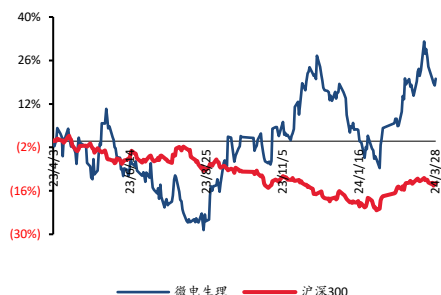


国内外市场拓展迅速，有望打造“冰火电”一站式解决方案

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.71/1.22
总市值/流通(亿元)	122.36/31.69
12个月内最高/最低价(元)	28.75/15.44

相关研究报告

<<微电生理深度报告：国产电生理领航人，新品层出创新迭代迎蓝海>>—2023-11-24

<<新品厚积薄发持续迭代，集采落地加速产品放量>>—2023-10-30

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

事件：3月30日，公司发布2023年年度报告：全年实现营业收入3.29亿元，同比增长26.46%，主要系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；归母净利润0.06亿元，同比增长85.17%；扣非净利润-0.35亿元，同比减少214.09%；经营活动产生的现金流量净额-0.38亿元，同比减少304.77%。

其中，第四季度实现营业收入0.93亿元，同比增长36.11%；归母净利润-0.06亿元，同比减少2311.78%；扣非净利润-0.18亿元，同比减少67.02%；经营活动产生的现金流量净额0.03亿元，同比减少66.65%。

特色产品矩阵提供一站式解决方案，国内外市场拓展迅速

2023年，公司境内市场实现营业收入2.51亿元，同比增加17.15%。1) 截止2023年底，公司三维手术累计突破5万例，累计覆盖1000余家医院。2) 作为首款获得NMPA批准上市的国产压力导管，TrueForce®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，均获得满意疗效和术者好评。3) 冷冻消融系统率先破冰国产冷冻消融房颤市场，在温度控制技术、贴靠和封堵等方面有着良好表现，截至目前已完成20多个省份的挂网。

2023年，公司境外市场实现营业收入0.69亿元，同比增加59.50%。截止2023年年底，公司累计覆盖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。1) 面对复杂的国际商业环境，公司根据产品定位不断调整营销策略，重点加强代理渠道的建立；2) TrueForce®压力导管于2023年8月获得欧盟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；3) 积极践行国产品牌“走出去”理念，参加欧洲心律大会、美国心律大会和亚太心律大会，逐步提升国际市场行业知名度。

集采中标情况良好，助力产品迅速放量

截至2023年底，1) 在福建牵头的省际联盟电生理带量采购工作中，公司完成了27个省份带量采购落地实施；2) 公司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；3) 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。

研发实力强劲，有望实现电生理“冰火电”全产品覆盖

截至2023年底，1) 压力脉冲消融导管项目已完成临床入组，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，推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局，为快速心律失常患者提供更为完善的诊疗方案，PFA产品预计于2025年获批。

2) 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，可以降低 X 射线对术者和患者的伤害，RDN 产品预计于 2025 年-2026 年获批。

3) 公司持续推进与 Stereotaxis 的合作，其核心产品第五代“泛血管介入手术机器人磁导航系统”(GenesisRMM® System) 已由公司提交注册申请，预计 2024 年获得 NMPA 注册批准；完成 Columbus® 三维心脏电生理标测系统磁导航模块开发，具备支持远程手术的条件，可实现设备远程操控；截至目前，共同合作研发的磁导航消融导管已递交注册申请。

期间费用率略有波动，整体净利率略有提升

综合毛利率同比下降 5.59pct 至 63.51%，主要系电生理省际联盟集中带量采购实施；销售费用率同比提升 2.08pct 至 33.20%，主要系公司销售规模增长，销售团队人工成本和营销成本相应增长以及销售活动全面恢复；管理费用率同比下降 1.49pct 至 12.41%；研发费用率同比下降 1.81pct 至 27.74%；财务费用率同比提升 1.89pct 至 -1.81%；综合影响下，公司整体净利率同比提升 0.59pct 至 1.73%。

其中，2023 年第四季度的综合毛利率、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 58.34%、33.37%、15.97%、29.12%、-1.4%、-6.26%，分别变动 -6.64pct、-2.75pct、+3.98pct、-5.01pct、+3.51pct、-6.65pct。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.77 亿/ 6.71 亿/ 9.03 亿元，同比增速分别为 45%/41%/35%；归母净利润分别为 0.49 亿/ 0.90 亿/ 1.58 亿元；分别同比增长 761%/83%/76%；EPS 分别为 0.10 /0.19 /0.34，按照 2024 年 3 月 29 日收盘价对应 2024 年 250 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，行业政策导致产品价格下降的风险，新产品研发失败及注册风险，科研及管理人才流失的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	329	477	671	903
营业收入增长率(%)	26.46%	44.79%	40.80%	34.50%
归母净利（百万元）	6	49	90	158
净利润增长率(%)	85.17%	761.11%	82.85%	76.34%
摊薄每股收益（元）	0.01	0.10	0.19	0.34
市盈率（PE）	2,119.83	249.79	136.61	77.47

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	585	266	198	140	145
应收和预付款项	43	62	77	108	145
存货	87	122	148	217	290
其他流动资产	881	1,070	1,101	1,133	1,165
流动资产合计	1,596	1,519	1,525	1,598	1,745
长期股权投资	3	72	92	112	132
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	71	90	91	90	87
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	86	106	156	206	256
长期待摊费用	4	8	9	11	12
其他非流动资产	1,628	1,548	1,558	1,635	1,787
资产总计	1,792	1,823	1,905	2,053	2,273
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	22	37	51	75	100
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	95	101	120	154	191
负债合计	117	138	171	229	291
股本	471	471	471	471	471
资本公积	1,260	1,264	1,264	1,264	1,264
留存收益	-55	-49	0	90	248
归母公司股东权益	1,676	1,685	1,735	1,824	1,982
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,676	1,685	1,735	1,824	1,982
负债和股东权益	1,792	1,823	1,905	2,053	2,273

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	-9	-38	49	50	103
投资性现金流	-905	-275	-123	-114	-104
融资性现金流	1,065	-10	6	6	6
现金增加额	152	-323	-67	-58	5

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	260	329	477	671	903
营业成本	80	120	153	224	300
营业税金及附加	1	2	3	4	6
销售费用	81	109	143	195	253
管理费用	36	41	52	67	81
财务费用	-10	-6	-3	-2	-1
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
投资收益	-2	10	21	30	41
公允价值变动	3	12	0	0	0
营业利润	3	8	50	91	159
其他非经营损益	0	-2	-1	-1	-1
利润总额	3	6	49	90	158
所得税	0	0	0	0	0
净利润	3	6	49	90	158
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	3	6	49	90	158

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	69.11%	63.51%	67.91%	66.59%	66.79%
销售净利率	1.18%	1.73%	10.28%	13.35%	17.50%
销售收入增长率	36.99%	26.46%	44.79%	40.80%	34.50%
EBIT 增长率	51.38%	-167.35%	324.42%	89.05%	78.73%
净利润增长率	125.66%	85.17%	761.11%	82.85%	76.34%
ROE	0.18%	0.34%	2.82%	4.91%	7.97%
ROA	0.17%	0.31%	2.57%	4.36%	6.95%
ROIC	-0.47%	-1.22%	2.62%	4.70%	7.73%
EPS (X)	0.01	0.01	0.10	0.19	0.34
PE (X)	3,626.03	2,119.83	249.79	136.61	77.47
PB (X)	7.43	7.16	7.05	6.71	6.17
PS (X)	47.85	36.67	25.67	18.23	13.56
EV/EBITDA (X)	1,094.33	1,106.05	145.00	95.94	61.47

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。