

2025年04月25日

证券研究报告·2024年年报及2025年一季报点评

祥生医疗 (688358) 医药生物

当前价: 28.40元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

24年业绩符合预期，新品上市带来增长动能

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年年报，实现收入4.7亿元 (-3.1%)，实现归母净利润1.4亿元 (-4.1%)。同日，发布2025年一季报，实现收入1.3亿 (-9.2%)，实现归母净利润4161万元 (-8.6%)。24年业绩符合预期，新品上市带来增长动能。
- **24年业绩符合预期，毛利率基本维持稳定。** 祥生医疗基本盘在海外市场 (海外业务24年占比86.5%)。海外市场24年有所承压，其中主要因为美洲市场有所下滑，系经济波动带来的需求下滑。分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入1.41/1.07/1.15/1.06亿元 (-14.9%/-18.5%/+8.8%/+29.8%)，单季度归母净利润分别为0.46/0.36/0.17/0.42亿元 (-13.3%/-39.8%/-42.1%/+733.9%)。从盈利能力看，24年毛利率为59% (+0.2pp)，基本维持稳定。
- **便携小型化超声持续发力，智拓多元诊疗新境。** 公司持续保持小型化超声技术优势，以SonoEye掌上超声为代表的小型化系列产品，在全球范围内达到领先水平。基于多年来便携小型化技术的积累，公司推出的笔记本智能超声SonoAir系列产品，在笔记本超声领域表现优异，以强有力的蓄电能力、新颖超薄的外观设计、先进的成像技术为基础，通过人工智能云平台SonoAI再赋能，形成的SonoAir智能超声解决方案荣登英国BBC“女性健康”专栏，海外影响力持续扩大。
- **推出乳腺人工智能超声机器人，助力基础疾病快速筛查。** 公司坚持在超声设备及衍生领域的不断投入，积累了包括“乳腺人工智能超声机器人”、“视觉识别和分析”、“机器人运动精密控制”等在内的多项创新产品和技术。以“乳腺人工智能超声机器人”为例，该技术针对近年来全球发病率最高的癌症-乳腺癌，着眼于解决目前国内乳腺癌群体性筛查困境，结合超声、机器人和人工智能技术，实现大范围的患者筛查入口，建立乳腺健康的筛查+转诊+治疗机制。此外，AI相关软件技术赋能全超声产品线，助力公司产品的全球销售。
- **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，以便携超声为差异化特色。预计2025-2027年归母净利润分别为1.7、1.8、2亿元，考虑到公司在笔记本便携式超声及AI方面的竞争优势，建议持续关注。
- **风险提示:** 海外市场拓展不及预期风险、研发失败风险、汇率波动风险、产品升级失败风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	468.70	542.16	614.46	699.21
增长率	-3.13%	15.67%	13.34%	13.79%
归属母公司净利润 (百万元)	140.51	171.30	184.73	202.41
增长率	-4.08%	21.92%	7.84%	9.57%
每股收益EPS (元)	1.25	1.53	1.65	1.81
净资产收益率ROE	9.89%	10.97%	10.79%	10.78%
PE	23	19	17	16
PB	2.24	2.04	1.86	1.70

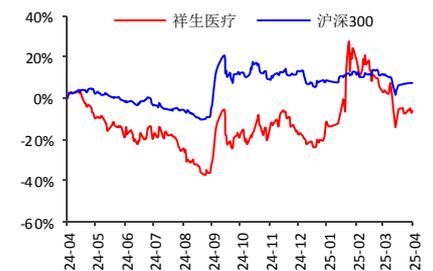
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
电话: 021-68416017
邮箱: chch@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)	1.12
52周内股价区间(元)	18.82-40.91
总市值(亿元)	31.81
总资产(亿元)	16.22
每股净资产(元)	13.04

相关研究

1. 祥生医疗 (688358): 24H1 业绩短暂承压，便携式超声维持增长态势 (2024-09-03)
2. 祥生医疗 (688358): 业绩符合预期，笔记本超声高速增长 (2024-04-28)

盈利预测

关键假设：

假设 1：超声医学影像业务涉及推车式及便携式超声，预计推车式超声短期承压后随着 SonoMax 的上市有所放量。此外，预计高端推车式超声的占比将会持续提升。便携式超声的笔记本超声预计和国际大厂合作将稳步推进，新品 SonoAir 取证后预计推广渠道也将逐步打开。因此预计 2025-2027 年销量分别上涨 16%、13%、13%，价格及毛利率短期内维持稳定。

假设 2：技术服务费包括软件开发等技术服务费用，预计 2025-2027 年销量分别上涨 20%、20%、20%，价格及毛利率短期内维持稳定。

假设 3：配件业务涉及辅助诊断软件包等一系列配件服务，预计 2025-2027 年销量分别上涨 15%、15%、15%，价格及毛利率短期内维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
超声医学影像设备	收入	427	493	558	632
	增速	-1.7%	15.5%	13.0%	13.4%
	毛利率	57.9%	58.0%	58.0%	58.0%
技术服务费	收入	11	13	15	18
	增速	-49.6%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	95.5%	95.0%	95.0%	95.0%
配件及其他	收入	30	35	40	46
	增速	20.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	60.8%	61.0%	61.0%	61.0%
其他业务	收入	1	1	1	2
	增速	-80.7%	75.4%	20.0%	83.3%
	毛利率	73.7%	74.0%	74.0%	74.0%
合计	收入	469	542	614	699
	增速	-3.1%	15.7%	13.3%	13.8%
	毛利率	59.0%	59.1%	59.2%	59.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	468.70	542.16	614.46	699.21	净利润	140.51	171.30	184.73	202.41
营业成本	192.38	221.77	251.01	285.12	折旧与摊销	11.98	10.86	12.71	14.09
营业税金及附加	4.05	4.34	4.92	5.59	财务费用	-40.94	-40.00	-40.00	-40.00
销售费用	55.00	63.25	72.74	81.47	资产减值损失	-4.56	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	37.63	43.27	49.77	57.23	经营营运资本变动	30.73	-62.25	-31.71	-35.86
财务费用	-40.94	-40.00	-40.00	-40.00	其他	2.98	-12.38	-19.96	-1.53
资产减值损失	-4.56	-5.00	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	140.68	62.54	100.76	134.11
投资收益	6.12	15.00	15.00	15.00	资本支出	-17.43	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.17	0.00	0.00	0.00	其他	572.96	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	11.99	20.00	20.00	20.00	投资活动现金流净额	555.53	-5.00	-5.00	-5.00
营业利润	157.30	190.34	205.26	224.90	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.45	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	156.85	190.34	205.26	224.90	股权融资	-1.41	0.00	0.00	0.00
所得税	16.34	19.03	20.53	22.49	支付股利	-89.50	-28.10	-34.26	-36.95
净利润	140.51	171.30	184.73	202.41	其他	-2.89	34.44	40.00	40.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-93.80	6.34	5.74	3.05
归属母公司股东净利润	140.51	171.30	184.73	202.41	现金流量净额	614.64	63.87	101.50	132.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	985.62	1049.49	1150.99	1283.16	成长能力				
应收和预付款项	167.68	181.71	210.59	239.69	销售收入增长率	-3.13%	15.67%	13.34%	13.79%
存货	126.33	172.50	196.97	219.82	营业利润增长率	-3.03%	21.00%	7.84%	9.57%
其他流动资产	125.41	127.01	128.59	130.44	净利润增长率	-4.08%	21.92%	7.84%	9.57%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-14.56%	25.61%	10.40%	11.81%
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	152.62	164.55	174.62	183.32	毛利率	58.95%	59.09%	59.15%	59.22%
无形资产和开发支出	20.43	17.73	15.03	12.33	三费率	11.03%	12.27%	13.43%	14.12%
其他非流动资产	18.93	18.84	18.75	18.66	净利率	29.98%	31.60%	30.06%	28.95%
资产总计	1597.01	1731.82	1895.54	2087.42	ROE	9.89%	10.97%	10.79%	10.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.80%	9.89%	9.75%	9.70%
应付和预收款项	123.25	149.75	161.64	186.46	ROIC	28.94%	34.42%	32.20%	32.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.38%	29.73%	28.96%	28.46%
其他负债	53.18	19.98	21.35	22.94	营运能力				
负债合计	176.42	169.74	182.99	209.40	总资产周转率	0.30	0.33	0.34	0.35
股本	112.12	112.12	112.12	112.12	固定资产周转率	6.01	5.63	4.78	4.71
资本公积	903.81	903.81	903.81	903.81	应收账款周转率	2.77	3.02	3.06	3.03
留存收益	413.05	556.25	706.72	872.18	存货周转率	1.32	1.35	1.30	1.33
归属母公司股东权益	1420.59	1562.08	1712.55	1878.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1420.59	1562.08	1712.55	1878.02	资产负债率	11.05%	9.80%	9.65%	10.03%
负债和股东权益合计	1597.01	1731.82	1895.54	2087.42	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.42	9.56	9.73	9.38
					速动比率	7.67	8.48	8.60	8.28
					股利支付率	63.70%	16.40%	18.55%	18.25%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	128.33	161.20	177.97	198.99	每股收益	1.25	1.53	1.65	1.81
PE	22.66	18.59	17.24	15.73	每股净资产	12.67	13.93	15.27	16.75
PB	2.24	2.04	1.86	1.70	每股经营现金	1.25	0.56	0.90	1.20
PS	6.79	5.87	5.18	4.55	每股股利	0.80	0.25	0.31	0.33
EV/EBITDA	16.13	12.42	10.68	8.88					
股息率	2.81%	0.88%	1.08%	1.16%					

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有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn