

2023年10月27日

买入（维持）

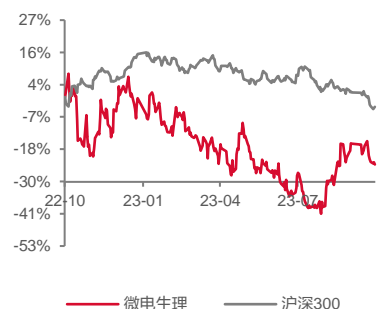
报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

数据日期	2023/10/27
收盘价	22.53
总股本(万股)	47,060
流通A股/B股(万股)	12,204/0
资产负债率(%)	7.19%
市净率(倍)	6.27
净资产收益率(加权)	0.68
12个月内最高/最低价	29.15/15.44



相关研究

微电生理（688351）：业绩符合预期，持续看好产品放量

——公司简评报告

投资要点

- 公司业绩符合预期。**2023前三季度，公司实现营业收入2.36亿元（+23.01%）、归母净利润0.12亿元（+325.36%）、扣非归母净利润-0.17亿元。其中，Q3单季实现营业收入0.94亿元（+34.21%）、归母净利润0.09亿元（+669.08%）。报告期内，公司业绩快速增长主要系公司产品受到市场广泛认可，产品竞争力持续增强，产销量稳步提升，规模效应显现。公司业绩整体符合预期。
- 海内外协同发展，高端新品加速推进。**报告期内，公司冷冻消融导管及设备获批上市，成为首个获批用于房颤治疗的国产冷冻消融产品；TrueForce®一次性使用压力监测磁定位射频消融导管获得欧盟CE认证和英国UKCA认证，该产品截止今年8月底已在国内完成了400余例压力指导下的射频消融手术，本次获CE和UKCA认证进一步扩充了公司在海外市场销售的产品种类。此外，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，预计今年下半年获批；压力感知脉冲消融导管正在开展临床试验，预计今年内完成。我们认为未来高端新品在海内外的陆续上市销售有望贡献新的业绩增量，预计公司营收将持续快速增长。
- 电生理集采推动公司产品快速放量。**今年4月起，福建等27省市电生理集采已经全面执行，公司在单件采购模式申报企业2家及以上竞价单元中获得了14个拟中选资格，在单件采购模式独家报名竞价单元及配套采购模式中获5个拟中选资格，中标数量领先；今年9月，北京DRG集采联动政策推出，电生理耗材降幅10%-60%，平均降幅仅为32%，公司多个重要产品中标。随着电生理手术量不断增长和集采政策持续推进，我们预计公司产品市占率将逐步提高，持续看好公司产品放量。
- 集采导致毛利率下降。**前三季度，公司销售毛利率为65.55%，同比下降5.03pct；销售净利率为4.88%，同比提升3.47pct。毛利率下降预计主要系今年电生理省际联盟集采实施后，公司产品降价所致。期间费用率方面，前三季度销售费用率为33.14%，同比提升3.80pct；管理费用率为11.00%，同比下降3.57pct；研发费用率为27.19%，同比下降0.73pct；财务费用率为-1.98%，同比提升1.30pct。销售费用率提升预计主要因为新产品营销推广力度加大。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年的营收分别3.44/4.82/6.53亿元，归母净利润为0.29/0.61/1.10亿元。维持“买入”评级。
- 风险提示：**研发进展不及预期风险；产品销售推广不及预期风险；政策风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	141.29	190.03	260.32	343.67	481.88	652.78
增长率（%）	20.31%	34.50%	36.99%	32.02%	40.22%	35.46%
归母净利润（百万元）	5.74	-11.97	2.97	29.49	60.59	110.49
增长率（%）	138.0%	-308.5%	124.8%	892.27%	105.47%	82.36%
EPS（元/股）	0.01	-0.03	0.01	0.06	0.13	0.23
市盈率（P/E）	1360.52	—	3781.43	323.32	157.36	86.29
市净率（P/B）	13.50	13.25	7.43	5.57	5.38	5.07

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 10 月 27 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	260	344	482	653
%同比增速	37%	32%	40%	35%
营业成本	80	108	154	210
毛利	180	236	328	443
%营业收入	69%	69%	68%	68%
税金及附加	1	2	2	3
%营业收入	0%	1%	1%	1%
销售费用	81	93	120	157
%营业收入	31%	27%	25%	24%
管理费用	36	41	53	65
%营业收入	14%	12%	11%	10%
研发费用	77	89	116	137
%营业收入	30%	26%	24%	21%
财务费用	-10	-10	-12	-13
%营业收入	-4%	-3%	-3%	-2%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	9	9	12	16
投资收益	-2	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	3	29	61	110
%营业收入	1%	9%	13%	17%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	3	29	61	110
%营业收入	1%	9%	13%	17%
所得税费用	0	0	0	0
净利润	3	29	61	110
%营业收入	1%	9%	13%	17%
归属于母公司的净利润	3	29	61	110
%同比增速	125%	892%	105%	82%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.01	0.06	0.13	0.23

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.01	0.06	0.13	0.23
BVPS	3.56	3.63	3.76	4.00
PE	3,781.4	323.32	157.36	86.29
PEG	30.30	0.36	1.49	1.05
PB	7.43	5.57	5.38	5.07
EV/EBITDA	1,094.3	241.64	128.28	70.60
ROE	0%	2%	3%	6%
ROIC	0%	1%	3%	5%

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	585	708	767	890
交易性金融资产	880	780	680	580
应收账款及应收票据	36	43	56	74
存货	87	87	111	128
预付账款	7	9	12	15
其他流动资产	2	3	4	5
流动资产合计	1,596	1,629	1,631	1,692
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	71	74	99	153
无形资产	41	56	71	86
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	77	79	130	145
资产总计	1,788	1,841	1,933	2,078
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	22	28	39	51
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	17	22	29	38
应交税费	4	7	10	13
其他流动负债	23	33	43	54
流动负债合计	66	90	121	157
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	47	41	41	41
负债合计	113	131	162	197
归属于母公司的所有者权益	1,675	1,710	1,771	1,881
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1,675	1,710	1,771	1,881
负债及股东权益	1,788	1,841	1,933	2,078

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-9	58	69	133
投资	-877	100	100	100
资本性支出	-32	-37	-110	-110
其他	4	0	0	0
投资活动现金流净额	-905	63	-10	-10
债权融资	0	3	0	0
股权融资	1,085	5	0	0
支付股利及利息	0	0	0	0
其他	-19	-6	0	0
筹资活动现金流净额	1,065	1	0	0
现金净流量	152	123	59	123

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 10 月 27 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089