

2023年08月21日

# 微电生理（688351.SH）

## 公司快报

### 新品放量加速，海外布局初见成效

#### 投资要点

- ◆ **业绩符合预期：**公司发布 2023 年中报，2023H1 实现收入 1.42 亿元（+17%，同比增速，下同）、归母净利润 0.02 亿元（+45%）、扣非归母净利润-0.12 亿元（-2031%）；2023Q2 单季度实现收入 0.90 亿元（+36%）、归母净利润 0.11 亿元（+595%）、扣非归母净利润 0.03 亿元。2023Q1 受电生理省际联盟集中带量采购实施前经销商订货量减少的影响，公司销售收入同比有所下降。2023Q2 随着公司产品市场渗透率持续提升，产品竞争力不断增强，集中采购陆续落地执行，手术量快速提升，带动公司业绩快速恢复增长。
- ◆ **新品放量加速，海外布局初见成效。**2023H1 公司实现营业收入 1.42 亿元（+17%），电生理手术量快速提升，同比增长超过 50%，截至 2023H1 公司三维手术累计超过 4 万例，累计覆盖医院 900 余家。公司首款国产压力导管从今年 2 月上市后，已在 26 个省市完成了 300 余例压力指导下的射频消融手术，获得多家临床终端认可，有望进一步提升公司产品知名度，推进新品快速放量。同时公司持续强化国际销售网络，加大产品海外宣传力度。2023H1 国际市场营收同比增长超 60%，累计覆盖 31 个国家和地区；共计新增 11 款产品在 4 个国家及地区获得首次注册证，不断扩大海外产品覆盖面，为公司拓展海外市场打好基础。未来随着渠道拓展和产品知名度提升，有望快速推进公司海外业务扩张。
- ◆ **持续推进研发创新，加速产品迭代。**2023H1 公司研发投入 4060.11 万元（+22%），持续推进研发创新。新品研发方面，压力感知脉冲消融导管临床试验预计 2023 年年内完成；肾动脉消融导管于今年 3 月份完成首例临床入组；冷冻消融系列产品预计今年三季度获批；新布局的可伸缩针消融导管等项目也在研发推进中。持续推进产品迭代，升级 Columbus®三维心脏电生理标测系统增强导管可视化消融效果；第四代 Columbus®三维心脏电生理标测系统预计下半年获批；对压力导管、高密度标测导管等针对临床需求优化迭代。同时与 Stereotaxis 合作研发磁导航模块及磁导航消融导管，不断夯实公司核心竞争力。
- ◆ **投资建议：**预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.24/0.57/1.06 亿元，增速分别为 694%/141%/86%，对应 PE 分别为 331/137/74 倍。考虑到今年公司重磅新品压力导管快速推进商业化，集采中标陆续执行带动公司业绩稳定增长，同时海外业务推广成效显著，打开公司成长天花板。首次覆盖，给予“增持”建议。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，研发进度不及预期风险。

投资评级

增持-B(首次)

股价(2023-08-21)

16.60 元

#### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（百万元）  | 7,811.96    |
| 流通市值（百万元） | 1,118.26    |
| 总股本（百万股）  | 470.60      |
| 流通股本（百万股） | 67.37       |
| 12 个月价格区间 | 27.30/12.39 |

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

|      |       |        |      |
|------|-------|--------|------|
| 升幅%  | 1M    | 3M     | 12M  |
| 相对收益 | -0.91 | -22.09 | 10.7 |
| 绝对收益 | -3.38 | -27.54 | 0.55 |

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001  
 zhouping@huajinsec.com

#### 相关报告



## 财务数据与估值

| 会计年度      | 2021A  | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 190    | 260    | 355   | 485   | 659   |
| YoY(%)    | 34.5   | 37.0   | 36.4  | 36.6  | 36.0  |
| 净利润(百万元)  | -12    | 3      | 24    | 57    | 106   |
| YoY(%)    | -308.5 | 124.8  | 693.9 | 140.9 | 86.2  |
| 毛利率(%)    | 72.4   | 69.1   | 68.3  | 67.6  | 66.9  |
| EPS(摊薄/元) | -0.03  | 0.01   | 0.05  | 0.12  | 0.22  |
| ROE(%)    | -2.0   | 0.2    | 1.4   | 3.2   | 5.7   |
| P/E(倍)    | -652.4 | 2628.7 | 331.1 | 137.4 | 73.8  |
| P/B(倍)    | 13.2   | 4.7    | 4.6   | 4.4   | 4.2   |
| 净利率(%)    | -6.3   | 1.1    | 6.6   | 11.7  | 16.1  |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **导管类：**公司国产首款压力导管上市后获得临床使用好评，有望提升公司产品知名度，带动配套相关导管类产品快速放量。预计 2023-2025 年导管类产品营收增速分别为 40%、40%、40%，毛利率分别为 71.90%、70.90%、69.90%。
- (2) **设备类：**公司设备类产品在国内获批上市日期较晚，仍处于产品导入期，随着配套导管逐步上市，以“设备销售+设备投放+设备跟台”相结合的设备推广策略，提升产品的临床熟悉度，有望推动公司设备产品稳定增长。预计 2023-2025 年设备类产品营收增速分别为 30%、30%、25%，毛利率分别为 60.30%、59.80%、59.30%。
- (3) **其他产品：**公司持续加大穿刺针、导引鞘、体表参考电极等附件类产品市场推广力度，同时导管类产品销售规模扩大亦带动附件类产品的销售。预计 2023-2025 年其他产品营收增速分别为 30%、30%、30%，毛利率分别为 65.06%、64.26%、63.46%。

综上，随着三维心脏电生理手术逐渐取代二维心脏电生理手术，以及公司三维心脏电生理产品的质量和临床效果日益受到市场认可，有望带动公司配套耗材需求快速增加，同时公司进一步强化国际销售网络，加大产品宣传度，推进海外业务快速增长。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为 36%、37%、36%，毛利率分别为 68.31%、67.60%、66.91%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

| 细分业务  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 导管类   | 117.74 | 147.46 | 166.11 | 232.55 | 325.58 | 455.81 |
| yoy   | 33%    | 25%    | 13%    | 40%    | 40%    | 40%    |
| 毛利率   | 73.57% | 74.44% | 73.10% | 71.90% | 70.90% | 69.90% |
| 设备类   | 6.44   | 11.40  | 41.67  | 54.17  | 70.42  | 88.03  |
| yoy   | -58%   | 77%    | 266%   | 30%    | 30%    | 25%    |
| 毛利率   | 71.49% | 61.46% | 60.80% | 60.30% | 59.80% | 59.30% |
| 其他产品  | 16.08  | 30.55  | 49.74  | 64.66  | 84.06  | 109.28 |
| yoy   | 22%    | 90%    | 63%    | 30%    | 30%    | 30%    |
| 毛利率   | 68.47% | 67.57% | 65.86% | 65.06% | 64.26% | 63.46% |
| 其他业务  | 1.03   | 0.62   | 2.81   | 3.65   | 4.75   | 6.17   |
| yoy   | 312%   | -40%   | 353%   | 30%    | 30%    | 30%    |
| 毛利率   | 34.53% | 34.03% | 13.65% | 15.65% | 15.65% | 15.65% |
| 营业总收入 | 141.29 | 190.03 | 260.32 | 355.04 | 484.81 | 659.29 |
| yoy   | 20%    | 35%    | 37%    | 36%    | 37%    | 36%    |
| 毛利率   | 72.61% | 72.43% | 69.11% | 68.31% | 67.60% | 66.91% |

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2. 可比公司估值

公司主要从事电生理介入诊疗与消融治疗领域创新医疗器械研发、生产和销售。基于行业分类、业务特点和业务模式等方面选取同行业可比上市公司，选取与公司业务接近的惠泰医疗（电生理及血管介入器械）、心脉医疗（主动脉及外周血管介入医疗器械）和佰仁医疗（心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病介入治疗以及外科软组织修复）进行估值对比。

表 2：可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司 | 市值<br>(亿元) | 营业收入（百万） |       |       |       | PS    |       |       |       |
|-----------|------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2022A    | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 688617.SH | 惠泰医疗 | 206        | 1216     | 1668  | 2247  | 3033  | 17    | 12    | 9     | 7     |
| 688016.SH | 心脉医疗 | 115        | 897      | 1188  | 1557  | 2026  | 13    | 10    | 7     | 6     |
| 688198.SH | 佰仁医疗 | 173        | 295      | 386   | 536   | 712   | 59    | 45    | 32    | 24    |
|           | 平均值  |            |          |       |       |       | 29    | 22    | 16    | 12    |
| 688351.SH | 微电生理 | 78         | 260      | 355   | 485   | 659   | 30    | 22    | 16    | 12    |

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 Wind 一致预期，截止日期 2023 年 8 月 21 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 508   | 1596  | 1605  | 1625  | 1726  |
| 现金             | 430   | 585   | 555   | 501   | 530   |
| 应收票据及应收账款      | 26    | 36    | 70    | 66    | 112   |
| 预付账款           | 6     | 7     | 10    | 14    | 19    |
| 存货             | 45    | 87    | 90    | 161   | 184   |
| 其他流动资产         | 1     | 881   | 880   | 882   | 881   |
| <b>非流动资产</b>   | 160   | 192   | 207   | 252   | 305   |
| 长期投资           | 7     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 固定资产           | 65    | 71    | 99    | 134   | 179   |
| 无形资产           | 72    | 86    | 90    | 98    | 103   |
| 其他非流动资产        | 17    | 32    | 15    | 17    | 20    |
| <b>资产总计</b>    | 669   | 1788  | 1812  | 1877  | 2031  |
| <b>流动负债</b>    | 47    | 66    | 81    | 87    | 132   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 14    | 22    | 23    | 36    | 49    |
| 其他流动负债         | 33    | 44    | 58    | 51    | 84    |
| <b>非流动负债</b>   | 33    | 47    | 30    | 32    | 35    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 33    | 47    | 30    | 32    | 35    |
| <b>负债合计</b>    | 79    | 113   | 111   | 118   | 168   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 400   | 471   | 471   | 471   | 471   |
| 资本公积           | 248   | 1260  | 1260  | 1260  | 1260  |
| 留存收益           | -58   | -55   | -32   | 25    | 131   |
| 归属母公司股东权益      | 590   | 1675  | 1701  | 1758  | 1863  |
| <b>负债和股东权益</b> | 669   | 1788  | 1812  | 1877  | 2031  |

### 现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 21    | -9    | 19    | 13    | 113   |
| 净利润             | -12   | 3     | 24    | 57    | 106   |
| 折旧摊销            | 16    | 15    | 17    | 21    | 27    |
| 财务费用            | -7    | -10   | -2    | 7     | 10    |
| 投资损失            | 3     | 2     | -2    | -3    | -3    |
| 营运资金变动          | -9    | -43   | -17   | -68   | -26   |
| 其他经营现金流         | 30    | 24    | -1    | -1    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b>  | -35   | -905  | -28   | -63   | -77   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -5    | 1065  | -21   | -5    | -7    |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | -0.03 | 0.01  | 0.05  | 0.12  | 0.22  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.04  | -0.02 | 0.04  | 0.03  | 0.24  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 1.25  | 3.56  | 3.61  | 3.73  | 3.96  |

### 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 190   | 260   | 355   | 485   | 659   |
| 营业成本            | 52    | 80    | 113   | 157   | 218   |
| 营业税金及附加         | 1     | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 营业费用            | 71    | 81    | 100   | 122   | 146   |
| 管理费用            | 34    | 36    | 42    | 48    | 65    |
| 研发费用            | 63    | 77    | 91    | 107   | 127   |
| 财务费用            | -7    | -10   | -2    | 7     | 10    |
| 资产减值损失          | -1    | -2    | -1    | -1    | -1    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 3     | 1     | 1     | 1     |
| 投资净收益           | -3    | -2    | 2     | 3     | 3     |
| <b>营业利润</b>     | -12   | 3     | 24    | 57    | 106   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | -12   | 3     | 24    | 57    | 106   |
| 所得税             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>税后利润</b>     | -12   | 3     | 24    | 57    | 106   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | -12   | 3     | 24    | 57    | 106   |
| EBITDA          | -9    | 0     | 23    | 62    | 118   |

### 主要财务比率

| 会计年度         | 2021A  | 2022A   | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |        |         |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 34.5   | 37.0    | 36.4  | 36.6  | 36.0  |
| 营业利润(%)      | -306.7 | 125.4   | 681.0 | 140.7 | 86.2  |
| 归属于母公司净利润(%) | -308.5 | 124.8   | 693.9 | 140.9 | 86.2  |
| <b>获利能力</b>  |        |         |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 72.4   | 69.1    | 68.3  | 67.6  | 66.9  |
| 净利率(%)       | -6.3   | 1.1     | 6.6   | 11.7  | 16.1  |
| ROE(%)       | -2.0   | 0.2     | 1.4   | 3.2   | 5.7   |
| ROIC(%)      | -4.1   | -0.9    | 0.4   | 2.3   | 4.8   |
| <b>偿债能力</b>  |        |         |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 11.8   | 6.3     | 6.1   | 6.3   | 8.3   |
| 流动比率         | 10.9   | 24.1    | 19.8  | 18.8  | 13.0  |
| 速动比率         | 9.8    | 22.7    | 18.6  | 16.8  | 11.5  |
| <b>营运能力</b>  |        |         |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.3    | 0.2     | 0.2   | 0.3   | 0.3   |
| 应收账款周转率      | 7.4    | 8.4     | 6.7   | 7.1   | 7.4   |
| 应付账款周转率      | 5.7    | 4.6     | 5.1   | 5.4   | 5.2   |
| <b>估值比率</b>  |        |         |       |       |       |
| P/E          | -652.4 | 2628.7  | 331.1 | 137.4 | 73.8  |
| P/B          | 13.2   | 4.7     | 4.6   | 4.4   | 4.2   |
| EV/EBITDA    | -798.1 | 288157. | 277.0 | 103.1 | 54.4  |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)