

振德医疗 (603301.SH)

收入端季度环比改善，常规业务加速增长可期

买入

核心观点

2023年受隔离防护用品需求减少及资产减值影响，业绩承压。2023年公司实现营收41.27亿元(-32.76%)，归母净利润1.98亿元(-70.87%)，扣非归母净利润1.90亿元(-73.04%)。其中23Q4单季营收9.18亿元(-52.69%)，归母净利润-1.02亿元(-145.17%)，扣非归母净利润-0.94亿元(-137.62%)。2023年业绩承压，主要系：1)隔离防护用品需求减少，收入5.8亿元(-79%)，影响收入端；2)计提存货跌价准备和资产减值准备2.09亿元(其中1.7亿元为隔离防护用品相关)，拖累表观利润。常规业务略有增长，剔除隔离防护用品后的常规业务收入35.22亿元(+4.90%)。2024年一季度营收9.64亿元(-25.88%)，归母净利润0.73亿元(-49.89%)，扣非归母净利润0.75亿元(-46.99%)。2024年一季度业绩仍受2023年Q1隔离防护用品高基数影响，常规业务略有增长。

造口及现代伤口护理、手术感控业务实现较快增长。分产品线看，2023年基础伤口护理业务实现收入10.72亿元(+3.2%)，造口及现代伤口护理业务收入5.39亿元(+15.3%)，手术感控业务收入14.26亿元(+16.9%)，压力治疗与固定业务收入4.27亿元(-12.9%)，感控防护业务收入6.41亿元(-78.0%)。基础伤口护理业务基本维持稳定，公司重点培育的造口及现代伤口护理、手术感控业务实现较快增长，压力治疗与固定业务受工厂搬迁影响有所下滑，感控防护业务受防疫类物资需求减少影响大幅下降。各业务线毛利率均有2pp-5pp的提升，主要系原材料成本下降及降本增效的影响。

剔除隔离防护用品，国内业务基本持平，海外业务有所增长。分地区看，公司2023年国内市场销售收入19.7亿元(-52.0%)，国际市场销售收入21.6亿元(+6.5%)。国内业务承压，主要系受隔离防护用品需求减少及行业整顿影响；海外业务略有增长，主要系受客户去库存及宏观经济因素影响。剔除隔离防护用品后，海外业务收入21.6亿元(+8.3%)；国内业务收入13.7亿元，同比基本持平，其中医院线收入8.72亿元(-7.7%)，线上和线下零售线收入4.45亿元(+20.9%)，国内院线受行业整顿影响有所承压，零售线渠道拓展顺利，收入快速增长。

投资建议：考虑行业整顿及隔离防护用品社会库存的影响，下调24、25年盈利预测，新增26年盈利预测，预计2024-2026年营收46.0/54.5/63.9亿元(原24、25年为47.4/56.3亿元)，同比增速11.5%/18.4%/17.4%，归母净利润4.1/5.2/6.7亿元(原24、25年为4.8/6.1亿元)，同比增速108.9%/25.2%/29.0%，当前股价对应PE=15/12/9x，维持“买入”评级。

风险提示：收购标的整合不及预期；原材料涨价风险；汇率波动风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,138	4,127	4,601	5,446	6,393
(+/-%)	20.5%	-32.8%	11.5%	18.4%	17.4%
归母净利润(百万元)	681	198	414	519	670
(+/-%)	14.3%	-70.9%	108.9%	25.2%	29.0%
每股收益(元)	2.56	0.74	1.56	1.95	2.51
EBIT Margin	14.6%	8.9%	8.5%	9.8%	11.1%
净资产收益率(ROE)	12.3%	3.7%	7.4%	8.7%	10.4%
市盈率(PE)	8.9	30.6	14.7	11.7	9.1
EV/EBITDA	7.6	12.9	11.5	9.2	7.7
市净率(PB)	1.10	1.13	1.09	1.02	0.94

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师: 张佳博
联系人: 凌琰

021-60375487

021-60375401

 zhangjiabo@guosen.com.cn | linglong@guosen.com.cn
 S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	22.34元
总市值/流通市值	5953/5953百万元
52周最高价/最低价	35.28/15.68元
近3个月日均成交额	40.37百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《振德医疗(603301.SH) - 国内海外双轮驱动, “医疗+健康”引领长期发展》——2024-03-07

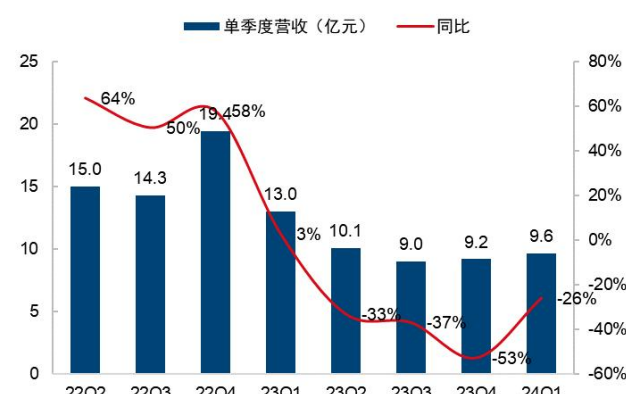
2023 年受隔离防护用品需求减少及资产减值影响，业绩承压。2023 年公司实现营收 41.27 亿元（-32.76%），归母净利润 1.98 亿元（-70.87%），扣非归母净利润 1.90 亿元（-73.04%）。其中 23Q4 单季营收 9.18 亿元（-52.69%），归母净利润-1.02 亿元（-145.17%），扣非归母净利润-0.94 亿元（-137.62%）。2023 年业绩承压，主要系：1）隔离防护用品需求减少，收入 5.8 亿元（-79%），影响收入端；2）计提存货跌价准备和资产减值准备 2.09 亿元（其中 1.7 亿元为隔离防护用品相关），拖累表现利润。常规业务略有增长，剔除隔离防护用品后的常规业务收入 35.22 亿元（+4.90%）。2024 年一季度营收 9.64 亿元（-25.88%），归母净利润 0.73 亿元（-49.89%），扣非归母净利润 0.75 亿元（-46.99%）。2024 年一季度业绩仍受 2023 年 Q1 隔离防护用品高基数影响，常规业务略有增长。

图1：振德医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：振德医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



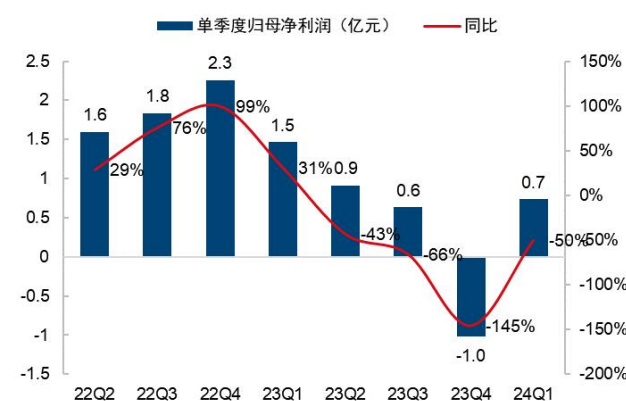
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：振德医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

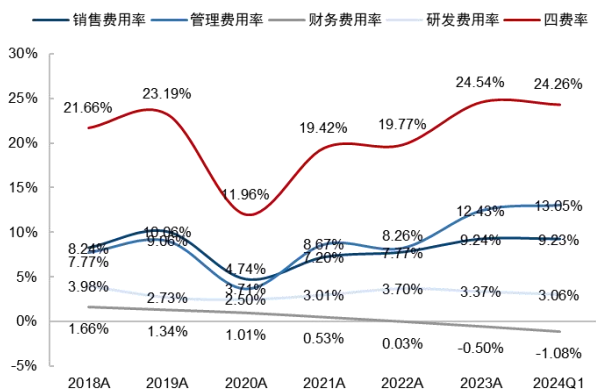
图4：振德医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

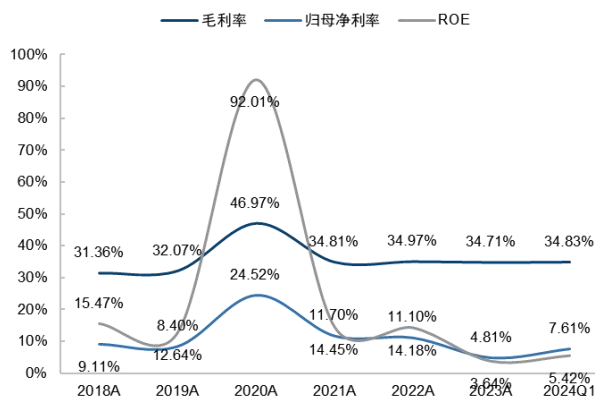
毛利率基本维持稳定，费用率提升。2023 年公司毛利率 34.71%（-0.26pp），毛利率较高的隔离防护用品收入大幅减少，但高端敷料业务占比提升以及公司持续推进降本增效，综合毛利率基本维持稳定；销售费用率 9.24%（+1.47pp），管理费用率 12.43%（+4.17pp），研发费用率 3.37%（-0.33pp），财务费用率-0.50%（-0.54pp），四费率 24.54%（+4.77pp），销售、管理费用率均有所上升，主要系营收规模减少所致。

图5: 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

图6: 振德医利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

造口及现代伤口护理、手术感控业务实现较快增长。分产品线看, 2023 年基础伤口护理业务实现收入 10.72 亿元 (+3.2%), 造口及现代伤口护理业务收入 5.39 亿元 (+15.3%), 手术感控业务收入 14.26 亿元 (+16.9%), 压力治疗与固定业务收入 4.27 亿元 (-12.9%), 感控防护业务收入 6.41 亿元 (-78.0%)。基础伤口护理业务基本维持稳定, 公司重点培育的造口及现代伤口护理、手术感控业务实现较快增长, 压力治疗与固定业务受工厂搬迁影响有所下滑, 感控防护业务受防疫类物资需求减少影响大幅下降。各业务线毛利率均有 2pp-5pp 的提升, 主要系原材料成本下降及降本增效的影响。

表1: 振德医疗各产品线增长情况

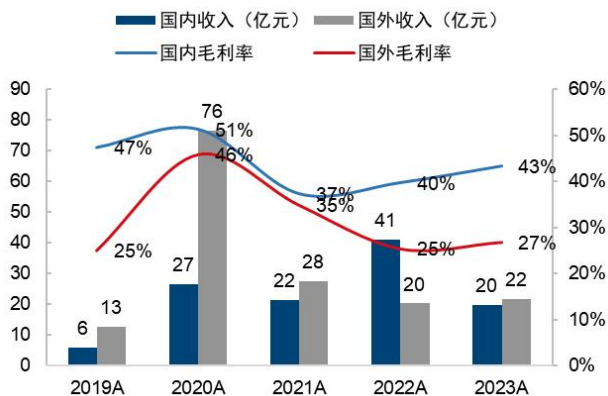
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
基础伤口护理						
收入	7.54	7.27	8.35	9.61	10.39	10.72
YOY		7.5%	0.0%	14.9%	15.1%	8.1%
毛利率	27.4%	24.4%	23.0%	21.0%	21.3%	23.4%
造口及现代伤口护理						
收入	0.65	0.73	0.84	1.91	4.67	5.39
YOY		30.2%	11.2%	15.4%	127.8%	144.6%
毛利率	55.1%	54.7%	56.9%	47.1%	43.3%	46.0%
手术感控						
收入	3.92	6.36	13.79	15.51	12.20	14.26
YOY		18.4%	0.0%	116.7%	12.5%	-21.4%
毛利率	35.7%	35.5%	37.3%	30.8%	30.8%	32.9%
压力治疗与固定						
收入	1.65	2.83	3.15	4.05	4.90	4.27
YOY		-2.8%	71.4%	11.5%	28.6%	20.8%
毛利率	34.95%	38.44%	40.75%	35.38%	36.50%	41.81%
感控防护						
收入		1.07	76.38	17.63	29.14	6.41
YOY		0.0%	7016.5%	-76.9%	65.3%	-78.0%
毛利率		39.57%	52.20%	48.08%	40.06%	44.22%
营收合计	14.29	18.68	103.99	50.92	61.38	41.27
YOY		9.4%	30.7%	456.7%	-51.0%	20.5%
毛利率	31.4%	32.1%	47.0%	34.8%	35.0%	34.7%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

剔除隔离防护用品, 国内业务基本持平, 海外业务有所增长。分地区看, 公司 2023 年国内市场销售收入 19.7 亿元 (-52.0%), 国际市场销售收入 21.6 亿元 (+6.5%)。

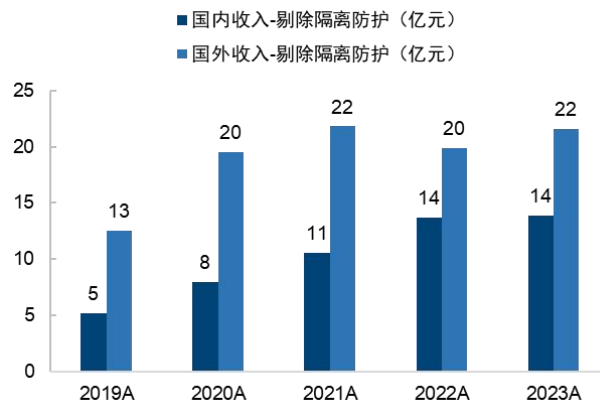
国内业务承压，主要系受隔离防护用品需求减少及行业整顿影响；海外业务略有增长，主要系受客户去库存及宏观经济因素影响。剔除隔离防护用品后，海外业务收入 21.6 亿元 (+8.3%)；国内业务收入 13.7 亿元，同比基本持平，其中医院线收入 8.72 亿元 (-7.7%)，线上和线下零售线收入 4.45 亿元 (+20.9%)，国内院线受行业整顿影响有所承压，零售线渠道拓展顺利，收入快速增长。

图7: 振德医疗国内外收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 振德医疗国内外收入情况（剔除隔离防护用品）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑行业整顿及隔离防护用品社会库存的影响，下调 24、25 年盈利预测，新增 26 年盈利预测，预计 2024-2026 年营收 46.0/54.5/63.9 亿元（原 24、25 年为 47.4/56.3 亿元），同比增速 11.5%/18.4%/17.4%，归母净利润 4.1/5.2/6.7 亿元（原 24、25 年为 4.8/6.1 亿元），同比增速 108.9%/25.2%/29.0%，当前股价对应 PE=15/12/9x，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/5/10 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	23A	24E	
603301.SH	振德医疗	22.81	61	0.74	1.56	1.95	2.51	30.63	14.66	11.71	9.08	3.70%	0.54	0.54	0.54	买入
300888.SZ	稳健医疗	31.26	184	0.98	1.68	1.95	2.02	31.68	18.63	16.04	15.49	5.03%	5.18	5.18	5.18	无评级
603309.SH	维力医疗	13.37	39	0.66	0.83	1.04	1.30	20.36	16.14	12.84	10.27	10.59%	0.63	0.63	0.63	无评级

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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2075	1052	1231	1273	1400	营业收入	6138	4127	4601	5446	6393
应收款项	802	586	638	746	890	营业成本	3992	2695	3038	3564	4150
存货净额	930	801	760	908	1106	营业税金及附加	42	33	46	54	64
其他流动资产	228	126	185	196	227	销售费用	477	381	423	490	563
流动资产合计	4134	2720	2970	3278	3779	管理费用	507	513	576	623	696
固定资产	2474	2759	3061	3402	3764	研发费用	227	139	152	180	211
无形资产及其他	564	607	583	559	534	财务费用	2	(21)	(23)	27	32
投资性房地产	651	1057	1057	1057	1057	投资收益	(60)	7	10	10	10
长期股权投资	73	123	123	123	123	资产减值及公允价值变动	64	186	(20)	(20)	(20)
资产总计	7897	7267	7794	8420	9258	其他收入	(310)	(493)	(48)	(75)	(107)
短期借款及交易性金融负债	139	336	500	504	640	营业利润	813	226	482	601	772
应付款项	703	413	502	574	661	营业外净收支	(11)	(7)	0	0	0
其他流动负债	677	424	429	552	616	利润总额	802	219	482	601	772
流动负债合计	1519	1172	1431	1630	1918	所得税费用	99	5	58	72	93
长期借款及应付债券	388	200	200	200	200	少数股东损益	22	15	10	10	10
其他长期负债	233	290	354	393	447	归属于母公司净利润	681	198	414	519	670
长期负债合计	621	490	554	593	647	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2140	1662	1985	2223	2565	净利润	681	198	414	519	670
少数股东权益	215	239	237	234	229	资产减值准备	47	125	49	24	28
股东权益	5542	5366	5573	5962	6464	折旧摊销	185	236	313	365	412
负债和股东权益总计	7897	7267	7794	8420	9258	公允价值变动损失	(64)	(186)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	2	(21)	(23)	27	32
每股收益	2.56	0.74	1.56	1.95	2.51	营运资本变动	349	(320)	136	(9)	(139)
每股红利	1.25	1.59	0.78	0.49	0.63	其它	(35)	(142)	(51)	(26)	(34)
每股净资产	20.80	20.14	20.92	22.38	24.26	经营活动现金流	1162	(89)	882	892	956
ROIC	14.06%	6.67%	6%	7%	9%	资本开支	0	(810)	(659)	(725)	(798)
ROE	12.29%	3.70%	7%	9%	10%	其它投资现金流	(94)	(56)	0	0	0
毛利率	35%	35%	34%	35%	35%	投资活动现金流	(147)	(916)	(659)	(725)	(798)
EBIT Margin	15%	9%	8%	10%	11%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	15%	17%	18%	负债净变化	243	(188)	0	0	0
收入增长	21%	-33%	11%	18%	17%	支付股利、利息	(333)	(424)	(207)	(130)	(167)
净利润增长率	14%	-71%	109%	25%	29%	其它融资现金流	(114)	1205	164	4	136
资产负债率	30%	26%	29%	29%	30%	融资活动现金流	(298)	(18)	(43)	(126)	(32)
股息率	5.5%	7.0%	3.4%	2.1%	2.8%	现金净变动	717	(1023)	180	41	127
P/E	8.9	30.6	14.7	11.7	9.1	货币资金的期初余额	1358	2075	1052	1231	1273
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	货币资金的期末余额	2075	1052	1231	1273	1400
EV/EBITDA	7.6	12.9	11.5	9.2	7.7	企业自由现金流	0	(537)	132	101	99
						权益自由现金流	0	481	296	103	233

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032