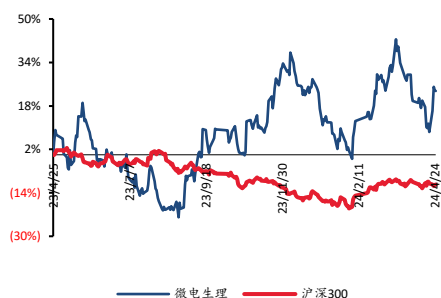


微电生理点评报告：集采加速产品放量，新品认可度提升持续进军房颤市场

■ 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)	116.61/31.69
12个月内最高/最低价(元)	28.75/15.44

相关研究报告

<<微电生理年报点评：国内外市场拓展迅速，有望打造“冰火电”一站式解决方案>>--2024-04-03

<<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：2024年4月25日晚，公司发布2024年第一季度报告：营业收入0.89亿元，同比增长71.01%，主要系公司积极开拓国内外市场，产品受到市场广泛认可，叠加带量采购政策的积极影响，公司产品销量较上年同期大幅提升；归母净利润0.04亿元，同比增长144.70%；扣非净利润-0.01亿元；经营活动产生的现金流量净额0.06亿元，同比增长145.41%，主要系公司营业收入增加带来的利润增长，同时公司强化费用管控，经营费用率较上年同期大幅下降。

集采加速产品放量，新品认可度提升不断开拓房颤市场

(1) 压力导管：2023年使用压力导管的手术量超过1,000台，2024年第一季度压力导管和高密度标测导管的使用依旧保持高速增长，我们预计今年压力导管将在北京、天津、湖北等地快速放量，有望拓展房颤市场并替换部分室上速市场。

(2) 冷冻系列产品：2023年8月获得国内注册证。截止目前，完成了20多个省份的挂网，并在多个头部中心开展临床手术试用。冷冻产品系列已申请北京集采补标并在天津和湖北联盟中标，有望在房颤领域进一步抢占份额。

(3) PFA：截止目前，压力脉冲项目已进入随访阶段。商阳医疗的one-shot PFA项目随访已经接近尾声，我们预计在2025年第一季度获证。

(4) RDN：2024年3月通过国家药品监督管理局(NMPA)创新医疗器械特别审查申请，进入特别审查程序“绿色通道”。

(5) 其他：磁导航手术机器人处于提交注册申请阶段，其他管线产品也在研发中(例如心腔内超声导管)。

盈利能力分析，强化费用管控，净利率显著提升

2024年第一季度，公司的综合毛利率、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60.54%、27.49%、11.50%、22.17%、-1.17%、4.68%，分别变动-7.78pct、-10.78pct、-2.84pct、-22.82pct、+1.05pct、+22.57pct。我们预计毛利率降低的原因是受到了带量采购的影响以及低毛利率产品占比提升导致收入结构的改变；净利率显著提升主要得益于公司营业收入增长带来的规模效应显现，以及销售费用率和研发费用率的显著降低。

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4月25日收盘价对应2024年250倍PE。维持“买入”评级。

风险提示：行业政策导致产品价格下降的风险，市场竞争风险，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。