

微电生理 (688351.SH)

买入 (维持评级)

新品持续放量，短期业绩受配送商调整及收入延后确认影响

投资要点：

➤ 公司发布 2024 年三季报。

24Q1-3 公司实现营收 2.9 亿元（同比+23.2%），实现归母净利润 0.42 亿元（同比+262.2%），实现扣非-75.3 万元；实现毛利率 58.8%（同比-6.8pct），净利率提升至 14.4%（同比+9.5pct）。

单 Q3 公司实现营收 9250 万元（同比-1.5%），实现归母净利润 2471 万元（同比+163.9%），实现扣非-167 万元；单季度实现毛利率 58.1%，净利率 26.7%。

➤ 公司手术量持续增长，短期业绩受配送商调整及收入延后确认等影响。

依托集采执行、市场推广等因素，公司手术量持续增长；24Q3 公司实现三维电生理手术量超过 6000 台，其中国内约 5000 台，海外约 1000 台。24Q1-3 压力导管手术量国内超过 3000 例、海外超过 1000 例，其中 1/3 运用于房颤治疗。

24Q3 公司营收略有波动，主要系受到国内部分区域更换配送商及海外部分项目收入确认延后因素的影响。若剔除去年同期的委外研发收入，主营业务同比增长达到 26%；公司多款高值耗材运用于房颤等复杂术式、临床持续提升，支撑公司收入增长。

➤ 多项在研进入临床中后期，海内外多款产品获证在即。

公司全面布局“冰火电”能量平台，多款研发进展顺利。1) **国内市场：**压力导管、星型标测导管、冷冻系列产品获批后已陆续实现集采中标放量；自主研发的压力脉冲导管已完成临床入组并进入 NMPA 创新医疗器械特别审查，参股商阳医疗的 PFA 产品预计 25H1 可获批 NMPA。2) **海外市场：**压力导管、磁定位环肺导管已获得欧盟 CE 认证，高密度标测导管有望年底前获得欧盟 CE 认证。

➤ 盈利预测与投资建议

根据三季报调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.12/0.20/0.28 元（前值为 0.13/0.21/0.31 元）。基于三维耗材布局的广度及多种能量的协同布局，我们认为公司有望受益于电生理国产替代浪潮，加大房颤领域国产渗透率，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

产品研发不及预期；市场竞争加剧风险；新品推广不及预期风险。

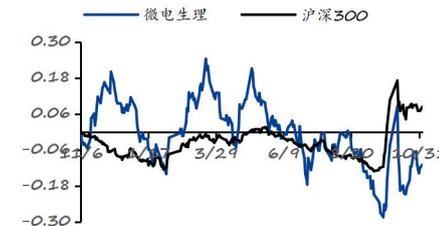
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	260	329	431	590	811
增长率	37%	26%	31%	37%	37%
净利润（百万元）	3	6	57	92	131
增长率	125%	91%	903%	62%	42%
EPS（元/股）	0.01	0.01	0.12	0.20	0.28
市盈率（P/E）	3246.3	1695.9	169.1	104.6	73.5
市净率（P/B）	5.8	5.7	5.5	5.3	4.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-11-04
收盘价:	20.50 元
总股本/流通股本(百万股)	470.60/124.86
流通 A 股市值(百万元)	2,559.63
每股净资产(元)	3.68
资产负债率(%)	7.35
一年内最高/最低价(元)	28.75/16.14

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：陈铁林(S0210524080007)

ctl30598@hfzq.com.cn

分析师：王艳(S0210524040001)

wy30524@hfzq.com.cn

分析师：刘佳琦(S0210523090003)

ljq3653@hfzq.com.cn

相关报告

1、新品销售快速增长，加速进军房颤治疗领域——2024.08.22

2、冰火电协同布局，国产龙头加速房颤治疗国产化进程——2024.05.28

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	266	286	302	330	营业收入	329	431	590	811
应收票据及账款	55	69	90	121	营业成本	120	150	207	287
预付账款	7	14	18	23	税金及附加	2	2	3	5
存货	122	145	203	290	销售费用	109	104	130	162
合同资产	0	0	0	0	管理费用	41	45	53	73
其他流动资产	1,070	1,071	1,073	1,076	研发费用	91	99	124	162
流动资产合计	1,519	1,584	1,686	1,839	财务费用	-6	-7	-7	-7
长期股权投资	72	72	72	72	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
固定资产	90	77	66	57	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	12	5	7	8
无形资产	86	104	130	156	投资收益	10	2	3	5
商誉	0	0	0	0	其他收益	16	16	16	16
其他非流动资产	57	58	59	61	营业利润	8	59	104	156
非流动资产合计	304	311	327	345	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	1,823	1,895	2,013	2,184	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	6	57	102	154
应付票据及账款	37	45	63	88	所得税	0	0	10	23
预收款项	0	0	0	0	净利润	6	57	92	131
合同负债	3	8	11	15	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	20	20	20	20	归属母公司净利润	6	57	92	131
其他流动负债	36	38	43	55	EPS (按最新股本摊薄)	0.01	0.12	0.20	0.28
流动负债合计	96	111	136	177					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	42	42	42	42					
非流动负债合计	42	42	42	42					
负债合计	138	153	178	219					
归属母公司所有者权益	1,685	1,742	1,834	1,966					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,685	1,742	1,834	1,966					
负债和股东权益	1,823	1,895	2,013	2,184					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-38	36	38	50
现金收益	23	73	108	149
存货影响	-35	-22	-58	-87
经营性应收影响	-18	-20	-25	-35
经营性应付影响	22	8	18	25
其他影响	-30	-2	-4	-2
投资活动现金流	-275	-23	-29	-29
资本支出	-87	-29	-38	-41
股权投资	-69	0	0	0
其他长期资产变化	-119	6	9	12
融资活动现金流	-10	7	7	7
借款增加	2	0	0	0
股利及利息支付	0	0	0	0
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-12	7	7	7

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	26.5%	31.0%	36.8%	37.5%
EBIT 增长率	-94.7%	14,194.3%	89.7%	55.6%
归母公司净利润增长率	91.4%	903.2%	61.6%	42.3%
获利能力				
毛利率	63.5%	65.2%	64.9%	64.7%
净利率	1.7%	13.2%	15.6%	16.2%
ROE	0.3%	3.3%	5.0%	6.7%
ROIC	0.3%	8.6%	13.9%	18.1%
偿债能力				
资产负债率	7.6%	8.1%	8.9%	10.0%
流动比率	15.8	14.3	12.4	10.4
速动比率	14.5	12.9	10.9	8.8
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4
应收账款周转天数	50	52	48	47
存货周转天数	314	320	302	310
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.12	0.20	0.28
每股经营现金流	-0.08	0.08	0.08	0.11
每股净资产	3.58	3.70	3.90	4.18
估值比率				
P/E	1,696	169	105	74
P/B	6	6	5	5
EV/EBITDA	65	21	13	9

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn