

振德医疗 (603301.SH)

25Q2 业绩环比改善，海外产能持续爬坡

优于大市

核心观点

利润端承压，25Q2 业绩环比改善。2025 上半年公司实现营收 21.00 亿元 (+2.83%)，归母净利润 1.28 亿元 (-20.70%)，扣非归母净利润 1.18 亿元 (-26.97%)。利润端下滑主要系：1) 海外生产基地于 2024 年下半年投产，尚处产能与效率爬坡期，导致短期费用增加；2) 公司加大对国际新兴市场的开拓，产品注册等费用增加；3) 汇率波动导致汇兑收益及利息收入同比减少。25Q2 单季营收 11.09 亿元 (+2.79%)，归母净利润 0.77 亿元 (-12.76%)，扣非归母净利润 0.70 亿元 (-18.91%)，二季度业绩环比修复，收入环比增长 12%，归母净利润环比增长 49%。

国内市场：医院端持平，零售端承压。2025 上半年公司境内主营业务收入 7.96 亿元 (-11.19%)，其中国内医院线收入 5.33 亿元 (+0.99%)，线上和线下零售线业务收入 2.14 亿元 (-37.07%)。

国际市场：稳步向好。2025 上半年公司境外主营业务收入 12.92 亿元 (+13.34%)。一方面，公司积极推进产业链全球化布局，加快推进海外生产基地的建设，另一方面，加大投入拓展东南亚、中东、非洲等新兴市场，为国际市场贡献新增长点。

毛利率下降，费用率提升。2025 上半年公司毛利率 34.19% (-1.22pp)，销售费用率 8.49% (-0.25pp)，管理费用率 13.67% (+0.80pp)，研发费用率 3.03% (-0.02pp)，财务费用率 0.69% (+1.22pp)，四费率 25.89% (+1.74pp)，管理费用率、财务费用率提升，主要是由于海外生产基地产能爬坡管理费用阶段性增加以及汇兑收益减少。

投资建议：维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收 47.7/53.3/59.2 亿元，同比增速 12%/12%/11%，归母净利润 3.9/5.0/5.7 亿元，同比增速 1%/27%/15%，当前股价对应 PE=16/13/11x，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,127	4,264	4,766	5,327	5,925
(+/-%)	-32.8%	3.3%	11.8%	11.8%	11.2%
归母净利润(百万元)	198	385	390	496	572
(+/-%)	-70.9%	94.1%	1.4%	27.1%	15.2%
每股收益(元)	0.74	1.45	1.47	1.86	2.15
EBIT Margin	8.9%	9.0%	8.3%	9.4%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	3.7%	6.8%	6.7%	8.0%	8.6%
市盈率 (PE)	26.2	13.5	13.3	10.5	9.1
EV/EBITDA	11.4	10.9	9.9	8.5	7.7
市净率 (PB)	0.97	0.92	0.89	0.84	0.78

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：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：凌珑

021-60375401
linglong@guosen.com.cn
S0980525070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.45 元
总市值/流通市值	6248/6248 百万元
52 周最高价/最低价	26.54/18.79 元
近 3 个月日均成交额	67.45 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) - 2024 年归母净利润增长 94%，常规业务增长良好》——2025-05-08
- 《振德医疗 (603301.SH) ——2024 年三季度点评：24Q3 收入增长 20%，海外业务去库存影响出清》——2024-10-31
- 《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》——2024-09-13
- 《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

利润端承压, 25Q2 业绩环比改善。2025 上半年公司实现营收 21.00 亿元(+2.83%), 归母净利润 1.28 亿元(-20.70%), 扣非归母净利润 1.18 亿元(-26.97%)。利润端下滑主要系: 1) 海外生产基地于 2024 年下半年投产, 尚处产能与效率爬坡期, 导致短期费用增加; 2) 公司加大对国际新兴市场的开拓, 产品注册等费用增加; 3) 汇率波动导致汇兑收益及利息收入同比减少。25Q2 单季营收 11.09 亿元(+2.79%), 归母净利润 0.77 亿元(-12.76%), 扣非归母净利润 0.70 亿元(-18.91%), 二季度业绩环比修复, 收入环比增长 12%, 归母净利润环比增长 49%。

图1: 振德医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



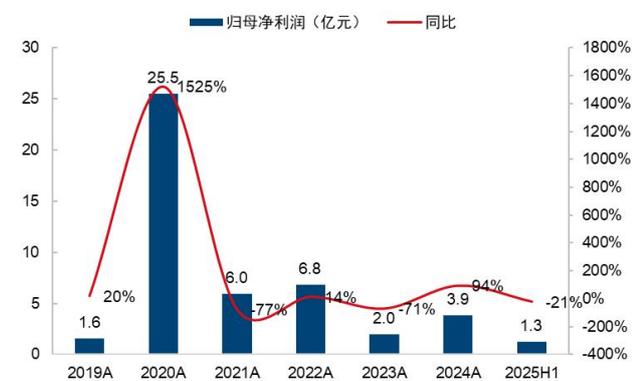
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

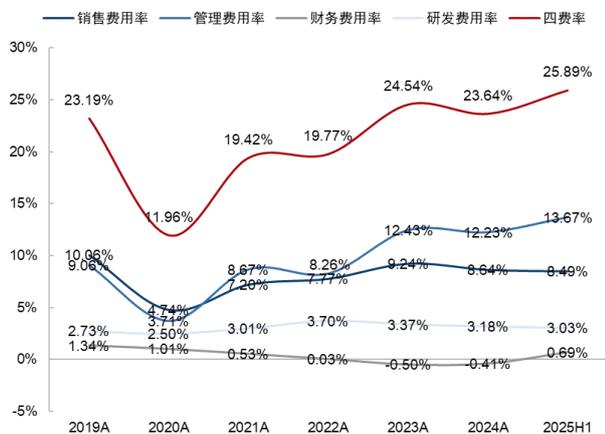
国内市场: 医院端持平, 零售端承压。2025 上半年公司境内主营业务收入 7.96 亿元(-11.19%), 其中国内医院线收入 5.33 亿元(+0.99%), 线上和线下零售线业务收入 2.14 亿元(-37.07%)。

国际市场: 稳步向好。2025 上半年公司境外主营业务收入 12.92 亿元(+13.34%)。一方面, 公司积极推进产业链全球化布局, 加快推进海外生产基地的建设, 另一方面, 加大投入拓展东南亚、中东、非洲等新兴市场, 为国际市场贡献新增长点。

毛利率下降, 费用率提升。2025 上半年公司毛利率 34.19%(-1.22pp), 销售费用率 8.49%(-0.25pp), 管理费用率 13.67%(+0.80pp), 研发费用率 3.03%

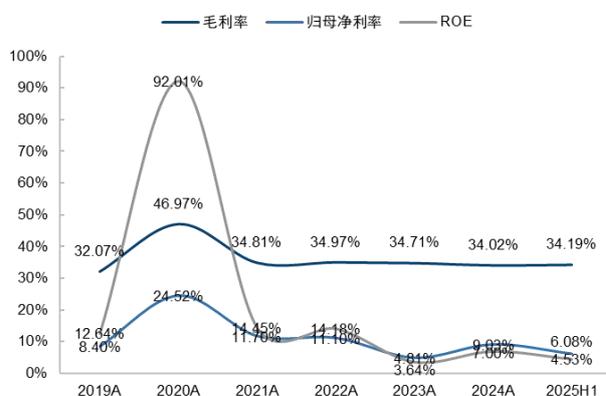
(-0.02pp)，财务费用率 0.69% (+1.22pp)，四费率 25.89% (+1.74pp)，管理费用率、财务费用率提升，主要是由于海外生产基地产能爬坡管理费用阶段性增加以及汇兑收益减少。

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

投资建议: 维持盈利预测, 预计 2025-2027 年营收 47.7/53.3/59.2 亿元, 同比增速 12%/12%/11%, 归母净利润 3.9/5.0/5.7 亿元, 同比增速 1%/27%/15%, 当前股价对应 PE=16/13/11x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2025/8/28 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
603301.SH	振德医疗	23.45	62	1.45	1.47	1.86	2.15	16.22	16.00	12.60	10.93	6.83%	1.14	优于大市
300888.SZ	稳健医疗	41.87	244	1.19	1.77	2.12	2.51	35.06	23.64	19.75	16.69	6.24%	0.84	无评级
603309.SH	维力医疗	14.11	41	0.75	0.90	1.08	1.30	18.84	15.74	13.06	10.86	11.64%	0.78	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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1052	596	724	721	793	营业收入	4127	4264	4766	5327	5925
应收款项	586	905	770	916	1078	营业成本	2695	2813	3188	3555	3936
存货净额	801	771	832	965	1039	营业税金及附加	33	40	48	53	59
其他流动资产	126	145	162	175	199	销售费用	381	369	405	426	474
流动资产合计	2720	2650	2720	3010	3342	管理费用	513	522	600	614	668
固定资产	2759	3154	3662	4194	4757	研发费用	139	135	157	176	196
无形资产及其他	607	710	682	653	625	财务费用	(21)	(18)	0	0	0
投资性房地产	1057	941	941	941	941	投资收益	7	11	10	10	10
长期股权投资	123	122	122	122	122	资产减值及公允价值变动	186	30	(20)	(20)	(20)
资产总计	7267	7577	8127	8921	9787	其他收入	(493)	(86)	(49)	(67)	(87)
短期借款及交易性金融负债	336	270	500	849	1183	营业利润	226	492	466	601	690
应付款项	413	484	518	566	636	营业外净收支	(7)	(16)	0	0	0
其他流动负债	424	406	497	522	570	利润总额	219	475	466	601	690
流动负债合计	1172	1160	1514	1936	2389	所得税费用	5	78	70	90	104
长期借款及应付债券	200	283	283	283	283	少数股东损益	15	12	6	15	15
其他长期负债	290	237	238	240	224	归属于母公司净利润	198	385	390	496	572
长期负债合计	490	520	521	523	507	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1662	1680	2036	2460	2896	净利润	198	385	390	496	572
少数股东权益	239	253	253	250	252	资产减值准备	125	(167)	14	7	8
股东权益	5366	5643	5838	6211	6639	折旧摊销	236	247	332	401	461
负债和股东权益总计	7267	7577	8127	8921	9787	公允价值变动损失	(186)	(30)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	(21)	(18)	0	0	0
每股收益	0.74	1.45	1.47	1.86	2.15	营运资本变动	(320)	(359)	197	(210)	(149)
每股红利	1.59	0.60	0.73	0.47	0.54	其它	(142)	175	(14)	(10)	(6)
每股净资产	20.14	21.18	21.91	23.31	24.92	经营活动现金流	(89)	250	940	704	905
ROIC	6.67%	5.97%	5%	7%	7%	资本开支	0	(478)	(847)	(931)	(1024)
ROE	3.70%	6.83%	7%	8%	9%	其它投资现金流	(56)	(77)	0	0	0
毛利率	35%	34%	33%	33%	34%	投资活动现金流	(106)	(553)	(847)	(931)	(1024)
EBIT Margin	9%	9%	8%	9%	10%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	15%	17%	18%	负债净变化	(188)	83	0	0	0
收入增长	-33%	3%	12%	12%	11%	支付股利、利息	(424)	(159)	(195)	(124)	(143)
净利润增长率	-71%	94%	1%	27%	15%	其它融资现金流	383	1	230	349	334
资产负债率	26%	26%	28%	30%	32%	融资活动现金流	(828)	(152)	35	225	191
股息率	8.2%	3.1%	3.8%	2.4%	2.8%	现金净变动	(1023)	(456)	128	(3)	72
P/E	26.2	13.5	13.3	10.5	9.1	货币资金的期初余额	2075	1052	596	724	721
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	货币资金的期末余额	1052	596	724	721	793
EV/EBITDA	11.4	10.9	9.9	8.5	7.7	企业自由现金流	0	(269)	20	(314)	(210)
						权益自由现金流	0	(185)	236	12	89

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±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±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

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