

海外产品梯队健全，应用领域全面拓宽

投资要点

- **事件：**公司发布2023年中报，实现收入2.96亿元（+29.8%），实现归母净利润1.12亿元（+47.8%），实现扣非归母1.10亿元（+48.2%）。经营活动现金流净额0.36亿元（+187.7%）。23H1已完成22年积压订单的出货，公司恢复疫后正常营运水平。
- **23H1业绩表现稳健，盈利能力持续提升。**22Q4因公共卫生安全问题而未完成发货的库存，在23H1完成了出货。23H1净利润增速快于营收增速，主要系：1）汇兑收益增加；2）高端产品占比持续提升；3）海外业务稳健增长。分季度看，2023Q1/Q2单季度收入1.65/1.31亿元（+64.6%/+2.6%），单季度归母净利润分别为0.53/0.59亿元（+111.3%/+16.8%），单季度扣非归母净利润分别为0.52/0.59亿元（+113.8%/+16.7%）。23Q1因递延受益，业绩显著提升。23Q2营收同比增速相较平缓，系22Q2业绩大幅提速造成的基数较高且销售进入淡季所致。从盈利能力看，23H1毛利率为60.2%（+0.7pp），主要系高端产品占比持续提升。四费率18.8%（-6.1pp），其中销售、研发费用率分别下降0.9pp、4.1pp。从现金流量净额看，公司经营活动现金流净额为0.36亿元（+187.7%），主要系：1）23H1贷款收回金额增加；2）22年战略性储备芯片等电子物料，导致23H1采购规模下降。投资活动产生的现金流量净额为1.33亿元（+115.4%），主要系结构性存款到期收回金额增加所致。
- **海外市场全面打造“Sono Family”，产品梯队健全。**公司前瞻布局多系列超声产品，包含全新推车彩超SonoMax、便携笔记本彩超SonoAir、掌上超声SonoEye、自建云平台SonoAI，其中便携小型化、智能化是公司的差异化优势。1）AI全方面赋能：人工智能云平台SonoAI已广泛搭载高端推车和便携产品线。2）SonoEye补基层短板：SonoEye掌超已推出5个系列，凭借便携、小型化的特点助力基层医疗市场下沉。3）SonoAir、SonoMax提高高端水平：轻薄笔记本彩超SonoAir是便携产品线的重磅新品，自22年底从德国推向市场，现已获FDA上市欧洲、拉美、北美、中东等地区。SonoMax今年首次在全球亮相，性价比相较Xbit更具优势。未来公司将围绕以“SonoMax、SonoAir和Xbit系列发力高端市场，SonoEye掌超赋能基层高质量诊疗”为工作重心，提高公司超声产品在全球的竞争力。
- **加大营销力度，拓宽应用领域。**1）23H1公司举办多场学术推广活动和超声系列专题培训，并积极推进公众号、视频号等品牌运营推广。海外市场销售人员、展会差旅费增加。因此，23H1销售费用达到0.28亿元，同比增长18.6%。2）此外，公司积极拓展超声在医美、兽用和航空医疗救援等领域的应用。南美、欧洲是公司布局医美领域最大的市场，未来SonoAir有望逐步替代掌超进入医美市场，为公司带来更高的回报。
- **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。预计2023-2025年归母净利润分别为1.6、2.1、2.6亿元，对应PE估值分别为29、23、18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	577.42	762.39	962.92
增长率	-4.27%	51.62%	32.03%	26.30%
归属母公司净利润（百万元）	105.84	163.85	208.66	258.50
增长率	-5.89%	54.81%	27.35%	23.89%
每股收益EPS（元）	0.94	1.46	1.86	2.31
净资产收益率ROE	8.06%	11.25%	12.78%	13.98%
PE	45	29	23	18
PB	3.63	3.27	2.92	2.58

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：duxu@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)	0.3
52周内股价区间(元)	30.92-64.99
总市值(亿元)	48
总资产(亿元)	15.64
每股净资产(元)	12.04

相关研究

1. 祥生医疗（688358）：22年业绩短期承压，23Q1明显回暖（2023-04-23）
2. 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）
3. 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）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：超声医学影像设备包括彩超及黑白超，其中彩超分为推车式及便携式超声。随着高端产品 Xbit、新款便携超的放量，预计 2023~2025 年超声销量增速为 53%、33%、27%，均价稳定。

假设 2：技术服务占比较小，预计 2023~2025 年超声销量增速为 75%、50%、33%，价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 3：配件及其他主要涉及一些零部件，预计 2023~2025 年超声销量增速为 29%、10%、14%，价格及毛利率短期内保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
超声医学影像设备	收入	359	550	732	928
	增速	-4.1%	53.2%	33.1%	26.9%
	毛利率	59.5%	60.8%	61.1%	61.3%
技术服务费	收入	1	2	3	4
	增速	-39.0%	75.4%	50.0%	33.3%
	毛利率	64.0%	65.0%	62.0%	62.0%
配件及其他	收入	15	20	22	25
	增速	0.0%	29.1%	10.0%	13.6%
	毛利率	42.6%	43.0%	43.0%	43.0%
其他业务	收入	5	6	6	6
	增速	77.9%	6.6%	0.0%	0.0%
	毛利率	93.4%	87.6%	87.6%	87.6%
合计	收入	381	577	762	963
	增速	-4.3%	51.6%	32.0%	26.3%
	毛利率	59.3%	60.5%	60.8%	61.0%

数据来源：Wind, 西南证券

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。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.6、2.1、2.6 亿元，对应 PE 估值分别为 29、23、18 倍。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS（元）			PE（倍）		
		（元）	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300633.SZ	开立医疗	45.15	1.15	1.50	1.93	39	30	23
300760.SZ	迈瑞医疗	269.30	9.57	11.55	13.93	28	23	19
平均值						34	27	21
688358.SH	祥生医疗	42.52	1.46	1.86	2.31	29	23	18

数据来源：Wind, 西南证券整理。注：股价对应 2023 年 9 月 1 日

选取超声设备领域迈瑞医疗、开立医疗两家作为可比公司，2023~2025 年平均 PE 为 34、27、21 倍。考虑到公司在技术、产品、渠道、品牌和服务五方面的竞争优势，未来成长性突出，给予 2024 年 28 倍估值，对应目标价 52.08 元，维持“买入”评级。

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	577.42	762.39	962.92	净利润	105.84	163.85	208.66	258.50
营业成本	155.06	228.01	298.74	375.51	折旧与摊销	12.20	9.76	11.21	12.38
营业税金及附加	3.17	5.77	7.62	9.63	财务费用	-28.20	-5.00	-5.00	-5.00
销售费用	50.29	75.44	94.29	117.87	资产减值损失	-4.29	-3.00	-3.00	-3.00
管理费用	33.30	46.62	58.28	72.84	经营营运资本变动	-20.22	-96.65	-75.28	-82.78
财务费用	-28.20	-5.00	-5.00	-5.00	其他	-1.60	-19.34	-22.92	-15.93
资产减值损失	-4.29	-3.00	-3.00	-3.00	经营活动现金流净额	63.74	49.63	113.66	164.17
投资收益	13.99	25.00	25.00	25.00	资本支出	-37.74	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-1.37	0.00	0.00	0.00	其他	-7.69	25.00	25.00	25.00
其他经营损益	0.00	40.00	40.00	40.00	投资活动现金流净额	-45.43	5.00	5.00	5.00
营业利润	115.13	187.34	238.84	296.13	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	1.00	1.00	1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	115.13	188.34	239.84	297.13	股权融资	2.08	0.00	0.00	0.00
所得税	9.29	24.48	31.18	38.63	支付股利	-40.00	-21.17	-32.77	-41.73
净利润	105.84	163.85	208.66	258.50	其他	-0.99	4.91	5.00	5.00
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	-16.26	-27.77	-36.73
归属母公司股东净利润	105.84	163.85	208.66	258.50	现金流量净额	0.99	38.37	90.89	132.44
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	484.57	575.46	707.89	成长能力				
应收和预付款项	99.57	180.47	230.08	287.43	销售收入增长率	-4.27%	51.62%	32.03%	26.30%
存货	196.96	214.19	303.79	391.45	营业利润增长率	-7.92%	62.72%	27.49%	23.99%
其他流动资产	596.10	603.89	611.21	619.16	净利润增长率	-5.89%	54.81%	27.35%	23.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-28.41%	93.76%	27.56%	23.86%
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%	60.51%	60.82%	61.00%
无形资产和开发支出	22.06	19.39	16.71	14.04	三费率	14.54%	20.27%	19.36%	19.29%
其他非流动资产	21.54	21.54	21.54	21.54	净利率	27.79%	28.38%	27.37%	26.85%
资产总计	1513.93	1668.46	1914.67	2207.69	ROE	8.06%	11.25%	12.78%	13.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.99%	9.82%	10.90%	11.71%
应付和预收款项	157.71	189.13	256.05	328.61	ROIC	29.02%	43.45%	42.49%	43.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.03%	33.27%	32.14%	31.52%
其他负债	42.71	22.91	26.31	30.01	营运能力				
负债合计	200.42	212.04	282.36	358.62	总资产周转率	0.26	0.36	0.43	0.47
股本	112.12	112.12	112.12	112.12	固定资产周转率	4.65	6.16	6.46	7.13
资本公积	907.56	907.56	907.56	907.56	应收账款周转率	3.13	4.07	3.65	3.66
留存收益	294.05	436.73	612.62	829.39	存货周转率	1.00	1.07	1.14	1.07
归属母公司股东权益	1313.51	1456.41	1632.31	1849.08	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	1456.41	1632.31	1849.08	资产负债率	13.24%	12.71%	14.75%	16.24%
负债和股东权益合计	1513.93	1668.46	1914.67	2207.69	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.10	7.41	6.36	5.79
					速动比率	6.06	6.34	5.24	4.66
					股利支付率	37.79%	12.92%	15.71%	16.14%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	99.14	192.10	245.05	303.51	每股收益	0.94	1.46	1.86	2.31
PE	45.04	29.10	22.85	18.44	每股净资产	11.71	12.99	14.56	16.49
PB	3.63	3.27	2.92	2.58	每股经营现金	0.57	0.44	1.01	1.46
PS	12.52	8.26	6.25	4.95	每股股利	0.36	0.19	0.29	0.37
EV/EBITDA	37.51	19.16	14.65	11.39					
股息率	0.84%	0.44%	0.69%	0.88%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所

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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@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
	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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn