

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.52
总股本/流通股本(亿股)	4.71 / 1.23
总市值/流通市值(亿元)	115 / 30
52周内最高/最低价	28.60 / 15.45
资产负债率(%)	7.6%
市盈率	2,026.45
宁波梅山保税港区铎杰股权投资管理有限公司	
第一大股東	-嘉兴华杰一号股权投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
研究助理: 陈峻
SAC 登记编号: S1340123110013
Email: chenjun@cnpsec.com

微电生理(688351)

“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局，公司全面进军房颤市场

● 业绩简评

公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 26.46%；实现归属于母公司所有者的净利润 568.85 万元，同比增长 85.17%；公司 2023 年度归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为-3,547.02 万元。

● 23 年经营分析

2023 年公司国内三维手术累计突破 5 万例，压力导管和冷冻球囊开启房颤术式国产化替代进程。福建集采顺利落地；北京集采压力导管、星型标测导管等产品全线中标；京津冀“3+N”联盟冷冻消融系列产品在内的 4 个组套及单品部件全部中标；2023 年公司产品累计覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的 1000 余家医院，三维手术累计突破 5 万例。

2023 年公司国际市场实现营业收入同比增长超过 50%。公司业务累计覆盖 35 个国家和地区，TrueForce®压力导管获得欧盟 MDR 认证和英国 UKCA 认证，国内外房颤市场拓展开始协同推进。

● 24 年经营计划

2024 年公司将加大国内和海外房颤市场的市场份额。2024 年在国内市场，公司将全面进军房颤市场，在高端术式治疗领域打开新局面。同时将通过三维系列产品的完整布局，叠加“射频+冷冻”两条赛道共同发力，2024 年公司三维手术量维持高增速。

公司持续推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局。公司泛血管介入手术机器人磁导航系统(Genesi sRMN®System)、磁导航消融导管处于提交注册申请阶段，压力脉冲消融导管处于随访阶段，肾动脉消融项目处于临床试验阶段。

● 盈利预测

我们看好公司未来在电生理领域的发展前景，预计公司 2024-2026 年收入端分别为 4.78 亿元（原值为 4.95 亿）、6.81 亿元（原值为 6.97 亿元）和 9.36 亿元，收入同比增速分别为 45.2%、42.5%和 37.4%，归母净利润预计 2024 年-2026 年分别为 0.28 亿元（原值为 0.44 亿）、0.73 亿元（原值为 1.11 亿元）和 1.35 亿元，归母净利润同比增速分别为 397.3%、159.7%和 83.3%。

● 风险提示：

产品研发进度不及预期、产品市场认可度不及预期、带量采购等政策不确定因素。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	329	478	681	936
增长率(%)	26.46	45.20	42.47	37.44
EBITDA(百万元)	10.70	51.66	97.38	158.96
归属母公司净利润(百万元)	5.69	28.29	73.47	134.65
增长率(%)	85.17	397.31	159.72	83.27
EPS(元/股)	0.01	0.06	0.16	0.29
市盈率(P/E)	2150.93	432.51	166.53	90.87
市净率(P/B)	7.26	7.14	6.85	6.37
EV/EBITDA	1106.05	232.46	123.21	75.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 2023 年公司营业收入同比增长 26.46%，三维手术累计突破 5 万例

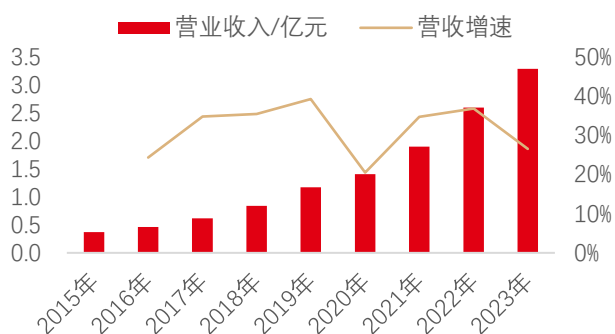
1.1 2023 年公司实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 26.46%

2023 年公司实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 26.46%。主要原因系 2023 年公司主要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。按季度进行拆分，四个季度营收分别为 0.52 亿元，0.90 亿元，0.94 亿元和 0.93 亿元。

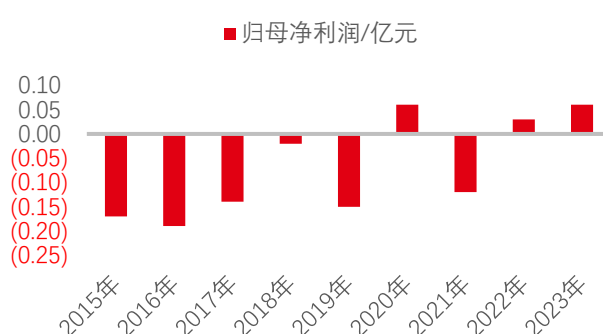
公司 2023 年度归属于母公司所有者的净利润 568.85 万元，同比增长 85.17%。主要原因公司营业收入增长以及使用闲置募集资金进行现金管理产生的投资收益共同影响带来的利润增加。

公司 2023 年度归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为-3,547.02 万元。尚未实现盈利。主要原因系电生理介入诊疗与消融治疗领域创新医疗器械研发、生产和销售项目研发周期长、资金投入大，公司产品上市时间相对较短，已上市产品尚未实现大规模商业化，市场占有率仍较低，由于营业收入尚不能覆盖公司整体的成本费用。

图表1：公司 2023 年实现营业收入 3.29 亿元，较上年同期增长 26.46%



图表2：公司 2023 年归属于母公司所有者的净利润为 568.85 万元，同比增长 85.17%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 国内市场三维手术累计突破 5 万例，压力导管使用突破 1000 例

2023 年北京市和京津冀“3+N”联盟电生理带量采购，公司主要产品全线中标。2023 年国内开展福建牵头的省际联盟电生理带量采购工作，完成 27 个省份带量采购落地实施；参与北京市医疗机构 DRG 付费和电生理带量采购，TrueForce®压力导管、EasyStars™星型标测导管等多款产品全线中标，已于 2023 年 12 月 15 日开展执行，冷冻系列产品已申请增补；参与京津冀“3+N”联盟电生理类医用耗材带量联动采购，包括冷冻消融系列产品在内的 4 个组套及单品部件全部中标。

压力导管和冷冻球囊开启房颤术式国产化替代进程。公司 TrueForce®压力导管作为首款获得 NMPA 批准上市的国产压力导管自上市以来，已在多家中心完成了 1000 余例压力监测指导下的射频消融手术。2023 年 8 月，IceMagic®球囊型冷冻消融导管及 IceMagic®冷冻消融设备获得 NMPA 注册证，成为首个获批用于房颤治疗的国产冷冻消融产品，截至目前已完成 20 多

个省份的挂网，并在解放军北部战区总院、武汉亚洲心脏病医院等多个中心开展试用，在温度控制技术、贴靠和封堵等方面有着良好表现，可进一步提升手术安全性和手术效率。

公司三维手术累计突破 5 万例。公司营销网络服务体系不断升级不断加强技术服务支持的能力，提升服务质量和公司品牌在市场内的认可度、影响力。截至 2023 年底，公司产品累计覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市的 1000 余家医院，三维手术累计突破 5 万例。

图表3：微电生理至今已开展三维电生理手术超 5 万例

时间节点	手术例数	例数差/时间差
2011 年 12 月	0 例	
2020 年 5 月	10000 例	10000 例/约 8.4 年
2022 年 8 月	超 30000 例	约 20000 例/约 2.3 年
2023 年 10 月	超 50000 例	约 20000 例/约 1.2 年

资料来源：公司招股书，公司公告，公司公众号，中邮证券研究所

公司产品种类齐全，打造丰富的上市产品矩阵。经过公司多年发展，目前已形成以二维产品、三维产品、电生理手术附件和冷冻消融产品为主的细分业务，打造丰富的上市产品矩阵，在电生理领域处于国内领先地位。

1.3 国际市场实现营业收入同比增长超过 50%，TrueForce®压力导管获得欧盟 MDR 认证和英国 UKCA 认证

2023 年公司国际市场实现营业收入同比增长超过 50%。公司国际业务累计覆盖 35 个国家和地区，累计 21 款产品获得 CE 认证，4 款产品获得美国 FDA 注册许可，1 款产品获得英国 UKCA 认证，20 款产品获得巴西注册证。2023 年 8 月 TrueForce®压力导管获得欧盟 MDR 认证和英国 UKCA 认证，国内外房颤市场拓展开始协同推进，在西班牙、希腊、波兰等国家顺利开展首批临床应用。

1.4 公司持续推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局

2023 年公司多项重磅产品分别在国内外获批上市。2023 年公司球囊型冷冻消融导管、冷冻消融设备获 NMPA 医疗器械产品注册证，第四代 Columbus®三维心脏电生理标测系统获得 NMPA 变更注册；公司产品一次性使用固定弯标测导管获得了美国食品药品监督管理局 (FDA) 的 510 (K) 认证；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。

公司注重对产品设计及开发具有重大意义的关键技术申请专利保护。截至 2023 年底，在全球范围内公司累计布局专利申请 528 项，有效授权专利 217 项，其中发明专利 117 项。

