

## 微电生理-U (688351.SH)

## 配送商调整及收入延期确认影响短期业绩，高端产品放量可期

微电生理发布 2024 年三季度报告。2024Q1-Q3，实现营业收入 2.91 亿元，同比增长 23.21%；归母净利润 4173 万元，同比增长 262.22%；扣非后归母净利润 -75 万元，同比增长 95.69%。2024Q3，实现营业收入 9250 万元，同比下滑 1.54%；归母净利润 2471 万元，同比增长 163.92%；扣非后归母净利润-167 万元，同比增长 67.09%。

观点：Q3 收入短期下滑，主要系国内更换配送商+海外部分项目收入确认延后影响。期间费用率下降驱动利润端增速好于收入端，扣非端差异主要系政府补助影响。三维手术量持续增长，压力导管使用量逐月递增。海外表现更加靓丽，Q3 海外收入增长超 20%。销售渠道不断完善，在研项目储备丰富，国产电生理龙头潜力无限。

配送商更换+部分项目收入确认延后导致 Q3 收入波动，利润端增速好于收入端主要系期间费用率改善及政府补助影响。Q3 收入波动，主要系国内部分区域更换配送商及海外部分项目收入确认延后的影响。公司降本增效成果显著，2024Q3 销售费用率 27.89%（同比-2.46pct），管理费用率 10.86%（同比-0.25pct），研发费用率 19.48%（同比-5.63pct），驱动利润端增速好于收入端，研发费用下降主要系部分研发项目进入临床后期，相关研发投入有所减少。2024Q3 公司取得政府补助 2105 万元（2023Q3 为 738 万元），公允价值变动损益及金融资产处置收益为 531 万元，导致扣非端增长不及归母端。

海外市场加速开拓，销售渠道不断完善。公司持续开拓海外市场，2024Q3 海外收入同比增长超 20%。根据 2024 半年报数据显示，国内市场，公司与多家经销商建立了稳定的合作关系，产品已覆盖全国 1000 余家终端医院。国内聚焦优势产品，TrueForce®压力导管上市以来已完成近 3000 例手术，IceMagic®冷冻消融产品已完成近 30 个省份的挂网，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。海外市场，公司加强代理渠道建立，产品已出口至法国、意大利、西班牙、俄罗斯、韩国等 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。

三维手术量持续增长，在研储备丰富支撑未来发展。2024Q3 公司三维电生理手术量超 6000 台，其中国内约 5000 台，国外约 1000 台，Q1-Q3 海外手术量同比增长高于国内。压力导管使用量逐月环比递增，Q1-Q3 国内手术量超 3000 例，海外超 1000 例，其中三分之一用于房颤治疗。公司在研项目进展顺利，自主研发的脉冲电场消融导管已进入临床随访收尾阶段；参股公司商阳医疗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；肾动脉消融项目正在多家中心开展临床入组；FlashPoint®肾动脉射频消融系统进入“绿色通道”；丰富的在研项目储备是长期高速发展的有力支撑。

盈利预测与投资建议。考虑宏观环境变化及行业整顿等因素影响，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 4.29、5.76、7.84 亿元，分别同比增长 30.4%、34.2%、36.0%；归母净利润分别为 0.30、0.60、0.95 亿元，分别同比增长 424.1%、100.6%、59.3%；维持“买入”评级。

风险提示：销售推广不及预期，政策风险，新品研发不及预期。

| 财务指标          | 2022A   | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 260     | 329     | 429   | 576   | 784   |
| 增长率 yoy（%）    | 37.0    | 26.5    | 30.4  | 34.2  | 36.0  |
| 归母净利润（百万元）    | 3       | 6       | 30    | 60    | 95    |
| 增长率 yoy（%）    | 125.7   | 85.2    | 424.1 | 100.6 | 59.3  |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.01    | 0.01    | 0.06  | 0.13  | 0.20  |
| 净资产收益率（%）     | 0.2     | 0.3     | 1.7   | 3.4   | 5.1   |
| P/E（倍）        | 3,184.8 | 1,719.9 | 328.1 | 163.6 | 102.7 |
| P/B（倍）        | 5.8     | 5.8     | 5.7   | 5.5   | 5.2   |

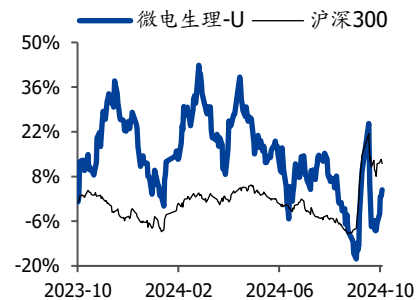
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价

## 买入（维持）

## 股票信息

|                 |          |
|-----------------|----------|
| 行业              | 医疗器械     |
| 前次评级            | 买入       |
| 10 月 24 日收盘价（元） | 20.79    |
| 总市值（百万元）        | 9,783.77 |
| 总股本（百万股）        | 470.60   |
| 其中自由流通股（%）      | 26.53    |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 4.81     |

## 股价走势



## 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com

## 相关研究

1、《微电生理-U（688351.SH）：产品布局丰富前瞻，海外市场崭露头角，国产电生理龙头扬帆远航》2024-06-02

### 财务报表和主要财务比率

#### 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1596  | 1519  | 1471  | 1631  | 1809  |
| 现金             | 585   | 266   | 183   | 245   | 333   |
| 应收票据及应收账款      | 36    | 55    | 64    | 95    | 121   |
| 其他应收款          | 2     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 预付账款           | 7     | 7     | 11    | 13    | 20    |
| 存货             | 87    | 122   | 144   | 206   | 263   |
| 其他流动资产         | 880   | 1067  | 1067  | 1067  | 1067  |
| <b>非流动资产</b>   | 197   | 304   | 396   | 501   | 615   |
| 长期投资           | 3     | 72    | 136   | 200   | 263   |
| 固定资产           | 71    | 90    | 114   | 149   | 196   |
| 无形资产           | 86    | 106   | 109   | 116   | 120   |
| 其他非流动资产        | 36    | 37    | 37    | 36    | 36    |
| <b>资产总计</b>    | 1792  | 1823  | 1867  | 2132  | 2424  |
| <b>流动负债</b>    | 66    | 96    | 111   | 315   | 513   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 21    | 191   | 370   |
| 应付票据及应付账款      | 22    | 37    | 38    | 61    | 71    |
| 其他流动负债         | 44    | 59    | 52    | 63    | 71    |
| <b>非流动负债</b>   | 51    | 42    | 42    | 42    | 42    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 51    | 42    | 42    | 42    | 42    |
| <b>负债合计</b>    | 117   | 138   | 152   | 357   | 555   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 471   | 471   | 471   | 471   | 471   |
| 资本公积           | 1260  | 1264  | 1264  | 1264  | 1264  |
| 留存收益           | -55   | -49   | -19   | 40    | 136   |
| 归属母公司股东权益      | 1676  | 1685  | 1715  | 1775  | 1870  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1792  | 1823  | 1867  | 2132  | 2424  |

#### 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -9    | -38   | 8     | 16    | 56    |
| 净利润            | 3     | 6     | 30    | 60    | 95    |
| 折旧摊销           | 15    | 24    | 21    | 26    | 33    |
| 财务费用           | -10   | -6    | -6    | 0     | 8     |
| 投资损失           | 2     | -10   | -2    | -2    | -3    |
| 营运资金变动         | -43   | -58   | -32   | -63   | -72   |
| 其他经营现金流        | 24    | 7     | -4    | -5    | -6    |
| <b>投资活动现金流</b> | -905  | -275  | -108  | -124  | -138  |
| 资本支出           | 32    | 42    | 28    | 41    | 50    |
| 长期投资           | -877  | -258  | -64   | -64   | -64   |
| 其他投资现金流        | -1750 | -491  | -144  | -148  | -152  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1065  | -10   | -3    | 0     | -8    |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 71    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1012  | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -17   | -14   | -3    | 0     | -8    |
| <b>现金净增加额</b>  | 152   | -323  | -104  | -108  | -91   |

#### 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 260   | 329   | 429   | 576   | 784   |
| 营业成本            | 80    | 120   | 153   | 201   | 269   |
| 营业税金及附加         | 1     | 2     | 2     | 3     | 4     |
| 营业费用            | 81    | 109   | 120   | 150   | 196   |
| 管理费用            | 36    | 41    | 43    | 52    | 63    |
| 研发费用            | 77    | 91    | 107   | 132   | 172   |
| 财务费用            | -10   | -6    | -6    | 0     | 8     |
| 资产减值损失          | -1    | -1    | -1    | -2    | -2    |
| 其他收益            | 9     | 16    | 13    | 14    | 13    |
| 公允价值变动收益        | 3     | 12    | 4     | 5     | 6     |
| 投资净收益           | -2    | 10    | 2     | 2     | 3     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 3     | 8     | 30    | 60    | 94    |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 3     | 6     | 29    | 59    | 94    |
| 所得税             | 0     | 0     | 0     | -1    | -2    |
| <b>净利润</b>      | 3     | 6     | 30    | 60    | 95    |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3     | 6     | 30    | 60    | 95    |
| EBITDA          | 0     | 21    | 45    | 85    | 135   |
| EPS (元)         | 0.01  | 0.01  | 0.06  | 0.13  | 0.20  |

#### 主要财务比率

| 会计年度            | 2022A    | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|----------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |          |        |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 37.0     | 26.5   | 30.4  | 34.2  | 36.0  |
| 营业利润(%)         | 125.4    | 152.7  | 292.4 | 98.6  | 58.3  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 125.7    | 85.2   | 424.1 | 100.6 | 59.3  |
| <b>获利能力</b>     |          |        |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 69.1     | 63.5   | 64.5  | 65.1  | 65.6  |
| 净利率(%)          | 1.2      | 1.7    | 6.9   | 10.4  | 12.2  |
| ROE(%)          | 0.2      | 0.3    | 1.7   | 3.4   | 5.1   |
| ROIC(%)         | -0.9     | -0.1   | 1.3   | 3.0   | 4.6   |
| <b>偿债能力</b>     |          |        |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 6.5      | 7.6    | 8.2   | 16.8  | 22.9  |
| 净负债比率(%)        | -32.0    | -13.4  | -7.6  | -1.3  | 3.6   |
| 流动比率            | 24.1     | 15.8   | 13.3  | 5.2   | 3.5   |
| 速动比率            | 22.7     | 14.4   | 11.9  | 4.5   | 3.0   |
| <b>营运能力</b>     |          |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.2      | 0.2    | 0.2   | 0.3   | 0.3   |
| 应收账款周转率         | 8.4      | 7.2    | 7.2   | 7.2   | 7.2   |
| 应付账款周转率         | 4.6      | 4.1    | 4.1   | 4.1   | 4.1   |
| <b>每股指标 (元)</b> |          |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.01     | 0.01   | 0.06  | 0.13  | 0.20  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.02    | -0.08  | 0.02  | 0.03  | 0.12  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 3.56     | 3.58   | 3.64  | 3.77  | 3.97  |
| <b>估值比率</b>     |          |        |       |       |       |
| P/E             | 3184.8   | 1719.9 | 328.1 | 163.6 | 102.7 |
| P/B             | 5.8      | 5.8    | 5.7   | 5.5   | 5.2   |
| EV/EBITDA       | 378236.2 | 397.1  | 192.8 | 101.8 | 65.1  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

|                                                                                                       |                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>北京</b><br>地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层<br>邮编：100077<br>邮箱：gsresearch@gszq.com             | <b>上海</b><br>地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋<br>邮编：200120<br>电话：021-38124100<br>邮箱：gsresearch@gszq.com |
| <b>南昌</b><br>地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦<br>邮编：330038<br>传真：0791-86281485<br>邮箱：gsresearch@gszq.com | <b>深圳</b><br>地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼<br>邮编：518033<br>邮箱：gsresearch@gszq.com                        |