

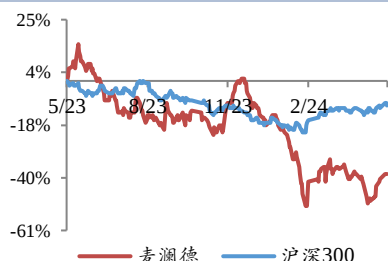
2024Q1 环比改善明显，全年预计恢复高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-09

收盘价（元）	25.10
近 12 个月最高/最低（元）	45.75/17.64
总股本（百万股）	101
流通股本（百万股）	36
流通股比例（%）	35.61
总市值（亿元）	25
流通市值（亿元）	9

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.2023Q2 收入略不及预期，新产品带动盈利能力提升 2023-09-08

主要观点：

➤ 事件：

公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 3.41 亿 (yoy-9.57%)，归母净利润 0.90 亿元 (yoy-26.19%)，扣非净利润 0.72 亿元

(yoy-19.43%)。2023 年销售毛利率约 71.11%，销售净利率约 27.14%。

2024Q1 实现营业收入 1.04 亿元 (yoy-4.39%)，归母净利润 0.36 亿元 (yoy+12.04%)，扣非净利润 0.34 亿元 (yoy+24.67%)。2024Q1 公司销售毛利率回升至 74.05%，销售净利率约 36.60%。

➤ 事件点评

● 2023 年全年多重因素影响，收入利润增长未达成股权激励目标

公司于 2023 年 2 月推出了中长期的股权激励计划，激励计划考核 2023-2026 年四个会计年度的归母净利润，以 2022 年归母净利润为基数，2023-2026 年的归母净利润增长率不低于 30%/69%/120%/186%。2023 年由于多重因素影响未实现股权激励目标，目前该股权激励计划已经终止，公司预计会根据 2024 年上半年的经营情况以及经营环境变化情况，重新做股权激励计划。

2023 年公司收入同比略有下降，主要原因包括：（1）行业政策环境变化，合规趋严导致的招投标节奏放缓、订单金额下降以及经销商入院困难、装机节奏变慢。根据公司年报，2023 年公司生殖康复条线销量约 625 台，其中库存量 174 台，而库存中的 84 台为产品已出库，客户尚未完成验收，当然这部分收入也不能及时确认。（2）公司新产品推出计划延迟。公司新产品包括二代电刺激仪、二代磁刺激仪、盆底超声设备在 2023 年推出，但实际于 2024 年 3 月推出，新产品推出节奏也导致了公司原有的收入预算目标没有实现。

● 2023 年公司加大研发支出，新产品序列丰富

2023 年公司研发费用约 0.58 亿元，研发费用率约为 17.09%，远高于公司过往 10-12% 的水平。盆底及妇产康复器械行业属于多学科交叉的技术密集型行业，涉及临床医学、生物医学工程、工业设计、电子信息、计算机科学与技术等多个领域的专业知识和技术。公司围绕盆底及妇产康复领域持续进行高效的技术研发和产品创新。公司在 2023 年进一步完善了盆底超声、盆底电、盆底磁等多个设备，2024 年 3 月推出了行业领先的盆底智能诊疗系统（PI-ONE 系统）。PI-ONE 系统的推出，将进一步夯实公司在盆底智能诊疗化领域的龙头地位，并为盆底康复临床规范诊疗路径的形成和成熟发展做出积极贡献。

另外，公司也增加在医美板块的投入，公司完成了对杭州小肤科技的控股收购以及对上海奥通激光技术有限公司的全资收购。2024 年是公司继续丰富医美板块产品矩阵的一年，目前公司已有的医美产品主要

围绕女性私密、卵巢保养等方面，增加了小肤科技、奥通激光后，公司的医美产品矩阵扩充到皮肤、形体的管理领域。我们预计 2025 年公司医美板块将会取得更大进展的一年。

小肤科技是一家专注于科技测肤的国家高新技术企业，率先在 3D 面部建模、AI 皮肤与形态分析领域完成影像采集硬件、应用软件、底层分析算法与业务场景深度匹配、为客户提供一体化医美数字化诊断及解决方案。核心产品“美际 3D 皮肤分析仪”现已服务全国超过 1,000 家头部医美机构，同时首次实现了 3D 数据与市场各 SaaS 软件打通，为客户深度数字分析与运营提供了更加坚实的数据基础。

奥通激光拥有近二十年皮肤科医疗激光技术积累，收购完成后将有助于公司提升激光自主研制能力，改进完善现有在研激光产品的性能与质量，同时也加强了公司对皮肤科的覆盖和延伸，对于公司进一步布局战略之女性美的领域有积极的意义。

● 投资建议

预计公司 2024-2026 收入有望分别实现 4.11 亿元、5.18 亿元和 6.50 亿元，同比增速分别达到 20.5%、26.0%和 25.6%，2024-2026 年归母净利润分别实现 1.19 亿元、1.56 亿元和 2.09 亿元，同比增速分别达到 32.6%、31.3%和 33.6%。2024-2026 年的 EPS 分别为 1.18 元、1.55 元和 2.08 元，对应 PE 估值分别为 20x、15x 和 12x。基于公司 2024 年新产品顺利推出，“磁电热影”组合协同效应强，公司同时又大力拓展医美板块业务，新产品+新业务助力公司回归高增长态势，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品研发及推广不及预期风险；
 市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	341	411	518	650
收入同比（%）	-9.6%	20.5%	26.0%	25.6%
归属母公司净利润	90	119	156	209
净利润同比（%）	-26.2%	32.6%	31.3%	33.6%
毛利率（%）	71.1%	74.4%	74.4%	73.9%
ROE（%）	6.7%	8.1%	9.6%	11.4%
每股收益（元）	0.90	1.18	1.55	2.08
P/E	37.09	20.29	15.45	11.56
P/B	2.49	1.65	1.49	1.32
EV/EBITDA	25.34	11.29	7.52	4.60

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1172	1274	1475	1714	营业收入	341	411	518	650
现金	992	1084	1242	1465	营业成本	98	105	133	170
应收账款	10	20	21	30	营业税金及附加	5	6	8	9
其他应收款	1	1	2	2	销售费用	83	99	124	143
预付账款	6	6	8	10	管理费用	45	53	67	85
存货	55	50	91	91	财务费用	-14	-20	-22	-25
其他流动资产	107	114	110	116	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	362	372	378	385	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	投资净收益	14	16	21	26
固定资产	120	155	167	170	营业利润	102	135	177	236
无形资产	31	43	56	68	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	198	161	142	134	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1534	1647	1853	2099	利润总额	101	135	177	236
流动负债	133	122	168	199	所得税	9	12	16	21
短期借款	0	0	0	0	净利润	92	123	161	215
应付账款	18	10	27	20	少数股东损益	3	4	5	6
其他流动负债	115	113	141	178	归属母公司净利润	90	119	156	209
非流动负债	25	25	25	25	EBITDA	93	119	157	209
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.90	1.18	1.55	2.08
其他非流动负债	25	25	25	25					
负债合计	159	148	194	224					
少数股东权益	30	33	38	44					
股本	101	101	101	101					
资本公积	999	1000	1000	1000					
留存收益	246	365	521	730					
归属母公司股东权	1346	1466	1622	1831					
负债和股东权益	1534	1647	1853	2099					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	137	106	167	226	成长能力				
净利润	92	123	161	215	营业收入	-9.6%	20.5%	26.0%	25.6%
折旧摊销	20	20	23	23	营业利润	-29.7%	31.3%	31.3%	33.6%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	-26.2%	32.6%	31.3%	33.6%
投资损失	-14	-16	-21	-26	获利能力				
营运资金变动	41	-21	3	14	毛利率(%)	71.1%	74.4%	74.4%	73.9%
其他经营现金流	49	144	158	201	净利率(%)	26.4%	29.0%	30.2%	32.1%
投资活动现金流	-237	-14	-8	-4	ROE(%)	6.7%	8.1%	9.6%	11.4%
资本支出	-75	-31	-29	-30	ROIC(%)	4.8%	5.9%	7.3%	9.0%
长期投资	-177	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	14	16	21	26	资产负债率(%)	10.3%	9.0%	10.4%	10.7%
筹资活动现金流	-84	1	0	0	净负债比率(%)	11.5%	9.9%	11.7%	11.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	8.80	10.40	8.77	8.63
长期借款	0	0	0	0	速动比率	8.33	9.94	8.17	8.12
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	17	1	0	0	总资产周转率	0.22	0.26	0.30	0.33
其他筹资现金流	-101	0	0	0	应收账款周转率	23.22	27.11	25.49	25.58
现金净增加额	-184	92	159	223	应付账款周转率	6.24	7.67	7.26	7.19

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.90	1.18	1.55	2.08	P/E	37.09	20.29	15.45	11.56
每股经营现金流薄)	1.36	1.05	1.66	2.25	P/B	2.49	1.65	1.49	1.32
每股净资产	13.37	14.57	16.12	18.20	EV/EBITDA	25.34	11.29	7.52	4.60

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。