

微电生理(688351)

报告日期: 2023年03月29日

扭亏为盈, 集采后有望加速放量

——微电生理点评报告

投资要点

2023年3月28日, 公司披露2022年年报, 2022年营业收入2.60亿元, 同比增长37%, 归母净利润2.97百万元, 扭亏为盈。其中Q4收入0.68亿元, 同比增长30%; 归母净利润0.26百万元。我们认为, 随2023年4月份电生理集采开始供货, 公司产品有望加速放量; 电生理集采降幅温和, 公司产品放量驱动未来三年收入高增长可期。

□ 成长性: 2022-2025年收入CAGR有望达37%

(1) 手术量恢复叠加集采影响, 公司产品有望加速放量。①疫后手术量有望恢复, 拉动公司产品放量。电生理手术具有一定择期性, 2022年疫情影响下手术量有所波动, 我们认为随疫后手术量恢复, 公司产品有望加速放量。②集采单件基本全线中标, 4月份集采供货后产品有望加速放量。2022年10月14日, 福建省发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购文件》, 分组套和单件进行采购, 由于国产厂商获批产品较少, 组套为海外龙头垄断。公司作为产品较全的国产电生理领军企业, 单件产品基本全线中标, 其产品涵盖了冷冻环形诊断导管、星形磁电定位标测导管(即高密度标测导管, 2022年10月获批)、冷盐水灌注射频消融导管等, 尤其高密度标测导管, 为唯一单件中标厂商; 2022年12月, 公司压力感知导管获批, 补齐射频消融组套产品线, 与海外龙头有一战之力。我们认为, 集采带来市场渗透率提升, 公司作为国内中标产品全面、获批产品管线完善的厂商, 2023年4月份集采供货后, 产品有望加速放量。

(2) 集采降幅温和+创新产品获批, 拉动2022-2025年收入CAGR37%。福建省电生理集采降幅可控, 组套降幅 $\geq 30\%$ 获得拟中选资格, 单价降幅 $\geq 50\%$ 获得拟中选资格。2022年, 公司高密度标测导管、压力感知导管上市, 实现设备与耗材联动, 补全国产产品缺失的三维心腔快速建模、高密度标测及压力感知三大核心模块, 且公司前期三维电生理设备铺设较多, 2022年公司设备销售204台(2021年铺设203台, 2022年底累计铺设978台), 2022年三维手术累计超过3万例(其中2022年超1万例), 累计覆盖医院700余家, 设备铺设量与手术量均有提升趋势。我们认为, 电生理手术设备闭源是趋势, 与耗材协同性强。能够满足临床多样化需求的完善产品线是产品推广的前提, 随公司产品的逐步完善、集采降幅可控、国产高性价比犹在, 公司三维产品有望实现快速放量, 带动公司2022-2025年收入CAGR37%。

(3) 拆分渠道看, 公司海外收入高速增长, 有望构建第二增长曲线。2022年, 公司国内营业收入2.14亿元, 同比增长29.88%, 海外营业收入0.46亿元, 同比增长77.04%, 2022年公司加速了海外拓展, 新开拓销售业务6个国家(累计覆盖30个国家), 14款产品在4个海外市场首次获得注册证(其中4款产品获得FDA)。公司预计2023年高密度标测导管、压力感知导管等创新产品有望CE获批, 我们认为, 随公司海外产品完善与渠道拓展, 海外收入有望持续高增长, 构建第二增长曲线。

□ 盈利能力: 集采供货在即, 毛利率或仍有下降趋势

(1) 集采供货后毛利率或仍有下滑趋势。2022年, 公司毛利率69.1%, 集采影响下毛利率同比下降3.3pct, 我们认为随2023年4月份开始电生理产品的集采供货, 公司2023年毛利率或仍有下降趋势, 给出2023-2025年毛利率65%-66%的区间。(2) 规模效应下, 三大费用率或有下降趋势。公司2023-2025年多个新品有望上市, 带来销售费用提升, 但考虑到收入的快速增长以及集采带来的部分销售策略的调整, 我们认为2023-2025年公司销售费用率有望达23%-27%, 呈现下降趋势; 规模效应下研发费用率、管理费用率或缓降, 考虑到公司持续的创新迭代与管线有序拓展, 我们给出25%-30%的研发费用率区间、9%-12%的管理费用率区间。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 司清蕊
 siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥22.61
总市值(百万元)	10,640.27
总股本(百万股)	470.60

股票走势图



相关报告

1 《收入加速, 扭亏为盈——微电生理点评报告》 2022.10.27

□ 盈利预测及估值

基于以上假设，我们预计，公司 2023-2025 年收入分别为 3.66/5.03/6.71 亿元，分别同比增长 41%、38%、33%；公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.71/40.05/70.99 百万元，对应 EPS 分别为 0.03、0.09、0.15 元，维持“增持”评级。

风险提示：产品研发及商业化不及预期的风险；行业政策变动的风险；行业竞争加剧的风险；疫情波动的风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	260.32	365.96	503.28	670.96
(+/-) (%)	36.99%	40.58%	37.52%	33.32%
归母净利润	2.97	14.71	40.05	70.99
(+/-) (%)	-	394.93%	172.31%	77.23%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.09	0.15
P/S	41	29	21	16

资料来源：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)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1596	1624	1687	1785
现金	585	548	534	531
交易性金融资产	880	880	880	880
应收账款	36	62	85	115
其它应收款	2	1	2	3
预付账款	7	13	18	23
存货	87	119	169	234
其他	0	0	0	0
非流动资产	192	182	197	206
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3	7	6	5
固定资产	71	76	80	84
无形资产	41	40	41	47
在建工程	0	0	0	0
其他	77	59	70	71
资产总计	1788	1806	1884	1991
流动负债	66	83	116	151
短期借款	0	0	0	0
应付款项	22	23	37	49
预收账款	0	0	0	0
其他	44	60	80	102
非流动负债	47	33	37	39
长期借款	0	0	0	0
其他	47	33	37	39
负债合计	113	115	154	190
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1675	1690	1730	1801
负债和股东权益	1788	1806	1884	1991

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(9)	(26)	(2)	7
净利润	3	15	40	71
折旧摊销	15	10	10	11
财务费用	(10)	(7)	(8)	(8)
投资损失	2	1	2	2
营运资金变动	7	(8)	11	4
其它	(27)	(36)	(58)	(72)
投资活动现金流	(905)	(14)	(22)	(19)
资本支出	(7)	(9)	(8)	(8)
长期投资	4	(4)	1	1
其他	(902)	(1)	(15)	(11)
筹资活动现金流	1065	4	9	9
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1065	4	9	9
现金净增加额	151	(36)	(15)	(3)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	260	366	503	671
营业成本	80	126	176	235
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	81	97	124	156
管理费用	36	42	49	61
研发费用	77	110	136	168
财务费用	(10)	(7)	(8)	(8)
资产减值损失	2	1	2	3
公允价值变动损益	3	8	8	8
投资净收益	(2)	(1)	(2)	(2)
其他经营收益	9	13	13	11
营业利润	3	15	40	71
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	3	15	40	71
所得税	0	0	0	0
净利润	3	15	40	71
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3	15	40	71
EBITDA	9	17	43	74
EPS (最新摊薄)	0.01	0.03	0.09	0.15

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	36.99%	40.58%	37.52%	33.32%
营业利润	125.37%	388.71%	171.52%	77.03%
归属母公司净利润	-	394.93%	172.31%	77.23%
获利能力				
毛利率	69.11%	65.59%	65.10%	65.04%
净利率	1.14%	4.02%	7.96%	10.58%
ROE	0.26%	0.87%	2.34%	4.02%
ROIC	-0.34%	0.43%	1.86%	3.48%
偿债能力				
资产负债率	6.31%	6.40%	8.16%	9.55%
净负债比率	6.68%	3.25%	3.26%	2.86%
流动比率	24.12	19.58	14.49	11.80
速动比率	22.80	18.15	13.04	10.26
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.20	0.27	0.35
应收账款周转率	8.36	8.02	7.92	7.97
应付账款周转率	4.55	5.63	5.89	5.48
每股指标(元)				
每股收益	0.01	0.03	0.09	0.15
每股经营现金	-0.02	-0.06	0.00	0.02
每股净资产	3.56	3.59	3.68	3.83
估值比率				
P/E	3580.38	723.41	265.65	149.89
P/B	6.35	6.30	6.15	5.91
EV/EBITDA	1252.92	542.46	216.23	124.94

资料来源：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>