

微创脑科学(02172)

报告日期: 2025 年 04 月 11 日

高利润率有望持续

——微创脑科学 2024 年年报点评

投资要点

公司发布 2024 年年报, 全年实现营业收入 7.62 亿元 (同比+14.4%), 归母净利润 2.54 亿元 (同比+74.6%), 利润高增长。2024 年销售净利率约 33%, 核心驱动因素包括海外业务突破性增长、国内大单品份额提升及费用率优化。我们认为, 公司国际化加速、降本增效等有望对冲部分集采影响, 公司 2025 年净利率仍有望维持较高水平。

□ 成长性: 2025 年集采影响下国内收入或短期承压, 海外有望持续高增

1. 出血类集采影响下收入或短期承压, 缺血/狭窄类产品有望持续放量。

从产品结构看: (1) 出血类产品或阶段性承压。2024 年出血类收入 4.02 亿元 (同比-5.5%), 主要是密网支架集采影响经销商拿货节奏 (2024 年下半年, 河北省医保局有序推进密网支架省际联盟带量采购)。但 NUMEN 弹簧圈通过集采中标实现空白市场快速覆盖, 全球销量保持双位数增长。我们认为, 2025 年密网支架集采供货调整下, 公司出血类收入利润或仍短期承压。(2) 狭窄类产品有望持续放量。2024 年脑动脉粥样硬化狭窄产品收入 2.68 亿元 (同比+74.6%), 核心驱动为 Bridge 支架加速推广 (新增大规格型号提交注册) 及 APOLLO 支架在基层取栓手术中的渗透率提升。我们认为, 2025 年随着狭窄类产品持续推广, 或仍形成较好收入拉动。(3) 急性缺血类产品收入有望持续高增。2024 年 Neurohawk 取栓支架、X-track 远端导管等新品带动急性缺血类产品收入 0.47 亿元 (同比+82.0%)。我们认为, 公司缺血类产品收入基数较小且仍处于新品推广放量期, 2025 年, 随着公司缺血类产品持续放量, 公司缺血类收入有望保持收入高增长态势。

2. 海外收入有望持续高增, 形成第二增长曲线。

从区域分布看, 2024 年海外收入 0.75 亿元 (同比+137.6%), 首次实现全年盈利, 在亚太、北美、拉美、欧洲、中东及非洲地区收入均实现快速增长。截至 2024 年末, 公司共 8 款产品实现出海, 累计在 30 个国家和地区实现商业化。2024 年 Tubridge 密网支架在巴西和阿根廷成功上市后, 完成超 80 台手术, NUMEN 弹簧圈新增进入 10 个国家, 并首次突破南亚市场。我们认为, 2025 年, 随着渠道拓展与产品放量, 公司海外收入有望延续高增长态势, 形成新增长曲线。

□ 盈利能力: 净利率有望维持较高水平

毛利率有望维持 70% 左右水平。2024 年公司毛利率 73.0%, 同比下降 3.9pct, 主要因为出血类产品收入占比下降及集采降价影响, 我们认为, 2025 年在密网支架集采供货等影响下, 毛利率或仍有所下降, 但在公司降本增效等驱动下, 有望保持在 70% 左右的较高水平。

净利率有望维持 30% 左右较高水平。2024 年在公司费用优化等影响下, 期间费用率大幅下降, 公司净利率达 32.7%, 净利率同比大幅增长 12.5pct, 首次突破 30%。我们认为, 2025 年在公司降本增效、费用管理持续优化等战略下, 公司 2025 年净利率仍有望保持 30% 左右的较高水平。

□ 盈利预测与投资建议

考虑密网支架集采带来的影响, 我们预计, 公司 2025-2027 年收入分别为 8.28/10.02/11.97 亿元, 分别同比增长 8.72%、20.95%、19.49%; 归母净利润分别为 2.56/3.21/3.84 亿元, 分别同比增长 0.67%、25.48%、19.74%; 对应 EPS 分别为 0.44/0.55/0.66 元 (2025 年 21 倍 PE), 维持“增持”评级。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 吴天昊

