

## 业绩符合预期，产品矩阵持续升级

——微电生理 2024 年报点评

### 核心观点

- 营收稳健增长，核心产品快速放量。**2024 年，公司实现营收 4.13 亿元，同比+25.5%，其中，24Q4 实现营收 1.22 亿元，同比+31.3%，主要得益于国内外市场均衡发展及压力导管快速放量。分区域来看，国内营收占比 71.3%，同比+17.3%，截至 24 年底，三维手术量超 70000 例，覆盖医院超 1100 家，整体市场份额优势巩固，同时专注核心产品增长，24 全年压力导管手术量超 4000 例，覆盖医院超 400 家，同比增长 70%以上；国外营收占比 27.2%，同比+62.9%，重点推进经销商渠道建立和巩固，加速海外三维手术量提升，24 全年压力导管海外手术量超 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。
- 经营效率显著提升，利润和现金流表现亮眼。**2024 年，公司实现归母净利润 0.52 亿元，同比+815.4%，扣非后归母净利润 0.05 亿元，同比+114.3%，经营性净现金流 0.67 亿元，自 22 年以来首度转正，利润和现金流的显著增加主要得益于销售规模扩大及降本增效。从盈利能力来看，24 年公司毛利率为 58.7%（同比-4.78Pct），系集采影响所致；24 年实现净利率 12.6%（同比+10.87Pct），主要系费用控制良好所致，其中，销售费用率 26.83%（同比-6.37Pct），管理费用率 10.32%（同比-2.09Pct），研发费用率 18.73%（同比-9.01Pct）。
- 坚持技术创新，升级产品矩阵。**公司创新成果不断涌现，24 年内，第四代 Columbus 三维心脏电生理标测系统获 CE 认证，Magbot 磁导航盐水灌注射频消融导管获 NMPA 批准上市，PulseMagic 压力脉冲导管和 FlashPoint 肾动脉射频消融系统进入特别审查程序“绿色通道”，脉冲消融系统已提交注册申请，3D 心腔内超声导管启动临床研究。此外，还对 TrueForce 压力导管等重点产品持续迭代优化。

### 盈利预测与投资建议

- 目前公司多款产品已纳入集采，因此我们下调导管类收入及毛利率，同时考虑到销售增长和公司持续降本增效，因此下调销售、管理和研发费用率。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.68、1.02、1.41 亿元（2025-2026 原预测为 0.80、1.19 亿元），考虑到公司是国内技术领先的电生理设备与耗材企业，长期发展潜力充足，我们采取 DCF 估值法给予目标价格 24.60 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

销售及产品推广不及预期，产品研发进度不及预期，假设不达预期对估值不利的风险等

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	329	413	532	687	888
同比增长(%)	26.5%	25.5%	28.7%	29.2%	29.1%
营业利润(百万元)	8	55	81	122	168
同比增长(%)	152.7%	613.1%	48.4%	50.4%	38.1%
归属母公司净利润(百万元)	6	52	68	102	141
同比增长(%)	85.2%	815.4%	29.6%	50.7%	38.8%
每股收益(元)	0.01	0.11	0.14	0.22	0.30
毛利率(%)	63.5%	58.7%	58.5%	58.3%	58.4%
净利率(%)	1.7%	12.6%	12.7%	14.8%	15.9%
净资产收益率(%)	0.3%	3.0%	3.8%	5.5%	7.1%
市盈率	1,694.3	185.1	142.8	94.7	68.3
市净率	5.7	5.5	5.3	5.0	4.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

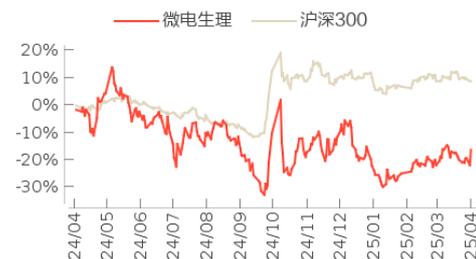
### 投资评级

增持（维持）

股价（2025年04月01日）	20.48 元
目标价格	24.60 元
52 周最高价/最低价	28.49/16.14 元
总股本/流通 A 股（万股）	47,060/12,486
A 股市值（百万元）	9,638
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 02 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.73	7.17	7.56	-21.23
相对表现%	6.86	7.23	8.76	-29.35
沪深 300%	-1.13	-0.06	-1.2	8.12



### 证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860524020001  
香港证监会牌照：BRX199

### 相关报告

业绩高增，高端新品快速放量：——微电 2024-08-25  
生理-U 2024 中报点评  
稳健增长，长期发展潜力充足：——微电 2024-04-04  
生理-U 年报点评

**表 1：估值假设主要参数**

所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.81%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.93
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.97
市场收益率 Rm	8.84%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.66%
债务比率 D/(D+E)	5.00%
债务利率 rd	3.60%
WACC	8.38%

数据来源：wind，东方证券研究所

**表 2：FCFF 目标价敏感性分析（元）**

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	6.38%	32.38	36.93	44.18	57.52	90.16
	6.88%	28.62	32.06	37.26	46.07	64.26
	7.38%	25.52	28.16	32.00	38.11	49.35
	7.88%	22.93	24.99	27.89	32.28	39.71
	8.38%	20.75	22.37	24.60	27.84	33.00
	8.88%	18.88	20.18	21.92	24.36	28.07
	9.38%	17.28	18.33	19.70	21.58	24.32
	9.88%	15.90	16.75	17.84	19.31	21.38
	10.38%	14.69	15.38	16.27	17.43	19.03

数据来源：东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	266	269	346	447	577	营业收入	329	413	532	687	888
应收票据、账款及款项融资	55	84	90	124	164	营业成本	120	171	220	287	369
预付账款	7	3	10	11	13	销售费用	109	111	125	147	174
存货	122	128	209	260	321	管理费用	41	43	46	55	68
其他	1,070	1,093	1,016	1,061	1,058	研发费用	91	77	88	110	136
<b>流动资产合计</b>	<b>1,519</b>	<b>1,578</b>	<b>1,671</b>	<b>1,902</b>	<b>2,132</b>	财务费用	(6)	(3)	(3)	(1)	2
长期股权投资	72	69	48	63	60	资产、信用减值损失	2	4	3	3	3
固定资产	90	92	101	114	128	公允价值变动收益	12	11	9	11	10
在建工程	0	0	28	48	61	投资净收益	10	9	6	8	8
无形资产	86	73	64	55	46	其他	14	24	14	15	15
其他	57	81	61	56	60	<b>营业利润</b>	<b>8</b>	<b>55</b>	<b>81</b>	<b>122</b>	<b>168</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>304</b>	<b>316</b>	<b>302</b>	<b>336</b>	<b>355</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,823</b>	<b>1,894</b>	<b>1,973</b>	<b>2,238</b>	<b>2,487</b>	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	0	0	6	142	223	<b>利润总额</b>	<b>6</b>	<b>52</b>	<b>79</b>	<b>120</b>	<b>166</b>
应付票据及应付账款	37	50	64	85	108	所得税	(0)	0	12	18	25
其他	59	59	56	62	64	<b>净利润</b>	<b>6</b>	<b>52</b>	<b>68</b>	<b>102</b>	<b>141</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>96</b>	<b>108</b>	<b>126</b>	<b>289</b>	<b>395</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6</b>	<b>52</b>	<b>68</b>	<b>102</b>	<b>141</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.01	0.11	0.14	0.22	0.30
其他	42	44	38	38	40	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>40</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>138</b>	<b>152</b>	<b>164</b>	<b>327</b>	<b>435</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	26.5%	25.5%	28.7%	29.2%	29.1%
实收资本 (或股本)	471	471	471	471	471	营业利润	152.7%	613.1%	48.4%	50.4%	38.1%
资本公积	1,264	1,268	1,268	1,268	1,268	归属于母公司净利润	85.2%	815.4%	29.6%	50.7%	38.8%
留存收益	(49)	3	70	172	313	<b>获利能力</b>					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	63.5%	58.7%	58.5%	58.3%	58.4%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,685</b>	<b>1,742</b>	<b>1,809</b>	<b>1,911</b>	<b>2,052</b>	净利率	1.7%	12.6%	12.7%	14.8%	15.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,823</b>	<b>1,894</b>	<b>1,973</b>	<b>2,238</b>	<b>2,487</b>	ROE	0.3%	3.0%	3.8%	5.5%	7.1%
<b>现金流量表</b>						ROIC	0.1%	3.0%	3.7%	5.3%	6.6%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>偿债能力</b>					
净利润	6	52	68	102	141	资产负债率	7.6%	8.0%	8.3%	14.6%	17.5%
折旧摊销	24	31	28	32	35	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(6)	(3)	(3)	(1)	2	流动比率	15.75	14.57	13.25	6.59	5.39
投资损失	(10)	(9)	(6)	(8)	(8)	速动比率	14.48	13.39	11.59	5.69	4.58
营运资金变动	(27)	(20)	(82)	(60)	(79)	<b>营运能力</b>					
其它	(25)	15	(5)	(11)	(9)	应收账款周转率	7.2	6.4	6.7	6.8	6.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>(38)</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	<b>53</b>	<b>83</b>	存货周转率	1.1	1.4	1.3	1.2	1.3
资本支出	(79)	(2)	(53)	(53)	(53)	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
长期投资	(69)	2	22	(15)	3	<b>每股指标 (元)</b>					
其他	(127)	(44)	100	(22)	17	每股收益	0.01	0.11	0.14	0.22	0.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>(275)</b>	<b>(44)</b>	<b>68</b>	<b>(90)</b>	<b>(33)</b>	每股经营现金流	-0.08	0.14	0.00	0.11	0.18
债权融资	2	(0)	(1)	1	1	每股净资产	3.58	3.70	3.84	4.06	4.36
股权融资	4	5	0	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(16)	(15)	9	137	79	市盈率	1,694.3	185.1	142.8	94.7	68.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>(11)</b>	<b>8</b>	<b>138</b>	<b>80</b>	市净率	5.7	5.5	5.3	5.0	4.7
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	317.1	100.1	78.1	54.2	40.4
<b>现金净增加额</b>	<b>(323)</b>	<b>13</b>	<b>77</b>	<b>101</b>	<b>130</b>	EV/EBIT	4,932.3	160.9	105.8	68.6	48.8

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。