

# 祥生医疗 (688358. SH)

## 超声业务推陈出新，AI 赋能提升产品竞争力

增持

### 核心观点

**疫后业绩复苏明显。**2022 年公司营业收入和归母净利润分别为 3.81/1.06 亿元 (-4.3%/-5.9%)，疫情期间公司业绩有所波动，尤其 22Q4 因疫情放开带来短期感染增加，导致收入确认受到影响。目前，疫情影响消散，公司经营回归正常轨道，23Q1 营业收入 / 归母净利润 1.65/0.53 亿元 (+64.6%/+111.3%)，业务恢复趋势明显。

**超声业务推陈出新，支撑收入基本盘。**公司产品创新以“小型便携化、智能化和专科化”为主线，产品矩阵覆盖低、中和高端产品，能够更好满足需求。超声产品收入为公司基本盘，2016-2022 年占比均在 90% 以上，2022 年超声设备收入为 3.59 亿元 (-4.1%)，细分品类以彩超为主。随着老龄化加剧，超声设备市场将受益于慢性病市场扩容，2025 年中国超声市场规模有望达 155 亿元，公司有望在国内外市场提高市占率。

**海外渠道多元，国内依靠新基建开始放量。**公司布局全球，2022 年境外收入 2.98 亿元 (-13.6%)，占收入比重 79.4%，海外渠道丰富，截至 2019 年上半年，公司在亚洲/美洲/欧洲/非洲/其他地区分别拥有 94/67/97/42/9 个经销商。在国内市场，随着新冠疫情加速暴露我国医疗体系问题，政府推出一系列新基建政策，公司则迅速应对，推出不同一体化解决方案以满足不同层级医疗机构需求，2022 年国内收入 0.8 亿元 (+55.6%)，增长明显，后续有望持续放量。

**前瞻布局 AI+超声，技术积累丰富。**目前，基层人员缺乏专业的超声知识和技能是超声产品难以下层的关键原因，AI 辅助诊断软件可媲美高年资医生，“AI+”赋能有望解决当前临床痛点。此外，AI 辅助诊断软件还可提高诊断效率，减轻医生负担。公司及早布局 AI 领域，相关研发已有初步收获，公司积累 6 项核心技术，多项领先国际，“乳腺疾病人工智能超声诊断软件”已处于临床试验阶段，SonoAI 多次参加人机大战并取得了优异成绩。

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.8、2.3、3 亿元，同比增长 67.7%、9.8%、29.4%。参考可比公司，给予公司 2023 年 27-30 倍 PE，合理股价区间为 42.77-47.53 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**研发失败风险、产品结构单一风险、汇率风险。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	398	381	604	767	978
(+/-%)	19.4%	-4.3%	58.6%	26.9%	27.6%
净利润(百万元)	112	106	178	231	299
(+/-%)	12.0%	-5.9%	67.8%	29.9%	29.4%
每股收益(元)	1.41	0.94	1.58	2.06	2.66
EBIT Margin	17.4%	16.1%	27.9%	29.3%	30.9%
净资产收益率(ROE)	9.0%	8.1%	12.8%	15.4%	18.1%
市盈率(PE)	27.5	40.9	24.4	18.8	14.5
EV/EBITDA	41.2	61.9	25.4	19.1	14.6
市净率(PB)	2.48	3.30	3.12	2.89	2.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·医疗器械

证券分析师：周章庆

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhouzhangqing@guosen.com.cn

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523040002

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

#### 基础数据

投资评级

增持(首次评级)

合理估值

42.77 - 47.53 元

收盘价

38.63 元

总市值/流通市值

4331/4331 百万元

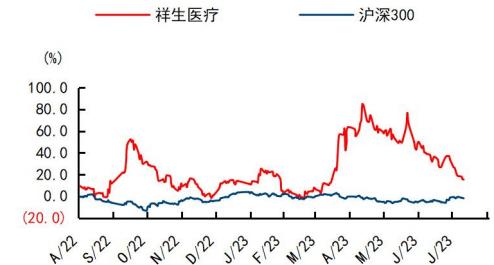
52 周最高价/最低价

66.00/31.08 元

近 3 个月日均成交额

85.26 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

**疫情造成业绩波动，疫后经营将重回正常轨道。**公司营收及业绩受疫情影响较大，2020年及2022年疫情影响较为严重，因而均呈现小幅度负增长，2022年营业收入和归母净利润分别为3.81/1.06亿元(-4.3%/-5.9%)。单季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为1.00/1.28/1.26/0.27亿元(+23.0%/+21.7%/+23.5%/-75.6%)，22Q1/Q2/Q3/Q4归母净利润分别为0.25/0.51/0.50/-0.20亿元(+9.1%/+108.6%/+63.0%/-156.9%)，Q4受疫情影响拖累全年增速。2023年第一季度公司收入1.65亿元(+64.6%)，归母净利润0.53亿元(+111.3%)，业务恢复趋势明显。

图1：祥生医疗营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：祥生医疗归母净利润及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：祥生医疗单季度收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：祥生医疗单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**聚焦超声业务，境外收入为公司主要收入来源。**分产品看，公司收入来源包括超声医学影像设备、配件和技术服务三个板块，超声销售收入占比保持在90%以上，是公司的主要收入来源，其中又以彩超销售为主，2019-2022年彩超销售收入占比分别为85.6%/76.9%/78.9%/81.2%。分区域看，公司超声多在海外市场销售，所以境外收入占比较高，维持在70%以上，2022年境外收入2.98亿元(-13.6%)，占收入比重79.4%。

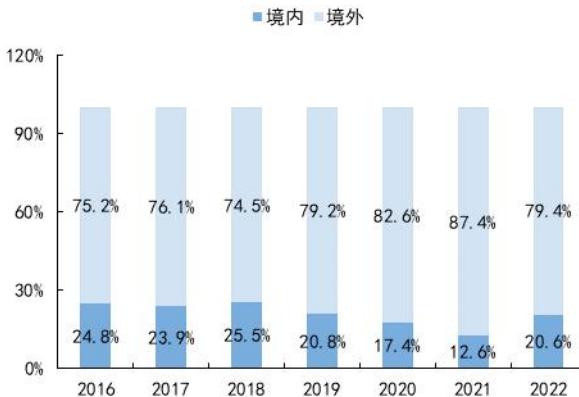
图5：公司历年收入产品构成

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图6：公司历年收入区域构成



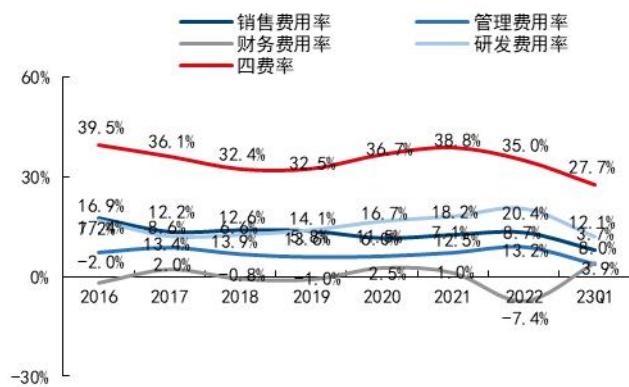
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

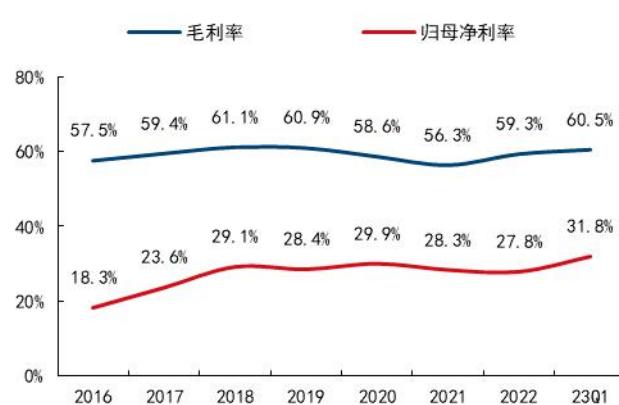
**公司盈利能力稳中有升，期间费用率下行。**公司毛利率较为稳定，总体在 55%-60% 左右波动，22 年开始随着高端产品放量有所提升，归母净利率亦有所提升，从 2016 年的 18.3% 增加至 2022 年 27.8%，23Q1 进一步提升至 31.8%。从费用率看，2022 年四费率 35.0% (-3.8pp)，其中主要因为汇兑损益导致财务费用率下降较大，研发费用率增加 2.3pp 至 20.4%。

图7: 祥生医疗期间费用变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

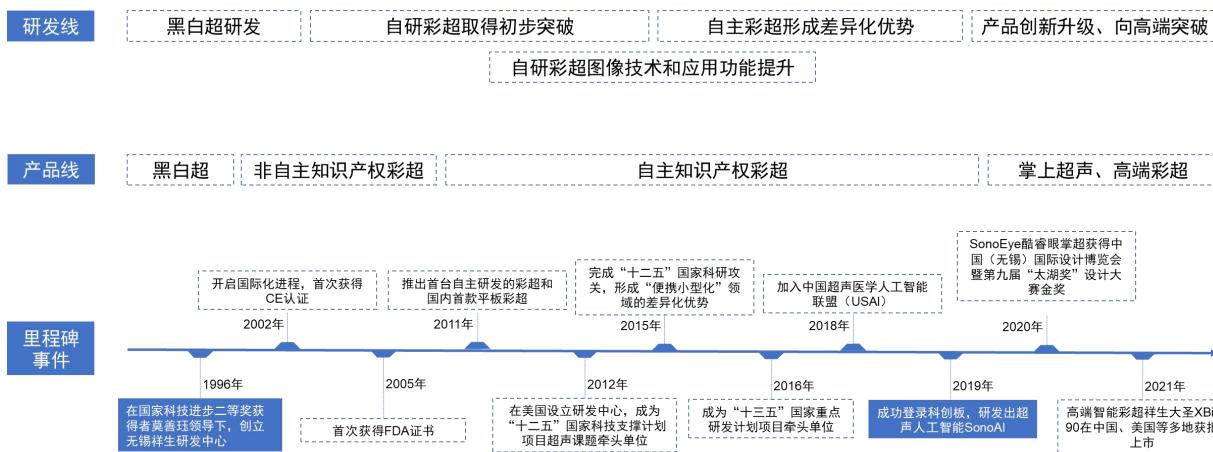
图8: 祥生医疗盈利能力变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

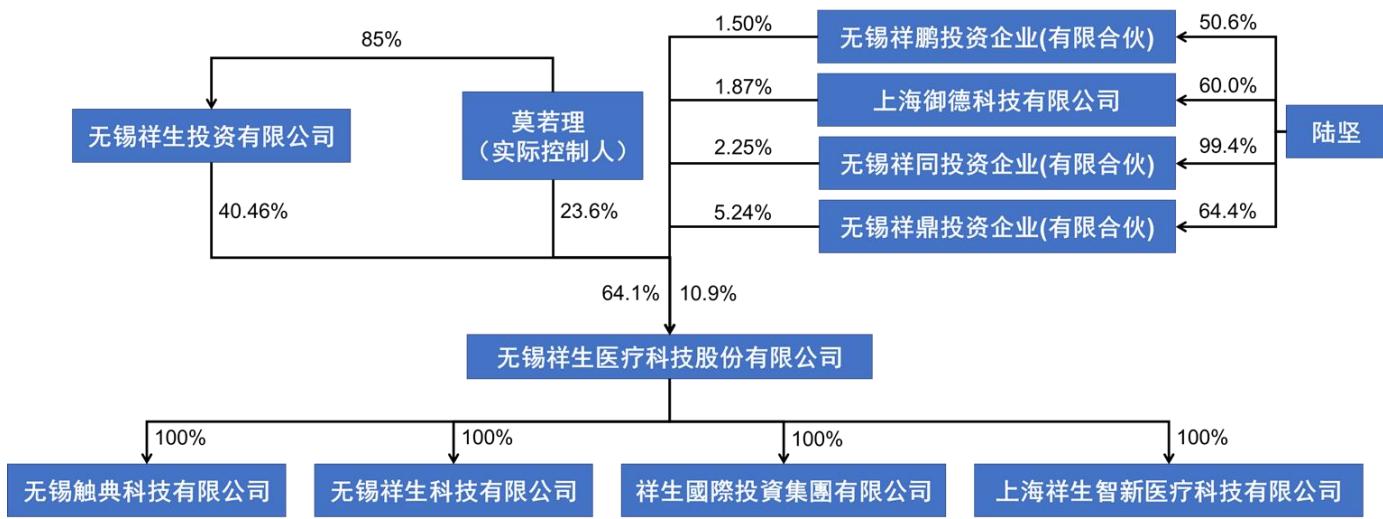
## 祥生医疗是中国超声行业的领军企业

**公司深耕超声领域二十余年，主要从事超声医学影像设备的研发、制造和销售。**公司前身为祥生有限公司，于 1996 年正式成立，2017 年改制成为祥生医疗股份有限公司，2019 年于科创板成功上市。目前，公司已掌握全身应用、专用超声、智能超声和探头共 45 项核心技术，在超声医学营销设备领域研发积累深厚，在专科化、便携小型化、智能化三个方面形成显著的差异化竞争优势。此外，公司于国内、欧洲和美国设立营销及服务中心，建立了覆盖全球 100 多个国家和地区的广泛销售网络，受到市场广泛认可

**图9: 祥生医疗发展历程**


资料来源：公司官网，公司招股书，国信证券经济研究所整理

**公司股权结构集中。**实际控制人莫若理通过无锡祥生投资有限公司持有上市公司85%股份，同时直接持有祥生医疗23.6%股份，直接和间接持股约64.1%。公司持有祥生科技、触典科技、祥生国际和上海祥生100%股权，其中祥生科技、触典科技和上海祥生主要负责软件开发和销售，祥生国际负责贸易投资。

**图10: 祥生医疗股权结构（截至2023年一季度末）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**聚焦超声业务，产品矩阵持续优化创新。**公司早期产品为黑白超和非自主知识产权彩超，但通过多年研发和临床积累，公司沿着小型便捷化、智能化和专科化道路前进，在自研基础推出了具有差异化竞争优势的便携式彩超系列和掌上彩超系列，拓宽了产品应用场景，更符合临床需求。

**表1: 祥生公司产品管线**

产品	特点	产品
----	----	----

<b>台式彩超</b>	全身型应用机，被广泛的应用于腹部、妇科、产科、泌尿科、心血管 系统、外周血管系统、小器官系统等。先进的图像技术、强大的性能、简单方便的工作流、广泛的临床应用、人体工程学设计，给用户最舒适的使用体验	
<b>便携彩超</b>	全身型应用机，被广泛的应用于腹部、心 管、妇产科、泌尿科、小器官、PICC 置管、ICU、POC、介入诊断 和治疗等科室的临床检查。图像质量优异，功能丰富，工作流简单方便操作，机身小巧，重量轻，方便移动，极大地方便了医生的工作	
<b>掌上彩超</b>	小巧便携易操作，可移动性强，极大地拓展了超声应用场景，主要应用于医院 临 床 科 室，包括床旁检测和 ICU 急 诊；基 层 医 疗 市 场；院 外 灾 难 救	
<b>黑白超</b>	黑白超声能清晰显示 组织器官的二维断面 信息，能够满足大部分 常规的临 床 检 查 需 求，具 有 高 性 价 比 等 优 点，被 广 泛 用 于 日 常 体 检 和 临 床 诊 断	

资料来源：公司招股书，官方公众号，国信证券经济研究所整理

## 超声业务推陈出新，支撑收入基本盘

**持续技术研发，产品创新围绕“小型便携化、智能化和专科化”。**公司于 2005 年开启自研彩超之路，2011 年推出首款自研彩超产品，上市前陆续推出 iVis、ECO、QBit、CBit、EBit、SonoBook 等产品，上市后推出掌上超声 SonoEye 系列产品、高端彩超 XBit 系列产品和新一代笔记本超声产品，此外，远程超声产品也于 2021 年获得注册证。以高端彩超 XBit 系列为为例，该系列共 4 个型号，其中 XBit 80 和 XBit 88 以专科化为特点，分别针对妇幼和心血管诊断；SonoEye 系列产品、SonoBook 和 EBit 等产品符合小型便捷化临床需求。

图11: 超声产品推陈出新



资料来源：公司官网，官网公众号，国信证券经济研究所整理

**产品矩阵丰富，超声设备收入为公司基本盘。**公司专注于超声设备研发、生产和销售，超声设备收入是公司主要收入来源，2016-2022年其占比均在90%以上，2022年超声设备收入为3.59亿元(-4.1%)。就细分产品而言，超声设备以彩超为主，彩超收入占比均在75%以上，彩超：黑白超占比基本维持在8:2。

图12: 公司超声设备收入



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 公司超声设备收入构成



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**庞大慢性病市场催生需求，超声设备市场稳定增长。**老龄人口易患慢性病，我国有1.9万亿老龄人口患有慢性疾病，75%的老年人患有至少1种慢性疾病。定期筛查可提前避免或延缓慢性病继续恶化，超声适用于人体各个部位和多种疾病筛查，且具有速度快、成本低和安全性高等优势，是慢性病筛查的合适手段之一，超声设备市场有望随慢性疾病市场扩容而增长，2025年预期中国超声市场规模可达

155亿元。公司产品矩阵完善，拥有自主知识产权，有望凭借前期积累和政策优势提升公司业务规模和市占率。

图14: 中国慢性病市场



资料来源：沙利文，国信证券经济研究所整理

图15: 中国超声设备市场



资料来源：灼识咨询，国信证券经济研究所整理

## 海外渠道多元，国内依靠新基建开始放量

**布局全球，海外渠道丰富，支撑境外收入增长。**公司于中国、美国和新加坡分别设立研发中心，在欧洲及美国设立营销及服务中心，并在印度、墨西哥、意大利、巴西等市场布局本地化营销网络，截至2019年上半年，公司在亚洲/美洲/欧洲/非洲/其他地区分别拥有94/67/97/42/9个经销商。分客户类别，公司国际终端客户以诊所和影像中心为主，医院覆盖率较低，2019年上半年医院/诊所/影像中心占比分别为15.2%/45.6%/39.2%，海外前五客户直销/经销销售占比呈升高趋势，2019H1二者占比分别为78.2%/18.4%。此外，公司每年约参加或举办300场活动，平均2天一场推广会或培训会。

图16: 公司国际终端客户结构



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 公司海外前五客户销售占比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

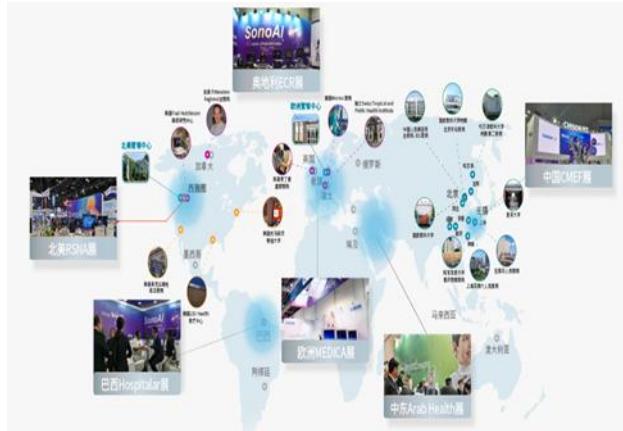
图18: 公司海外经销商数量



图19: 公司全球营销推广活动



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**医疗新基建政策利好，国内业务有望持续放量。**新冠疫情暴露我国医疗资源不充分、不平衡的问题，为此我国推出了一系列医疗新基建政策，包括设备改造更新和新建、扩建医院采购新设备。此外，政府亦推出相关支持，明确支持国产产品。公司作为我国超声医疗设备先行者，产品型号丰富，且公司迅速推出县级医院、医学中心和基层卫生医疗机构等解决方案，为不同层次的医疗机构提供了一体化解决方案，有望受益于医疗新基建政策。

表2：新基建相关政策

时间	名称	内容
2016 年 3 月	《国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见》	《国务院办公厅关于促进医药产业健康国产药品和医疗器械能满足要求的， <b>政府采购项目原则上需采购国产产品</b>
2020 年 5 月	《公共卫生防控救治能力建设方案》	重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单明确要求单个基地需配备 5 台便携式彩色超声。同时国家财政部制定预算 300 亿元资金用于支持应急物资保障体系建设
2020 年 7 月	《关于全面推进社区医院建设工作的通知》	社区、乡镇卫生院可申请创建为“社区医院”，参照社区医院建设标准， <b>社区、乡镇卫生院将“提档升级”；并强调传染病防控能力提档升级，在专业公共卫生机构指导下，按照基本公共卫生服务规范做实基本公共卫生服务项目，加强慢性病患者的健康管理，做好居民的健康教育，切实提升对辖区居民的健康管理水平</b>
2021 年 7 月	《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》	到 2025 年，基本建成优质高效整合型医疗卫生服务体系，重大疫情防控救治和突发公共卫生事件应对水平显著提升，国家医学中心、区域医疗中心等重大基地建设取得明显进展；力争实现每个地市都有三甲医院，服务人口超过 100 万的县有达到城市三级医院硬件设施和服务能力的县级医院。到 2025 年基本完成区域医疗中心建设。遴选建设 120 个左右省级区域医疗中心，重点疾病诊疗水平与省会城市明显缩小
2021 年 10 月	《关于印发〈政府采购进口产品审核及管理指导标准〉(2021 年版)的通知》	137 种医疗器械全部要求 100%采购国产、12 种医疗器械要求 75%采购国产，其中， <b>医用超声波仪器及设备除两项产品以外，其余建议全部采购本国产品</b>
2022 年 1 月	《医疗机构设置规划指导原则》	支持综合实力强的公立医院在严格控制单体规模基础上 <b>建设分院区，省级、地市、区县的床位限制均有放宽</b>
2022 年 5 月	《有序扩大国家区域医疗中心建设工作方案》	<b>全国区域医疗中心建设力争覆盖全国所有省份，加快医疗资源扩容与改造升级</b>
2022 年 9 月	国务院常务会议	对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持，促进消费发挥主要拉动作用
2022 年 9 月	卫健委通知	<b>拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备。贷款使用方向包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置</b>
2022 年 9 月	中国人民银行通知	设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。设备更新改造专项再贷款额度为 2000 亿元以上，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家金融机构，按照金融机构发放符合要求的贷款本金 100% 提供资

金支持。

资料来源：公司公告，中国政府网，中国人民银行官网，国信证券经济研究所整理

## 前瞻布局 AI+超声，技术积累丰富

**“AI+超声”引领创新趋势，针对临床痛点。**目前，困扰超声医学影像设备进一步下沉的难点是基层医疗人员缺乏专业知识，难以就诊断结果进行分析，全球 4000 万医护人员中仅有 2%具备超声技能。AI 赋能超声医学影像设备将打破困局，多家企业纷纷入局“AI+”赛道，研究表明，AI 软件诊断能力优于低、中年资医生，可以与高年资医生媲美，其应用能够解决专业人员不足导致的临床缺口。此外，AI 辅助诊断软件还可提高诊断效率，节省诊断时间，减轻医生负担。

表3：AI 超声的临床价值

诊断方法	灵敏度（95%CI）	特异度（95%CI）	准确度（95%CI）	Kappa 值	P 值
低年资医生	57. 41	73. 75	67. 65	0. 324	0. 000
中年资医生	61. 11	86. 25	76. 47	0. 497*	0. 000
高年资医生	83. 33	78. 75	80. 88	0. 612*	0. 000
AI 辅助诊断软件	87. 04	50. 00	65. 44	0. 346	0. 000

资料来源：CNKI，国信证券经济研究所整理

**布局人工智能领域，实现核心技术突破积累。**公司抢先开始人工智能领域研发，以紧跟行业发展动向，打造并巩固公司护城河。公司多项核心技术领先国际，“乳腺疾病人工智能超声诊断软件”是国内第一个取得国家级三类医疗器械检测报告的超声人工智能产品，已处于临床试验阶段，SonoAI 多次参加人机大战并取得了优异成绩。此外，公司于 2018 年加入中国超声医学人工智能联盟（USAII），

表4：人工智能核心技术

序号	技术名称	技术特点	技术来源	保护措施
1	自适配超声演示系统	实现一个易于使用的超声演示系统，其识别模块用于对检测对象进行拍摄，进行超声图像的模拟成像和现场演示，为用户模拟超声探头的工作状态，进一步生动的对模拟对象进行超声成像及测量等操作	自主研发	已授权专利
2	肺部图像自动分析提取算法	该技术从肺部超声图像数据中，进行组织识别和提取胸膜线，提高图像分析效率及图像识别精度	自主研发	专利申请中
3	左心室自动分割及容积自动测量人工智能算法	该技术用于解决心脏测量过程中，自动分割左心室轮廓不够精准，从而可能导致的体积计算不准确的问题。	自主研发	已授权专利
4	基于动态超声心室壁应力应变分析人工智能算法	该技术用于解决心室壁病变部位追踪不准导致应力应变分析不精确的问题，使用大量由医生标注的左心室壁视频来训练深度卷积神经网络，进行心室壁应力应变分析值	自主研发	专利申请中

5 基于人工智能的超声影像视频自动追踪技术	传统的超声影像视频追踪技术都使用了斑点追踪技术，往往有很大的误差。该技术使用深度神经网络对超声视频进行特征分析，并实时追踪相应的特征，可以得到更为精准的追踪结果	自主研发	已授权专利
6 乳腺辅助诊断技术	乳腺疾病智能辅助诊断技术，可智能识别乳腺病灶并分类，提高诊断准确率，助力早起乳腺自主研发 疾病早发现早诊断。		专利保护

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：人工智能在研项目

序号	项目名称	预投总额 (百万元)	累计投资 (百万元)	进展	拟达到目标	技术水平	应用前景
1	超声人工智能辅助诊断系统及云平台的开发	104.57	74.57	二类注册证已拿到；三类注册证正式临床中	注册产品，实现量产	国际先进	用于医院专科化检查的辅助诊断

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

假设：

**1) 超声医学影像设备：**为公司主要业务，主要在彩超和黑白超，其中彩超部分得益于新一代便携超占比提升、掌超放量以及飞利浦合作催化，预计 2023–2025 年彩超业务收入增速 70%、30%、30%，黑白超预计保持稳定，2023–2025 年维持 4000 万收入体量，根据前述假设预计超声医学影像设备收入增速分别为 62.2%、27.9%、28.4%，随着新一代产品放量和规模效应毛利率逐渐提升，预计 2023–2025 年毛利率分别为 62.4%、63.7%、64.9%。

**2) 配件和其他：**预计 2023–2025 年该业务体量保持稳定，增速为 0%，毛利率预计稳定在 45%左右。

表6：祥生医疗拆分及预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>超声医学影像设备</b>					
收入	374	359	582	745	957
<sub>YoY</sub>	20.7%	-4.1%	62.2%	27.9%	28.4%
毛利率	56.8%	59.5%	62.4%	63.7%	64.9%
<b>技术服务费</b>					
收入	2	1	1	1	1
<sub>YoY</sub>	65.3%	-39.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	88.8%	64.3%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>配件及其他</b>					
收入	19	15	15	15	15
<sub>YoY</sub>	5.5%	-17.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	38.7%	42.6%	45.0%	45.0%	45.0%
<b>其他业务</b>					
收入	3	5	5	5	5
<sub>YoY</sub>	-28.7%	77.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	83.1%	93.4%	90.0%	90.0%	90.0%
<b>合计</b>					

收入	398	381	604	767	978
yoy	19. 4%	-4. 3%	58. 6%	26. 9%	27. 6%
毛利率	56. 3%	59. 3%	62. 1%	63. 5%	64. 7%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理预测

综上，预计公司 2023–2025 年收入 6、7.7、9.8 亿元，同比增速 +58.6%、+26.9%、+27.6%，毛利率分别为 62.1%、63.5%、64.7%。

### 未来 3 年业绩预测

- 1) **销售费用假设：**随着公司业务规模扩大，以及新一代超声产品放量，预计 2023–2025 年销售费用增速分别为 30%、30%、30%。
- 2) **管理费用假设：**考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，预计 2023–2025 年管理费用增速分别为 10%、25%、25%。
- 3) **研发费用假设：**公司的研发主要布局超声 AI 技术，预计 2023–2025 年研发费用增速分别为 25%、25%、25%。

表7：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	398	381	604	767	978
<b>营业成本</b>	174	155	229	280	345
<b>销售费用</b>	50	50	65	85	110
<b>管理费用</b>	28	33	38	47	58
<b>研发费用</b>	72	78	97	122	152
<b>财务费用</b>	4	(28)	(6)	(10)	(11)
<b>营业利润</b>	125	115	204	265	343
<b>利润总额</b>	125	115	204	265	343
<b>归母净利润</b>	112	106	178	231	299
<b>EPS（元/股）</b>	1.41	0.94	1.58	2.06	2.66
<b>ROE</b>	9%	8%	13%	15%	18%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述，预计公司 2023–2025 年归母净利润为 1.8、2.3、3 亿元，同比增长 67.7%、29.8%、29.4%。

### 盈利预测情景分析

表8：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	398	381	627	812	1,059
(+/-%)	19.4%	-4.3%	64.5%	29.6%	30.3%
<b>净利润(百万元)</b>	112	106	226	297	390
(+/-%)	12.9%	-5.9%	113.1%	31.5%	31.4%
<b>摊薄 EPS</b>	1.41	0.94	2.01	2.65	3.48
<b>中性预测</b>					
<b>营业收入(百万元)</b>	398	381	604	767	978
(+/-%)	19.4%	-4.3%	58.6%	26.9%	27.6%
<b>净利润(百万元)</b>	112	106	178	231	299
(+/-%)	12.9%	-5.9%	67.8%	29.9%	29.4%
<b>摊薄 EPS(元)</b>	1.41	0.94	1.58	2.06	2.66
<b>悲观预测</b>	398	381	604	767	978

<b>营业收入(百万元)</b>	398	381	582	723	902
(+/-%)	19.4%	-4.3%	52.8%	24.2%	24.8%
<b>净利润(百万元)</b>	112	106	134	172	220
(+/-%)	12.9%	-5.9%	26.3%	28.8%	27.6%
<b>摊薄 EPS</b>	1.41	0.94	1.19	1.54	1.96
<b>总股本(百万股)</b>	80	112	112	112	112

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值：每股 43-46 元**

未来 10 年估值假设条件见下表：

表9：公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
<b>营业收入增长率</b>	-9.92%	19.43%	-4.27%	58.65%	26.93%	27.58%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>营业成本/营业收入</b>	41.42%	43.71%	40.72%	37.85%	36.54%	35.27%	35.27%	35.27%	35.27%	35.27%	35.27%	35.27%	35.27%
<b>管理费用/营业收入</b>	5.72%	6.81%	8.44%	6.06%	5.97%	5.85%	5.79%	5.73%	5.68%	5.62%	5.56%	5.51%	5.45%
<b>研发费用/营业收入</b>	16.70%	18.17%	20.45%	16.11%	15.87%	15.55%	15.39%	15.24%	15.08%	14.93%	14.78%	14.64%	14.49%
<b>销售费用/销售收入</b>	11.53%	12.52%	13.20%	10.82%	11.08%	11.29%	11.18%	11.07%	10.96%	10.85%	10.74%	10.63%	10.52%
<b>营业税及附加/营业收入</b>	1.02%	1.06%	0.83%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
<b>所得税税率</b>	10.65%	9.69%	8.07%	13.00%	13.00%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>股利分配比率</b>	80.29%	56.90%	37.79%	58.33%	51.01%	49.04%	52.79%	50.95%	50.93%	51.56%	51.14%	51.21%	51.30%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表10：资本成本假设

<b>无杠杆 Beta</b>	0.93	<b>T</b>	15.00%
<b>无风险利率</b>	2.50%	<b>Ka</b>	9.01%
<b>股票风险溢价</b>	7.00%	<b>有杠杆 Beta</b>	0.93
<b>公司股价(元)</b>	45.56	<b>Ke</b>	9.04%
<b>发行在外股数(百万)</b>	112	<b>E/(D+E)</b>	99.37%
<b>股票市值(E, 百万元)</b>	5108	<b>D/(D+E)</b>	0.63%
<b>债务总额(D, 百万元)</b>	32	<b>WACC</b>	9.02%
<b>Kd</b>	5.30%	<b>永续增长率(10年后)</b>	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司每股市值区间为 43-46 元。

表11：祥生医疗 FCFF 估值结果

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
<b>EBIT</b>	168.6	224.9	301.9	366.3	444.3	538.7	625.8	726.8	844.0	979.8	
<b>所得税税率</b>	13.00%	13.00%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
<b>EBIT*(1-所得税税率)</b>	146.7	195.7	262.6	311.3	377.6	457.9	531.9	617.8	717.4	832.9	

<b>折旧与摊销</b>	12. 4	17. 4	21. 6	26. 5	32. 6	40. 2	49. 7	61. 5	76. 3	94. 8
<b>营运资金的净变动</b>	(53. 9)	(48. 5)	(68. 8)	(51. 8)	(70. 2)	(84. 4)	(71. 1)	(84. 2)	(95. 7)	(108. 5)
<b>资本性投资</b>	(58. 4)	(64. 2)	(70. 5)	(87. 9)	(109. 6)	(136. 7)	(170. 7)	(213. 1)	(266. 1)	(332. 4)
<b>FCFF</b>	46. 7	100. 4	144. 9	198. 2	230. 4	276. 9	339. 8	382. 0	431. 9	486. 9
<b>PV(FCFF)</b>	42. 9	84. 5	111. 8	140. 3	149. 6	165. 0	185. 7	191. 5	198. 6	205. 4
<b>核心企业价值</b>	<b>4, 460. 7</b>									
<b>减：净债务</b>	(554. 8)									
<b>股票价值</b>	<b>5, 015. 4</b>									
<b>每股价值</b>	<b>44. 73</b>									

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8. 0%	8. 5%	9. 01%	9. 5%	10. 0%
<b>永续增长率变化</b>	3. 0%	60. 15	54. 31	49. 46	45. 38	41. 90
	2. 5%	56. 23	51. 17	46. 91	43. 28	40. 15
	<b>2. 0%</b>	52. 96	48. 52	<b>44. 73</b>	41. 47	38. 63
	1. 5%	50. 20	46. 24	42. 84	39. 88	37. 28
	1. 0%	47. 83	44. 27	41. 18	38. 47	36. 08

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：每股 42. 77-47. 53 元

公司为国内超声龙头之一，且出口占比较高，我们选择同为超声赛道的迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器作为可比公司。根据 Wind 一致性预期，可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 31、24、19 倍，公司的 PE 为 24、19、15 倍，考虑到公司未来几年较高的增速，以及较低的 PEG 水平，我们给予公司 2023 年 27-30 倍 PE，合理股价区间为 42. 77-47. 53 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表13: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			ROE (22A)	PEG (23E)	投资评级
			亿元		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
300760.SZ	迈瑞医疗	271. 25	3, 289	7. 94	9. 58	11. 57	13. 95	34. 2	28. 3	23. 4	19. 4	32. 6%	1. 4 买入
300633.SZ	开立医疗	43. 19	186	0. 86	1. 14	1. 49	1. 91	50. 2	37. 8	29. 1	22. 6	14. 5%	1. 3 无
300206.SZ	理邦仪器	12. 79	74	0. 40	0. 49	0. 62	0. 81	31. 8	26. 1	20. 5	15. 8	13. 0%	0. 9 无
688358.SH	祥生医疗	38. 63	43	0. 94	1. 58	2. 06	2. 66	40. 9	24. 4	18. 8	14. 5	8. 3%	0. 8 增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理      注：祥生医疗为本报预测，其他为 Wind 一致性预期，日期为 20230809

### 投资建议

综合上述 2 个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在每股 42. 77-47. 53 元之间，相对于公司目前股价有 10. 7%-23% 溢价空间。考虑公司较快的增速和较

低的估值，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 42.77-47.53 元/股之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- ◆ 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了开立医疗、理邦仪器、迈瑞医疗的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 作为相对估值的参考，考虑公司竞争格局和较好的成长性，最终给予公司 24 年 27-30 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年收入增长+58.6%、+26.9%、+27.6%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年毛利分别为 62.1%、63.5%、64.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年销售费用增速分别为 30%、30%、30%，考虑公司未来业务新品放量推广，有可能出现销售费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年管理费用增速分别为 10%、25%、25%，考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，有可能出现管理费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年研发费用增速分别为 25%、25%、25%，考虑公司的 AI 技术迭代，有可能出现研发费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。

### 宏观经济和外部环境变化带来的风险

国际形势复杂严峻，各国疫后恢复不稳定不均衡，大国冲突和地缘政治问题频发，由此衍生而来的各类风险不可忽视，可能会影响公司产品外销。

## 行业风险

医学影像诊断方法众多，不同设备或方法都主要是通过检查获取的影像来显示人体内部组织器官的形态和生理功能状况，以及疾病所造成的病理病变，借此达到疾病诊断的目的，适用场景存在交叉重叠，不同产品之间存在替代可能性，因此公司产品也存在被其他产品替代的可能性。

## 研发风险

- ◆ 研发失败风险。超声设备研发包括主机和探头研发，主机研发涉及电子、声学、计算机、传感器、信号处理、ID设计、机械结构设计等多种跨学科技技术，探头设计包含材料化学、声学、工艺、结构等多学科的复杂工程，在涉及多领域基础上，还需保证二者的性能、安全性和搭配，存在研发失败风险，且技术陈旧、工艺落后也有可能导致公司新研发的产品无法满足市场需求，造成公司无法及时推出具有市场竞争力的新产品，从而导致公司减弱或失去竞争优势，可能使得公司收入和利润受到影响。
- ◆ 技术泄密风险。核心技术是医疗器械公司的生存之本，如果未来公司相关技术遭到泄密，被竞争对手获知和模仿，则公司竞争力有可能受损，会给公司未来发展带来负面影响。
- ◆ 研发投入不能及时产生效益的风险。研发是医疗器械公司的生存之本，也是公司走向未来的必由之路，但研发是一个漫长的过程，若是不能及时产生利益，就可能对公司的现金流和经营带来风险。

## 经营风险

- ◆ 业务模式风险。公司业务模式为经销为主，直销为辅，随着公司业务规模扩大，经销商网络亦随之扩大，在经销商管理、销售政策制定、技术支持等方面的要求不断提升，虽然公司采取了相应措施改进管理，但经销商管理难度和风险还是不容小觑。若经销商发生经营不善、违法违规等情况，或出现与公司发生纠纷等其他导致终止合作的情形，可能导致公司产品在该经销区域销售出现下滑，从而影响公司产品销售和经营业绩。
- ◆ 产品注册风险。产品上市需经过相关部门审批，且不同国家标准不一致，需经过不同国家审批才能上市，审批十分严格，且也处于不断调整过程中，不排除未来个别产品不能及时取得注册的可能性，对公司业务计划的实施可能产生不利影响。
- ◆ 产品结构单一风险。所谓“成也萧何，败也萧何”，公司目前产品结构较为单一，主要收入和利润来自超声产品及相关技术服务，如果超声医学设备市场需求和供给情况发生不利变动，可能对公司未来的业绩产生波动影响。
- ◆ 市场开拓风险。未来公司将在更多临床领域陆续推出新产品，若新产品在细分市场的拓展策略、营销服务等方面不能很好的适应并满足客户需求，可能对公司业绩造成一定影响。

## 财务风险

- ◆ 应收账款坏账风险。截至2022年底，公司应收账款净额为0.93亿元，较上年度呈下降趋势。虽然公司目前应收账款回收情况良好，但如果客户财务状况发生重大不利变化，公司将面临应收账款坏账增加从而影响经营业绩的风险。

- ◆ 存货跌价风险。截至 2022 年底，公司存货账面净值为 1.97 亿元，较上年度呈增长趋势。未来，如果原材料价格和市场环境发生变化，公司将面临存货跌价增加从而影响经营业绩的风险。
- ◆ 主要原材料价格波动风险。公司主要原材料为电子元器件、塑胶件及金属结构件，若原材料价格短期内大幅上涨，可能对公司经营造成不利影响。
- ◆ 税收优惠政策无法延续风险。公司及触典科技均取得了江苏省《高新技术企业证书》，根据相关政策规定，享受 15%税率的所得税优惠政策；同时祥生科技、触典科技享受软件产品增值税实际税负超过 3.00%的部分即征即退优惠政策；此外，根据国家相关政策，公司出口产品享受免、抵、退的增值税优惠政策。如果未来相关税收政策发生变动，公司的税收优惠政策无法延续，将对公司经营业绩产生不利影响。
- ◆ 汇率波动风险。境外为主要销售收入来源，出口产品主要使用美元结算，如果未来美元兑人民币汇率发生较大波动，则会对公司业绩产生影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	446	446	446	446	472	营业收入	398	381	604	767	978
应收款项	137	97	199	238	292	营业成本	174	155	229	280	345
存货净额	99	197	190	251	347	营业税金及附加	4	3	7	8	11
其他流动资产	7	17	19	25	36	销售费用	50	50	65	85	110
<b>流动资产合计</b>	<b>1270</b>	<b>1339</b>	<b>1436</b>	<b>1541</b>	<b>1728</b>	管理费用	28	33	38	47	58
固定资产	93	132	173	218	264	研发费用	72	78	97	122	152
无形资产及其他	23	22	22	22	22	财务费用	4	(28)	(6)	(10)	(11)
投资性房地产	12	22	22	22	22	投资收益	17	14	30	30	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	(6)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1398</b>	<b>1514</b>	<b>1652</b>	<b>1802</b>	<b>2037</b>	其他收入	(26)	(60)	(97)	(122)	(152)
短期借款及交易性金融负债	1	0	26	8	0	营业利润	125	115	204	265	343
应付款项	80	128	141	179	241	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	59	60	86	103	131	<b>利润总额</b>	<b>125</b>	<b>115</b>	<b>204</b>	<b>265</b>	<b>343</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>140</b>	<b>188</b>	<b>253</b>	<b>290</b>	<b>372</b>	所得税费用	12	9	27	34	45
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	12	12	12	12	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>112</b>	<b>106</b>	<b>178</b>	<b>231</b>	<b>299</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>152</b>	<b>200</b>	<b>265</b>	<b>302</b>	<b>384</b>	<b>净利润</b>	<b>112</b>	<b>106</b>	<b>178</b>	<b>231</b>	<b>299</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	(0)	4	2	2
股东权益	1246	1314	1388	1501	1653	折旧摊销	9	12	12	17	22
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1398</b>	<b>1514</b>	<b>1652</b>	<b>1802</b>	<b>2037</b>	公允价值变动损失	4	6	0	0	0
						财务费用	4	(28)	(6)	(10)	(11)
						营运资本变动	(24)	(29)	(54)	(49)	(69)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	其它	(5)	0	(4)	(2)	(2)
每股收益	1.41	0.94	1.58	2.06	2.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>102</b>	<b>94</b>	<b>136</b>	<b>200</b>	<b>251</b>
每股红利	0.80	0.36	0.92	1.05	1.31	资本开支	0	(43)	(58)	(64)	(70)
每股净资产	15.57	11.71	12.37	13.38	14.74	其它投资现金流	165	(1)	0	0	0
ROIC	10.80%	11.90%	19%	23%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>165</b>	<b>(44)</b>	<b>(58)</b>	<b>(64)</b>	<b>(70)</b>
ROE	9.03%	8.06%	13%	15%	18%	权益性融资	(3)	2	0	0	0
毛利率	56%	59%	62%	63%	65%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	16%	28%	29%	31%	支付股利、利息	(64)	(40)	(104)	(118)	(146)
EBITDA Margin	20%	19%	30%	32%	33%	其它融资现金流	8	28	26	(18)	(8)
收入增长	19%	-4%	59%	27%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(123)</b>	<b>(50)</b>	<b>(78)</b>	<b>(135)</b>	<b>(155)</b>
净利润增长率	13%	-6%	68%	30%	29%	<b>现金净变动</b>	<b>144</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>26</b>
资产负债率	11%	13%	16%	17%	19%	货币资金的期初余额	302	446	446	446	446
股息率	1.5%	0.9%	2.4%	2.7%	3.4%	货币资金的期末余额	446	446	446	446	472
P/E	27.5	40.9	24.4	18.8	14.5	企业自由现金流	0	(4)	47	100	145
P/B	2.5	3.3	3.1	2.9	2.6	权益自由现金流	0	24	82	92	147
EV/EBITDA	41.2	61.9	25.4	19.1	14.6						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032