

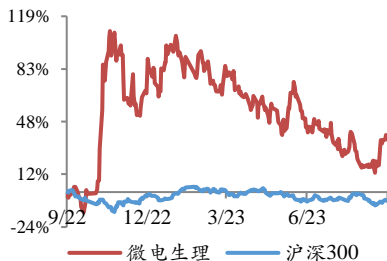
23H1 业绩符合预期，房颤解决方案完整

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-07

收盘价(元)	18.56
近12个月最高/最低(元)	28.60/11.82
总股本(百万股)	471
流通股本(百万股)	97
流通股比例(%)	20.62
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	18

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】微电生理 (688351): 电生理龙头布局完整，享国产替代红利 2023-07-24

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年中报，2023 年上半年公司营业收入约 1.42 亿元 (yoy+16.58%)，归母净利润 215.54 万元 (yoy+44.60%)。销售毛利率约 67.64%。

其中，公司 2023Q2 营业收入 0.90 亿元 (yoy+35.83%)，归母净利润 1148.15 万元 (yoy+594.98%)。

✓ 点评：

● 三维电生理手术快速增长，23Q2 收入增长符合预期

2023Q2 公司实现收入 0.90 亿元，环比 2023Q1 的 0.52 亿元增长约 72.62%。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。第二季度，集中采购陆续落地执行，手术量快速提升，公司产品价格体系调整完成，终端植入使用量快速上升，同时经销商观望减少拿货的影响也消除。

2023 年上半年，公司电生理手术量快速提升，同比增长超过 50%，截至 2023 年二季度末，公司三维手术累计超过 4 万例，累计覆盖医院 900 余家。同时，公司全面开展 TrueForce 压力导管商业化推广，该导管是首款国产品牌的压力射频消融导管，自 2023 年 2 月上市后已在 26 个省市完成了 300 余例射频消融手术。

● 冷冻消融产品获批，房颤解决方案完整

公司球囊型冷冻消融导管及冷冻消融设备于 8 月 24 日公告正式获得 NMPA 批准，标志着公司冷冻消融系统作为首个获批的国产同类产品正式开启商业化进程。房颤冷冻消融相比于传统的射频消融，冷冻消融具有术式相对简单、学习曲线短、结果可重复性好等优势。冷冻消融球囊叠加公司此前已经获批的压力射频消融导管，公司目前能提供两种术式来解决房颤问题，能满足不同资历的医生的需求。目前，公司压力导管的手术数已经完成了 300 多例，公司在房颤术式是国产公司的领导者，持续新产品获批也有利于公司增强竞争优势。

除冷冻消融和射频消融外，公司也在脉冲消融技术路线加大投入，公司追加投资此前入股的上海商阳医疗科技有限公司，预计将持有商阳医疗 15.00% 的股权。商阳医疗核心在研产品一次性磁电双定位脉冲电场消融导管和心脏脉冲电场消融仪目前处于临床随访阶段，预计 2025 年可获得国家药品监督管理局的注册证书。通过投资商阳医疗，公司将进一步完善在 PFA 领域的研发布局。

● 在研管线丰富，后续商业化可期

公司持续拓展在研产品管线，推进产品研发和获批进度。(1) 压力

感知脉冲消融导管正在开展临床试验, 预计 2023 年年内完成; (2) 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, 预计 2023 年底获批; (3) 肾动脉消融导管于今年 3 月份完成首例临床入组; (4) 公司持续推进与 Stereotaxis 的合作深度, 公司的三维标测系统目前已具备支持远程手术条件, 双方共同研发的磁导航消融导管目前已完成型检测测试。

● **投资建议**

维持盈利预测不变, 预计 2023-2025 年公司收入分别为 3.41 亿元、4.87 亿元和 6.98 亿元, 收入增速分别为 31.0%、42.9%和 43.2%, 2023-2025 年归母净利润分别实现 0.17 亿元、0.49 亿元和 0.91 亿元, 增速分别为 483.8%、181.7%和 86.5%, 2023-2025 年 EPS 预计分别为 0.04 元、0.10 元和 0.19 元, 对应 2023-2025 年的 PE 分别为 503x、179x 和 96x, 公司是行业里三维手术解决方案较早完整推出的厂家, 房颤术式解决方案丰富, 未来房颤手术放量可期, 维持“买入”评级。

● **风险提示**

公司新产品商业化不预期风险。
 公司行业竞争格局恶化风险。
 公司在研临床进展不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	260	341	487	698
收入同比 (%)	37.0%	31.0%	42.9%	43.2%
归属母公司净利润	3	17	49	91
净利润同比 (%)	124.8%	483.8%	181.7%	86.5%
毛利率 (%)	69.1%	66.2%	66.1%	66.0%
ROE (%)	0.2%	1.0%	2.8%	5.0%
每股收益 (元)	0.01	0.04	0.10	0.19
P/E	3781.43	503.41	178.72	95.81
P/B	7.43	5.16	5.01	4.77
EV/EBITDA	1094.33	300.30	136.13	77.59

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1596	1609	1673	1777	营业收入	260	341	487	698
现金	585	588	530	584	营业成本	80	115	165	237
应收账款	36	46	73	95	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	2	0	3	2	销售费用	81	99	132	181
预付账款	7	12	16	23	管理费用	36	44	54	70
存货	87	83	171	193	财务费用	-10	-12	-12	-11
其他流动资产	880	880	880	880	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	192	219	250	277	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	71	76	79	81	营业利润	3	17	49	91
无形资产	41	49	63	75	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	77	91	105	119	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1788	1828	1924	2054	利润总额	3	17	49	91
流动负债	66	88	135	174	所得税	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	3	17	49	91
应付账款	22	20	44	47	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	44	69	91	127	归属母公司净利润	3	17	49	91
非流动负债	47	47	47	47	EBITDA	11	27	60	105
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.01	0.04	0.10	0.19
其他非流动负债	47	47	47	47					
负债合计	113	135	182	221					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	471	471	471	471	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1260	1260	1260	1260	成长能力				
留存收益	-55	-38	11	102	营业收入	37.0%	31.0%	42.9%	43.2%
归属母公司股东权	1675	1693	1742	1833	营业利润	125.4%	473.5%	181.7%	86.5%
负债和股东权益	1788	1828	1924	2054	归属于母公司净利	124.8%	483.8%	181.7%	86.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	69.1%	66.2%	66.1%	66.0%
					净利率 (%)	1.1%	5.1%	10.0%	13.1%
					ROE (%)	0.2%	1.0%	2.8%	5.0%
					ROIC (%)	-0.5%	0.3%	2.1%	4.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	6.3%	7.4%	9.5%	10.8%
					净负债比率 (%)	6.7%	8.0%	10.4%	12.1%
					流动比率	24.12	18.24	12.38	10.18
					速动比率	22.70	17.17	11.00	8.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.19	0.26	0.35
					应收账款周转率	8.36	8.36	8.18	8.27
					应付账款周转率	4.55	5.60	5.21	5.20
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.01	0.04	0.10	0.19
					每股经营现金流薄)	-0.02	0.11	-0.01	0.22
					每股净资产	3.56	3.60	3.70	3.89
					估值比率				
					P/E	3781.43	503.41	178.72	95.81
					P/B	7.43	5.16	5.01	4.77
					EV/EBITDA	1094.33	300.30	136.13	77.59

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 李婵, 研究助理, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。