

22 年业绩符合预期，23 年看好疫后复苏和新品放量

核心观点

公司是国产电生理龙头之一，同时也是全球市场中少数同时完成心脏电生理设备与耗材完整布局的厂商之一，未来成长空间广阔。短期来看，公司电生理手术有望迎来疫后复苏；中期来看，高密度标测导管和压力感应消融导管的获批标志着公司已完成房颤手术耗材全产品线布局，房颤手术市场份额有望加速提升。长期来看，一方面公司持续布局心脏电生理领域的冷冻消融、脉冲消融（PFA）以及难治性高血压领域的肾动脉消融等新技术和产品，有望进一步丰富公司产品管线，提升公司综合竞争力；另一方面，国内电生理行业渗透率仍然较低，未来渗透率提升空间大，奠定公司业绩长期可持续发展的基础。

事件

2023 年 3 月 28 日，公司发布 2022 年年报
根据公司公告，公司 2022 年实现营收 2.60 亿元，同比增长 37%；实现归母净利润 297 万元，同比扭亏为盈。实现扣非归母净利润为-1139 万元。基本每股收益为 0.007 元/股。

简评

2022 年业绩符合预期，2023 年看好疫后复苏和新品放量

公司 2022 年营收为 2.60 亿元，同比增长 37%；归母净利润为 297 万元，实现扭亏为盈；扣非归母净利润为-1139 万元，亏损进一步缩窄，整体业绩符合预期。公司利润端体量仍然较小，预计主要系公司销售和研发费用投入较大所致。分产品来看，公司导管类产品收入 1.66 亿元（yoy+13%），设备类产品收入 4167 万元（yoy+266%），其他产品收入 4974 万元（yoy+63%）。分地区来看，境内收入 2.14 亿元（yoy+30%），2022 年开展 1 万多例三维电生理手术，累计手术量超过 3 万例，累计覆盖医院 700 余家；境外收入 4320 万元（yoy+77%），其中中东俄非、西欧、拉美市场实现了较快的增速。

公司 2022 年第四季度收入为 0.68 亿元（yoy+30%），收入端增速较第三季度的 50%有所下降，预计主要由于去年四季度国内疫情防控政策调整后，终端手术开展受到一定影响。

微电生理 (688351.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

发布日期：2023 年 03 月 29 日

当前股价：22.61 元

主要数据

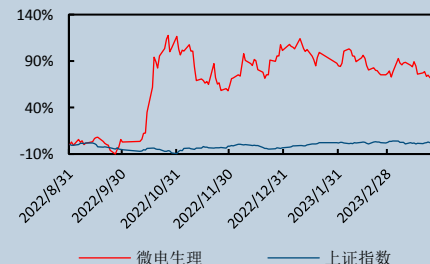
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.74/-1.35	-12.02/-16.86	/
12 月最高/最低价 (元)	28.60/11.82	
总股本 (万股)	47,060.00	
流通 A 股 (万股)	6,586.61	
总市值 (亿元)	106.40	
流通市值 (亿元)	14.89	
近 3 月日均成交量 (万)	242.24	

主要股东

宁波梅山保税港区铎杰股权投资 管理有限公司-嘉兴华杰一号股 权投资合伙企业(有限合伙)	34.94%
---	--------

股价表现



电生理行业高景气发展，集采落地后国产替代进程有望提速

国内电生理行业具有存量患者基数大、渗透率较低的特点，同时行业技术壁垒高、竞争格局良好，且目前国产化率较低（根据 Frost&Sullivan，按销售收入计算，2020 年国产厂商市场份额仅为 9.6%），国产替代空间大。根据 Frost&Sullivan，中国心律失常发病率较高，2020 年国内室上速和房颤患者合计约 1500 万人，而渗透率仍然较低，2019 中国和美国每百万人口的电生理手术量分别为 129 台和 1302 台，中国电生理手术渗透率仅为美国的 1/10 左右，未来随着电生理新术式的发展、医生数量的增加、手术价格的下降，渗透率有望持续提升。

展望 2023 年，一方面 2022 年国内电生理手术开展受疫情影响较大，预计疫情后有望迎来复苏。另一方面，公司去年四季度获 NMPA 批准的高密度标测导管和压力感应消融导管有望驱动公司在房颤市场的份额加速提升。此外，福建牵头的 27 省联盟电生理集采已落地，公司凭借供应链和成本上的优势，有望加速国产替代；同时，集采后电生理手术价格的下降有利于行业渗透率的提升。

公司产品品类丰富且齐全，房颤领域市场份额有望持续提升

公司产品研发和注册申报进展顺利，一次性使用星型磁电定位标测导管、一次性使用压力监测磁定位射频消融导管分别于 2022 年 10 月和 12 月获得 NMPA 注册批准，率先打破进口垄断，填补了国产空白，成为首家且目前唯一拥有完整房颤耗材解决方案的国产厂商，预计相比其他国产厂商至少有 1-2 年的先发优势，从今年开始有望加速抢占进口厂商在房颤市场的份额。公司第四代三维心脏电生理标测系统已于 2022 年 12 月提交国内注册申请，预计 2023 年获批。此外，公司已布局冷冻消融技术和脉冲消融技术（PFA），其中冷冻消融系统和配套的冷冻消融导管于 2021 年进入“绿色通道”，预计 2023 年获批。此外，公司肾动脉射频消融系统和肾动脉射频消融导管于 2017 年进入“绿色通道”，目前处于临床试验阶段，有望在 2025 年获批上市。公司在研管线布局全面，未来有望通过房颤介入手术完整解决方案切入快速增长的房颤市场。

财务指标基本正常，费用控制良好

公司 2022 年主营业务毛利率达到 69.71%，同比降低 2.84 个百分点，我们预计主要系产品结构变化以及海外收入占比提升所致。2022 年销售费用率为 31.12%，同比下降 6.11 个百分点；管理费用率为 13.90%，同比下降 3.92 个百分点；财务费用率为-3.71%，同比基本持平；研发费用率为 29.55%，同比下降 3.61 个百分点。公司期间费用率显著改善、研发费用率下降，预计主要系公司费用端增速显著低于收入端增速所致。公司经营性现金流净额为-938 万元，预计主要由于公司为应对带量采购及国际局势对供应链的影响，对主要原材料进行了储备。

国产电生理行业龙头之一，看好公司长期发展空间

公司是国产电生理龙头之一，同时也是全球市场中少数同时完成心脏电生理设备与耗材完整布局的厂商之一，未来成长空间广阔。短期来看，公司电生理手术有望迎来疫后复苏；中期来看，高密度标测导管和压力感应消融导管的获批标志着公司已完成房颤手术耗材全产品线布局，房颤手术市场份额有望加速提升。长期来看，一方面公司持续布局心脏电生理领域的冷冻消融、脉冲消融（PFA）以及难治性高血压领域的肾动脉消融等新技术和产品，有望进一步丰富公司产品管线，提升公司综合竞争力；另一方面，国内电生理行业渗透率仍然较低，未来渗透率提升空间大，奠定公司业绩长期可持续发展的基础。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 3.52、4.73 和 6.43 亿元，分别同比增长 35%、34%和 36%；归母净利润分别为 0.23、0.40 和 0.76 亿元，分别同比增长 657%、77%和 91%。维持“买入”评级。

风险提示

知识产权尚未盈利的风险；业绩大幅下滑或亏损的风险（截至报告期末，公司实现净利润扭亏为盈，2022年度归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为负，尚未实现盈利，公司在研项目未来仍需保持较大的研发投入，如果公司研发项目进展或产品上市后商业化情况不及预期，可能导致短期内公司亏损进一步扩大，从而对公司日常经营、财务状况等方面造成不利影响）；创新技术与产品的研发风险；核心技术人才流失风险；经营渠道管理风险；市场竞争风险；产品质量及潜在责任风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	260	352	473	643
增长率(%)	37%	35%	34%	36%
归属母公司股东净利润	3	23	40	76
增长率(%)	125%	657%	77%	91%
每股收益(EPS)	0.01	0.05	0.08	0.16
市盈率(P/E)	3580	473	266	140

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2023 年 03 月 28 日

图表2： 财务预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债表（百万元）					
流动资产	508	1596	2667	2018	1800
现金	430	585	1619	908	600
应收账款	26	36	52	69	94
其他应收款	1	2	2	2	3
预付账款	6	7	11	14	20
存货	45	87	104	145	203
其他流动资产	0	880	880	880	880
非流动资产	160	192	165	164	159
长期投资	7	3	4	4	4
固定资产	65	71	65	58	51
无形资产	21	41	41	41	40
其他非流动资产	68	77	55	62	63
资产总计	669	1788	2832	2182	1958
流动负债	47	66	64	76	245
短期借款	0	0	0	0	153
应付账款	14	22	28	39	54
其他流动负债	33	44	36	37	38
非流动负债	33	47	33	37	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	47	33	37	39
负债合计	79	113	97	113	284
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	471	471	471	471
资本公积	248	1260	2297	2297	2297
留存收益	-58	-55	-33	-699	-1093
归属母公司股东权益	590	1675	2735	2069	1674
负债和股东权益	669	1788	2832	2182	1958
利润表（百万元）					
营业收入	190	260	352	473	643
营业成本	52	80	105	144	201
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	71	81	121	151	173
管理费用	34	36	56	71	77
研发费用	63	77	100	125	148
财务费用	-7	-10	-45	-52	-26
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	-3	-2	-2	-2	-2

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业利润	-12	3	23	40	76
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-12	3	23	40	76
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-12	3	23	40	76
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-12	3	23	40	76

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	21	-9	-46	-51	-14
净利润	-12	3	23	40	76
折旧摊销	12	15	8	8	8
财务费用	-7	-10	-45	-52	-26
投资损失	3	2	2	2	2
营运资金变动	-9	-43	-32	-50	-73
其他经营现金流	34	24	-1	-0	-0
投资活动现金流	-35	-905	2	-6	-4
资本支出	37	32	0	0	0
长期投资	0	877	1	-0	0
其他投资现金流	2	4	3	-6	-4
筹资活动现金流	-5	1065	1078	-654	-291
短期借款	0	0	0	0	153
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	71	0	0	0
资本公积增加	23	1012	1037	0	0
其他筹资现金流	-28	-17	42	-654	-444
现金净增加额	-19	152	1034	-711	-308

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2106 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk