

微电生理-U (688351.SH)

海外市场增长靓丽，产品矩阵持续完善

微电生理发布 2024 年年度报告。2024 年实现营业收入 4.13 亿元，同比增长 25.51%；归母净利润 5207 万元，同比增长 815.36%；扣非后归母净利润 508 万元，同比增长 114.32%。分季度看，2024Q4 实现营业收入 1.22 亿元，同比增长 31.33%；归母净利润 1034 万元，同比增长 277.39%；扣非后归母净利润 583 万元，同比增长 132.37%。

观点：2024 年公司收入端稳健增长，利润端增速快于收入端主要系期间费用率大幅改善。海外市场高速增长，压力监测导管海外手术量超千例，国际化战略稳步推进。在研管线推进顺利，产品矩阵持续丰富，为公司长期稳健发展奠定根基。

毛利率波动推测系集采执行影响，期间费用率改善驱动利润端增速快于收入端。2024 年公司收入端稳健增长，分产品线来看：1) 导管类产品收入 3.00 亿元 (同比+36.62%)，毛利率 61.34% (同比-4.63pp)；2) 设备类产品收入 2645 万元 (同比+58.69%)，毛利率 47.51% (同比+2.92pp)；3) 其他产品收入 8079 万元 (同比-3.82%)，毛利率 54.32% (同比-4.86pp)。2024 年公司毛利率为 58.73% (同比-4.78pp)，推测系集采执行影响。利润端增速快于收入端主要系收入扩大带来期间费用率的改善，2024 年公司净利率为 12.60% (同比+10.87pp)，销售费用率 26.83% (同比-6.37pp)，管理费用率 10.32% (同比-2.09pp)，研发费用率 18.73% (同比-9.00pp)。

海内外双轮驱动发展，海外三维手术量快速增长。

- 国内收入 2.95 亿元 (同比+17.34%)，毛利率 58.66% (同比-4.85pp)。公司多类产品在国内市场进展顺利：1) 三维手术量：覆盖医院超过 1100 余家，三维手术量累计超 7 万例，位列全国第三、国产厂商第一。2) 压力监测导管：手术量超 4000 例，覆盖医院 400 余家 (同比增长超 70%)。3) 冷冻消融产品：已在 30 余家中心顺利开展手术，在市场推广的同时完成了技术迭代产品的临床应用。
- 海外市场：海外收入 1.12 亿元 (同比+62.94%)，毛利率 60.08% (同比-1.42pp)。2024 年公司三维手术覆盖 21 个国家，其中在格鲁吉亚、阿联酋等多个国家/地区成功开展首例三维手术。压力监测导管海外手术量超 1000 例，新增阿根廷、泰国、巴西、瑞士、法国等 15 个国家首批临床应用，为国产房颤治疗方案走向国际市场奠定了良好基础。公司亦参加国际性会议 20 余场，组织海内外专家国际学术交流会 10 余场，全球影响力持续提升。

在研管线顺利推进，“冰、火、电、磁”产品矩阵持续完善。公司持续推进研发创新，截至 2024 年共 7 项产品进入国家创新医疗器械特别审批程序，不断完善“冰、火、电、磁”产品矩阵。1) Magbot™ 一次性使用磁导航盐水灌注射频消融导管取得 NMPA 上市许可，填补了国内磁导航技术领域的空白。2) PulseMagic™ 压力脉冲导管/FlashPoint® 肾动脉射频消融系统已进入特别审查程序“绿色通道”，分别进入临床收尾/临床试验阶段。3) 商阳医疗的脉冲消融系统已递交 NMPA 注册申请。丰富的在研项目储备为公司长期高速发展提供了有力支撑。

盈利预测与投资建议。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 5.39、7.17、9.49 亿元，分别同比增长 30.5%、33.0%、32.3%；归母净利润分别为 0.71、1.10、1.61 亿元，分别同比增长 35.8%、55.0%、46.9%；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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	329	413	539	717	949
增长率 yoy (%)	26.5	25.5	30.5	33.0	32.3
归母净利润 (百万元)	6	52	71	110	161
增长率 yoy (%)	85.2	815.4	35.8	55.0	46.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.01	0.11	0.15	0.23	0.34
净资产收益率 (%)	0.3	3.0	3.9	5.7	7.7
P/E (倍)	1,630.6	178.1	131.2	84.6	57.6
P/B (倍)	5.5	5.3	5.1	4.8	4.5

