

微电生理 (688351.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

全年收入稳步增长,新品先发优势有望

逐步体现

业绩简评

2023年3月28日,公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入2.60亿元,同比+37%;实现归母净利润297万元,同比扭亏为盈;实现扣非归母净利润-1139万元;

分季度来看,2022年Q4公司实现收入6842万元,同比+30%,归母净利润26万元,同比扭亏为盈,扣非归母净利润-1079万元。

经营分析

收入实现稳定增长,设备类产品发力明显。公司2022年导管类产品实现收入1.66亿元,同比增长+13%;设备类产品实现收入0.42亿元,同比增长+266%。心脏电生理三维标测系统Columbus的快速装机推动了三维消融导管与标测导管的增长,2022年公司共计开展1万多例三维心脏电生理手术,市场品牌力得到进一步提升。境外业务实现收入0.43亿元,同比+77%,占主营业务收入比例达到17%,海外业务持续发力,占比逐步提升。

进一步加大创新产品投入,三项费用率实现同比下降。公司全年净利率达到1.1%(+7.4pct),成功扭亏为盈;全年销售费用率31.1%(-6.1pct),管理费用率13.9%(-3.9pct),研发费用率29.6%(-3.6pct),3项费用率同比下降,但研发投入金额依然维持增长趋势,第四代三维心脏电生理标测系统、冷冻消融系统、肾动脉射频消融系统等在研项目稳步推进,将给公司贡献新的业绩增长。射频消融重磅产品先发优势明显,未来有望快速放量。公司高密度标测导管与压力感知磁定位射频消融导管已分别于2022年10月及12月获批上市,率先打破外资厂商垄断。且在12月落地的心脏介入电生理省际联盟集中带量采购中,公司高密度标测导管等19个产品在单件采购模式下成功中标,未来公司新产品有望随政策推动加速放量,在房颤手术中率先实现国产替代。

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29、20、14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。

医疗组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

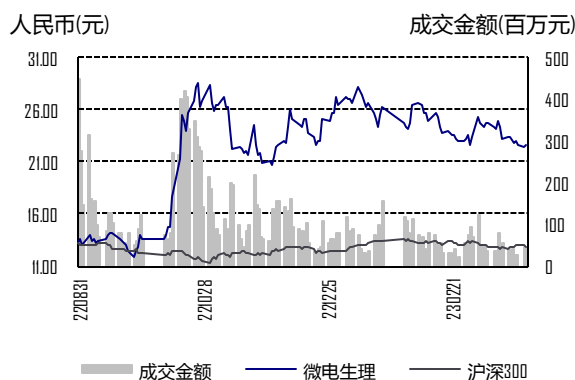
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):22.61元

相关报告:

- 《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	1106.98%	92.28%	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	29.38	19.92	14.15
P/B	N/A	7.43	6.22	5.98	5.60

来源:公司年报、国金证券研究所

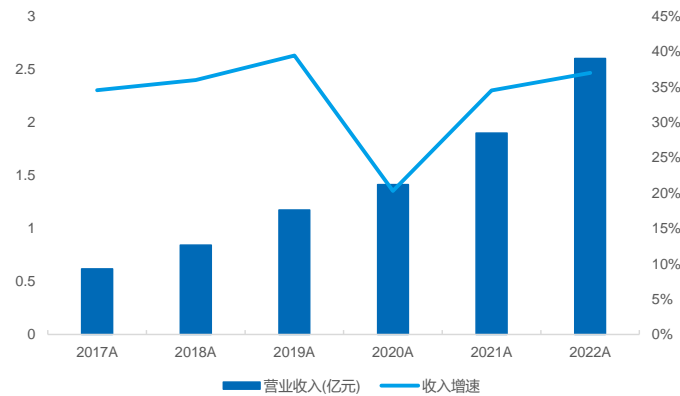
整体收入实现稳定增长，设备类产品快速爆发

公司 2022 年持续深化国内市场开拓，同时随着公司在国际市场的开拓力度不断加大，海外业务收入也获得快速增长。

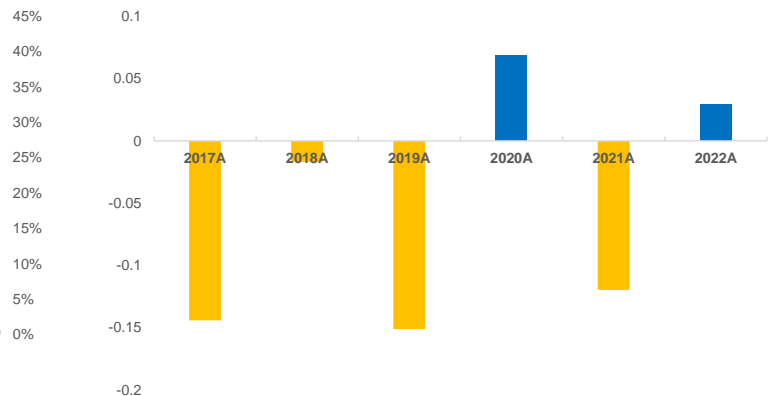
主营业务中，公司导管类产品实现收入 1.66 亿元，同比增长+13%；设备类产品实现收入 0.42 亿元，同比增长+266%；其他产品实现收入 0.50 亿元，同比增长+63%。心脏电生理三维标测系统 Columbus 的快速装机推动了公司独立手术中三维消融导管与标测导管的生长，2022 年公司共计开展 1 万多例三维心脏电生理手术，市场品牌力得到进一步提升。

分地区来看，境内业务实现收入 2.14 亿元，同比+30%，占主营业务收入比例 83%；境外业务实现收入 0.43 亿元，同比+77%，占主营业务收入比例 17%，境外业务占比持续提升。

图表1：2017-2022 公司营业收入及增速



图表2：2017-2022 公司归母净利润

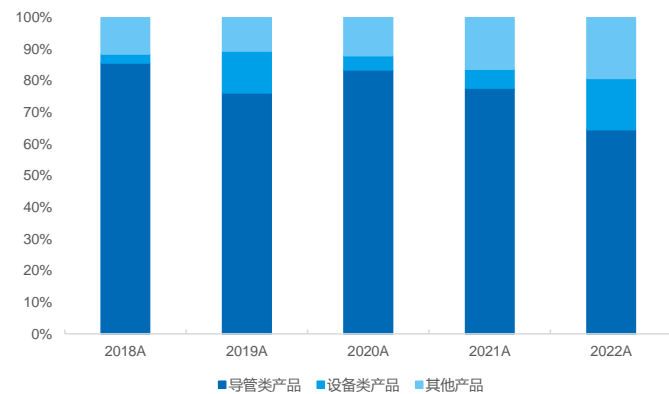


来源：公司公告，国金证券研究所

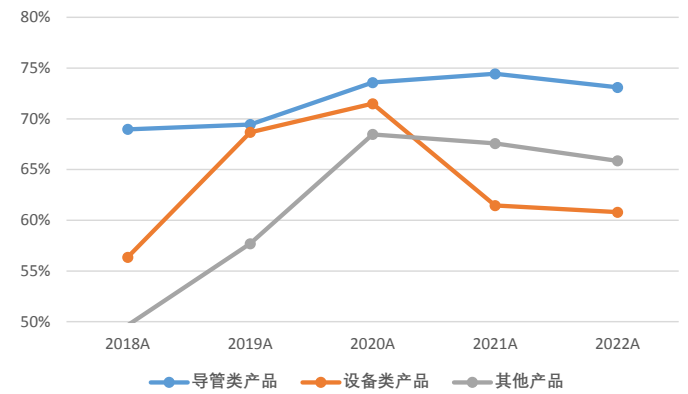
来源：公司公告，国金证券研究所

从分板块毛利率来看，导管类产品毛利率 73.1% (-1.4pct)；设备类产品毛利率 60.8% (-0.7pct)；其他产品毛利率 65.9% (-1.7pct)，产品毛利率略有下降预计主要与境外业务占比提升相关，产品境外销售毛利率普遍低于国内。

图表3：2017-2022 公司收入结构变化



图表4：2017-2022 公司各业务毛利率变化



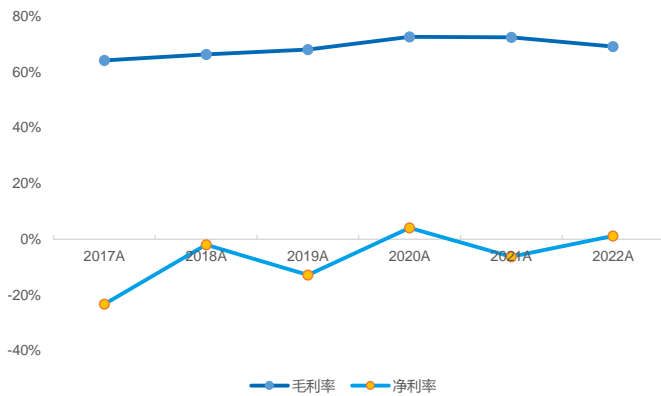
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

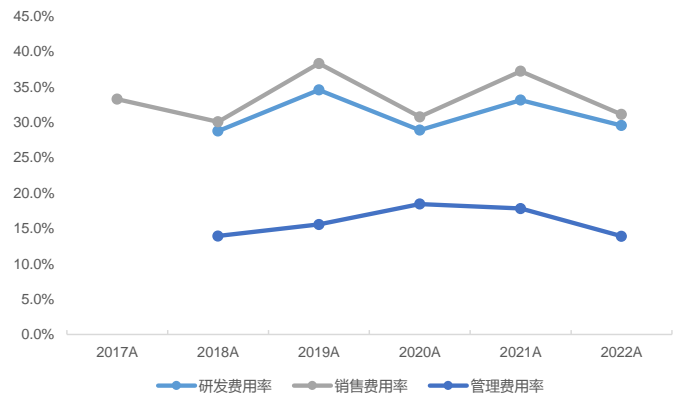
进一步加大创新产品投入，三项费用率实现同比下降

2022 年公司综合毛利率达到 69.1% (-3.3pct)，毛利率下滑主要与产品结构相关，一方面低毛利率的设备类产品全年收入占比明显提升，另一方面境外业务占比同时也在提升；全年公司净利率达到 1.1% (+7.4pct)，成功实现扭亏为盈。公司全年销售费用率 31.1% (-6.1pct)，管理费用率 13.9% (-3.9pct)，研发费用率 29.6% (-3.6pct)，3 项费用率实现同比下降。研发投入金额依然维持增长趋势，2022 年公司研发投入合计 9572 万元，同比增长+6%，第四代三维心脏电生理标测系统、冷冻消融系统、肾动脉射频消融系统等在研项目稳步推进，未来将给公司贡献新的业绩增长。

图表5: 2017-2022 公司利润率变化



图表6: 2017-2022 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

射频消融重磅产品先发优势明显, 集采有望推动国产替代进程

公司高密度标测导管与压力感知磁定位射频消融导管已分别于 2022 年 10 月及 12 月获批上市, 率先打破外资厂商垄断。且在 12 月落地的心脏介入电生理省际联盟集中带量采购中, 公司高密度标测导管等 19 个产品在单件采购模式下成功中标, 本次集采大大缩短了国产电生理产品进院审批流程, 加速国内厂商产品的入院推广, 国产设备的配置比例将逐步提高, 进口产品被替代的速度也将不断加快。未来公司新产品有望随政策推动加速放量, 在房颤手术中率先实现国产替代。

风险提示

医保控费政策风险: 若未来公司产品在带量采购或 DRGs 等医保控费政策中的价格下滑幅度过大, 或者公司未能在招标采购中中标, 将可能对公司业绩造成负面影响。

在研项目推进不达预期风险: 若公司肾动脉射频消融或冷冻消融等在研项目推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险, 将可能对公司造成负面影响。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

无实控人和控股股东风险: 公司不存在控股股东和实际控制人, 经营方针及重大事项的决策均由股东大会和董事会按照公司议事规则讨论后确定, 可能未来存在公司决策效率低下及控制权发生变动的风险。

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%

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%	91.8%	92.0%	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	155	163
%总资产	19.0%	24.0%	10.8%	8.2%	8.0%	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	35	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	192
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	0.133	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%	3.58%	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	1106.98%	92.3%	74.78%
总资产增长率	110.25%	6.30%	167.38%	2.08%	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%	-90.56%	-89.42%	-88.05%
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%	6.26%	7.72%	9.18%

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

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

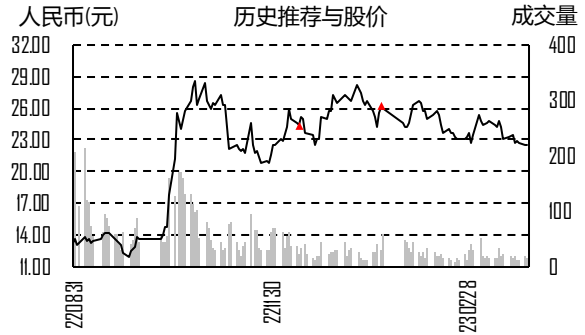
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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