

祥生医疗（688358.SH）——2024年中报点评

业绩有所承压，保持高比例研发投入

优于大市

核心观点

2024上半年业绩承压，利润端降幅大于收入端。2024上半年公司实现营收2.48亿元（-16.47%），归母净利润0.81亿元（-27.35%），扣非归母净利润0.74亿元（-32.68%）。其中2024Q2单季营收1.07亿元（-18.49%），归母净利润0.36亿元（-39.78%），扣非归母净利润0.29亿元（-49.86%）。公司2024上半年业绩承压，主要系大型超声市场趋于成熟，基本盘海外业务有所下滑，但便携式超声维持增长。利润端下滑幅度大于收入端，主要系汇兑收益同比大幅减少以及研发投入持续加大所致。

毛利率基本持平，费用率增加明显。2024上半年毛利率60.09%（-0.15pp），毛利率基本维持稳定。销售费用率10.20%（+1.44pp），管理费用率7.58%（+1.93pp），研发费用率15.78%（+3.07pp），财务费用率-7.84%（+1.05pp），四费率25.73%（+7.49pp），费用率增加明显，主要系公司营收规模有所收缩、持续高强度研发投入、汇兑收益大幅减少所致。

持续高比例研发投入，SonoAir和SonoMax有望国内放量。公司持续保持高比例研发投入，2024上半年研发投入0.39亿元，占营业收入15.78%。新增3项核心技术（微小血管成像、小型化超声系统低功耗技术以及产科AI），推动便携超声和高端超声焕新升级。新增国外市场准入许可39项，国内市场准入许可5项。高端轻薄笔记本超声SonoAir以及高端台式超声SonoMax在2024年已获得国内市场准入许可。

投资建议：考虑海外订单波动及国内行业整顿影响，下调盈利预测，预计2024-26年营收5.6/6.8/8.3亿元（原为6.8/8.9/11.0亿元），同比增速15%/22%/23%，归母净利润1.9/2.3/2.9亿元（原为2.1/2.8/3.6亿元），同比增速31%/21%/26%，当前股价对应PE=12/10/8x，维持“优于大市”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；订单增长不及预期风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	381	484	558	680	833
(+/-%)	-4.3%	27.0%	15.4%	21.7%	22.6%
归母净利润(百万元)	106	146	192	232	292
(+/-%)	-5.9%	38.4%	31.2%	20.5%	26.2%
每股收益(元)	0.94	1.31	1.71	2.07	2.61
EBIT Margin	16.1%	23.9%	28.8%	33.0%	36.9%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	10.7%	13.1%	14.6%	16.9%
市盈率 (PE)	21.5	15.5	11.8	9.8	7.8
EV/EBITDA	33.8	19.0	17.2	11.8	8.4
市净率 (PB)	1.73	1.66	1.55	1.43	1.31

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.26元
总市值/流通市值	2272/2272百万元
52周最高价/最低价	46.44/20.01元
近3个月日均成交额	14.36百万元

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年归母净利润增长38%，海外业务快速增长》——2024-04-24
- 《祥生医疗（688358.SH）——2023年三季度报点评：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

2024 上半年业绩承压，利润端降幅大于收入端。2024 上半年公司实现营收 2.48 亿元（-16.47%），归母净利润 0.81 亿元（-27.35%），扣非归母净利润 0.74 亿元（-32.68%）。其中 2024Q2 单季营收 1.07 亿元（-18.49%），归母净利润 0.36 亿元（-39.78%），扣非归母净利润 0.29 亿元（-49.86%）。公司 2024 上半年业绩承压，主要系大型超声市场趋于成熟，基本盘海外业务有所下滑，但便携式超声维持增长。利润端下滑幅度大于收入端，主要系汇兑收益同比大幅减少以及研发投入持续加大所致。

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

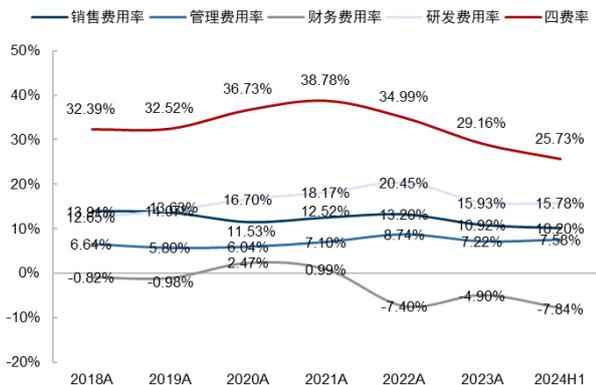
图4：祥生医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

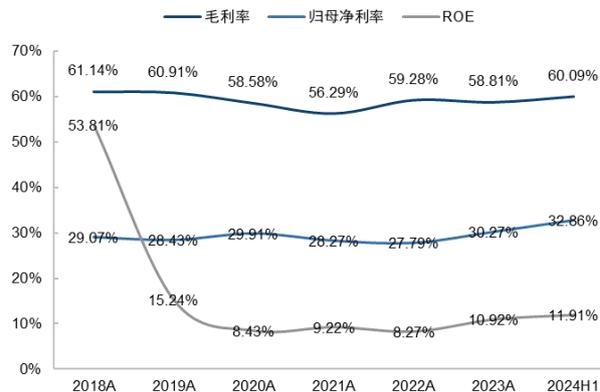
毛利率基本持平，费用率增加明显。2024 上半年毛利率 60.09%（-0.15pp），毛利率基本维持稳定。销售费用率 10.20%（+1.44pp），管理费用率 7.58%（+1.93pp），研发费用率 15.78%（+3.07pp），财务费用率-7.84%（+1.05pp），四费率 25.73%（+7.49pp），费用率增加明显，主要系公司营收规模有所收缩、持续高强度研发投入、汇兑收益大幅减少所致。

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

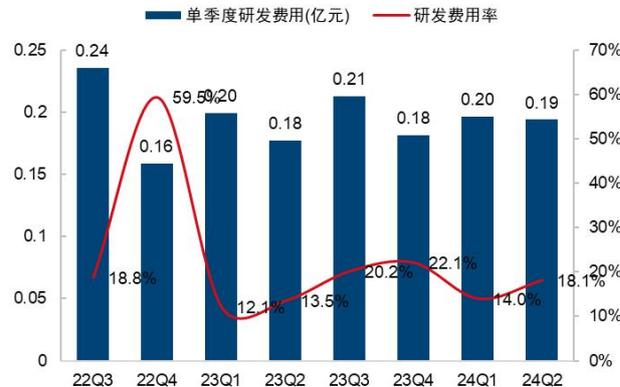
持续高比例研发投入, SonoAir 和 SonoMax 有望国内放量。公司持续保持高比例研发投入, 2024 上半年研发投入 0.39 亿元, 占营业收入 15.78%。新增 3 项核心技术(微小血管成像、小型化超声系统低功耗技术以及产科 AI), 推动便携超声和高端超声焕新升级。新增国外市场准入许可 39 项, 国内市场准入许可 5 项。高端轻薄笔记本超声 SonoAir 以及高端台式超声 SonoMax 在 2024 年已获得国内市场准入许可。

图7: 祥生医疗研发支出及增速 (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8: 祥生医疗单季研发费用及研发费用率 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 考虑海外订单波动及国内行业整顿影响, 下调盈利预测, 预计 2024-26 年营收 5.6/6.8/8.3 亿元(原为 6.8/8.9/11.0 亿元), 同比增速 15%/22%/23%, 归母净利润 1.9/2.3/2.9 亿元(原为 2.1/2.8/3.6 亿元), 同比增速 31%/21%/26%, 当前股价对应 PE=12/10/8x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/9/11 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	
300760.SZ	迈瑞医疗	240.03	2,910	9.56	11.38	13.67	16.19	25.1	21.1	17.6	14.8	35.6%	1.1	优于大市
300633.SZ	开立医疗	29.05	126	1.06	1.36	1.72	2.21	27.4	21.4	16.9	13.1	15.4%	0.8	优于大市
300206.SZ	理邦仪器	9.15	53	0.38	0.46	0.54	0.62	24.0	20.0	16.9	14.7	11.6%	1.1	无
688358.SH	祥生医疗	20.26	23	1.31	1.71	2.07	2.61	15.5	11.8	9.8	7.8	10.9%	0.5	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	446	689	1256	1101	1064	营业收入	381	484	558	680	833
应收款项	97	158	173	202	259	营业成本	155	199	219	266	325
存货净额	197	136	187	250	269	营业税金及附加	3	4	6	7	8
其他流动资产	17	18	19	26	31	销售费用	50	53	55	58	61
流动资产合计	1339	1341	1975	1921	1963	管理费用	33	35	38	39	41
固定资产	132	135	157	181	207	研发费用	78	77	81	85	89
无形资产及其他	22	21	20	19	19	财务费用	(28)	(24)	(25)	(20)	(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
资产总计	1514	1522	2177	2146	2213	其他收入	(69)	(73)	(65)	(79)	(83)
短期借款及交易性金融负债	0	4	500	300	200	营业利润	115	162	216	260	329
应付款项	128	85	126	163	175	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	60	50	69	79	87	利润总额	115	162	216	260	329
流动负债合计	188	138	695	542	462	所得税费用	9	16	24	29	36
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	归属于母公司净利润	106	146	192	232	292
长期负债合计	12	15	15	15	15	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	200	153	711	557	478	净利润	106	146	192	232	292
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	1466	1589	1736	折旧摊销	12	12	12	16	19
负债和股东权益总计	1514	1522	2177	2146	2213	公允价值变动损失	(3)	(8)	0	0	0
						财务费用	(28)	(24)	(25)	(20)	(5)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(29)	(53)	(0)	(53)	(57)
每股收益	0.94	1.31	1.71	2.07	2.61	其它	0	(1)	(4)	(2)	(2)
每股红利	0.36	0.70	0.85	0.97	1.30	经营活动现金流	86	96	204	195	254
每股净资产	11.71	12.21	13.08	14.17	15.48	资本开支	0	(24)	(37)	(41)	(45)
ROIC	11.90%	14.36%	15%	18%	20%	其它投资现金流	(1)	240	0	0	0
ROE	8.06%	10.70%	13%	15%	17%	投资活动现金流	(1)	216	(37)	(41)	(45)
毛利率	59%	59%	61%	61%	61%	权益性融资	22	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	24%	29%	33%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	26%	31%	35%	39%	支付股利、利息	(40)	(78)	(95)	(109)	(146)
收入增长	-4%	27%	15%	22%	23%	其它融资现金流	(26)	87	496	(200)	(100)
净利润增长率	-6%	38%	31%	21%	26%	融资活动现金流	(85)	(70)	401	(309)	(246)
资产负债率	13%	10%	33%	26%	22%	现金净变动	0	243	567	(155)	(37)
股息率	1.8%	3.5%	4.2%	4.8%	6.4%	货币资金的期初余额	446	446	689	1256	1101
P/E	21.5	15.5	11.8	9.8	7.8	货币资金的期末余额	446	689	1256	1101	1064
P/B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	39	117	122	190
EV/EBITDA	33.8	19.0	17.2	11.8	8.4	权益自由现金流	0	126	625	(68)	104

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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