

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

振德医疗(603301)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

减值计提短期影响盈利水平, 国内外市场双轮驱动, 成长可期

常规业务逐步恢复, 渠道覆盖加强助力增长

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 常规业务逐季向好, 境外有望加速发展

2024年09月01日

**事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024 年上半年实现营业收入 20.42 亿元 (yoy-11.44%), 实现归母净利润 1.61 亿元 (yoy-32.13%), 扣非归母净利润 1.62 亿元 (yoy-27.57%), 经营活动产生的现金流量净额 1.14 亿元 (yoy-10.06%), 其中单二季度实现营业收入 10.79 亿元 (yoy+7.25%), 归母净利润 0.88 亿元 (yoy-3.51%), 扣非归母净利润 0.87 亿元 (yoy+5.75%)。

**点评:**

- **剔除隔离防护用品后营收增长 8%, 四大常规业务均逐季向好。** 2024H1 公司实现营收 20.42 亿元 (yoy-11.44%), 剔除隔离防护用品后营收为 19.53 亿元 (yoy+7.53%), 常规业务保持稳步增长。从季度趋势来看, 公司 2024Q2 实现营收 10.79 亿元 (yoy+7.25%), 剔除隔离防护用品实现营收 10.40 亿元 (yoy+11.85%), 较 2024Q1 环比增长 13.94%, 其中基础护理业务环比增长 12.96%、手术感控业务环比增长 10.29%、造口及现代伤口护理业务环比增长 22.34%、压力治疗与固定业务环比增长 16.31%, 四大常规业务均呈现逐季向好的增长态势。从盈利能力角度来看, 公司 2024H1 销售毛利率为 35.41% (yoy+0.68pp), 其中 Q1、Q2 分别为 34.83%、35.93%, 逐季提升, 我们认为销售毛利率提升是因为高毛利的手术感控、造口及现代伤口护理、压力治疗与固定业务线收入占比逐步提升, 分别提升 6.38\5.31\2.43pp。
- **院端+零售双轮驱动, 境内常规收入增长 19%, 境外需求逐步恢复, 有望加速发展。** 境内市场方面, 公司通过优化组织结构和产品组合, 提升市场覆盖和渗透, 2024H1 境内市场实现收入 8.96 亿元, 剔除隔离防护用品后收入为 8.07 亿元 (yoy+19.20%), 其中: ①得益于客户数量不断增加 (产品已覆盖全国超 8500 家医院, 其中三甲医院约 1200 家), 手术感控、伤造口护理等核心产品不断优化升级, 市场份额不断提升, 医院端实现收入 5.02 亿元 (yoy+17.69%); ②零售端实现收入 2.78 亿元 (yoy+26.82%), 我们认为主要是公司渠道能力加强, 业务边界不断拓展, 公司加强和药店合作, 同时传统直管电商业务稳扎稳打, 并发力内容电商, 品牌知名度不断提升。国际市场方面, 公司通过提升供应链能力、加快海外生产基地建设等措施, 增强产品市场竞争力和客户满意度, 境外市场实现营业收入 11.40 亿元 (yoy+0.43%), 剔除隔离防护用品后收入为 11.39 亿元 (yoy+0.68%), 其中 2024Q2 实现收入 6.02 亿元 (yoy+3.70%), 较 2024Q1 环比增长 11.68%, 我们认为随着境外需求逐步恢复, 境外收入增长有望加快。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 44.56、52.99、63.16 亿元, 同比增速分别为 8.0%、18.9%、19.2%, 实现归母净利润为 4.00、5.03、6.32 亿元, 同比分别增长 101.7%、25.7%、25.7%, 对应当前股价 PE 分别为 14、11、9 倍。

- **风险因素：**新产品需求不及预期风险；汇率波动影响汇兑损益风险；市场竞争加剧风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,138	4,127	4,456	5,299	6,316
增长率 YoY %	20.5%	-32.8%	8.0%	18.9%	19.2%
归属母公司净利润 (百万元)	680	198	400	503	632
增长率 YoY%	14.1%	-70.8%	101.7%	25.7%	25.7%
毛利率%	35.0%	34.7%	34.8%	34.9%	35.1%
净资产收益率ROE%	12.3%	3.7%	7.0%	8.2%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	2.55	0.74	1.50	1.89	2.37
市盈率 P/E(倍)	8.12	27.84	13.81	10.99	8.74
市净率 P/B(倍)	1.00	1.03	0.97	0.91	0.84

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年08月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	4,134	2,720	3,291	3,789	4,443	
货币资金	2,075	1,052	1,302	1,529	1,837	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	768	540	718	824	968	
预付账款	161	51	70	79	93	
存货	930	801	807	954	1,127	
其他	201	276	394	402	418	
<b>非流动资产</b>	3,762	4,547	4,775	4,899	4,995	
长期股权投资	73	123	123	123	123	
固定资产(合计)	1,960	2,371	2,394	2,407	2,409	
无形资产	564	607	705	788	869	
其他	1,164	1,446	1,553	1,580	1,595	
<b>资产总计</b>	7,896	7,267	8,066	8,688	9,438	
<b>流动负债</b>	1,519	1,172	1,311	1,520	1,761	
短期借款	124	220	455	515	565	
应付票据	11	14	26	23	29	
应付账款	692	398	403	474	558	
其他	692	540	426	508	609	
<b>非流动负债</b>	621	490	762	762	762	
长期借款	388	200	480	480	480	
其他	233	290	282	282	282	
<b>负债合计</b>	2,140	1,662	2,073	2,282	2,523	
少数股东权益	215	239	271	306	354	
归属母公司股东权益	5,540	5,366	5,722	6,100	6,562	
<b>负债和股东权益</b>	7,896	7,267	8,066	8,688	9,438	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	6,138	4,127	4,456	5,299	6,316	
同比(%)	20.5%	-32.8%	8.0%	18.9%	19.2%	
归属母公司净利润	680	198	400	503	632	
同比(%)	14.1%	-70.8%	101.7%	25.7%	25.7%	
毛利率(%)	35.0%	34.7%	34.8%	34.9%	35.1%	
ROE%	12.3%	3.7%	7.0%	8.2%	9.6%	
EPS(摊薄)(元)	2.55	0.74	1.50	1.89	2.37	
P/E	8.12	27.84	13.81	10.99	8.74	
P/B	1.00	1.03	0.97	0.91	0.84	
EV/EBITDA	7.85	11.39	8.19	6.60	5.21	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	6,138	4,127	4,456	5,299	6,316	
营业成本	3,992	2,695	2,904	3,447	4,096	
营业税金及附加	42	33	35	41	49	
销售费用	477	381	401	477	581	
管理费用	507	513	570	662	771	
研发费用	227	139	143	180	215	
财务费用	2	-21	-20	-19	-28	
减值损失合计	-76	-207	-26	-20	-15	
<b>投资净收益</b>	-60	7	2	3	4	
其他	57	40	68	83	103	
<b>营业利润</b>	813	226	467	576	724	
营业外收支	-11	-7	0	0	0	
<b>利润总额</b>	802	219	467	576	724	
所得税	100	5	35	38	45	
<b>净利润</b>	702	213	432	538	679	
少数股东损益	22	15	32	35	47	
<b>归属母公司净利润</b>	680	198	400	503	632	
EBITDA	1,099	531	635	762	916	
EPS(当年)(元)	2.87	0.74	1.50	1.89	2.37	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1,246	452	490	693	813	
净利润	702	213	432	538	679	
折旧摊销	195	244	188	205	220	
财务费用	12	17	33	46	48	
投资损失	60	-7	-2	-3	-4	
营运资金变动	169	-236	-204	-123	-155	
其它	109	220	43	30	24	
<b>投资活动现金流</b>	-993	-1,058	-521	-321	-307	
资本支出	-745	-587	-463	-323	-311	
长期投资	-242	-471	-102	0	0	
其他	-6	0	44	3	4	
<b>筹资活动现金流</b>	456	-423	269	-146	-198	
吸收投资	1,018	0	0	0	0	
借款	-294	-92	515	60	50	
支付利息或股息	-333	-424	-166	-206	-248	
<b>现金流净增加额</b>	706	-1,016	251	227	308	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。