

微电生理 (688351.SH)

房颤产品持续布局，净利率显著提升

公司发布 2024 年第三季度报告：2024 年前三季度公司实现收入 2.91 亿元，同比增长 23.21%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 262.22%；扣非净利润-0.01 亿元。

其中，2024 年第三季度实现营业收入 0.93 亿元，同比减少 1.54%；归母净利润 0.25 亿元，同比增长 163.92%；扣非净利润-0.02 亿元。

□ 房颤产品认可度持续提升，研发项目稳步前行。

压力导管：公司持续推进电生理手术解决方案品牌影响力，提升渗透率，持续推动全球范围内与区域优质客户的合作，推进 TrueForce®压力监测射频消融导管在欧洲等国家的市场准入和推广工作。

冷冻球囊：根据公司公众号，2024Q3 期间，IceMagic®球囊型冷冻消融导管（多路测温型）成功完成首批临床应用，这是全球首个具有表面多路测温功能的冷冻球囊导管，能够在无射线条件下，根据球囊表面温度的变化判断肺静脉封堵情况，还可以实时获取球囊与接触组织的真实表面温度，监测冷冻消融过程中组织的温度变化，帮助术者更准确地判断治疗效果。

PFA：公司自主研发的脉冲电场消融导管近日已进入创新医疗器械特别审查程序；近期，参股公司上海商阳医疗科技有限公司纳秒脉冲消融系统（包含纳秒脉冲消融仪与磁电双定位花瓣消融导管）完成首次临床试验，新一代的消融系统在减少疼痛和神经刺激、降低溶血效应和气泡生成等方面具有显著优势，导管操作流畅，同时兼容 Columbus®标测系统，集三维建模、标测、消融多功能于一体，提高了手术的安全性。

ICE：根据公司公众号，2024Q3 期间，一次性使用心腔内超声成像导管正式启动上市前临床试验。目前已在宁波大学附属第一医院心内科由储慧民教授及其团队成功完成全国首例上市前临床应用，手术过程顺利，效果良好，产品获得临床专家的高度认可。ICE 具有三维超声定位功能，配合超声成像设备与 Columbus®三维心脏电生理标测系统使用于心脏介入术时，能够在获取高清心内结构与其他器械影像的同时获取对应的三维位置，进而实现手术的精确可视化。

□ 期间费用率有所降低，净利率提升显著。24Q3 的综合毛利率为 58.13%（同比-4.26pts），净利率为 26.72%（同比+16.75pts），销售费用率为 27.89%（同比-2.46pts）、管理费用率为 10.86%（同比-0.25pts）、研发费用率为 19.48%（同比-5.63pts）、财务费用率为 0.28%（同比+1.49pts）。

□ 盈利预测与投资建议：电生理行业景气度高，我们预计公司高密度标测导管、压力感应导管、冷冻消融导管等高端产品即将进入快速放量期，脉冲消融导管、RDN 等高潜力产品研发进展顺利，有望加速国产化替代进程。考虑国内医疗行业外部因素影响，我们下调公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.20/5.51/7.27 亿元，同比增速分别为 28%/31%/32%；归母净利润分别为 0.46/0.64/0.91 亿元，分别增长 711%/39%/41%，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。

强烈推荐（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

当前股价：20.34 元

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）	9.6
流通市值（十亿元）	2.5
每股净资产（MRQ）	3.7
ROE（TTM）	2.1
资产负债率	7.4%
主要股东	宁波梅山保税港区铎杰股权
主要股东持股比例	34.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-14	-6
相对表现	-13	-25	-18

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”产品矩阵全面布局，国内外市场齐头并进》2024-09-12
- 2、《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

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

郭子娴 研究助理

guozixian@cmschina.com.cn

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	420	551	727
同比增长	37%	26%	28%	31%	32%
营业利润(百万元)	3	8	48	64	91
同比增长	-125%	153%	532%	33%	41%
归母净利润(百万元)	3	6	46	64	91
同比增长	-125%	91%	711%	39%	41%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.10	0.14	0.19
PE	3220.9	1682.7	207.5	148.8	105.6
PB	5.7	5.7	5.5	5.3	5.1

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	1573	1654	1767
现金	585	266	246	249	258
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	70	92	121
其它应收款	2	2	3	4	5
存货	87	122	177	229	298
其他	7	7	10	13	17
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	1879	1960	2074
流动负债	66	96	106	123	146
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	22	37	54	70	91
预收账款	2	3	5	6	8
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	147	165	188
股本	471	471	471	471	471
资本公积金	1260	1264	1264	1264	1264
留存收益	(55)	(49)	(3)	61	152
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1675	1685	1731	1796	1886
负债及权益合计	1788	1823	1879	1960	2074

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(9)	(38)	(39)	(21)	(14)
净利润	3	6	46	64	91
折旧摊销	15	24	26	27	27
财务费用	0	1	(6)	(1)	(1)
投资收益	2	(10)	(52)	(52)	(52)
营运资金变动	(29)	(58)	(64)	(72)	(96)
其它	0	(0)	12	14	17
投资活动现金流	(905)	(275)	22	22	22
资本支出	(32)	(42)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(873)	(233)	52	52	52
筹资活动现金流	1065	(10)	(3)	1	1
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	0	0
其他	24	(3)	6	1	1
现金净增加额	151	(323)	(20)	3	9

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	260	329	420	551	727
营业成本	80	120	174	225	293
营业税金及附加	1	2	3	4	5
营业费用	81	109	118	149	189
管理费用	36	41	44	55	69
研发费用	77	91	84	105	131
财务费用	(10)	(6)	(6)	(1)	(1)
资产减值损失	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	3	12	12	12	12
其他收益	9	16	30	30	30
投资收益	(2)	10	10	10	10
营业利润	3	8	48	64	91
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	2	0	0
利润总额	3	6	46	64	91
所得税	0	(0)	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	3	6	46	64	91

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	37%	26%	28%	31%	32%
营业利润	-125%	153%	532%	33%	41%
归母净利润	-125%	91%	711%	39%	41%
获利能力					
毛利率	69.1%	63.5%	58.7%	59.2%	59.7%
净利率	1.1%	1.7%	11.0%	11.7%	12.5%
ROE	0.3%	0.3%	2.7%	3.6%	4.9%
ROIC	-0.6%	0.1%	2.5%	3.6%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	6.3%	7.6%	7.8%	8.4%	9.1%
净负债比率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	24.1	15.8	14.9	13.4	12.1
速动比率	22.8	14.5	13.2	11.6	10.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
存货周转率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	8.4	7.2	6.7	6.8	6.8
应付账款周转率	4.6	4.1	3.8	3.6	3.6
每股资料(元)					
EPS	0.01	0.01	0.10	0.14	0.19
每股经营净现金	-0.02	-0.08	-0.08	-0.04	-0.03
每股净资产	3.56	3.58	3.68	3.82	4.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	3220.9	1682.7	207.5	148.8	105.6
PB	5.7	5.7	5.5	5.3	5.1
EV/EBITDA	6247.1	722.0	138.6	105.2	81.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。