

## 2024年业绩符合预期，海外收入增速超60%

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2024年年报，24年实现收入4.13亿元(+25.5%)，归母净利润5207万元(+815.1%)。业绩高增长符合预期，海外收入增速超60%。
- **24年业绩符合预期，海外收入增速超60%。** 分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.9/1.1/0.9/1.2亿元(+71%/+21.4%/-1.5%/+31.3%)，单季度归母净利润分别为0.04/0.13/0.25/0.1亿元(+144.7%/+11.8%/+163.9%/+277.4%)。细化来看，截至24年底公司三维手术覆盖医院超过1100余家，三维消融系列产品自上市以来累计手术量超过70,000例。公司压力监测磁定位射频消融导管手术量超过4000例，覆盖医院400余家，较上年医院覆盖量增长70%以上。从盈利水平看，24年毛利率为58.7% (23年毛利率63.5%，系集采降价后毛利率有所下降且新产品目前还未享受到规模带来的成本优势，预计后续会有所改善)。销售费用率26.8%，研发费用率18.7% (研发费用率有所下降，系项目评估较为谨慎且冷冻平台部分产品获证后相应研发投入有所减少所致)。此外，公司通过新产品引入和复杂手术器械的推广，扩大海外市场份额。
- **国内外业务协同发力，全面进军房颤治疗市场。** 公司 TrueForce®压力导管、一次性使用星型磁电定位标测导管、IceMagic®冷冻消融系列产品等产品用于药物难治性、复发性、阵发性房颤的治疗。公司在房颤领域率先完成布局，先发优势明显。同时，消融产品线如期实现从普通冷盐水灌注射频消融导管到微孔冷盐水灌注射频消融导管、磁定位微电极射频消融导管、压力监测磁定位射频消融导管等产品的升级。
- **加大研发，同时持续开展降本增效。** 在完成“射频+冷冻”协同布局的同时，不断完善“冰、火、电、磁”的技术产品矩阵。自主研发的 Magbot™一次性使用磁导航盐水灌注射频消融导管成功获得国家药品监督管理局 (NMPA) 上市许可。公司产品第四代 Columbus®三维心脏电生理标测系统获得欧盟 CE 认证；子公司上海鸿电医疗科技有限公司自主研发的 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”，目前该产品已在临床试验阶段，可与 Columbus®三维心脏电生理标测系统联用以实现更加精准的靶点消融。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年归母净利润0.69、0.95、1亿元 (考虑到税率的提高)。由于国内电生理标的的稀缺性以及考虑到公司 TrueForce、IceMagic 等重磅产品进入放量期，未来潜力较大，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、汇率波动风险、市场开拓风险、贸易摩擦风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	413.17	559.61	737.95	934.41
增长率	25.51%	35.44%	31.87%	26.62%
归属母公司净利润 (百万元)	52.07	68.67	95.00	101.57
增长率	815.36%	31.89%	38.33%	6.92%
每股收益 EPS (元)	0.11	0.15	0.20	0.22
净资产收益率 ROE	2.99%	3.82%	5.05%	5.17%
PE	178	135	98	91
PB	5.33	5.15	4.93	4.72

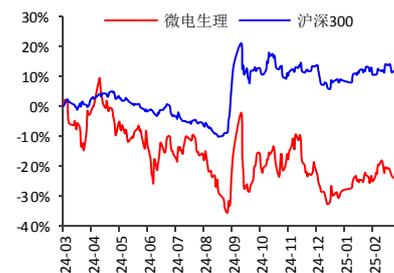
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰  
执业证号: S1250524120002  
电话: 021-68416017  
邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.71
流通A股(亿股)	1.25
52周内股价区间(元)	16.14-28.75
总市值(亿元)	93
总资产(亿元)	18.94
每股净资产(元)	3.70

### 相关研究

1. 微电生理 (688351): 2024H1 业绩符合预期，新产品收入同比增长近5倍 (2024-08-29)
2. 微电生理 (688351): 全面布局三维系列产品，大力进军房颤市场 (2024-07-05)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 导管类产品：导管类产品中包含三维消融导管（射频+冷冻），标测类导管，以及二维导管。公司 TrueForce®压力导管、一次性使用星型磁电定位标测导管、IceMagic®冷冻消融系列产品等产品用于药物难治性、复发性、阵发性房颤的治疗，作为首个国内上市产品填补了国内空白。公司在房颤领域率先完成布局，先发优势明显。因此我们预计 2025-2027 年收入增速分别为 41%、36%、30%。2023 年应对集采政策的降价，导管类产品毛利率有所下降至 66%，2024 年依旧受到集采降价的影响，毛利率下降至 61.3%，且新产品目前还未享受到规模带来的成本优势。也考虑到 25 年有望迎来福建省联盟集采续采，部分产品/新品毛利率有可能会进一步走低。预计毛利率 25-27 年分别为 59%、59%、59%。

2) 设备类：设备类收入系受市场需求波动和竞争的影响，设备类产品售价普遍有所下降。预计集采后整体装机速度加快，预计 25-27 年收入增速分别为 40%、30%、20%。预计毛利率稳定在 47%。

3) 其他收入（附件类）：其他收入产品主要以通路类导引鞘组为主，带量采购的陆续执行预计会对产品价格有一定影响，但随着手术量的上涨，预计会带动通路类产品的整体需求。因此预计 25-27 年收入增速分别为 15%、15%、15%。预计毛利率稳定在 54%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务分拆收入预测

百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
导管类产品	营业收入	300	422	575	744
	YOY	36.6%	41.0%	36.0%	29.5%
	毛利率	61.3%	59.0%	59.0%	59.0%
设备类产品	营业收入	26	37	48	58
	YOY	58.7%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	47.5%	47.0%	47.0%	47.0%
其他收入 (附件类)	营业收入	81	93	107	123
	YOY	-3.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	54.3%	54.0%	54.0%	54.0%
其他业务	营业收入	6	7	8	10
	YOY	-31.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	38.1%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	营业总收入	413	560	738	934
	YOY	25.5%	35.4%	31.9%	26.6%
	毛利率	58.7%	57.1%	57.3%	57.4%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	413.17	559.61	737.95	934.41	净利润	52.07	68.67	95.00	101.57
营业成本	170.52	239.90	315.26	398.00	折旧与摊销	31.55	20.06	20.48	21.03
营业税金及附加	3.13	3.92	5.17	6.54	财务费用	-3.01	-3.00	-3.00	-2.00
销售费用	110.86	149.66	187.07	233.84	资产减值损失	-2.97	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	42.64	57.56	73.68	94.31	经营营运资本变动	-15.51	-86.51	-74.18	-66.42
财务费用	-3.01	-3.00	-3.00	-2.00	其他	5.20	-31.35	-37.61	-37.50
资产减值损失	-2.97	-2.00	-2.00	-2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>67.33</b>	<b>-34.13</b>	<b>-1.32</b>	<b>14.68</b>
投资收益	8.98	15.00	20.00	20.00	资本支出	-81.11	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	11.43	20.00	20.00	20.00	其他	37.35	42.54	37.49	40.84
其他经营损益	26.76	30.00	35.00	35.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-43.76</b>	<b>27.54</b>	<b>22.49</b>	<b>25.84</b>
<b>营业利润</b>	<b>54.52</b>	<b>70.08</b>	<b>96.93</b>	<b>106.92</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.40	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>52.13</b>	<b>70.08</b>	<b>96.93</b>	<b>106.92</b>	股权融资	4.61	0.00	0.00	0.00
所得税	0.06	1.40	1.94	5.35	支付股利	0.00	-10.41	-13.73	-19.00
净利润	52.07	68.67	95.00	101.57	其他	-15.26	4.88	5.00	3.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-10.65</b>	<b>-5.53</b>	<b>-8.73</b>	<b>-16.00</b>
归属母公司股东净利润	52.07	68.67	95.00	101.57	<b>现金流量净额</b>	<b>12.82</b>	<b>-12.12</b>	<b>12.43</b>	<b>24.52</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	269.11	256.99	269.43	293.94	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	78.48	107.70	141.33	179.47	销售收入增长率	25.51%	35.44%	31.87%	26.62%
存货	127.84	202.75	272.98	336.92	营业利润增长率	613.11%	28.52%	38.33%	10.30%
其他流动资产	1102.09	1084.79	1088.25	1088.45	净利润增长率	815.36%	31.89%	38.33%	6.92%
长期股权投资	69.49	69.49	69.49	69.49	EBITDA 增长率	226.85%	4.89%	31.31%	10.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	92.39	100.22	107.63	114.50	毛利率	58.73%	57.13%	57.28%	57.41%
无形资产和开发支出	117.15	104.77	92.39	80.01	三费率	36.42%	36.49%	34.93%	34.91%
其他非流动资产	37.14	36.63	36.12	35.61	净利率	12.60%	12.27%	12.87%	10.87%
<b>资产总计</b>	<b>1893.68</b>	<b>1963.35</b>	<b>2077.62</b>	<b>2198.39</b>	ROE	2.99%	3.82%	5.05%	5.17%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.75%	3.50%	4.57%	4.62%
应付和预收款项	70.52	108.68	139.69	176.88	ROIC	16.43%	17.32%	19.57%	18.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.11%	15.57%	15.50%	13.48%
其他负债	81.43	54.68	56.68	57.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>151.95</b>	<b>163.35</b>	<b>196.37</b>	<b>234.56</b>	总资产周转率	0.22	0.29	0.37	0.44
股本	470.60	470.60	470.60	470.60	固定资产周转率	4.53	6.05	7.80	9.45
资本公积	1268.34	1268.34	1268.34	1268.34	应收账款周转率	6.27	6.45	6.39	6.27
留存收益	2.79	61.05	142.31	224.89	存货周转率	1.35	1.44	1.32	1.30
归属母公司股东权益	1741.74	1800.00	1881.26	1963.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1741.74</b>	<b>1800.00</b>	<b>1881.26</b>	<b>1963.83</b>	资产负债率	8.02%	8.32%	9.45%	10.67%
负债和股东权益合计	1893.68	1963.35	2077.62	2198.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.57	13.81	11.61	9.95
					速动比率	13.39	12.11	9.82	8.18
					股利支付率	0.00%	15.16%	14.46%	18.70%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.11	0.15	0.20	0.22
					每股净资产	3.70	3.82	4.00	4.17
					每股经营现金	0.14	-0.07	0.00	0.03
					每股股利	0.00	0.02	0.03	0.04
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	83.07	87.13	114.41	125.94					
PE	178.13	135.06	97.64	91.32					
PB	5.33	5.15	4.93	4.72					
PS	22.45	16.58	12.57	9.93					
EV/EBITDA	95.03	90.85	69.07	62.57					
股息率	0.00%	0.11%	0.15%	0.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn