

爱舍伦 (920050.BJ)

专注康复护理与医疗防护一次性医用耗材，深度绑定国外龙头客户

2026年1月20日

公司研究/新股覆盖研究

市场数据:

收盘价(元):	-
总股本(亿股):	0.51
流通股本(亿股):	-
流通市值(亿元):	-

基础数据: 2025年9月30日

每股净资产(元):	15.99
每股资本公积(元):	6.05
每股未分配利润(元):	8.05

资料来源: wind

分析师:

盖斌赫

执业登记编码: S0760522050003

邮箱: gaibinhe@sxzq.com

投资要点:

➢ 公司专注医疗健康领域，主营康复护理与医疗防护类一次性医用耗材研发、生产及销售，以 ODM/OEM 模式服务国际知名品牌。公司技术与产能实力雄厚，获多项国际认证，系国内医用护理垫龙头、本土医用敷料头部企业，铺垫类敷料出口全国前十。

➢ 医用敷料行业中，康复护理与手术感控耗材市场空间广阔。康复护理产品涵盖医用护理垫、医用冰袋等，应用于老年人护理、术后产后护理等场景，需求受全球及我国老龄化加剧驱动，国内失能老人规模超 5000 万且持续增长，叠加成人失禁用品市场渗透率提升及康复医疗机构扶持政策落地，市场空间持续扩容。手术感控产品包括手术铺单、手术衣等，是外科手术必备耗材，受益于外科手术量增长及感控措施加强，全球市场规模 2023 年达 242.79 亿元，预计 2026 年增至 270.62 亿元；国内该产品出口规模 2023 年达 7.4 亿美元，需求尚未完全开发，未来增长潜力较大。

➢ 公司在医疗领域积淀深厚，客户黏性强且竞争力突出。公司长期专注于医疗健康事业，经过多年的经验积累和人才储备，公司生产规模位居行业前列，采购环节凭借大规模原材料采购降低成本、平抑价格波动影响，生产环节通过设备改造与自动化升级提升生产效率，构筑显著成本壁垒。在客户资源上，公司深耕医疗健康领域，凭借稳定的产品质量、高效的产能保障与全流程优质服务，积累了 Medline 集团、Zarys International Group 等全球知名企业客户，长期战略合作推动客户黏性持续提升，支撑企业可持续发展。

盈利预测、估值分析和投资建议: 公司 2022-2025H1 年营业收入持续增长，分别为 5.74 亿元、5.75 亿元、6.92 亿元、4.38 亿元，同比增长 0.03%、0.19%、20.36%、44.81%；公司 2022-2025H1 年实现归母净利润持续增长，分别为 6,280.15、6,695.70、8,071.11、4,967.89 万元，同比增长-37.12%、6.62%、20.54%、12.35%。公司可比公司振德医疗、奥美医疗、健尔康 2024 年 PE 分别为 46.77 倍、20.71 倍和 36.92 倍，均值为 34.80 倍。公司发行后股本为 6767.93 万股，发行价对应发行后市值为 10.82 亿元，对应 2024 年市盈率为 13.40 倍，相较于可比具备一定的折价。

风险提示: 客户集中度较高和单一客户重大依赖的风险；市场竞争风险；境外市场收入占比较高的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动风险；商誉减值风险；OEM 业务模式风险。

财务数据与估值:

会计年度	2021	2022	2023	2024
营业收入(百万元)	573.38	573.56	574.66	691.64



	YoY(%)		0.03	0.19	20.36
净利润(百万元)	99.87	62.80	66.96	80.71	
	YoY(%)		-37.12	6.62	20.54
毛利率(%)	24.73	22.21	23.17	23.13	
EPS(摊薄/元)	1.48	0.93	0.99	1.19	
ROE(%)	23.45	11.11	10.61	11.87	
净利率(%)	17.42	10.95	11.65	11.66	

资料来源: wind, 山西证券研究所

目录

1. 估值分析.....	4
2. 爱舍伦：康复护理与医用敷料领域的出口龙头企业.....	6
3. 募集资金运用情况.....	9
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1： 可比公司营收情况（亿元）	5
图 2： 可比公司归母净利润情况（万元）	5
图 3： 可比公司毛利率情况比较.....	5
图 4： 2011-2026E 年全球手术感控市场规模（单位：亿元）	7
图 5： 公司股权结构（发行前）	7
图 6： 公司收入构成（按品类，万元）	8
图 7： 公司收入构成(按区域，外到内 2021-2025H1).....	8
图 8： 公司营业总收入情况（万元）	8
图 9： 公司归母净利润情况（万元）	8
图 10： 公司毛利率净利率情况.....	9
表 1： 公司可比公司情况.....	4
表 2： 可比公司估值比较（2026-1-13）	6
表 3： 募集资金投资项目（万元）	9

1. 估值分析

公司主营业务为康复护理与医疗防护领域的一次性医用耗材的研发、生产和销售。选取“从事医用敷料等产品的研发、生产和销售，或上述相关业务的收入金额较高，占比超过 50%；且与公司主要经营模式相同或相近；同时与公司存在直接竞争关系”的同行业重点境内上市或拟上市，包括振德医疗、奥美医疗、健尔康等。

表 1：公司可比公司情况

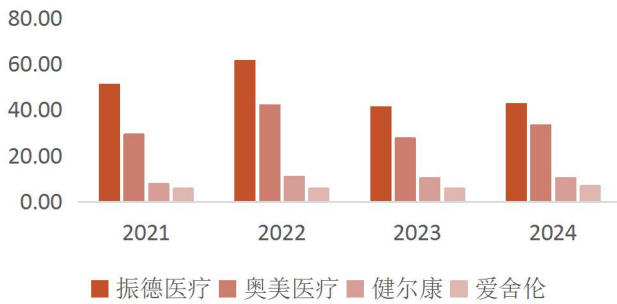
序号	公司名称	主营业务	市场地位
1	振德医疗	主要从事医用敷料的研发、生产和销售，是国内医用敷料生产企业中产品种类较为齐全、规模领先的企业之一。振德医疗主要产品线涵盖现代伤口敷料、手术感控产品、传统伤口护理产品及压力治疗与固定产品。2022、2023 年、2024 年及 2025 年 1-6 月分别实现销售收入 61.38 亿元、41.27 亿元、42.64 亿元及 21.00 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 6.81 亿元、1.98 亿元、3.85 亿元及 1.28 亿元。截至 2025 年 6 月末，资产总额 83.77 亿元、负债总额 24.68 亿元，净资产 59.09 亿元。	根据中国医药保健品进出口商会的统计数据以及企业的招股说明书、定期报告、审核问询回复等公开披露信息，振德医疗、奥美医疗长期位居我国医用敷料出口企业前三名，其中健尔康医疗位居前五。
2	奥美医疗	长期专注于医疗健康事业，主营业务为医用敷料等一次性医用耗材的研发、生产和销售，为国际知名医疗器械品牌厂商提供 OEM 服务。奥美医疗主要产品包括伤口与包扎护理类、手术/外科类、感染防护类、组合包类四大系列。2022、2023 年、2024 年及 2025 年 1-6 月分别实现销售收入 42.11 亿元、27.57 亿元、33.26 亿元及 16.76 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 4.07 亿元、1.10 亿元、3.69 亿元及 2.00 亿元。截至 2025 年 6 月末，资产总额 50.29 亿元、负债总额 14.32 亿元，净资产 35.97 亿元。	根据中国医药保健品进出口商会出具的说明，发行人近年来位居我国医用敷料（铺垫类敷料）出口企业前十名。
3	健尔康	主要从事医用敷料等一次性医疗器械及消毒卫生用品研发、生产和销售。公司产品根据使用用途分为手术耗材类、伤口护理类、消毒清洁类、防护类、高分子及辅助类和非织造布类六大系列。2022、2023 年、2024 年及 2025 年 1-6 月分别实现销售收入 10.93 亿元、10.34 亿元、10.46 亿元及 4.66 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 1.57 亿元、1.24 亿元、1.20 亿元及 0.48 亿元。截至 2025 年 6 月末，资产总额 16.43 亿元、负债总额 2.14 亿元，净资产 14.29 亿元。	
4	爱舍伦	长期专注于医疗健康事业，主要从事应用在专业的康复护理与医疗防护领域的一次性医用耗材的研发、生产和销售。公司产品种类已经涵盖康复护理产品、手术感控产品两个核心品类，可为客户提供医用护理垫、医用冰袋、手术组合包、手术衣、手术铺单等各种医用敷料产品。2022、2023 年、2024 年及 2025 年 1-6 月分别实现销售收入 5.74 亿元、5.75 亿元、6.92 亿元及 4.38 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 0.63 亿元、0.67 亿元、0.81 亿元及 0.50 亿元。截至 2025 年 6 月末，资产总额 12.01 亿元、负债总额 4.06 亿元，净资产 7.95 亿元。	

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

相较于可比公司，爱舍伦营收、归母净利润规模均较小。根据中国医药保健品进出口商会的数

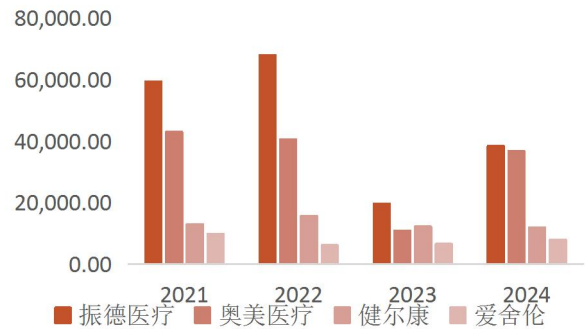
业收入 6.92 亿元，低于可比公司，近三年复合增速为 6.45%，增速处于行业中上游；公司 2024 年实现归母净利润 8,071.11 万元，低于可比公司，近三年复合增速为-6.85%。

图 1：可比公司营收情况（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

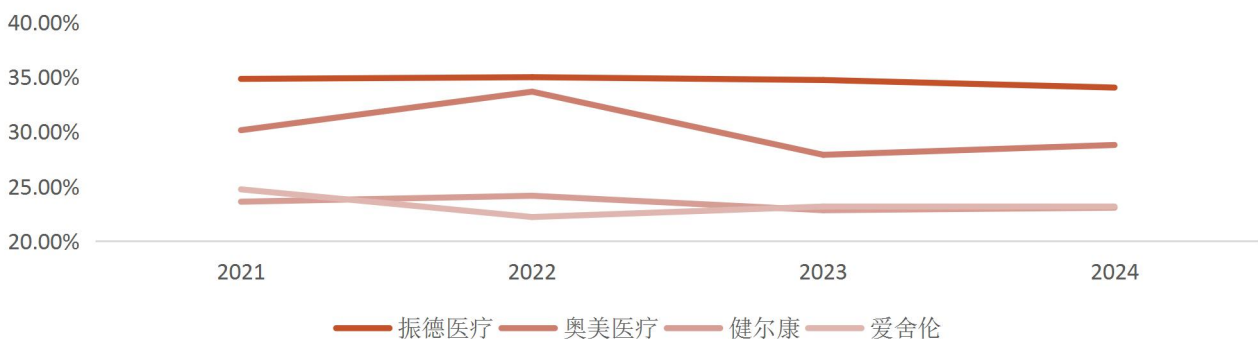
图 2：可比公司归母净利润情况（万元）



资料来源：wind，山西证券研究所

公司毛利率低于奥美医疗及振德医疗，与健尔康基本持平。公司 2024 年综合毛利率为 23.13%，低于奥美医疗和振德医疗，但与健尔康相差不大。公司毛利率低于奥美医疗及振德医疗主要原因是，产品结构差异和客户群体差异。奥美医疗及振德医疗产品种类更为丰富，业务结构更为全面；而公司业务领域较为专注集中，主要集中于康复护理垫、手术衣、手术组合包等主要产品。公司主要通过线下以 OEM 方式销售，销售资源倾向于大客户群体，优先满足核心客户订单，销售收入较为集中，外销占比较高；而振德医疗、奥美医疗均通过医院线和线上线下结合实现销售，客户群体较公司更为广泛。

图 3：可比公司毛利率情况比较



资料来源：wind，山西证券研究所

公司可比公司振德医疗、奥美医疗、健尔康 2024 年 PE 分别为 46.77 倍、20.71 倍和 36.92

倍，均值为 34.80 倍。公司发行后股本为 6767.93 万股，发行价对应发行后市值为 10.82 亿元，对应 2024 年市盈率为 13.40 倍，相较于可比具备一定的折价。

表 2：可比公司估值比较（2026-1-13）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	PE			
			2021	2022	2023	2024
603301.SH	振德医疗	180.13	30.23	26.45	90.79	46.77
002950.SZ	奥美医疗	76.37	17.71	18.77	69.18	20.71
603205.SH	健尔康	44.38	33.72	28.21	35.92	36.92
	均值（剔除异常）		27.22	24.48	65.30	34.80
920050.BJ	爱舍伦	10.82	10.83	17.22	16.15	13.40

资料来源：wind，山西证券研究所

2. 爱舍伦：康复护理与医用敷料领域的出口龙头企业

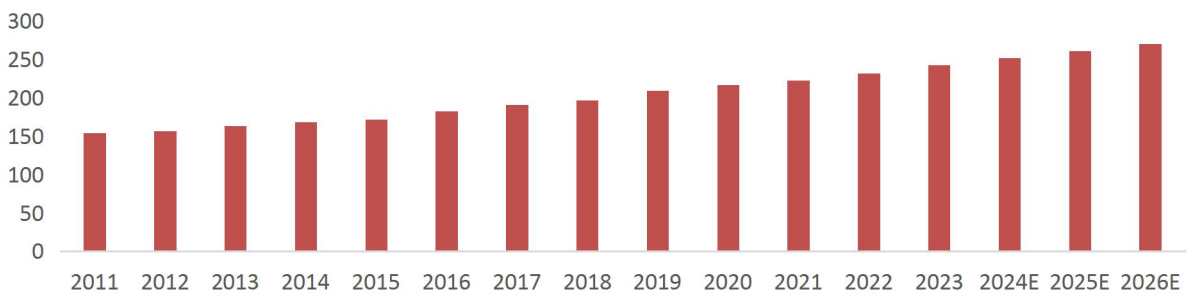
作为国内颇具规模的医用敷料生产制造企业，公司长期深耕医疗健康事业，专注于一次性医用耗材的研发、生产与销售。产品聚焦康复护理与医疗防护核心领域，涵盖康复护理、手术感控等核心品类，并逐步拓展至消毒清洁、家庭防护、急救防护等多个细分领域。公司以医疗工作者和患者的专业需求为导向，通过 ODM/OEM 模式为国际知名医疗器械品牌厂商提供产品，持续推进新产品开发以拓宽产品线深度与广度。经过多年行业积淀，公司积累了深厚的产品与技术创新经验，聚焦生产工艺优化、自动化升级等技术研发方向，凭借完善的产品质量管理体系保障产品品质与生产效率。目前，公司已建成 4 家投产生产基地，另有 3 家在建及 2 家筹备中生产基地，员工规模超千人。

公司在医疗领域积淀深厚，客户黏性强且竞争力突出。公司长期专注于医疗健康事业，经过多年的经验积累和人才储备，公司生产规模位居行业前列，采购环节凭借大规模原材料采购降低成本、平抑价格波动影响，生产环节通过设备改造与自动化升级提升生产效率，构筑显著成本壁垒。在客户资源上，公司深耕医疗健康领域，凭借稳定的产品质量、高效的产能保障与全流程优质服务，积累了 Medline 集团、Zarys International Group 等全球知名企业客户，长期战略合作推动客户黏性持续提升，支撑企业可持续发展。

康复护理与手术感控产品市场前景广阔，下游应用需求旺盛。康复护理产品涵盖医用护理

垫、医用冰袋等，应用于老年人护理、术后产后护理等场景，需求受全球及我国老龄化加剧驱动，国内失能老人规模超 5000 万且持续增长，叠加成人失禁用品市场渗透率提升及康复医疗机构扶持政策落地，市场空间持续扩容。手术感控产品包括手术铺单、手术衣等，是外科手术必备耗材，受益于外科手术量增长及感控措施加强，全球市场规模 2023 年达 242.79 亿元，预计 2026 年增至 270.62 亿元；国内该产品出口规模 2023 年达 7.4 亿美元，需求尚未完全开发，未来增长潜力较大。

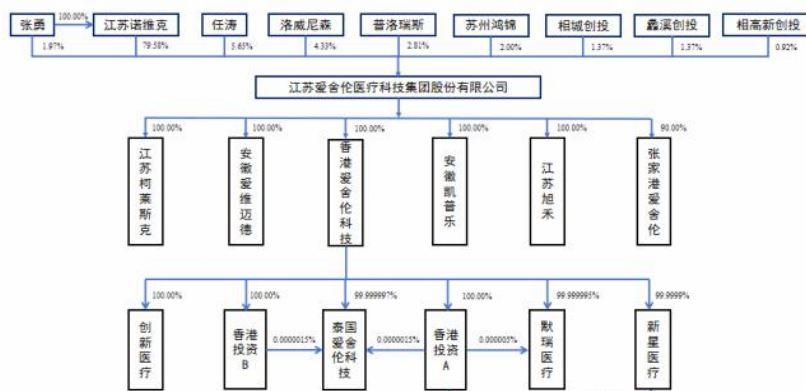
图 4：2011-2026E 年全球手术感控市场规模（单位：亿元）



数据来源：APHA, BMIResearch, 尚普咨询, 山西证券研究所

张勇先生为公司实际控制人。江苏诺维克持股比例为 79.58%，为公司控股股东。张勇先生直接持有公司 1.97%的股权，通过控股股东江苏诺维克间接持有公司 79.58%的股权，通过洛威尼森及普洛瑞斯分别控制公司 4.33%及 2.81%的股权，张勇合计控制公司 88.69%的股权，并担任公司董事长、总经理，为公司的实际控制人。

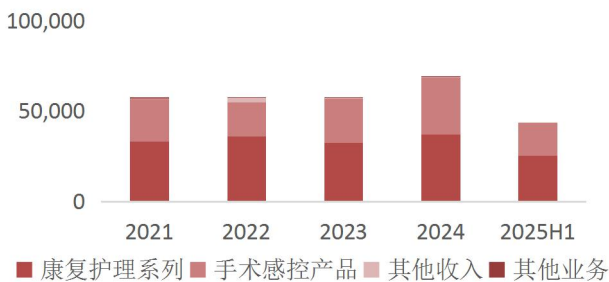
图 5：公司股权结构（发行前）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

康复护理产品为公司主要的收入来源。2022-2025H1，公司营业收入分别为 5.74 亿元、5.75 亿元、6.92 亿元、4.38 亿元，呈现稳定状态，其中主营业务收入分别为 5.72 亿元、5.72 亿元、6.89 亿元和 4.36 亿元。公司主营业务收入分为康复护理产品和手术感控产品，占主营业务收入比重分别在 62.68%、56.54%、53.41%、57.51%和 32.93%、42.50%、45.76%、41.47%。公司主营业务收入主要来源于境外销售。2022-2025H1，公司境外销售收入分别为 5.20 亿元、5.39 亿元、6.52 亿元和 4.21 亿元，占主营业务收入比例分别为 90.99%、94.25%、94.71%和 96.54%，境外销售收入占比较高。2022-2025H1，公司境内工厂出口美国的收入分别为 3.34 亿元、2.74 亿元、2.81 亿元和 1.38 亿元，占营业收入的比例分别为 58.26%、47.70%、40.59%和 31.51%。

图 6：公司收入构成（按品类，万元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：公司收入构成(按区域，外到内 2022-2025H1)



资料来源：wind，山西证券研究所

下游需求及新产品、新客户，带动公司业绩持续增长。公司 2022-2025H1 分别实现营业收入 5.74 亿元、5.75 亿元、6.91 亿元和 4.38 亿元，呈现稳步增长趋势，同比增速分别为 0.03%、0.19%、20.36%和 44.81%。公司 2022-2025H1 年，实现归母净利润呈增长态势，分别为 6,280.15、6,695.70、8,071.11、4,967.89 万元，同比增长-37.12%、6.62%、20.54%和 12.35%。

图 8：公司营业总收入情况（万元）

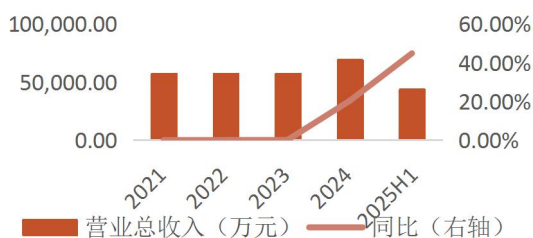
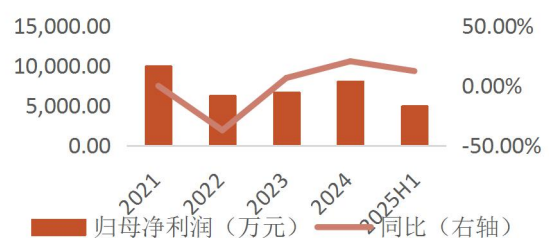


图 9：公司归母净利润情况（万元）

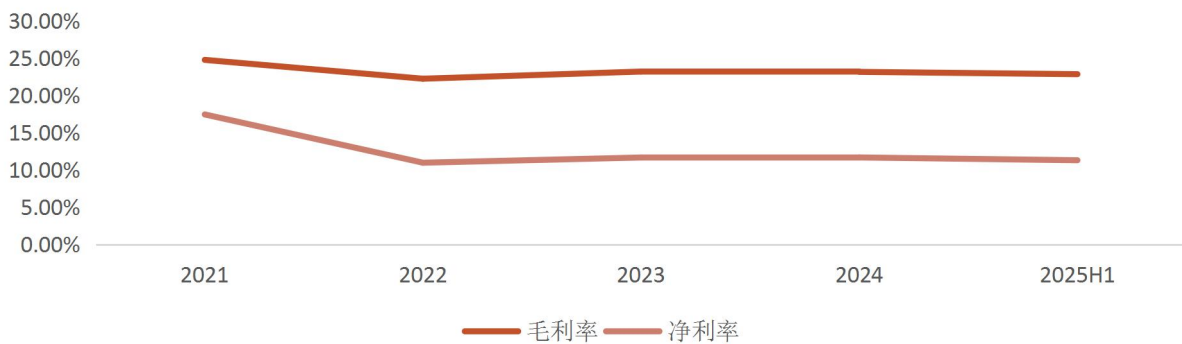


资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

公司毛利率较为稳定。公司综合毛利率分别为 22.21%、23.17%、23.13%和 22.82%，其中主营业务毛利率分别为 22.04%、23.02%、22.91%及 22.59%，公司毛利率水平较为稳定，毛利分别占比 98.95%、98.88%、98.64%及 98.61%，公司主营业务突出，毛利主要来源于主营业务。

图 10：公司毛利率净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

3. 募集资金运用情况

公司本次以 15.98 元/股的价格，公开发行股票数量为 1,691.98 万股，募集资金用于“凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目”。

表 3：募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金使用金额
1	凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目	67,046.45	30,000.00
	合计	67,046.45	30,000.00

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目：项目建设周期为 2 年，总用地面积 87,390 平方米，项目投资总额 67,046.45 万元。项目充分利用公司现有的生产技术、经验以及产品销售能力，拟购置先进生产设备，引进专业人员，加强质量管控，提高产品质量和生产效率。项目

建成后，可实现年产能医用器械灭菌生产和技术服务（主要提供环氧乙烷灭菌服务）12.00 万立方米；OTC 产品系列、IPA、PVP 等系列 186,800.00 万包（片/支）；医用器械-袋类及管类（尿袋、胃食袋、血袋及相关系列）2,000.00 万个；医用敷料（手术防护用品、医用敷料用品、医疗护理用品）4,800.00 万包（片/件）。

4. 风险提示

客户集中度较高和单一客户重大依赖的风险；市场竞争风险；境外市场收入占比较高的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动风险；商誉减值风险；OEM 业务模式风险

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

