），扣非归母净利润 92.17 万元，经营性现金流净额 3792.15 万元，步入稳定盈利阶段。
- ◆ 业务趋于成熟步入收获期，盈利能力大幅提升。24H1 受集采影响，叠加压力导管等新品处商业化早期成本较高，暂未形成规模效应，整体毛利率下滑至 59.10%（-8.54pct），随着新品产量的增加，原材料的国产化以及工艺流程的优化，预计毛利率将有所回升。24H1 公司管理费用率 10.01%（-0.93pct）稳中有降，销售费率随收入增长拉低至 27.65%（-7.33pct），因包括冷冻在内的临床研发大项悉数达成商业化进展，研发费率大幅降至 19.42%（-9.15pct），净利率达到 8.58%（+7.06pct）。后续公司在保持技术迭代和高端产品突破的同时，对预研项目的评估会更加谨慎，预期整体盈利能力将进一步提升。
- ◆ 国内聚焦优势产品，全力进军房颤市场。24H1 得益于产品结构的优化和高净值迭代产品的放量，公司国内收入同比增长 45% 以上。其中压力导管入院速度加快，使用量攀升，上市已完成近 3000 例手术，24H1 完成近 2000 例，其中三分之一用于房颤治疗；而冷冻产品已完成近 30 个省份挂网，全球首个具有表面多路测温功能的冷冻消融导管也已开展上市后首批临床应用，治疗效果显著。
- ◆ 海外拓展力度加大，市场渗透率加速提升。24H1 公司海外收入同比增长 36%，其中压力导管销量优异，成为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。以压力导管为主的新品上量带动了拉美等区域收入的快速增长，而获批的磁定位环肺导管在标测导管中的推广情况也较为乐观。公司因 23Q1 非常规特殊订单采购收入基数较高，24Q1 海外增速较低，但 24Q2 实现了快速增长，同比超过 80%。公司 24H1 海外房颤占比三维手术量达到了 25%，预计全年压力导管手术量将超过 1000 例，随着公司三维房颤手术量的提升和新品的持续推广应用，预计公司海外收入将继续保持高速增长。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

目标价：29.58 元

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：殷明伦

电话：(+86) 18936221690

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	10089.66
流通市值（百万元）	2616.45
52周最高/最低（元）	28.75/15.90
52周最高/最低（PE）	2870.20/465.36
52周最高/最低（PB）	7.99/4.54
52周涨幅（%）	32.59
52周换手率（%）	375.73

相关研究

《Q1 业绩表现亮眼，全年高增长可期》

2024.05.10

《电生理国产破局者，引领尖端壁垒重塑》

2024.04.24

《海内外加速拓展，房颤市场率先破局》

2024.04.16

《海外市场完善布局，产品放量业绩高增》

2024.03.05

【投资建议】

- ◆ 经过十余年电生理赛道的持续深耕及创新研究，微电生理作为国产首家能够提供三维心脏电生理设备与耗材完整解决方案的公司，现已攻克电生理领域诸多关键技术，打破了外资的长期技术垄断地位。公司在当下高景气、低渗透率、低国产化率的电生理赛道上占据的先发优势明显，标内产品有望在亮眼的集采表现下完成快速放量，创新产品的陆续上市以及海外市场的持续拓展也将为公司带来可观的第二增长曲线，预计盈利能力将进一步提升。我们维持之前的收入预测，预计公司 2024/2025/2026 年的营业收入分别为 4.64/6.47/8.89 亿元，利润端因研发和销售费率的大幅下降带来的净利率增长，受到集采和新品上市因素造成的毛利率下滑影响冲抵，相应上调归母净利润为 0.40/0.78/1.39 亿元，EPS 分别为 0.09/0.17/0.29 元，维持公司“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	329.19	464.44	646.86	889.13
增长率(%)	26.46%	41.08%	39.28%	37.45%
EBITDA（百万元）	10.70	61.23	102.48	166.49
归属母公司净利润（百万元）	5.69	40.40	77.91	138.52
增长率(%)	85.17%	610.15%	92.86%	77.80%
EPS(元/股)	0.01	0.09	0.17	0.29
市盈率（P/E）	2119.83	249.76	129.50	72.84
市净率（P/B）	7.16	5.84	5.59	5.19
EV/EBITDA	1106.05	161.81	97.02	59.64

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 产品集中带量采购政策变化风险
- ◆ 产品升级及新产品开发风险
- ◆ 市场竞争加剧风险

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1519.23	1575.30	1661.38	1818.18
货币资金	265.53	210.83	176.41	190.70
应收及预付	61.71	85.14	117.85	161.59
存货	122.39	187.31	251.71	326.88
其他流动资产	1069.60	1092.02	1115.40	1139.00
非流动资产	304.04	337.66	374.08	413.70
长期股权投资	71.55	76.55	81.55	86.55
固定资产	89.97	91.09	91.01	90.13
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	85.88	100.88	115.88	130.88
其他长期资产	56.65	69.15	85.65	106.15
资产总计	1823.27	1912.96	2035.46	2231.88
流动负债	96.44	145.22	189.73	247.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	37.37	53.42	71.88	94.38
其他流动负债	59.06	91.81	117.85	153.18
非流动负债	41.77	41.77	41.77	41.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.77	41.77	41.77	41.77
负债合计	138.21	187.00	231.51	289.33
实收资本	470.60	470.60	470.60	470.60
资本公积	1263.73	1263.73	1263.73	1263.73
留存收益	-49.28	-8.37	69.61	208.21
归属母公司股东权益	1685.06	1725.96	1803.95	1942.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1823.27	1912.96	2035.46	2231.88

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	329.19	464.44	646.86	889.13
营业成本	120.12	184.90	245.24	320.25
税金及附加	2.20	2.09	2.72	3.92
销售费用	109.30	125.40	168.18	222.28
管理费用	40.85	51.09	67.92	88.91
研发费用	91.31	88.24	116.44	151.15
财务费用	-5.97	-3.54	-2.59	-1.99
资产减值损失	-0.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	12.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.14	-0.89	2.00	4.00
资产处置收益	0.00	0.02	0.03	0.00
其他收益	15.83	25.00	27.00	30.00
营业利润	7.65	40.40	77.99	138.60
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.61	40.40	77.99	138.60
所得税	-0.08	0.00	0.00	0.00
净利润	5.69	40.40	77.99	138.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	5.69	40.40	77.99	138.60
EBITDA	10.70	61.23	102.48	166.49

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-37.97	24.76	48.16	100.89
净利润	5.69	40.40	77.99	138.60
折旧摊销	31.34	24.38	27.08	29.87
营运资金变动	-55.29	-41.99	-55.98	-64.69
其它	-19.71	1.97	-0.93	-2.90
投资活动现金流	-274.66	-78.87	-81.47	-85.50
资本支出	-41.93	-51.48	-56.97	-63.00
投资变动	-257.94	-25.00	-25.00	-25.00
其他	25.21	-2.39	0.50	2.50
筹资活动现金流	-10.47	-1.10	-1.10	-1.10
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-10.47	-1.10	-1.10	-1.10
现金净增加额	-322.59	-54.71	-34.41	14.29
期初现金余额	578.49	255.90	201.19	166.78
期末现金余额	255.90	201.19	166.78	181.07

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	26.46%	41.08%	39.28%	37.45%
营业利润增长	152.72%	428.34%	93.05%	77.72%
归属母公司净利润增长	85.17%	610.15%	93.05%	77.72%
获利能力 (%)				
毛利率	63.51%	60.19%	62.09%	63.98%
净利率	1.73%	8.70%	12.06%	15.59%
ROE	0.34%	2.34%	4.32%	7.13%
ROIC	-1.22%	2.10%	4.12%	6.94%
偿债能力				
资产负债率 (%)	7.58%	9.78%	11.37%	12.96%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	15.75	10.85	8.76	7.34
速动比率	14.41	9.44	7.31	5.91
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.25	0.33	0.42
应收账款周转率	7.24	7.38	7.56	7.44
存货周转率	1.15	1.19	1.12	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.09	0.17	0.29
每股经营现金流	-0.08	0.05	0.10	0.21
每股净资产	3.58	3.67	3.83	4.13
估值比率				
P/E	2119.83	280.40	145.25	81.73
P/B	7.16	6.56	6.28	5.83
EV/EBITDA	1106.05	181.97	109.07	67.05

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。