

24 年业绩符合预期，海外收入增速稳健

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，实现营收 42.6 亿元（+3.3%），归母净利润 3.85 亿元（+94.1%）。同日，发布 2025 年一季报，2025 年一季度实现营收 9.9 亿元（+2.9%），归母净利润 0.51 亿元（-30.2%）。24 年业绩符合预期，海外收入增速稳健。
- **24 年业绩符合预期，海外收入增速稳健。**分季度看 2024Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 9.6/10.8/10.8/11.4 亿元（-25.9%/+7.3%/+19.9%/+24%），单季度归母净利润分别为 0.7/0.9/1.5/0.78 亿元（-49.9%/-3.5/+131.7%/+176.1%）。收入增长主要来自海外业务以及去库存的影响逐步降低。另外，公司剔除隔离防护用品后的核心业务收入和毛利率实现了增长。24 年归母净利润高增，主要因为 1) 23 年有计提存货跌价准备和资产减值准备形成利润低基数；2) 隔离防护用品销售下降以及绍兴鉴水科技城开发有限公司收购公司位于浙江省绍兴市越城区东湖镇小皋埠村的国有土地使用权及房屋等资产产生资产处置收益。
- **国内院内表现优异，海外业务去库存影响消除。**公司实现境内主营业务收入 17.72 亿元，较上年同期减少 8.96%，其中隔离防护用品实现境内收入 1.58 亿元，较上年同期减少 4.22 亿元，剔除隔离防护用品后公司报告期内实现境内收入 16.15 亿元，同口径较上年同期增长 18.08%。其中，公司实现国内市场医院线收入 11.12 亿元，剔除隔离防护用品后实现国内市场医院线收入 10.61 亿元，同口径较上年同期增长 21.69%；公司实现线上和线下零售线业务收入 5.94 亿元，剔除隔离防护用品后公司实现线上和线下零售业务收入 4.88 亿元，同口径较上年同期增长 9.77%；其他为公司直销业务。从渠道端来看，1) 国内围绕医院、药房、电商进行渠道拓展，零售端采取“线上+线下”协同发力。24 年院端高增，产品组合增加，医院覆盖也增加；2) 海外销售主要采取 OEM/ODM 模式，公司已与多个知名医疗器械品牌商建立了长期战略合作，未来将重点拓展现有客户的销售品类和合作份额。海外去库存影响消除，收入增速较高。
- **坚持创新驱动，持续研发投入。**公司以创面/造口产品、感控材料等领域为主要研发方向，完成博士后工作站课题《海藻酸盐基复合水凝胶的仿生构建及原位诱导皮肤创伤修复研究》的中期考核，项目进度和指标要求均达到设定目标；进一步深入与浙江大学等科研院所的技术合作，围绕高分子材料应用于创面/造口的胶流体改性的技术开发项目，取得进展；在新型抗菌材料方面按计划完成了技术开发的里程碑阶段，推进在低毒、选择性抗菌、无耐药风险、促进慢性难愈创面愈合方面的新型材料和技术应用，完成了选择性抗真菌妇科凝胶的配方设计及抗真菌有效性验证；完成了用于糖尿病创面修复的抗菌敷料的凝胶体系设计及相关验证研究，达到预期设定的目标。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.3、5.2、6.3 亿元。预计公司 25 年收入端增速 16.6%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发失败风险、汇率波动风险、市场开拓风险、贸易摩擦风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4263.89	4971.41	5774.88	6716.16
增长率	3.32%	16.59%	16.16%	16.30%
归属母公司净利润（百万元）	385.17	433.95	524.65	634.43
增长率	94.14%	12.66%	20.90%	20.92%
每股收益 EPS（元）	1.45	1.63	1.97	2.38
净资产收益率 ROE	6.74%	7.13%	8.00%	8.93%
PE	13	12	10	8
PB	0.90	0.85	0.79	0.73

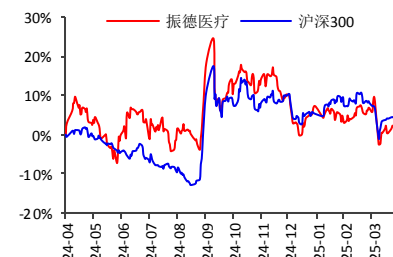
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
电话：021-68416017
邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.66
流通 A 股(亿股)	2.66
52 周内股价区间(元)	19.14-25.39
总市值(亿元)	51.00
总资产(亿元)	81.34
每股净资产(元)	21.42

相关研究

1. 振德医疗（603301）：24Q3 业绩符合预期，海外去库存影响消除（2024-11-07）

盈利预测

关键假设：

假设 1：手术感控：受益于一次性手术感控产品和定制化手术组合包的放量，预计 2025~2027 年销量增速分别为 18%、18%、18%。24 年毛利率略有提高主要因为原材料成本整体下降以及供应链效率提升，25-27 年预计毛利率维持稳定。

假设 2：基础伤口护理：行业较为成熟，竞争激烈，预计 2025~2027 年销量增速分别为 12%、12%、12%。25-27 年预计毛利率维持稳定。

假设 3：压力治疗与固定：预计随着 25 年经销商压力减轻和医院医疗活动的持续恢复会陆续好转。预计 2025~2027 年销量增速分别为 18%、18%、18%。25-27 年预计毛利率维持稳定。

假设 4：造口及现代伤口护理：随着公司战略发力以及齐全的产品线，叠加收购上海亚澳贡献增量，预计 2025~2027 年销量增速 25%、20%、20%。25-27 年预计毛利率维持稳定。

假设 5：感染防护：主要是防疫类防护用品，23 年随着疫情影响的逐步消除，营收大幅下降，24 年收入持续下降。24 年毛利率有所下降，系高毛利新冠相关产品的销售额逐步降低，带动整体毛利率下行。25 年预计防护类产品已归为常规业务，2025 年不再单独区分，整体收入波动趋稳。预计 2025~2027 年销量增速分别为 0%、5%、5%。25-27 年预计毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司收入预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
手术感控	收入	1,683	1986	2343	2765
	增速	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	33.8%	33.8%	33.8%	33.8%
基础伤口护理	收入	1087	1217	1363	1527
	增速	1.3%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
压力治疗与固定	收入	510	602	710	838
	增速	19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%
造口及现代伤口护理	收入	716	895	1074	1289
	增速	33.0%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	47.9%	48.0%	48.0%	48.0%
感染防护	收入	251	251	264	277
	增速	-60.8%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
其他	收入	17	20	20	20
	增速	-22.8%	20.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	10.8%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	收入	4,264	4,971	5,775	6,716
	增速	3.3%	16.6%	16.2%	16.3%
	毛利率	34.0%	34.7%	34.9%	35.0%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4263.89	4971.41	5774.88	6716.16	净利润	397.21	445.95	536.65	647.43
营业成本	2813.36	3245.66	3760.64	4362.36	折旧与摊销	247.80	242.20	256.75	267.96
营业税金及附加	40.30	49.71	57.75	67.16	财务费用	-17.55	5.00	5.00	5.00
销售费用	368.57	405.43	466.24	536.18	资产减值损失	-41.82	-25.00	-25.00	-25.00
管理费用	521.61	599.85	689.83	793.30	经营营运资本变动	-180.11	-26.08	-228.44	-227.38
财务费用	-17.55	5.00	5.00	5.00	其他	55.61	62.54	-85.01	99.97
资产减值损失	-41.82	-25.00	-25.00	-25.00	经营活动现金流净额	461.14	704.61	459.96	767.98
投资收益	11.07	10.00	10.00	10.00	资本支出	-478.16	-200.00	-150.00	-200.00
公允价值变动损益	-12.25	-15.00	-15.00	-15.00	其他	-289.83	-5.00	-5.00	-5.00
其他经营损益	49.48	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-767.99	-205.00	-155.00	-205.00
营业利润	491.80	524.65	631.35	761.68	短期借款	46.57	-26.72	30.00	-50.00
其他非经营损益	-16.34	0.00	0.00	0.00	长期借款	82.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	475.46	524.65	631.35	761.68	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	78.25	78.70	94.70	114.25	支付股利	0.00	-77.03	-86.79	-104.93
净利润	397.21	445.95	536.65	647.43	其他	-298.94	-17.30	-5.00	-5.00
少数股东损益	12.04	12.00	12.00	13.00	筹资活动现金流净额	-169.43	-121.05	-61.79	-159.93
归属母公司股东净利润	385.17	433.95	524.65	634.43	现金流量净额	-455.07	378.56	243.17	403.05
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	596.16	974.72	1217.88	1620.94	成长能力				
应收和预付款项	976.60	940.30	1133.87	1336.47	销售收入增长率	3.32%	16.59%	16.16%	16.30%
存货	770.72	888.17	1175.20	1303.62	营业利润增长率	117.66%	6.68%	20.34%	20.64%
其他流动资产	306.34	310.05	322.63	337.37	净利润增长率	86.13%	12.27%	20.34%	20.64%
长期股权投资	122.29	122.29	122.29	122.29	EBITDA 增长率	63.13%	6.90%	15.71%	15.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3153.69	3189.64	3161.03	3171.21	毛利率	34.02%	34.71%	34.88%	35.05%
无形资产和开发支出	1506.86	1428.97	1351.07	1273.18	三费率	20.47%	20.32%	20.11%	19.87%
其他非流动资产	144.19	143.94	143.69	143.44	净利率	9.32%	8.97%	9.29%	9.64%
资产总计	7576.85	7998.07	8627.68	9308.52	ROE	6.74%	7.13%	8.00%	8.93%
短期借款	266.72	240.00	270.00	220.00	ROA	5.24%	5.58%	6.22%	6.96%
应付和预收款项	663.10	749.79	862.80	1008.23	ROIC	7.38%	7.77%	9.07%	10.49%
长期借款	283.11	283.11	283.11	283.11	EBITDA/销售收入	16.93%	15.53%	15.47%	15.41%
其他负债	467.53	468.81	505.54	548.46	营运能力				
负债合计	1680.46	1741.70	1921.45	2059.79	总资产周转率	0.57	0.64	0.69	0.75
股本	266.45	266.45	266.45	266.45	固定资产周转率	1.72	1.84	2.02	2.30
资本公积	1786.97	1786.97	1786.97	1786.97	应收账款周转率	6.21	6.19	6.52	6.40
留存收益	3602.38	3959.30	4397.16	4926.66	存货周转率	3.02	3.42	3.43	3.43
归属母公司股东权益	5643.25	5991.22	6429.08	6958.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.64%	—	—	—
少数股东权益	253.15	265.15	277.15	290.15	资本结构				
股东权益合计	5896.40	6256.37	6706.23	7248.73	资产负债率	22.18%	21.78%	22.27%	22.13%
负债和股东权益合计	7576.85	7998.07	8627.68	9308.52	带息债务/总负债	32.72%	30.03%	28.79%	24.43%
					流动比率	2.28	2.55	2.75	2.99
					速动比率	1.62	1.82	1.91	2.14
					股利支付率	0.00%	17.75%	16.54%	16.54%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	722.04	771.85	893.10	1034.64	每股收益	1.45	1.63	1.97	2.38
PE	13.25	11.76	9.73	8.04	每股净资产	21.18	22.49	24.13	26.12
PB	0.90	0.85	0.79	0.73	每股经营现金	1.73	2.64	1.73	2.88
PS	1.20	1.03	0.88	0.76	每股股利	0.00	0.29	0.33	0.39
EV/EBITDA	6.49	5.54	4.55	3.49					
股息率	0.00%	1.51%	1.70%	2.06%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn