

微电生理 (688351.SH)

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值: NA

当前股价: 18.65 元

“冰火电”产品矩阵全面布局, 国内外市场齐头并进

公司发布 2024 年半年度报告: 2024 年上半年实现营业收入 1.98 亿元, 同比增长 39.57%; 归母净利润 0.17 亿元, 同比增长 689.30%; 扣非净利润 0.01 亿元, 同比增长 107.45%。

其中, 2024 年第二季度营业收入 1.09 亿元, 同比增长 21.36%; 归母净利润 0.13 亿元, 同比增长 11.86%; 扣非归母净利润 0.02 亿元, 同比下降 22.76%。

□ 国内外市场双线发力, 全力进军房颤治疗领域。2024 年上半年, 公司持续推进全球化营销战略, 推动国产电生理手术解决方案的全面发展, 实现营业收入 1.98 亿元, 同比增长 39.57%, 其中 TrueForce® 压力导管、IceMagic® 冷冻消融产品等新产品同比增长 475%; 截至目前, 公司全球三维手术量累计突破 7 万例。

国内市场: 公司专注于优势产品, 全力开拓房颤市场。1) TrueForce® 压力导管完成了近 3000 例压力监测指导下的射频消融手术, 获得了良好的疗效和高度认可。2) IceMagic® 冷冻消融产品已在近 30 个省份完成挂网, 全球首款具备表面多路测温功能的 IceMagic® 多路测温冷冻消融导管已在华西医院等地开展上市后首批临床应用, 治疗效果显著。

海外市场: 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, 目前已覆盖 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。

□ 研发项目顺利推进, 全面布局“冰火电”能量平台。

新产品研发项目: 1) PFA: 公司在完成“射频+冷冻”协同布局的同时, 积极推进 PFA 项目研发进度, 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 年上半年获批。2) RDN: 肾动脉消融项目正在多家中心开展临床试验; 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”。3) ICE: 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: 1) 持续升级 Columbus® 三维心脏电生理标测系统软件, 优化自动高密度标测功能, 显著提升标测效率。2) 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。

战略合作项目: 持续推进与 Stereotaxis 的合作, 其核心产品第五代“泛血管介入手术机器人磁导航系统” (Genesis RMN® System) 及双方共同合作研发的磁导航消融导管均已递交注册申请, 争取在 2024 年下半年获得 NMPA 注册批准。

□ 持续实施降本增效策略, 整体净利率提升显著。2024 年上半年, 公司的综合毛利率同比降低 8.54pts 至 59.10%, 我们预计主要受国内集采及新品处于商业化早期阶段尚未形成规模效应的影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 27.65%、10.01%、19.42%、-0.98%, 同比分别变动为 -7.34pts、-0.92pts、-9.15pts、+1.51pts。综合影响下, 公司整体净利率同比提升 7.06pts 至 8.58%。其中, 2024 年第二季度的综合毛利率、销售费

基础数据

总股本 (百万股)	471
已上市流通股 (百万股)	125
总市值 (十亿元)	8.8
流通市值 (十亿元)	2.3
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	1.2
资产负债率	7.9%
主要股东	宁波梅山保税港区铨杰股权
主要股东持股比例	34.94%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《微电生理 (688351) — “冰火电”产品矩阵提供电生理一站式解决方案》2024-08-25

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 57.92%、27.78%、8.80%、17.18%、-0.82%、11.76%，分别变动-9.32pts、-5.30pts、-0.17pts、-1.88pts、+1.82pts、-1.00pts。

□ 盈利预测与投资建议：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.64/6.62/8.86 亿元，同比增速分别为 41%/42%/34%；归母净利润分别为 0.47/0.70/1.21 亿元，分别增长 718%/50%/74%，维持“强烈推荐”评级。

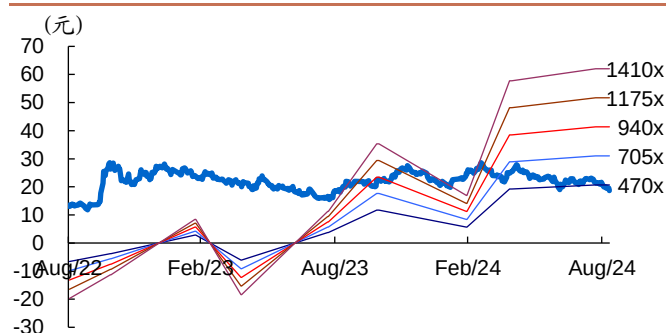
□ 风险提示：降价幅度超预期的风险、医疗反腐等行业政策风险影响医院招标的风险、汇率波动风险、市场竞争激烈程度加剧的风险、技术颠覆性风险、新品研发、注册及认证不及预期的风险、贸易摩擦的相关风险、业绩不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	260	329	464	662	886
同比增长	37%	26%	41%	42%	34%
营业利润(百万元)	3	8	47	71	123
同比增长	-125%	153%	517%	50%	74%
归母净利润(百万元)	3	6	47	70	121
同比增长	-125%	91%	718%	50%	74%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.10	0.15	0.26
PE	2953.3	1542.9	188.6	125.8	72.3
PB	5.2	5.2	5.1	4.9	4.6

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：微电生理历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：微电生理历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1596	1519	1566	1648	1774
现金	585	266	255	217	220
交易性投资	880	1067	1067	1067	1067
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	36	55	78	110	148
其它应收款	2	2	3	5	7
存货	87	122	155	235	315
其他	7	7	9	14	18
非流动资产	192	304	305	307	307
长期股权投资	3	72	72	72	72
固定资产	71	90	104	115	126
无形资产商誉	86	106	95	86	77
其他	32	37	35	34	33
资产总计	1788	1823	1871	1954	2082
流动负债	66	96	98	125	152
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	22	37	47	72	96
预收账款	2	3	4	7	9
其他	42	56	47	47	47
长期负债	47	42	42	42	42
长期借款	0	0	0	0	0
其他	47	42	42	42	42
负债合计	113	138	140	167	194
股本	471	471	471	471	471
资本公积金	1260	1264	1264	1264	1264
留存收益	(55)	(49)	(3)	53	154
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1675	1685	1732	1787	1888
负债及权益合计	1788	1823	1871	1954	2082

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(9)	(38)	(16)	(38)	9
净利润	3	6	47	70	121
折旧摊销	15	24	26	27	27
财务费用	0	1	(6)	(6)	(6)
投资收益	2	(10)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	(29)	(58)	(57)	(109)	(116)
其它	0	(0)	13	19	21
投资活动现金流	(905)	(275)	8	8	8
资本支出	(32)	(42)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(873)	(233)	38	38	38
筹资活动现金流	1065	(10)	(3)	(8)	(15)
借款变动	(41)	(12)	(9)	0	0
普通股增加	71	0	0	0	0
资本公积增加	1012	4	0	0	0
股利分配	0	0	0	(14)	(21)
其他	24	(3)	6	6	6
现金净增加额	151	(323)	(11)	(37)	3

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	260	329	464	662	886
营业成本	80	120	152	230	309
营业税金及附加	1	2	3	4	6
营业费用	81	109	139	185	230
管理费用	36	41	51	66	80
研发费用	77	91	116	149	182
财务费用	(10)	(6)	(6)	(6)	(6)
资产减值损失	(1)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	3	12	12	12	12
其他收益	9	16	16	16	16
投资收益	(2)	10	10	10	10
营业利润	3	8	47	71	123
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	3	6	47	71	123
所得税	0	(0)	1	1	2
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	3	6	47	70	121

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	37%	26%	41%	42%	34%
营业利润	-125%	153%	517%	50%	74%
归母净利润	-125%	91%	718%	50%	74%
获利能力					
毛利率	69.1%	63.5%	67.3%	65.2%	65.1%
净利率	1.1%	1.7%	10.0%	10.5%	13.7%
ROE	0.3%	0.3%	2.7%	4.0%	6.6%
ROIC	-0.6%	0.1%	2.4%	3.6%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	6.3%	7.6%	7.5%	8.5%	9.3%
净负债比率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	24.1	15.8	16.0	13.2	11.7
速动比率	22.8	14.5	14.4	11.3	9.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1
应收账款周转率	8.4	7.2	7.0	7.0	6.9
应付账款周转率	4.6	4.1	3.6	3.9	3.7
每股资料(元)					
EPS	0.01	0.01	0.10	0.15	0.26
每股经营净现金	-0.02	-0.08	-0.03	-0.08	0.02
每股净资产	3.56	3.58	3.68	3.80	4.01
每股股利	0.00	0.00	0.03	0.04	0.08
估值比率					
PE	2953.3	1542.9	188.6	125.8	72.3
PB	5.2	5.2	5.1	4.9	4.6
EV/EBITDA	6947.1	802.9	156.8	115.1	72.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。