

振德医疗（603301.SH）——2024年中报点评

24Q2 表现业绩拐点显现，国内业务增长亮眼

优于大市

核心观点

24H1 受隔离防护用品基数影响业绩有所下滑，24Q2 业绩拐点显现。2024 上半年公司实现营收 20.42 亿元（-11.44%），归母净利润 1.61 亿元（-32.13%），扣非归母净利润 1.62 亿元（-27.57%）。其中 24Q2 单季营收 10.79 亿元（+7.25%），归母净利润 0.88 亿元（-3.51%），扣非归母净利润 0.87 亿元（+5.75%）。2024H1 表现业绩有所下滑，主要系 23Q1 隔离防护用品基数较高所致。24Q2 业绩拐点显现，收入端实现同环比增长，归母净利润环比增长，同比略有下滑，主要系受政府补助和汇率波动影响，扣非归母净利润实现同环比增长。

常规业务逐季向好，海外、国内院线、零售线业务均实现正增长。剔除隔离防护用品后，2024H1 公司常规业务收入 19.53 亿元，同比增长 7.53%，24Q2 常规业务收入 10.40 亿元，同比增长 11.85%，较 24Q1 环比增长 13.94%。分业务线看，24H1 海外常规业务收入 11.39 亿元（+0.68%），国内市场医院线常规业务收入 5.02 亿元（+17.69%），国内零售线常规业务收入 2.78 亿元（+26.82%），各终端常规业务均实现正增长，国内院线和零售线增长显著。

毛利率稳中有升，费用率有所提升。2024 上半年公司毛利率 35.41%（+0.68pp），毛利率提升主要系受益于收入结构改善，毛利率较高的现代伤口敷料和手术感控业务占比提升；销售费用率 8.75%（-0.63pp），管理费用率 12.87%（+1.85pp），研发费用率 3.06%（-0.51pp），财务费用率-0.53%（+0.53pp），四费率 24.14%（+1.24pp），费用率有所提升，主要系营收规模减少所致。

投资建议：考虑国内行业整顿对新产品进院影响及海外去库存影响，略下调盈利预测，预计 2024-2026 年营收 45.0/52.7/61.7 亿元（原为 46.0/54.5/63.9 亿元），同比增速 9%/17%/17%，归母净利润 4.0/5.2/6.5 亿元（原为 4.1/5.2/6.7 亿元），同比增速 104%/30%/24%，当前股价对应 PE=14/10/8x，维持“优于大市”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	4,501	5,274	6,172
(+/-%)	20.5%	-32.8%	9.1%	17.2%	17.0%
归母净利润(百万元)	681	198	404	525	649
(+/-%)	14.3%	-70.9%	103.7%	29.9%	23.6%
每股收益(元)	2.56	0.74	1.52	1.97	2.43
EBIT Margin	14.6%	8.9%	8.5%	10.2%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	3.7%	7.3%	8.8%	10.1%
市盈率 (PE)	8.1	27.7	13.6	10.5	8.5
EV/EBITDA	7.1	11.9	10.7	8.5	7.3
市净率 (PB)	0.99	1.02	0.99	0.92	0.85

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

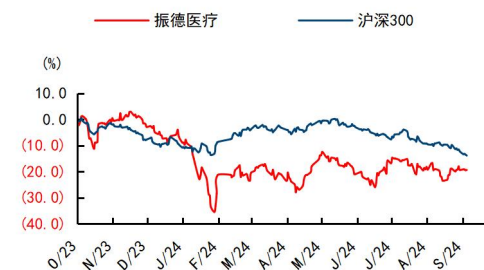
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 021-60375487
联系人：凌琰 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.61 元
总市值/流通市值	5492/5492 百万元
52 周最高价/最低价	27.62/15.68 元
近 3 个月日均成交额	20.26 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

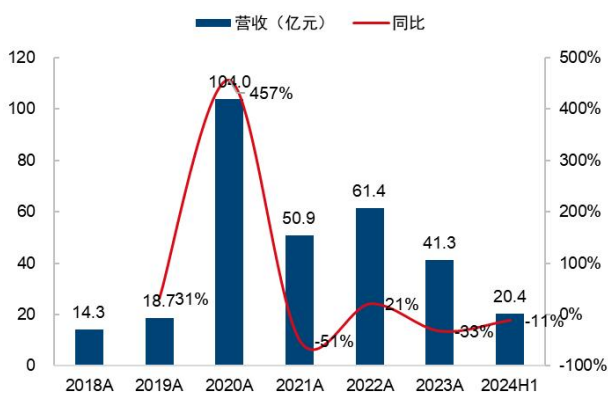
相关研究报告

《振德医疗（603301.SH）-收入端季度环比改善，常规业务加速增长可期》——2024-05-14
《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

24H1 受隔离防护用品基数影响业绩有所下滑，24Q2 业绩拐点显现。2024 上半年公司实现营收 20.42 亿元（-11.44%），归母净利润 1.61 亿元（-32.13%），扣非归母净利润 1.62 亿元（-27.57%）。其中 24Q2 单季营收 10.79 亿元（+7.25%），归母净利润 0.88 亿元（-3.51%），扣非归母净利润 0.87 亿元（+5.75%）。2024H1 表观业绩有所下滑，主要系 23Q1 隔离防护用品基数较高所致。24Q2 业绩拐点显现，收入端实现同环比增长，归母净利润环比增长，同比略有下滑，主要系受政府补助和汇率波动影响，扣非归母净利润实现同环比增长。

常规业务逐季向好，海外、国内院线、零售线业务均实现正增长。剔除隔离防护用品后，2024H1 公司常规业务收入 19.53 亿元，同比增长 7.53%，24Q2 常规业务收入 10.40 亿元，同比增长 11.85%，较 24Q1 环比增长 13.94%。分业务线看，24H1 海外常规业务收入 11.39 亿元（+0.68%），国内市场医院线常规业务收入 5.02 亿元（+17.69%），国内零售线常规业务收入 2.78 亿元（+26.82%），各终端常规业务均实现正增长，国内院线和零售线增长显著。

图1：振德医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



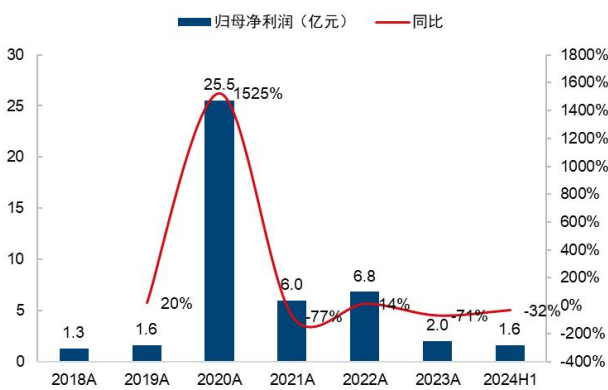
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

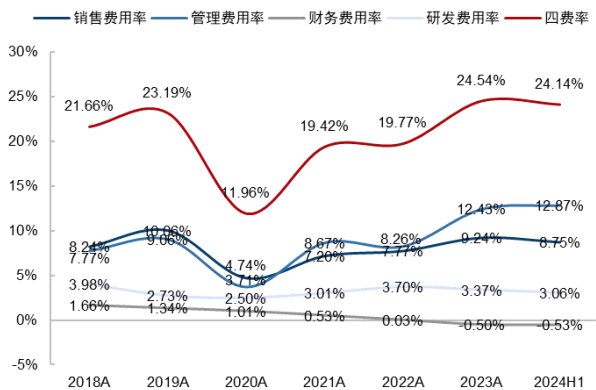


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率稳中有升，费用率有所提升。2024 上半年公司毛利率 35.41%（+0.68pp），毛利率提升主要系受益于收入结构改善，毛利率较高的现代伤口敷料和手术感控业务占比提升；销售费用率 8.75%（-0.63pp），管理费用率 12.87%（+1.85pp），

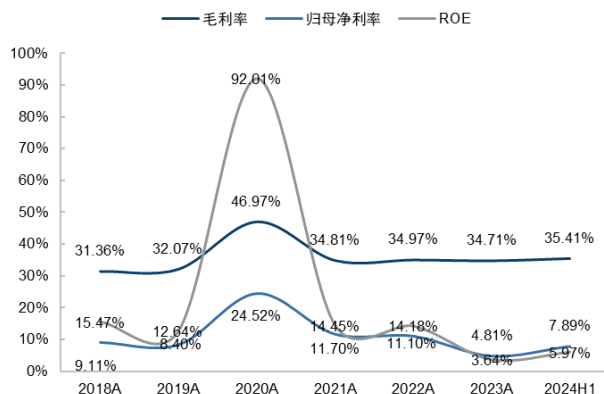
研发费用率 3.06% (-0.51pp)，财务费用率-0.53% (+0.53pp)，四费率 24.14% (+1.24pp)，费用率有所提升，主要系营收规模减少所致。

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

造口及现代伤口护理增速亮眼，收入占比持续提升。分产品线看，2024H1 基础伤口护理业务实现收入 5.55 亿元 (+2.1%)，造口及现代伤口护理业务收入 3.31 亿元 (+31.7%)，手术感控业务收入 7.92 亿元 (+6.0%)，压力治疗与固定业务收入 2.35 亿元 (+12.2%)。基础伤口护理和手术感控业务受海外客户去库存影响，造口及现代伤口护理业务快速增长，收入占比持续提升至 16.2% (+5.3pp)。

表1: 振德医疗各产品线增长情况

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
基础伤口护理						
收入	7.27	8.35	9.61	10.39	10.72	5.55
YOY	0.0%	14.9%	15.1%	8.1%	3.2%	-2.1%
毛利率	24.4%	23.0%	21.0%	21.3%	23.4%	26.6%
造口及现代伤口护理						
收入	0.73	0.84	1.91	4.67	5.39	3.31
YOY	11.2%	15.4%	127.8%	144.6%	15.3%	31.7%
毛利率	54.7%	56.9%	47.1%	43.3%	46.0%	47.2%
手术感控						
收入	6.36	13.79	15.51	12.20	14.26	7.92
YOY	0.0%	116.7%	12.5%	-21.4%	16.9%	6.0%
毛利率	35.5%	37.3%	30.8%	30.8%	32.9%	35.1%
压力治疗与固定						
收入	2.83	3.15	4.05	4.90	4.27	2.35
YOY	71.4%	11.5%	28.6%	20.8%	-12.9%	12.2%
毛利率	38.4%	40.8%	35.4%	36.5%	41.8%	41.3%
感控防护						
收入	1.07	76.38	17.63	29.14	6.41	1.24
YOY	0.0%	7016.5%	-76.9%	65.3%	-78.0%	-76.4%
毛利率	39.6%	52.2%	48.1%	40.1%	44.2%	35.9%
营收合计	18.68	103.99	50.92	61.38	41.27	20.42
YOY	30.7%	456.7%	-51.0%	20.5%	-32.8%	-11.4%
毛利率	32.1%	47.0%	34.8%	35.0%	34.7%	35.4%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 考虑国内行业整顿对新产品进院影响及海外去库存影响，略下调盈利预测，预计 2024-2026 年营收 45.0/52.7/61.7 亿元(原为 46.0/54.5/63.9 亿元)，同比增速 9%/17%/17%，归母净利润 4.0/5.2/6.5 亿元(原为 4.1/5.2/6.7 亿元)，

同比增速 104%/30%/24%，当前股价对应 PE=14/10/8x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/9/12 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			
603301.SH	振德医疗	20.61	55	0.74	1.52	1.97	2.43	27.68	13.59	10.46	8.47	3.70%	0.51		优于大市	
300888.SZ	稳健医疗	24.82	146	0.98	1.44	1.65	1.86	25.16	17.24	15.00	13.32	5.03%	1.37		无评级	
603309.SH	维力医疗	10.55	31	0.66	0.80	0.99	1.24	16.07	13.25	10.63	8.50	10.59%	0.56		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	1241	1273	1400	营业收入	6138	4127	4501	5274	6172
应收款项	802	586	624	723	859	营业成本	3992	2695	2958	3429	3976
存货净额	930	801	738	870	1055	营业税金及附加	42	33	45	53	62
其他流动资产	228	126	181	189	219	销售费用	477	381	405	475	556
流动资产合计	4134	2720	2939	3211	3689	管理费用	507	513	587	604	691
固定资产	2474	2759	3061	3402	3764	研发费用	227	139	149	174	204
无形资产及其他	564	607	583	559	534	财务费用	2	(21)	(23)	26	31
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	7764	8352	9168	其他收入	(310)	(493)	(44)	(70)	(99)
短期借款及交易性金融负债	139	336	500	483	621	营业利润	813	226	474	608	748
应付款项	703	413	487	550	631	营业外净收支	(11)	(7)	0	0	0
其他流动负债	677	424	419	530	594	利润总额	802	219	474	608	748
流动负债合计	1519	1172	1406	1563	1845	所得税费用	99	5	57	73	90
长期借款及应付债券	388	200	200	200	200	少数股东损益	22	15	13	10	10
其他长期负债	233	290	354	393	447	归属于母公司净利润	681	198	404	525	649
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	1960	2157	2492	净利润	681	198	404	525	649
少数股东权益	215	239	236	234	228	资产减值准备	47	125	49	24	28
股东权益	5542	5366	5568	5961	6448	折旧摊销	185	236	313	365	412
负债和股东权益总计	7897	7267	7764	8352	9168	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)	26	31
每股收益	2.56	0.74	1.52	1.97	2.43	营运资本变动	349	(320)	152	(2)	(125)
每股红利	1.25	1.59	0.76	0.49	0.61	其它	(35)	(142)	(51)	(26)	(34)
每股净资产	20.80	20.14	20.90	22.37	24.20	经营活动现金流	1162	(89)	886	905	950
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%	36%	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%	9%	17%	17%	支付股利、利息	(333)	(424)	(202)	(131)	(162)
净利润增长率	14%	-71%	104%	30%	24%	其它融资现金流	(114)	1205	164	(17)	137
资产负债率	30%	26%	28%	29%	30%	融资活动现金流	(298)	(18)	(38)	(148)	(25)
股息率	6.1%	7.7%	3.7%	2.4%	3.0%	现金净变动	717	(1023)	189	32	127
P/E	8.1	27.7	13.6	10.5	8.5	货币资金的期初余额	1358	2075	1052	1241	1273
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	2075	1052	1241	1273	1400
EV/EBITDA	7.1	11.9	10.7	8.5	7.3	企业自由现金流	0	(537)	141	113	91
						权益自由现金流	0	481	305	95	227

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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