

2024H1 业绩符合预期，新产品收入同比增长近 5 倍

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 24H1 实现收入 1.98 亿元 (+39.6%), 归母净利润 1701 万元 (+689.3%)。其中 24Q2 实现营业收入 1.09 亿元 (+21.4%), 实现归母净利润 1284 万元 (+11.86%) 业绩高增长符合预期, 维持全年预期不变。
- **24H1 业绩符合预期, 新产品收入同比增长近 5 倍。** 分季度看, 2024Q1/Q2 单季度收入分别为 0.9/1.1 亿元 (+71%/+21.4%), 单季度归母净利润分别为 0.04/0.13 亿元 (+144.7%/+11.8%)。细化来看, 24H1 新产品占比大幅提升, 房颤手术量国内国外增速表现较好, 其中 24H1 TrueForce®压力导管、IceMagic®冷冻消融产品等新产品同比增长 475%。截至 24H1 公司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, 进而有效优化公司的产品算法。24H1 手术量约 1W 例 (双位数增长) 从盈利水平看, 24H1 毛利率为 59.1% (23 年毛利率 63.5%, 系集采降价后毛利率有所下降且新产品目前还未享受到规模带来的成本优势, 预计后续会有所改善)。销售费用率 27.6%, 研发费用率 19.4% (研发费用率有所下降, 系项目评估较为谨慎且冷冻平台部分产品获证后相应研发投入有所减少所致)
- **国内外业务协同发力, 全面进军房颤治疗市场。** 国内市场随着北京、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。IceMagic®冷冻消融产品已完成近 30 个省份的挂网。在国外市场, 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, 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。
- **加大研发, 同时持续开展降本增效。** 公司研发战略性全面覆盖“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。产品迭代研发项目: 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, 公司持续推进国产原材料替代, 不断优化工艺流程, 开展部分产品外协外包, 进一步降低生产成本。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.45、0.71、1.2 亿元。由于国内电生理标的的稀缺性以及考虑到公司 TrueForce、IceMagic 等重磅产品进入放量期, 未来潜力较大, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、汇率波动风险、市场开拓风险、贸易摩擦风险。

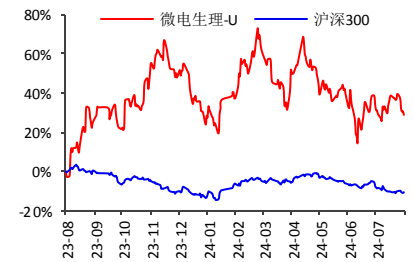
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	329.19	460.50	634.50	849.12
增长率	26.46%	39.89%	37.79%	33.83%
归属母公司净利润 (百万元)	5.69	45.26	70.82	117.14
增长率	91.41%	695.65%	56.48%	65.39%
每股收益 EPS (元)	0.01	0.10	0.15	0.25
净资产收益率 ROE	0.34%	2.62%	3.95%	6.18%
PE	1763	222	142	86
PB	5.95	5.80	5.60	5.30

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 陈辰
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.71
流通 A 股(亿股)	1.25
52 周内股价区间(元)	15.44-28.75
总市值(亿元)	100
总资产(亿元)	18.51
每股净资产(元)	3.62

相关研究

1. 微电生理 (688351): 全面布局三维系列产品, 大力进军房颤市场 (2024-07-05)

盈利预测

关键假设：

1) 导管类产品：导管类产品中包含三维消融导管（射频+冷冻），标测类导管，以及二维导管。公司 TrueForce®压力导管于 2022 年 12 月获得 NMPA 批准上市，用于药物难治性、复发性、阵发性房颤的治疗，填补了国内空白。IceMagic®冷冻消融系列产品于 2023 年 8 月获得 NMPA 批准上市，用于药物难治性、复发性、症状性阵发性房颤的治疗。公司在房颤领域率先完成布局，先发优势明显。其中 TrueForce®压力导管、IceMagic®冷冻消融产品等新产品同比增长 475%。截至 24H1，全球三维手术量累计突破 7 万例。因此我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 42%、40%、35%。2023 年应对集采政策的降价，导管类产品毛利率有所下降至 66%，2024 年依旧受到集采降价的影响，毛利率有所下降且新产品目前还未享受到规模带来的成本优势，预计后续新产品占比提升后毛利率会有所改善，预计毛利率 24-26 年分别为 63%、64%、65%。

2) 设备类：设备类收入有所下滑，系受市场需求波动和竞争的影响，设备类产品售价普遍有所下降，此外 2023 年度公司设备类产品销售中价格较高的三维标测系统占比下降。预计集采后整体装机速度加快，预计 24-26 年收入增速分别为 20%、20%、20%。预计毛利率稳定在 45%。

3) 其他收入（附件类）：其他收入产品主要以通路类导引鞘组为主，带量采购的陆续执行预计会对产品价格有一定影响，但随着手术量的上涨，预计会带动通路类产品的整体需求。因此预计 24-26 年收入增速分别为 40%、37%、35%。预计毛利率 24-26 年分别为 55%、56%、57%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务分拆收入预测

百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
导管类产品	营业收入	219	312	437	589
	YOY	32.0%	42.4%	40.0%	34.7%
	毛利率	66.0%	63.0%	64.0%	65.0%
设备类产品	营业收入	17	20	24	29
	YOY	-60.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	44.6%	45.0%	45.0%	45.0%
其他收入 (附件类)	营业收入	84	118	161	218
	YOY	68.9%	40.0%	37.0%	35.0%
	毛利率	59.2%	55.0%	56.0%	57.0%
其他业务	营业收入	9	11	12	14
	YOY	227.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	78.7%	79.0%	79.0%	79.0%
合计	营业总收入	329	460	634	849
	YOY	26.5%	39.9%	37.8%	33.8%
	毛利率	63.5%	60.5%	61.5%	62.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	329.19	460.50	634.50	849.12	净利润	5.69	45.26	70.82	117.14
营业成本	120.12	181.70	244.04	318.39	折旧与摊销	23.74	19.44	19.86	20.41
营业税金及附加	2.20	3.22	4.44	5.94	财务费用	-5.97	-3.00	-3.00	-3.00
销售费用	109.30	131.16	170.51	213.14	资产减值损失	-0.54	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	40.85	53.11	66.38	84.97	经营营运资本变动	-31.72	-41.96	-56.23	-58.62
财务费用	-5.97	-3.00	-3.00	-3.00	其他	-29.17	-32.61	-31.27	-30.99
资产减值损失	-0.54	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	-37.97	-14.87	-1.82	42.94
投资收益	10.14	15.00	15.00	15.00	资本支出	-19.01	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	12.19	20.00	20.00	20.00	其他	-255.65	97.38	14.21	41.93
其他经营损益	15.83	20.00	20.00	20.00	投资活动现金流净额	-274.66	82.38	-0.79	26.93
营业利润	7.65	51.43	80.48	133.11	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.04	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.61	51.43	80.48	133.11	股权融资	3.73	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.08	6.17	9.66	15.97	支付股利	0.00	-1.14	-9.05	-14.16
净利润	5.69	45.26	70.82	117.14	其他	-14.20	4.86	5.00	4.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-10.47	3.72	-4.05	-10.16
归属母公司股东净利润	5.69	45.26	70.82	117.14	现金流量净额	-322.59	71.23	-6.66	59.71
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	265.53	336.76	330.10	389.80	成长能力				
应收和预付款项	64.15	80.63	110.14	147.34	销售收入增长率	26.46%	39.89%	37.79%	33.83%
存货	122.39	153.99	211.82	270.10	营业利润增长率	152.72%	572.66%	56.48%	65.39%
其他流动资产	1067.16	1004.94	1025.95	1019.28	净利润增长率	91.41%	695.65%	56.48%	65.39%
长期股权投资	71.55	71.55	71.55	71.55	EBITDA 增长率	218.78%	167.05%	43.42%	54.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	89.97	98.59	106.78	114.42	毛利率	63.51%	60.54%	61.54%	62.50%
无形资产和开发支出	105.56	93.30	81.03	68.76	三费率	43.80%	39.36%	36.86%	34.75%
其他非流动资产	36.96	36.18	35.39	34.61	净利率	1.73%	9.83%	11.16%	13.80%
资产总计	1823.27	1875.93	1972.75	2115.86	ROE	0.34%	2.62%	3.95%	6.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.31%	2.41%	3.59%	5.54%
应付和预收款项	63.48	93.97	127.02	166.16	ROIC	0.67%	13.33%	17.98%	25.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.72%	14.74%	15.34%	17.73%
其他负债	74.73	52.77	54.77	55.77	营运能力				
负债合计	138.21	146.75	181.80	221.93	总资产周转率	0.18	0.25	0.33	0.42
股本	470.60	470.60	470.60	470.60	固定资产周转率	4.08	5.09	6.80	8.63
资本公积	1263.73	1263.73	1263.73	1263.73	应收账款周转率	6.88	7.26	7.73	7.63
留存收益	-49.28	-5.15	56.62	159.59	存货周转率	1.14	1.31	1.33	1.32
归属母公司股东权益	1685.06	1729.18	1790.95	1893.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.89%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1685.06	1729.18	1790.95	1893.93	资产负债率	7.58%	7.82%	9.22%	10.49%
负债和股东权益合计	1823.27	1875.93	1972.75	2115.86	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	15.75	15.02	11.98	10.14
					速动比率	14.48	13.55	10.47	8.64
					股利支付率	0.00%	2.51%	12.78%	12.09%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.10	0.15	0.25
					每股净资产	3.58	3.67	3.81	4.02
					每股经营现金	-0.08	-0.03	0.00	0.09
					每股股利	0.00	0.00	0.02	0.03
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	25.41	67.87	97.34	150.52					
PE	1762.94	221.57	141.60	85.61					
PB	5.95	5.80	5.60	5.30					
PS	30.46	21.78	15.81	11.81					
EV/EBITDA	341.39	127.73	88.94	57.17					
股息率	0.00%	0.01%	0.09%	0.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
