



## 25年业绩符合预期，海外收入稳健增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报, 实现营收43.30亿元(+1.54%), 归母净利润2.61亿元(-32.29%)。2026年一季度实现营收约10亿元, 归母净利润0.54亿元(+6%)。25年业绩符合预期, 海外收入稳健增长, 国内业务调整后初显成效。
- **25年收入平稳增长, 利润表现下滑主要受高基数及阶段性投入影响。** 分季度看, 2025年Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为9.92/11.09/10.84/11.45亿元, 单季度归母净利润分别为0.51/0.77/0.75/0.58亿元。25年归母净利润同比下降32.29%, 主要因为: 1) 24年同期因政府收购公司土地及房屋等资产产生资产处置收益, 增加净利润0.93亿元, 形成高基数; 2) 24年同期利息收入和汇兑收益较高; 3) 公司海外生产基地于24年下半年投产, 25年尚处于产能爬坡期, 短期费用支出增加。剔除上述影响后, 公司核心业务盈利能力向好。2025年公司扣非后归母净利润为2.40亿元, 同比下降24.05%。
- **海外业务稳健增长, 国内零售业务有所调整。** 公司实现境外主营业务收入26.79亿元, 同比增长8.24%。增长主要得益于公司深耕欧美核心市场, 同时加大对东南亚、中东、南美和非洲等新兴市场的开拓力度。公司境内主营业务收入16.28亿元, 同比减少8.16%, 主要系零售业务调整所致。1) 国内院线业务: 实现收入10.92亿元, 同比微降1.79%。25年下半年公司为整合新收购业务, 对院线团队进行组织架构调整, 短期对业务略有影响, 调整完成后效果显著。公司产品已覆盖全国近9,200家医院, 其中三甲医院超1,200家。2) 国内零售业务: 实现收入4.49亿元, 同比下降24.37%。公司主动实施“721”产品聚焦策略, 优化长尾产品, 导致收入短期下滑, 但运营效率得到提升。
- **坚持创新驱动, 外延并购拓展呼吸麻醉新领域。** 公司持续加大研发投入, 2025年研发投入合计1.50亿元, 占营收比例为3.46%。公司在创面抗微生物、感控材料等核心技术领域取得进展, 新增了1项三类医疗器械产品注册证、24项二类医疗器械产品注册证和22项发明专利。2025年6月, 公司收购宁波圣宇瑞90%股权, 拓展呼吸麻醉耗材业务领域。此次收购有效丰富了公司的产品矩阵和临床解决方案, 公司将利用自身品牌和渠道优势, 赋能圣宇瑞国内业务的快速发展, 实现从护理到“护理+医疗”的布局延伸。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2026~2028年归母净利润为3.4、4、4.4亿元。预计公司26年收入端增速11.5%, 建议持续关注。
- **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         | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 4329.60 | 4829.42 | 5423.97 | 6093.26 |
| 增长率           | 1.54%   | 11.54%  | 12.31%  | 12.34%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 260.82  | 339.50  | 400.26  | 444.73  |
| 增长率           | -32.29% | 30.17%  | 17.90%  | 11.11%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.99    | 1.29    | 1.52    | 1.69    |
| 净资产收益率ROE     | 4.48%   | 5.61%   | 6.25%   | 6.56%   |
| PE            | 93      | 72      | 61      | 55      |
| PB            | 4.28    | 4.07    | 3.86    | 3.65    |

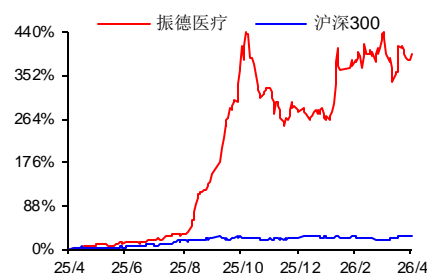
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@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)     | 2.64         |
| 流通A股(亿股)    | 2.64         |
| 52周内股价区间(元) | 19.14-100.22 |
| 总市值(亿元)     | 243.56       |
| 总资产(亿元)     | 83.65        |
| 每股净资产(元)    | 21.54        |

### 相关研究

1. 振德医疗(603301): 24年业绩符合预期, 海外收入增速稳健 (2025-05-07)

## 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 2026~2028 年销量增速分别为 12%、12%、12%。预计 26-28 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 2026~2028 年销量增速分别为 10%、10%、10%。26-28 年预计毛利率维持稳定。

假设 3：压力治疗与固定：预计随着 26 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 2026~2028 年销量增速分别为 10%、12%、12%。26-28 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，预计 2026~2028 年销量增速 12%、15%、15%。26-28 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 年防护类产品已归为常规业务，2025 年不再单独区分，26 年预计收入波动趋稳。预计 2026~2028 年销量增速分别为 15%、15%、15%。26-28 年预计毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司收入预测

| 单位：百万元    |     | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 手术感控      | 收入  | 1,876  | 2102  | 2354  | 2636  |
|           | 增速  | 11.5%  | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
|           | 毛利率 | 31.3%  | 31.5% | 31.5% | 31.5% |
| 基础伤口护理    | 收入  | 878    | 966   | 1063  | 1169  |
|           | 增速  | -19.2% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
|           | 毛利率 | 24.2%  | 24.0% | 24.0% | 24.0% |
| 压力治疗与固定   | 收入  | 487    | 536   | 601   | 673   |
|           | 增速  | -4.4%  | 10.0% | 12.0% | 12.0% |
|           | 毛利率 | 40.6%  | 40.5% | 40.5% | 40.5% |
| 造口及现代伤口护理 | 收入  | 758    | 849   | 977   | 1123  |
|           | 增速  | 5.9%   | 12.0% | 15.0% | 15.0% |
|           | 毛利率 | 49.5%  | 49.5% | 49.5% | 49.5% |
| 感染防护      | 收入  | 306    | 352   | 405   | 466   |
|           | 增速  | 21.8%  | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
|           | 毛利率 | 30.9%  | 31.0% | 31.0% | 31.0% |
| 其他        | 收入  | 23     | 24    | 25    | 27    |
|           | 增速  | 38.3%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
|           | 毛利率 | 0.3%   | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  |

| 单位：百万元 |     | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 合计     | 收入  | 4,330 | 4,829 | 5,424 | 6,093 |
|        | 增速  | 1.5%  | 11.5% | 12.3% | 12.3% |
|        | 毛利率 | 33.9% | 34.4% | 34.5% | 34.6% |

数据来源：wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          | 现金流量表 (百万元)       | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 4329.60        | 4829.42        | 5423.97        | 6093.26        | 净利润               | 267.10         | 351.50         | 413.26         | 458.73         |
| 营业成本          | 2860.98        | 3166.61        | 3551.93        | 3985.05        | 折旧与摊销             | 298.83         | 276.64         | 289.61         | 300.03         |
| 营业税金及附加       | 53.53          | 57.95          | 65.09          | 73.12          | 财务费用              | 24.65          | 5.00           | 6.00           | 7.00           |
| 销售费用          | 362.79         | 402.70         | 446.99         | 514.04         | 资产减值损失            | -33.93         | -40.00         | -30.00         | -30.00         |
| 管理费用          | 563.20         | 630.78         | 706.48         | 791.26         | 经营营运资本变动          | 134.30         | -197.19        | -142.53        | -141.49        |
| 财务费用          | 24.65          | 5.00           | 6.00           | 7.00           | 其他                | -152.46        | 54.04          | -89.74         | 79.45          |
| 资产减值损失        | -33.93         | -40.00         | -30.00         | -30.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>538.49</b>  | <b>449.99</b>  | <b>446.59</b>  | <b>673.71</b>  |
| 投资收益          | 10.46          | 10.00          | 10.00          | 10.00          | 资本支出              | -700.02        | -200.00        | -150.00        | -200.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.63           | 2.00           | 2.00           | 2.00           | 其他                | -97.61         | 12.00          | 12.00          | 12.00          |
| 其他经营损益        | 41.63          | 40.00          | 40.00          | 40.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-797.64</b> | <b>-188.00</b> | <b>-138.00</b> | <b>-188.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>328.35</b>  | <b>402.43</b>  | <b>472.61</b>  | <b>524.28</b>  | 短期借款              | 500.29         | -117.00        | 50.00          | 20.00          |
| 其他非经营损益       | -3.52          | -3.00          | -3.00          | -3.00          | 长期借款              | 99.99          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>324.83</b>  | <b>399.43</b>  | <b>469.61</b>  | <b>521.28</b>  | 股权融资              | -15.49         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 57.73          | 47.93          | 56.35          | 62.55          | 支付股利              | -79.16         | -52.16         | -67.90         | -80.05         |
| 净利润           | 267.10         | 351.50         | 413.26         | 458.73         | 其他                | -61.28         | -107.40        | -6.00          | -7.00          |
| 少数股东损益        | 6.28           | 12.00          | 13.00          | 14.00          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>444.34</b>  | <b>-276.56</b> | <b>-23.90</b>  | <b>-67.05</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 260.82         | 339.50         | 400.26         | 444.73         | <b>现金流量净额</b>     | <b>171.66</b>  | <b>-14.58</b>  | <b>284.69</b>  | <b>418.66</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          | 财务分析指标            | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| 货币资金          | 825.31         | 810.73         | 1095.43        | 1514.09        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 820.99         | 955.14         | 1087.37        | 1205.20        | 销售收入增长率           | 1.54%          | 11.54%         | 12.31%         | 12.34%         |
| 存货            | 754.13         | 828.01         | 1056.70        | 1131.74        | 营业利润增长率           | -33.24%        | 22.56%         | 17.44%         | 10.93%         |
| 其他流动资产        | 458.62         | 450.18         | 470.72         | 493.85         | 净利润增长率            | -32.76%        | 31.60%         | 17.57%         | 11.00%         |
| 长期股权投资        | 118.46         | 118.46         | 118.46         | 118.46         | EBITDA 增长率        | -9.73%         | 4.95%          | 12.30%         | 8.21%          |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 3476.52        | 3482.54        | 3425.58        | 3408.20        | 毛利率               | 33.92%         | 34.43%         | 34.51%         | 34.60%         |
| 无形资产和开发支出     | 1774.03        | 1691.92        | 1609.80        | 1527.68        | 三费率               | 21.96%         | 21.50%         | 21.38%         | 21.54%         |
| 其他非流动资产       | 172.83         | 172.29         | 171.75         | 171.21         | 净利率               | 6.17%          | 7.28%          | 7.62%          | 7.53%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>8400.89</b> | <b>8509.26</b> | <b>9035.80</b> | <b>9570.43</b> | ROE               | 4.48%          | 5.61%          | 6.25%          | 6.56%          |
| 短期借款          | 767.00         | 650.00         | 700.00         | 720.00         | ROA               | 3.18%          | 4.13%          | 4.57%          | 4.79%          |
| 应付和预收款项       | 737.90         | 769.11         | 876.58         | 985.87         | ROIC              | 4.82%          | 5.67%          | 6.49%          | 7.09%          |
| 长期借款          | 383.10         | 383.10         | 383.10         | 383.10         | EBITDA/销售收入       | 15.05%         | 14.16%         | 14.16%         | 13.64%         |
| 其他负债          | 550.63         | 442.31         | 466.03         | 492.69         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2438.63</b> | <b>2244.52</b> | <b>2425.71</b> | <b>2581.66</b> | 总资产周转率            | 0.54           | 0.57           | 0.62           | 0.65           |
| 股本            | 265.84         | 263.88         | 263.88         | 263.88         | 固定资产周转率           | 1.55           | 1.57           | 1.71           | 1.91           |
| 资本公积          | 1772.09        | 1774.05        | 1774.05        | 1774.05        | 应收账款周转率           | 5.57           | 6.09           | 6.07           | 6.05           |
| 留存收益          | 3698.49        | 3985.83        | 4318.18        | 4682.86        | 存货周转率             | 3.30           | 3.53           | 3.55           | 3.55           |
| 归属母公司股东权益     | 5686.73        | 5977.21        | 6309.57        | 6674.24        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 104.50%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 275.53         | 287.53         | 300.53         | 314.53         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>5962.26</b> | <b>6264.74</b> | <b>6610.09</b> | <b>6988.77</b> | 资产负债率             | 29.03%         | 26.38%         | 26.85%         | 26.98%         |
| 负债和股东权益合计     | 8400.89        | 8509.26        | 9035.80        | 9570.43        | 带息债务/总负债          | 47.16%         | 46.03%         | 44.65%         | 42.73%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.58           | 1.89           | 2.07           | 2.23           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.16           | 1.37           | 1.48           | 1.65           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 30.35%         | 15.36%         | 16.96%         | 18.00%         |
| 业绩和估值指标       | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 651.82         | 684.07         | 768.22         | 831.32         | 每股收益              | 0.99           | 1.29           | 1.52           | 1.69           |
| PE            | 93.38          | 71.74          | 60.85          | 54.77          | 每股净资产             | 21.55          | 22.65          | 23.91          | 25.29          |
| PB            | 4.28           | 4.07           | 3.86           | 3.65           | 每股经营现金            | 2.04           | 1.71           | 1.69           | 2.55           |
| PS            | 5.63           | 5.04           | 4.49           | 4.00           | 每股股利              | 0.30           | 0.20           | 0.26           | 0.30           |
| EV/EBITDA     | 37.61          | 35.27          | 31.10          | 28.26          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.33%          | 0.21%          | 0.28%          | 0.33%          |                   |                |                |                |                |

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知情范围内，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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          | 手机              | 邮箱                   |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 崔露文 | 销售岗         | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 李煜  | 销售岗         | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 汪艺  | 销售岗         | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 戴剑箫 | 销售岗         | 13524484975     | daijx@swsc.com.cn    |
|     | 张方毅 | 销售岗         | 15821376156     | zfy@swsc.com.cn      |
|     | 李嘉隆 | 销售岗         | 15800507223     | ljlong@swsc.com.cn   |
|     | 叶佳缘 | 销售岗         | 15800609605     | yejy@swsc.com.cn     |
|     | 欧若诗 | 销售岗         | 18223769969     | ors@swsc.com.cn      |
|     | 贾文婷 | 销售岗         | 13621609568     | jiawent@swsc.com.cn  |
|     | 张嘉诚 | 销售岗         | 18656199319     | zhangjc@swsc.com.cn  |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨  | 北京销售主管兼销售岗  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚  | 销售岗         | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 姚航  | 销售岗         | 15652026677     | yhang@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇  | 销售岗         | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 王宇飞 | 销售岗         | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 王一菲 | 销售岗         | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |

---

|    |     |            |             |                      |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
|    | 马冰竹 | 销售岗        | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 刘艳  | 销售岗        | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
|    | 高欣  | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售岗        | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 文柳茜 | 销售岗        | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn      |
|    | 林哲睿 | 销售岗        | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |
|    | 黄诗洁 | 销售岗        | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn      |

---