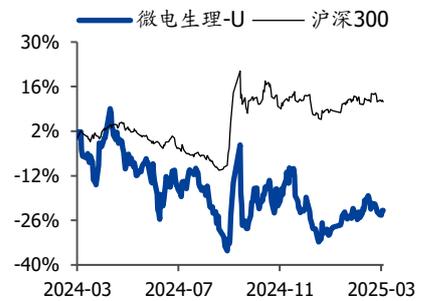
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
03 月 28 日收盘价 (元)	19.71
总市值 (百万元)	9,275.53
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)	3.93

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

- 《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》 2024-10-25
- 《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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1519	1578	1624	1728	1908
现金	266	269	241	284	350
应收票据及应收账款	55	74	94	129	167
其他应收款	2	1	4	3	6
预付账款	7	3	10	8	16
存货	122	128	173	202	269
其他流动资产	1067	1102	1102	1102	1102
非流动资产	304	316	343	375	413
长期投资	72	69	63	57	51
固定资产	90	92	120	155	198
无形资产	106	117	124	128	130
其他非流动资产	37	37	36	35	34
资产总计	1823	1894	1966	2103	2321
流动负债	96	108	110	138	194
短期借款	0	0	0	0	34
应付票据及应付账款	37	50	55	75	88
其他流动负债	59	59	55	62	72
非流动负债	42	44	44	44	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	44	44	44	44
负债合计	138	152	154	181	238
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	471	471	471	471	471
资本公积	1264	1268	1268	1268	1268
留存收益	-49	3	73	183	344
归属母公司股东权益	1685	1742	1812	1922	2083
负债和股东权益	1823	1894	1966	2103	2321

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-38	67	13	84	79
净利润	6	52	71	110	161
折旧摊销	24	32	23	29	36
财务费用	-6	-3	-8	-8	-8
投资损失	-10	-9	-4	-5	-7
营运资金变动	-58	-14	-63	-34	-92
其他经营现金流	7	10	-7	-8	-10
投资活动现金流	-275	-44	-39	-48	-57
资本支出	42	44	33	39	43
长期投资	-258	-25	6	6	6
其他投资现金流	-491	-25	0	-3	-7
筹资活动现金流	-10	-11	-1	8	8
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	5	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-15	-1	8	8
现金净增加额	-323	13	-28	43	31

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	329	413	539	717	949
营业成本	120	171	205	256	321
营业税金及附加	2	3	3	5	6
营业费用	109	111	143	188	247
管理费用	41	43	54	70	91
研发费用	91	77	100	130	171
财务费用	-6	-3	-8	-8	-8
资产减值损失	-1	-3	-2	-3	-4
其他收益	16	27	17	17	19
公允价值变动收益	12	11	7	8	10
投资净收益	10	9	4	5	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	8	55	71	109	161
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	1	1	2
利润总额	6	52	70	108	159
所得税	0	0	-1	-2	-2
净利润	6	52	71	110	161
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	6	52	71	110	161
EBITDA	21	76	85	129	187
EPS (元)	0.01	0.11	0.15	0.23	0.34

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	26.5	25.5	30.5	33.0	32.3
营业利润(%)	152.7	613.1	30.3	54.1	47.3
归属于母公司净利润(%)	85.2	815.4	35.8	55.0	46.9
获利能力					
毛利率(%)	63.5	58.7	61.9	64.3	66.2
净利率(%)	1.7	12.6	13.1	15.3	17.0
ROE(%)	0.3	3.0	3.9	5.7	7.7
ROIC(%)	-0.1	2.5	3.4	5.2	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	7.6	8.0	7.8	8.6	10.2
净负债比率(%)	-13.4	-13.1	-11.5	-13.1	-13.6
流动比率	15.8	14.6	14.7	12.5	9.8
速动比率	14.4	13.2	12.9	10.9	8.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	7.2	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.11	0.15	0.23	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	0.14	0.03	0.18	0.17
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.70	3.85	4.08	4.43
估值比率					
P/E	1630.6	178.1	131.2	84.6	57.6
P/B	5.5	5.3	5.1	4.8	4.5
EV/EBITDA	373.4	105.3	93.4	61.4	42.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年03月28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

北京

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

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com