执业证书号: S1230523120004

wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊

执业证书号: S1230523080006

siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$9.86
总市值(百万港元)	5,680.70
总股本(百万股)	576.14

股票走势图



相关报告

- 《利润高增长, 2024 加速可期》2024.04.03
- 《收入加速增长, 全年高增长可期》2023.07.19
- 《国产神经介入龙头》2023.04.05

□ 风险提示

国内外政策变动的风险；新品商业化不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；需求波动的风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	762	828	1002	1197
(+/-) (%)	14.44%	8.72%	20.95%	19.49%
归母净利润	254	256	321	384
(+/-) (%)	74.63%	0.67%	25.48%	19.74%
每股收益(元)	0.43	0.44	0.55	0.66
P/E	18.70	21.27	16.95	14.16

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,370	1,868	2,263	2,671
现金	623	1,194	1,503	1,826
应收账款	144	104	111	120
存货	157	166	177	183
其他	446	405	473	542
非流动资产	672	484	470	456
固定资产	120	114	108	103
无形资产	189	180	171	162
租金按金	-	-	-	-
使用权资产	-	-	-	-
其他	363	191	191	191
资产总计	2,043	2,352	2,733	3,127
流动负债	262	315	381	397
短期借款	0	0	0	0
应付账款	54	83	100	122
其他	207	232	280	275
非流动负债	74	80	80	80
长期借款	0	0	0	0
租赁负债	-	-	-	-
其他	74	80	80	80
负债合计	336	395	461	477
少数股东权益	(4)	(9)	(15)	(23)
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	1,710	1,966	2,287	2,672
归属母公司股东权益	1,711	1,966	2,287	2,672
负债和股东权益	2,043	2,352	2,733	3,127

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	346	358	366
净利润	254	256	321	384
折旧摊销	0	15	15	14
少数股东权益	(5)	(5)	(6)	(8)
营运资金变动及其他	(249)	80	28	(25)
投资活动现金流	0	225	(48)	(42)
资本支出	0	0	0	0
其他投资	0	225	(48)	(42)
筹资活动现金流	0	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	571	309	323

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	762	828	1,002	1,197
营业成本	206	248	301	366
销售费用	132	149	181	215
管理费用	56	58	69	83
财务费用	2	(9)	(18)	(23)
营业利润	270	290	351	413
利润总额	303	295	370	443
所得税	54	44	56	67
净利润	249	251	315	377
少数股东损益	(5)	(5)	(6)	(8)
归属母公司净利润	254	256	321	384
EBITDA	270	305	366	427
EPS (元)	0.43	0.44	0.55	0.66

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	14.44%	8.72%	20.95%	19.49%
营业利润	50.26%	7.16%	21.17%	17.78%
归属母公司净利润	74.63%	0.67%	25.48%	19.74%
获利能力				
毛利率	72.98%	70.00%	69.99%	69.40%
净利率	33.37%	30.90%	32.05%	32.12%
ROE	14.86%	13.01%	14.04%	14.39%
ROIC	0.13	0.13	0.13	0.13
偿债能力				
资产负债率	16.44%	16.78%	16.85%	15.27%
净负债比率	(0.36)	(0.61)	(0.66)	(0.69)
流动比率	5.24	5.94	5.95	6.72
速动比率	4.48	5.28	5.35	6.11
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.35	0.37	0.38
应收账款周转率	5.29	8.00	9.00	10.00
应付账款周转率	3.79	3.00	3.00	3.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.44	0.55	0.66
每股经营现金	0.00	0.59	0.61	0.63
每股净资产	2.92	3.35	3.89	4.53
估值比率				
P/E	18.70	21.27	16.95	14.16
P/B	2.78	2.78	2.39	2.05
EV/EBITDA	15.28	13.93	11.66	9.22

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>