

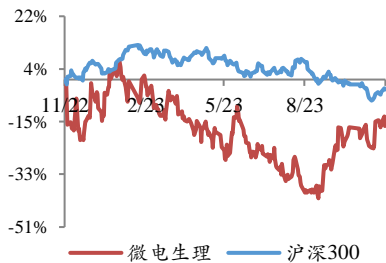
国内产品集采放量，海外市场拓展顺利

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-08

收盘价(元)	22.09
近12个月最高/最低(元)	28.16/15.45
总股本(百万股)	471
流通股本(百万股)	122
流通股比例(%)	25.93
总市值(亿元)	104
流通市值(亿元)	27

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

1.23H1 业绩符合预期，房颤解决方案完整 2023-09-08

2.【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：

公司发布公告，2023年前三季度，公司营业收入约2.36亿元，同比增长23.01%；归母净利润约0.12亿元，同比增长325.36%；扣非净利润-0.17亿元，同比减少2781.01%；经营活动产生的现金流量净额-0.41亿元，同比下降130.35%。

其中，2023年第三季度营业收入0.94亿元，同比增长34.21%；归母净利润0.09亿元，同比增长669.08%；扣非净利润-0.05亿元，同比减少308.24%；经营活动产生的现金流量净额-0.03亿元，同比增长65.72%。

✓ 点评：

● 23Q3 收入保持快速增长，未明显受到反腐政策影响

2023Q3 公司营业收入0.94亿元，环比2023Q2的0.90亿元略有增长。2023Q3期间，福建电生理耗材集采联盟的27个省预计全部执行集采价格，因此集采产品的出厂价也有一定幅度下降。2023Q3综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为62.39%、30.35%、11.10%、25.11%、-1.20%、9.97%，变动幅度为-9.46pp、-1.35pp、-4.41pp、-3.94pp、3.55pp、8.23pp。

2023年前三季度，公司电生理手术量快速提升，同比增速约40%，国内单三季度手术量同比增长接近30%。截至2023年10月，公司三维手术累计超过5万例，而且公司面向房颤适应症的高端耗材星型磁电定位标测导管、压力监测磁定位射频消融导管、冷冻消融系统分别于2022年10月、2022年12月及2023年8月获批上市并进入挂网阶段，其中压力导管累计手术量已近700台（其中商业化手术量约300台），新品商业化稳步推进。

● 海外市场拓展顺利，增速亮眼

公司目前已累计覆盖31个国家，2023年前三季度营收同比增长50%以上，压力监测磁定位射频消融导管于8月25号获得了CE的认证和英国的认证。公司坚持全球化发展战略，强化国际销售网络，组织开展三维手术病例论坛。通过参与欧洲和美国心律学年会等活动，展示公司全产品线解决方案，加大产品海外宣传力度，不断提升品牌知名度。

海外业务公司有四大区域，各个区域的占比来看，目前西欧收入占海外收入的40%，中东非约占34%，亚太占比接近10%，拉美占比10%以上。从增速来看，亚太地区虽然占比较小，但是整体增速还是比较快的，增速翻一番。

● 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 599x、213x 和 114x, 对应的 PS 倍数分别为 30.50x、21.35x 和 14.90x, 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	599.15	212.71	114.03
P/B	7.43	6.14	5.97	5.67
EV/EBITDA	1094.33	361.33	163.61	93.35

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	599.15	212.71	114.03
					P/B	7.43	6.14	5.97	5.67
					EV/EBITDA	1094.33	361.33	163.61	93.35

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。