

振德医疗（603301.SH）

国内海外双轮驱动，“医疗+健康”引领长期发展

公司研究 · 深度报告

医药生物 · 医疗器械

投资评级：买入（首次覆盖）

证券分析师：张佳博
021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

联系人：凌珑
021-60375401
linglong@guosen.com.cn

- **全球医用敷料行业已诞生数家大市值公司，国内医用敷料行业发展落后海外数十年。**根据Grand View Research，2022年全球伤口敷料市场规模达到137亿美元，其中高端伤口敷料市场规模为75亿美元，占比54%，预计2030年全球伤口敷料市场规模将达到190亿美元，CAGR为4.1%，其中高端敷料预计达到106亿美元，CAGR为4.5%。全球医用敷料行业诞生如3M、施乐辉、康乐保等数家大市值公司，我国医用敷料行业发展较为落后，行业集中度较低，高端敷料占比不足20%，与全球平均水平（>50%）有较大差距，且高端敷料领域几乎由外资垄断。
- **振德医疗是国内医用敷料行业龙头，由OEM外销向内销不断拓展。**振德医疗以传统医用敷料海外代工起家，出口额多年稳居国内同行业前三名，海外大客户已形成较强粘性。近年来，公司不断开发新产品，并抓住国内市场的发展机遇，逐步扩大内销业务，发展自主品牌，积极拓展国内医疗端、零售药店和电商渠道，2023上半年剔除隔离防护用品后的国内收入占比达到38%，较疫情前2019年的29%有明显提升，随着公司在国内高端敷料的进口替代推进、消费端业务拓展，国内业务收入占比有望持续提升。
- **布局“医疗+健康”五大板块，造口及现代伤口护理、手术感控业务有望快速发展。**振德医疗涵盖基础伤口护理、造口及现代伤口护理、手术感控、压力治疗与固定、感控防护等五大细分领域。手术感控、造口及现代伤口护理业务为公司重点发展业务，一方面不断加大技术自研，实现造口袋等产品的突破；另一方面，通过外延并购拓展“产品+渠道”，例如收购上海亚澳发力高端敷料业务，收购英国子公司丰富手术感控产品线，拓展英国市场。近年来手术感控、造口及现代伤口护理业务快速发展，收入占比有望持续提升。
- **规模与品牌效应构筑竞争力。**公司生产规模业内领先，并持续优化上游供应链和生产环节，具备较强的成本优势，未来有望在集采中抢占更多份额。此外，公司在新冠疫情期间通过口罩、防护服等防疫物资产品极大提升了品牌影响力，并加深了零售端客户的渗透，疫情后仍有望享受品牌红利，同时，防疫相关产品的销售也为公司积累了良好的现金流，有利于公司通过外延方式扩充产品线及渠道。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2023-2025年营收41.7/47.4/56.3亿元，同比增速-32%/14%/19%；归母净利润2.0/4.8/6.1亿元，同比增速-70%/139%/27%。随着国内C端业务的深耕、高端敷料业务的持续拓展，公司盈利能力有望提升；2024年疫情相关业务影响逐步出清，随着医院手术量恢复，常规产品增长逐季恢复，公司有望迎来业绩拐点。给予公司2024年PE 15-16x，合理价格区间为27.09-28.90元，对应市值区间为72-77亿元，较当前股价有31-40%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**渠道库存出清慢于预期；收购标的整合不及预期；原材料涨价风险；行业整顿等政策风险；汇率波动风险。

■ 对于公司收入结构的预期差：

- ✓ **我们的观点：**2020-2023年，口罩、防护服等防疫产品在公司收入中的占比逐渐下降，且2023年防疫产品占比呈现逐季度下降趋势，预计到2023年Q3-Q4，防疫产品渠道库存基本出清；预计随着医院常规诊疗量、手术量的恢复，以及海外需求恢复，公司常规产品增长呈现逐季度恢复趋势，2024年有望迎来业绩拐点。

■ 对于低值耗材集采风险担忧的预期差：

- ✓ **我们的观点：**公司海外收入占比约60%，国内收入分为院内及零售。如果针对院内产品集采，我们认为对于公司是利好，主要由于基础敷料行业集中度非常低，前三名的龙头企业市占率均为个位数；由于规模及供应链优势，公司的产品成本为行业内最低，集采后龙头企业能较快实现以量补价，实现市占率的大幅提升。

■ 对于公司估值水平认知的预期差：

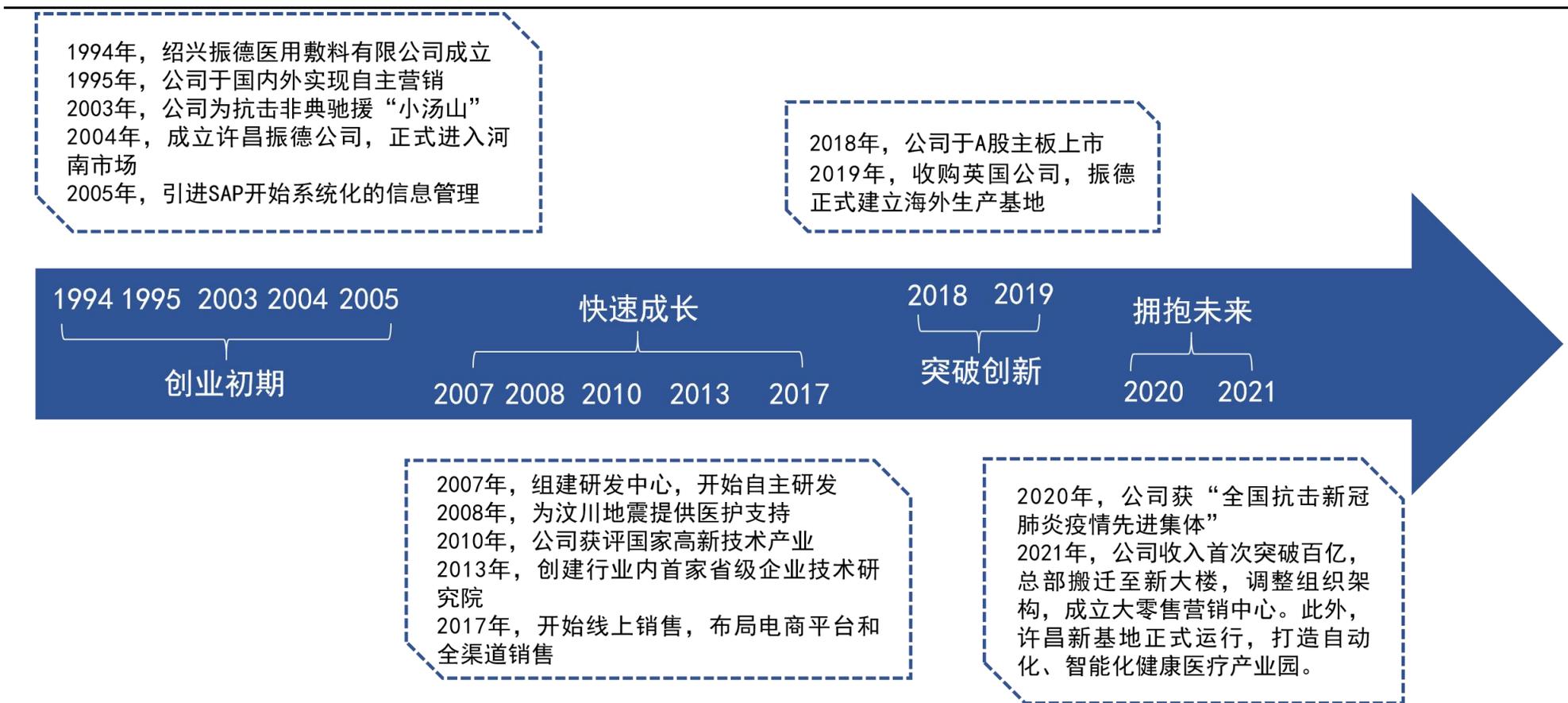
- ✓ **我们的观点：**公司当前市值对应24年的动态PE约为11倍，估值处于偏低水平，体现了市场对于公司常规业务能否恢复稳定增长存在疑虑。我们认为随着公司在国内C端业务的发展，以及高端敷料收入占比持续提升，OEM收入占比逐渐下降，公司自主产品的品牌效应逐渐体现，盈利能力有望持续提升，随着2024年防疫产品高基数影响的出清，公司有望迎来业绩和估值双升。

- [01] 振德医疗：国内医用敷料领先企业
- [02] 医用敷料行业：国内高端敷料进口替代空间广
- [03] 公司业务：“医疗+健康”五大板块发力
- [04] 竞争力：“产品+渠道”持续扩展，规模与品牌效应构筑竞争力
- [05] 财务分析、盈利预测、估值及风险提示

1.1 发展历程：OEM出口起家，向自主品牌拓展

■ 振德医疗是中国领先的医疗护理与防护用品供应商。公司前身为绍兴振德医用敷料有限公司，创立于1994年，2018年A股主板上市。公司设立之初，主要为海外医疗器械品牌商贴牌生产传统伤口护理类产品（OEM），出口额多年稳居国内同行业前三名。此外，公司不断开发新产品，拓展产品线的深度和广度，并抓住国内市场的发展机遇，逐步扩大内销业务，发展自主品牌，已成为国内医用敷料和感控防护产品生产企业中产品种类较为齐全、规模领先的企业之一。

图：振德医疗发展历程

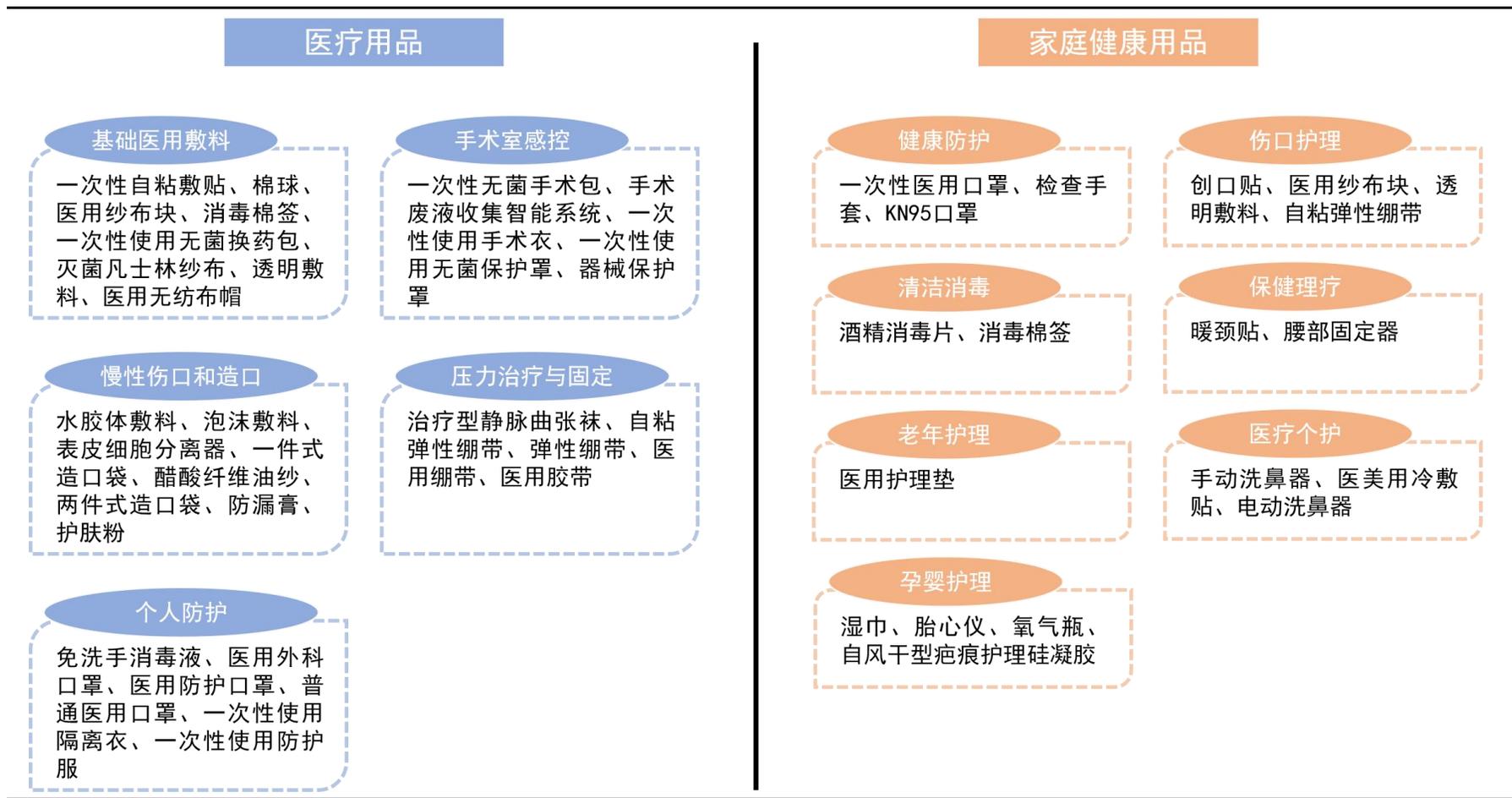


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

1.2 产品布局：“医疗+健康”打造医护全产品线

- 公司产品线已实现“医疗+健康”双领域的产业协同发展。在医疗领域，公司医用敷料和感控防护产品种类齐全，涵盖造口与现代伤口护理产品、手术感控产品、基础护理产品及压力治疗与固定产品等。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等产品。

图：振德医疗产品线

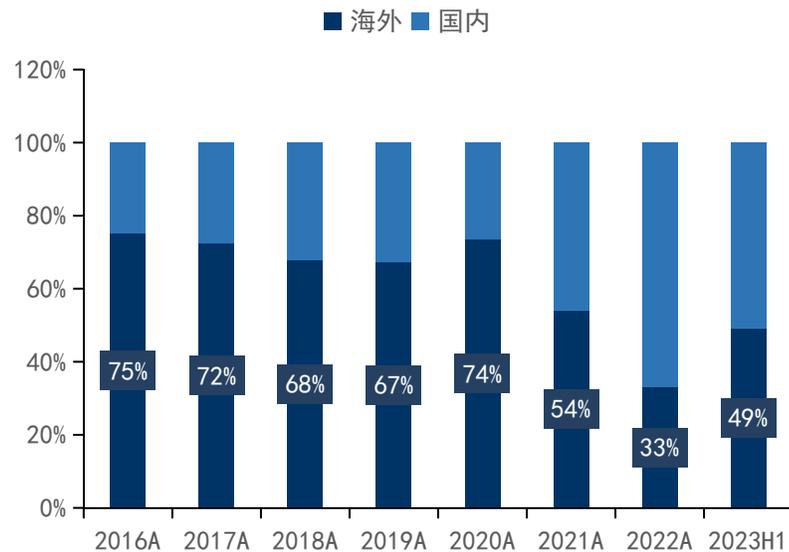
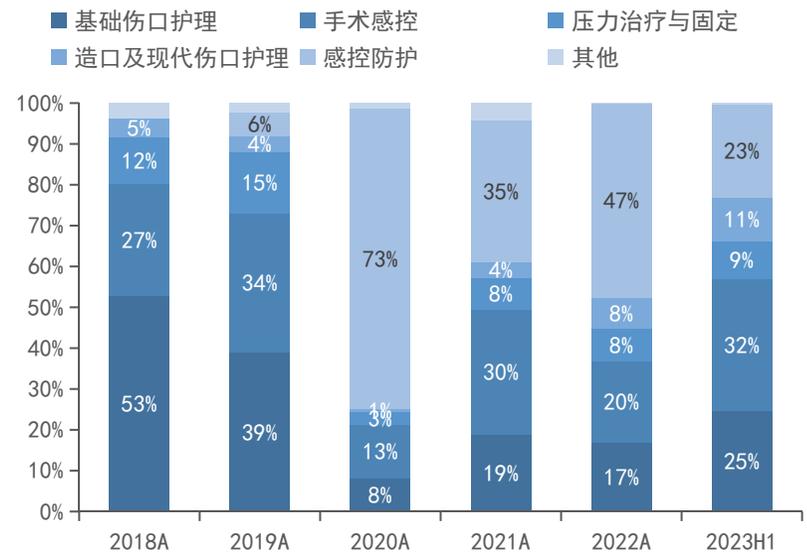
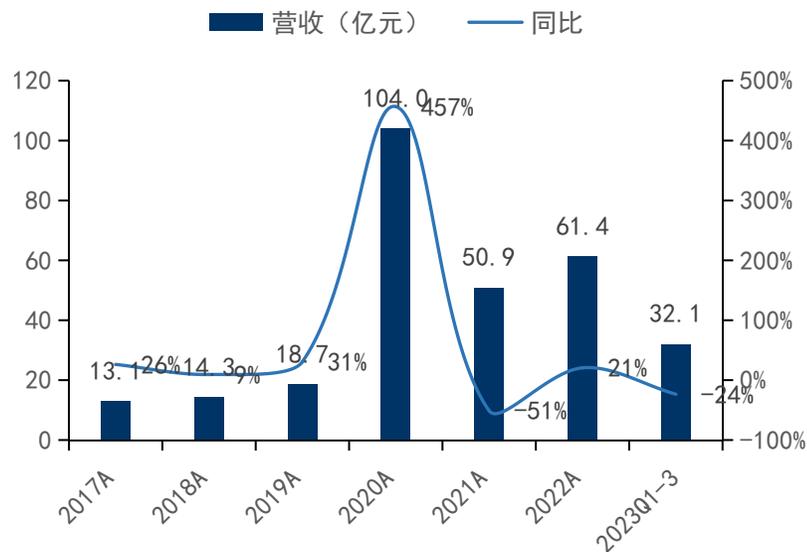


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

1.3 收入结构：布局五大细分领域，现代敷料与手术感控发展迅速

■ 布局五大细分领域，现代敷料与手术感控发展迅速。振德医疗涵盖基础伤口护理、造口及现代伤口护理、手术感控、压力治疗与固定、感控防护等五大细分领域，2019年之前基础伤口护理业务占比较大（超过50%），近年来逐步下降；感控防护业务在疫情期间获得迅速发展，目前已逐步回归正常水平；手术感控和造口及现代伤口护理业务为公司重点发展业务，近年来快速发展，2018-2022年CAGR分别为33%、63%，收入占比有所提升。

图：振德医疗收入、利润及收入占比情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 股权结构：股权架构清晰，高管具有丰富行业经验

■公司股权架构清晰、持股集中，董事长鲁建国、沈振芳夫妇为实控人。公司董事长鲁建国通过直接和间接方式控制公司44.07%股权，与其妻子沈振芳合计持有公司48.31%股权。董事长鲁建国历任绍兴市越厦医用保健品厂供销员、供销科长、副厂长、厂长，夫妇二人于1994年创立振德医疗，鲁建国现任公司董事长、总经理，沈振芳现任公司副董事长。

图：振德医疗股权结构及参控股公司(截至2023年中报)

表：振德医疗高管简介

高管	职务	经历
鲁建国	董事长兼总经理	曾任绍兴市越厦医用保健品厂供销员、供销科长、副厂长、厂长，现任公司董事长、总经理，浙江振德控股有限公司董事长。
沈振东	董事兼副总经理	曾任绍兴振德医用敷料有限公司采购员，销售代表，国际销售部经理，伤口护理国际事业部总经理，副总经理，董事。现任公司董事，副总经理。
徐大生	董事兼副总经理	本科学历，曾任绍兴振德医用敷料有限公司销售代表、国际销售部经理、手术感控国际事业部总经理、董事，许昌正德医疗用品有限公司董事。现任公司董事、副总经理。
胡俊武	副总经理	硕士学历，一级人力资源管理师，曾任TCL空调器(武汉)有限公司人力资源经理。现任公司副总经理，总裁办主任。
龙江涛	副总经理	硕士学历，曾任郑州宇通集团有限公司人力资源部部长，安徽巨一自动化装备有限公司人力资源总监，北京车联天下信息技术有限公司副总裁等。现任公司人力资源总监、副总经理。
金海萍	财务负责人	本科学历，历任绍兴振德医用敷料有限公司会计、财务经理、财务总监、董事。现任公司财务负责人。
季宝海	董秘	硕士学历，曾任中国银河证券股份有限公司职员，浙江中国轻纺城集团股份有限公司董事会办公室助理、董事会办公室副主任、投资证券部副主任、证券事务代表等。现任公司董事会秘书。



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，公司公告

1.5 股权激励和员工持股计划推出，建立健全长效激励机制

- 股权激励和员工持股计划两相结合，建立健全长效激励机制。为进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，公司推出股权激励和员工持股计划等多种激励政策。于2021年5月推出股票期权激励计划，总激励数236.26万份，占当时总股本的1.04%，激励对象包括董事、高管、中层管理人员及核心技术（业务）人员等247人；于2021年5月及2022年10月分别推出第一期和第二期员工计划，涉及对象范围分别不超过249人和120人。

表：振德医疗股权激励和员工持股计划情况

时间	激励类型	激励规模	激励对象	激励目标	完成情况
2021年5月	股票期权激励计划	拟授予股票期权236.26万份，约占公司股本总额的1.04%	董事、高管6人，中层管理人员和核心技术（业务）骨干人员 241人	以2018~2020年三年净利润均值（9.45亿元）为基数，2021-2023年净利润增长率触发值为233%/307%/393%，目标值为243%/328%/423%；或2021-2023年净利润触发值为6/7/8亿元，目标值为7/8/9亿元	第一、第二个行权期（2021、2022年度）公司层面行权条件均达成
2021年5月	员工持股计划	资金总额上限不超过5250万元，涉及的标的股票规模不超过210万股，占公司股本总额的0.92%	董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员8人，中层管理人员和核心技术（业务）骨干人员不超过241人	/	第一、第二个解锁期（2021、2022年度）解锁条件已达成，公司层面解锁比例42.4974%、28.5290%
2022年10月	员工持股计划	资金总额上限不超过5304万元，涉及的标的股票规模不超过240万股，约占总股本的0.90%	监事1人，中层管理人员及核心技术（业务）骨干人员不超过119人	/	第一个解锁期（2022年度）解锁条件已达成，公司层面解锁比例20%

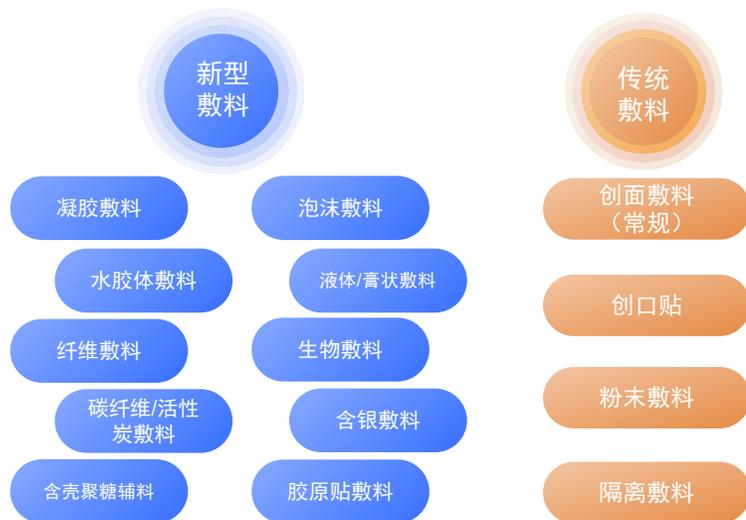
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 振德医疗：国内医用敷料领先企业
- [02] 医用敷料行业：国内高端敷料进口替代空间广
- [03] 公司业务：“医疗+健康”五大板块发力
- [04] 竞争力：“产品+渠道”持续扩展，规模与品牌效应构筑竞争力
- [05] 财务分析、盈利预测、估值及风险提示

2.1 医用敷料定义

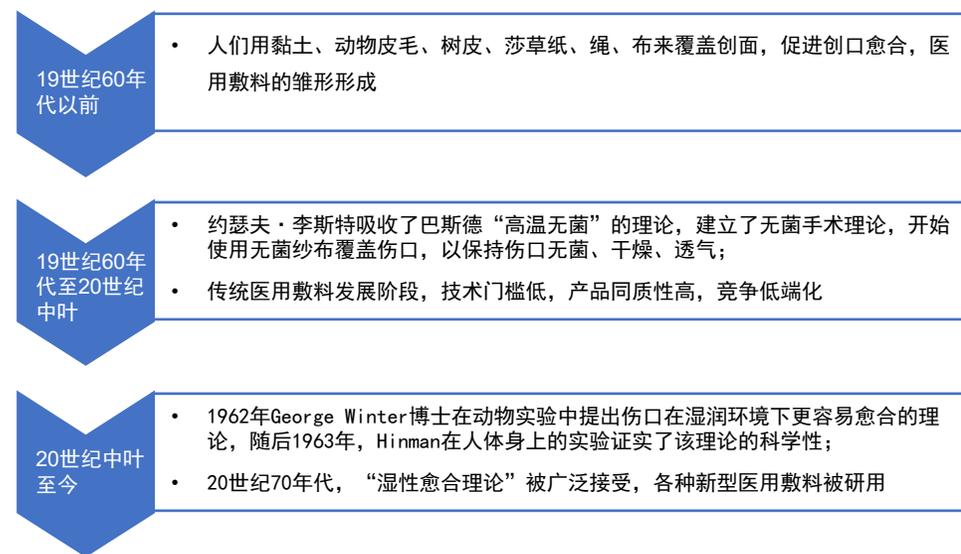
- **医用敷料主要为伤口护理产品。**医用敷料是指作为伤口处的覆盖物，在伤口愈合过程中，可以替代受损的皮肤起到暂时性屏障作用，避免或控制伤口感染，提供有利于创面愈合环境的医疗器械，即伤口护理产品。广义的医用敷料突破伤口护理产品的概念，还包括手术室感染防护和医用防护产品，以及压力和固定类产品(包含绷带和压力袜等)。
- **“湿润伤口愈合理论”驱动了新型伤口敷料发展。**伤口护理产品分为传统伤口护理产品和新型伤口护理产品。过去，医学界认为保持干燥对促进伤口愈合具有重要意义，天然纱布、棉垫和合成纤维等保持伤口干燥的伤口敷料属于传统伤口护理产品。1962年，英国人Winter提出了“湿润伤口愈合理论”，即伤口在湿润的环境下比干燥的环境下愈合要快，这一理论逐渐被广泛接受，各种新型医用敷料被研发使用，包括泡沫敷料、海酸敷料、聚合物纳米纤维敷料、水胶体敷料、湿膜敷料、胶原海绵以及人工真皮修复材料等，多为II类和III类器械。

