

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

微电生理(688351)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

国内海外双轮驱动，行业 Beta+个股 Alpha 共振

2024年04月07日

事件: 2024年3月30日，公司发布2023年年度报告，公司实现营业收入3.29亿元，同比增长26.46%；归属于母公司所有者的净利润为568.85万元，同比增长85.17%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为-3547.02万元，尚未实现盈利。

点评:

- **积极拥抱集采，三维手术量高速增长。国内市场:** 公司参与福建牵头的省际联盟电生理集采、北京市医疗机构DRG付费和电生理带量采购、京津冀“3+N”联盟电生理类集采，均取得较好成绩；同时营销网络服务体系不断升级，提升服务质量和公司品牌在市场内的认可度、影响力。2023年，公司参加多项大型学术会议，搭建压力导管应用分享学术平台，进一步体现诊断及治疗一体化解决方案能力。2023年末，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，三维手术量累计突破5万例。
- **坚定全球战略发展，海外收入高速增长。** 面对复杂的国际商业环境，公司坚定全球化发展战略，重点加强代理渠道建立，提高海外临床使用量；随着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；公司积极参加欧洲心律大会、美国心律大会、亚太心律大会等20场国际性会议，全方位展示公司产品和技术，国际市场行业知名度逐步提升；加强海外市场代理商培训，提高临床手术应用能力，提升客户满意度，2023年末，国际市场实现营业收入同比增长超过50%，累计覆盖35个国家和地区，累计21款产品。
- **行业 Beta+个股 Alpha 共振，未来成长可期。** 随着心脏电生理手术治疗的优势逐渐得到临床验证，中国快速性心律失常患者中使用电生理手术治疗的手术量持续增长。根据弗若斯特沙利文统计及预测，我国电生理手术量2020-2025E年复合年增长率为28%；受三维标测技术的发展、房颤中心的推广等一系列因素驱动，电生理房颤手术量有望从2021年的10.1万例增长到2025年的38.3万例，年复合增长率高达39.56%；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；压力脉冲消融导管项目完成临床入组，已进入随访阶段，公司通过投资上海商阳医疗科技有限公司，加快完善PFA领域研发布局；肾动脉消融项目进入临床试验阶段，通过与Columbus®三维心脏电生理标测系统联用以实现更加精准的靶点消融，降低X射线对患者和患者的伤害。我们认为电生理行业发展较为迅速，微电生理作为行业龙头，推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局，未来成长可期。
- **盈利预测与投资评级:** 预计2024-2026年公司归母净利润分别为1585、3580、6894万元，同比增长178.6%、125.9%、92.6%，EPS分别为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

0.03、0.08、0.15 元，现价对应 PE 为 714、316、164 倍。

- **风险因素：**创新技术与产品的研发风险；经营渠道管理风险；产品质量及潜在责任风险；市场竞争风险；汇率波动风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	260	329	444	600	810
增长率 YoY %	37.0%	26.5%	35.0%	35.0%	35.0%
归属母公司净利润 (百万元)	3.07	5.69	15.85	35.80	68.94
增长率 YoY%	125.7%	85.2%	178.6%	125.9%	92.6%
毛利率%	69.1%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%
净资产收益率ROE%	0.2%	0.3%	0.9%	2.1%	3.8%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.01	0.03	0.08	0.15
市盈率 P/E(倍)	3,685.68	1,990.44	714.41	316.24	164.23
市净率 P/B(倍)	6.76	6.72	6.65	6.52	6.27

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 3 日收盘价

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		

流动资产	1,596	1,519	1,666	1,771	1,951
货币资金	585	266	476	538	664
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	36	55	54	71	95
预付账款	7	7	13	16	21
存货	87	122	45	61	82
其他	881	1,070	1,080	1,085	1,088
非流动资产	197	304	313	353	384
长期股权投资	3	72	72	94	110
固定资产(合计)	71	90	76	61	46
无形资产	41	86	103	131	157
其他	81	57	62	67	71
资产总计	1,792	1,823	1,979	2,123	2,335
流动负债	66	96	236	352	496
短期借款	0	0	80	160	240
应付票据	0	0	9	12	16
应付账款	22	37	20	27	37
其他	44	59	126	153	203
非流动负债	51	42	42	34	33
长期借款	0	0	0	0	0
其他	51	42	42	34	33
负债合计	117	138	278	386	529
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,676	1,685	1,701	1,737	1,806
负债和股东权益	1,792	1,823	1,979	2,123	2,335

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	260	329	444	600	810
同比(%)	37.0%	26.5%	35.0%	35.0%	35.0%
归属母公司净利润	3.07	5.69	15.85	35.80	68.94
同比	125.7	85.2%	178.6%	125.9%	92.6%
毛利率(%)	69.1%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%
ROE%	0.2%	0.3%	0.9%	2.1%	3.8%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.01	0.03	0.08	0.15
P/E	3,685.6	1,990.4	714.41	316.24	164.23
P/B	6.76	6.72	6.65	6.52	6.27
EV/EBITDA	1,094.33	1,106.05	247.01	162.31	101.96

营业总收入	260	329	444	600	810
营业成本	80	120	162	219	296
营业税金及附加	1	2	3	4	5
销售费用	81	109	133	168	202
管理费用	36	41	53	66	89
研发费用	77	91	111	150	202
财务费用	-10	-6	-2	-2	0
减值损失合计	-1	-1	0	0	0
投资净收益	-2	10	13	18	24
其他	12	27	20	26	37
营业利润	3	8	18	40	77
营业外收支	0	-2	0	0	0
利润总额	3	6	18	40	77
所得税	0	0	2	4	8
净利润	3	6	16	36	69
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3	6	16	36	69
EBITDA	11	11	44	68	107
EPS(当年)(元)	0.01	0.01	0.03	0.08	0.15

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-9	-38	156	44	93
净利润	3	6	16	36	69
折旧摊销	19	31	29	30	30
财务费用	0	1	2	5	8
投资损失	2	-10	-13	-18	-24
营运资金变动	-32	-55	121	-8	8
其它	-2	-10	2	0	2
投资活动现金流	-905	-275	-24	-52	-37
资本支出	-32	-42	-38	-47	-46
长期投资	-877	-258	0	-23	-15
其他	4	25	13	18	24
筹资活动现金流	1,065	-10	78	69	71
吸收投资	1,085	0	0	0	0
借款	0	0	80	80	80
支付利息或股息	0	0	-2	-5	-8
现金流净增加额	152	-323	210	62	126

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。