

# 祥生医疗 (688358. SH)

## 2023 年归母净利润增长 38%，海外业务快速增长

买入

### 核心观点

**2023 年业绩增长较快，2024 年一季度受 2023 年同期高基数影响。**2023 年公司实现营收 4.84 亿元 (+27.04%)，归母净利润 1.46 亿元 (+38.39%)，扣非归母净利润 1.37 亿元 (+39.39%)。其中 23Q4 单季营收 0.82 亿元 (+207.49%)，归母净利润 0.05 亿元 (+125.55%)，扣非归母净利润 0.02 亿元 (+108.28%)。2024 年一季度营收 1.41 亿元 (-14.87%)，归母净利润 0.46 亿元 (-13.28%)，扣非归母净利润 0.45 亿元 (-13.17%)。公司抓住超声行业便携化、小型化、专业化发展趋势，2023 年业绩取得较快增长。2022 年四季度有部分订单延迟确认，导致 2023 年一季度高基数，2024 年一季度业绩有所下滑。

**费用率下降，归母净利率提升。**2023 年毛利率 58.81% (-0.48pp)，毛利率略有下降，主要系出口业务占比较大，受汇兑影响；销售费用率 10.92% (-2.29pp)，管理费用率 7.22% (-1.52pp)，研发费用率 15.93% (-4.52pp)，财务费用率 -4.90% (+2.50pp)，四费率 29.16% (-5.83pp)，归母净利率 30.27% (+2.48pp)，随着规模效应的体现，费用率持续改善，归母净利率有所提升。

**便携式设备放量驱动海外业务增长。**公司持续打造“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，研发的全球首款超轻薄智能便携彩超 SonoAir 2023 上半年取得 FDA 市场准入，放量顺利，推动海外业务快速增长，2023 年公司境外收入 4.2 亿元，同比增长 41.4%。

**投资建议：**公司聚焦“小型便捷化、智能化和专科化”，打造差异化竞争优势，2023 年业绩实现快速增长。考虑国内行业整顿影响，下调 24、25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-26 年营收 6.75/8.85/11.01 亿元（原 24-25 年为 7.7/9.8 亿元），同比增速 40%/31%/24%，归母净利润 2.11/2.80/3.63 亿元（原 24-25 年为 2.3/3.0 亿元），同比增速 44%/32%/30%，当前股价对应 PE=16/12/9x，上调为“买入”评级。

**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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	381	484	675	885	1,101
(+/-%)	-4.3%	27.0%	39.6%	31.0%	24.5%
归母净利润(百万元)	106	146	211	280	363
(+/-%)	-5.9%	38.4%	44.3%	32.3%	29.8%
每股收益(元)	0.94	1.31	1.89	2.49	3.24
EBIT Margin	16.1%	23.9%	28.5%	32.6%	35.1%
净资产收益率(ROE)	8.1%	10.7%	14.3%	17.2%	20.1%
市盈率(PE)	32.1	23.2	16.1	12.1	9.4
EV/EBITDA	49.1	27.9	20.3	13.2	9.8
市净率(PB)	2.58	2.48	2.30	2.09	1.88

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：凌珑  
021-60375487 021-60375401  
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn  
S0980523050001

#### 基础数据

投资评级	买入(上调)
合理估值	
收盘价	30.28 元
总市值/流通市值	3395/3395 百万元
52 周最高价/最低价	66.00/20.22 元
近 3 个月日均成交额	59.10 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) ——2023 年三季报点评：Q3 业绩短期波动，新产品新领域持续发力》——2023-11-02  
《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

**2023年业绩增长较快，2024年一季度受2023年同期高基数影响。**2023年公司实现营收4.84亿元(+27.04%)，归母净利润1.46亿元(+38.39%)，扣非归母净利润1.37亿元(+39.39%)。其中23Q4单季营收0.82亿元(+207.49%)，归母净利润0.05亿元(+125.55%)，扣非归母净利润0.02亿元(+108.28%)。2024年一季度营收1.41亿元(-14.87%)，归母净利润0.46亿元(-13.28%)，扣非归母净利润0.45亿元(-13.17%)。公司抓住超声行业便携化、小型化、专业化发展趋势，2023年业绩取得较快增长。2022年四季度有部分订单延迟确认，导致2023年一季度高基数，2024年一季度业绩有所下滑。

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、%）



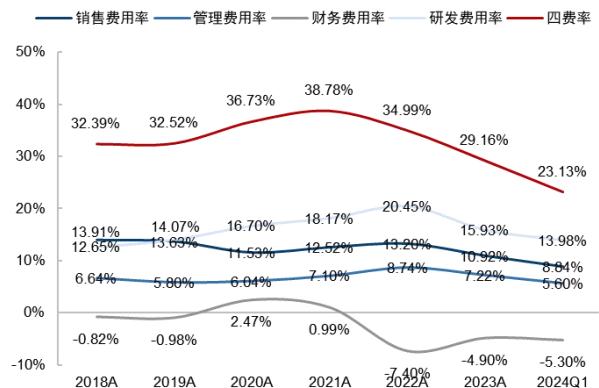
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：祥生医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

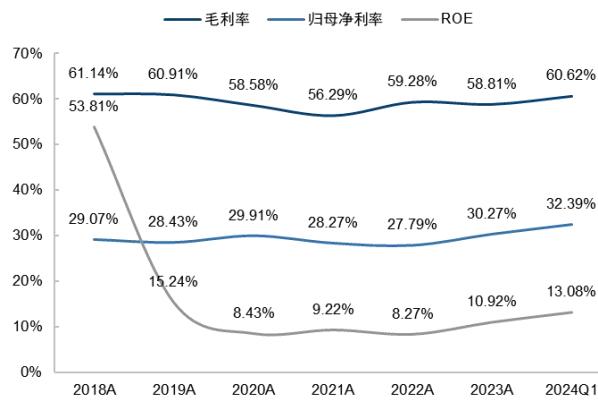


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**费用率下降，归母净利率提升。**2023年毛利率58.81%(-0.48pp)，毛利率略有下降，主要系出口业务占比较大，受汇兑影响；销售费用率10.92%(-2.29pp)，管理费用率7.22%(-1.52pp)，研发费用率15.93%(-4.52pp)，财务费用率-4.90%(+2.50pp)，四费率29.16%(-5.83pp)，归母净利率30.27%(+2.48pp)，随着规模效应的体现，费用率持续改善，归母净利率有所提升。

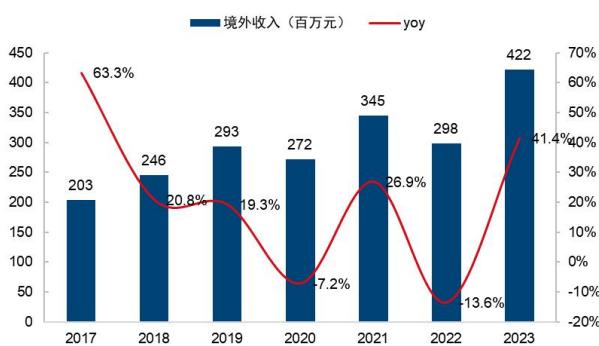
**图5: 祥生医疗费用率情况 (%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

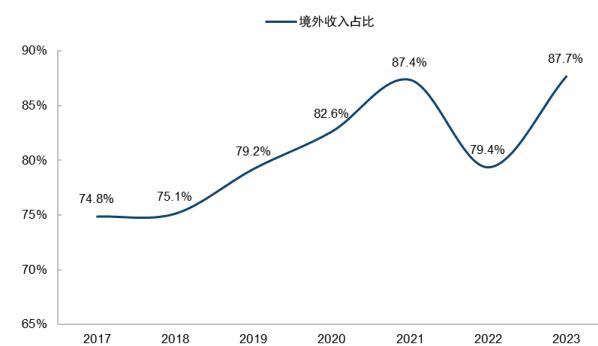
**图6: 祥生医疗利润率情况 (%)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**便携式设备放量驱动海外业务增长。**公司持续打造“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，研发的全球首款超轻薄智能便携彩超 SonoAir 2023 上半年取得 FDA 市场准入，放量顺利，推动海外业务快速增长，2023 年公司境外收入 4.2 亿元，同比增长 41.4%。

**图7: 祥生医疗境外收入情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图8: 祥生医疗境外收入占主营业务比例**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**布局人工智能前沿技术，产品处于临床试验阶段。**随着云技术、人工智能技术的发展以及与超声医学影像设备的逐步融合，基于人工智能的医学影像辅助诊断功能日益进步和完善。超声人工智能由于动态图像识别难、金标准要求高、数据少等难点，目前尚未有成熟产品问世。祥生医疗是较早布局超声人工智能的超声厂家，目前相关产品处于临床试验阶段。

**表1: 祥生医疗在研项目情况**

序号	项目名称	预计总投资规模 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	超声人工智能辅助诊断系统及云平台的开发	10457.04	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	国内领先水平	用于医院专科化检查的辅助诊断
2	低功耗小型化超声诊断系统的研发	7700	项目完成 第二代产品预研	注册产品，实现量产	国内领先水平	广泛应用于麻醉科、急救科、ICU 重症监护室、手术室等多个医学科室，尤其能在急诊、麻醉、穿刺、床旁等多个医学场景中发挥显著作用
3	新一代高端彩色超声诊	8000	已实现海外部分国家的销售，国内注册证申请中	注册产品，实现量产	国内领先水平	新一代全身应用型高端推车式彩超，实现高端彩超功能。

断系统													使产品符合各种不同临床应用场景
4 彩色超声诊 断系统	4500	研发阶段											新一代中高端彩超平台, 满足不同临床应用场景
5 其他	3500												
<b>合计</b>	<b>34157.04</b>												