图：创面敷料分类



资料来源：药智数据，国信证券经济研究所整理

图：医用敷料发展历史

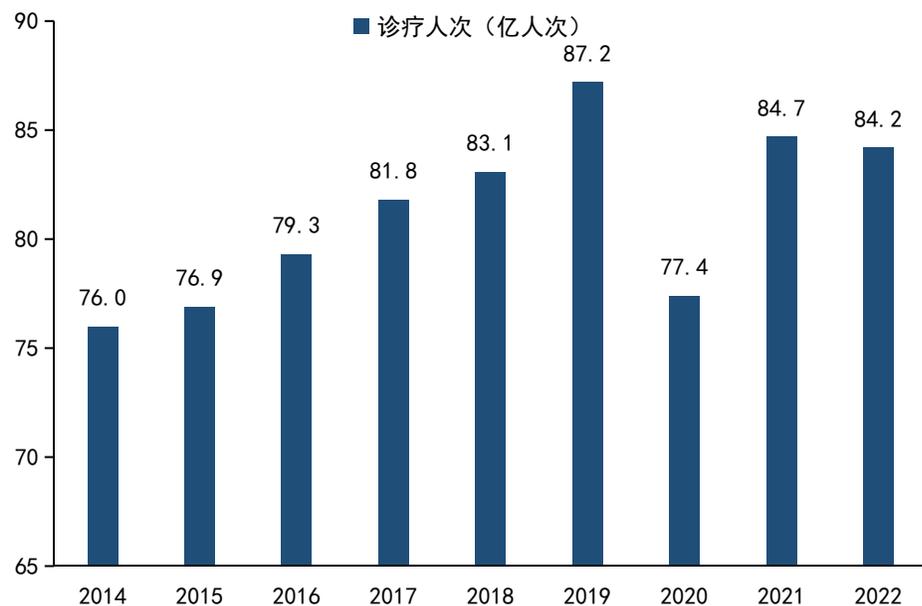


资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

2.2 医用敷料行业驱动因素（1）：诊疗人次和手术量增加

- 作为医疗低值耗材，医用敷料市场有望跟随诊疗人次和手术量增加而扩容。国家卫健委公布的数据显示，2014-2019年，我国卫生机构诊疗量和住院病人手术量稳步增加，2020-2022年三年疫情期间受到一定影响，2022年底国内疫情管控放开后，2023年诊疗人次实现恢复性增长，预计超过2019年同期水平。
- 医用敷料的需求量与诊疗量和手术量高度相关，预计随着2023年下半年以来的行业整顿影响减弱，2024年诊疗量及手术量将保持逐季度回升态势，常规医用敷料行业增长重回正常轨道。

图：全国卫生机构诊疗人次（2014-2022）



资料来源：国家卫健委，国信证券经济研究所整理

图：全国住院病人手术人次数（2014-2021）

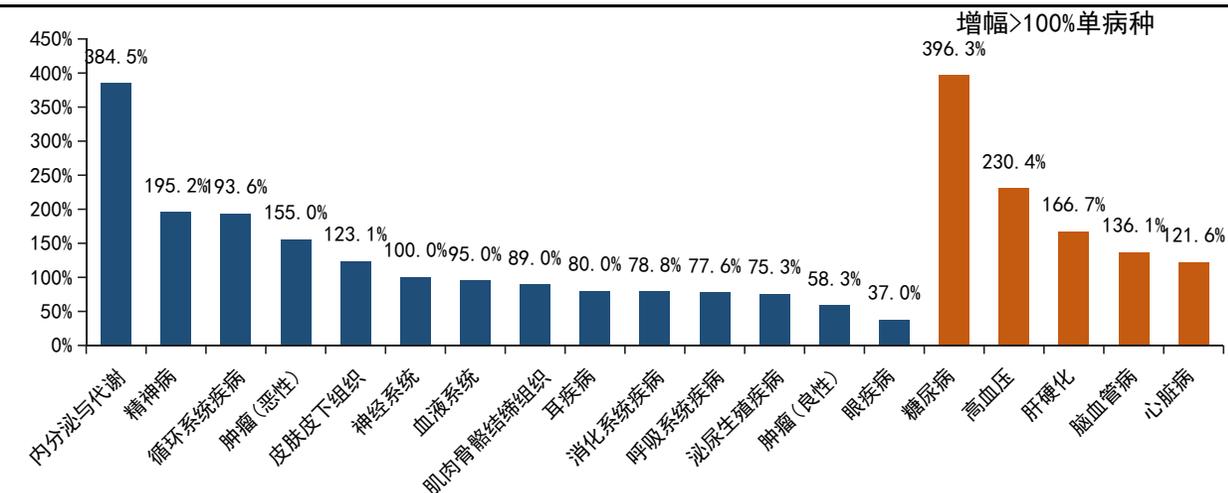


资料来源：国家卫健委，国信证券经济研究所整理

2.2 医用敷料行业驱动因素（2）：人口老龄化+慢病增多

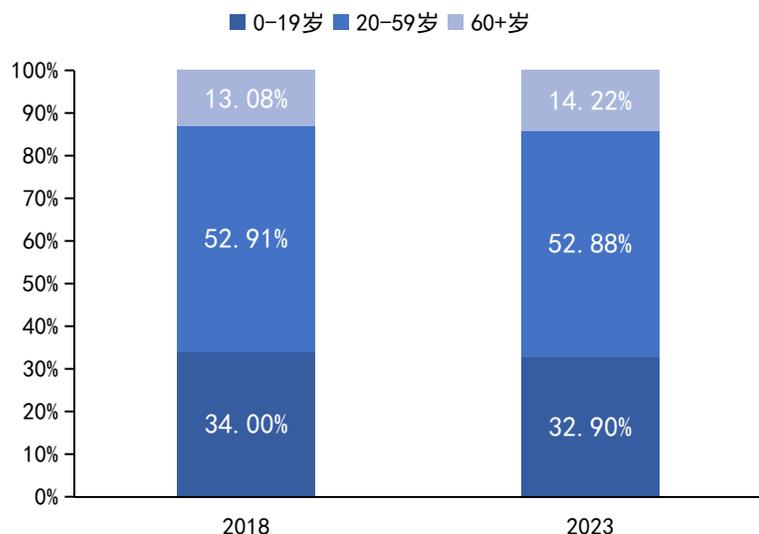
- 人口老龄化+慢病增多，驱动医用敷料需求增长。随着全球人口老龄化问题的日益突出和由此带来的溃疡、褥疮等病症患者的增加，医用敷料市场需求将持续增长。
- 疾病谱向慢性病为主转变以及慢病年轻化的趋势下，慢性伤口管理需求与日俱增。慢性伤口以糖尿病足、压力性损伤、下肢动静脉溃疡等为主要类型，难以愈合且极大地影响患者的生活质量。根据Medtec，全世界约有1-2%的人口受慢性创面的困扰。医用敷料尤其高端医用敷料市场有望随着慢性伤口管理需求的增多而扩容。

图：中国主要慢性病分类患病率10年增幅（2008年 vs 2018年）



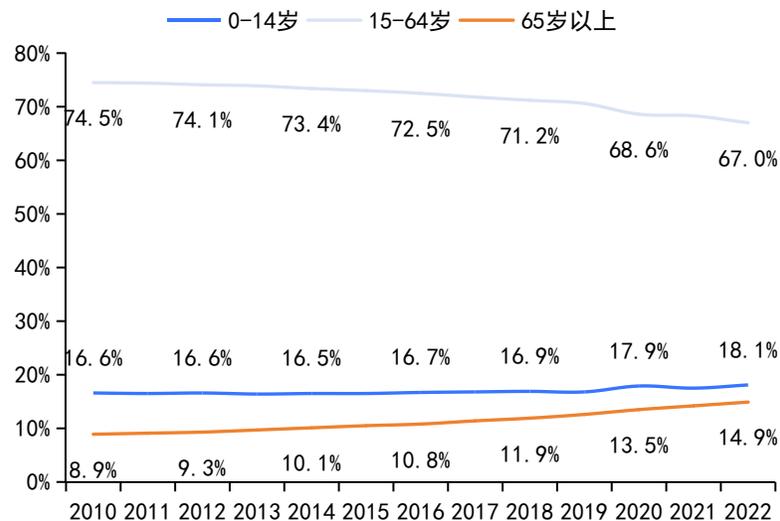
资料来源：中国卫生统计年鉴（2021年版）、内科学/外科学（第九版），国信证券经济研究所整理

图：全球人口结构变化



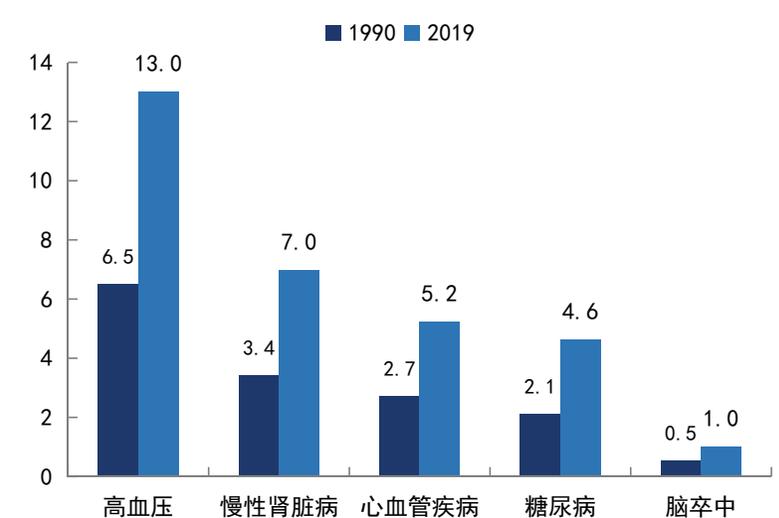
资料来源：PopulationPyramid, 国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国人口年龄结构变化趋势（2010-2022）



资料来源：国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图：全球主要慢性病患病人数变化（亿）



资料来源：柳叶刀、IDF、WHO、JACC, 国信证券经济研究所整理

2.2 医用敷料行业驱动因素（3）：高端产品需求增加

■ 生活水平提高+健康护理意识提升，多功能、新材质、高附加值的高端敷料需求有望扩大。与传统敷料相比，新型敷料具有减轻换药痛苦、缩短愈合时间、减少换药次数、降低医务人员的劳动强度、降低综合治疗成本、换药操作简便易行等优点，且在慢性伤口管理中，选择合适的功能性敷料尤为重要。过去患者对于伤口护理的意识和知识储备均较低，对于伤口的不恰当处理反而导致恶性循环；随着生活水平和健康护理意识的不断提升，以及患者对于产品体验感的要求越来越高，新型高端敷料的需求有望不断增加。

图：中国居民人均可支配收入变化情况



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

表：主要新型敷料（高端敷料）优缺点比较

细类	价格（元/个）	用途	优点	缺点
凝胶敷料	45（康乐保康惠尔水凝胶敷料）	用于吸收创面渗出液或向创面排出水分，用于慢性创面的覆盖/对慢性创面中坏死组织的清除/手术后缝合创面等非慢性创面的覆盖	保持潮湿环境、保持氧气渗透性、吸收渗出物	价格较高；涂抹过多容易造成伤口浸渍；不能涂抹在正常皮肤上；需要二级敷料固定
水胶体敷料	56（康乐保康惠尔水胶体敷料）	通过水溶性高分子颗粒吸收创面渗出液。用于慢性创面的覆盖和护理	保持伤口湿润无渗出、不透氧（在早期有用）、隔绝微生物	对糖尿病足溃疡和高度感染无效、长期不透氧损害愈合
纤维敷料	-	通过亲水性纤维吸收创面渗出液，一般还需二级敷料进行固定。用于非慢性创面的覆盖和护理/慢性溃疡、腔洞创面等慢性创面的覆盖、护理和止血	具有生物亲和性、透氧和吸水性优异、高度稳定	具有刚性因此不适用于凹凸不平的表面、能被细菌和真菌降解
泡沫敷料	67-83（康乐保拜尔坦硅胶泡沫敷料）	通过泡沫吸收层吸收并控制创面渗出液，用于渗出液较多的非慢性/慢性创面的覆盖和护理。	有效的中高水平渗出物排出、可根据身体姿态调整	不适用于三级烧伤、只能维持一周左右
藻酸盐敷料	58（康乐保拜尔坦藻酸盐敷料）	由褐色海藻的提取物构成，具有较强的渗液吸收能力，与渗液接触时会变成凝胶状。可用于：静脉溃疡、窦道伤口、重度渗出伤口	吸收能力强；可用于感染伤口；不粘连伤口；促进自溶性清创	必须使用二层敷料；可能会引起伤口床脱水和干燥；误用于暴露肌腱、关键囊或骨骺时会造成这些组织干燥坏死。若已经完全转变成凝胶状，有些产品在取出时有困难，需要用生理盐水进行冲洗
碳纤维和活性炭敷料	-	用于手术后缝合创面、机械创伤等非慢性创面的快速干燥、覆盖和护理/慢性创面的覆盖和护理	迅速有效地吸附创面的渗出物和炎性分泌物，可强力吸附创面散发的腐臭气体，消除异味	-
含壳聚糖敷料	-	主要通过创面表面形成保护层，起物理屏障作用。用于慢性/非慢性创面的覆盖和护理	可降解、低成本、无毒性、维持细胞结构的平衡	对pH极其敏感、需频繁更换
含银敷料	178（康乐保拜尔坦银离子藻酸盐敷料）	用于创面护理，如感染创面、下肢溃疡、糖尿病足溃疡、压疮、烧烫伤、手术切口等，同时利用银的抗菌机理起到减少创面感染的辅助作用	保护创面，减轻伤口疼痛；释放银离子杀菌，控制感染；溶解坏死组织	使用时间超过2个月需重新评估；不能在良好生长的肉芽伤口上；会有轻微伤口着色现象；可能会造成一定的毒副作用
胶原贴敷料	15（振德胶原蛋白敷贴）	用于提供皮肤过敏、激光、光子术后创面的愈合环境	对伤口有一定的修复作用和防治瘢痕增生的作用	具有免疫原性、不易加工、消毒过程不成熟；不适用于感染创面；抑制瘢痕效果有限

资料来源：药智数据，Emerging Innovative Wound Dressings，丁香园，优创伤口中心，龙腾创伤修复，淘宝官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.3 医用敷料行业壁垒

■ 渠道及客户粘性、技术、质量、规模为医用敷料行业主要壁垒。

- ✓ **渠道和客户粘性壁垒。**国内医用敷料企业的客户主要为欧美大型医用敷料品牌商，客户对于生产商的选择较为慎重，且医护人员在较长时间的使用一种产品后，会习惯于产品的规格、特性和设计，从而产生依赖度，因此生产商与品牌商的合作稳定，粘性较强。
- ✓ **设备与技术壁垒。**基础敷料的门槛较低，但自动化程度高，生产技术和设备先进的企业提升生产效率，获得成本优势。此外，高端敷料的生产制造对于市场进入者营造了较高的技术壁垒，从材料的品质、制造工艺和生产水平到产品的设计和批量高效生产，都对企业提出了较高的技术要求。
- ✓ **管理和质量壁垒。**医用敷料产品属于医疗用品，并直接与人体患处相接触，客户对于医用敷料生产企业的产成品质量有严格要求，且对于其整体的管理水平和质量控制体系极其看重，确保从根本上将产品出现质量问题的概率降到最低。且产品注册上市具有严格的审批、现场检查流程，监管要求也为行业设立了一定的壁垒。
- ✓ **规模与成本壁垒。**规模效应能带来显著的成本领先优势，在各环节形成行业壁垒。在采购环节，大规模的原材料采购有助于企业降低采购成本；在生产环节，规模化的生产使效率得以提升；在销售环节，市场地位领先的企业具备一定的议价能力。

图：医用敷料行业壁垒

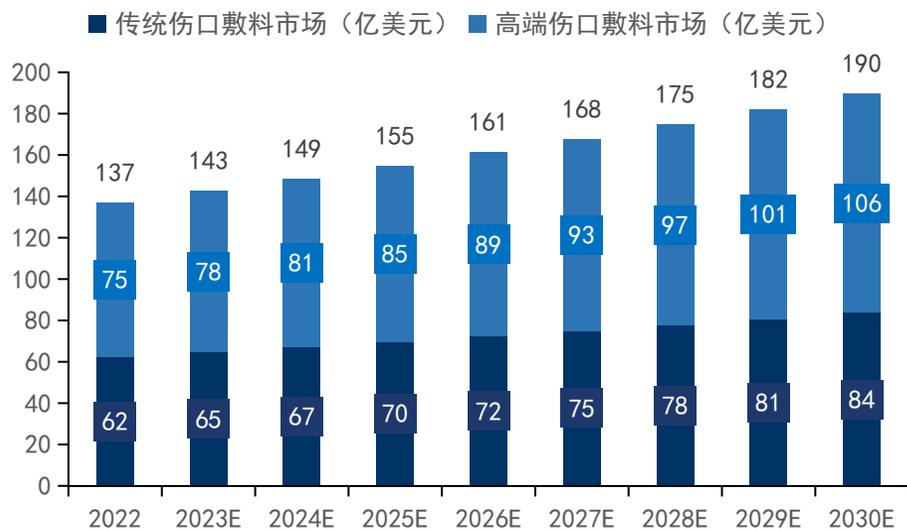


资料来源：振德医疗招股说明书，国信证券经济研究所整理、绘制

2.4 医用敷料全球市场：高端敷料占比过半，外资品牌占据主导

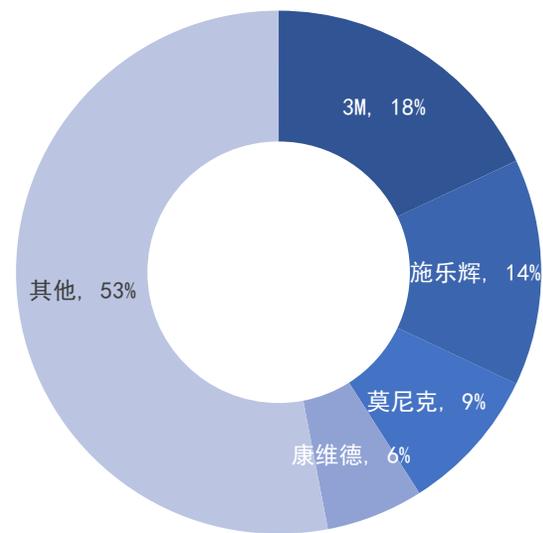
- **全球伤口敷料市场规模稳步提升。**根据Grand View Research，2022年全球伤口敷料市场规模达到137亿美元，其中高端伤口敷料市场规模为75亿美元，占比54%，预计2030年全球伤口敷料市场规模将达到190亿美元，CAGR 为4.1%，其中高端敷料预计达到106亿美元，CAGR 为4.5%。
- **外资品牌占据高端伤口管理市场主要份额。**根据施乐辉官网，目前全球高端伤口管理市场核心厂商主要由外资品牌占据，其中3M、施乐辉、莫尼克、康维德分别占据18%、14%、9%、6%的市场份额，构成第一梯队，其余核心厂商还有优格、爱适瑞、赫曼、康乐保、麦朗等，该类国际品牌商具备较强的研发实力和产业基础，产品以高品质路线为主。

图：全球伤口敷料市场规模



资料来源：Grand View Research，国信证券经济研究所整理

图：全球高端伤口管理市场竞争格局

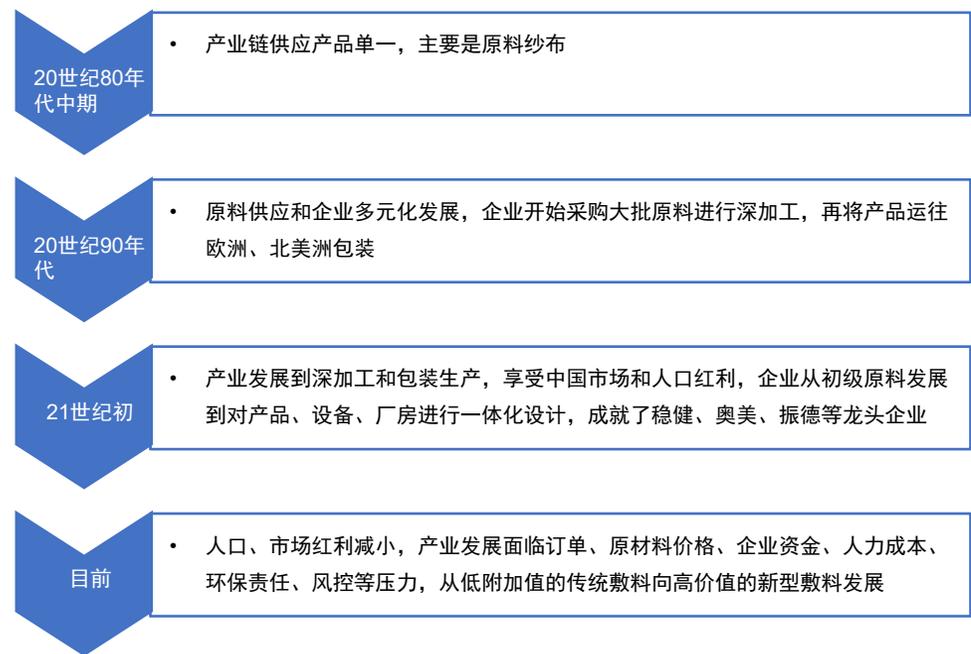


资料来源：施乐辉官网，国信证券经济研究所整理

2.4 医用敷料国内出口市场：“中国制造”出口领先

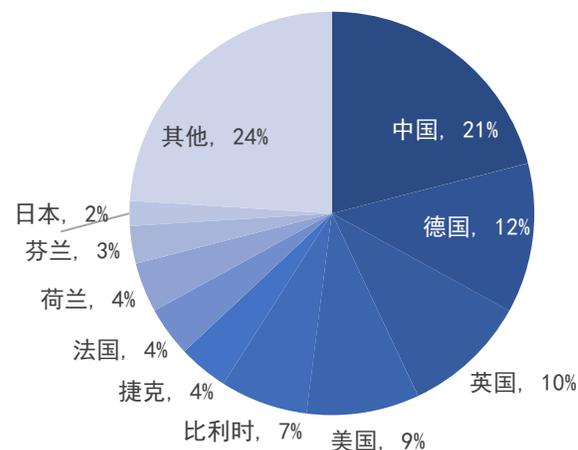
■ 中国为医用敷料OEM出口第一大国，疫情期间出口爆发性增长。20世纪90年代至今，大型跨国医疗器械公司逐渐将医用敷料中劳动力需求较大、技术含量较低的传统伤口护理产品（如纱布、绷带）的生产环节转移至亚洲、南美等地区和国家。凭借人力成本优势和产业链优势，中国承接了此轮产业转移浪潮，造就了一批为国际大型医用敷料品牌商从事贴牌生产（OEM）、以出口为主的医用敷料生产企业，例如振德医疗、奥美医疗、稳健医疗等。近年来，我国医用敷料出口一直稳居全球第一，2014年出口额占比超过全球的20%。疫情期间，中国是口罩的最大供应国，带动医用敷料出口额激增，2023上半年出口额为21.51亿美元（-48.3%），占据全球58.78%，较疫情前占比明显提高。

图：中国医用敷料发展历史



资料来源：中国医疗器械行业协会，国信证券经济研究所整理

图：2014年各国出口医用敷料占比



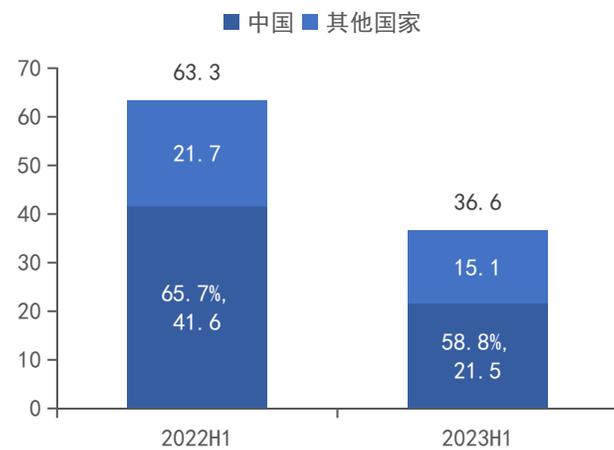
资料来源：产业信息网，药智数据，国信证券经济研究所整理

表：中国医用敷料出口金额（亿美元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
出口金额	26.3	26.2	23.6	24.3	26.1	27.2	670.5	175.0	72.6	21.5
同比	10.4%	-0.5%	-9.9%	2.9%	7.50%	4.1%	2368.7%	-73.9%	-58.5%	-48.3%

资料来源：中国医保商会，头豹研究院，国信证券经济研究所整理

图：中国及全球医用敷料出口额（亿美元）



资料来源：中国医保商会，国信证券经济研究所整理

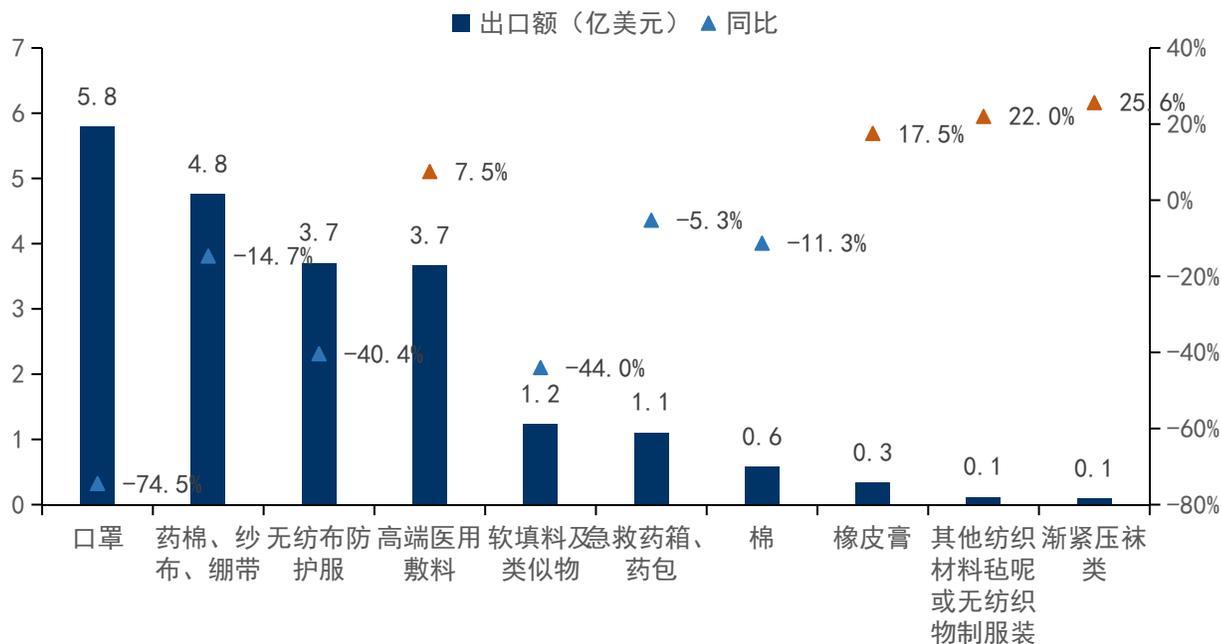
2.4 医用敷料国内出口市场：“中国智造”转型升级

- **中国医用敷料出口额下降幅度趋缓。**2022年9月起，中国医用敷料出口需求随着全球公共卫生事件转段而逐步下降，但环比下降逐步趋缓，出口企业多以满足国内市场需求为主。2023年3月，随着假期结束及需求全面恢复，出口额有所增长，之后随着全球经济通胀，需求疲软，库存高企，4-6月出口额延续之前波动下降趋缓态势。随着后续渠道库存出清及需求复苏，中国医用敷料出口市场有望企稳。
- **目前处于行业新一轮转型时期，高端敷料发展成为趋势。**在国内人口红利减小、地缘政治等因素影响下，传统医用敷料产业链有向东南亚、非洲等市场转移的趋势，为维持中国在全球医用敷料产业链中的地位，一方面，要通过持续智能化升级强化供应链能力和效率，另一方面，不断加强创新研发，向高附加值的高端敷料发展是必经之路。2023上半年，在中国医用敷料出口整体下滑的趋势下，高端医用敷料出口实现3.67亿美元，同比增长7.51%，国产高端敷料出口呈现良好发展势头。

图：中国医用敷料月度出口额（亿美元）



图：2023上半年我国医用敷料主要出口商品统计



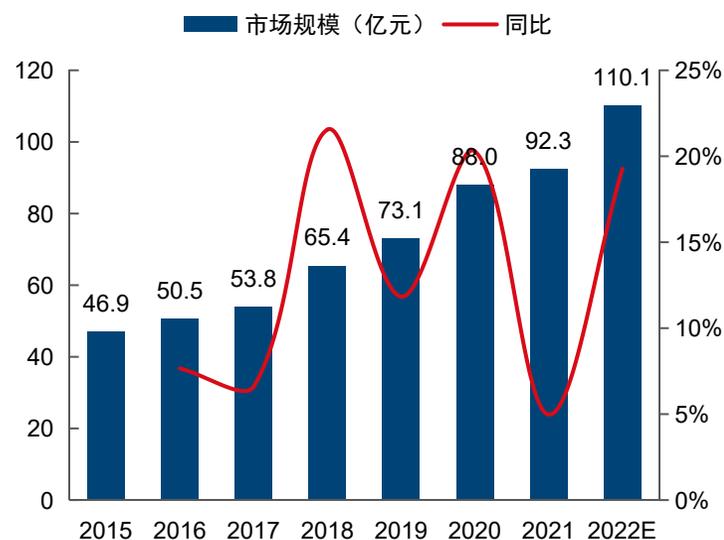
资料来源：中国医保商会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国医保商会，国信证券经济研究所整理

2.4 医用敷料国内市场：竞争格局分散，高端敷料进口替代空间广

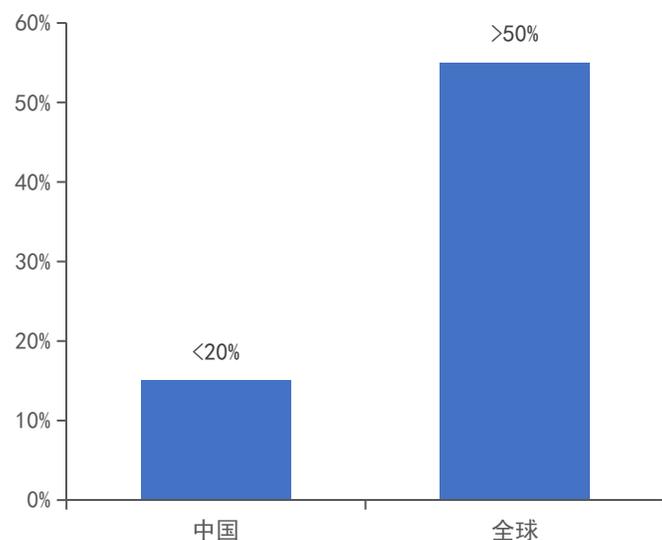
- **国内医用敷料市场竞争格局分散。**根据BMI Research，2015-2021年，我国医用敷料市场规模由46.87亿元增长至92.33亿元，预计2022年达到110.12亿元。国内医用敷料行业参与者众多，产品同质化严重，市场集中度低，规模最大的三家企业奥美医疗、振德医疗、稳健医疗合计市场份额不足10%。
- **国内高端敷料渗透率低，且外资占据主导。**国内高端敷料渗透率不足20%，与全球平均水平（>50%）有较大差距，国产企业传统伤口敷料质量虽已达到世界领先水平，但在产品创新研发、技术和装备水平、品牌影响力等方面仍与外资存在一定差距，高端敷料领域几乎由外资品牌垄断。近年来，振德医疗、稳健医疗等企业已开始向高端敷料领域发力，进口替代可期。

图：中国医用敷料市场规模（亿元）



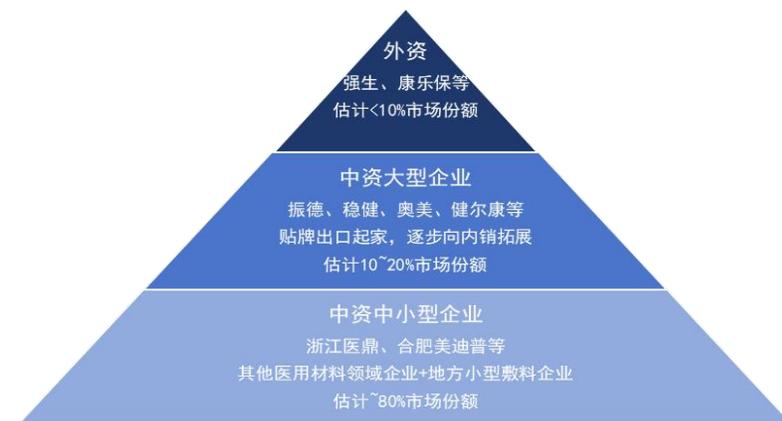
资料来源：健尔康招股书（上会稿），国信证券经济研究所整理

图：高端敷料市场渗透率



资料来源：Grey Views，头豹研究院，国信证券经济研究所整理

图：中国医用敷料市场竞争格局



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理、估算

2.5 国内医用敷料三巨头对比：发展战略及产品结构有较大差异

- 振德医疗聚焦“医疗+健康”场景，稳健医疗消费端业务以棉制品为特色，奥美医疗业务仍以传统医用敷料为主。
- ✓ 振德医疗：“医疗+健康”双轮驱动，产品线持续扩充，已涵盖包扎与固定、创面护理、手术感控、基础护理、防护隔离、压力治疗与VTE预防、造口失禁护理、高端伤口护理、个人护理、康复护理、静疗护理等不同使用场景。
- ✓ 稳健医疗：2009年创立“全棉时代”品牌，获得巨大成功，目前通过“winner稳健医疗”和“Purcotton全棉时代”两大品牌实现医疗板块及消费板块协同发展。
- ✓ 奥美医疗：注重医用敷料产业链深度整合，已形成从初级原料到深加工、包装、灭菌、检测等贯穿所有生产环节的完整产业链，是全球范围内唯一一家在医用敷料、感染防护产品、医用非织造产品实现一体化、规模化、智能化生产的全产业链制造企业。

图：稳健医疗、振德医疗、奥美医疗主营业务对比

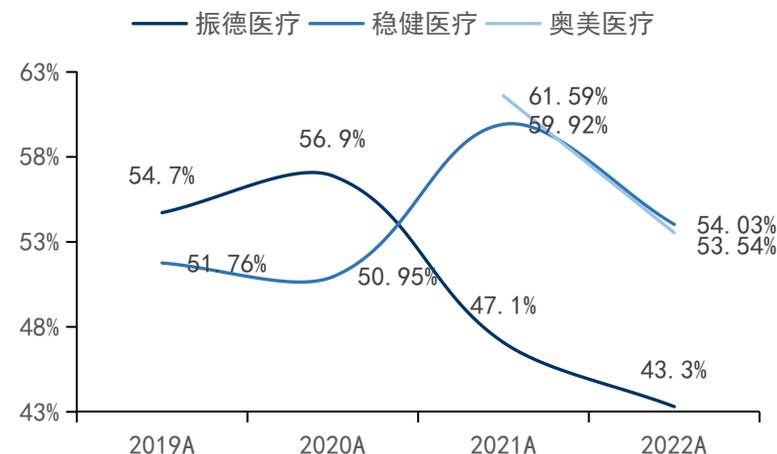


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理、绘制

2.5 国内医用敷料三巨头对比：振德与稳健高端敷料发展快

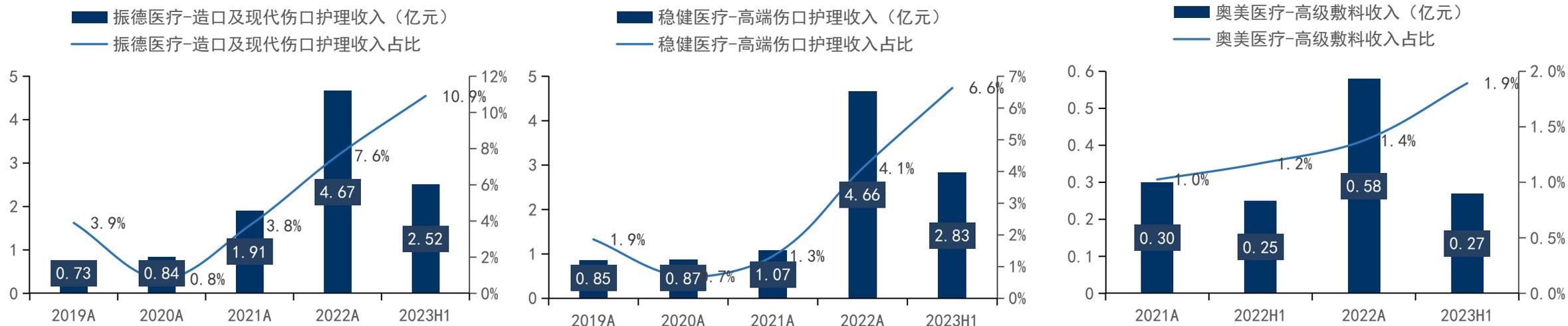
- 振德与稳健有望抢占高端敷料进口厂家份额，奥美高端敷料收入占比仍较小。2021年振德医疗收购上海亚澳，2022年稳健医疗收购隆泰医疗，上海亚澳与隆泰医疗均以高端敷料出口OEM业务为主。
- 振德与稳健高端敷料产品收入体量和占比快速提升。振德医疗已实现和上海亚澳的顺利整合，2023上半年造口及现代伤口护理业务收入增长39%；稳健医疗2023上半年高端伤口护理收入增长77%，其中部分有隆泰并表的贡献。相较之下，奥美医疗高级敷料体量和收入占比仍较小。毛利率方面，振德医疗造口及现代伤口护理业务毛利率低于稳健医疗高端伤口护理业务，预计与产品结构、海内外业务占比有关。

图：高端敷料业务毛利率对比



图：振德医疗、稳健医疗、奥美医疗高端敷料业务收入及占比

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

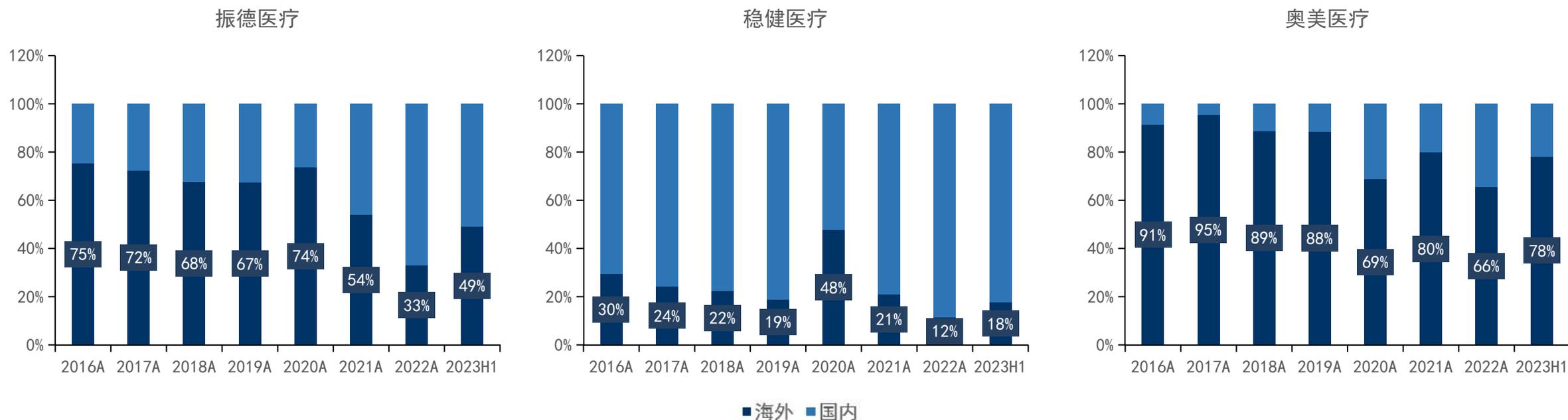


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.5 国内医用敷料三巨头对比：振德医疗国内外业务发展较均衡

- 稳健医疗国内市场开拓较早，奥美医疗海外收入占比仍较高，振德医疗国内外业务发展较均衡。
- ✓ 稳健医疗在国内市场的开拓比较早，2003年“非典”时期通过向政府供应医用防护用品推动自主品牌建立，为国内业务发展打下坚实基础，“全棉时代”品牌的推出进一步拓展对消费端业务的渗透，2019年国内收入占比已达81%；
- ✓ 奥美医疗2019年及之前海外收入占比接近90%，疫情期间受防疫物资影响有所下降，2023上半年海外收入占比78%，仍贡献主要份额；
- ✓ 振德医疗积极拓展国内医疗端、零售药店和电商渠道，2023上半年国内收入占比过半，较疫情前有明显提升。随着公司在国内高端敷料的进口替代推进、消费端业务拓展，国内业务收入占比有望持续提升。

图：振德医疗、稳健医疗、奥美医疗海外业务收入占比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

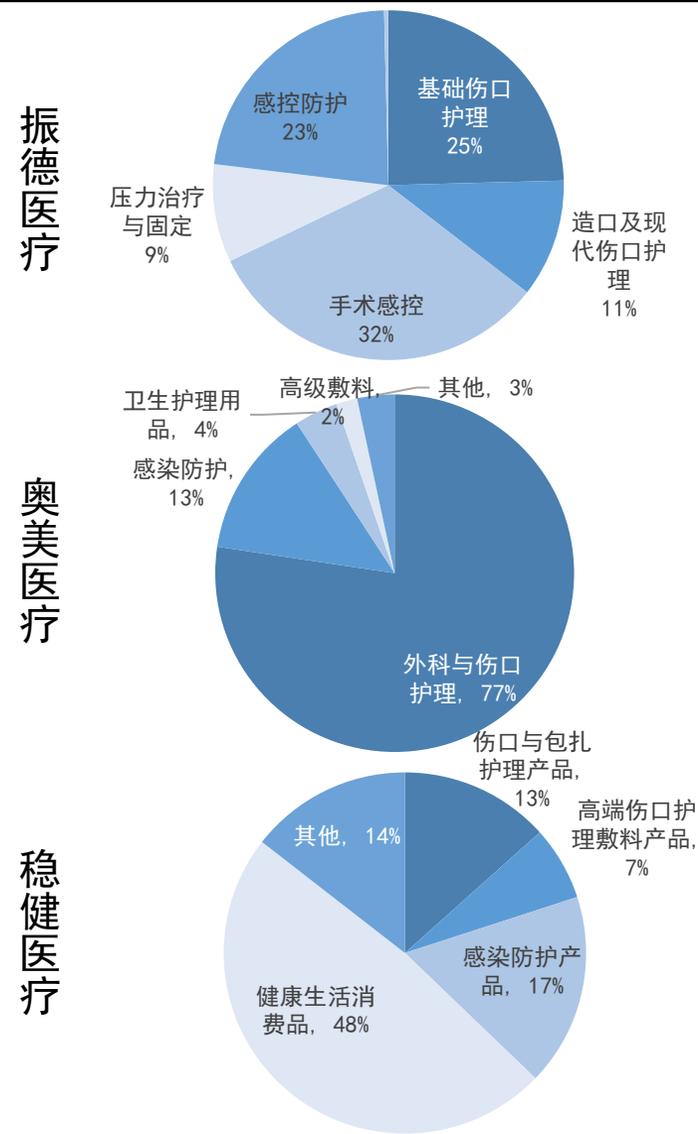
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.5 国内医用敷料三巨头对比：积极拓展消费品业务

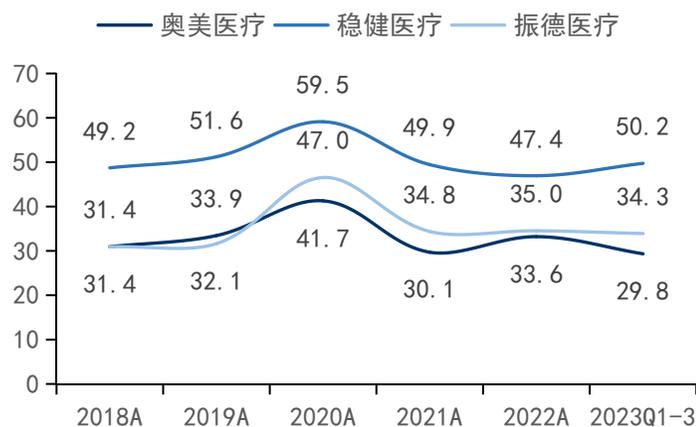
■ 稳健医疗引领跨品类快消业务，振德医疗与奥美医疗积极布局。

- ✓ **稳健医疗**：2009年推出“全棉时代”品牌，往消费品业务拓展，经过多年培育，“全棉时代”在高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理等领域已有较高品牌知名度，2023上半年健康生活消费品收入占比达到48%；
- ✓ **振德医疗与奥美医疗**：积极布局健康消费品业务，持续聚焦家庭护理场景，2023上半年振德医疗国内零售端业务收入2.19亿元（剔除防疫用品），占剔除防疫用品后国内收入的25%，奥美医疗卫生护理用品收入0.56亿元（+33.3%），占比4%。
- ✓ 从盈利能力看，消费品收入占比大的稳健医疗毛利率水平最高，奥美医疗高端敷料业务占比低，海外业务占比高，因此毛利率水平偏低；净利率水平三家公司差异不大，其中振德医疗较疫情前有明显提升。

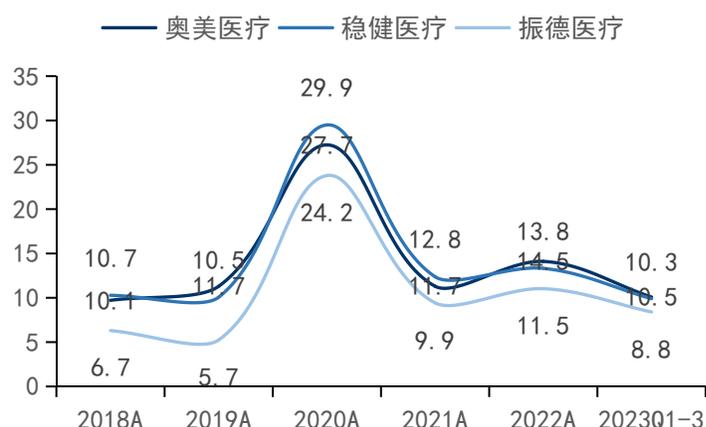
图：2023上半年收入结构



图：毛利率对比（%）



图：扣非归母净利率对比（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2.5 国内医用敷料企业一页通

表：医用敷料公司横向比较

项目	振德医疗	稳健医疗	奥美医疗	健尔康	
收入业绩 (2023H1)	2023H1收入（百万元）	2,306	4,267	1,427	476
	yoy	-16.7%	-17.3%	-33.2%	-7.7%
	2023H1归母净利润（百万元）	237	682	157	53
	yoy	-12.6%	-23.7%	-45.9%	-18.4%
费用率和盈利能力 (2023H1)	毛利率	34.7%	51.5%	31.0%	22.5%
	净利率	10.5%	16.6%	10.9%	11.2%
	销售费用率	9.4%	22.5%	2.2%	2.6%
	管理费用率	14.6%	11.3%	14.4%	6.7%
	研发费用率	3.6%	4.6%	2.7%	3.6%
人效（2022年）	员工数量（人）	8485	14942	5257	1264
	人均创收（万元）	72.3	76.0	80.1	86.5
	人均薪酬（万元）	12.9	12.8	11.8	0.0
	人均创利（万元）	8.0	11.0	7.7	12.4
	销售人员数量（人）	732	3,733	150	
	销售人员占比	8.6%	25.0%	2.9%	
	研发人员数量（人）	656	1,588	473	
	研发人员数量占比	7.7%	10.6%	9.0%	
研发（2023H1）	发明专利数量	70	126	31	18
	二类医疗器械注册证数量	110	307		49
	三类医疗器械注册证数量	9	25		1
终端覆盖（23H1）	医院覆盖数量	8000+	6000（截至2023年末）		10000+医疗机构
	药店覆盖数量（万家）	12+	19（截至2023年末）	8（22A）	5
业务结构（23H1）	海外收入（百万元）	1135	750	1115	392
	海外收入占比	49%	18%	78%	82%
	高端敷料收入（百万元）	252	283	27	
	高端敷料收入占比	11%	7%	2%	
	高端敷料毛利率（22A）	43%	54%	54%	
	国内消费端业务收入（百万元）	566	2063	56	
	国内消费端业务收入占比	25%	48%	4%	

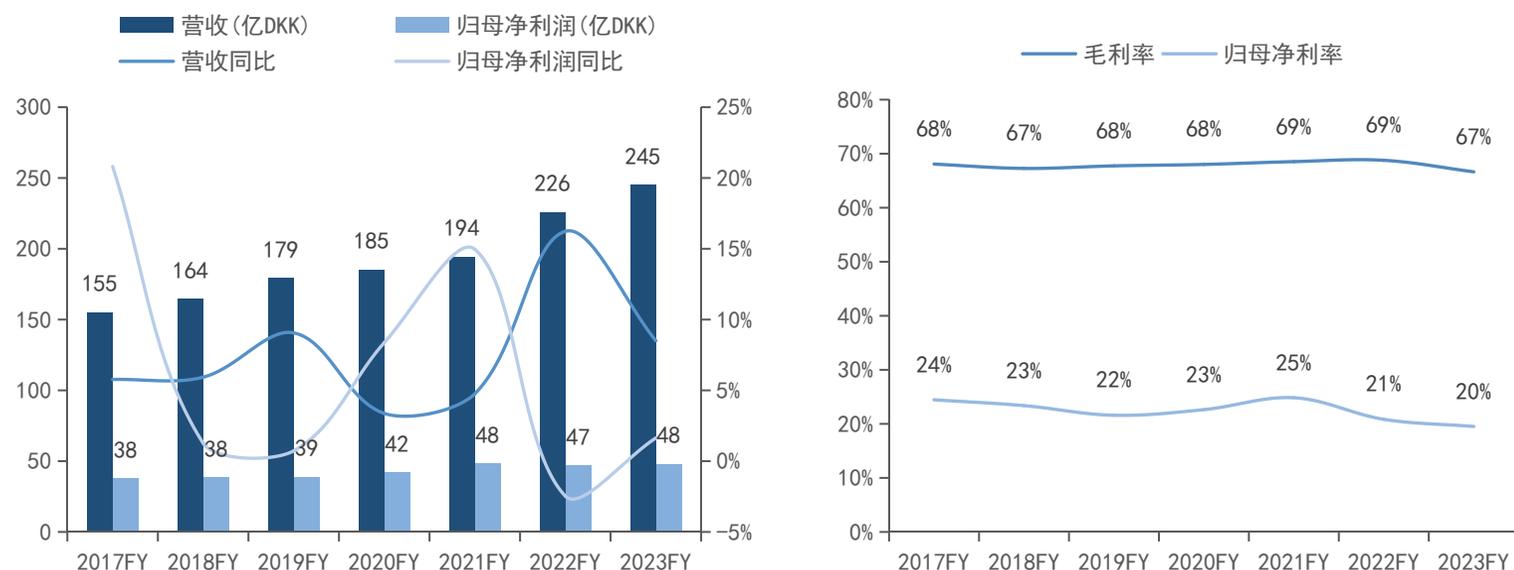
资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.6 他山之石（1）—康乐保：“小”产品精益求精成就“大”价值

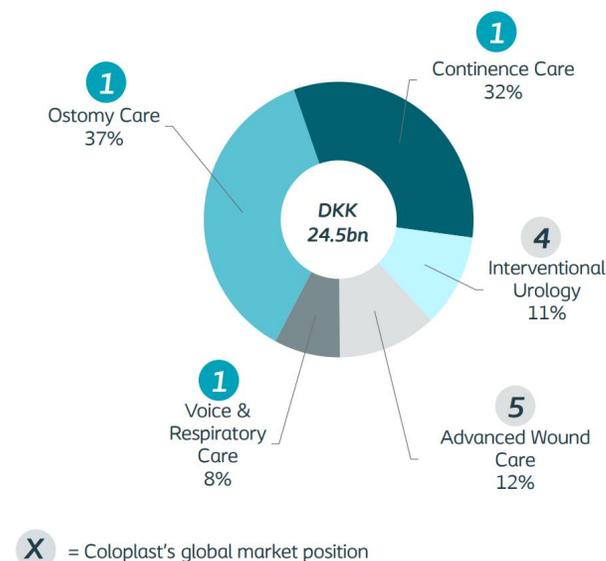
- **康乐保：全球造口伤口领域龙头。**康乐保由 Aage Louis Hansen于1957年在丹麦创立，生产了世界首个粘连型造口袋，1983年康乐保在哥本哈根证券交易所上市，目前业务已涉及造口护理、失禁护理、伤口和皮肤护理、介入泌尿外科、喉切和气切护理等领域。
- 公司收入持续多年稳定增长，造口护理业务占据收入主要份额，2023上半年收入占比37%。康乐保是全球造口护理市场龙头，占据35-40%市场份额。此外，公司在失禁护理、喉切和气切护理等市场均占据全球第一的位置。

图：康乐保营收、归母净利润、毛利率、归母净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：康乐保2023财年收入结构

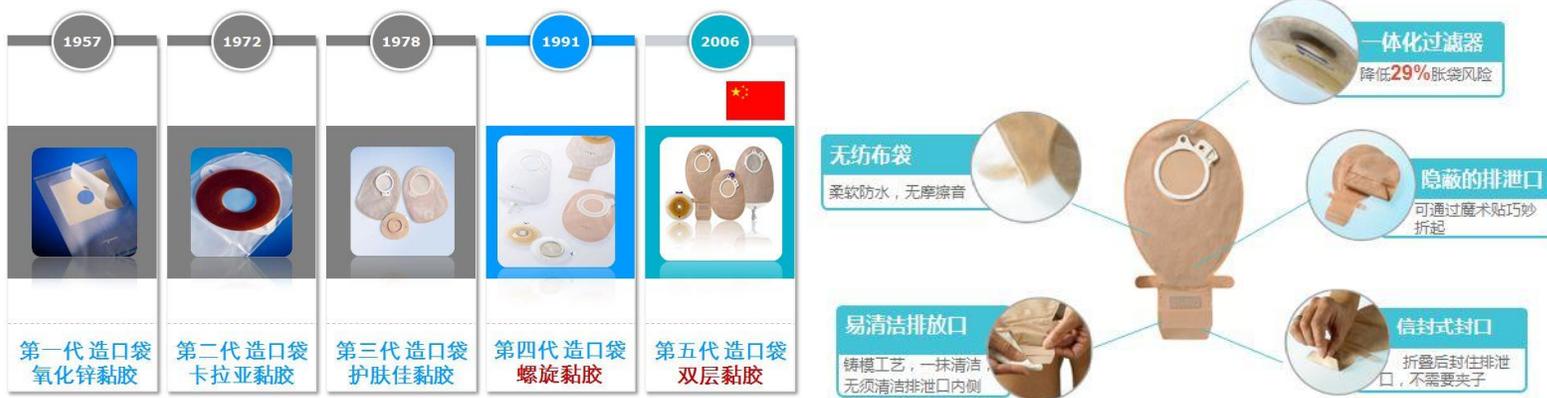


资料来源：康乐保官网，国信证券经济研究所整理

2.6 他山之石（1）—康乐保：“小”产品精益求精成就“大”价值

- 康乐保深耕造口袋领域近70年，“小”产品上的精益求精助力其业务长足发展。康乐保坚持技术创新，并结合用户的反馈和体验，将技术融合到实际的产品中，在黏胶技术和造口袋设计这两大重点上不断突破，使产品获得了较好的口碑。此外，康乐保注重护士和患者的教育，业务遍布世界各地，并在当地配备关爱顾问等，加强和终端客户的联系，并组织“造口人”关爱活动，培养了较强的客户粘性。
- 振德医疗造口业务处于起步阶段，技术突破与患者教育齐头并进，有望跻身国内造口领域前列。国内造口市场长期为外资垄断，振德医疗是较早涉足造口行业的国产厂家，2018年起产品陆续获批上市，并对黏胶等核心技术加紧突破，同时持续推出造口护肤粉等造口附件产品以形成完整的造口护理方案。此外，振德医疗还积极联合临床造口专家举办学术会议、建立患者关爱中心，培养护士和患者的使用习惯，提升在造口领域的品牌影响力。长期来看，振德医疗有望跻身国内造口领域前列，对进口品牌形成有力竞争。

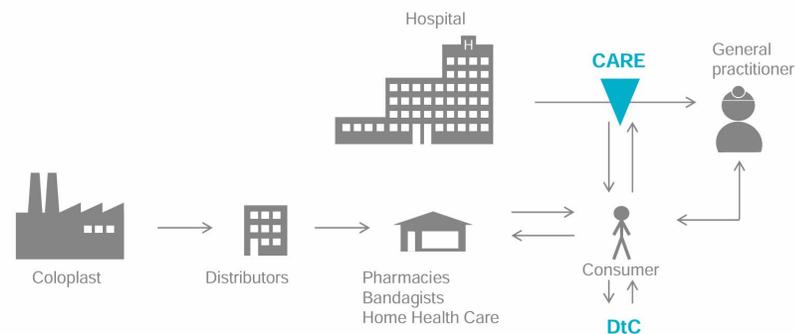
图：康乐保造口袋技术迭代情况



资料来源：玫瑰康复中心，国信证券经济研究所整理

图：康乐保持续投资消费者关爱活动

We continue to invest in **Consumer Care** activities to increase our interactions with the users of our products



资料来源：康乐保官网，国信证券经济研究所整理

2.6 他山之石（1）：康乐保和振德医疗股价复盘

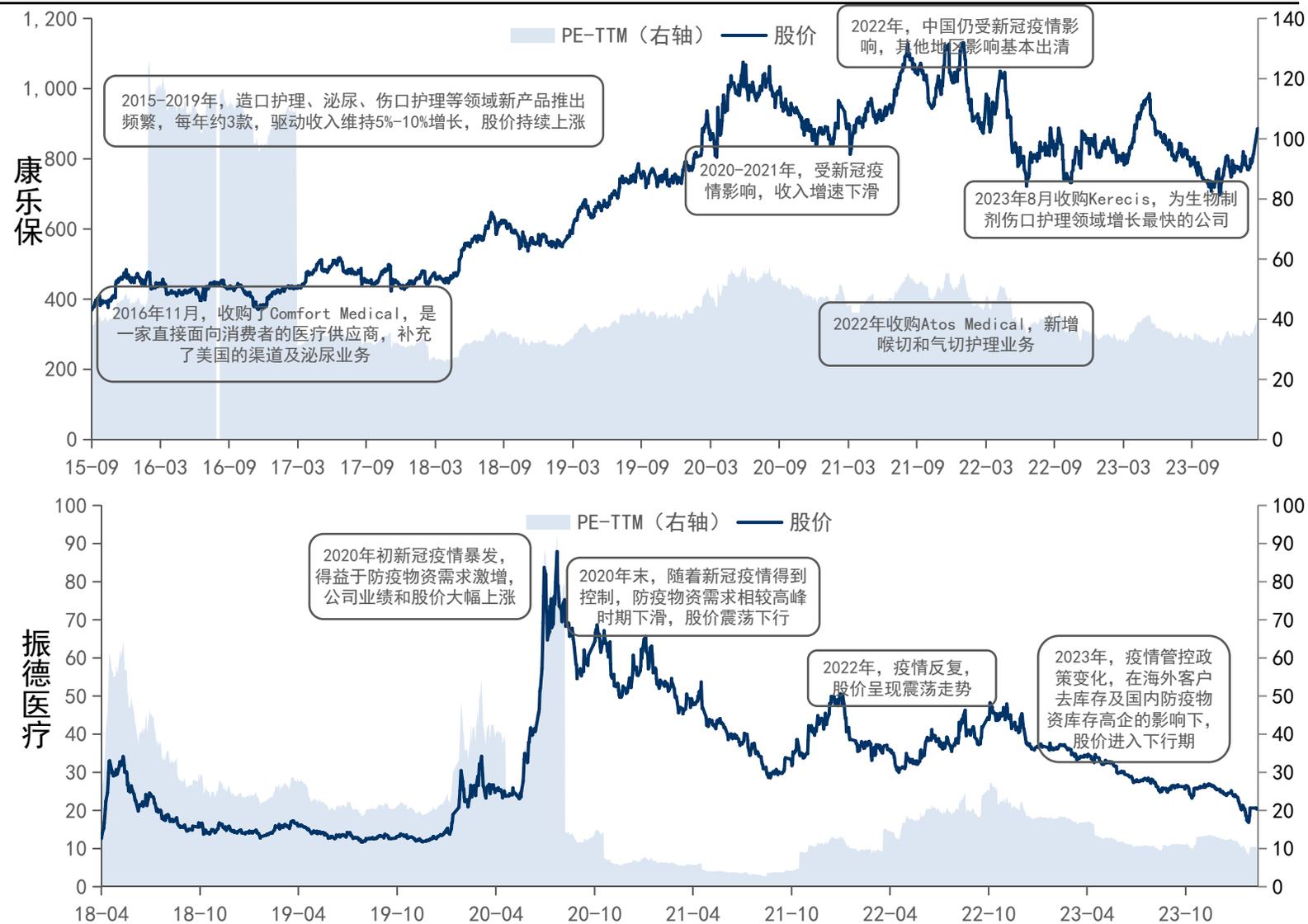
■ 新产品推出、业绩稳定增长驱动康乐保股价上涨。

- ✓ 2015年-2019年，公司保持每年约3款左右的新产品推出，驱动收入维持5%以上的增长，股价持续上涨。
- ✓ 2020年后受疫情影响，收入增速下滑，股价呈现波动。
- ✓ 2023年8月完成收购Kerecis，其鱼皮系列的“人工皮肤”是高附加值产品，有望大幅提高康乐保盈利水平，且康乐保预计Kerecis未来将保持高速增长。股价开启新一轮上涨。

■ 振德医疗近年来股价走势与新冠疫情相关。

- ✓ 2020年初新冠疫情暴发，得益于防疫物资需求激增，公司业绩和股价大幅上涨。2020年末，随着新冠疫情得到控制，股价震荡下行。2022年疫情反复，股价止跌震荡。
- ✓ 2023年，疫情管控政策变化，在海外客户去库存及国内防疫物资库存高企的影响下，股价进入下行期。随着这两个不利因素的逐步消除，预计公司业绩有望于2024年迎来拐点。

图：康乐保和振德医疗股价复盘



资料来源：各公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2.6 他山之石（2）—麦朗：通过外延并购成长为产品线全面的低耗龙头

- **麦朗医疗：从围裙生产商到全球低值耗材龙头。**麦朗是全球最大的私人医疗用品制造和分销商，1996年正式成立于美国，历史可以追溯到1910年为芝加哥牲畜围场生产围裙，1912年将业务拓展到外科手术服和护士服，正式进入医疗领域，多年来持续推出新产品，解决临床痛点，目前制造和分销的产品超过30万种，涵盖伤口护理、麻醉、手套、手术衣、泌尿外科和造口、失禁管理、皮肤管理、耐用医疗设备等产品。

图：麦朗医疗主要产品



资料来源：麦朗医疗官网，国信证券经济研究所整理

2.6 他山之石（2）—麦朗：通过外延并购成长为产品线全面的低耗龙头

■ “产品+渠道”推动麦朗持续发展。麦朗持续通过自研和并购，丰富产品线，并建立了广阔的分销体系。在产品方面，推出多个“行业第一”，如第一款彩色外科医生服、带有芦荟涂层的检查手套、单层导尿管托盘等，并通过收购扩充手术托盘和外科手套、急性和慢病护理、耐用医疗设备、护肤产品等产品线。渠道方面，通过收购DiaMedUSA、DufortetLavigne、Médi-Sélect等分销商，建立覆盖全球的分销网络。公司已连续多年实现收入正增长，2022财年收入212亿元，在全球医疗器械企业中排名第四。

■ 振德医疗遵循“产品+渠道”思路，有望打造为中国的“麦朗”。振德医疗通过并购不断丰富产品线，例如从事高端敷料的上海亚澳、废液收集装置的安徽蓝欣等，并凭借在国内医疗端的渠道优势赋能产品放量。在海外，振德医疗收购英国子公司发展自主品牌，并不断完善海外渠道。

图：麦朗医疗发展历程

图：麦朗医疗营收及同比



产品 创新	<p>以满足临床需求的产品需求的产品创新</p> <ul style="list-style-type: none"> 1940年，推出行业第一款彩色外科医生服 1999年，推出行业第一款带有芦荟涂层的检查手套 2009年，推出行业第一款单层导尿管托盘。推出Generation Pink检查手套，以提高乳腺癌的认知度 2011年，抗菌口罩成为第一款FDA批准上市的抗菌口罩 2018年，推出无乳胶Isolux手术手套，降低过敏反应风险 2019年，推出Kitchen Blends系列，增加营养补充剂和管饲设备产品线
并购 产品线	<p>通过并购丰富产品线</p> <ul style="list-style-type: none"> 2003年，收购Maxxim Medical，获取手术托盘和外科手套产品线 2007年，收购美国急救品牌Guard，进入急性和慢病护理领域 2008年，收购Guardian，获取耐用医疗设备产品线 2014年，收购Amendia，获得关键脊柱手术技术 2017年，收购Centurion Medical Products，完善在血管通路市场产品线 2018年，收购加拿大公司NeuroGym Technologies，完善急性期后医疗保健产品线 2019年，收购AngioDynamics的流体管理系统 2020年，收购了英国公司ConvaTec旗下的两个护肤产品线 2021年，收购Teleflex Hudson RCI品牌呼吸产品，补充呼吸产品组合 2022年，收购德国供应商ASID BONZ，进入泌尿科和麻醉领域 2023年，收购PrefConnect，获得数字优先卡审查系统的专有技术
分销 体系	<p>通过并购拓展全球分销体系</p> <ul style="list-style-type: none"> 2010年，收购医生办公室供应商DiaMed USA。 2011年，收购CareFusion国际外科产品分销业务 2014年，收购Professional Hospital Supply，补充快速增长的分销业务 2016-2023年，收购加拿大魁北克医疗用品分销商DufortetLavigne、Médi-Sélect，在魁北克医疗用品分销市场位列第一。收购加拿大医疗用品分销商Medical Mart、Stat Healthcare Corporation，在加拿大急性、长期和初级保健医疗用品市场份额不断上升

资料来源：麦朗医疗官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：麦朗医疗官网，Medical Design & Outsourcing，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [01] 振德医疗：国内医用敷料领先企业
- [02] 医用敷料行业：国内高端敷料进口替代空间广
- [03] 公司业务：“医疗+健康”五大板块发力
- [04] 竞争力：“产品+渠道”持续扩展，规模与品牌效应构筑竞争力
- [05] 财务分析、盈利预测、估值及风险提示

3.1 基础伤口护理：稳健增长，供应链持续优化

- **基础伤口护理：传统基石业务，持续加强供应链能力。**公司基础伤口护理产品线主要涵盖纱布类、无纺布类、棉类等干性医用敷料，是公司传统的基石业务，历年增长稳健，毛利率较低，以OEM外销为主，客户为Lohmann&Rauscher、Cardinal、Medline、Hartmann等国际医疗器械巨头。一方面，由于人力成本增加、上游棉花等原材料及大宗商品的价格波动容易对成本端造成影响，另一方面，由于技术壁垒较低、竞争厂家多，价格端也面临压力。公司通过供应链优化，不断提高成本、质量和交期控制能力，提升客户满意度，例如2015年新设子公司阿拉山口振德，引进生产效率更高的气流纺生产线，增加了供应链稳定性。

图：基础伤口护理业务收入情况



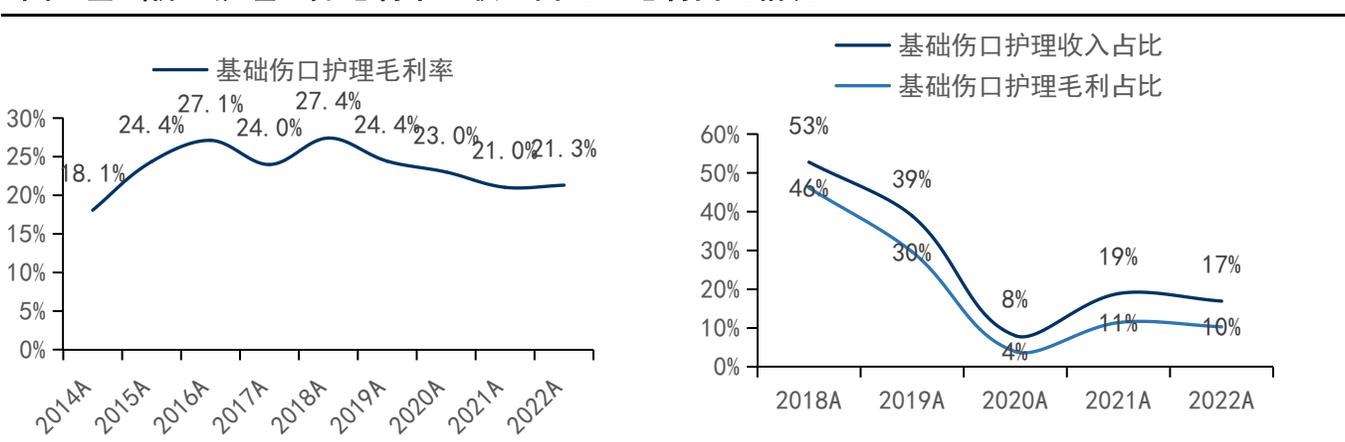
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2018年及之前口径中含有感控防护

表：振德医疗基础伤口护理产品线

产品品类	主要用途	具体产品	图片展示
纱布类	外科包扎、吸附伤口组织渗出液	纱布片、腹部垫、纱布卷、纱布球等	
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（看护垫）、尿片等	
棉类	外部伤口清洗、止血等	棉片、棉球、棉垫、棉签等	
医用护理包类	用于临床换药、急救等	换药包、急救包等	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：基础伤口护理业务毛利率、收入占比、毛利占比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2018年及之前口径中含有感控防护

3.2 造口及现代伤口护理：造口市场有望扩容，公司产品线齐全

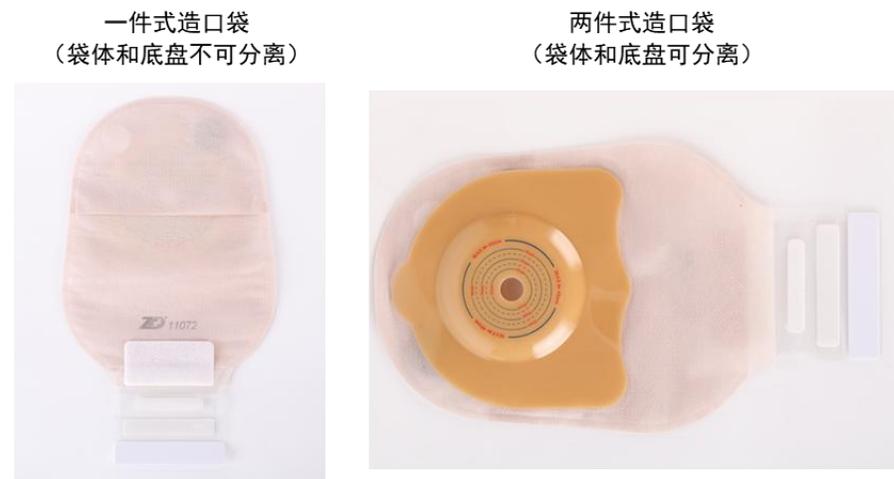
- “造口”是排泄口的改变，造口术后要使用造口袋等造口护理产品提高患者生活质量。“造口”是因患直肠癌、膀胱癌等消化或泌尿系统疾病，需要通过手术切除病变部位，并对肠管进行分离，将肠管的一端引出到体表(肛门或尿道移至腹壁)形成的一个开口，便于排泄物输出，以促进肠道、泌尿道疾病的痊愈，可分为永久性和临时性造口。经历造口术后的患者排泄口改变，为保证生活质量，需要在造口处粘贴造口袋收集排泄物，以及使用皮造口护肤粉等附件产品对造口周围皮肤进行护理。
- 全球老龄化趋势下，罹患大肠癌、膀胱癌人数不断上升，造口护理市场规模也随之扩大。根据华经产业研究院统计，2022年全球造口护理市场规模为38亿美元，预计2033年达到65亿美元，CAGR为4.9%。我国每年约有10万人接受造口术，累计造口人已经超过100万，而且越来越年轻化，根据我们测算，患者每月在造口袋的花费约为200元（一件式造口袋10~35元/个，两件式造口袋50~100元/个，约3天更换一次），由此推算2022年中国造口袋市场规模约为24亿元，预计2030年可达43亿元。

表：中国造口袋市场规模（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国造口人群数量（万人）	100	110	120	130	140	150	160	170	180
每月每人造口袋花费（元/月/人）	200	200	200	200	200	200	200	200	200
中国造口袋市场规模（亿元）	24.0	26.4	28.8	31.2	33.6	36.0	38.4	40.8	43.2
2022-2030 CAGR									7.6%

资料来源：广东省人民医院，国信证券经济研究所整理、测算 注：一件式造口袋10~35元/个，两件式造口袋50~100元/个，约3天更换一次，考虑中国患者经济水平，估计每月造口袋花费月200元；造口人群每年增长约10万人

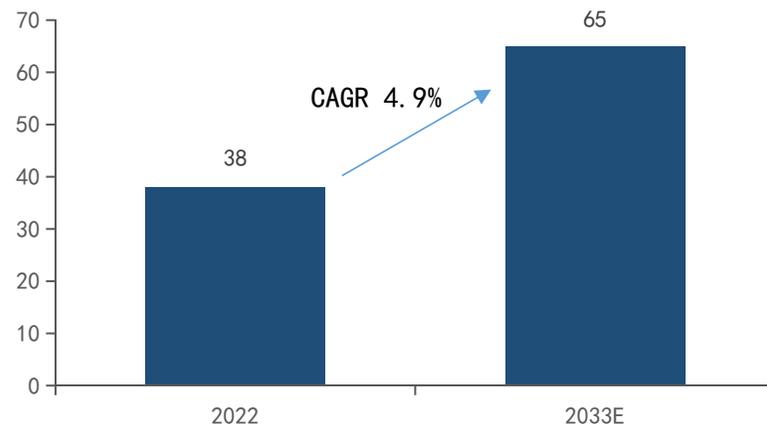
图：造口袋产品



造口袋主要由袋体、底盘和过滤片组成

资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理

图：全球造口护理市场规模（亿美元）

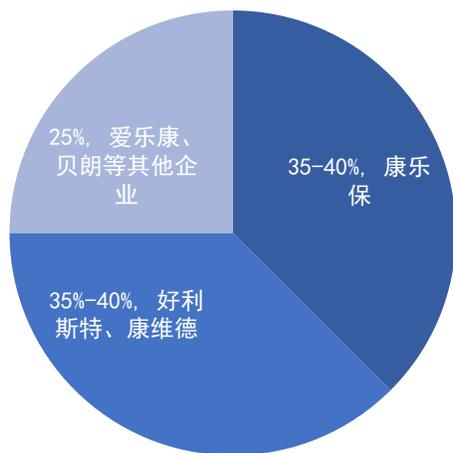


资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

3.2 造口及现代伤口护理：造口市场有望扩容，公司产品线齐全

- **造口市场仍由外资主导。**根据康维德招股书，约60%的造口患者会出现造口周围皮肤并发症(通常是由于身体废物在造口和皮肤屏障之间泄漏)。造口患者往往会在出院12月内更换产品和品牌，选择对自己并发症最少的产品，并形成长期的忠诚度。目前全球造口市场格局稳定，康乐保、好利斯特、康维德是全球三大造口术厂商，占据约75%份额，其中康乐保份额约35%~40%。中国市场主要企业包括康乐保、好利斯特、康维德、爱乐康和贝朗等，2019年前十大企业份额占比超过96%，其中康乐保在中国市场处于垄断地位，2017年造口袋产品由II类证降为I类证，国产品牌开始出现，但国内厂商份额还较低，包括振德医疗、隆泰医疗等。
- **外资品牌在粘胶等关键技术方面领先，国内厂商加紧技术突破。**在黏胶等关键技术方面，外资品牌技术积淀深厚，例如康维德的黏胶技术历经15年研发，可提供提供Stomahesive®、Durahesive®等多种黏胶解决方案，配方超过400种。国内厂商仍有一定差距，但已在加紧技术突破，2023年上半年，振德医疗优化后的皮肤亲和水胶体临床试用评价获得预期的用户满意度并导入生产，双幽组份水胶体的工艺和设备开发也已取得突破性进展。

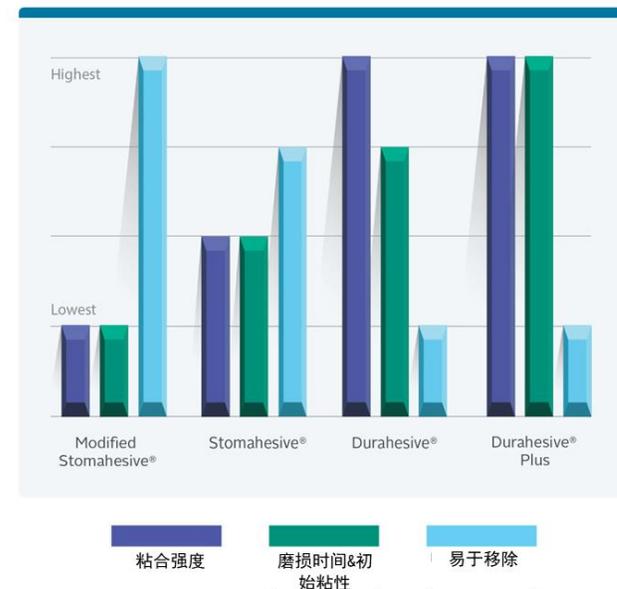
图：全球造口护理市场竞争格局



资料来源：康乐保官网，器械之家，国信证券经济研究所整理、测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：康维德主要粘胶解决方案特性比较



资料来源：康维德官网，国信证券经济研究所整理

3.2 造口及现代伤口护理：造口市场有望扩容，公司产品线齐全

■ 振德医疗造口系列产品日趋完善。

2018年，公司取得多个造口产品的注册证，包括一件式造口袋、两件式造口袋以及造口护肤粉、防漏膏、皮肤保护膜等造口附件产品，造口系列产品研发取得重要突破，并围绕底盘设计、黏胶配方等方面持续进行技术改进，“德舒妥”品牌的知名度逐渐打响。

■ 对比同业竞争者产品价格，振德德舒妥造口袋定位相对高端。根据淘宝官网数据，振德德舒妥系列造口袋价格与康乐保接近，但康乐保款式更多，价格带更宽；相较于同为国产佼佼者的隆泰医疗，振德产品价格平均比隆泰高50%以上，定位更加高端。未来，振德在国内造口领域有望凭借过硬的产品力与外资进一步竞争。

图：振德医疗造口产品线



资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理、绘制

表：振德医疗及竞争对手造口袋产品价格对比（元）

品牌	一件式造口袋		两件式造口袋		两件式造口袋底盘	
	1盒（10只）价格	平均单只价格	1盒（10只）价格	平均单只价格	1盒（5只）价格	平均单只价格
振德德舒妥	380-420	38-42	230-250	23-25	210-220	42-44
康乐保胜舒	380-440	38-44	220-370	22-37	357	71.4
隆泰	98-138	9.8-13.8	128-148	12.8-14.8	135	27

资料来源：淘宝官网，国信证券经济研究所整理

3.2 造口及现代伤口护理：自研+并购，发力高端伤口敷料市场

■ 通过自研+并购，推动伤口敷料业务高端化升级。

公司过去以传统敷料OEM业务为主，大规模生产能力、交付质量获得国际巨头的认可。近年来，公司向附加值更高的高端敷料转型升级。一方面，持续加大研发投入，不仅关注急性伤口的快速修复，还不断在难愈合伤口领域深耕，其中，醋酸纤维油纱、高分子微生物敷料细菌纤维素、一次性使用表皮细胞分离器等创新型产品填补行业空白。

- 另一方面，通过外延并购持续丰富产品线和技术能力，2021年收购上海亚澳，亚澳的现代伤口护理和中心静脉留置感控防护产品行业领先，2020年硅凝胶泡沫敷料等现代伤口护理产品收入占比超60%，业务以外销为主，与众多国际知名医疗器械品牌商建立了稳定的合作关系。

表：上海亚澳收入及利润情况

	2020A	2021A
亚澳收入（亿元）	3.23	3.38
亚澳净利润（亿元）	0.25	0.28
亚澳净利率	7.63%	8.21%
亚澳现代伤口收入（亿元）	2+	
亚澳现代伤口收入占比	>62%	
亚澳外销收入占比	85%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗现代伤口护理产品线

亚澳伤口管理产品系列

<p>聚氨酯泡沫敷料</p>  <p>主要由硅凝胶、聚氨酯泡沫、多孔聚氨酯薄膜和压敏胶组成，能够大量吸收渗液</p>	<p>拉合胶布</p>  <p>减少伤口张力，预防疤痕形成且操作简单</p>	<p>硅凝胶疤痕贴</p>  <p>硅胶凝层，促进胶原蛋白代谢，软化疤痕，预防增生</p>	<p>自贴式敷料</p>  <p>由无纺布、高吸收棉片及低致敏胶水组成，高吸收棉片可吸收超越自身重量8倍的渗液</p>
--	--	---	---

收购上海亚澳后，现代伤口敷料业务实现了快速增长，向高端伤口敷料市场持续发力

其他伤口管理产品系列

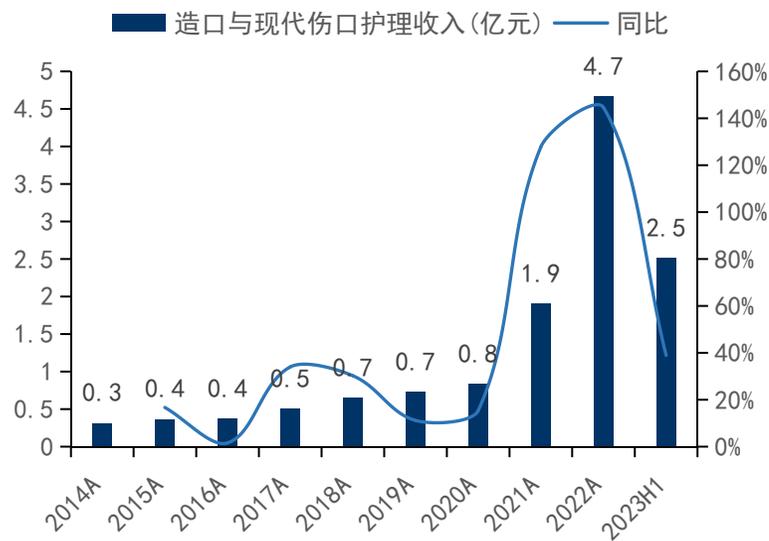
<p>聚氨酯泡沫敷料</p>  <p>反复黏贴，不粘连伤口，快速吸收渗液</p>	<p>水胶体敷料</p>  <p>适用于轻低度渗液的体表伤口覆盖与护理</p>	<p>泡沫敷料</p> <table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 50%;"> <p>非自粘型</p>  </td> <td style="width: 50%;"> <p>气管插管专用</p>  </td> </tr> <tr> <td> <p>自粘型PU膜背衬</p>  </td> <td> <p>自粘型水胶体背衬</p>  </td> </tr> </table> <p>泡沫敷料由聚氨酯多孔泡沫组成，内层亲水性材料、外层疏水性材料，吸收渗液、缓冲压力，促进创面愈合，适用于渗出液较多的创面</p>	<p>非自粘型</p> 	<p>气管插管专用</p> 	<p>自粘型PU膜背衬</p> 	<p>自粘型水胶体背衬</p> 	<p>一次性表皮细胞分离器</p>  <p>适用于皮肤色素脱失性疾病如稳定期白癜风、色脱瘢痕、烧伤创面、慢性创面及难愈合创面等</p>
<p>非自粘型</p> 	<p>气管插管专用</p> 						
<p>自粘型PU膜背衬</p> 	<p>自粘型水胶体背衬</p> 						
<p>醋酸纤维棉纱</p>  <p>适用于急性创面，皮肤移植伤口</p>	<p>湿敷敷料、细菌纤维素敷料</p>  <p>适用于浅I度烧伤创面覆盖、渗液吸收和治疗</p>						

资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理、绘制

3.2 造口及现代伤口护理：快速发展，收入占比持续提升

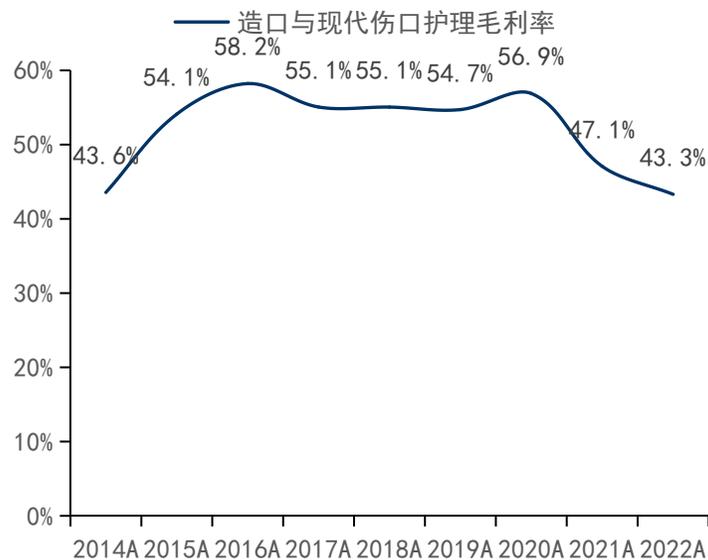
- 造口及现代伤口护理产品是公司未来重点发展的业务之一，收入占比不断提升。公司造口及现代伤口业务毛利率显著高于公司平均水平，其中内销毛利率可达60%–70%。公司在该业务线持续取得突破，2020年实现了与国际大客户合作的里程碑进展，进入国际大客户供应商名单，2021年成立了独立的造口现代伤口产品营销团队，并通过收购上海亚澳实现在该产品领域的融合提升，为公司快速提升市占率奠定基础，2023上半年造口及现代伤口收入2.5亿元（+38.95%），收入占比提升至11%。

图：造口及现代伤口护理业务收入情况



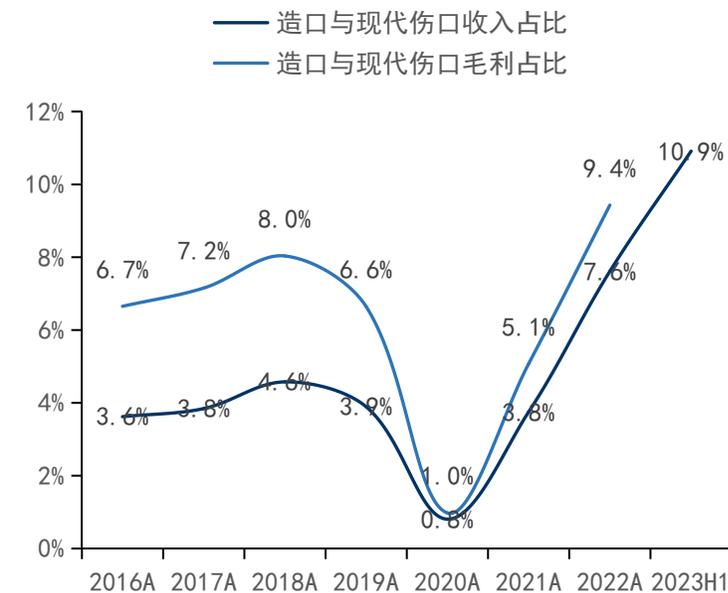
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：造口及现代伤口护理业务毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：造口及现代伤口护理业务收入及毛利占比情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

3.3 手术感控：市场持续扩容，产品趋向定制化发展

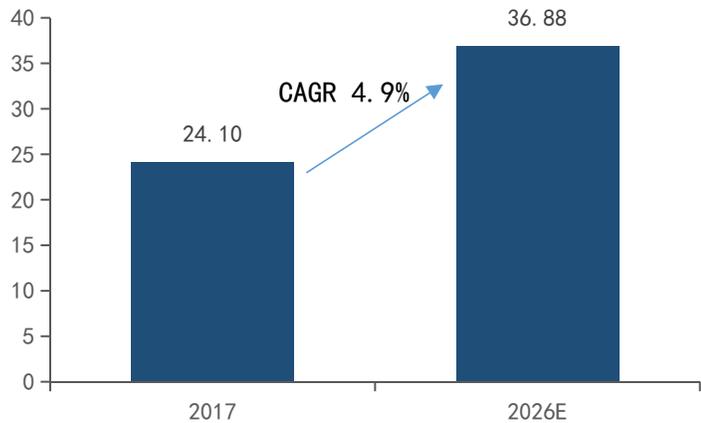
- 手术感控产品是外科手术中必不可少的医用耗材。手术室感染控制产品由各类手术单、手术衣、手术包等组成，其目的是在外科有创操作中建立一个无菌手术创面区，阻止外来物质及微生物侵入手术创面或患者体液、血液，从而避免对术者、医者及手术环境造成污染。
- 手术感控产品市场持续扩容，定制化手术包相较单品增速更快。由于外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强，手术感控产品市场呈持续增长态势。根据CMI机构的统计，2017年全球手术铺单和手术衣的市场规模约为24.10亿美元，2026年有望达到36.88亿美元，CAGR 4.9%。相较单品，定制化手术组合包市场规模增速更快，可根据不同手术需求提供可选择的组件清单，开发定制化的解决方案，同时降低成本、提高护理便利性，2017年全球定制化手术组合包市场规模约为89.73亿美元，2026年有望达213.47亿美元，CAGR 10.2%，其中，我国定制化手术组合包规模预计将从5.40亿美元上升至15.04亿美元，CAGR 12.2%。

表：常见手术包分类

应用场景分类	具体类型
普外科类手术包	腹腔镜手术包、臀部手术包、通用手术包、甲状腺包、疝气手术包、阑尾手术包等
妇产科类手术包	顺产包、剖腹产包、通用产手术包等
五官科类手术包	口腔科手术包、眼科手术包、耳鼻喉包等
骨科类手术包	关节镜手术包、膝关节手术包、脊柱/关节手术包、上肢手术包、下肢手术包等
泌尿外科类手术包	泌尿手术包、取石手术包等
神经外科类手术包	颅脑手术包等
心血管类手术包	介入手术包、心血管手术包、冠脉手术包、椎板切除手术包

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：不同手术包内含不同手术衣、铺巾、洞巾、器械等，亦可按需组配定制化手术包，规格众多

图：全球手术铺单和手术衣市场规模（亿美元）



资料来源：CMI，公司公告，国信证券经济研究所整理

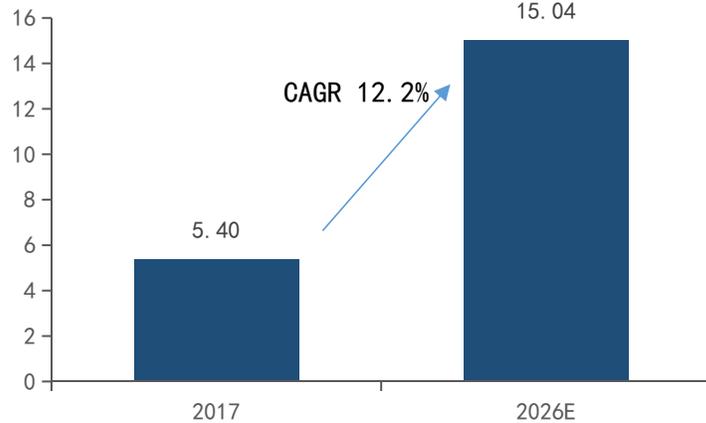
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：全球定制化手术包市场规模（亿美元）



资料来源：CMI，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中国定制化手术包市场规模（亿美元）

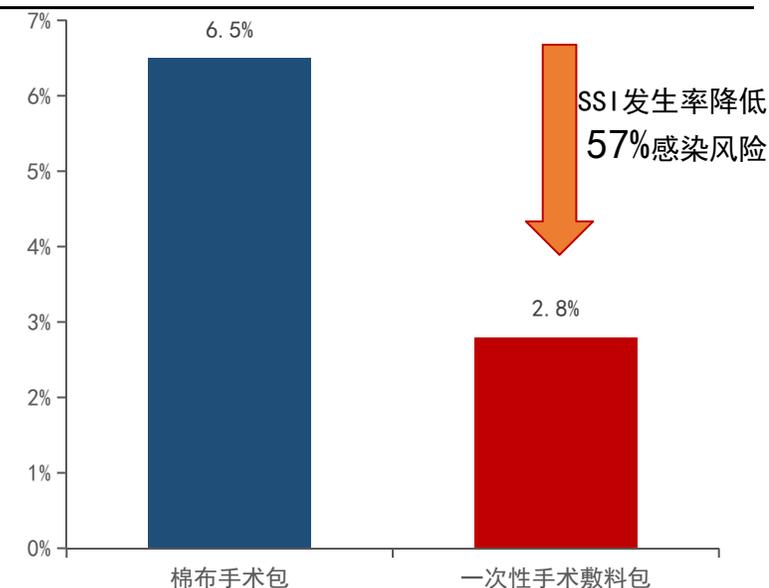


资料来源：CMI，公司公告，国信证券经济研究所整理

3.3 手术感控：国内一次性手术感控产品渗透率有望持续提升

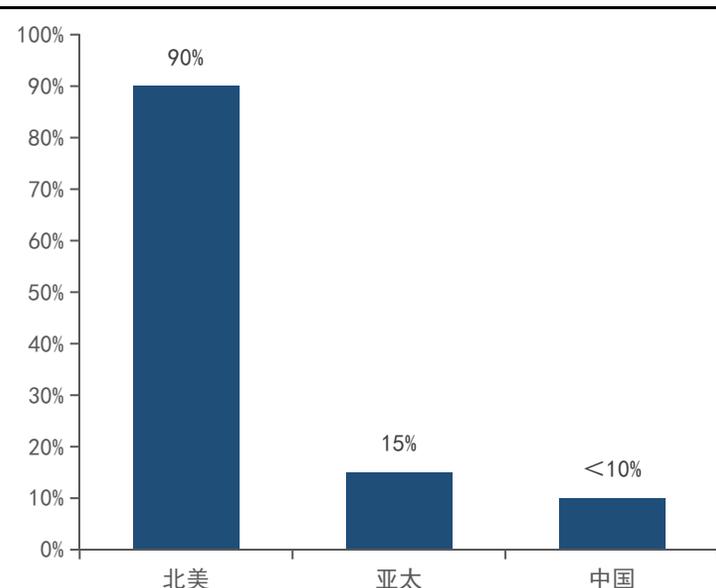
- 手术感控产品由重复使用型向一次性使用型转变已成趋势。手术感控品可分为重复使用型（多为布制）和一次性使用型（多为无纺布），从重复使用型产品向一次性使用型产品转变已成为行业发展的趋势。一方面，一次性产品相比重复使用产品能够显著降低交叉感染风险，根据Coherent机构的报告，一次性手术感控产品能使手术中交叉感染的风险降低约60%，中华护理学会手术室专业委员会编制的《手术室护理实践指南》亦推荐手术室使用一次性无菌产品。另一方面，一次性产品在便利性、成本等方面更具有优势，也加速了一次性手术感控产品的普及。
- 国内一次性手术感控产品渗透率仍较低，有望持续提升。2014年，北美一次性无纺布产品渗透率达90%，而中国的渗透率不到10%，随着医院对院感的日益重视、新型纺织材料生产技术日趋完善、医院降本增效的需求增加，国内一次性手术感控产品渗透率仍有较大提升空间。

图：使用不同手术包的外科手术部位感染风险（SSI）



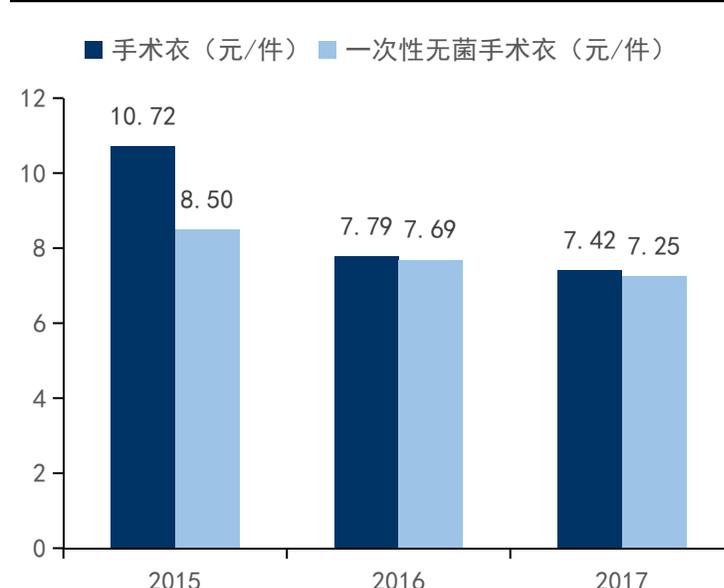
资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理

图：一次性无纺布产品市场渗透率比较（2014年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗手术衣和一次性手术衣单价比较



资料来源：振德医疗招股书，国信证券经济研究所整理

3.3 手术感控：围绕手术室场景持续丰富解决方案

■ 围绕手术室场景持续拓展产品线。公司手术感控产品涵盖手术单及配件、手术衣、手术包、医疗废液收集产品等。一方面，聚焦感控材料技术的研究，多维度开发具有性能和成本优势的手术感控产品的原材料，另一方面，通过外延并购持续丰富产品线，2019年收购英国 Rocialle Healthcare 55%股权，强化在英国手术感控市场的竞争力，2021年取得安徽蓝欣60%股权，其医疗废液自动收集设备及耗材等产品进一步丰富公司手术感控产品解决方案。

表：振德医疗手术感控产品线

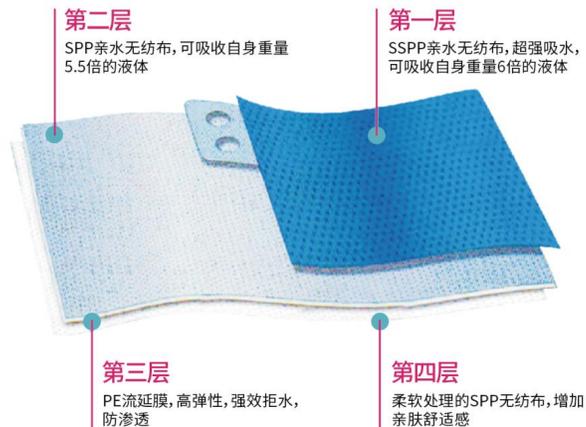
产品品类	主要用途	具体产品	主要产品图片
手术单及配件	在手术时，为患者及医护人员提供感染隔离保护	手术主单、复合料洞巾、剖腹产集液袋、器械保护套系列、治疗巾、垫单、手术洞巾、医用包布、护理垫等	
手术衣	医疗防护、隔离	一次性无菌手术衣	
手术包	隔离手术部位，构筑无菌屏障，降低感染风险，更有效的保护医患双方安全，提升手术间接台效率	一次性使用无菌手术包	
医疗废液收集产品	收集医疗废液，包括患者血液、体液、分泌物、冲洗液等，减少医护人员职业暴露风险，降低感染传播风险	废液收集装置、排液站及相关耗材等	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗一次性无菌手术包

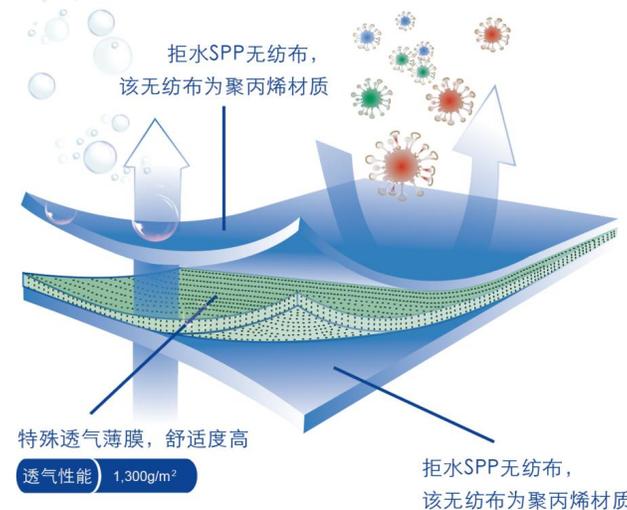
四层复合材料：

吸水强、阻菌好、防渗好、落絮少、舒适佳。既为手术安全护航，又为患者创造更舒适的手术环境。



资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗一次性手术衣



资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理

3.3 手术感控：新建产能释放在即

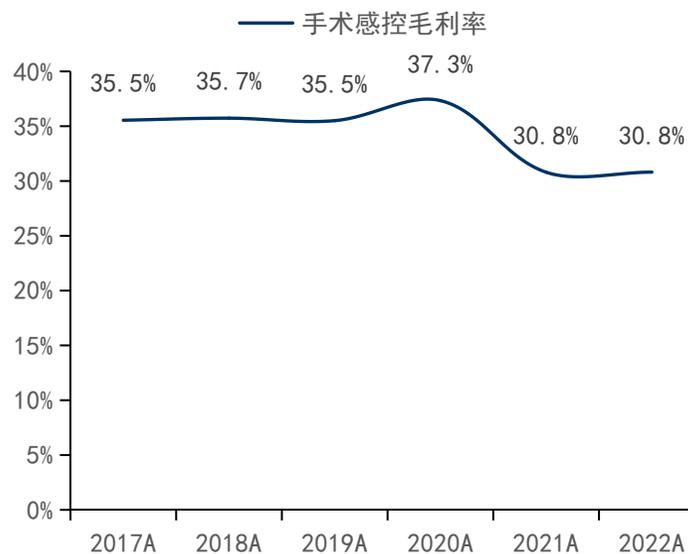
- 手术感控新建产能释放在即。受技术突破与收购的影响，2019年起公司手术感控业务快速发展，疫情期间部分手术衣高价订单对收入有进一步加成作用，目前订单价格已回归正常水平。展望未来，公司2021年投资的许昌正德手术感控生产线扩产建设项目以及肯尼亚生产基地（主要生产手术感控类产品）有望于2024年建成，投产后有望促进业绩潜力释放。

图：手术感控业务收入情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：手术感控业务毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：手术感控业务收入及毛利占比情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

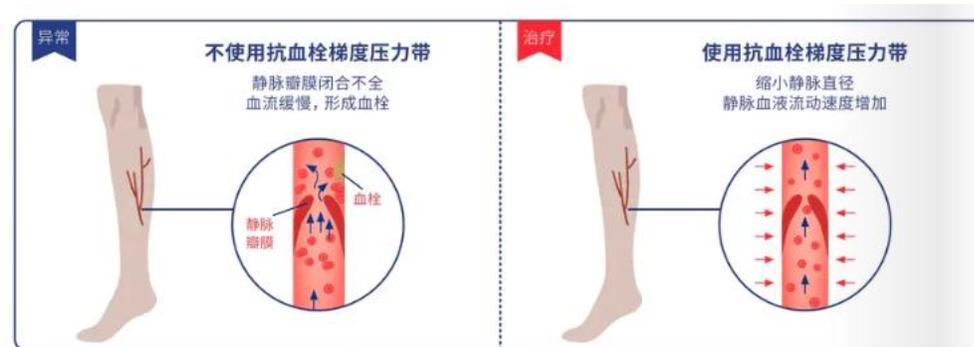
3.4 压力治疗与固定：消费者健康意识加强带来成长空间

- 公司是中国最早迈入医用弹力袜生产制造的企业，压力治疗与固定产品线涵盖抗血栓梯度压力带、治疗型静脉曲张袜、压力绷带等产品。此类产品的原理是从下肢远端到近端产生恒定的压力梯度（分级加压），缓解或改善静脉瓣膜和血管壁所承受的压力，促使下静脉血回流，从而达到预防静脉曲张或静脉血栓的效果。随着群众健康意识不断提升，对静脉曲张、血栓的预防意识和知识不断增加，压力治疗市场有望不断扩容。
- ✓ 中国静脉曲张袜市场规模测算：我国下肢静脉曲张病人约1亿人，按照10%患者接受治疗、人均每年购买2双压袜、市场中游均价200元/双计算，理论市场规模可达40亿元。
- ✓ 中国抗血栓压力梯度带市场规模测算：肿瘤患者是静脉血栓发生的高危人群，仅以肿瘤为例，根据国家癌症中心数据，全国每年新发癌症的病例数约406.4万例，按终端价格220元/双计算，仅肿瘤类患者的潜在市场销售额可达9亿元。

图：振德医疗压力治疗与固定产品线



图：抗血栓梯度压力带产品原理



资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理、绘制

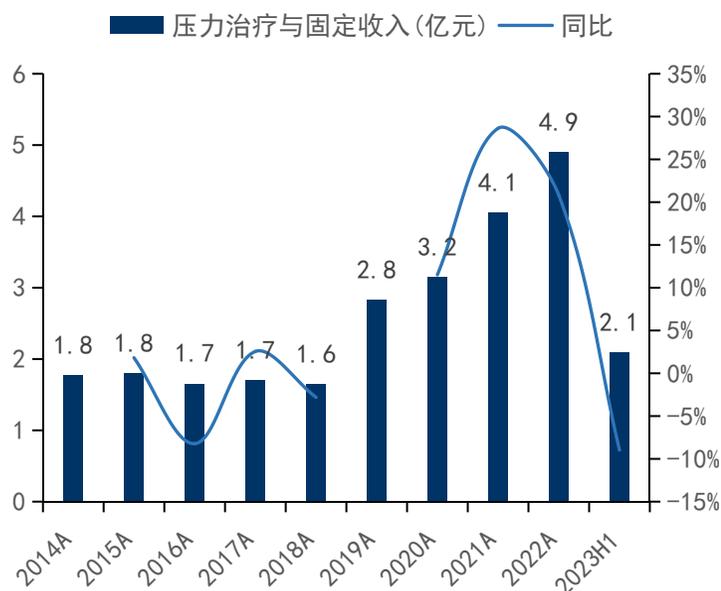
资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.4 压力治疗与固定：消费者健康意识加强带来成长空间

- **压力治疗与固定业务增长稳健。**2018年末公司收购了苏州美迪斯70%股权，进一步提高了公司压力治疗与运动产品的市场地位，2020年取得了浙江斯坦格60%股权，打造出更为完整的高端护具类产品体系，并与苏州美迪斯实现了在技术、渠道、市场等方面的协同。2018年至2022年，公司压力治疗与固定业务收入稳健增长，年复合增长率为31%。

图：压力治疗与固定业务收入情况



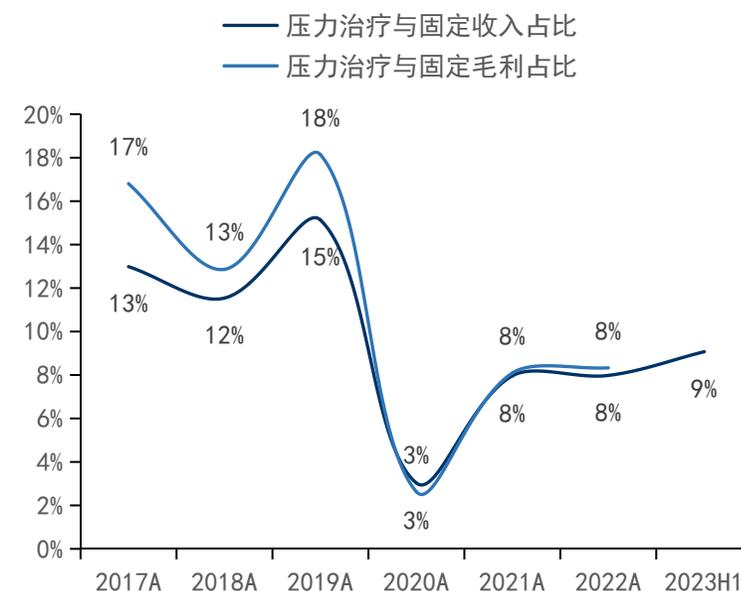
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理
注：2018年及之前口径中含有感控防护

图：压力治疗与固定业务毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理
注：2018年及之前口径中含有感控防护

图：压力治疗与固定业务收入及毛利占比情况

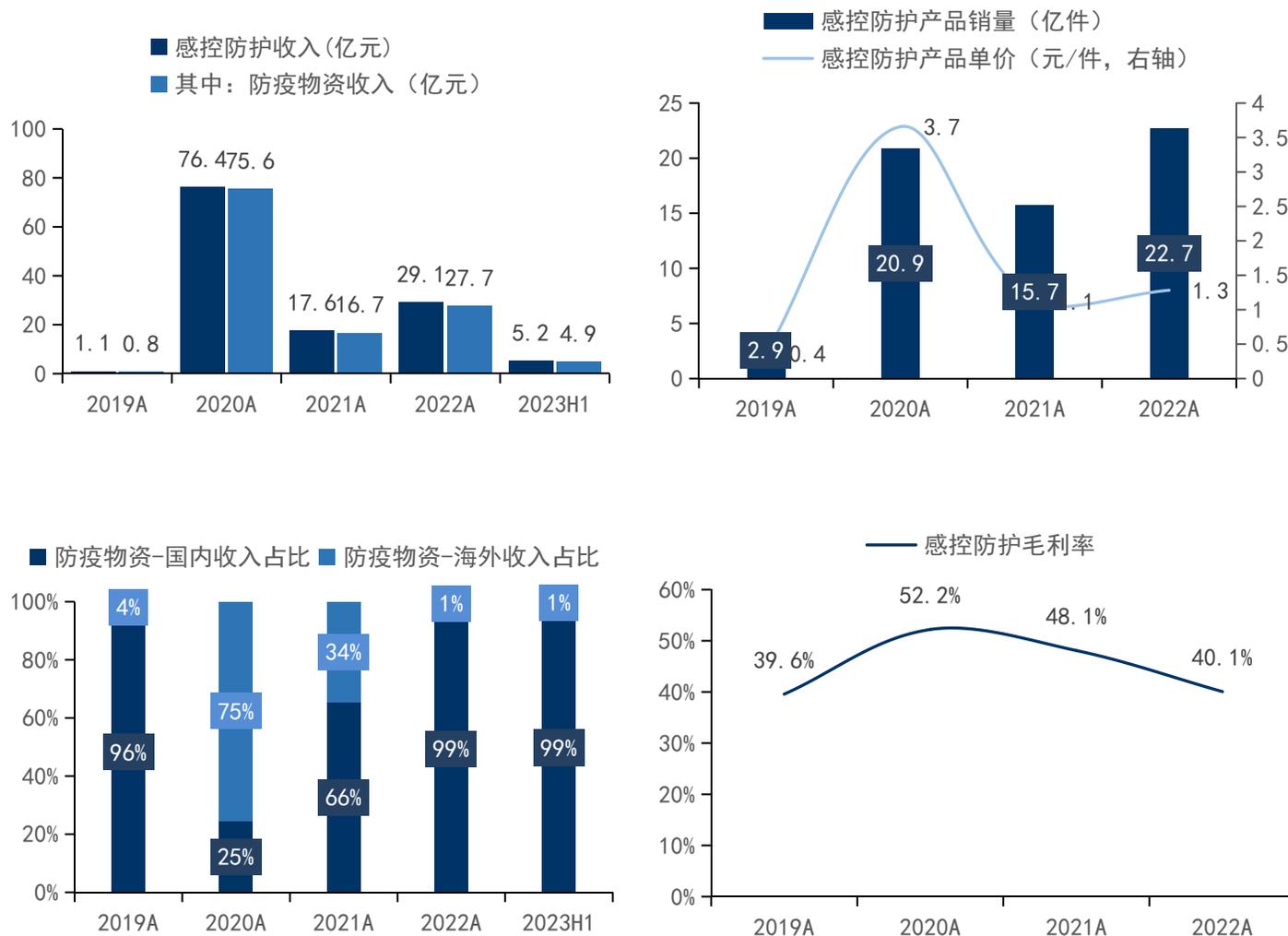


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理
注：2018年及之前口径中含有感控防护

3.5 感控防护：疫情影响逐步出清，疫后有望享受品牌红利

■ 感控防护产品收入在疫情期间获得爆发式增长。公司感控防护产品线涵盖口罩、医用防护服、手套、酒精消毒片等产品，在新冠疫情期间收入体量爆发式增长，2019年仅1.1亿元，2020年高达76.4亿元，2021年有所回落，2023上半年感控防护业务收入5.2亿元，同比下滑59%，但相较疫情前仍有较大增长。毛利率方面，受供需关系影响，2020年感控防护产品毛利率高达52%，2021年来已逐步回归疫情前水平。

图：振德医疗感控防护收入、毛利率、防疫物资收入及国内外占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.5 感控防护：疫情影响逐步出清，疫后有望享受品牌红利

■ 公司防疫物资产能在疫情期间快速提升，供应链能力和品牌影响力得到强化。口罩是公司感控防护业务的主要产品，2020年新冠疫情暴发，公司迅速提升口罩产能，为浙江省提供了60%以上的医用口罩供应量，为全国各地的医疗机构和连锁药店提供了超3亿只口罩、400万套防护服，另外通过电商平台保障口罩等物资的线上供应，覆盖全国360多个城市，完成超过300万份人次的供应量，体现了公司健全强大的供应链能力。此外，公司坚持践行“以客户为中心”，在原材料涨价与供应不足的情况下，始终将产品质量和价格的稳定放在第一位，赢得了广大医疗机构、客户和消费者的认可，极大提升了品牌影响力。

图：振德一次性医用口罩位列京东医用口罩榜第八



图：振德医疗感控防护产品线



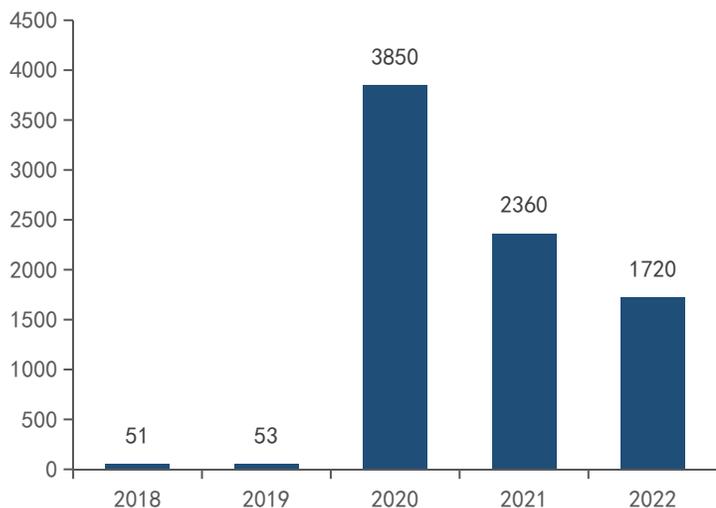
资料来源：京东官网，国信证券经济研究所整理 注：数据为2024.02.22

资料来源：振德医疗官网，国信证券经济研究所整理、绘制

3.5 感控防护：疫情影响逐步出清，疫后有望享受品牌红利

■ 口罩行业产能有待出清，龙头企业疫后有望享受品牌红利。根据工信部数据，2019年我国口罩产能是每天2000多万只，占全球近半产能规模。2020年我国口罩产能曾高达日产1.1亿只以上，疫情期间，多家口罩厂商或其他跨界厂商纷纷扩大口罩产能，为国内及全球的口罩供应做出了重要贡献。根据天眼查数据，经营范围涉及口罩生产及上下游的企业超过2万家，随着疫情褪去，过剩的口罩产能有待出清。我们认为，国内市场过去由外资品牌占据主导，疫情期间振德医疗等规模化龙头市占率有所提升，疫后仍有望享受品牌影响力提升的红利。分地区看，振德医疗海外防疫物资的收入已基本回落至疫情前水平，但国内社会库存仍高企，随着后续疫情影响出清，公司感染防护收入有望逐步企稳。

图：中国口罩产量（亿只）



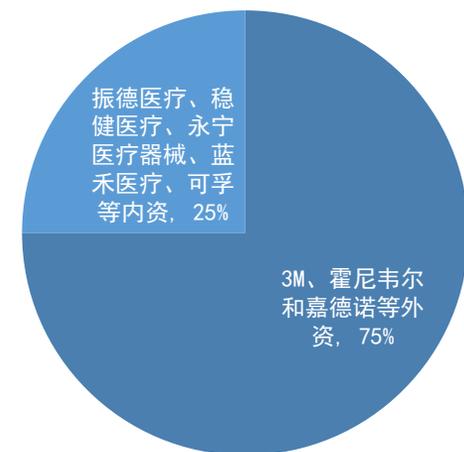
资料来源：观研网，国信证券经济研究所整理

图：中国口罩产品内销率



资料来源：观研网，国信证券经济研究所整理

图：2021年国内口罩行业竞争格局



资料来源：观研网，国信证券经济研究所整理

- [01] 振德医疗：国内医用敷料领先企业
- [02] 医用敷料行业：国内高端敷料进口替代空间广
- [03] 公司业务：“医疗+健康”五大板块发力
- [04] 竞争力：“产品+渠道”持续扩展，规模与品牌效应构筑竞争力
- [05] 财务分析、盈利预测、估值及风险提示

4.1 销售能力：三终端协同，海内外双线发展，渠道销售能力强大

■ “医疗+线下药店+线上电商”三终端协同，海内外业务双线发展。

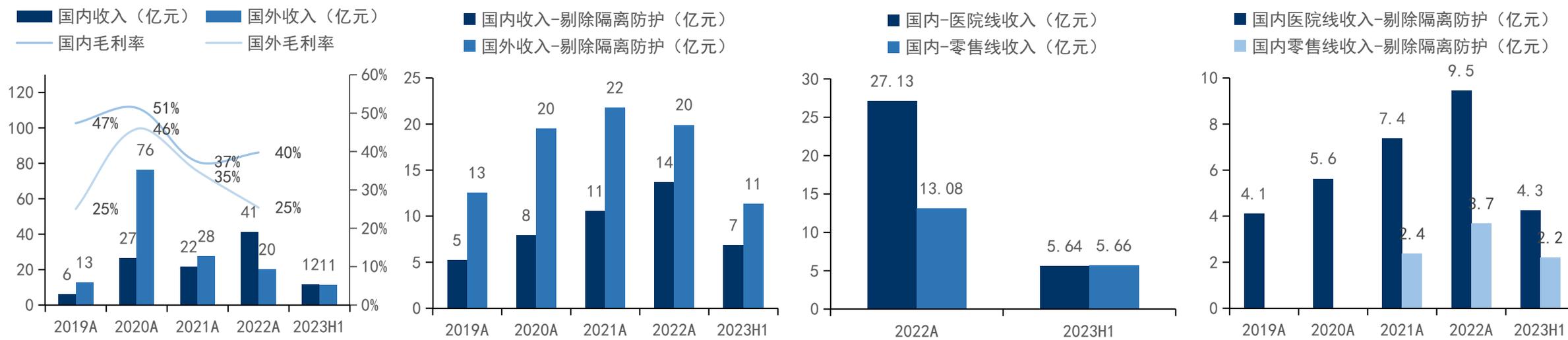
- ✓ 海外业务方面，基础伤口护理产品的代工业务已较为成熟，且拥有较高的客户粘性，并通过进一步提升供应链能力、推进海外生产基地建设，提升公司国际市场竞争力，推进与核心客户的战略合作，目前处于由低端敷料代工向高端敷料代工的转型阶段，同时2019年收购英国Rociale Healthcare也开启了海外自主品牌的拓展。
- ✓ 国内业务方面，持续发力医院线和零售线业务，在医院线充分利用渠道与临床服务的双重优势，抓住渠道下沉的机遇，通过产品迭代加速医院覆盖渗透能力；零售业务方面，线上、线下渠道协同齐发力，线上业务通过精细化运营与兴趣电商模式结合，线下业务顺应连锁药房集中化趋势，零售运营团队展开与头部 NKA 连锁药房深度共建，公司电商平台粉丝量持续增加，连锁药房终端覆盖率超20%，头部连锁覆盖率达98%。

表：振德医疗国内终端覆盖情况

	2019年	2020年	2021年	2022年
医院覆盖数（家）	4000	5300	6000	7000
其中：三甲医院（家）	500	800	900	1000
药店覆盖数（万家）	5	7	9	11
百强连锁药店覆盖率	80%	95%	97%	98%
商超便利店覆盖数（万家）			0.5	1.8

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗海内外收入、毛利率、医院线与零售线收入情况

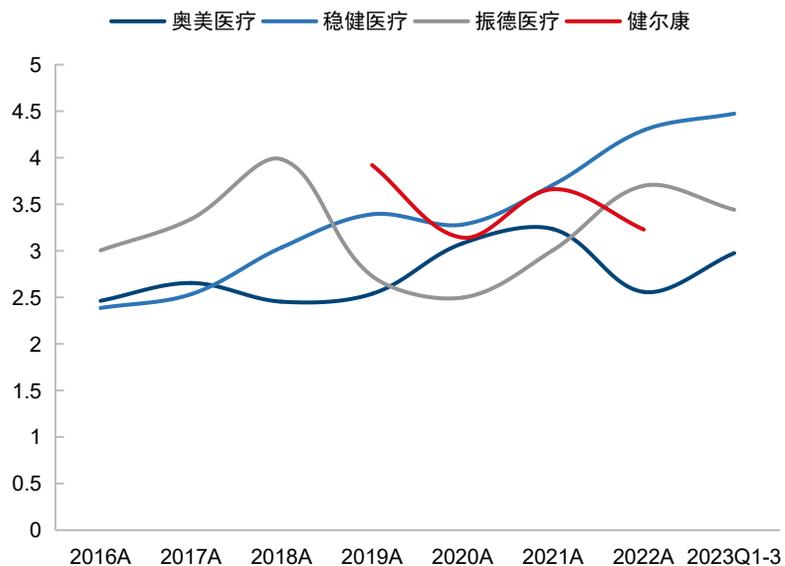


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

4.2 研发能力：研发实力强劲，助力构建产品差异化优势

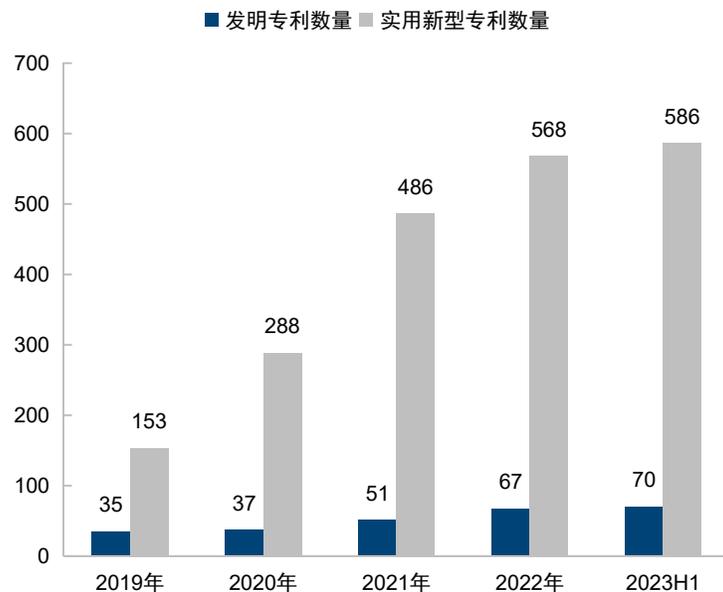
- 新产品、新技术和新工艺的研发拓展产品线和技术储备，有利于构建产品差异化竞争优势。振德医疗实行“自主深入研发、广泛深入合作、拥有核心技术”的研发策略，拥有省级重点企业研究院和自主研究团队，并与浙江大学、湖北大学、东华大学、浙江理工大学等国内知名高校和北京中医医院等医疗机构开展横向研发合作，为公司的研发和创新提供了强大的技术和临床支持。同时，在长期与国外知名品牌商深入合作的过程中，公司逐渐培养起国际化视野，能够更加准确地把握行业和技术发展的前沿信息。与同业公司相比，振德医疗的研发费用率居前，在新型敷料材料、造口等领域的研发也处于业内前列。

图：振德医疗及同业公司研发费用率对比（%）



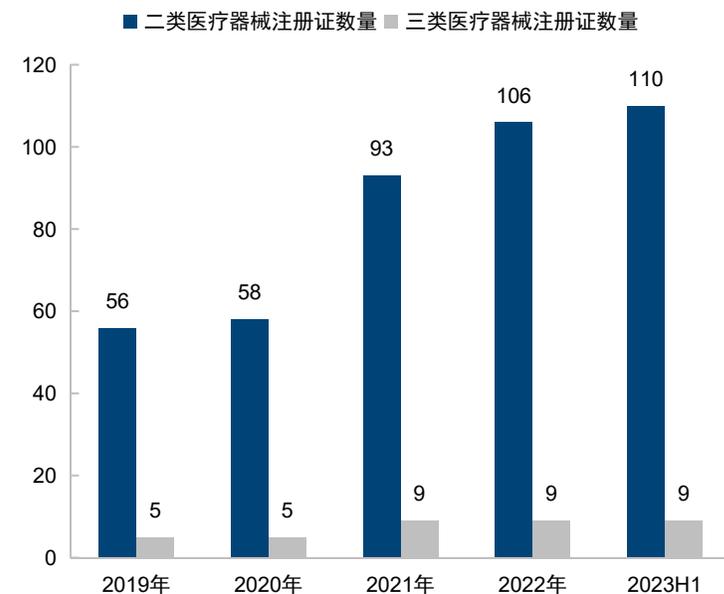
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗专利情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗医疗器械注册证数量

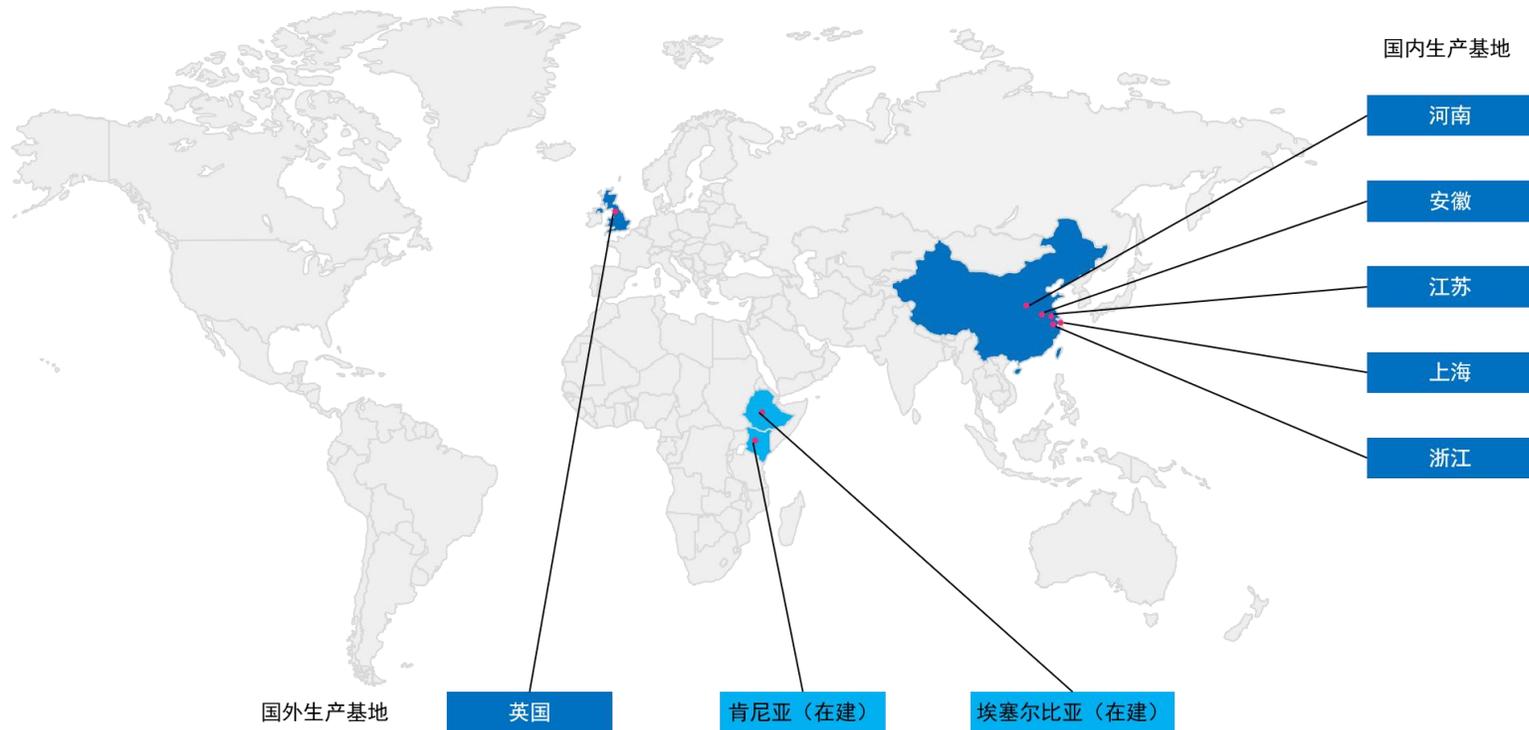


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4.3 生产能力：规模化供应能力强，具备成本优势

- 持续优化上游供应链和生产环节，在医保控费趋势下，具备较强的成本优势。目前振德医疗在全球拥有8大生产基地，包括河南、安徽、上海、江苏、浙江等5个国内基地，以及英国、肯尼亚（在建）、埃塞俄比亚（在建）等3个海外基地。一方面，公司在上游拥有棉纱、无纺布等原材料生产线，减少了对上游原料厂商的依赖，保证医用敷料的稳定生产，另一方面通过自动化、数字化建设提升生产和运营效率，2023上半年完成了绍兴基地关键车间的MES系统建设，为车间完善生产管理、提升产品质量、降低成本费用提供支撑，许昌基地的自动物流项目和SRM系统端到端的全流程模块的建设也已按计划完成，公司通过优化上游供应链及生产环节实现较强的成本优势，未来有望在集采中抢占更多份额；同时海外建厂也有利于缓冲对外贸易摩擦带来的风险，增强供应链稳定性。

图：振德医疗生产基地布局



资料来源：振德医疗官网，公司公告，国信证券经济研究所整理、绘制

4.3 生产能力：规模化供应能力强，具备成本优势

■ 主要原材料价格处于下行周期，毛利率有望企稳回升。原材料是成本端的主要影响因素，其占成本的比例超过60%，主要采购的原材料为棉纱、无纺布及其他化纤类原料，其上游产业主要为棉纱产业、棉花产业及石油化工产业，其价格波动对公司毛利率有一定影响。自2022年末以来，棉花、石油价格进入下行周期，公司毛利率有望企稳回升。

表：振德医疗主要原材料及能源采购金额情况

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额(万元)	占采购总额比例	金额(万元)	占采购总额比例	金额(万元)	占采购总额比例
棉花	6684.77	8.87%	7277.47	11.57%	860.89	1.58%
棉纱	8144.5	10.80%	9050.09	14.39%	9963.03	18.23%
医用坯布	4407.07	5.85%	10409.56	16.55%	8083.22	14.79%
无纺布	7686.38	10.19%	5612.89	8.92%	4540.61	8.31%
粘胶短纤	1512.06	2.01%	1184.59	1.88%	1,204.12	2.20%
涤纶短纤	775.16	1.03%	700.15	1.11%	740.54	1.36%
涤纶纱	598.08	0.79%	493.98	0.79%	621.13	1.14%
辅料	17733.69	23.52%	12231.52	19.44%	11402.48	20.87%
水	190.14	0.25%	173.18	0.28%	163.05	0.30%
电	3629.77	4.81%	2820.97	4.48%	2636.67	4.83%
煤	298.63	0.40%	434.31	0.69%	429.69	0.79%
合计	51660.24	68.52%	50388.71	80.10%	40645.43	74.39%

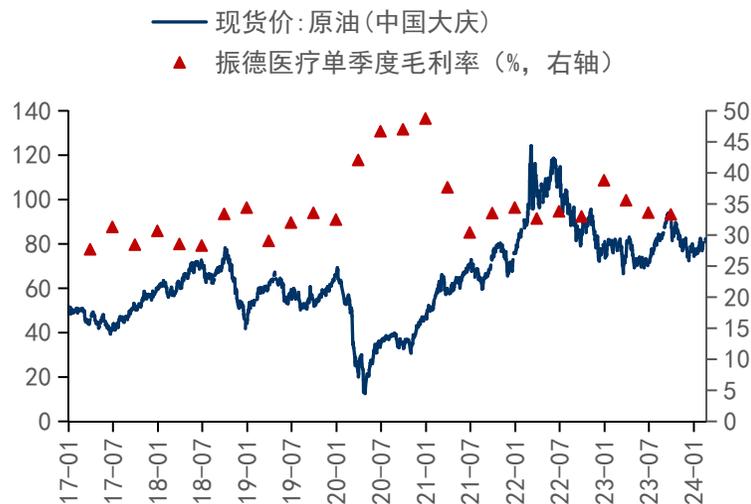
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：棉花价格走势及振德医疗单季度毛利率情况



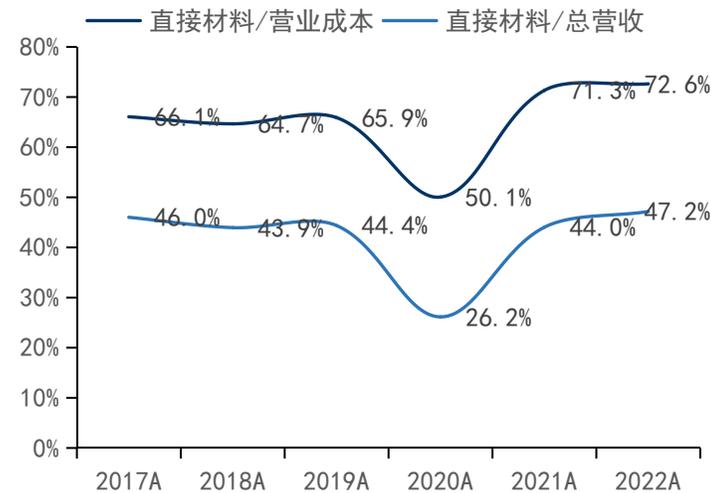
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：原油价格走势及振德医疗单季度毛利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗原材料成本占总成本及总营收比例



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

4.4 品牌优势：品牌传播持续投入，构筑良好品牌力

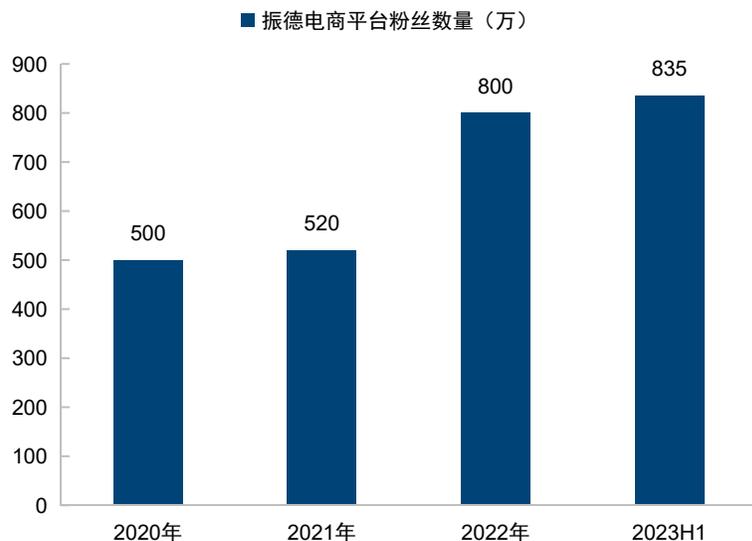
- 持续不断进行品牌传播，打造振德品牌的核心形象。在零售端，推出热门 IP 海底小纵队全系列产品，助力北京冬奥，杭州马拉松赛事等，持续地向消费者传达振德“专于业 爱入微”的品牌主张；在医疗端，公司加强与头部医院的临床学术合作，持续贴近临床，传递品牌价值主张，专业化、圈层化赋能品牌发展，有效提升了品牌势能。振德成为第19届杭州亚运会官方医疗卫生防护用品供应商，相继推出杭州亚运会系列口罩、急救箱等产品，通过高品质产品以安全防护赋能中国体育事业，提升了公司品牌形象。
- 疫情期间奠定良好品牌力。新冠疫情期间，振德积极保障口罩、防护服等防疫物资的供应，并始终将产品质量和价格的稳定放在第一位，获得了客户的认可，提升了品牌影响力。得益于品牌力提升及线上渠道的开拓，振德电商平台粉丝数量持续增长，截至2023上半年末，电商平台粉丝量达835万人，全网粉丝、会员量合计达1870万。

图：振德医疗亚运系列口罩



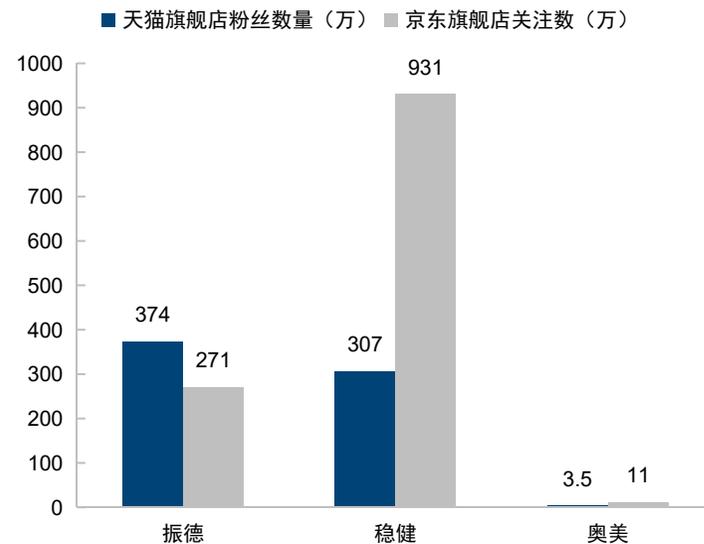
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗电商平台粉丝数量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗及竞争对手电商平台粉丝量对比



资料来源：淘宝网，京东官网，国信证券经济研究所整理

4.5 外延及整合能力：外延并购赋能“产品+渠道”

- 公司持续通过外延并购扩充产品线，增强渠道覆盖的广度和深度。2019年收购了苏州美迪斯，进一步提高了压力治疗与运动产品的市场地位；2020年收购浙江斯坦格，打造更完整的高端护具类产品体系；2021年收购上海亚澳和安徽蓝欣，拓展现代伤口护理、中心静脉留置感控防护、医疗废液自动收集设备及耗材等产品；2023年收购从事预充式导管冲洗器的江苏因倍思。海外业务方面，2019年收购英国 Rocialle Healthcare，迈出海外自主品牌的拓展步伐，丰富了公司手术感控产品种类，增强医院配送渠道的覆盖，2022年收购英国 Dene Healthcare，进一步补充诊所配送的渠道。产品结构的持续优化和渠道销售网络的日趋成熟有望助力公司长久发展。
- 公司拥有强大的整合能力以及较强的国内医疗端渠道优势，收购的产品线有望快速放量。振德医疗选择收购标的时注重产品与现有渠道的协同，上海亚澳、江苏因倍思均是公司收并购的成功案例，上海亚澳的收购完善了高端敷料的业务，2023上半年造口及现代伤口业务增长近40%，江苏因倍思的预充式导管冲洗器，与振德现有静疗产品有较强的渠道协同，预计2023年实现快速放量。

表：振德医疗主要并购和投资事件梳理

时间	标的	描述
2018年	杭州浦健	加强了手术感控产品研发、生产和销售能力，巩固了公司在浙江市场的领导地位
2019年	苏州美迪斯 70%股权	进一步提高了公司压力治疗与运动产品的市场地位
	英国 Rocialle Healthcare 55%股权	拓展英国市场，强化医院配送渠道，丰富公司手术感控定制化等产品的种类
2020年	浙江斯坦格 60%股权	为公司打造更为完整的高端护具类产品体系，强化公司现有运动康复领域产品研发和生产能力
2021年	上海亚澳	在现代伤口护理产品和中心静脉留置感控防护产品方面具有行业领先的生产、研发能力，有利于产品结构优化、客户与渠道资源整合
	安徽蓝欣 60%股权	主要从事医疗废液自动收集设备及耗材等的研发生产，对公司手术感控产品组合的进行有效补充，提供更为完善的手术室感控解决方案
	宝玛医疗 4.95%股权	主要从事微创外科手术耗材研发和生产包括全系列自动吻合器产品，以及电刀冲洗器、超声刀等零部件
	思捷泰克 20%股权	主要从事专业外科领域设备及器械（吻合器、超声刀等）的研发、生产、销售
2022年	英国 Dene Healthcare Limited 公司	进一步拓展了渠道覆盖，补充诊所配送渠道
2023年	江苏因倍思	因倍思主要经营的预充产品的导入对公司现有产品组合进行了有效补充，与振德现有静疗产品的使用场景契合度较高

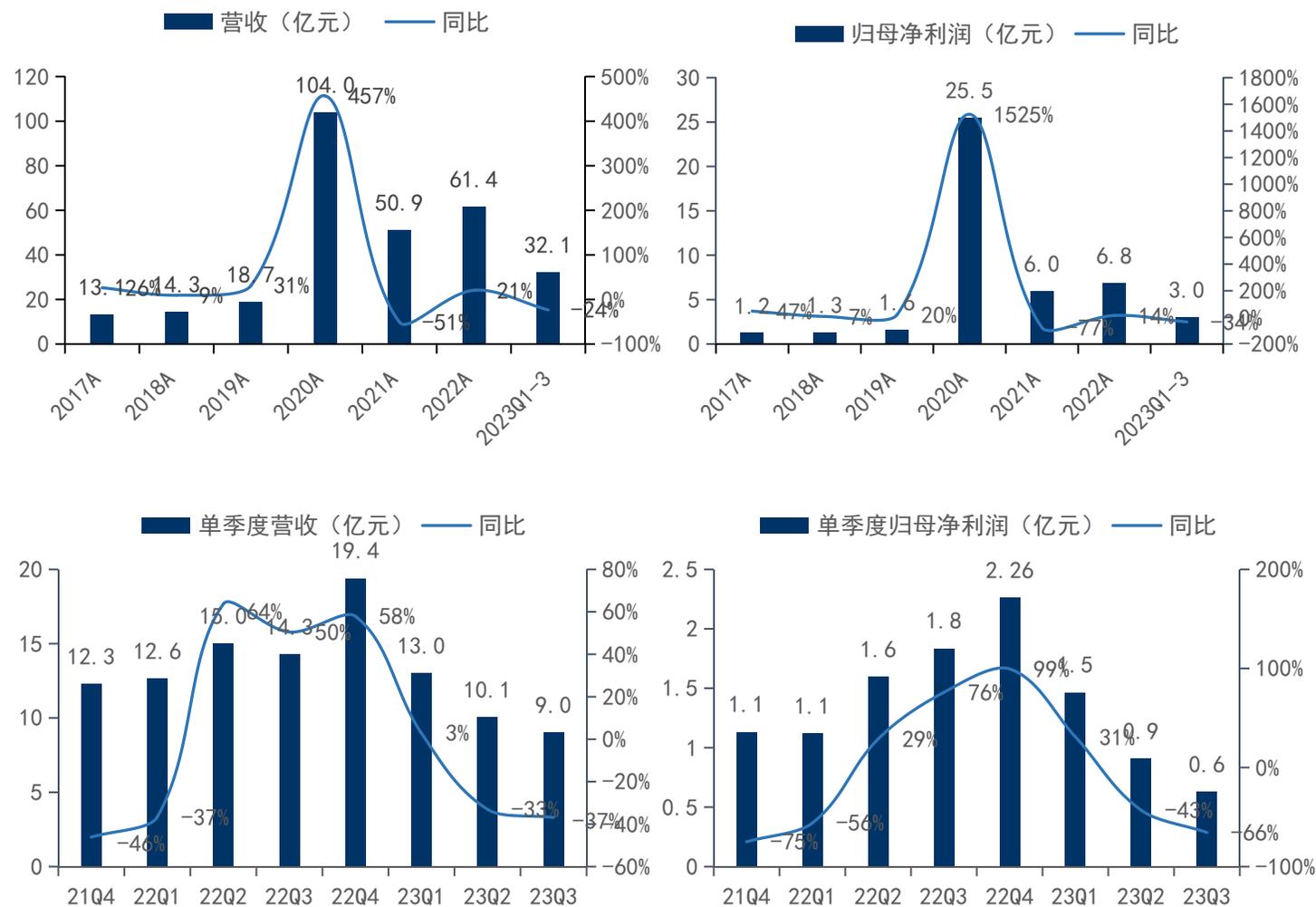
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 振德医疗：国内医用敷料领先企业
- [02] 医用敷料行业：国内高端敷料进口替代空间广
- [03] 公司业务：“医疗+健康”五大板块发力
- [04] 竞争力：“产品+渠道”持续扩展，规模与品牌效应构筑竞争力
- [05] 财务分析、盈利预测、估值及风险提示

5.1 财务分析

- 业绩受新冠高基数影响有所承压。2016-2019年公司业绩稳健增长，收入复合增速22%，归母净利润复合增速24%，2020年起在口罩等防疫用品加持下，公司收入、利润体量爆发式增长，2023年在新冠高基数、防疫用品社会库存高企、行业整顿等多重影响下，业绩有所承压，预计2023年实现营收41~42亿元，同比减少31.57%~33.20%。
- 2023年利润端受资产减值准备影响，降幅较大。公司基于谨慎性原则，对防护服、隔离衣、防护口罩、隔离鞋套及抗原检测试剂盒等隔离防护用品存货及相关生产设备等资产进行了计提存货跌价准备和资产减值准备，影响当期利润总额约1.70亿元，预计2023年归母净利润为1.95~2.10亿元，同比减少69.17%~71.37%。

图：振德医疗收入、利润情况

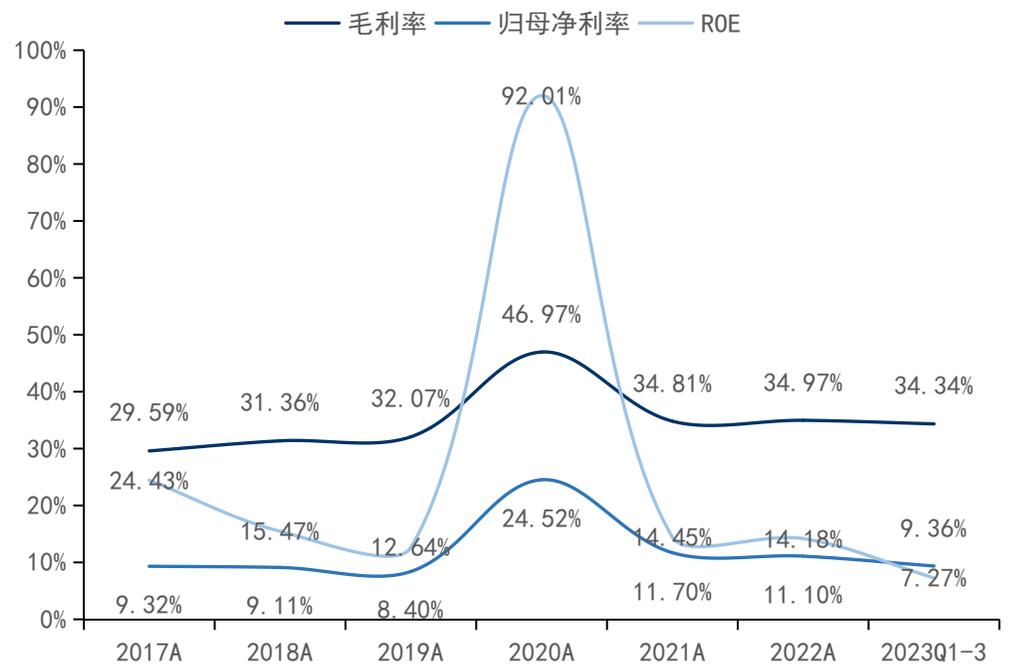


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

5.1 财务分析

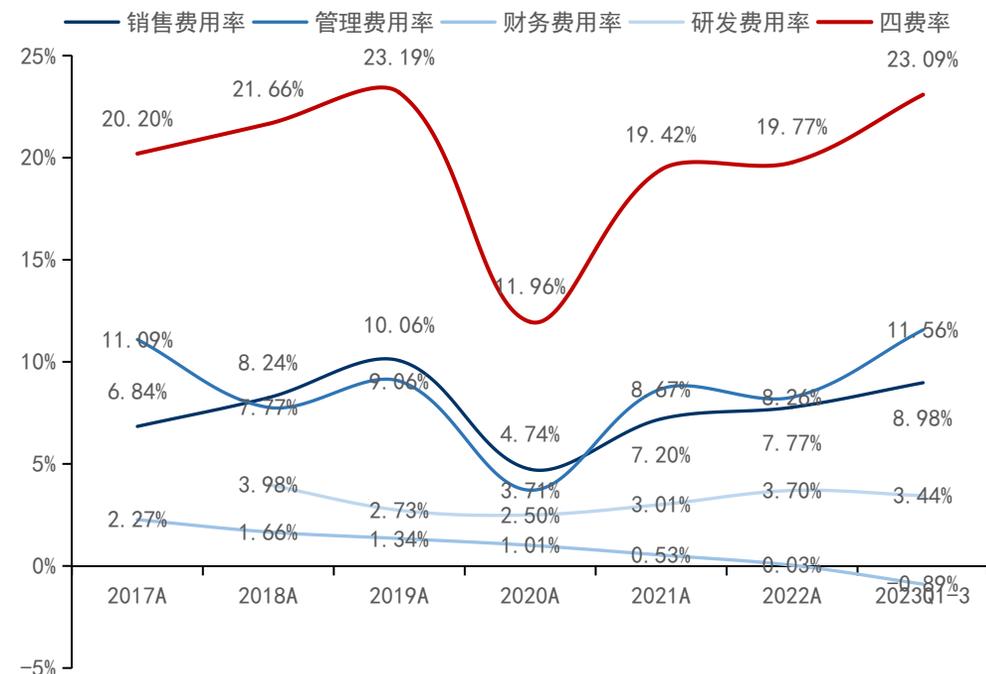
- 毛利率基本稳定，费用率有所上升。2023前三季度公司毛利率34.34% (+1.15pp)，基本维持稳定，较疫情前有所提升，主要系国内业务的占比提升。费用率方面，2023前三季度公司四费率23.09% (+2.83pp)，较疫情期间有所提升。

图：振德医疗利润率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗费用率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

5.1 财务分析

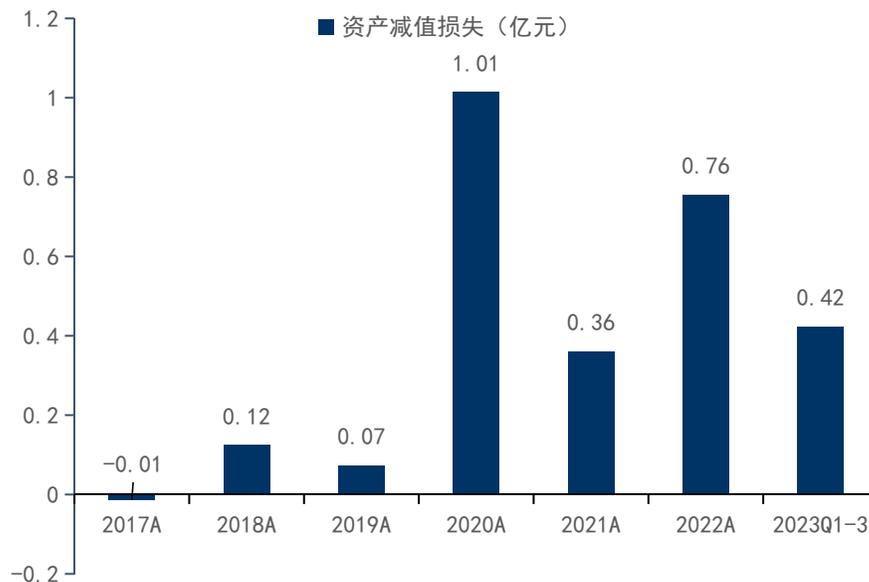
- 疫情期间积累了良好的现金流，账上现金充足。2020-2022年疫情期间，防疫物资畅销，公司积累了良好的现金流，截至2023年三季度末，公司现金及现金等价物余额为12亿元，充足的现金流为公司进行外延并购奠定了基础。
- 疫情期间资产减值损失较高。2020-2023年，公司资产减值损失较疫情前明显提高，估计主要系和防疫物资相关的产品和设备。2023年，公司对防护服、隔离衣、防护口罩、隔离鞋套及抗原检测试剂盒等隔离防护用品存货及相关生产设备等资产进行了计提存货跌价准备和资产减值准备约1.7亿元，本次计提后，防疫物资在资产端的影响基本消除。

图：振德医疗期末现金及现金等价物余额（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：振德医疗资产减值损失情况（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

5.2 盈利预测假设条件

■ 我们的盈利预测基于以下假设条件：

- ✓ **基础伤口护理**：为公司传统OEM基石业务，预计未来三年维持10-15%的稳定增速，毛利率为23.0%、23.3%、23.5%。
- ✓ **造口及现代伤口护理**：为公司重点发展业务，随着持续的技术突破和进口替代，未来几年有望保持30%左右的较快增长，毛利率为44.0%、44.5%、45.0%。
- ✓ **手术感控**：为公司重点发展业务，随着围绕手术场景的产品线不断丰富，渠道协同效应加强，未来几年有望保持20-25%左右的较快增长，毛利率为35.0%、35.5%、36.0%。
- ✓ **压力治疗与固定**：2023年受苏州工厂搬迁影响，收入有所下滑，后续随着消费者健康意识提升，有望保持20-25%左右的增长，毛利率为40.0%、40.5%、41.0%。
- ✓ **感控防护**：2023年受疫情防控政策影响，防疫相关产品需求见少，考虑到社会库存高企及23Q1防疫物资需求仍较高的影响，预计2024年感控防护业务仍有一定下滑，2025年有望恢复增长，毛利率为45.0%、39.0%、39.0%。
- ✓ **费用**：预计未来三年销售费用率为10.8%、9.8%、9.5%，管理费用率为12.0%、10.0%、9.7%，研发费用率为3.8%、3.5%、3.5%，预计随着收入增长，规模效应提升，销售和管理费用率有望逐步下降，研发费用率仍维持3.5%以上水平。
- ✓ **资产减值损失**：2022-2023年，公司资产减值损失较高，2023年计提存货跌价准备和资产减值准备约1.7亿元，本次计提已较为充分，防疫物资在资产端的影响基本消除，预计2024年起资产减值损失回归疫情前正常水平。

5.2 收入拆分及盈利预测

■ 我们预计公司2023-2025年营收41.7/47.4/56.3亿元，同比增速-32%/14%/19%，毛利率为35%/34%/35%，归母净利润2.0/4.8/6.1亿元，同比增速-70%/139%/27%。

表：振德医疗业务拆分及盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
基础伤口护理						税金及附加	0.48	0.42	0.26	0.36	0.39
收入	9.61	10.39	10.91	12.55	14.05	税金及附加率(%)	0.95%	0.68%	0.63%	0.75%	0.69%
YOY	15.1%	8.1%	5.0%	15.0%	12.0%	销售费用	3.67	4.77	4.50	4.65	5.35
毛利率	21.0%	21.3%	23.0%	23.3%	23.5%	销售费用率(%)	7.20%	7.77%	10.80%	9.80%	9.50%
造口及现代伤口护理						管理费用	4.42	5.07	5.01	4.74	5.46
收入	1.91	4.67	5.47	7.11	9.03	管理费用率(%)	8.67%	8.26%	12.00%	10.00%	9.70%
YOY	127.8%	144.6%	17.0%	30.0%	27.0%	研发费用	1.53	2.27	1.59	1.66	1.97
毛利率	47.1%	43.3%	44.0%	44.5%	45.0%	研发费用率(%)	3.01%	3.70%	3.80%	3.50%	3.50%
手术感控						财务费用	0.27	0.02	(0.42)	(0.24)	(0.28)
收入	15.51	12.20	14.95	18.23	22.24	财务费用率(%)	0.53%	0.03%	-1.00%	-0.50%	-0.50%
YOY	12.5%	-21.4%	22.5%	22.0%	22.0%	其他损益	0.87	-0.78	-1.21	0.36	0.14
毛利率	30.8%	30.8%	35.0%	35.5%	36.0%	营业利润	8.22	8.13	2.41	5.52	7.00
压力治疗与固定						利润总额	8.20	8.02	2.35	5.46	6.92
收入	4.05	4.90	4.51	5.45	6.54	减：所得税	0.99	0.99	0.23	0.55	0.69
YOY	28.6%	20.8%	-8.0%	21.0%	20.0%	所得税率(%)	12.07%	12.31%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.38%	36.50%	40.00%	40.50%	41.00%	净利润	7.21	7.03	2.11	4.91	6.23
感控防护						减：少数股东损益	1.25	0.22	0.10	0.10	0.10
收入	17.63	29.14	5.80	4.00	4.32	归母净利润	5.96	6.81	2.01	4.81	6.13
YOY	-76.9%	65.3%	-80.1%	-31.0%	8.0%	YOY	-76.63%	14.31%	-70.42%	138.91%	27.41%
毛利率	48.08%	40.06%	45.00%	39.00%	39.00%	归母净利润率	11.70%	11.10%	4.83%	10.15%	10.89%
其他	2.20	0.07	0.08	0.09	0.10						
营收合计	50.92	61.38	41.71	47.43	56.29						
YOY	-51.0%	20.5%	-32.0%	13.7%	18.7%						
毛利率	34.8%	35.0%	34.9%	34.4%	35.1%						

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

5.2 盈利预测的敏感性分析

表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	5,092	6,138	4,368	5,027	6,059
(+/-%)	-51.0%	20.5%	-28.8%	15.1%	20.5%
净利润(百万元)	596	681	586	925	1,155
(+/-%)	-76.6%	14.3%	-13.9%	57.7%	24.9%
每股收益(元)	2.62	2.56	2.20	3.47	4.33
中性预测					
营业收入(百万元)	5,092	6,138	4,171	4,743	5,629
(+/-%)	-51.0%	20.5%	-32.0%	13.7%	18.7%
净利润(百万元)	596	681	201	481	613
(+/-%)	-76.6%	14.3%	-70.4%	138.9%	27.4%
每股收益(元)	2.62	2.56	0.76	1.81	2.30
悲观预测					
营业收入(百万元)	5,092	6,138	3,974	4,465	5,215
(+/-%)	-51.0%	20.5%	-35.2%	12.3%	16.8%
净利润(百万元)	596	681	-143	93	152
(+/-%)	-76.6%	14.3%	--	-165.0%	63.4%
每股收益(元)	2.62	2.56	-0.54	0.35	0.57

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

5.3 绝对估值：27.15–31.09元

表：公司盈利预测假设条件（%）

公司	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	-51.04%	20.54%	-32.04%	13.71%	18.67%	15.67%	12.67%	9.67%	6.67%	3.67%	2.67%	2.17%
营业成本/营业收入	65.19%	65.03%	65.09%	65.57%	64.92%	64.82%	64.72%	64.62%	64.52%	64.42%	64.32%	64.22%
管理费用/营业收入	8.47%	7.96%	12.00%	10.00%	9.70%	9.50%	9.30%	9.10%	8.90%	8.70%	8.50%	8.30%
研发费用/营业收入	3.01%	3.70%	3.80%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
销售费用/销售收入	7.20%	7.77%	10.80%	9.80%	9.50%	9.40%	9.30%	9.20%	9.10%	9.00%	8.90%	8.80%
营业税及附加/营业收入	0.95%	0.68%	0.63%	0.75%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%
所得税税率	12.07%	12.31%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	93.21%	48.92%	50.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表：振德医疗FCFF估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	320.3	469.7	635.3	764.5	893.5	1,014.3	1,117.8	1,195.2	1,264.3	1,329.5	
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	288.2	422.7	571.8	688.0	804.2	912.9	1,006.0	1,075.7	1,137.9	1,196.6	
折旧与摊销	265.6	331.2	390.0	455.0	521.9	589.3	656.8	724.3	791.7	859.0	
营运资金的净变动	209.0	(53.1)	35.4	(38.0)	(34.9)	(25.6)	(10.0)	11.1	16.6	18.0	
资本性投资	(829.5)	(912.5)	(1,003.7)	(1,003.7)	(1,003.7)	(1,003.7)	(1,003.7)	(1,003.7)	(1,003.7)	(1,003.7)	
FCFF	(66.7)	(211.7)	(6.5)	101.3	287.5	472.9	649.1	807.4	942.4	1,069.8	15,376.9
PV(FCFF)	(61.1)	(177.9)	(5.0)	71.5	186.0	280.5	352.9	402.4	430.5	447.9	6,438.1
核心企业价值	8,365.7										
减：净债务	636.4										
股票价值	7,729.4										
每股价值	29.01										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设、分析

表：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆Beta	0.91	T	10.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.87%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆Beta	1.04
公司股价	20.7	Ke	9.79%
发行在外股数	266	E/(D+E)	86.13%
股票市值(E)	5516	D/(D+E)	13.87%
债务总额(D)	888	WACC	9.10%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

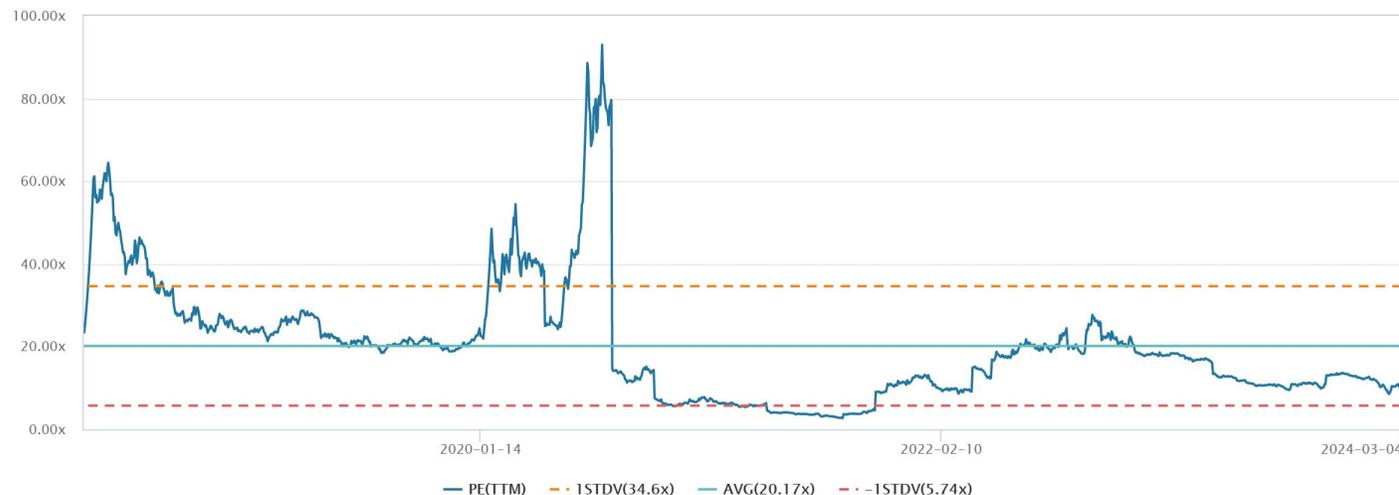
永续增长率变化	29.01	WACC变化				
		8.7%	8.9%	9.10%	9.3%	9.5%
2.6%		34.43	32.86	31.40	30.02	28.73
2.4%		33.44	31.95	30.55	29.24	28.01
2.2%		32.51	31.09	29.76	28.50	27.32
2.0%		31.64	30.28	29.01	27.81	26.67
1.8%		30.82	29.52	28.30	27.15	26.06
1.6%		30.05	28.80	27.63	26.52	25.47
1.4%		29.31	28.12	26.99	25.93	24.92

资料来源：国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2024-3-4

5.4 相对估值：27.09–28.90元

- 我们选取国内B端同行维力医疗、国内B+C端同行稳健医疗作为可比公司：
- 振德医疗海外OEM业务占比逐步下降，国内业务发展较快，占比稳步提升，在国内医院端及消费端逐渐形成品牌效应；随着公司国内C端业务的深耕、高端敷料业务的持续拓展，公司盈利能力有望持续提升，给予公司2024年PE 15–16x，合理价格区间为27.09–28.90元，对应市值区间为72–77亿元，较当前股价有31–40%溢价空间。

图：振德医疗历史估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 24/3/4	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	
603301.SH	振德医疗	20.70	55	2.87	0.76	1.81	2.30	8.10	27.38	11.46	8.99	12.29%	0.37	买入
300888.SZ	稳健医疗	35.46	211	3.90	2.85	2.06	2.43	18.47	12.44	17.22	14.56	14.10%	0.68	无评级
603309.SH	维力医疗	11.44	34	0.57	0.65	0.83	1.05	35.18	17.70	13.74	10.86	9.66%	0.77	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：稳健医疗、维力医疗盈利预测为wind一致预期

5.5 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

- **全球医用敷料行业已诞生数家大市值公司，国内医用敷料行业发展落后海外数十年。**根据Grand View Research，2022年全球伤口敷料市场规模达到137亿美元，其中高端伤口敷料市场规模为75亿美元，占比54%，预计2030年全球伤口敷料市场规模将达到190亿美元，CAGR为4.1%，其中高端敷料预计达到106亿美元，CAGR为4.5%。全球医用敷料行业诞生如3M、施乐辉、康乐保等数家大市值公司，我国医用敷料行业发展较为落后，行业集中度较低，高端敷料占比不足20%，与全球平均水平（>50%）有较大差距，且高端敷料领域几乎由外资垄断。
- **振德医疗是国内医用敷料行业龙头，由OEM外销向内销不断拓展。**振德医疗以传统医用敷料海外代工起家，出口额多年稳居国内同行业前三名，海外大客户已形成较强粘性。近年来，公司不断开发新产品，并抓住国内市场的发展机遇，逐步扩大内销业务，发展自主品牌，积极拓展国内医疗端、零售药店和电商渠道，2023上半年剔除隔离防护用品后的国内收入占比达到38%，较疫情前2019年的29%有明显提升，随着公司在国内高端敷料的进口替代推进、消费端业务拓展，国内业务收入占比有望持续提升。
- **布局“医疗+健康”五大板块，造口及现代伤口护理、手术感控业务有望快速发展。**振德医疗涵盖基础伤口护理、造口及现代伤口护理、手术感控、压力治疗与固定、感控防护等五大细分领域。手术感控、造口及现代伤口护理业务为公司重点发展业务，一方面不断加大技术自研，实现造口袋等产品的突破；另一方面，通过外延并购拓展“产品+渠道”，例如收购上海亚澳发力高端敷料业务，收购英国子公司丰富手术感控产品线，拓展英国市场。近年来手术感控、造口及现代伤口护理业务快速发展，收入占比有望持续提升。
- **规模与品牌效应构筑竞争力。**公司生产规模业内领先，并持续优化上游供应链和生产环节，具备较强的成本优势，未来有望在集采中抢占更多份额。此外，公司在新冠疫情期间通过口罩、防护服等防疫物资产品极大提升了品牌影响力，并加深了零售端客户的渗透，疫情后仍有望享受品牌红利，同时，防疫相关产品的销售也为公司积累了良好的现金流，有利于公司通过外延方式扩充产品线及渠道。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2023-2025年营收41.7/47.4/56.3亿元，同比增速-32%/14%/19%；归母净利润2.0/4.8/6.1亿元，同比增速-70%/139%/27%。随着国内C端业务的深耕、高端敷料业务的持续拓展，公司盈利能力有望提升；2024年疫情相关业务影响逐步出清，随着医院手术量恢复，常规产品增长逐季恢复，公司有望迎来业绩拐点。给予公司2024年PE 15-16x，合理价格区间为27.09-28.90元，对应市值区间为72-77亿元，较当前股价有31-40%溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**渠道库存出清慢于预期；收购标的整合不及预期；原材料涨价风险；行业整顿等政策风险；汇率波动风险。

5.6 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1358	2075	2362	2511	2762	营业收入	5092	6138	4171	4743	5629
应收款项	729	802	477	614	703	营业成本	3319	3992	2715	3110	3654
存货净额	833	930	579	689	793	营业税金及附加	48	42	26	36	39
其他流动资产	270	228	198	217	244	销售费用	367	477	450	465	535
流动资产合计	3196	4134	3715	4131	4601	管理费用	442	507	523	497	569
固定资产	2127	2474	2855	3413	3998	研发费用	153	227	159	166	197
无形资产及其他	445	564	542	519	497	财务费用	27	2	(42)	(24)	(28)
投资性房地产	634	651	651	651	651	投资收益	37	(60)	(3)	(9)	(24)
长期股权投资	20	73	73	73	73	资产减值及公允价值变动	33	64	(176)	(27)	(28)
资产总计	6422	7897	7836	8787	9820	其他收入	(137)	(310)	(79)	(72)	(109)
短期借款及交易性金融负债	670	139	500	892	1229	营业利润	822	813	241	552	700
应付款项	624	703	414	511	585	营业外净收支	(2)	(11)	(6)	(6)	(8)
其他流动负债	308	677	377	410	525	利润总额	820	802	235	546	692
流动负债合计	1603	1519	1291	1812	2340	所得税费用	99	99	23	55	69
长期借款及应付债券	145	388	388	388	388	少数股东损益	125	22	10	10	10
其他长期负债	234	233	294	359	401	归属于母公司净利润	596	681	201	481	613
长期负债合计	379	621	682	748	789	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1982	2140	1973	2560	3129	净利润	596	681	201	481	613
少数股东权益	373	215	220	224	228	资产减值准备	(82)	47	30	20	23
股东权益	4067	5542	5642	6003	6463	折旧摊销	134	185	266	331	390
负债和股东权益总计	6422	7897	7836	8787	9820	公允价值变动损失	(33)	(64)	176	27	28
						财务费用	27	2	(42)	(24)	(28)
						营运资本变动	(237)	349	209	(53)	35
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	其它	90	(35)	(26)	(16)	(18)
每股收益	2.62	2.56	0.76	1.81	2.30	经营活动现金流	469	1162	857	789	1071
每股红利	2.44	1.25	0.38	0.45	0.58	资本开支	0	(625)	(830)	(912)	(1004)
每股净资产	17.90	20.80	21.18	22.53	24.26	其它投资现金流	199	(94)	0	0	0
ROIC	13.19%	14.06%	5%	7%	8%	投资活动现金流	179	(772)	(830)	(912)	(1004)
ROE	14.65%	12.29%	4%	8%	9%	权益性融资	(38)	1018	0	0	0
毛利率	35%	35%	35%	34%	35%	负债净变化	50	243	0	0	0
EBIT Margin	15%	15%	8%	10%	11%	支付股利、利息	(555)	(333)	(101)	(120)	(153)
EBITDA Margin	18%	18%	14%	17%	18%	其它融资现金流	(49)	(511)	361	392	337
收入增长	-51%	21%	-32%	14%	19%	融资活动现金流	(1098)	327	260	272	184
净利润增长率	-77%	14%	-70%	139%	27%	现金净变动	(451)	717	287	149	251
资产负债率	37%	30%	28%	32%	34%	货币资金的期初余额	1809	1358	2075	2362	2511
股息率	10.1%	6.0%	1.8%	2.2%	2.8%	货币资金的期末余额	1358	2075	2362	2511	2762
P/E	7.9	8.1	27.4	11.5	9.0	企业自由现金流	0	692	(67)	(212)	(7)
P/B	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	权益自由现金流	0	424	313	188	329
EV/EBITDA	7.5	7.1	12.8	10.1	8.4						

资料来源: Wind, 公司资料和国信证券预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

■ 估值风险

我们结合相对估值与绝对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

■ 盈利预测的风险

包含但不限于：1) 疫情影响出清节奏不及预期；2) 手术感控、现代敷料等业务放量不达预期；3) 收购标的整合不及预期；4) 零售业务增长不及预期等。

■ 经营风险

产品质量风险：公司的主要产品属于直接接触伤口或者用于感染防护的医疗用品，其质量的安全性和稳定性对患者和医护人员的生命健康至关重要。公司已建立并将不断完善质量管理体系，制定并执行了严格的质量控制措施。但依然面临不可预见等因素带来的风险（如产品质量纠纷、诉讼、行政处罚等），会对本公司的经营能力及声誉造成不利影响。

原材料涨价风险：公司采购的原材料主要包括棉花、棉纱、医用坯布和无纺布，上游棉花、石油等大宗商品的价格波动对产品成本影响较大。若国际政治形势发生不利变化、经济发展前景不确定性增加，或者气候变化导致棉花减产，石油、棉花等大宗商品供求失衡，则会导致公司原材料价格发生波动，因而存在成本增加、利润下降的风险。

■ 政策风险

行业整顿等政策影响：公司产品属于医用低值耗材，医药行业整顿可能对医院采购公司产品的进程产生不利影响。

■ 其他风险

汇率波动风险：随着近年来公司国际业务规模快速增长，公司以美元等外币结算的销售规模不断上升。近年来，国际政治经济形势不确定因素增多，国家汇率市场化改革深入，人民币汇率波动较大，公司面临在外汇结算过程中的汇率波动风险。

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.GSI）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

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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