



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 24 日

基础数据

04 月 23 日收盘价（元）	21.60
总市值（亿元）	101.65
总股本（亿股）	4.71

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】微电生理-U (688351.SH) 2023 年报及 2024 年一季报点评：电生理国产先行者，国内外市场实现高速增长-2024.05.10

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：东楠

S0190521030001
dongnan@xyzq.com.cn

微电生理(688351.SH)

业绩增长符合预期，创新产品+海外市场齐发力

投资要点：

- **事件：**微电生理发布 2024 年年报。报告期内，公司实现营业收入 4.13 亿元，同比增长 25.51%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 815.36%；实现扣非归母净利润 0.05 亿元，同比转正；实现经营现金流净额 0.67 亿元，同比转正。
- **公司电生理产品组合持续发力，海外市场实现快速增长。**2024 年，分产品，公司导管类产品营收 3.00 亿元，同比+36.62%，毛利率 61.34%，同比-4.63pp；设备类产品营收 0.26 亿元，同比+58.69%，毛利率 47.51%，同比+2.92pp。分地区，公司境内营收 2.95 亿元，同比+17.34%，毛利率 58.66%，同比-4.85pp；境外营收 1.12 亿元，同比+62.94%，毛利率 60.08%，同比-1.42pp。2024 年，国内市场，公司压力监测磁定位射频消融导管手术量超过 4,000 例，覆盖医院 400 余家，同比增长 70%以上。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。2024 年，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。2024 年，国际市场，公司在格鲁吉亚、阿联酋等多个国家和地区成功开展首例三维手术，全年三维手术覆盖 21 个国家和地区。随着压力监测磁定位射频消融导管上市，2024 年该产品海外手术量超过 1000 例，新增阿根廷、泰国、巴西、瑞士、法国等 15 个国家和地区的首批临床应用，为国产房颤治疗方案走向国际市场奠定良好基础。
- **盈利预测与评级：**公司作为国内电生理领先企业，已完成“冰、火、电、磁”四大技术路径的完整产品布局，为心律失常治疗提供全方位的解决方案。中国电生理市场潜力大、国产替代空间足，公司借助集采有望实现加速替代；同时，公司坚定全球化发展战略，新产品市场准入持续推进、销售渠道进一步完善、海外手术量快速提升，海外市场亦表现出良好的放量趋势，公司未来发展可期。我们调整了公司的盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 5.20 亿元、6.77 亿元、8.85 亿元，归母净利润分别为 0.67 亿元、1.04 亿元、1.49 亿元，对应 4 月 23 日收盘价，PE 分别为 150.9 倍、97.6 倍、68.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动超预期，产品放量不及预期风险，行业竞争加剧风险，研发风险，国际贸易摩擦风险，汇率波动风险等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	413	520	677	885
同比增长	25.5%	26.0%	30.1%	30.7%
归母净利润（百万元）	52	67	104	149
同比增长	815.4%	29.3%	54.7%	43.4%
毛利率	58.7%	59.2%	59.7%	60.0%
ROE	3.0%	3.7%	5.4%	7.2%
每股收益（元）	0.11	0.14	0.22	0.32
市盈率	195.2	150.9	97.6	68.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

- **微电生理发布 2024 年年报。**报告期内，公司实现营业收入 4.13 亿元，同比增长 25.51%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 815.36%；实现扣非归母净利润 0.05 亿元，同比转正；实现经营现金流净额 0.67 亿元，同比转正。

点评

- **公司电生理产品组合持续发力，海外市场实现快速增长。**2024 年，分产品，公司导管类产品营收 3.00 亿元，同比+36.62%，毛利率 61.34%，同比-4.63pp；设备类产品营收 0.26 亿元，同比+58.69%，毛利率 47.51%，同比+2.92pp；其他产品营收 0.81 亿元，同比-3.82%，毛利率 54.32%，同比-4.86pp。分地区，公司境内营收 2.95 亿元，同比+17.34%，毛利率 58.66%，同比-4.85pp；境外营收 1.12 亿元，同比+62.94%，毛利率 60.08%，同比-1.42pp。2024 年，国内市场，公司压力监测磁定位射频消融导管手术量超过 4,000 例，覆盖医院 400 余家，同比增长 70%以上。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。2024 年，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。2024 年，国际市场，公司在格鲁吉亚、阿联酋等多个国家和地区成功开展首例三维手术，全年三维手术覆盖 21 个国家和地区。随着压力监测磁定位射频消融导管上市，2024 年该产品海外手术量超过 1000 例，新增阿根廷、泰国、巴西、瑞士、法国等 15 个国家和地区的首批临床应用，为国产房颤治疗方案走向国际市场奠定良好基础。
- **2024 年公司各研发管线均取得重要进展。**2024 年，公司研发投入 1.01 亿元，占同期营业收入的 24.54%。公司自主研发的 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监局的上市许可，该产品的获批不仅填补了国内磁导航技术领域的空白，更为复杂心律失常治疗提供了全新的微创解决方案。公司自主研发的 PulseMagic 压力脉冲导管通过国家药监局的创新医疗器械特别审查申请，进入特别审查程序“绿色通道”，该项目已进入临床收尾阶段；参股公司上海商阳医疗的脉冲消融系统已递交国家药监局注册申请。公司自主研发的 3D 心腔内超声导管启动临床研究，可实现 3DICE 导管的可视化、3D 超声建模、控弯指示等创新功能，可有效减少 X 射线并进一步提升手术安全性。子公司上海鸿电医疗自主研发的 FlashPoint 肾动脉射频消融系统通过国家药监局的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。此外，公司对已上市产品 TrueForce 压力导管、EasyStars 星型标测导管、IceMagic 球囊型冷冻消融导管等重点产品进行持续优化及迭代研发，以更好满足房颤及复杂术式的临床需求。

- **2024 年 Q4 单季度：**公司实现营业收入 1.22 亿元，同比增长 31.33%；实现归母净利润 0.10 亿元，同比转正；实现扣非归母净利润 0.06 亿元，同比转正。
- **费用方面：**2024 年，公司销售费用 1.11 亿元，同比增长 1.43%，销售费用率 26.83%，同比减少 6.37 个百分点；管理费用 0.43 亿元，同比增长 4.39%，管理费用率 10.32%，同比减少 2.09 个百分点；财务费用-0.03 亿元，主要系报告期内国内存款利率持续降低导致利息收入减少；研发费用 0.77 亿元，同比下降 15.23%，研发费用率 18.73%，同比减少 9.01 个百分点。
- **盈利预测与评级：**公司作为国内电生理领先企业，已完成“冰、火、电、磁”四大技术路径的完整产品布局，为心律失常治疗提供全方位的解决方案。中国电生理市场潜力大、国产替代空间足，公司借助集采有望实现加速替代；同时，公司坚定全球化发展战略，新产品市场准入持续推进、销售渠道进一步完善、海外手术量快速提升，海外市场亦表现出良好的放量趋势，公司未来发展可期。我们调整了公司的盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 5.20 亿元、6.77 亿元、8.85 亿元，归母净利润分别为 0.67 亿元、1.04 亿元、1.49 亿元，对应 4 月 23 日收盘价，PE 分别为 150.9 倍、97.6 倍、68.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动超预期，产品放量不及预期风险，行业竞争加剧风险，研发风险，国际贸易摩擦风险，汇率波动风险等。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1578	1646	1747	1925
货币资金	269	291	325	411
交易性金融资产	1089	1089	1089	1089
应收票据及应收账款	74	91	114	144
预付款项	3	12	12	14
存货	128	158	201	260
其他	14	5	6	6
非流动资产	316	353	393	411
长期股权投资	69	90	119	135
固定资产	92	95	97	94
在建工程	0	0	0	0
无形资产	73	84	94	95
商誉	0	0	0	0
其他	81	83	82	87
资产总计	1894	1999	2140	2336
流动负债	108	146	183	229
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	50	72	93	115
其他	59	74	90	114
非流动负债	44	44	44	44
长期借款	0	0	0	0
其他	44	44	44	44
负债合计	152	190	227	272
股本	471	471	471	471
未分配利润	2	60	148	276
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1742	1809	1914	2063
负债及权益合计	1894	1999	2140	2336

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	52	67	104	149
折旧和摊销	40	47	51	47
营运资金的变动	-10	-11	-33	-48
经营活动产生现金流量	67	99	112	136
资本支出	-44	-62	-61	-49
长期投资	-25	-21	-29	-16
投资活动产生现金流量	-44	-77	-78	-49
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-11	0	0	0
现金净变动	13	22	34	87

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	413	520	677	885
营业成本	171	212	273	354
税金及附加	3	4	5	7
销售费用	111	132	169	217
管理费用	43	47	55	65
研发费用	77	88	112	142
财务费用	-3	-5	-5	-6
投资收益	9	8	15	17
公允价值变动收益	11	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-3	-1	-2	-2
营业利润	55	81	125	178
营业外收支	-2	-1	-2	-2
利润总额	52	79	123	176
所得税	0	12	18	26
净利润	52	67	104	149
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	67	104	149
EPS(元)	0.11	0.14	0.22	0.32

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	25.5%	26.0%	30.1%	30.7%
营业利润增长率	613.1%	48.0%	54.3%	42.7%
归母净利润增长率	815.4%	29.3%	54.7%	43.4%
盈利能力				
毛利率	58.7%	59.2%	59.7%	60.0%
归母净利率	12.6%	12.9%	15.4%	16.9%
ROE	3.0%	3.7%	5.4%	7.2%
偿债能力				
资产负债率	8.0%	9.5%	10.6%	11.7%
流动比率	14.57	11.28	9.55	8.41
速动比率	13.34	10.11	8.38	7.21
营运能力				
资产周转率	22.2%	26.7%	32.7%	39.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.11	0.14	0.22	0.32
每股经营现金	0.14	0.21	0.24	0.29
估值比率(倍)				
PE	195.2	150.9	97.6	68.0
PB	5.8	5.6	5.3	4.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn