

22年业绩短期承压, 23Q1明显回暖

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 实现收入3.81亿元(-4.3%), 实现归母净利润1.06亿元(-5.9%), 实现扣非归母0.98亿元(+25.9%)。经营活动现金流净额0.64亿元(+59.5%)。同日, 公司公布2023年一季度报告, 实现收入1.65亿元(+64.6%), 实现归母净利润0.53亿元(111.3%), 实现扣非归母0.52亿元(+113.8%)。经营活动现金流净额0.03亿元(+133.5%)。22年业绩短期承压, 23Q1明显回暖, 符合市场预期。
- **22年业绩短期承压, 23Q1明显回暖。** 22Q4因公共卫生安全问题, 公司生产发货受到了一定影响, 递延发货到23年确认营收, 整体运营基本面未变。分季度看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入1/1.28/1.26/0.27亿元(+23%/+21.7%/+23.5%/-75.6%), 单季度归母净利润分别为0.25/0.51/0.5/-0.2亿元(+9.1%/+108.6%/+63%/-156.9%), 单季度扣非归母净利润分别为0.24/0.50/0.49/-0.25亿元(+10.9%/+115.8%/+68.2%/-757.1%), 22Q4业绩承压明显。从盈利能力看, 22年全年毛利率58.82%(+2.7pp), 主要因高端产品占比提升; 四费率35%(-3.8pp), 主要因疫情减少出差, 财务费用率下降32.1pp。另外, 因汇兑收益增加, 22年最终扣非归母净利润0.98亿元(+26%), 盈利能力大幅提升。23Q1因递延受益, 毛利率为60.46%(+10.1pp), 主要因1) 汇率波动; 2) 以X-bit为代表的高端产品占比显著提升; 3) 22年部分订单延迟出货后在23年确认营收。
- **高端产品占比提升, 汇兑收益驱动扣非归母净利润大幅增长。** 1) 全年高端彩超及推车式彩超产品获得临床及市场的关注度和认可度持续提升, 销售金额占比上升, 带动了公司利润指标的稳健增长, 其中预计X-bit 90高端彩超销售占比逐渐提升; 2) 海外市场受疫情影响逐渐减小, 市场需求逐步得到释放, 叠加汇兑收益增加; 3) 面对具有较大增长潜力的国内市场, 公司充分抓住国内医疗新基建、鼓励国产设备采购等机遇, 引进优秀营销管理人才, 22年实现国内增长超过65%。
- **便携式超声为公司特色, 便携掌超助力内销快速发力。** 公司前瞻布局掌超产品, 现已推出SonoEyeV1、SonoEyeV2、SonoEyeV3、SonoEyeV5、SonoEyeV6五个系列, 并于2020-2021年分别取得国内、欧盟、美国等市场的注册许可, 掌超进一步完善公司便携超的产品线, 差异化竞争已体现出优势。公司内销掌超主攻三甲医院及基层医院。目前已在国内基层医院铺设40+县级市, 掌超清晰度媲美中高端推车式超声, 4h续航, 可防水可消毒, 芯片国产化后成本下降, 整体产品竞争优势明显。预计掌超将在三甲医院引流, 未来在基层医院持续发力, 带动内销高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是国产超声医学影像设备龙头之一, 以便携超为差异化特色, 以海外市场为基本盘, 未来内生业绩高速增长, 预计2023-2025年收入分别为6.3、7.7、9.5亿元, 归母净利润分别为1.6、2.0、2.4亿元, 对应PE估值分别为33、26、22倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、汇率波动风险、产品升级失败风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 380.84 | 627.85 | 771.47 | 952.76 |
| 增长率 | -4.27% | 64.86% | 22.87% | 23.50% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 105.84 | 158.81 | 197.97 | 242.79 |
| 增长率 | -5.89% | 50.05% | 24.65% | 22.64% |
| 每股收益EPS(元) | 0.94 | 1.42 | 1.77 | 2.17 |
| 净资产收益率ROE | 8.06% | 10.94% | 12.24% | 13.33% |
| PE | 49 | 33 | 26 | 22 |
| PB | 3.98 | 3.61 | 3.24 | 2.87 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 1.12 |
| 流通A股(亿股) | 1.12 |
| 52周内股价区间(元) | 20.48-53.1 |
| 总市值(亿元) | 52 |
| 总资产(亿元) | 15.9 |
| 每股净资产(元) | 12.2 |

相关研究

1. 祥生医疗(688358): 三季度业绩延续高增长, 高端产品持续放量(2022-10-31)
2. 祥生医疗(688358): 小而美超声龙头, 高端产品和掌超有望放量(2022-08-23)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 380.84 | 627.85 | 771.47 | 952.76 | 净利润 | 105.84 | 158.81 | 197.97 | 242.79 |
| 营业成本 | 155.06 | 233.59 | 278.32 | 347.76 | 折旧与摊销 | 12.20 | 9.76 | 11.21 | 12.38 |
| 营业税金及附加 | 3.17 | 5.91 | 7.14 | 8.72 | 财务费用 | -28.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售费用 | 50.29 | 77.47 | 96.83 | 121.04 | 资产减值损失 | -4.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 33.30 | 47.87 | 59.84 | 74.80 | 经营营运资本变动 | -20.22 | -115.08 | -56.36 | -74.68 |
| 财务费用 | -28.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -1.60 | -15.83 | -26.06 | -33.56 |
| 资产减值损失 | -4.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 63.74 | 37.66 | 126.75 | 146.93 |
| 投资收益 | 13.99 | 20.00 | 25.00 | 40.00 | 资本支出 | -37.74 | -20.00 | -20.00 | -20.00 |
| 公允价值变动损益 | -1.37 | -0.54 | -0.65 | -0.74 | 其他 | -7.69 | 19.46 | 24.35 | 39.26 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 15.00 | 18.00 | 20.00 | 投资活动现金流净额 | -45.43 | -0.54 | 4.35 | 19.26 |
| 营业利润 | 115.13 | 180.65 | 225.65 | 277.17 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 0.00 | 1.90 | 1.90 | 1.90 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 115.13 | 182.55 | 227.55 | 279.07 | 股权融资 | 2.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 9.29 | 23.73 | 29.58 | 36.28 | 支付股利 | -40.00 | -21.17 | -31.76 | -39.59 |
| 净利润 | 105.84 | 158.81 | 197.97 | 242.79 | 其他 | -0.99 | -0.09 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -38.91 | -21.26 | -31.76 | -39.59 |
| 归属母公司股东净利润 | 105.84 | 158.81 | 197.97 | 242.79 | 现金流量净额 | 0.99 | 15.86 | 99.33 | 126.60 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 446.20 | 462.06 | 561.39 | 687.99 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 99.57 | 196.03 | 232.46 | 284.05 | 销售收入增长率 | -4.27% | 64.86% | 22.87% | 23.50% |
| 存货 | 196.96 | 219.58 | 282.89 | 362.20 | 营业利润增长率 | -7.92% | 56.90% | 24.91% | 22.83% |
| 其他流动资产 | 596.10 | 605.88 | 611.57 | 618.75 | 净利润增长率 | -5.89% | 50.05% | 24.65% | 22.64% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -28.41% | 92.06% | 24.39% | 22.25% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 131.50 | 144.42 | 155.88 | 166.18 | 毛利率 | 59.28% | 62.79% | 63.92% | 63.50% |
| 无形资产和开发支出 | 22.06 | 19.39 | 16.71 | 14.04 | 三费率 | 14.54% | 19.96% | 20.31% | 20.56% |
| 其他非流动资产 | 21.54 | 21.54 | 21.54 | 21.54 | 净利率 | 27.79% | 25.29% | 25.66% | 25.48% |
| 资产总计 | 1513.93 | 1668.90 | 1882.44 | 2154.76 | ROE | 8.06% | 10.94% | 12.24% | 13.33% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 6.99% | 9.52% | 10.52% | 11.27% |
| 应付和预收款项 | 157.71 | 194.34 | 239.53 | 305.30 | ROIC | 29.02% | 41.76% | 40.05% | 41.71% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 26.03% | 30.33% | 30.70% | 30.39% |
| 其他负债 | 42.71 | 23.18 | 25.33 | 28.67 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 200.42 | 217.52 | 264.86 | 333.98 | 总资产周转率 | 0.26 | 0.39 | 0.43 | 0.47 |
| 股本 | 112.12 | 112.12 | 112.12 | 112.12 | 固定资产周转率 | 4.65 | 6.70 | 6.54 | 7.06 |
| 资本公积 | 907.56 | 907.56 | 907.56 | 907.56 | 应收账款周转率 | 3.13 | 4.19 | 3.54 | 3.63 |
| 留存收益 | 294.05 | 431.69 | 597.90 | 801.09 | 存货周转率 | 1.00 | 1.09 | 1.09 | 1.07 |
| 归属母公司股东权益 | 1313.51 | 1451.38 | 1617.58 | 1820.78 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 117.31% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1313.51 | 1451.38 | 1617.58 | 1820.78 | 资产负债率 | 13.24% | 13.03% | 14.07% | 15.50% |
| 负债和股东权益合计 | 1513.93 | 1668.90 | 1882.44 | 2154.76 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 7.10 | 7.22 | 6.68 | 6.06 |
| | | | | | 速动比率 | 6.06 | 6.15 | 5.56 | 4.94 |
| | | | | | 股利支付率 | 37.79% | 13.33% | 16.04% | 16.31% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.94 | 1.42 | 1.77 | 2.17 |
| | | | | | 每股净资产 | 11.71 | 12.94 | 14.43 | 16.24 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.57 | 0.34 | 1.13 | 1.31 |
| | | | | | 每股股利 | 0.36 | 0.19 | 0.28 | 0.35 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| EBITDA | 99.14 | 190.41 | 236.86 | 289.55 | | | | | |
| PE | 49.45 | 32.96 | 26.44 | 21.56 | | | | | |
| PB | 3.98 | 3.61 | 3.24 | 2.87 | | | | | |
| PS | 13.74 | 8.34 | 6.78 | 5.49 | | | | | |
| EV/EBITDA | 42.22 | 21.90 | 17.18 | 13.62 | | | | | |
| 股息率 | 0.76% | 0.40% | 0.61% | 0.76% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfiiyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |