

微电生理 (688351.SH) 增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

研发投入提升明显,承接鼻科射频消融

项目

业绩简评

2023年4月21日,公司发布2023年第一季度报告。2023年Q1公司实现收入5213万元,同比-6%;实现归母净利润-933万元,实现扣非归母净利润-1531万元。

公司同时发布公告称,拟与关联方微创道通签订《委托开发合同》,受托开展鼻科射频消融手术系统项目开发。微创道通应向公司支付的研究开发经费为560万元,且产品获证正式销售后10年内,微创道通根据每年产品实际销售额的10%向公司支付销售分成。

经营分析

带量采购实施前渠道库存减少,一季度收入略有下滑。公司Q1收入下滑主要系电生理省际联盟集中带量采购正式实施前,公司与各集采区域经销商逐步协商销售价格,相关经销商订货量相应减少所致。根据公司投资者交流活动记录,2023年1月终端手术量较低,从2月开始逐步恢复,单周手术量到达历史高点,高于2022年手术量峰值,预计未来公司收入将重新回到高速增长轨道。

进一步加大创新产品投入,研发投入提升显著。公司Q1销售费用率19.95%(+4.4pct),管理费用率7.47%(+0.3pct),研发费用率23.45%(+6.8pct),项目在一季度内开展临床试验造成研发投入增长明显,公司目前在冷冻消融及脉冲消融等技术方向均有布局,未来管线布局及研发效率方面的优势有望进一步体现。

承接鼻科射频消融委托研发项目,拓展收入增长渠道。由于微电生理在射频领域拥有较为先进的技术优势,本次与微创道通的合作可充分利用公司研发资源,拓宽其他业务收入渠道,增强公司的盈利能力和综合竞争力。通过承接委托研发项目,公司能够进一步验证射频消融技术在其他领域的应用前景,为公司未来拓展其他适应证领域打下基础。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司未来在电生理领域的发展前景,预计2023-2025年公司归母净利润分别为0.36、0.69、1.21亿元,同比增长1107%、92%、75%,EPS分别为0.08、0.15、0.26元,现价对应PS为28、19、13倍,维持“增持”评级。

风险提示

医保控费政策风险;在研项目推进不达预期风险;产品推广不达预期风险;无实控人和控股股东风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

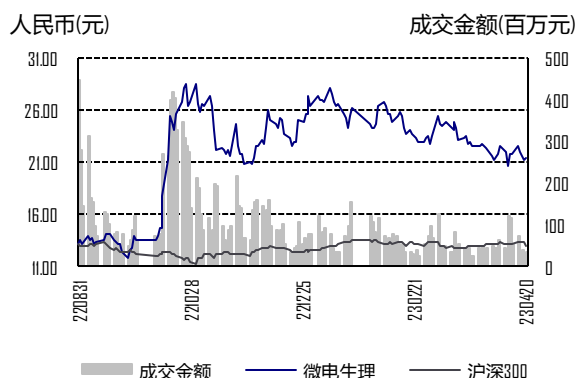
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.50元

相关报告:

- 《微电生理公司点评:全年收入稳步增长,新品先发优势有望逐步体现》,2023.3.29
- 《微电生理公司点评:全年业绩扭亏为盈,新产品有望加速放量》,2023.1.20
- 《专注电生理介入诊疗,产品创新研发实力领先-微电生理公司深度报...》,2022.12.13



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	190	260	362	534	752
营业收入增长率	34.50%	36.99%	39.14%	47.50%	40.74%
归母净利润(百万元)	-12	3	36	69	121
归母净利润增长率	N/A	N/A	1106.93%	92.27%	74.78%
摊薄每股收益(元)	-0.030	0.006	0.076	0.147	0.256
每股经营性现金流净额	-0.00	-0.02	0.13	0.13	0.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.03%	0.18%	2.10%	3.87%	6.34%
P/S	N/A	47.85	27.93	18.94	13.46
P/B	N/A	7.43	5.91	5.68	5.32

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	141	190	260	362	534	752
增长率		34.5%	37.0%	39.1%	47.5%	40.7%
主营业务成本	-39	-52	-80	-100	-145	-204
%销售收入	27.4%	27.6%	30.9%	27.6%	27.1%	27.2%
毛利	103	138	180	262	390	547
%销售收入	72.6%	72.4%	69.1%	72.4%	72.9%	72.8%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-3	-4
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-43	-71	-81	-101	-139	-180
%销售收入	30.8%	37.2%	31.1%	28.0%	26.0%	24.0%
管理费用	-26	-34	-36	-47	-64	-83
%销售收入	18.5%	17.8%	13.9%	13.0%	12.0%	11.0%
研发费用	-41	-63	-77	-98	-134	-173
%销售收入	28.9%	33.2%	29.6%	27.0%	25.0%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	-8	-31	-15	14	50	108
%销售收入	n.a	n.a	n.a	3.9%	9.4%	14.3%
财务费用	2	7	10	12	13	14
%销售收入	-1.3%	-3.6%	-3.7%	-3.3%	-2.5%	-1.9%
资产减值损失	-1	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	1	-3	-2	0	0	0
%税前利润	15.1%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	6	-12	3	41	78	137
营业利润率	4.1%	n.a	1.2%	11.3%	14.7%	18.2%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	6	-12	3	41	78	137
利润率	4.1%	n.a	1.1%	11.3%	14.7%	18.2%
所得税	0	0	0	-5	-9	-16
所得税率	0.0%	n.a	0.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	6	-12	3	36	69	121
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	6	-12	3	36	69	121
净利率	4.1%	n.a	1.1%	9.9%	12.9%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6	-12	3	36	69	121
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	17	20	15	16	19
非经营收益	0	3	-1	1	1	1
营运资金变动	-19	-9	-32	11	-27	-37
经营活动现金净流	-3	-1	-9	63	59	103
资本开支	-31	-37	-32	27	-21	-26
投资	0	0	-877	0	0	0
其他	4	2	4	0	0	0
投资活动现金净流	-28	-35	-905	27	-21	-26
股权募资	300	0	1,085	0	0	0
债权募资	0	0	0	-3	5	6
其他	0	-5	-19	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	300	-5	1,065	-5	4	5
现金净流量	269	-41	152	85	42	82

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	446	430	585	670	712	794
应收款项	25	27	38	33	49	69
存货	35	45	87	84	121	171
其他流动资产	4	6	887	888	892	897
流动资产	510	508	1,596	1,675	1,774	1,930
%总资产	81.0%	76.0%	89.2%	91.7%	91.9%	92.2%
长期投资	10	7	3	3	3	3
固定资产	56	65	71	75	79	86
%总资产	8.8%	9.6%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%
无形资产	52	76	90	47	49	51
非流动资产	119	160	192	151	156	163
%总资产	19.0%	24.0%	10.8%	8.3%	8.1%	7.8%
资产总计	629	669	1,788	1,826	1,929	2,093
短期借款	0	4	8	0	0	0
应付款项	20	25	35	37	53	73
其他流动负债	12	18	24	25	36	49
流动负债	32	47	66	62	89	122
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	33	47	52	60	70
负债	51	79	113	114	149	193
普通股股东权益	579	590	1,675	1,711	1,780	1,901
其中：股本	400	400	471	471	471	471
未分配利润	-45	-58	-55	-19	50	170
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	629	669	1,788	1,826	1,929	2,093

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.014	-0.030	0.006	0.076	0.147	0.256
每股净资产	1.446	1.474	3.560	3.637	3.783	4.039
每股经营现金净流	-0.008	-0.003	-0.020	0.134	0.126	0.219
每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.99%	-2.03%	0.18%	2.10%	3.87%	6.34%
总资产收益率	0.91%	-1.79%	0.17%	1.96%	3.57%	5.76%
投入资本收益率	-1.46%	-5.22%	-0.92%	0.72%	2.48%	4.98%
增长率						
主营业务收入增长率	20.31%	34.50%	36.99%	39.14%	47.50%	40.74%
EBIT 增长率	-65.44%	267.16%	-50.00%	-190.32%	259.6%	114.03%
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	1106.93%	92.3%	74.78%
总资产增长率	110.25%	6.30%	167.38%	2.10%	5.67%	8.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.0	49.3	43.7	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	305.2	277.3	299.5	305.0	305.0	305.0
应付账款周转天数	59.4	64.1	80.2	80.2	80.2	80.2
固定资产周转天数	143.5	123.9	100.2	75.7	54.1	41.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.04%	-72.34%	-86.96%	-90.55%	-89.41%	-88.03%
EBIT 利息保障倍数	4.8	4.5	1.6	-1.2	-3.8	-7.5
资产负债率	8.05%	11.84%	6.31%	6.27%	7.73%	9.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-13	增持	24.61	24.61~29.15
2	2023-01-20	增持	25.46	N/A
3	2023-03-29	增持	22.61	N/A

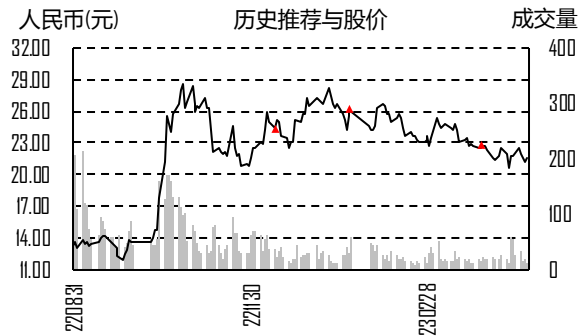
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402