

微电生理(688351)

报告日期: 2023年08月18日

收入符合预期, 产品放量加速

——微电生理 2023H1 跟踪点评

投资要点

2023年8月18日, 公司披露2023年半年报, 2023H1收入1.42亿元, 同比增长16.6%, 归母净利润2.16百万元, 同比增长44.6%。其中Q2收入0.90亿元, 同比增长35.8%, 归母净利润11.48百万元, 环比明显改善。我们认为, 随2023年4月份电生理集采开始供货, 公司产品开始加速放量; 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: 集采放量叠加新品放量, 2023年收入高增长可期

(1) 集采放量叠加新品放量, 2023年收入高增长可期。①2023H1集采落地促进公司三维电生理产品入院加速。2023年4月, 电生理集采供货, 截至目前已有20个省份正式执行集采政策。公司作为产品较全的国产电生理领军企业, 在27省联盟电生理集采中, 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, 集采入院驱动下, 2023H1公司电生理手术量同比增长超过50%, 三维手术累计超过4万例, 覆盖医院900余家。②压力导管新品推广加速。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, 作为首款国产获批压力导管, 从2023年2月临床推广至今, 已在26个省市完成了300余例压力指导下的射频消融手术, 头部医院入院加速。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, 随进院量与手术量增长, 2023年收入高增长可期。

(2) 新品研发持续推进, 我们认为随公司新品陆续上市, 有望带来长期收入高速增长。公司第四代Columbus®三维心脏电生理标测系统已于2022年12月递交国内注册, 公司预计2023年下半年获批; 冷冻消融系列产品已于2022年12月完成国内注册资料递交, 公司预计2023年Q3获批; 压力感知脉冲消融导管临床试验公司预计2023年年内完成; 肾动脉消融导管已完成首例临床入组; 可伸缩针消融导管等项目也在研发推进中。另外, 公司与Stereotaxis关于磁导航机器人持续推进研发合作深度, 已完成Columbus®三维心脏电生理标测系统磁导航模块开发, 并已实现远程操控, 与Stereotaxis共同研发的磁导航消融导管, 已完成成型检测测试。我们认为, 在集采大背景下, 持续的研发创新才是长期收入增长的核心驱动, 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, 有望拉动公司收入长期维持较高增长。

(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。2023H1, 公司海外收入同比增长超过60%, 累计覆盖31个国家和地区; 新增11款产品在4个国家及地区获得首次注册证, 累计20款产品获得CE认证, 4款产品获得FDA注册许可。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: 集采供货带来毛利率下降, 2023全年或仍有下降趋势

(1) 集采供货影响下毛利率或仍有下滑趋势。2023H1, 公司毛利率67.6%, 集采影响下毛利率同比下降2.2pct, 我们认为电生理产品集采供货持续推进, 公司2023年毛利率或仍有下降趋势。(2) 规模效应下, 期间费用率或有下降趋势。2023H1, 公司销售费用率35.0%(+7.0pct), 管理费用率10.9%(-3.1pct), 研发费用率28.6%(+1.3pct), 我们认为, 随下半年公司集采产品及新品持续放量, 规模效应下, 2023年全年期间费用率或有下降趋势。

□ 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3.62/5.09/6.85亿元, 分别同比增长39%、41%、35%; 公司2023-2025年归母净利润分别为

投资评级: 增持(维持)

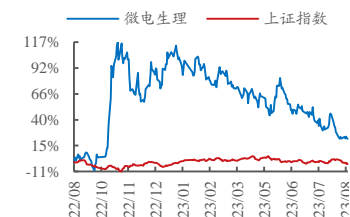
分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
执业证书号: S1230523080006
siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥15.98
总市值(百万元)	7,520.19
总股本(百万股)	470.60

股票走势图



相关报告

- 《扭亏为盈, 集采后有望加速放量》2023.03.29
- 《收入加速, 扭亏为盈——微电生理点评报告》2022.10.27

11.99/34.57/65.15 百万元，对应 EPS 分别为 0.03、0.07、0.14 元（2023 年 21 倍 PS），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；需求波动的风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	260.32	361.98	508.67	684.98
(+/-) (%)	36.99%	39.05%	40.52%	34.66%
归母净利润	2.97	11.99	34.57	65.15
(+/-) (%)	-	303.29%	188.45%	88.46%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.07	0.14
P/S	29	21	15	11

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)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1596	1621	1678	1777
现金	585	546	529	524
交易性金融资产	880	880	880	880
应收账款	36	62	85	117
其它应收款	2	1	2	3
预付账款	7	13	18	23
存货	87	119	164	231
其他	0	0	0	0
非流动资产	192	182	197	207
金融资产类	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	1803	1875	1984
流动负债	66	82	116	158
短期借款	0	0	0	5
应付款项	22	23	37	50
预收账款	0	0	0	0
其他	44	60	79	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	153	197
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1675	1687	1722	1787
负债和股东权益	1788	1803	1875	1984

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(9)	(29)	(3)	(1)
净利润	3	12	35	65
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)	10	4
其它	(27)	(36)	(53)	(74)
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	14
短期借款	0	0	0	5
长期借款	0	0	0	0
其他	1065	4	9	8
现金净增加额	151	(39)	(16)	(5)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	260	362	509	685
营业成本	80	126	171	232
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	81	103	139	175
管理费用	36	40	49	61
研发费用	77	105	137	171
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	12	35	65
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	3	12	35	65
所得税	0	0	0	0
净利润	3	12	35	65
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3	12	35	65
EBITDA	9	14	37	68
EPS (最新摊薄)	0.01	0.03	0.07	0.14

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	36.99%	39.05%	40.52%	34.66%
营业利润	125.37%	298.69%	187.38%	88.20%
归属母公司净利润	-	303.29%	188.45%	88.46%
获利能力				
毛利率	69.11%	65.20%	66.45%	66.13%
净利率	1.14%	3.31%	6.80%	9.51%
ROE	0.26%	0.71%	2.03%	3.71%
ROIC	-0.34%	0.27%	1.55%	3.18%
偿债能力				
资产负债率	6.31%	6.38%	8.17%	9.92%
净负债比率	6.68%	3.26%	3.27%	5.55%
流动比率	24.12	19.65	14.48	11.25
速动比率	22.80	18.21	13.07	9.79
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.20	0.28	0.35
应收账款周转率	8.36	7.98	7.99	8.00
应付账款周转率	4.55	5.67	5.71	5.33
每股指标(元)				
每股收益	0.01	0.03	0.07	0.14
每股经营现金	-0.02	-0.06	-0.01	0.00
每股净资产	3.56	3.59	3.66	3.80
估值比率				
P/E	2530.50	627.46	217.53	115.43
P/S	28.89	20.78	14.78	10.98
EV/EBITDA	1252.92	427.63	164.44	89.88

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>