

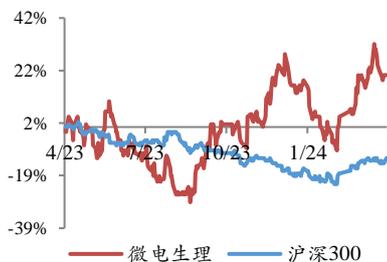
2023 年业绩符合预期，新产品放量可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-01

收盘价(元)	26.00
近12个月最高/最低(元)	28.75/15.44
总股本(百万股)	471
流通股本(百万股)	122
流通股比例(%)	25.90
总市值(亿元)	122
流通市值(亿元)	32

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 微电生理 (688351)：国内产品集采放量，海外市场拓展顺利 2023-11-08
2. 23H1 业绩符合预期，房颤解决方案完整 2023-09-08
3. 【华安医药】微电生理 (688351)：电生理龙头布局完整，享国产替代红

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入约 3.29 亿元，同比增长 26.46%，归母净利润 568.85 万元，同比增长 85.17%；扣非净利润-3547 万元，同比减少 214.09%。

其中，2023 年第四季度营业收入 0.93 亿元，同比增长 36.11%；归母净利润-0.06 亿元，扣非净利润-0.18 亿元。2023Q4 销售毛利率约 58.34%。

✓ 点评：

● 全年三维手术量高速增长，压力监测指导下的射频消融手术超 1000 例

2023 年公司导管类产品实现收入 2.19 亿元 (yoy+32%)，销售毛利率约在 65.97%，由于执行集采价格，导管类产品毛利率有所下降，预计随着公司导管中消融类，尤其是带压力感应功能的消融导管使用量提升，毛利率会有所恢复。

截至 2023 年末，公司产品累计覆盖全国 1000 余家医院，三维手术量累计突破 5 万例。其中 TrueForce 压力导管作为首款获得 NMPA 批准上市的国产压力导管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，开启房颤术式国产化替代进程。

公司在房颤领域上持续丰富解决方案，目前公司已经完善了射频消融（高密度标测、压力消融导管）和冷冻消融两类产品的布局，在脉冲消融方面，公司的压力脉冲消融导管项目已进入随访阶段，PFA 产品的布局将推进公司“射频+冷冻+脉冲电场”三大能量平台协同布局，预计在 2025 年新一轮福建电生理耗材集采联盟的续采中将进一步扩展市场份额。

● 海外市场拓展顺利，增速亮眼

2023 年，公司海外业务实现收入 0.69 亿元，同比增长 60%，占主营业务收入比例 21.5%，国际业务占比快速提升。2023 年 8 月公司 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。截至 23 年底，公司产品已覆盖法国、意大利、俄罗斯等 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，预计随着过去一年公司产品在海外医院临床等场合的展示及使用，会进一步增强公司海外品牌形象，促进公司海外市场收入增长。

● 研发费用投入继续保持高增长，在研产品丰富

2023 年，公司研发费用约 0.91 亿元，同比增长约 18.69%，占营

收比例约为 28%。

公司在研项目众多，其中（1）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；（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，降低 X 射线对术者和患者的伤害；（3）对已上市产品 TrueForce® 压力导管、EasyStars™ 星型标测导管、IceMagic® 球囊型冷冻消融导管等重点产品进行持续优化迭代研发，以更好满足房颤及复杂术式的临床需求；（4）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”（Genesis RMN® System）已由公司提交注册申请，预计 2024 年获得 NMPA 注册批准；（5）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。

● 投资建议

我们增加对 2026 年业绩预测，预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.86 亿元、6.62 亿元和 9.51 亿元，收入增速分别为 47.6%、36.3% 和 43.7%，2024-2026 年归母净利润分别实现 0.16 亿元、0.46 亿元和 1.01 亿元，增速分别为 182.2%、188.6% 和 118.9%，2024-2026 年 EPS 预计分别为 0.03 元、0.10 元和 0.22 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 762x、264x 和 121x，对应的 PS 倍数分别为 25x、18x 和 13x，公司是行业里三维手术解决方案较早完整推出的厂家，房颤术式解决方案丰富，未来房颤手术放量可期，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司新产品商业化不预期风险。

公司行业竞争格局恶化风险。

公司在研临床进展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	329	486	662	951
收入同比 (%)	26.5%	47.6%	36.3%	43.7%
归属母公司净利润	6	16	46	101
净利润同比 (%)	85.2%	182.2%	188.6%	118.9%
毛利率 (%)	63.5%	63.9%	64.2%	64.9%
ROE (%)	0.3%	0.9%	2.7%	5.5%
每股收益 (元)	0.01	0.03	0.10	0.22
P/E	2119.83	762.13	264.04	120.65
P/B	7.16	7.19	7.00	6.62
EV/EBITDA	1106.05	285.74	138.86	78.15

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1519	1520	1572	1688	营业收入	329	486	662	951
现金	266	224	143	149	营业成本	120	175	237	334
应收账款	55	62	105	135	营业税金及附加	2	3	4	6
其他应收款	2	2	5	5	销售费用	109	146	179	238
预付账款	7	14	17	24	管理费用	41	58	79	114
存货	122	152	236	308	财务费用	-6	-5	-4	-3
其他流动资产	1067	1067	1067	1067	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	304	350	398	441	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	72	72	72	72	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	90	97	104	107	营业利润	8	16	55	119
无形资产	86	119	157	193	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	57	63	65	70	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1823	1870	1971	2129	利润总额	6	16	55	119
流动负债	96	127	182	238	所得税	0	0	8	18
短期借款	0	0	0	0	净利润	6	16	46	101
应付账款	37	39	69	83	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	59	88	113	155	归属母公司净利润	6	16	46	101
非流动负债	42	42	42	42	EBITDA	11	42	87	155
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.01	0.03	0.10	0.22
其他非流动负债	42	42	42	42					
负债合计	138	169	223	280					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	471	471	471	471					
资本公积	1264	1264	1264	1264					
留存收益	-49	-33	13	115					
归属母公司股东权	1685	1701	1747	1849					
负债和股东权益	1823	1870	1971	2129					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	-38	36	5	88	成长能力				
净利润	6	16	46	101	营业收入	26.5%	47.6%	36.3%	43.7%
折旧摊销	31	31	37	39	营业利润	152.7%	110.0%	239.6%	118.9%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	85.2%	182.2%	188.6%	118.9%
投资损失	-10	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-55	-12	-79	-52	毛利率 (%)	63.5%	63.9%	64.2%	64.9%
其他经营现金流	51	28	125	154	净利率 (%)	1.7%	3.3%	7.0%	10.7%
投资活动现金流	-275	-77	-85	-81	ROE (%)	0.3%	0.9%	2.7%	5.5%
资本支出	-42	-77	-85	-81	ROIC (%)	-1.2%	0.6%	2.4%	5.3%
长期投资	-258	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	25	0	0	0	资产负债率 (%)	7.6%	9.0%	11.3%	13.2%
筹资活动现金流	-10	0	0	0	净负债比率 (%)	8.2%	9.9%	12.8%	15.2%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	15.75	11.95	8.66	7.08
长期借款	0	0	0	0	速动比率	14.41	10.65	7.27	5.69
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	4	0	0	0	总资产周转率	0.18	0.26	0.34	0.46
其他筹资现金流	-14	0	0	0	应收账款周转率	7.24	8.30	7.92	7.92
现金净增加额	-323	-42	-81	6	应付账款周转率	4.07	4.59	4.40	4.40
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.01	0.03	0.10	0.22
					每股经营现金流(薄)	-0.08	0.08	0.01	0.19
					每股净资产	3.58	3.61	3.71	3.93
					估值比率				
					P/E	2119.83	762.13	264.04	120.65
					P/B	7.16	7.19	7.00	6.62
					EV/EBITDA	1106.05	285.74	138.86	78.15

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李婵, 医药行业研究员, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。