

祥生医疗（688358.SH）

Q3 业绩短期波动，新产品新领域持续发力

增持

核心观点

单三季度业绩承压，前三季度业绩超越 2022 全年。2023 年前三季度公司实现营收 4.02 亿元（+13.45%），归母净利润 1.41 亿元（+12.61%），扣非归母净利润 1.35 亿元（+9.24%）。其中 23Q3 单季营收 1.05 亿元（-16.22%），归母净利润 0.29 亿元（-40.90%），扣非归母净利润 0.25 亿元（-49.74%）。公司三季度业绩有所承压，主要系部分在手订单受个别物料影响未能及时完成出货，导致收入确认有所延迟，以及美元汇率波动导致的汇兑损失对利润端有所拖累。但综合前三季度来看，收入、利润均已超过 2022 全年水平。

盈利能力基本维持稳定，财务费用率增加明显。2023 年前三季度公司毛利率 60.17%（-0.50pp），归母净利率 35.20%（-0.26pp），盈利能力基本维持稳定；销售费用率 9.33%（-0.50pp），管理费用率 5.88%（-0.56pp），研发费用率 14.67%（-2.84pp），财务费用率-6.37%（+4.56pp），财务费用率增加明显，主要系 Q3 汇兑损失较高所致。

新领域持续发力，海内外双线发展。国内市场方面，公司 5 月与国际巨头飞利浦签署合作备忘录，为中国医疗系统提供更多本土化产品及解决方案，持续拓展国内市场，目前合作的新产品拓展顺利。国际市场方面，公司 2023 年初制定了全新策略，打造“未来超声 SonoFamily”的产品理念，涵盖从推车彩超、便携式彩超以及掌超的全线产品，其中公司研发的全球首款超轻薄智能便携彩超 SonoAir 上半年取得 FDA 市场准入，放量顺利，获得了包括康养、理疗、美容等跨医疗领域客户的订单和好评，在跨医疗领域的拓展有望为公司带来新的增长点。

投资建议：超声产品推陈出新，新领域持续拓展，维持“增持”评级。

公司是国内超声领军企业，聚焦“小型便捷化、智能化和专科化”，打造差异化竞争优势，产品持续推陈出新，并在跨医疗领域持续拓展。下调盈利预测，预计 2023-25 年营收为 5.8/7.5/9.5 亿元（原为 6.0/7.7/9.8 亿元），同比增长 52.6%/28.8%/27.5%，归母净利润为 1.8/2.3/3.0 亿元（原为 1.8/2.3/3.0 亿元），同比增长 66.2%/30.8%/29.3%，当前股价对应 PE=26/20/15x。三季度公司业绩有所波动，随着延迟订单得到确认，全年业绩有望实现高增长。

风险提示：研发失败风险；产品结构单一风险；汇率波动风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	398	381	581	749	954
(+/-%)	19.4%	-4.3%	52.6%	28.8%	27.5%
净利润(百万元)	112	106	176	230	297
(+/-%)	12.9%	-5.9%	66.2%	30.8%	29.3%
每股收益(元)	1.41	0.94	1.57	2.05	2.65
EBIT Margin	17.4%	16.1%	28.0%	28.8%	29.8%
净资产收益率 (ROE)	9.0%	8.1%	12.7%	15.3%	18.0%
市盈率 (PE)	28.5	42.4	25.5	19.5	15.1
EV/EBITDA	42.7	64.1	29.8	21.8	16.6
市净率 (PB)	2.57	3.42	3.24	2.99	2.72

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

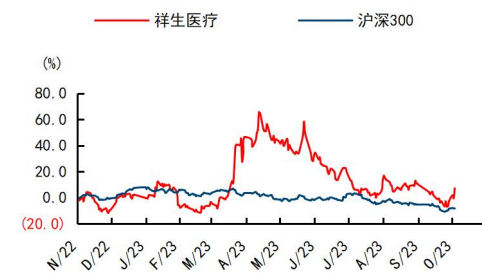
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌琰
021-60375487 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	40.04 元
总市值/流通市值	4489/4489 百万元
52 周最高价/最低价	66.00/31.76 元
近 3 个月日均成交额	52.25 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

《祥生医疗（688358.SH）-超声业务推陈出新，AI 赋能提升产品竞争力》——2023-08-10

单三季度业绩承压，前三季度业绩超越 2022 全年。2023 年前三季度公司实现营收 4.02 亿元（+13.45%），归母净利润 1.41 亿元（+12.61%），扣非归母净利润 1.35 亿元（+9.24%）。其中 23Q3 单季营收 1.05 亿元（-16.22%），归母净利润 0.29 亿元（-40.90%），扣非归母净利润 0.25 亿元（-49.74%）。公司三季度业绩有所承压，主要系部分在手订单受个别物料影响未能及时完成出货，导致收入确认有所延迟，以及美元汇率波动导致的汇兑损失对利润端有所拖累。但综合前三季度来看，收入、利润均已超过 2022 全年水平。

图1：祥生医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：祥生医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



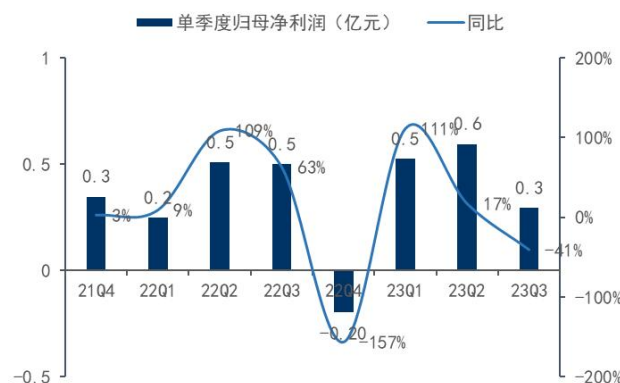
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：祥生医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

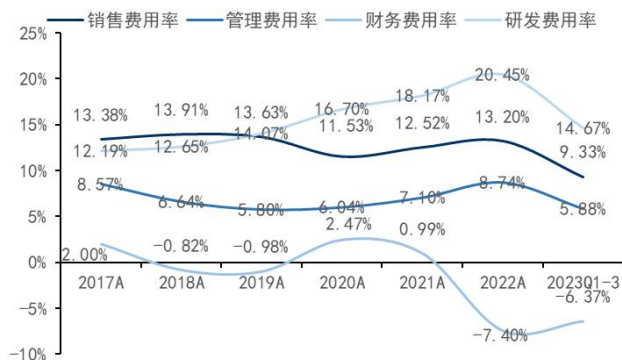
图4：祥生医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

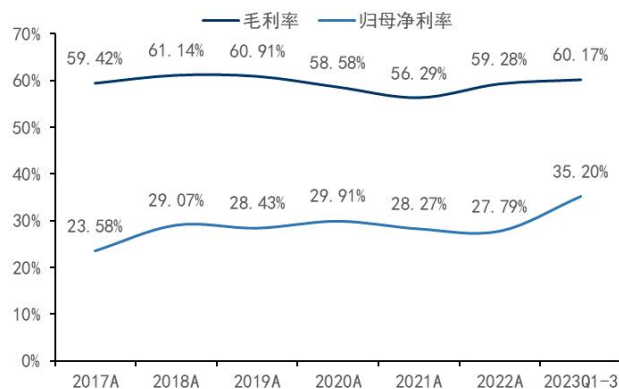
盈利能力基本维持稳定，财务费用率增加明显。2023 年前三季度公司毛利率 60.17%（-0.50pp），归母净利率 35.20%（-0.26pp），盈利能力基本维持稳定；销售费用率 9.33%（-0.50pp），管理费用率 5.88%（-0.56pp），研发费用率 14.67%（-2.84pp），财务费用率 -6.37%（+4.56pp），财务费用率增加明显，主要系 Q3 汇兑损失较高所致。

图5：祥生医疗费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：祥生医疗利润率情况（%）



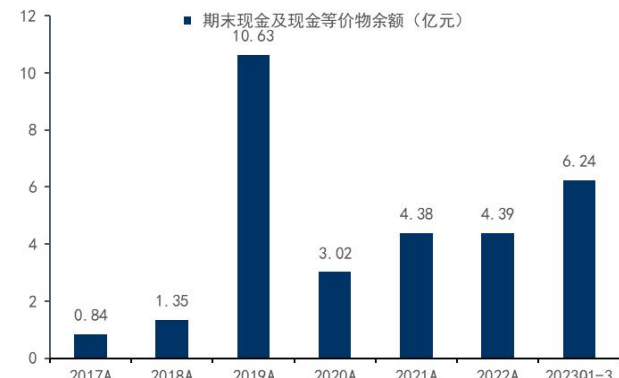
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：祥生医疗经营性现金流净额情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：祥生医疗期末现金余额情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新领域持续发力，海内外双线发展。国内市场方面，公司5月与国际巨头飞利浦签署合作备忘录，为中国医疗系统提供更多本土化产品及解决方案，持续拓展国内市场，目前合作的新产品拓展顺利。国际市场方面，公司2023年初制定了全新策略，打造“未来超声 SonoFamily”的产品理念，涵盖从推车彩超、便携式彩超以及掌超的全线产品，其中公司研发的全球首款超轻薄智能便携彩超 SonoAir 上半年取得FDA市场准入，放量顺利，获得了包括康养、理疗、美容等跨医疗领域客户的订单和好评，在跨医疗领域的拓展有望为公司带来新的增长点。

投资建议：超声产品推陈出新，新领域持续拓展，维持“增持”评级。公司是国内超声领军企业，聚焦“小型便捷化、智能化和专科化”，打造差异化竞争优势，产品持续推陈出新，并在跨医疗领域持续拓展。下调盈利预测，预计2023-25年营收为5.8/7.5/9.5亿元（原为6.0/7.7/9.8亿元），同比增长52.6%/28.8%/27.5%，归母净利润为1.8/2.3/3.0亿元（原为1.8/2.3/3.0亿元），同比增长66.2%/30.8%/29.3%，当前股价对应PE=26/20/15x。三季度公司业绩有所波动，随着延迟订单得到确认，全年业绩有望实现高增长。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2023/11/1	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
		股价		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	23E	
300760. SZ	迈瑞医疗	282. 80	3, 429	7. 94	9. 56	11. 52	13. 87	35. 6	29. 5	24. 4	20. 3	32. 6%	1. 4	1. 4	买入
300633. SZ	开立医疗	48. 43	209	0. 86	1. 15	1. 48	1. 91	56. 3	42. 2	32. 7	25. 4	14. 5%	1. 5	1. 5	无
300206. SZ	理邦仪器	10. 74	62	0. 40	0. 46	0. 58	0. 74	26. 7	23. 2	18. 4	14. 5	13. 0%	0. 9	0. 9	无
688358. SH	祥生医疗	40. 04	45	0. 94	1. 57	2. 05	2. 65	42. 4	25. 5	19. 5	15. 1	8. 3%	0. 9	0. 9	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 开立医疗、理邦仪器为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	446	446	929	746	684	营业收入	398	381	581	749	954
应收款项	137	97	191	232	284	营业成本	174	155	214	269	330
存货净额	99	197	177	240	331	营业税金及附加	4	3	6	7	10
其他流动资产	7	17	19	24	35	销售费用	50	50	68	88	116
流动资产合计	1270	1339	1897	1823	1915	管理费用	28	33	38	49	60
固定资产	93	132	173	218	264	研发费用	72	78	93	120	156
无形资产及其他	23	22	21	20	19	财务费用	4	(28)	0	0	0
投资性房地产	12	22	22	22	22	投资收益	17	14	20	25	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	3	0	0	0
资产总计	1398	1514	2113	2083	2220	其他收入	(35)	(69)	(78)	(101)	(134)
短期借款及交易性金融负债	1	0	500	300	200	营业利润	125	115	198	259	336
应付款项	80	128	131	171	229	营业外净收支	(0)	(0)	2	2	2
其他流动负债	59	60	83	101	128	利润总额	125	115	200	261	338
流动负债合计	140	188	714	571	557	所得税费用	12	9	24	31	41
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	归属于母公司净利润	112	106	176	230	297
长期负债合计	13	12	12	12	12	现金流量表（百万元）					
负债合计	152	200	726	583	569	净利润	112	106	176	230	297
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	1387	1499	1651	折旧摊销	9	12	12	17	22
负债和股东权益总计	1398	1514	2113	2083	2220	公允价值变动损失	(5)	(3)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	4	(28)	0	0	0
每股收益	1.41	0.94	1.57	2.05	2.65	营运资本变动	(24)	(29)	(46)	(49)	(66)
每股红利	0.80	0.36	0.91	1.05	1.30	其它	(5)	0	(4)	(2)	(2)
每股净资产	15.57	11.71	12.37	13.37	14.72	经营活动现金流	93	86	143	198	253
ROIC	11%	12%	18%	20%	23%	资本开支	0	(52)	(57)	(63)	(69)
ROE	9%	8%	13%	15%	18%	其它投资现金流	165	(1)	0	0	0
毛利率	56%	59%	63%	64%	65%	投资活动现金流	165	(52)	(57)	(63)	(69)
EBIT Margin	17%	16%	28%	29%	30%	权益性融资	(3)	2	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	30%	31%	32%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	-4%	53%	29%	27%	支付股利、利息	(64)	(40)	(103)	(117)	(146)
净利润增长率	13%	-6%	66%	31%	29%	其它融资现金流	17	45	500	(200)	(100)
资产负债率	11%	13%	34%	28%	26%	融资活动现金流	(114)	(33)	397	(317)	(246)
股息率	1.4%	0.9%	2.3%	2.6%	3.2%	现金净变动	144	0	482	(182)	(62)
P/E	28.5	42.4	25.5	19.5	15.1	货币资金的期初余额	302	446	446	929	746
P/B	2.6	3.4	3.2	3.0	2.7	货币资金的期末余额	446	446	929	746	684
EV/EBITDA	42.7	64.1	29.8	21.8	16.6	企业自由现金流	0	(13)	53	95	136
						权益自由现金流	0	32	558	(103)	42

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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所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