图表4：2023 年公司拥有已授权的境内外专利 217 项

	2022 年 H1	2022 年	2023 年 H1	2023 年
发明专利	95	99	112	117
实用新型专利	63	75	93	90
外观设计专利	9	14	10	10
境内外专利合计	167	188	215	217

资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

2 2024 年全面进军房颤市场，脉冲电场消融项目将于年内递交国内注册

2024 年公司将加大国内和海外房颤市场的市场份额。2024 年在国内市场，公司将全面进军房颤市场，在高端术式治疗领域打开新局面。通过三维系列产品的完整布局，叠加“射频+冷冻”两条赛道共同发力，2024 年公司三维手术量维持高增速。海外市场公司计划高效拓展拉美、亚太及欧洲等市场；加大 TrueForce® 压力监测导管在法国、意大利等国家使用推广，力争压力导管使用量过千例。IceMagic® 冷冻消融系列产品力争于 2024 年获得 CE 认证

公司持续推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局。公司泛血管介入手术机器人磁导航系统（GenesisRMN® System）、磁导航消融导管处于提交注册申请阶段，压力脉冲消融导管处于随访阶段，肾动脉消融项目处于临床试验阶段。预计 2024 年脉冲电场消融项目将正式递交国内注册，Stereotaxis 的第五代产品及共同研发的磁导航消融导管有望于 2024 年获批上市。

3 盈利预测与投资建议

我们看好公司未来在电生理领域的发展前景，预计公司 2024-2026 年收入端分别为 4.78 亿元（原值为 4.95 亿）、6.81 亿元（原值为 6.97 亿元）和 9.36 亿元，收入同比增速分别为 45.2%、42.5% 和 37.4%，归母净利润预计 2024 年-2026 年分别为 0.28 亿元（原值为 0.44 亿）、0.73 亿元（原值为 1.11 亿元）和 1.35 亿元，归母净利润同比增速分别为 397.3%，159.7% 和 83.3%

4 风险提示

产品研发进度不及预期、产品市场认可度不及预期、带量采购等政策不确定因素。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	329	478	681	936	营业收入	26.5%	45.2%	42.5%	37.4%
营业成本	120	136	180	240	营业利润	152.7%	263.4%	159.4%	83.5%
税金及附加	2	3	4	6	归属于母公司净利润	85.2%	397.3%	159.7%	83.3%
销售费用	109	159	218	290	获利能力				
管理费用	41	57	78	103	毛利率	63.5%	71.5%	73.6%	74.4%
研发费用	91	124	170	225	净利率	1.7%	5.9%	10.8%	14.4%
财务费用	-6	0	0	0	ROE	0.3%	1.7%	4.1%	7.0%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	-1.2%	1.6%	4.1%	6.9%
营业利润	8	28	72	132	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	7.6%	8.2%	9.5%	10.9%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	15.75	13.80	11.12	9.30
利润总额	6	28	72	132	营运能力				
所得税	0	-1	-1	-2	应收账款周转率	7.24	7.90	8.50	8.38
净利润	6	28	73	135	存货周转率	3.14	3.64	4.20	4.35
归母净利润	6	28	73	135	总资产周转率	0.18	0.26	0.35	0.45
每股收益(元)	0.01	0.06	0.16	0.29	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.01	0.06	0.16	0.29
货币资金	266	253	264	322	每股净资产	3.58	3.64	3.80	4.08
交易性金融资产	1067	1067	1067	1067	估值比率				
应收票据及应收账款	55	66	94	129	PE	2150.93	432.51	166.53	90.87
预付款项	7	13	17	23	PB	7.26	7.14	6.85	6.37
存货	122	140	184	246	现金流量表				
流动资产合计	1519	1542	1630	1793	净利润	6	28	73	135
固定资产	90	91	91	89	折旧和摊销	31	24	25	27
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-55	-20	-43	-58
无形资产	86	96	107	117	其他	-20	-5	-10	-15
非流动资产合计	304	325	346	364	经营活动现金流净额	-38	27	47	89
资产总计	1823	1867	1976	2156	资本开支	-42	-48	-49	-48
短期借款	0	0	0	0	其他	-233	8	12	17
应付票据及应付账款	37	36	48	64	投资活动现金流净额	-275	-40	-36	-30
其他流动负债	59	75	98	129	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	96	112	147	193	债务融资	0	0	0	0
其他	42	42	42	42	其他	-10	0	0	0
非流动负债合计	42	42	42	42	筹资活动现金流净额	-10	0	0	0
负债合计	138	154	188	234	现金及现金等价物净增加额	-323	-12	10	58
股本	471	471	471	471					
资本公积金	1264	1264	1264	1264					
未分配利润	-49	-25	38	152					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	4	15	35					
所有者权益合计	1685	1714	1787	1922					
负债和所有者权益总计	1823	1867	1976	2156					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048