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**公司聚焦“小型便捷化、智能化和专科化”，打造差异化竞争优势，2023年业绩实现快速增长。考虑国内行业整顿影响，下调24、25年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-26年营收6.75/8.85/11.01亿元（原24-25年为7.7/9.8亿元），同比增速40%/31%/24%，归母净利润2.11/2.80/3.63亿元（原24-25年为2.3/3.0亿元），同比增速44%/32%/30%，当前股价对应PE=16/12/9x，上调为“买入”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	2024/4/23	总市值		EPS			PE			ROE	PEG	投资评级	
		股价	亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	22A	24E	
300760.SZ	迈瑞医疗	284.50	3,449	9.59	11.46	13.79		29.7	24.8	20.6		32.6%	1.2	买入
300633.SZ	开立医疗	39.40	170	1.06	1.36	1.73	2.18	37.2	29.0	22.7	18.1	14.5%	1.1	无
300206.SZ	理邦仪器	9.31	54	0.38	0.51	0.59	0.67	24.4	18.2	15.7	13.9	13.0%	0.9	无
688358.SH	祥生医疗	30.28	34	1.31	1.89	2.49	3.24	23.2	16.1	12.1	9.4	8.3%	0.5	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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	446	689	1227	1065	1042	<b>营业收入</b>	<b>381</b>	<b>484</b>	<b>675</b>	<b>885</b>	<b>1101</b>
应收款项	97	158	209	263	342	营业成本	155	199	274	351	431
存货净额	197	136	236	335	361	营业税金及附加	3	4	7	9	11
其他流动资产	17	18	23	34	40	销售费用	50	53	66	79	91
<b>流动资产合计</b>	<b>1339</b>	<b>1341</b>	<b>2034</b>	<b>2037</b>	<b>2126</b>	管理费用	33	35	45	51	59
固定资产	132	135	157	181	207	研发费用	78	77	92	106	122
无形资产及其他	22	21	20	19	19	财务费用	(28)	(24)	(15)	(10)	(5)
投资性房地产	22	25	25	25	25	投资收益	14	11	15	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1514</b>	<b>1522</b>	<b>2237</b>	<b>2263</b>	<b>2376</b>	其他收入	(69)	(73)	(77)	(101)	(116)
短期借款及交易性金融负债	0	4	500	300	200	营业利润	115	162	238	314	408
应付款项	128	85	160	218	236	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	60	50	86	105	120	<b>利润总额</b>	<b>115</b>	<b>162</b>	<b>238</b>	<b>314</b>	<b>408</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>188</b>	<b>138</b>	<b>746</b>	<b>623</b>	<b>555</b>	所得税费用	9	16	26	35	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	12	15	15	15	15	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>106</b>	<b>146</b>	<b>211</b>	<b>280</b>	<b>363</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>200</b>	<b>153</b>	<b>761</b>	<b>639</b>	<b>570</b>	<b>净利润</b>	<b>106</b>	<b>146</b>	<b>211</b>	<b>280</b>	<b>363</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	1	4	2	2
股东权益	1314	1369	1476	1624	1806	折旧摊销	12	12	12	16	19
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1514</b>	<b>1522</b>	<b>2237</b>	<b>2263</b>	<b>2376</b>	公允价值变动损失	(3)	(8)	0	0	0
						财务费用	(28)	(24)	(15)	(10)	(5)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(29)	(53)	(40)	(85)	(78)
每股收益	0.94	1.31	1.89	2.49	3.24	其它	0	(1)	(4)	(2)	(2)
每股红利	0.36	0.70	0.93	1.17	1.62	<b>经营活动现金流</b>	<b>86</b>	<b>96</b>	<b>184</b>	<b>210</b>	<b>304</b>
每股净资产	11.71	12.21	13.16	14.49	16.11	资本开支	0	(24)	(37)	(41)	(45)
ROIC	11.90%	14.36%	17%	21%	24%	其它投资现金流	(1)	240	0	0	0
ROE	8.06%	10.70%	14%	17%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>216</b>	<b>(37)</b>	<b>(41)</b>	<b>(45)</b>
毛利率	59%	59%	59%	60%	61%	权益性融资	22	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	24%	29%	33%	35%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	26%	30%	34%	37%	支付股利、利息	(40)	(78)	(104)	(131)	(181)
收入增长	-4%	27%	40%	31%	24%	其它融资现金流	(26)	87	496	(200)	(100)
净利润增长率	-6%	38%	44%	32%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(85)</b>	<b>(70)</b>	<b>391</b>	<b>(331)</b>	<b>(281)</b>
资产负债率	13%	10%	34%	28%	24%	<b>现金净变动</b>	<b>0</b>	<b>243</b>	<b>538</b>	<b>(162)</b>	<b>(23)</b>
股息率	1.2%	2.3%	3.1%	3.9%	5.3%	货币资金的期初余额	446	446	689	1227	1065
P/E	32.1	23.2	16.1	12.1	9.4	货币资金的期末余额	446	689	1227	1065	1042
P/B	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	0	39	106	146	240
EV/EBITDA	49.1	27.9	20.3	13.2	9.8	权益自由现金流	0	126	613	(44)	153

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