

微电生理-U (688351.SH)

多项创新产品顺利推进，公司净利润端表现出色

核心观点：

- **净利润端表现出色。**公司发布 24 年三季报，24 年前三季度公司实现营收 2.91 亿元 (YOY+23.21%)；归母净利润为 0.42 亿元 (YOY+262.22%)，我们预计主要系公司实施降本增效措施；净利率 14.35%；毛利率 58.79% (YOY-6.76pp)，我们预计主要系部分产品纳入集采价格下降拖累毛利率下降。根据 wind，公司 24 年单 3 季度实现营收 0.93 亿元 (YOY-1.54%)，我们预计主要系公司部分产品未及时确认收入；扣非归母净利润亏损 0.02 亿元 (YOY+67.09%)，环比下滑 173.67%。
- **国内外市场齐头并进。**根据公司微信公众号，截止 24H1，公司的全球三维手术量累计突破 7 万例。国内市场，TrueForce®压力导管入院速度相对加快，上市以来已完成近 3000 例射频消融手术；IceMagic®冷冻消融产品已完成近 30 个省份的挂网。国际市场，公司的三维手术量实现快速增长，累计覆盖 36 个国家和地区。
- **多项创新产品顺利推进。**根据公司微信公众号，公司自主研发的(PFA)脉冲电场消融导管已进入临床随访收尾阶段；FlashPoint®肾动脉射频消融系统进入国家创新医疗器械特别审查程序“绿色通道”；公司持续开展 Columbus®三维心脏电生理标测系统软件升级，第四代系统获得欧盟 MDR 认证；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；心腔内超声导管产品完成上市前临床研究首例患者入组。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年营业收入分别为 4.23 亿元，5.71 亿元和 7.82 亿元。对应 EPS 为 0.09 元/股、0.13 元/股、0.18 元/股。综合考虑公司行业地位及业务成长性，参考可比公司，因此给到公司 24 年 25X PS，给予合理价值为 22.46 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**商业化推广慢、业绩大幅下滑或亏损风险、专业人才匮乏。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	260	329	423	571	782
增长率 (%)	37.0%	26.5%	28.4%	35.1%	36.9%
EBITDA (百万元)	11	11	49	66	89
归母净利润 (百万元)	3	6	44	61	85
增长率 (%)	125.7%	85.2%	676.4%	37.1%	40.4%
EPS (元/股)	0.01	0.01	0.09	0.13	0.18
市盈率 (P/E)	3626.03	2119.83	205.55	149.89	106.78
ROE (%)	0.2%	0.3%	2.6%	3.4%	4.5%
EV/EBITDA	1094.33	1106.05	182.14	134.72	100.07

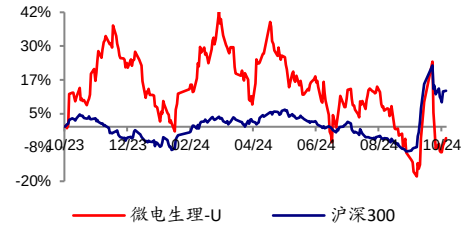
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	19.29 元
合理价值	22.46 元
前次评级	买入
报告日期	2024-10-22

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

王稼宸



SAC 执证号：S0260524090001



wangjiachen@gf.com.cn

请注意，王稼宸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

微电生理-U (688351.SH)：2024-08-22

公司 24H1 业绩符合预期，
多项创新产品顺利推进

微电生理-U 2024-04-25

(688351.SH) :24Q1 业绩
表现超预期，三维手术量高
速提升

微电生理-U 2024-04-07

(688351.SH) :23 年业绩符
合预期，三维手术量高速提
升

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,596	1,519	1,522	1,540	1,587
货币资金	585	266	239	222	230
应收及预付	43	62	68	79	88
存货	87	122	147	167	198
其他流动资产	881	1,070	1,069	1,071	1,071
非流动资产	197	304	358	417	476
长期股权投资	3	72	92	112	133
固定资产	71	90	95	99	102
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	41	86	106	135	166
其他长期资产	81	57	65	72	76
资产总计	1,792	1,823	1,880	1,957	2,064
流动负债	66	96	109	126	147
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	22	37	31	29	24
其他流动负债	44	59	78	97	123
非流动负债	51	42	42	42	42
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	42	42	42	42
负债合计	117	138	151	167	189
股本	471	471	471	471	471
资本公积	1,260	1,264	1,264	1,264	1,264
留存收益	-55	-49	-5	55	140
归属母公司股东权益	1,676	1,685	1,729	1,790	1,875
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,792	1,823	1,880	1,957	2,064

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	260	329	423	571	782
营业成本	80	120	152	200	258
营业税金及附加	1	2	2	3	5
销售费用	81	109	118	160	219
管理费用	36	41	52	78	131
研发费用	77	91	92	114	141
财务费用	-10	-6	-13	-11	-11
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	3	12	0	0	0
投资净收益	-2	10	13	17	23
营业利润	3	8	44	61	85
营业外收支	0	-2	0	0	0
利润总额	3	6	44	61	85
所得税	0	0	0	0	0
净利润	3	6	44	61	85
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3	6	44	61	85
EBITDA	11	11	49	66	89
EPS（元）	0.01	0.01	0.09	0.13	0.18

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-9	-38	43	59	81
净利润	3	6	44	61	85
折旧摊销	19	31	29	33	37
营运资金变动	-32	-55	-19	-18	-19
其它	0	-20	-11	-16	-22
投资活动现金流	-905	-275	-70	-75	-72
资本支出	-32	-42	-62	-72	-75
投资变动	-877	-258	-20	-20	-20
其他	4	25	13	17	23
筹资活动现金流	1,065	-10	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1,085	0	0	0	0
其他	-19	-10	0	0	0
现金净增加额	152	-323	-27	-16	8
期初现金余额	427	578	256	229	213
期末现金余额	578	256	229	213	221

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	37.0%	26.5%	28.4%	35.1%	36.9%
营业利润	125.4%	152.7%	477.6%	37.1%	40.4%
归母净利润	125.7%	85.2%	676.4%	37.1%	40.4%
获利能力					
毛利率	69.1%	63.5%	64.0%	65.0%	67.0%
净利率	1.2%	1.7%	10.4%	10.6%	10.9%
ROE	0.2%	0.3%	2.6%	3.4%	4.5%
ROIC	-0.5%	-1.2%	1.1%	1.8%	2.7%
偿债能力					
资产负债率	6.5%	7.6%	8.0%	8.6%	9.2%
净负债比率	7.0%	8.2%	8.7%	9.4%	10.1%
流动比率	24.12	15.75	13.98	12.26	10.79
速动比率	22.70	14.41	12.51	10.81	9.32
营运能力					
总资产周转率	0.15	0.18	0.22	0.29	0.38
应收账款周转率	7.24	5.99	7.55	8.89	11.16
存货周转率	2.99	2.69	2.87	3.41	3.96
每股指标（元）					
每股收益	0.01	0.01	0.09	0.13	0.18
每股经营现金流	-0.02	-0.08	0.09	0.13	0.17
每股净资产	3.56	3.58	3.67	3.80	3.98
估值比率（%）					
P/E	3626.03	2119.83	205.55	149.89	106.78
P/B	7.43	7.16	5.25	5.07	4.84
EV/EBITDA	1094.33	1106.05	182.14	134.72	100.07

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

李安飞：联席首席分析师，中山大学医学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李桢桐：资深分析师，复旦大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

田鑫：资深分析师，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

杨微：高级分析师，德国汉堡大学博士，清华大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

王稼宸：高级分析师，悉尼科技大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李润兰：高级研究员，北京师范大学博士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

龙雪芳：高级研究员，南开大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

袁泉：高级研究员，北京大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

王少喆：高级研究员，东南大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。