

## 振德医疗 (603301.SH)

2023年04月19日

## 渠道品牌建设+产品产能升级助力企业长足发展

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

蔡明子（分析师）

司乐致（联系人）

caimingzi@kysec.cn

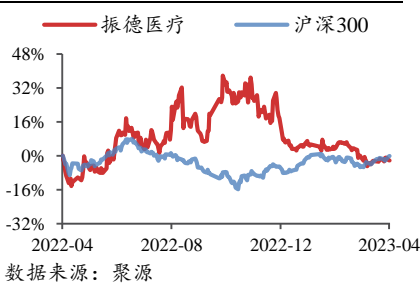
silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121120016

日期	2023/4/18
当前股价(元)	36.09
一年最高最低(元)	51.68/30.80
总市值(亿元)	96.16
流通市值(亿元)	82.00
总股本(亿股)	2.66
流通股本(亿股)	2.27
近3个月换手率(%)	47.7

### 股价走势图



### 相关研究报告

#### ● 感控/敷料等赛道内扩外延助力企业长足发展，首次覆盖，给予“买入”评级

公司不断提升品牌力，打造销售尖兵，构建渠道优势，对内品类扩增和产能扩张，对外并购重组助力产品升级和发挥协同效应，已形成成熟的手术感控、造口和现代伤口护理、基础伤口护理、压力固定和感染防护 5 大业务板块，考虑诊疗复苏、个人防护意识提升和感染防护产品需求常规化，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.06/7.51/8.92 亿元，EPS 分别为 2.65/2.82/3.35 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.6/12.8/10.8 倍，具备估值性价比和安全空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 国内诊疗复苏助推公司医疗端产品放量，产品协同助力业务横向发力

诊疗复苏和医疗健康升级有望带动公司院端产品恢复性增长，公司现已覆盖医院超 6300 家，其中三甲医院超 950 家，各业务板块院内品牌协同效应逐渐显现。**手术感控**：据 CMI 机构统计，2026 年全球市场规模有望达 37 亿美元，其中一次性和定制化确定性大方向，定制化手术包届时市场有望达 213 亿美元，公司此业务收入从 2018 年 3.9 亿元达到 2021 年 15.5 亿元（CAGR58%）；**伤口护理**：2022 年全球市场规模为 137 亿美元，其中高端占比 54%，国内伤口护理为百亿市场，但高端占比不足两成，渗透率提升空间较大，公司基础和现代伤口护理业务有望通过渠道协同、产品升级、品类扩增和质量与成本优势抢占更大市场份额。**压力固定**：国内有静脉曲张和血栓预防需求的患者较多，静脉曲张袜和抗血栓梯度压力带市场虽分散但空间可期。**感染防护**：疫后将回归常态化需求，业绩短期承压，长期依然为稳定现金牛业务。

#### ● 后疫情时代个人防护意识加强，消费健康端有望借品牌和渠道实现销售共振

后疫情时代随个人家庭健康管理意识增强，及国内老龄化加深保健护理需求释放，公司家庭健康产品有望借品牌和渠道力迎来销售共振。**渠道方面**：百强连锁药店覆盖率超 97%，共计门店 10 万余家，商超便利店超 1.5 万家；**品牌方面**：公司荣获 2022 年度中国创新品牌 500 强和 2021-2022 年度西鼎奖医药零售市场畅销品牌。

#### ● 国外市场 OEM 起家，技术能力、产品质量和优质服务广受认可

公司凭多年敷料等产品 OEM 经验，不断积累技术生产工艺、提升研发能力、建立客户粘性，现已通过高质量产品、快速响应和优质服务获得 70 多个国家和地区客户认可，其中老产品客户粘性需求稳定性较强，新产品业绩弹性值得期待。

#### ● 风险提示：公司新产品推广不及预期，贸易争端影响海外订单。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,399	5,092	5,957	5,589	6,715
YOY(%)	456.7	-51.0	17.0	-6.2	20.2
归母净利润(百万元)	2,549	596	706	751	892
YOY(%)	1525.0	-76.6	18.4	6.5	18.8
毛利率(%)	47.0	34.8	35.0	33.1	33.1
净利率(%)	24.5	11.7	11.8	13.4	13.3
ROE(%)	66.5	16.2	14.2	13.6	14.5
EPS(摊薄/元)	9.57	2.24	2.65	2.82	3.35
P/E(倍)	3.8	16.1	13.6	12.8	10.8
P/B(倍)	2.3	2.4	2.1	1.9	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目录

1、振德医疗：中国健康与医疗耗材赛道领军企业.....	4
1.1、公司介绍：拥抱时代，健康领军.....	4
1.2、股权架构：股权比例集中，实控人对公司掌控力强.....	4
1.3、核心财务数据：开启疫情后新篇章，公司有望占领市场高地.....	5
1.4、股权激励+员工持股计划双保险激活公司发展动力.....	8
2、医疗+健康细分高潜赛道不断拓宽，品类不断延展升级.....	9
2.1、医疗+健康业务发展迅速，巩固头部商家地位.....	9
2.2、手术感控产品市场空间较大，其中一次性、定制化为确定性大方向.....	12
2.3、传统伤口敷料向现代敷料转型，高端产品借国产替代助力公司发展.....	13
2.4、造口护理产品需求增大，公司产品或有受益.....	18
2.5、静脉曲张、血栓认知与预防加强，压力治疗类产品景气度攀升.....	19
2.6、品牌效应已形成，个人感染防护产品仍有空间.....	20
3、改造扩建、外延并购、渠道拓展、综合优势助力长足发展.....	21
3.1、公司现有产能充足，扩建项目丰富.....	21
3.2、充足闲置资金加速收购增资.....	22
3.3、国内市场聚焦院线市场与大零售市场持续提升市占率.....	23
3.4、研发&质量&供应链+品牌&品类共筑强核心竞争力.....	23
4、盈利预测与投资建议.....	24
4.1、收入模型关键假设.....	24
4.2、盈利预测和估值.....	25
5、风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

## 图表目录

图 1：振德医疗立足自主创新和产品研发，外延内拓持续发展.....	4
图 2：实控人对公司掌控力强，管理结构稳定.....	5
图 3：营收较疫情前大幅增加，2017-2021CAGR40.52%.....	6
图 4：归母净利润 2017-2021CAGR48.67%.....	6
图 5：预计感染防护占比短期将持续下降.....	6
图 6：现代伤口敷料毛利率水平相对较高.....	6
图 7：公司持续布局国内业务，占比逐年提升（亿元）.....	7
图 8：公司盈利能力持续增长.....	7
图 9：公司发展势头迅猛，2020 年以来销售、研发费用投入占比提升.....	8
图 10：公司在手现金充足，利于扩大经营规模.....	8
图 11：手术室感控产品全球市场 2026 年预计达 36.88 亿美元.....	12
图 12：我国一次性手术包渗透率提升空间较大.....	12
图 13：定制化手术包为手术感控发展确定性方向之一.....	13
图 14：公司手术感控业务不断外延内展.....	13
图 15：现代敷料研发基于湿性伤口愈合理论.....	14
图 16：全球高端现代敷料市场预计以 CAGR4.46%持续扩大（单位：亿美元）.....	15
图 17：医用敷料出口额稳健增长，2022 年约占全球 16.9% 市场.....	16
图 18：中国敷料市场预计以 CAGR6.8%持续扩大，其中高端敷料市场占比较低.....	16
图 19：国内伤口敷料市场集中度不高，外资主要参与高端市场.....	17
图 20：公司传统和现代伤口敷料协同入市，搭建高中低全系品牌.....	17
图 21：2017-2021 年传统伤口护理 CAGR 8.21%.....	18
图 22：2017-2021 年现代伤口护理 CAGR 39.80%.....	18
图 23：全球造口护理市场 2033 年预计达到 65 亿美元.....	19
图 24：中国造口护理市场 2030 年预计达到 5.7 亿美元.....	19
图 25：造口袋及造口护理产品为振德医疗主要在售造口产品.....	19
图 26：压力治疗与固定业务前景广阔，CAGR24.24%.....	20
图 27：振德医疗感控防护业务收入出现下滑.....	21
图 28：覆盖医院数及三甲医院数不断提升.....	23

图 29: 2022 年上半年实现医院线收入 4.01 亿元.....	23
图 30: 线上粉丝量 2022H1 达 600 万.....	23
图 31: 线下覆盖药店门店达 10 万家.....	23
表 1: 股权激励激活公司发展动力.....	8
表 2: 医疗领域品类齐全、规模领先.....	9
表 3: 健康领域品类齐全、规模领先.....	11
表 4: 现代伤口敷料种类繁多, 材料各异.....	14
表 5: 压力治疗与固定类产品包含绷带、治疗型静脉曲张袜和抗血栓梯度压力带.....	19
表 6: 公司各业务已有充足产能.....	21
表 7: 2021 年公司积极投资扩产升级.....	22
表 8: 2020-2022 年公司外延投资收购较多.....	22
表 9: 振德医疗分业务收入预测 (单位: 百万元).....	24
表 10: 振德医疗可比公司估值情况 (截至 2023 年 4 月 18 日).....	25

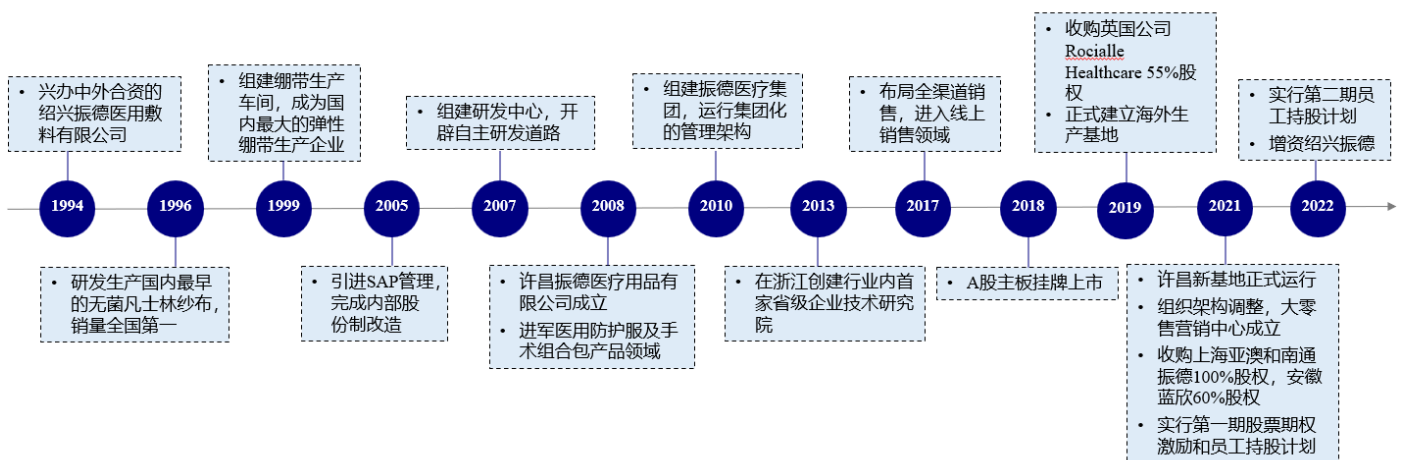
## 1、振德医疗：中国健康与医疗耗材赛道领军企业

### 1.1、公司介绍：拥抱时代，健康领军

振德医疗用品股份有限公司成立于 1994 年，是一家集研发、生产、销售为一体的企业。公司早期以 OEM 业务起家，后于 2005 年引进 SAP 管理，完成内部股份制改造，由此展开了自主研发的道路。在不断外延内拓的过程中，公司于 2018 年 4 月在 A 股主板上市，并在医疗与产业两个方面协同发展，成为了国内领先的医疗护理与防护用品供应商。公司把握住了疫情带来的机遇，在 2020 年首次突破百亿销售额；2021 年，公司收购上海亚澳持续提升感控防护及伤口护理的核心产品竞争力；2022 年，公司夯实管理基础、加大研发投入、提高研发效率，快速提升市场占有率，坚持专业、创新的理念，并不断贴近临床，立志于打造最具价值的医护方案并提供最高品质的健康服务。

振德医疗以“让健康生活触手可及”为品牌大理想，医疗+健康领域协同发展，已形成基础伤口护理、手术感控、压力治疗与固定、造口及现代伤口护理、感染防护及个人护理六个品类格局。在国内拥有 5 大生产基地，并设有覆盖国内所有省区市的销售网络和近万家医疗机构，产品与解决方案已服务于以欧美为主的全球 73 个国家。

图1：振德医疗立足自主创新和产品研发，外延内拓持续发展

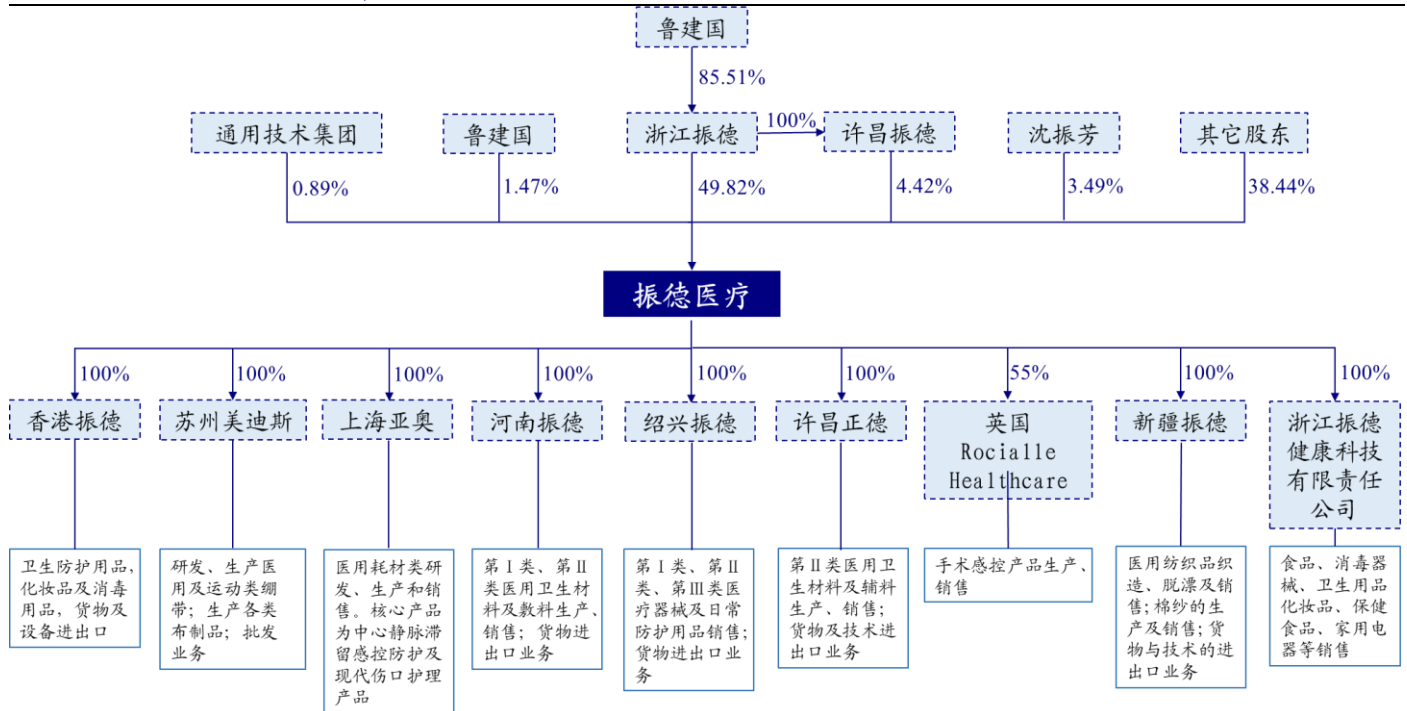


资料来源：振德医疗公司公告、振德医疗官网、开源证券研究所

### 1.2、股权架构：股权比例集中，实控人对公司掌控力强

董事长鲁建国与其妻子沈振芳为公司控股股东、实际控制人。截止 2022 年三季度，鲁建国先生新进占股振德医疗 1.47%，并增持浙江振德股份有限公司的股份至 85.81%，从而间接持有振德医疗 46.38% 的股份。鲁建国夫妇合计持有公司 51.34% 的股份，控股比例集中，实控人对公司掌控能力强。

振德医疗国内外子公司股权架构稳定、定位清晰、分工明确，共同推动公司发展进程。振德医疗持有各大国内主要控股子公司 100% 股权，拥有绝对话语权，2022 上半年除绍兴振德小额亏损外，其余主控子公司均实现盈利。公司于 2019 年收购英国 Rocialle Healthcare 55% 的股权，正式建立海外生产基地，主营手术感控产品生产与销售，夯实了在境外市场的地位。

**图2：实控人对公司掌控力强，管理结构稳定**


资料来源：振德医疗公告，开源证券研究所 注：截止 2022 年三季度

### 1.3、核心财务数据：开启疫情后新篇章，公司有望占领市场高地

公司最初以境外销售 OEM 业务起家，在逐渐外延内拓的过程中，公司调整业务结构，支持创新研发，开展投资并购，从而大幅提升了经营效率与质量。在 2018 年上线 SAP-4 后，将业务、运营和管理融合为一体，实现了精细化管理。公司营业收入及归母净利润自 2017 年来大幅增长，由 13.06 亿元增长至 2021 年 50.92 亿元，2017-2021CAGR 40.52%。归母净利润由 2017 年的 1.22 亿元增长至 2021 年 5.96 亿元，2017-2021CAGR 48.67%。公司营收在 2020 年因疫情需求首次突破百亿，营收和利润同比增长 456.57%和 1524.99%。虽然 2021 年因防疫类防护用品价格回归导致营收和归母净利率大幅回落，但公司把握住了疫情带来的机遇，提升了市场覆盖率和品牌影响力，做好了后疫情时代的战略布局，截至 2022 年前三季度营业收入公司营收达 41.98 亿元，同比增长 8.67%，归母净利润为 4.55 亿元。

图3: 营收较疫情前大幅增加, 2017-2021CAGR40.52%

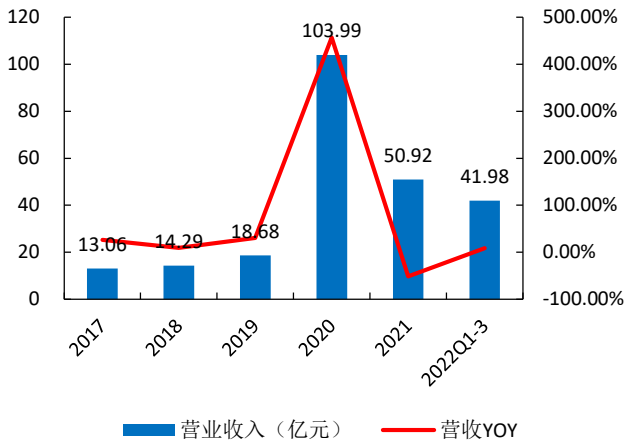
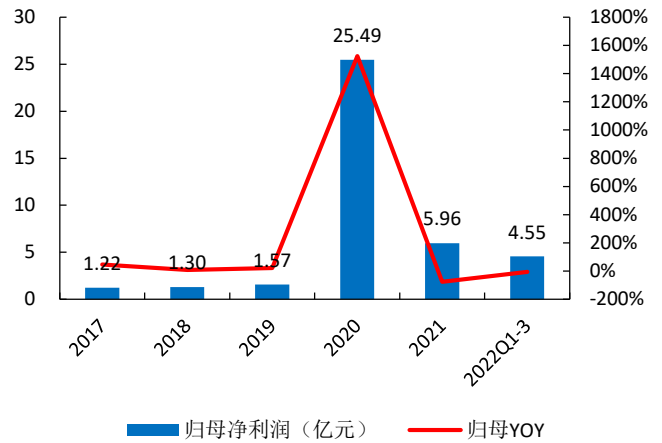


图4: 归母净利润 2017-2021CAGR48.67%



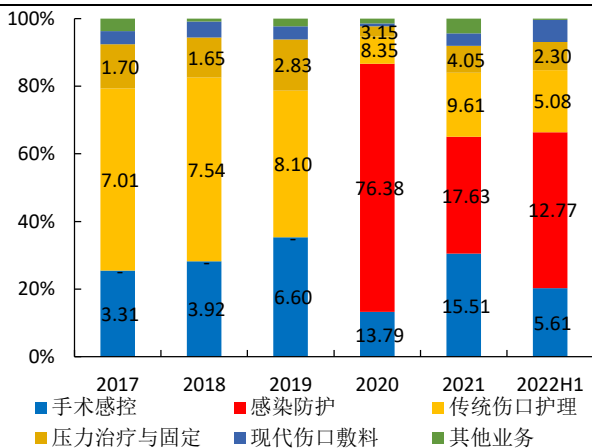
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

剔除疫情因素, 公司传统业务自 2017 年以来营收逐年提升。2020 年公司业绩突破性增长, 剔除防疫类防护用品后, 2020 年实现境内销售 5.63 亿元, 境外销售 19.53 亿元, 同比分别增长 37.44%和 55.68%。2021 年剔除防疫类防护用品后公司实现境内销售 7.38 亿元, 境外销售 21.79 亿元, 同比分别增长 31.10%和 11.56%。其中, 公司大力布局的手术感控类业务由 2019 年的 6.6 亿营收增长至 2021 年的 15.51 亿, 3 年间涨幅达 135%, 2021 年手术感控营收占比为 30.47%, 稳固了公司在此领域的领导地位。

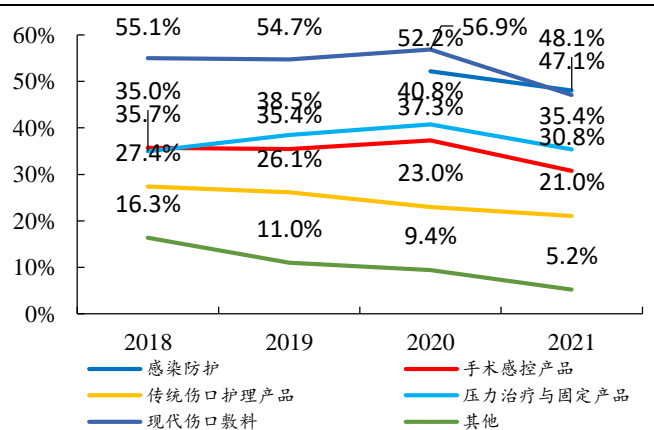
剔除防疫类防护用品, 公司传统业务营收在 2022 年上半年持续增长。其中基础伤口护理、造口及现代伤口护理、压力治疗与固定、感控防护等业务较上半年同期分别上涨 20.92%、241.05%、19.14%、13.84%。手术感控业务同比减少 40.43%, 主要原因系部分地区疫情反复导致就诊人数大幅减少所致。截至 2022 年第三季度, 公司收入达 41.98 亿元, 同比增加 8.67%; 剔除防疫类防护用品后, 公司收入同比增长 33%。

图5: 预计感染防护占比短期将持续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 现代伤口敷料毛利率水平相对较高

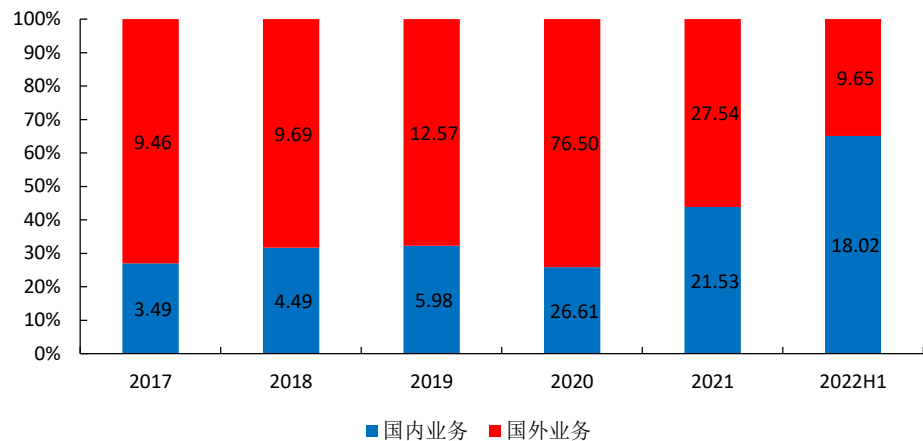


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司在疫情期间以出色的供应能力及稳定可靠的产品质量赢得了良好的口碑, 进一步打开了公司的销售渠道, 大幅提升了品牌影响力和市场覆盖率, 为公司后续业务持续拓展创造了更多的商机。截至 2022 年中报, 公司产品在国际市场中覆盖欧洲、北美洲、大洋洲等共计 70 多个国家和地区, 与包括 Lohmann&Rauscher、Cardinal Healthcare、Medline 等众多国外知名医疗器械品牌商建立了稳定的长期战

略合作，连续多年稳居我国医疗敷料出口前三名。国内板块营收占比由 2019 年的 32.03% 增长至 2021 年的 42.29%，产品覆盖全国各省市自治区众多医院。公司线上销售稳定，粉丝会员数众多，潜在客户量大；公司线下零售线中产品覆盖较多全国百强连锁药店。随着后续公司战略的推进，公司有望占领国内市场高地，业绩增长稳定。

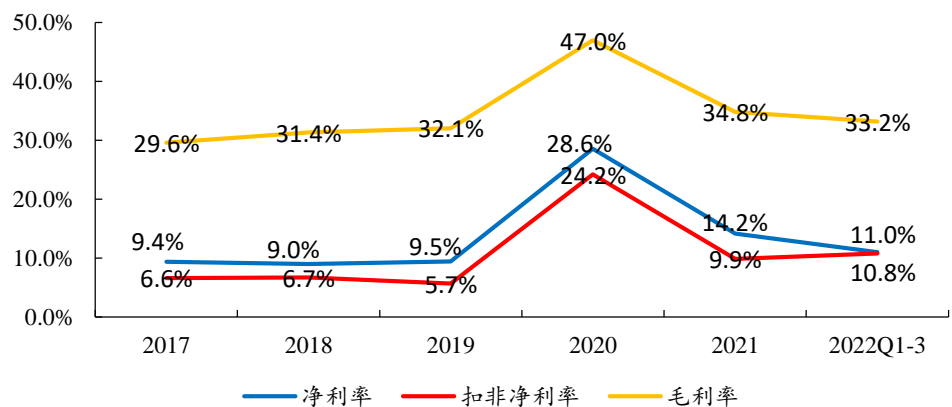
**图7：公司持续布局国内业务，占比逐年提升（亿元）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**2022Q1-Q3 公司毛利率和净利率水平相较疫情前有提升。**公司扣非净利率自 2017 年来稳定增长，主要原因为公司科研技术的提高和手术感控及现代伤口敷料等高毛利率产品的占比提升。2022 年前三季度公司净利率为 11%；毛利率相对稳定，自 2018 年来始终保持在 30% 以上。

**图8：公司盈利能力持续增长**

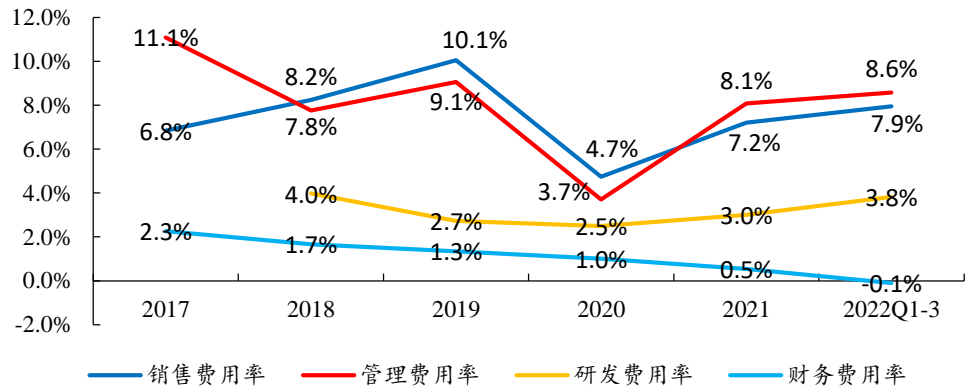


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费用率整体维持稳定，研发投入占比逐步提升。从费用率来看，2017 年-2022Q1-Q3 费用占同期营业收入的比例分别为 20.2%、21.7%、23.2%、12.0%、18.8%、20.3%。2019 年销售费用率较高，主要是由于公司开始加速拓展内销业务，推进精益制造等项目，导致市场推广费用、销售团队人数及人才储备增加所致。截至 2021 年底，公司销售人员人数由 2018 年的 198 人增至 699 人。除 2020 年因疫情原因公司营业收入巨额增加，导致各项费用率急剧下降外，公司管理费用整体平稳。2022 年前三季度公司财务费用率为负，主要原因为外币汇率变动，以外币核算的项目产生的汇兑收益所致。

为不断适应市场需求，公司每年投入大量的研发开支从而持续优化产品的技术和性能，以保证在市场上占据稳定的份额。截至 2022 中报，公司拥有 53 项发明专利，537 项实用新型专利，96 项国家二类医疗器械注册证及 9 项三类医疗器械注册证，2022H1 研发费用同比增长 32.99%。

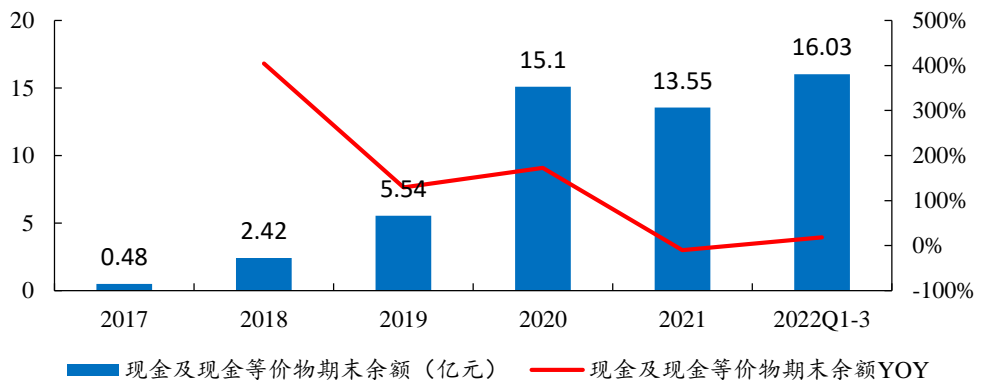
图9：公司发展势头迅猛，2020 年以来销售、研发费用投入占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司把握机遇，现金流迅速增长，支撑未来发展。2021 年，公司现金及现金等价物余额达到 13.55 亿元，较 2019 年同比增长 145%。截至 2022 年第三季度，公司现金及现金等价物期末余额增至 16.03 亿元，反映了公司目前持有充足资金以备投资扩产。充足的现金流有利于公司持续开展业务内延外拓，扩大经营规模，抢占市场高地。

图10：公司在手现金充足，利于扩大经营规模



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4、股权激励+员工持股计划双保险激活公司发展动力

2021 年 5 月 25 日，公司为了进一步建立、健全公司长效激励与约束机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，发布了本次 3 年考核周期的股权激励计划，拟向共计 247 人激励对象授予股票期权 236.26 万份，行权价为 52.7 元。

表1：股权激励激活公司发展动力

考核项	考核期	80%行权触发值	100%行权目标值
净利润累计值增长率 (A)	2020-2021	233%	243%
	2021-2022	307%	328%



考核项	考核期	80%行权触发值	100%行权目标值
以 9.45 亿元为业绩基数	2022-2023	392%	423%
净利润值 (B) (亿)	2021	6	7
	2022	7	8
	2023	8	9

资料来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

为建立和完善员工、股东的利益共享机制，改善公司治理水平，提高职工的凝聚力和 Company 竞争力，调动员工的积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展，公司相继在 2021 年 5 月 25 日、2022 年 10 月 1 日推出两期员工持股计划，受让股票的价格分别为 25 元和 22.1 元。



## 2、医疗+健康细分高潜赛道不断拓宽，品类不断延展升级

### 2.1、医疗+健康业务发展迅速，巩固头部商家地位

振德医疗坚定实施国内外大零售全渠道销售策略，深耕“医疗+健康”领域，通过精益制造、数字化运营、持续研发创新、品牌建设、BD 能力建设，将公司建设成为国内领先、国际知名的百亿级医疗健康企业。

在医疗领域，公司强化以消费者为中心的产品创新和迭代，聚焦手术感控、现代伤口敷料、传统伤口护理、压力治疗与固定和新增的感染防护这五大产品种类。公司已构建覆盖全球主要市场的营销网络，在国际市场，公司与众多国外知名医疗器械品牌商建立了高效的业务合作体系，公司凭借高质量的产品和优质的服务获得了境外的客户认可，覆盖欧洲、北美洲、亚洲、南美洲、非洲和大洋洲 70 多个国家和地区；在国内市场，公司以自有品牌开展销售，产品销售终端主要为医院和患者，遍及全国各省市自治区医院，形成了稳定的市场体系。

表2：医疗领域品类齐全、规模领先

医疗领域	产品类别	主要用途	具体产品	主要产品展示
现代伤口敷料	造口袋	用于收集造口患者的排泄物	一件式造口袋，二件式造口袋	
	造口附件产品	用于造口周围皮肤的护理,或辅助造口袋/造口底盘的使用,以提高造口患者生活质量	防漏膏,造口护肤粉,皮肤保护膜,造口腰带,防漏贴环等	
	敷贴	手术室术后伤口处理;各外科病房换药;固定引流管、留置针静脉穿刺针等	自粘敷贴、透明敷料等	
	凡士林油纱	创口引流、伤口覆盖保护、促进伤口愈合	凡士林纱布,醋酸纤维凡士林油纱等	
	水胶体敷料	用于渗液较少的伤口,保护伤口、提供促进伤口愈合的适宜环境	水胶体敷料	
	泡沫敷料	吸收伤口组织渗出液,保持湿润环境,促进伤口愈合	泡沫敷料、聚氨酯泡沫敷料	
	表皮细胞分离器	用于医疗机构进行表皮细胞分离	表皮细胞分离器	








医疗领域	产品类别	主要用途	具体产品	主要产品展示
	生物纤维素敷料	吸收伤口渗液同时释放水分，适用于深II度烧伤、浅II度烧伤创面、割伤、擦伤、手术切口的覆盖与保护	湿膜敷料、生物纤维素敷料	
	皮肤修复贴敷料	由胶原蛋白、透明质酸、非织造布或生物纤维组成，适用于非慢性创面及周围皮肤的保护	皮肤修复贴敷料	
手术感控	手术单及配件	在手术时，为患者及医护人员提供感染隔离保护	手术主单、复合料洞巾、剖腹产集液袋、器械保护套系列、治疗巾、垫单、手术洞巾、医用包布、护理垫等	
	手术衣	医疗防护、隔离	一次性无菌手术衣	
	手术包	隔离手术部位，构筑无菌屏障，降低感染风险，更有效的保护医患双方安全，提升手术间接台效率	一次性使用无菌手术包	
	医疗废液收集产品	收集医疗废液，包括患者血液、体液、分泌物、冲洗液等，减少医护人员职业暴露风险，降低感染传播风险	废液收集装置、排液站及相关耗材等	
感控防护	个人感控防护产品	用于保护医务人员或易感人群，形成屏障隔离，避免接触感染因子	医用外科口罩，医用防护口罩，一次性使用医用口罩、儿童口罩、帽、鞋套，医用防护服，隔离衣、擦手纸等	
传统伤口护理	纱布类	外科包扎、吸附伤口组织渗出液	纱布片、腹部垫、腹部卷	
	无纺布类	外科包扎、吸附伤口组织渗出液	无纺布片、医用护理垫	
	棉类	外部伤口清洗，止血等	棉片、棉球、棉垫、棉签	
	医用护理包类	临床换药，急救	换药包、急救包等	
压力治疗与固定	绷带	为伤口护理提供固定支持	弹性绷带(含T型)自粘弹性绷带、纱布绷带、医用弹性绷带、急救绷带、石膏绷带、粘胶弹性绷带等	
	治疗型静脉曲张袜	下肢静脉曲张辅助治疗	治疗型静脉曲张袜	
	抗血栓梯度压力带	通过向病人下肢提供循序递减的压力，促进下肢静脉血液回流，从而预防深静脉血栓的形成	抗血栓梯度压力带	

资料来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

**在健康领域**，公司倡导“让健康生活触手可及”的品牌主张，聚焦医疗级个人护理和家庭健康护理产品，主要产品线涵盖健康防护、伤口护理、清洁消毒、老年护理、保健理疗、医疗个护和孕婴护理。2022年以来，公司凭借卓越的品牌影响力，荣获2022年度中国创新品牌500强、2021-2022年度西鼎奖医药零售市场畅销品牌。

在线下零售线，公司产品全国百强连锁药店覆盖率已达 97%，共计覆盖全国 10 万余家药店门店，商超便利店超 1.5 万家。在线上零售线，公司在天猫、京东、拼多多等电商平台共计开设 10 余家店铺，合计粉丝量超 600 万人。

**表3：健康领域品类齐全、规模领先**

健康领域	产品类别	主要用途	具体产品	主要产品展示
健康防护	口罩	用于普通医疗环境下和公共场所中的卫生防护。	一次性医用口罩、外科口罩、KN95 口罩、抗菌口罩等	
	手套	防止接触性的交叉感染	检查手套 PE	
伤口护理	急性伤口护理	用于急性伤口进行外科消毒、包扎、固定，吸附伤口组织渗出液	纱布、棉签、棉球、绷带、胶布、碘伏消毒液、消毒棉签、创可贴、自粘敷贴、 <b>透明敷料</b> 、伤口缝合器、换药包	
	慢性伤口护理	用于慢性伤口的日常护理，保护伤口、提供促进伤口愈合的适宜环境，促进伤口愈合	<b>泡沫敷料</b> 、 <b>水胶体敷料</b> 、凡士林纱布、醋酸纤维油纱布、诱导凝胶	
	造口护理	日常造口护理相关配件产品，提高造口患者生活质量	造口袋、造口护肤粉、造口防漏膏、皮肤保护剂	
清洁消毒	消毒杀菌	用于日常生活环境、物表、皮肤的杀菌消毒产品	酒精消毒片、洗手液、免洗洗手液、湿巾、酒精消毒液、碘伏消毒液	
老年护理	失禁护理	用于卧床老人的失禁护理产品，吸附排泄物，防止渗漏	护理垫、护理裤。	
保健理疗	护具辅具	用于日常保护与缓解改善（颈部、腰部、腿部）不适症状	护颈、护腰、矫正带、静脉曲张袜	
	理疗贴剂	用于缓解局部不适症状的冷热敷贴	暖宫带、艾灸、艾柱、暖颈贴、热敷眼罩、热敷口罩、医用退热贴	
医疗个护	鼻腔护理	用于缓解鼻炎过敏症状、通鼻润鼻的鼻腔护理产品	洗鼻器、吸鼻喷雾、抗过敏凝胶、通气鼻贴、清洗液、雾化器、吸鼻器	
	口腔护理	用于口腔、牙齿清洁和日常护理	漱口水、牙线棒、口腔黏膜修复液、牙科洁治器	
	私处护理	用于妇科私处日常清洁、炎症护理	妇科凝胶、妇科抗菌液	
	医学美护	面部或皮肤疤痕、痘痕的修复护理	面膜、疤痕膏、疤痕贴、痘痕贴等	
孕婴护理	母婴清洁	母婴日常环境的物表、皮肤护理清洁的一次性卫生用品	湿巾、棉签、棉柔巾、一次性毛巾、护脐贴等	
	孕期护理	为孕产、哺乳、产后修复期的妇女提供的产品	氧气瓶、胎心仪、束腹带	

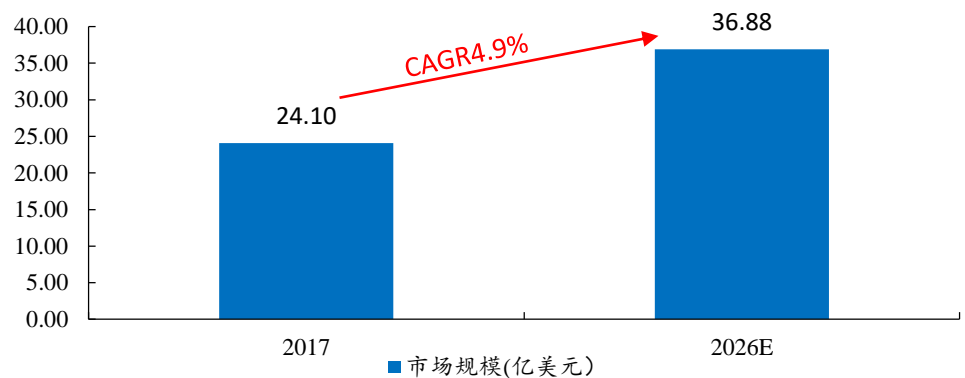
资料来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

## 2.2、手术感控产品市场空间较大，其中一次性、定制化为确定性大方向

手术感控产品由各类手术单、手术衣、手术包和医疗废液收集产品等组成，其目的是建立一个无菌手术创面区，阻止外来物质及微生物侵入手术创面或患者体液、血液对受术者及手术环境污染，防止在侵入性外科手术时感染源在医护人员和患者之间、患者与患者之间的传播，确保患者与医护人员的安全。

由于外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强，手术室感染控制产品市场呈持续增长态势。根据 CMI 机构的统计，手术室感染控制产品全球市场规模预计将于 2026 年达到 36.88 亿美元，2017-2026 年 CAGR 为 4.9%。

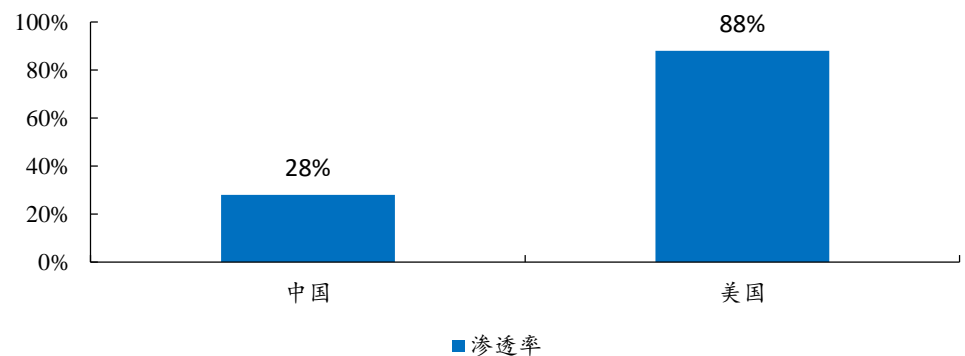
**图11：手术室感控产品全球市场 2026 年预计达 36.88 亿美元**



数据来源：共研网、开源证券研究所

手术室感染控制产品可分为重复使用型和一次性使用型。鉴于一次性使用型产品能更好的降低手术中的交叉感染风险，以及具备便利性及成本面的优势，目前从重复使用型产品向一次性使用型产品转变为行业的发展趋势。根据新思界《2021-2026 年中国手术感控产品行业细分市场需求及开拓机会研究报告》显示，国内手术感控产品仍旧以重复使用型产品为主，我国 2020 年住院手术人次达到 7000 万左右，其中一次性手术包用量约为 1960 万左右，渗透率为 28% 左右，在 2020 年我国一次性手术包市场规模达到 22 亿元。参考北美发达国家高达 88% 左右的市场渗透率，则国内一次性手术包市场规模仍有 3 倍左右空间，同时考虑老龄化等因素我国住院手术人次将不断增长，预计一次性手术包市场规模提升空间大。

**图12：我国一次性手术包渗透率提升空间较大**

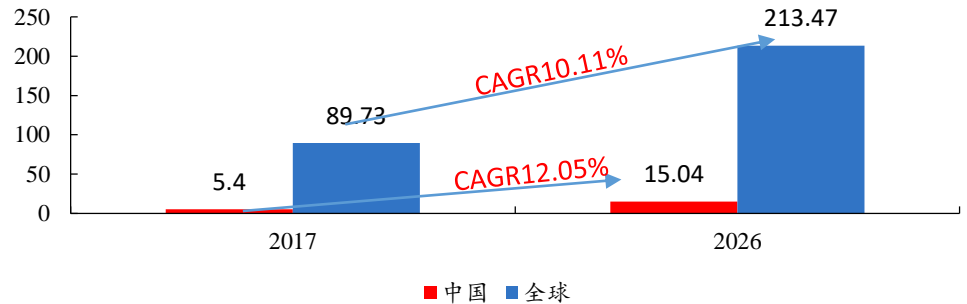


数据来源：新思界产业研究中心、开源证券研究所

此外，相比于单个产品，定制化手术组合包产品可根据不同手术需求提供可选择的组件清单，开发定制化的解决方案，同时降低成本、提高护理便利性，市场规模将呈快速增长趋势。根据 CMI 机构的统计，全球定制化手术组合包市场规模预

计将于 2026 年增长至 213.47 亿美元，2017-2026 年 CAGR 为 10.11%，其中，我国定制化手术组合包规模预计将上升至 15.04 亿美元，2017-2026 年 CAGR 为 12.05%，市场前景十分广阔。

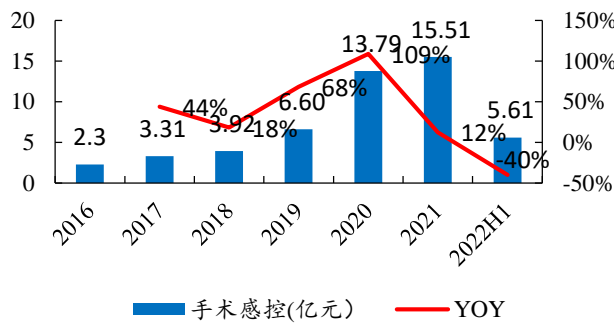
图13：定制化手术包为手术感控发展确定性方向之一



数据来源：CMI、开源证券研究所

公司手术感控业务主要涉及一次性无菌手术包、手术衣、一次性使用无菌保护罩和器械保护罩等产品，整体营收体量稳步向上，近两年半业务占比平均值 20% 左右，2020-2021 年营收体量均超过 10 亿，主要是公司凭借多年海外 OEM 合作经验和客户积累抓住新冠海外市场机遇扩大营收规模，2022 年上半年手术感控收入同比下降主要原因系 2020 年度部分高价订单（主要为外销手术衣订单）于 2021 年同期出货交付及 2022 年上半年疫情部分地区反复致手术量和就诊人数受影响所致。

图14：公司手术感控业务不断外延内展



数据来源：Wind、振德医疗官网、开源证券研究所

振德医疗持续布局感控业务，抢占市场高地，通过外延并购进一步打开海外市场和扩充产品管线。公司于 2019 年收购英国 Rocialle Healthcare 55% 股权，Rocialle 以手术感控定制化产品为主，此举帮助公司成功拓展海外市场销售渠道并建立相关生产基地。公司于 2021 年增资收购安徽蓝欣 60% 的股权，利用行业领先的产品力和公司院线渠道优势，进入医疗废液自动收集设备及耗材领域，并将产品成功推向市场，实现进院销售。2022 年 5 月，公司推出 Carenear 手术废液收集智能系统，该系统是振德医疗在院感防控领域的全新布局，是手术室内废液管理的先进解决方案，助力医院进行更好的院感防控，减少医护人员职业暴露风险，有效补充和丰富了公司手术感控产品组合和手术室感染控制服务能力。

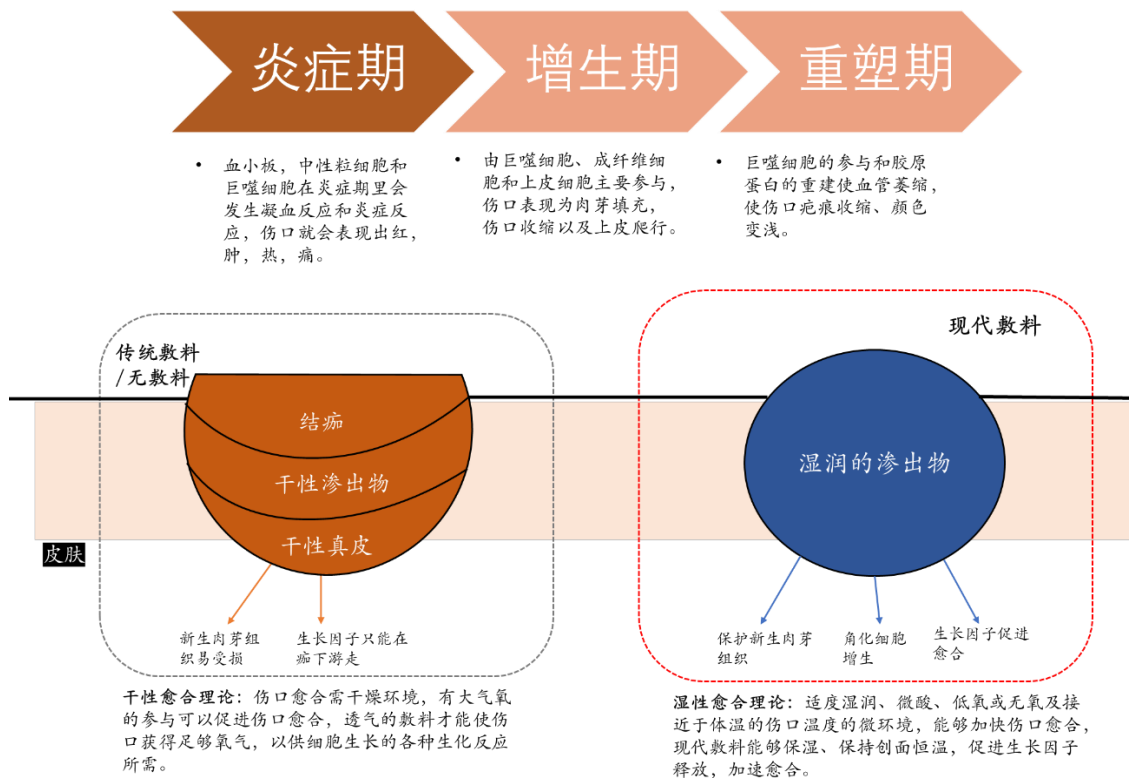
### 2.3、传统伤口敷料向现代敷料转型，高端产品借国产替代助力公司发展

医用敷料是指用以覆盖疮、伤口，控制伤口感染的包伤医用材料。其中我国主要的医用敷料类型为传统敷料，传统伤口敷料基于干性伤口愈合原理，一般由棉花、软麻布和亚麻布加工而成，此类敷料只用于保持伤口干燥，对创面的愈合无明显作

用。传统伤口敷料阻碍上皮细胞生长修复，减少生物活性物质，延缓愈合速度，造成敷料与伤口新生肉芽组织粘连，更换敷料时会导致损伤。使用传统敷料创面需要频繁更换敷料，使创面局部温度下降，细胞分裂增殖速度减慢，创面与外界无阻隔性屏障，不能阻隔细菌入侵，增加感染机会，且结痂造成伤口疼痛。

相对传统敷料，新型现代敷料的研发基于 George Winter “湿性伤口愈合理论”，可促进坏死组织、痂皮的软化、溶解、清除，营造适度湿润、微酸、低氧或无氧及接近于体温的伤口温度的微环境，可以刺激巨噬细胞释放生长因子促进毛细血管生长，成纤维细胞合成胶原。因此现代敷料具有减轻换药痛苦、缩短愈合时间、减少换药次数降低综合治疗成本、降低伤口感染和提高患者舒适度等优点。

图15：现代敷料研发基于湿性伤口愈合理论



资料来源：启明健康俱乐部公众号、开源证券研究所

现代伤口敷料种类较多，材质和成分多有不同，在吸渗保湿、加快创面愈合等方面作用明显，现代敷料包括薄膜敷料、泡沫敷料、水凝胶敷料、水胶体敷料、藻酸盐敷料、生物活性敷料、组织工程皮肤和含药敷料。由于现代伤口敷料技术复杂性和伤口护理高要求，现代敷料主归II、III类医疗器械管理。

表4：现代伤口敷料种类繁多，材料各异

现代敷料类别	产品特点和适用范围
薄膜敷料	具有防水、透气、保湿作用，可创造湿性环境而有利于皮肤细胞增殖及表皮爬行。因透明可观察伤口情况通常用于静脉留置针固定、支持用，可直接覆盖于清洁伤口/创面上或与其他类型敷料合用。
泡沫敷料	也称海绵敷料，由疏水性的外层和内层的亲水性泡沫组成。具有较强的吸湿作用和衬垫保护作用，可避免渗出液侵蚀创周皮肤、减轻创面疼痛。可用于渗出多的创面，但不适用于干燥创面。
水凝胶敷料	水凝胶是一种不溶性亲水材料，由合成聚合物（如聚甲酰胺酯和聚乙烯醇醇酸等制成。含水量较高（70-90%）的水凝胶可提供湿性环境而促进肉芽生长和表皮增殖，并可通过自溶清创而软化清除坏死组织、痂皮。可用于干燥的慢性创面和有无痂、坏死组织的伤口/创面。
水胶体敷料	水胶体可渗透水蒸气，但可阻隔细菌，也具有吸收伤口渗出和一定清除坏死组织的特性。可用于轻到中等程度渗出伤口/创面。因水胶体受湿后会形成胶糊状，不易与创面粘附，换药时易于揭除而不产生疼痛，所以可应用于儿童患者。该类敷料可保持创面湿润环境，有利于创面的自溶清创、培植肉芽及表皮生长。

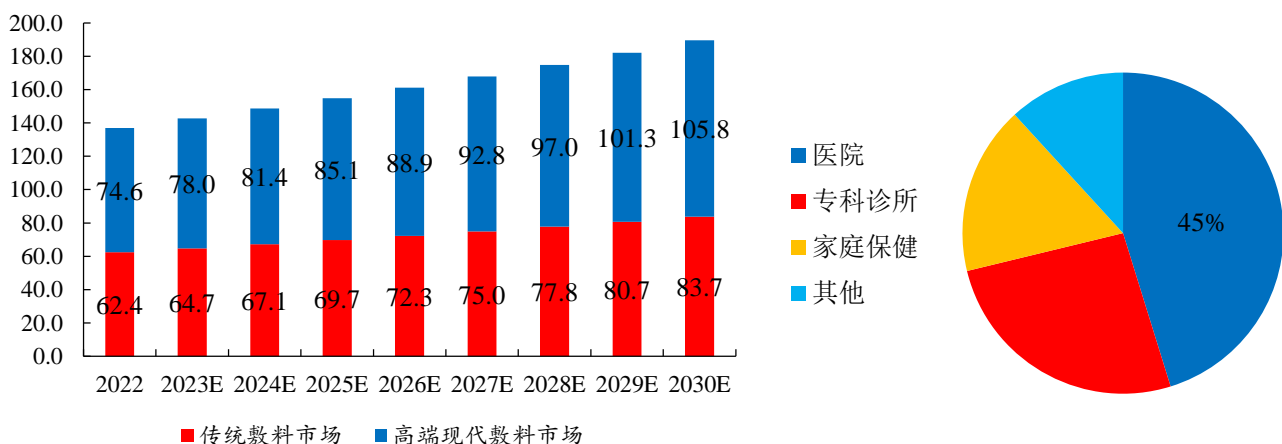
现代敷料类别	产品特点和适用范围
<b>藻酸盐敷料</b>	多由来自海藻的可吸收和生物降解的藻酸钠或藻酸钙制成。具有较强亲水作用，可吸收伤口渗液而减少细菌污染。为满足临床不同需要，有片状、条状甚至粉状等。适用于中至重度的渗出伤口/创面，不适用于干性伤口、三度烧伤或骨、神经血管等外露的伤口/创面。
<b>生物活性敷料</b>	由来源于天然生物材料，如胶原、透明质酸、甲壳素、脱细胞真皮等或人工合成的高分子材料制成，在愈合过程中起重要作用。这类敷料具有更佳生物相容性、生物降解性和无毒性，具有良好的促进肉芽组织形成和表皮增殖的作用。
<b>组织工程皮肤</b>	主要指通过组织工程方法在生物活性材料上体外构建的含有活细胞的皮肤替代物，可分为含有表皮细胞和成纤维细胞的双层结构的人工皮肤和含有成纤维细胞的人工真皮替代物。在美国，这类组织工程皮肤产品主要被 FDA 批准用于糖尿病足、静脉性下肢溃疡的治疗。
<b>含药敷料</b>	通过加入某些药物而制备的具有特殊治疗作用的新型敷料，主要通过加入抗菌剂、生长因子和某些酶类而强化敷料防治感染、促进愈合、清除痂皮及坏死组织的作用。如临床上常见的含银、碘或者聚六亚甲基双胍盐酸盐等抗菌材料的抗菌敷料，具有杀菌或抑菌作用。加入 PDGF、FGF 或 EGF 等生长因子的敷料可显著促进肉芽组织形成和表皮生长。而加入胶原酶、木瓜蛋白酶可通过酶进行清创，从而促进坏死组织脱落以培植健康的肉芽组织。

资料来源：《Choosing a Wound Dressing Based on Common Wound Characteristics》Dabiri G, Damstetter E, Phillips T.、《Wound dressings》Dhivya S, Padma VV, Santhini E.、《Wound dressings Current advances and future directions》Rezvani Ghomi、开源证券研究所

据 Grand View Research 数据显示，2022 年全球伤口敷料市场规模为 137 亿美元，其中高端敷料占比 54.47%，市场规模为 74.6 亿美元；预计全球伤口敷料 2030 年将达到 190 亿美元，CAGR 为 4.14%，其中高端敷料预计达 106 亿美元，CAGR4.46%。未来各种伤口（压疮和手术部位伤口等）发生率预计随着老龄化人口数和全球创伤性事故的发生率不断提高，其中慢性伤口如下肢静脉溃疡和糖尿病足溃疡等也将是推动因素。从趋势看，随着人们生活水平不断提高，医疗支出持续增加，人们对新型敷料的需求日益迫切，未来新型敷料的占比将进一步扩大。但由于传统敷料在简单伤口处理、手术过程中快速止血和吸收渗出液等应用领域仍有广泛的应用，不会被新型敷料完全替代。

目前终端场景分医院、专科诊所、家庭保健和其他，其中 2022 年医院端伤口敷料占比 45.21%，院内依旧是敷料强应用场景，直接因素为外科手术增加和医院数量增加。

**图16：全球高端现代敷料市场预计以 CAGR4.46%持续扩大（单位：亿美元）**

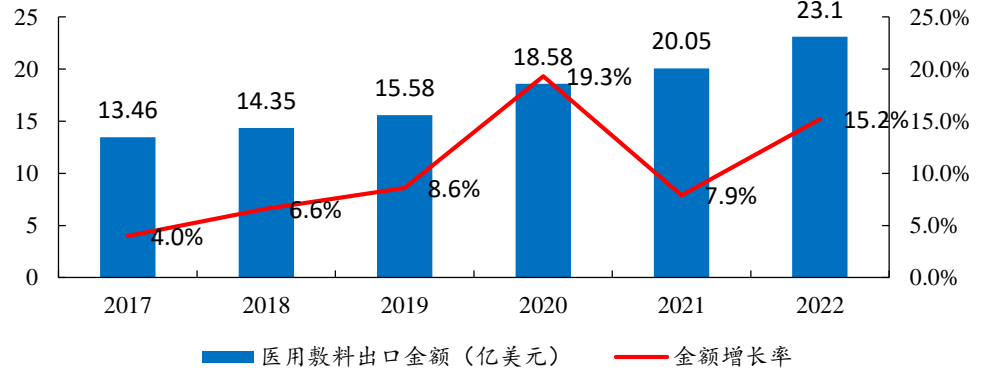


数据来源：Grand view research、开源证券研究所

自 20 世纪末，随着发达国家的劳动力成本不断提高，产能逐渐受限，产能优化使高附加值敷料产品留在本地生产，将医用敷料中劳动力需求大、技术含量低的传统伤口护理产品(例如纱布、绷带)的生产环节转移至亚洲、南美等欠发达地区，保留研发和营销环节，在市场上以自主品牌进行销售。中国凭借人力成本优势和产业链优势承接了相应产能转移需求，逐渐形成了一批为国际大型医用敷料品牌商从

事贴牌生产、以出口为主的医用敷料生产企业，从出口数据看 2022 年医用敷料出口金额约占全球市场 16.9%，国产厂商可在产品代工的高端化和扩客户及品类方面不断开发，保持较高营收增速。

图17: 医用敷料出口额稳健增长，2022 年约占全球 16.9% 市场

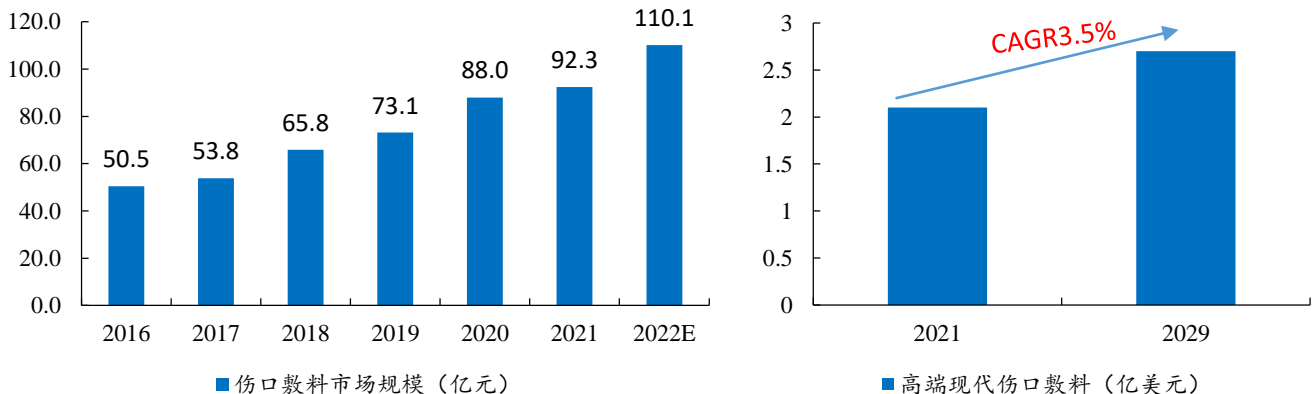


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

据共研网数据显示，2021 年中国伤口敷料市场规模为 92.3 亿元，据海关总署显示，医用敷料进口金额 21.3 亿元，占整体市场 23%。据 Mordor intelligence 预测，随疫情放开中国伤口敷料市场将以 CAGR 6.8% (2023-2028) 增长，院端诊疗量正逐步恢复，叠加国内慢性（糖尿病、感染、压力和创伤）伤口的发病率不断上升以及手术数量的持续增加，预计国内伤口敷料市场将有明显市场增长。

据 GreyViews 数据显示，2021 年中国高端现代伤口敷料市场规模为 2.1 亿美元（按汇率 7 计算，14.7 亿元），占整体敷料市场 16%，远低于全球平均水平（50%+），预计到 2029 年将达到 2.7 亿美元，CAGR 为 3.5%，增速相对较低主要因居民医疗消费水平相对较低，无法大面积普及高端伤口护理产品，但随居民收入和医疗健康意识与需求提高，现代伤口敷料市场后市可期。

图18: 中国敷料市场预计以 CAGR6.8% 持续扩大，其中高端敷料市场占比较低



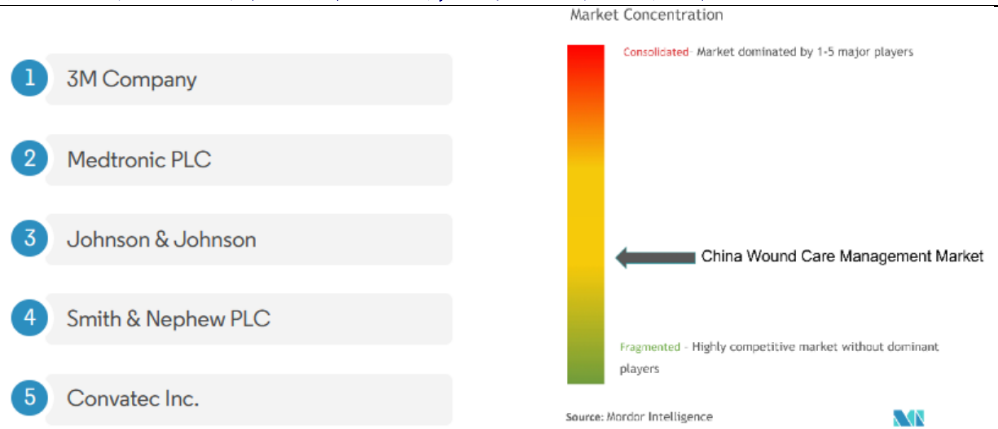
数据来源：GreyViews、共研网、开源证券研究所

由于国内在伤口敷料市场的公司太多且相对分散，大部分市场由内资厂商主导，产品以传统类为主，而外资厂商主要参与高端伤口敷料市场，如强生、3M、施乐辉、美敦力、康乐保、康维德等。在国产敷料代工的二三十年间，中国企业技术创新，工艺及研发能力不断提升，但国产厂商仍亟需建立高端伤口敷料品牌，发挥规模效应和成本优势，完善管理和营销体系，争取在高端市场占有一席之地。此外，新型高端敷料将是未来行业技术发展趋势，而高端敷料的研发及临床试验需投



入大量的人力、物力和财力，只有行业领先企业才能利用自身的产业运作能力和品牌影响力获得发展所需的资金、高端研发人才等稀缺资源。因此，行业市场份额将会逐步向业内领先企业集中，行业集中度也将进一步提高。

图19：国内伤口敷料市场集中度不高，外资主要参与高端市场



资料来源：Mordor intelligence

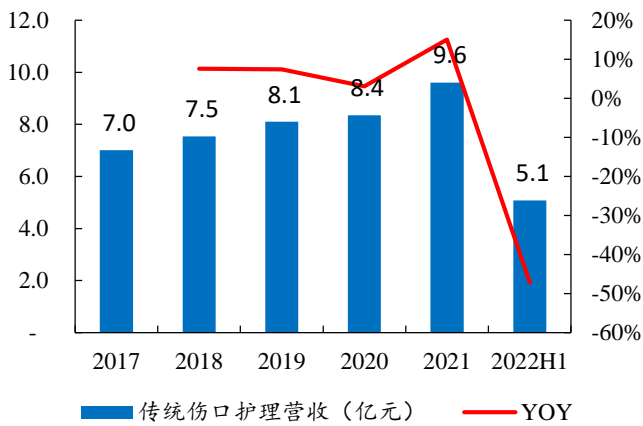
公司通过内研+外购不断拓宽医用敷料护城河。传统伤口护理：公司通过新材料、新技术的开发与工艺的不断优化，结合生产自动化设备的持续投入，增强了客户对公司可持续合作的信心，取得了更多稳定的订单。现代伤口护理：成立了独立的造口及现代伤口产品营销团队，2021年9月公司为了抢抓高端敷料行业发展机会，快速提升现代伤口护理领域的市场份额，4亿元收购了主要从事现代伤口护理和感控的上海亚澳100%股权，为公司快速提升现代伤口护理产品市场占有率奠定了稳定的基础，亚澳在2021年收入3.6亿元，净利润达到2775万元；同时公司正通过市场推广和教育，提升专业知识传输和客户黏性；并通过参与专家线上论坛，积极从客户需求出发，以优良、可靠的产品体验赢得市场。总体来看，公司正顺应医用敷料行业材料、设计更新迭代趋势，产品高端化和普及率不断提高。

图20：公司传统和现代伤口敷料协同入市，搭建高中低全系品牌

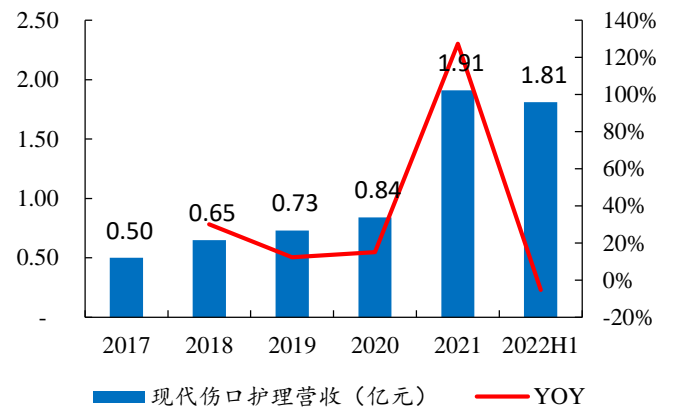


资料来源：振德医疗官网、开源证券研究所

公司传统敷料业务增速较稳，由2017年的7.01亿营收增长到2021年的9.61亿，CAGR 8.21%。现代伤口敷料增速较快，由2017年的0.5亿营收增长到2021年的1.91亿，CAGR达39.80%。

**图21：2017-2021年传统伤口护理 CAGR 8.21%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图22：2017-2021年现代伤口护理 CAGR 39.80%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4、造口护理产品需求增大，公司产品或有受益

造口护理装置是指一种可从外科手术中转移的、在生物系统(结肠、回肠或膀胱)中收集废物的人工胃肠道医疗器械。一般先天性残疾、膀胱癌、炎症性肠病、憩室炎、肥胖等可能需要进行造口术，其中永久性造口通常与结肠癌、克罗恩病、膀胱癌相关。当前炎症性肠病和结直肠癌的患病率增加、公众对造口护理的认识、治疗率以及报销政策，是推动造口/造口护理行业的主要因素。

随着全球老龄化不断推进，罹患大肠癌膀胱癌人数不断上升，造口护理市场规模也随之扩大，据 Future Market Insights 预测，2022 年全球造口护理市场规模约为 38 亿美元，2033 年可达 65 亿美元，CAGR 为 4.9%，其中龙头 Coloplast (康乐保) 2021/2022 财年营收约为 12.5 亿美元，约占全球 35-40% 市场份额，其次为 Hollister (好利斯特) 和 CONVATEC (康维德，2022 年造口收入 5.2 美元)，还有国内厂商可在全球有较好表现，这与国内外科手术技术发展较晚和国外厂商长期的先发品牌和市场优势压制有关。

据 Research And Markets 预测，2022 年中国造口护理市场规模约为 3.1 亿美元，2030 年可达 5.7 亿美元，CAGR 为 8%，国产品牌起步晚基数低，复合增速相对较快，国产化率依旧较低，格局相对分散，如今市场有一定品牌力的厂商有振德医疗、可孚医疗、隆泰医疗 (稳健医疗控股)。

图23：全球造口护理市场 2033 年预计达到 65 亿美元

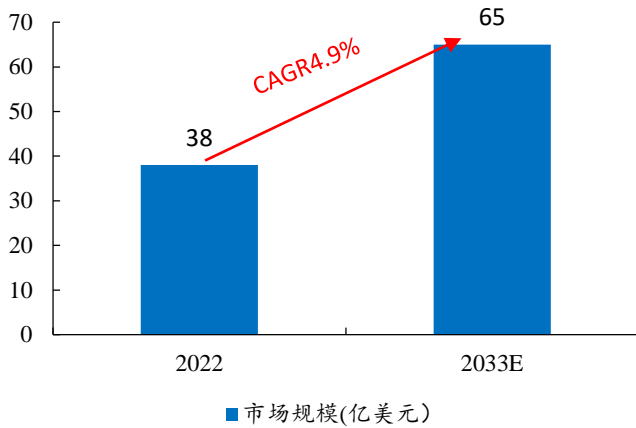
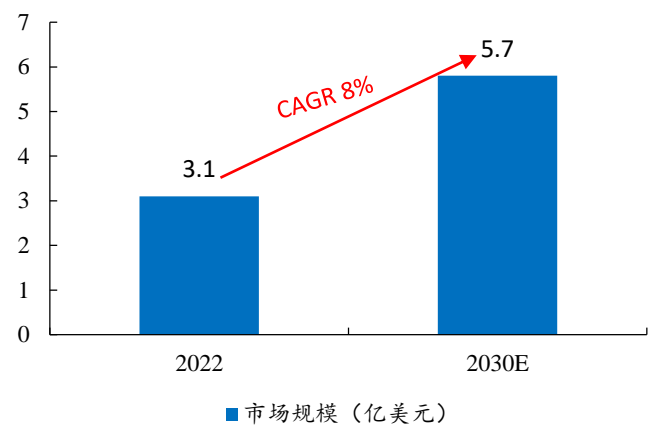


图24：中国造口护理市场 2030 年预计达到 5.7 亿美元




数据来源：Future Market Insights、开源证券研究所

数据来源：Research And Markets、开源证券研究所

振德医疗在售造口护理系列产品主要聚焦于肠造口与尿路造口。由于消化系统或泌尿系统疾病需要对肠管或尿路进行分离，将肠管或输尿管的一段引出体表，从而形成造口，并且造口需要对造口患者日常护理，如使用护肤粉等，降低造口周围皮肤并发症发生率。舒适、轻便、无泄漏、贴合是患者对于造口护理产品的需求，因此公司在关注造口护理产品品类丰富性的同时，也不断对造口护理产品进行迭代。于 2022 年申请造口排泄物收集装置的发明专利，并开发了单组份造口胶盘水胶体、双组份造口胶盘水胶体、中厚边薄造口胶盘成型技术，提高密封性降低反流感染发生概率。

图25：造口袋及造口护理产品为振德医疗主要在售造口产品

造口袋用于储蓄人体排泄物的容器物，如尿液、粪便。	高品质无纺布背衬、柔软舒适无响声，全系列配备高效过滤碳片，有效避免涨袋，一体化魔术贴排放口，操作简便。尿路造口袋具备抗反流效果，确保尿液不反流。	有效防止或减少“肠造口/泌尿造口”治疗和预防排泄物渗漏防止皮肤浸渍。	羧甲基纤维素钠主要用于造口周围皮肤护理；具有良好的吸收能力，能有效吸收排泄物液体，使皮肤保持干爽，减轻对皮肤的刺激。经常使用可减少皮肤问题的发生
一件式造口袋 	两件式造口袋 	防漏膏 	护肤粉 


资料来源：振德医疗官网、开源证券研究所



同时公司努力在造口护理产品领域提升公司品牌知名度，其不仅通过线上讲座实现专业知识传输、提升客户粘性，还为上海癌症康复俱乐部成员捐赠造口产品积极履行社会责任。

## 2.5、静脉曲张、血栓认知与预防加强，压力治疗类产品景气度攀升

压力治疗与固定类产品包含绷带、治疗型静脉曲张袜和抗血栓梯度压力带。绷带产品的主要应用场景为为伤口护理提供支持，包括弹性绷带、自粘性绷带、纱布绷带、石膏绷带等；治疗型静脉曲张袜主要用于下肢静脉曲张的辅助治疗；抗血栓梯度压力带主要用于预防深静脉血栓的形成。

表5：压力治疗与固定类产品包含绷带、治疗型静脉曲张袜和抗血栓梯度压力带

产品品类	主要用途	具体产品	产品图片
绷带	为伤口护理提供固定支持	弹性绷带(含 T 型)自粘弹性绷带、纱布绷带、医用弹性绷带、急救绷带、石膏绷带、粘胶弹性绷带等	

产品品类	主要用途	具体产品	产品图片
治疗型静脉曲张袜	下肢静脉曲张辅助治疗	治疗型静脉曲张袜	
抗血栓梯度压力带	通过向病人下肢提供循序递减的压力，促进下肢静脉血液回流，从而预防深静脉血栓的形成	抗血栓梯度压力带	

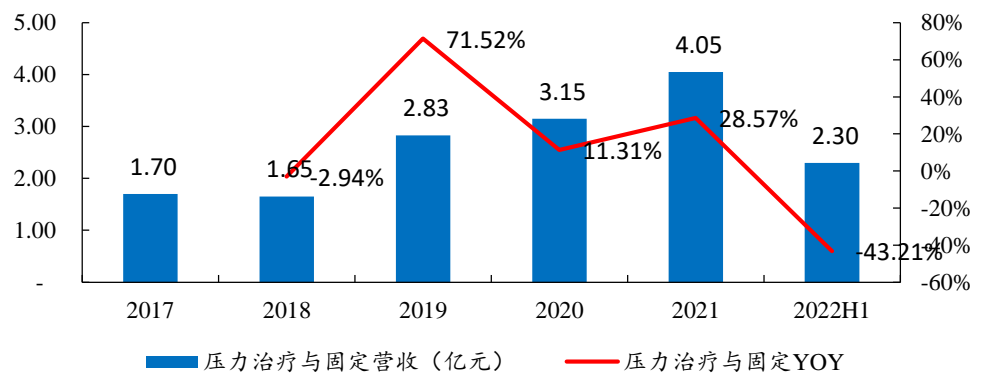
资料来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

我国**静脉曲张**涉及人群广泛，包含遗传病患者、久坐久站职业者和老龄化人群等，根据公司招股书和《2021 静脉曲张互联网健康洞察报告》，我国下肢静脉曲张患者约有 1.2 亿人，按 10% 治疗率，人均 2 双压力袜，根据公司京东自营店铺终端价中位数 109 元计算，我国年均市场容量为 2400 万双，终端市场规模约为 26 亿元，发展空间及市场前景广阔。

随着医学界对**静脉血栓**的认知逐渐深入，已有多个临床科室推出静脉血栓预防指南，如骨科、妇产科、普外科、ICU、肿瘤科等，其中抗血栓梯度压力带在各项指南中均被推荐作为静脉血栓基础预防措施。据公司招股书和 IARC 预估，以肿瘤患者市场为例，我国 2020 年新发肿瘤患者 457 万，按指南推荐穿着梯度压力袜进行基础预防，根据京东振德医疗梯度压力带中位数 260 元/双计算，仅肿瘤患者的潜在市场销售额可达 11.7 亿。根据北京协和医院组织的《国内深静脉血栓预防护理现状的调查研究》显示，我国目前静脉血栓临床实际预防比例较低，血栓风险评估的比例仅为 8.4%，未来市场空间较大。

公司压力治疗与固定类产品营收 2018-2021 年由 1.65 亿元增长至 4.05 亿元，CAGR 24.24%。基于全民健康意识的提高，静脉曲张、血栓的预防措施加强，公司有望借品牌、渠道和性价比优势提高市场份额扩大营收。

图26：压力治疗与固定业务前景广阔，CAGR24.24%



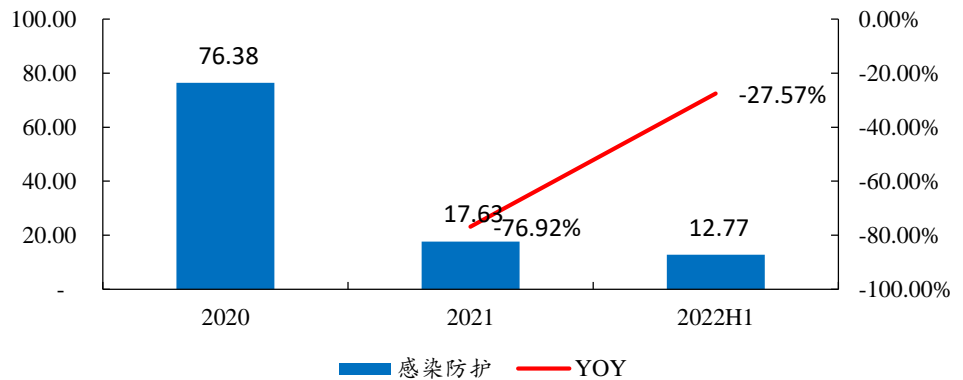
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.6、品牌效应已形成，个人感染防护产品仍有空间

医用个人防护装备（PPE）是用于保护佩戴者身体不受创伤或感染威胁的保护服装和装备，其中较为常见的品类包括免洗手消毒液、医用外科口罩、一次性使用隔离服、防护服等。受新冠疫情影响，民众个人防护观念显著加深，疫情期间个人防护产品销量明显增长，但随国内疫情防控放开，国内感控需求出现明显滑落，但由于民众防护意识提升和市场自然增长，最终有望稳定在高于 2019 年疫情前水平，其中 2019 年全球 PPE 市场规模为 550 亿美元，中国市场规模为 463 亿美元。

依据振德医疗半年报，防疫类防护用品 2022 年上半年收入占感控防护类产品 2022 年上半年收入 94.60%，而感控防护类产品 2022 年上半年收入占全产品 2022 年上半年收入 46.16%。后疫情时代，由于疫情防护用品需求下滑且同类竞争严重，小厂产能出清，公司该类产品收入与利润率可能出现下滑，但疫情期间渠道和品牌建设已成熟，将为公司稳定的现金牛业务。

图27：振德医疗感控防护业务收入出现下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、改造扩建、外延并购、渠道拓展、综合优势助力长足发展

2020 年国内外新冠疫情肆虐，振德医疗积极响应市场需求，大批量生产销售口罩、隔离服、防控服等防疫物资，为公司带来了较为充足的资金，公司利用该部分资金积极布局相关延伸产业以及现有产能升级扩建。2022 年公司也在不断推动加快可转债募投项目以及自筹资金投资项目的实施进度，尽快投产释放项目产能，为公司业务快速发展和市场开发提供新的产品和产能保障。

#### 3.1、公司现有产能充足，扩建项目丰富

振德公司的生产工厂目前布局于浙江绍兴、河南许昌及英国等地。近年来各业务产销量大部分都呈现上升趋势，造口及现代伤口护理业务与手术感控业务由于并购及市场需求上升，销量增长较快。

表6：公司各业务已有充足产能

业务		2019	2020	2021
基础/传统伤口护理 (万吨)	销量	2.15	2.31	2.50
	产量	2.05	2.35	2.43
造口及现代伤口护理 (亿件)	销量	1.36	1.52	2.81
	产量	1.35	1.63	2.76
手术感控 (亿件)	销量	2.34	2.11	2.85
	产量	1.92	2.02	2.47
感控防护 (亿件)	销量	-	20.88	15.74
	产量	-	19.65	12.87
压力治疗与固定 (亿件)	销量	1.91	1.93	2.18
	产量	1.91	2.00	2.13

数据来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

对已有公司生产车间，振德医疗通过改造扩建的方式，以精益生产为导向，引入非标自动化设备，推行数字化管理，达到提升公司生产效率目的。其扩建升级项目包括手术感控生产线、医用绷带生产线、新型防护用品生产基地、手术通路类医疗器械生产基地、生物新材料研究院等。同时振德医疗通过发售可转债的方式募集

资金投入生产线升级，拨入资金提升绍兴生产基地自动化生产能力，并大力支持全资子公司安徽振德、许昌正德升级扩产。

**表7：2021年公司积极投资扩产升级**

拟投资日期	投资金额	项目建设名称	达产后产能	计划建设期	投资回收期	地址
2021.4	12,000 万元	医疗护具研发和产业化项目（浙江斯坦格运动护具科技有限公司）	-	-	-	义乌市后宅街道义东高速以北、商城大道以东地块国有建设用地使用权
2021.2	65,000 万元	新型防护用品、手术通路类医疗器械生产基地及医用生物新材料研究院建设项目	4,000 万件新型防护用品（铜基沸石纱布口罩等防护用品）、240 万件手术通路类医疗器械（一次性使用穿刺器等）的生产能力	3 年	4.77 年	浙江省绍兴滨海新区
2021.1	33,400 万元	医用绷带生产线搬迁扩产升级项目（安徽振德）	26,000 万卷医用绷带产品（医用弹性绷带、医用纱布绷带、自粘绷带等）	1.5 年	5.07 年	安徽省淮南市经开区洛九路西侧、长宁路南侧地块
2021.1	84,500 万元	手术感控生产线扩产建设项目（许昌正德）	年产 14200 万件（个）（手术包、手术主单、手术衣等）手术感控产品	2 年	5.92 年	河南省许昌市鄢陵县百花路以东、二级河以南（规划道路以北）地块

资料来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

### 3.2、充足闲置资金加速收购增资

近两年主要收购及增资上海亚澳、安徽蓝欣、苏州美迪斯等公司，积极探索和寻求产品、业务整合和外延发展机会。

**表8：2020-2022年公司外延投资收购较多**

年份	投资并购事项	标的业务	2021 年净利润
2020	7 月-9 月以 7500 万元通过增资和股权转让持有 <b>斯坦格</b> 60% 股权	运动护具和保护护具	1736 万
2021	8 月-10 月以 8700 万元收购控股子公司苏州 <b>美迪斯</b> 剩余 30% 股权	医用敷料产品及体育防护用品	1531 万
2021	9 月-11 月全资子公司许昌振德医用敷料有限公司以 4000 万元收购上海 <b>亚澳</b> 医用保健品有限公司 100% 股权	以出口销售为主的外科敷料、手术包以及创口护理用品	2881 万
2021	9 月-11 月全资子公司许昌振德医用敷料有限公司以 11170 万元收购 <b>三特瑞（南通）</b> 医用材料有限公司 100% 股权	为上海亚澳提供各类手术包、手术衣和各类伤口辅料	201 万
2021	以现金 1720 万元收购股份、800 万元增资持有 <b>安徽蓝欣</b> 60% 股权	医疗废液自动收集设备及耗材	-87 万
2022	12 月拟作为有限合伙人出资人民币 10,000 万元投资 <b>国创振德</b> 医疗产业一期，占基金出资总额的 50.00%	基金聚焦投资公司主营业务战略协同与产业链多元布局的重点领域，择优投向发展前景好与盈利能力强的相关医疗器械优质企业股权	-

资料来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

2020 年收购的子公司浙江斯坦格运动护具科技有限公司主要产品为运动康复保健护具。振德与斯坦格约定业绩承诺为 2020-2022 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的合计净利润为 4800 万元。2021 年 4 月 19 日，控股子公司浙江斯坦格运动护具科技有限公司以自有资金 547 万元竞得位于义乌市后宅街道义东高速以北、商城大道以东地块国有建设用地使用权（13,333.4 平方米），公司拟在上述地块投资建设医疗护具研发和产业化项目，项目总投资合计约 12,000 万元，该项目尚在投资建设中。

振德于 2019 年收购苏州美迪斯 70% 股权，并于 2021 年收购剩余 30% 少数股东权益。苏州美迪斯主要产品为医用敷料产品及体育防护用品。2021 年苏州美迪斯总

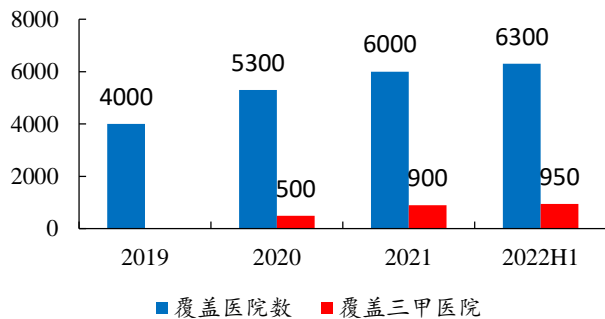
资产 8,289.38 万元、净资产 6,294.32 万元；2021 年实现营业收入 12,683.10 万元、净利润 1,567.91 万元。

安徽蓝欣主要从事医疗废液自动收集设备及耗材等的研发生产，其产是对公司手术感控产品组合的有效补充，能丰富公司产品组合，为医院提供更为完善的手术室感控解决方案。

### 3.3、国内市场聚焦院线市场与大零售市场持续提升市占率

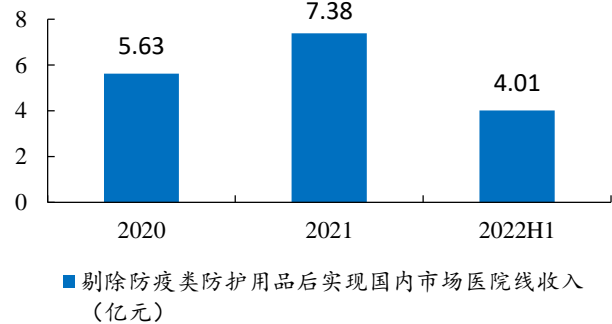
振德医疗通过加强对营销人员产品知识专项培训能力，重点制定落实标杆医院及三甲医院产品市场推广策略，近三年及一期覆盖医院数及覆盖三甲医院数不断提升，市场覆盖率和渗透率显著攀升。截止 2022H1，公司已覆盖全国各省、市、自治区 6300 多家医院，其中三甲医院 950 余家。2022H1 实现剔除防疫类防护用品后实现国内市场医院线收入 4.01 亿元，同口径同比增长 30.44%。

图28：覆盖医院数及三甲医院数不断提升



数据来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

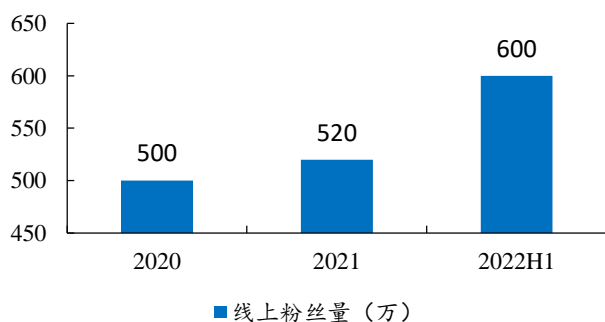
图29：2022年上半年实现医院线收入4.01亿元



数据来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

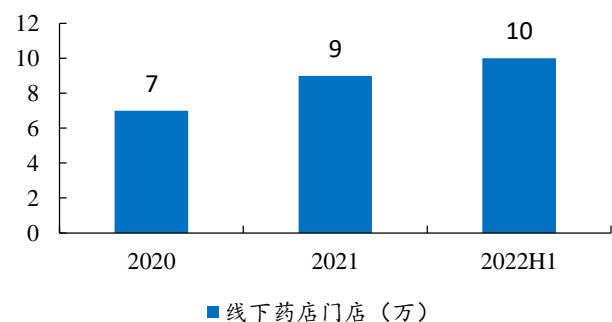
在线上零售环节，振德整合电商业务、开展粉丝会员管理工作、有序进行线上直播，拓宽线上经营渠道，巩固疫情防护产品带来的领先地位，线上粉丝量持续攀升。在线下零售环节，振德大力推进大健康品类经营，聚焦核心线下客户，持续深化与全国各区域经销商以及各类零售终端的合作，积极参与各类活动提高品牌知名度、客户满意度，线下覆盖药店门店数量逐步上升。

图30：线上粉丝量2022H1达600万



数据来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

图31：线下覆盖药店门店达10万家



数据来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

### 3.4、研发&质量&供应链+品牌&品类共筑强核心竞争力

公司实行“自主深入研发、广泛深入合作、拥有核心技术”的研发策略，在长期与国外知名品牌商深入合作的过程中培养起国际化视野，准确地把握行业和技术发展的前沿信息。新产品、新技术和新工艺的研发利于技术储备，构建产品差异化，

形成技术和竞争壁垒；公司一直都十分重视产品质量管理，按照国际标准形成了覆盖采购、生产、销售各环节的严格的质量管理体系，持续以精益制造为牵引，优化生产流程，提高自动化水平，通过全员 TPI 与 5S 等项目持续推动，保障产品质量，增强了公司的市场竞争力，为公司进一步快速开拓海内外市场奠定坚实的基础；公司已形成了覆盖原材料端、生产制造端、产品交付端的全产业链优势。公司通过推进自动化信息化智能化工厂建设、业务流程数字化转型和优化业务战略结构，持续优化产供销全流程，不断提高供应链效率，实现快速响应客户的需求。

公司凭借优异的产品品质、设计和服务，获得了客户和消费者的广泛认可，形成了良好的品牌影响力和知名度。在零售线，通过自媒体、线上线下多平台打造的振德健康“专于业，爱入微”的品牌形象已深入人心；在医院线，坚持学术领先，通过积极参与各项学术活动和医疗器械展会等方式，持续打造振德医疗“匠心、温暖、担当”的品牌形象；齐全的品类发挥规模效应，降低单品销售成本，丰富产品组合，满足客户和消费者一站式采购的需求，提高采购和购买效率，提升公司客户和消费者的满意度，形成更好的竞争优势。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、收入模型关键假设

(1) 感染防护：考虑到国外早已结束疫情封控，国内也已经经历第一波疫情放开的冲击，感染率水平相对较高，防控需求将快速下降，口罩和防护服等感染防护产品将为常规需求，假设 2022-2024 年感染防护营业收入分别同比增长 40%、-50%、10%，即 2022-2024 年实现营收 24.68 亿元、12.34 亿元、13.58 亿元。

(2) 手术感控：考虑到新冠放开后，国内手术量呈恢复上升趋势，相关手术包/单/衣等收入将恢复性增长，假设 2022-2024 年手术感控营业收入分别增长-17%、26%、23%，即 2022-2024 年实现营收 12.87 亿元、16.22 亿元、19.95 亿元。

(3) 传统伤口护理：考虑到公司传统海外代工业务客户黏性较强、国内渠道开拓效果显著，假设 2022-2024 年传统伤口护理营业收入分别增长 28%、20%、20%，即 2022-2024 年实现营收 12.30 亿元、14.76 亿元、17.71 亿元。

(4) 现代伤口护理：考虑到公司现代敷料产品品类不断扩充，叠加亚澳高端敷料协同作用及造口护理产品推陈出新，假设 2022-2024 年现代伤口护理营业收入分别增长 138%、35%、30%，即 2022-2024 年实现营收 4.55 亿元、6.14 亿元、7.98 亿元。

(5) 压力治疗和固定：考虑到公司压力固定产品随诊疗恢复和品牌效应，假设 2022-2024 年压力治疗和固定营业收入分别增长 22%、25%、24%，即 2022-2024 年实现营收 4.95 亿元、6.18 亿元、7.67 亿元。

**表9：振德医疗分业务收入预测（单位：百万元）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10398.54	5091.57	5957.13	5588.77	6715.48
YOY	456.8%	-51.0%	17.0%	-6.2%	20.2%
毛利	4883.84	1772.43	2086.06	1851.89	2220.42
毛利率	47.0%	34.8%	35.0%	33.1%	33.1%
<b>感染防护</b>					
营业收入	7637.6	1763.0	2468.2	1234.1	1357.5



	2020	2021	2022E	2023E	2024E
YOY	-	-76.9%	40.0%	-50.0%	10.0%
毛利	3986.9	847.7	1061.3	555.4	610.9
毛利率	52.2%	48.1%	43.0%	45.0%	45.0%
<b>手术感控</b>					
营业收入	1378.8	1551.2	1287.5	1622.2	1995.4
YOY	109.0%	12.5%	-17.0%	26.0%	23.0%
毛利	514.7	477.8	386.2	486.7	598.6
毛利率	37.3%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>传统伤口护理</b>					
营业收入	835.2	961.1	1230.2	1476.2	1771.4
YOY	3.1%	15.1%	28.0%	20.0%	20.0%
毛利	192.2	202.1	246.0	295.2	354.3
毛利率	23.0%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>现代伤口护理</b>					
营业收入	83.9	191.0	454.7	613.8	797.9
YOY	15.4%	127.8%	138.0%	35.0%	30.0%
毛利	47.7	89.9	218.2	294.6	383.0
毛利率	57%	47%	48.0%	48.0%	48.0%
<b>压力固定和治疗</b>					
营业收入	315.2	405.4	494.6	618.3	766.6
YOY	11.2%	28.6%	22.0%	25.0%	24.0%
毛利	128.4	143.4	173.1	216.4	268.3
毛利率	40.8%	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：振德医疗公司公告、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测和估值

振德医疗不断提升品牌力，打造销售尖兵，构建渠道优势，对内品类扩增和产能扩张，对外并购重组助力产品升级和发挥协同效应，已形成成熟的手术感控、造口和现代伤口护理、基础伤口护理、压力固定和感染防护 5 大业务板块，考虑诊疗复苏、个护意识提升和感染防护产品需求常规化，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.06/7.51/8.92 亿元，EPS 分别为 2.65/2.82/3.35 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.6/12.8/10.8 倍，可比公司同在敷料、感控等领域，振德医疗具备估值性价比和安全空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：振德医疗可比公司估值情况（截至 2023 年 4 月 19 日）

证券代码	公司	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300888.SZ	稳健医疗	63.53	2.91	3.56	4.27	4.95	21.8	17.8	14.9	12.8
301087.SZ	可孚医疗	43.87	3.39	2.39	2.94	3.55	12.9	18.3	14.9	12.4
002223.SZ	鱼跃医疗	31.29	1.49	1.53	1.81	2.14	21.0	20.5	17.3	14.6
可比公司平均值							18.6	18.9	15.7	13.3
603301.SH	振德医疗	36.09	2.24	2.65	2.82	3.35	16.1	13.6	12.8	10.8

数据来源：Wind，开源证券研究所 注：稳健医疗、可孚医疗、鱼跃医疗盈利预测为 Wind 一致预期

## 5、风险提示

公司新产品推广不及预期，出口受区域政治环境变化影响

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4342	3196	3326	3588	4108
现金	1809	1358	1589	2549	1843
应收票据及应收账款	665	690	0	0	0
其他应收款	56	39	72	32	93
预付账款	128	191	182	168	253
存货	1080	833	1398	756	1835
其他流动资产	604	84	84	84	84
<b>非流动资产</b>	2101	3226	3481	3278	3580
长期投资	0	20	39	59	78
固定资产	959	1613	1832	1658	1850
无形资产	226	445	502	573	650
其他非流动资产	917	1149	1108	988	1002
<b>资产总计</b>	6443	6422	6807	6866	7687
<b>流动负债</b>	1746	1603	1422	991	1154
短期借款	358	661	999	661	661
应付票据及应付账款	675	624	0	0	0
其他流动负债	712	318	423	330	493
<b>非流动负债</b>	230	379	369	309	307
长期借款	95	145	135	75	73
其他非流动负债	135	234	234	234	234
<b>负债合计</b>	1976	1982	1791	1300	1461
少数股东权益	284	373	380	388	397
股本	227	227	227	227	227
资本公积	1021	896	896	896	896
留存收益	2936	3009	3528	4080	4761
<b>归属母公司股东权益</b>	4183	4067	4636	5178	5829
负债和股东权益	6443	6422	6807	6866	7687

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3121	818	576	1565	61
净利润	2972	721	713	759	901
折旧摊销	79	135	162	180	197
财务费用	105	27	61	22	32
投资损失	-14	-37	20	5	5
营运资金变动	-132	-98	-442	604	-1070
其他经营现金流	111	69	62	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	-1790	-554	-500	24	-499
资本支出	1093	695	398	-43	480
长期投资	-457	444	-19	-19	-19
其他投资现金流	-240	-303	-82	-0	-0
<b>筹资活动现金流</b>	-278	-380	-184	-291	-267
短期借款	66	302	338	-338	0
长期借款	-327	50	-10	-60	-2
普通股增加	87	0	0	0	0
资本公积增加	361	-125	0	0	0
其他筹资现金流	-465	-607	-512	107	-265
<b>现金净增加额</b>	956	-155	-107	1298	-706

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10399	5092	5957	5589	6715
营业成本	5515	3319	3871	3737	4495
营业税金及附加	28	48	36	34	40
营业费用	492	367	477	391	470
管理费用	386	442	477	447	537
研发费用	260	153	179	196	235
财务费用	105	27	61	22	32
资产减值损失	-101	-36	-32	-15	-15
其他收益	32	91	100	130	150
公允价值变动收益	-3	-3	-70	-5	-5
投资净收益	14	37	-20	-5	-5
资产处置收益	0	-1	8	10	10
<b>营业利润</b>	3537	822	843	877	1041
营业外收入	1	3	1	1	2
营业外支出	5	5	6	6	6
<b>利润总额</b>	3533	820	838	872	1036
所得税	561	99	126	113	135
<b>净利润</b>	2972	721	713	759	901
少数股东损益	422	125	7	8	9
<b>归属母公司净利润</b>	2549	596	706	751	892
EBITDA	3586	964	1012	1044	1211
EPS(元)	9.57	2.24	2.65	2.82	3.35

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	456.7	-51.0	17.0	-6.2	20.2
营业利润(%)	1665.6	-76.8	2.6	4.0	18.6
归属于母公司净利润(%)	1525.0	-76.6	18.4	6.5	18.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	47.0	34.8	35.0	33.1	33.1
净利率(%)	24.5	11.7	11.8	13.4	13.3
ROE(%)	66.5	16.2	14.2	13.6	14.5
ROIC(%)	62.3	14.4	12.1	12.3	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.7	30.9	26.3	18.9	19.0
净负债比率(%)	-28.2	-8.3	-4.9	-28.8	-14.4
流动比率	2.5	2.0	2.3	3.6	3.6
速动比率	1.6	1.3	1.2	2.6	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.3	0.8	0.9	0.8	0.9
应收账款周转率	20.1	7.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	13.7	5.4	12.8	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	9.57	2.24	2.65	2.82	3.35
每股经营现金流(最新摊薄)	11.71	3.07	2.16	5.87	0.23
每股净资产(最新摊薄)	15.70	15.26	17.40	19.43	21.88
<b>估值比率</b>					
P/E	3.8	16.1	13.6	12.8	10.8
P/B	2.3	2.4	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	2.0	8.5	8.2	6.7	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.c