

微电生理（688351）2023年报点评

海内外加速拓展，房颤市场率先破局

2024年04月16日

【投资要点】

- ◆ **营收快速增长，业绩符合预期。**公司2023年营业收入3.29亿元，较上年同期的2.60亿元同比+26.46%；归母净利润568.85万元，同比+85.17%。23年公司销售、管理、研发费率分别为33.20%、12.41%、27.74%，同比分别+2.08pct、-1.49pct、-1.81pct；毛利率为81.51%，同比-5.60pct。23年公司产品收到市场广泛认可，产品竞争力持续增强，产销量稳步提升。因集采落地，叠加公司压力导管、微电极导管、冷冻系列等新品陆续上市推广，规模有限成本偏高，拉低了整体毛利率，后续随着新品产销量的增加，毛利率将逐步提升。公司海外业务毛利率稳定，与前期基本持平。
- ◆ **海内外市场加速拓展，三维手术量保持高速增长。**国内市场方面，公司福建省际联盟集采顺利实施，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”联盟集采冷冻消融系列产品在内的4个组套及单品部件全部中标。公司首款国产压力导管 TrueForce® 自上市以来已在多家中心完成了1000余例手术，开启房颤术式国产化替代进程。公司国产首个 IceMagic® 冷冻消融系列产品于23年8月获批上市，目前已完成20多个省份的挂网，并在多个中心开展试用。23年公司产品已累计覆盖国内1000余家医院，三维手术累计突破5万例。海外方面实现营收增长超过50%，公司重点加强代理渠道建立，提高海外临床使用量，积极参会展示产品和技术，国际市场知名度稳步提升。23年8月公司 TrueForce® 压力导管获得欧盟 MDR 认证和英国 UKCA 认证，与国内房颤市场拓展协同推进。
- ◆ **研发创新持续推进，治疗方案不断完善升级。**公司推进“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局。自研的压力脉冲导管已完成临床入组，进入随访阶段，对外投资的商阳医疗的 PFA 项目临床随访已经接近尾声，预计25年Q1获批。磁导航机器人方面，与 Stereotaxis 合作的第五代磁导航设备以及合作研发的磁导航导管已递交注册，预计24年获批。RDN 肾动脉消融方面，目前正在开展临床试验，子公司鸿电医疗的 FlashPoint® 肾动脉射频消融系统已进入创新器械“绿色通道”。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

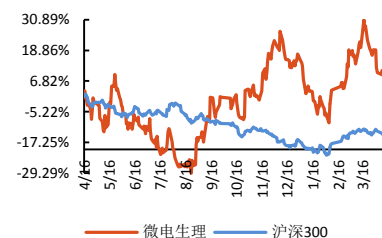
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：殷明伦

电话：(+86) 18936221690

相对指数表现



基本数据

| | |
|--------------|------------------|
| 总市值（百万元） | 10409.67 |
| 流通市值（百万元） | 2728.51 |
| 52周最高/最低（元） | 28.75/15.44 |
| 52周最高/最低（PE） | 3564.55/-1816.20 |
| 52周最高/最低（PB） | 7.99/4.34 |
| 52周涨幅（%） | -1.73 |
| 52周换手率（%） | 406.60 |

相关研究

《海外市场完善布局，产品放量业绩高增》

2024.03.05

【投资建议】

- ◆ 经过十余年电生理赛道的持续深耕及创新研究，微电生理作为国产首家能够提供三维心脏电生理设备与耗材完整解决方案的公司，现已攻克电生理领域诸多关键技术，打破了外资的长期技术垄断地位。公司在当下高景气、低渗透率、低国产化率的电生理赛道上占据的先发优势明显，标内产品有望在亮眼的集采表现下完成快速放量，创新产品的陆续上市以及海外市场的持续拓展也将为公司带来可观的第二增长曲线，预计盈利能力将进一步提升。我们上调公司 2024/2025 年的盈利预测，并新增引入 2026 年盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年的营业收入分别为 4.64/6.47/8.89 亿元，对应归母净利润分别 0.29/0.71/1.23 亿元，EPS 分别为 0.06/0.15/0.26 元，维持公司“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 329.19 | 464.44 | 646.86 | 889.13 |
| 增长率（%） | 26.46% | 41.08% | 39.28% | 37.45% |
| EBITDA（百万元） | 10.70 | 49.63 | 94.95 | 150.47 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 5.69 | 28.80 | 70.54 | 122.60 |
| 增长率（%） | 85.17% | 406.21% | 144.96% | 73.80% |
| EPS（元/股） | 0.01 | 0.06 | 0.15 | 0.26 |
| 市盈率（P/E） | 2119.83 | 393.37 | 160.58 | 92.40 |
| 市净率（P/B） | 7.16 | 6.61 | 6.35 | 5.94 |
| EV/EBITDA | 1106.05 | 224.40 | 117.71 | 74.27 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 产品集中带量采购政策变化风险
- ◆ 产品升级及新产品开发风险
- ◆ 市场竞争加剧风险

资产负债表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 1519.23 | 1536.98 | 1611.08 | 1747.81 |
| 货币资金 | 265.53 | 215.55 | 177.30 | 177.59 |
| 应收及预付 | 61.71 | 82.10 | 114.50 | 157.87 |
| 存货 | 122.39 | 147.31 | 203.87 | 273.35 |
| 其他流动资产 | 1069.60 | 1092.02 | 1115.40 | 1139.00 |
| 非流动资产 | 304.04 | 337.66 | 374.08 | 413.70 |
| 长期股权投资 | 71.55 | 76.55 | 81.55 | 86.55 |
| 固定资产 | 89.97 | 91.09 | 91.01 | 90.13 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 85.88 | 100.88 | 115.88 | 130.88 |
| 其他长期资产 | 56.65 | 69.15 | 85.65 | 106.15 |
| 资产总计 | 1823.27 | 1874.64 | 1985.15 | 2161.51 |
| 流动负债 | 96.44 | 118.51 | 158.48 | 212.25 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付及预收 | 37.37 | 42.01 | 58.22 | 78.92 |
| 其他流动负债 | 59.06 | 76.50 | 100.26 | 133.32 |
| 非流动负债 | 41.77 | 41.77 | 41.77 | 41.77 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 41.77 | 41.77 | 41.77 | 41.77 |
| 负债合计 | 138.21 | 160.28 | 200.26 | 254.02 |
| 实收资本 | 470.60 | 470.60 | 470.60 | 470.60 |
| 资本公积 | 1263.73 | 1263.73 | 1263.73 | 1263.73 |
| 留存收益 | -49.28 | -19.98 | 50.56 | 173.16 |
| 归属母公司股东权益 | 1685.06 | 1714.36 | 1784.90 | 1907.49 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债和股东权益 | 1823.27 | 1874.64 | 1985.15 | 2161.51 |

利润表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 329.19 | 464.44 | 646.86 | 889.13 |
| 营业成本 | 120.12 | 145.41 | 198.62 | 267.81 |
| 税金及附加 | 2.20 | 2.09 | 2.72 | 3.92 |
| 销售费用 | 109.30 | 139.33 | 182.74 | 240.07 |
| 管理费用 | 40.85 | 55.73 | 74.39 | 97.80 |
| 研发费用 | 91.31 | 120.75 | 159.13 | 208.95 |
| 财务费用 | -5.97 | -3.54 | -2.67 | -2.00 |
| 资产减值损失 | -0.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 12.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 10.14 | -0.89 | 3.57 | 5.00 |
| 资产处置收益 | 0.00 | 0.02 | 0.03 | 0.00 |
| 其他收益 | 15.83 | 25.00 | 35.00 | 45.00 |
| 营业利润 | 7.65 | 28.80 | 70.54 | 122.60 |
| 营业外收入 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 2.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 5.61 | 28.80 | 70.54 | 122.60 |
| 所得税 | -0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 5.69 | 28.80 | 70.54 | 122.60 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 5.69 | 28.80 | 70.54 | 122.60 |
| EBITDA | 10.70 | 49.63 | 94.95 | 150.47 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | -37.97 | 29.48 | 42.75 | 85.89 |
| 净利润 | 5.69 | 28.80 | 70.54 | 122.60 |
| 折旧摊销 | 31.34 | 24.38 | 27.08 | 29.87 |
| 营运资金变动 | -55.29 | -25.66 | -52.37 | -62.68 |
| 其它 | -19.71 | 1.97 | -2.50 | -3.90 |
| 投资活动现金流 | -274.66 | -78.87 | -79.90 | -84.50 |
| 资本支出 | -41.93 | -51.48 | -56.97 | -63.00 |
| 投资变动 | -257.94 | -25.00 | -25.00 | -25.00 |
| 其他 | 25.21 | -2.39 | 2.07 | 3.50 |
| 筹资活动现金流 | -10.47 | -1.10 | -1.10 | -1.10 |
| 银行借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -10.47 | -1.10 | -1.10 | -1.10 |
| 现金净增加额 | -322.59 | -49.98 | -38.25 | 0.29 |
| 期初现金余额 | 578.49 | 255.90 | 205.92 | 167.67 |
| 期末现金余额 | 255.90 | 205.92 | 167.67 | 167.96 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 26.46% | 41.08% | 39.28% | 37.45% |
| 营业利润增长 | 152.72% | 276.60% | 144.96% | 73.80% |
| 归属母公司净利润增长 | 85.17% | 406.21% | 144.96% | 73.80% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 63.51% | 68.69% | 69.29% | 69.88% |
| 净利率 | 1.73% | 6.20% | 10.90% | 13.79% |
| ROE | 0.34% | 1.68% | 3.95% | 6.43% |
| ROIC | -1.22% | 1.45% | 3.75% | 6.24% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 7.58% | 8.55% | 10.09% | 11.75% |
| 净负债比率 | - | - | - | - |
| 流动比率 | 15.75 | 12.97 | 10.17 | 8.23 |
| 速动比率 | 14.41 | 11.61 | 8.76 | 6.83 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.18 | 0.25 | 0.34 | 0.43 |
| 应收账款周转率 | 7.24 | 7.38 | 7.56 | 7.44 |
| 存货周转率 | 1.15 | 1.08 | 1.13 | 1.12 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.01 | 0.06 | 0.15 | 0.26 |
| 每股经营现金流 | -0.08 | 0.06 | 0.09 | 0.18 |
| 每股净资产 | 3.58 | 3.64 | 3.79 | 4.05 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 2119.83 | 393.37 | 160.58 | 92.40 |
| P/B | 7.16 | 6.61 | 6.35 | 5.94 |
| EV/EBITDA | 1106.05 | 224.40 | 117.71 | 74.27 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。