



买入（维持）

所属行业：医药生物
当前价格(元)：43.13

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

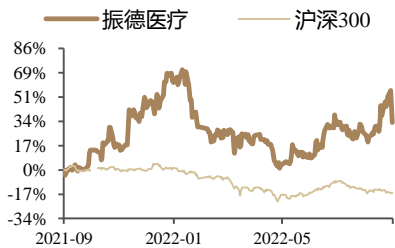
王绍玲

资格编号：S0120521090003

邮箱：wangsl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.04	-0.83	19.95
相对涨幅(%)	7.23	8.22	20.26

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《振德医疗(603301.SH)：“医疗+健康”双轮驱动，“产品+渠道”促进持续性增长》，2022.8.11

振德医疗 2022 年半年报点评： 内生增长强劲，造口及现代伤口 敷料业务维持高增速

投资要点

公司近期发布了 2022 年半年报。

业绩情况：上半年实现营收 27.67 亿元（-4.98%），实现归母净利润 2.72 亿元（-28.19%）。Q2 单季度实现营收 15.02 亿元（+63.72%），实现归母净利润 1.60 亿元（+28.76%），实现扣非后的归母净利润 1.83 亿元（+80.03%）。H1 收入减少主要原因为 2020 年部分高价订单在上年同期交货以及原材料等销售较多所致。归母净利润减少主要原因是：1) 股份支付费用影响 1443.95 万元；2) 汇兑损益；3) 银行理财收益下滑；4) 政府补助到账金额下滑。

疫情为公司积累了品牌和渠道优势，为内生发展奠定基础。公司产品覆盖欧洲、北美洲、亚洲、南美洲、非洲、大洋洲 70 多个国家和地区，连续多年稳居我国医用敷料出口前三名。国内来看，自有品牌已覆盖 6300 多家医院，其中三甲医院超 950 余家。在线下零售线，公司产品全国百强连锁药店覆盖率已达 97%，共计覆盖全国 10 万余家药店门店，商超便利店超 1.5 万家。线上渠道，公司在天猫、京东、拼多多等平台共计开设 10 余家店铺，合计粉丝量超 600 万人，H1 实现电商和药店零售线上收入 5.70 亿元，剔除防疫类防护用品后实现电商和药店零售业务收入 1.66 亿元（+47.13%）。

内生增长强劲，非防疫物资品种增速较高。分品类来看，防疫类防护用品实现收入 12.08 亿元（+11.50%）；基础伤口护理 5.08 亿元（+20.92%）；手术感控业务 5.61 亿元（-40.43%）；造口及现代伤口护理 1.81 亿元（+241.05%），其中，原有现代伤口护理产品销售增长 40.45%；压力治疗与固定 2.30 亿元（+19.14%）。H1 实现境内主营业务收入 17.92 亿元（+53.28%），剔除防疫类防护用品后实现国内市场医院线收入 4.01 亿元（+30.44%）。剔除防疫物资后，公司内生增长强劲。

BD 业务有效推进。前期并购项目整合工作顺利推进，安徽蓝欣行业领先的产品力和公司院线渠道优势，医疗废液自动收集设备及耗材成功推向市场，实现进院销售。H1 上海亚澳实现收入 15051.19 万元，实现净利润 1668.08 万元，净利率水平达 11.08%，较 2021 年的 7.95% 有较大的提升。上海亚澳并购后，整合效果良好，净利率提升效果明显。截止 6 月 30 日，公司账上货币资金 12.91 亿元，后期 BD 的现金流充裕。

盈利预测及投资建议：公司国内自主品牌发展强劲，预计 H2 手术感控产品及出口有恢复，维持前期盈利预测，预计 2022-2024 年将实现营收 60.22/68.00/78.16 亿元，实现归母净利润 7.05/8.05/9.05 亿元。公司内生增长强劲，维持“买入”评级。

风险提示：手术感控产品恢复不及预期；出口业务不及预期；BD 业务不及预期。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	227.20		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	227.20	营业收入(百万元)	10,399	5,092	6,022	6,800	7,816
52 周内股价区间(元):	30.09-53.31	(+/-)YOY(%)	456.7%	-51.0%	18.3%	12.9%	14.9%
总市值(百万元):	9,799.34	净利润(百万元)	2,549	596	705	805	905
总资产(百万元):	7,125.75	(+/-)YOY(%)	1525.0%	-76.6%	18.3%	14.2%	12.3%
每股净资产(元):	18.48	全面摊薄 EPS(元)	11.22	2.62	3.10	3.54	3.98
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	47.0%	34.8%	35.7%	35.4%	35.4%
		净资产收益率(%)	61.0%	14.7%	12.5%	12.7%	12.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.64	3.10	3.54	3.98
每股净资产	17.90	24.91	27.86	31.24
每股经营现金流	3.60	3.73	7.81	5.92
每股股利	0.60	0.60	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.34	13.71	11.78	10.33
P/B	2.41	1.73	1.54	1.37
P/S	1.84	1.80	1.58	1.36
EV/EBITDA	8.73	5.56	4.51	4.00
股息率%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.8%	35.7%	35.4%	35.4%
净利润率	14.2%	14.3%	14.4%	14.1%
净资产收益率	14.7%	12.5%	12.7%	12.7%
资产回报率	9.3%	8.3%	8.6%	8.4%
投资回报率	13.6%	12.8%	13.1%	13.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-51.0%	18.3%	12.9%	14.9%
EBIT 增长率	-77.8%	24.9%	15.4%	13.3%
净利润增长率	-76.6%	18.3%	14.2%	12.3%
偿债能力指标				
资产负债率	30.9%	27.4%	24.8%	25.5%
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.0
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.1
现金比率	0.8	0.8	0.8	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	47.9	50.0	52.0	52.0
存货周转天数	103.8	100.0	100.0	100.0
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	3.2	2.6	2.4	2.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	596	705	805	905
少数股东损益	125	155	177	199
非现金支出	181	509	696	878
非经营收益	-9	-11	-17	-25
营运资金变动	-75	-511	113	-610
经营活动现金流	818	846	1,774	1,346
资产	-689	-1,522	-1,522	-1,522
投资	-101	-50	-62	-72
其他	235	48	54	63
投资活动现金流	-554	-1,524	-1,530	-1,531
债权募资	352	10	10	10
股权募资	53	1,024	0	0
其他	-784	-171	-171	-172
融资活动现金流	-380	863	-161	-162
现金净流量	-155	185	83	-347

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月1日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,092	6,022	6,800	7,816
营业成本	3,319	3,873	4,390	5,050
毛利率%	34.8%	35.7%	35.4%	35.4%
营业税金及附加	48	60	68	78
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	367	452	476	547
营业费用率%	7.2%	7.5%	7.0%	7.0%
管理费用	442	530	592	680
管理费用率%	8.7%	8.8%	8.7%	8.7%
研发费用	153	181	204	250
研发费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.2%
EBIT	818	1,022	1,179	1,336
财务费用	27	31	37	45
财务费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
资产减值损失	-36	-50	-65	-80
投资收益	37	48	54	63
营业利润	822	979	1,118	1,256
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	820	977	1,116	1,254
EBITDA	961	1,476	1,803	2,125
所得税	99	117	134	150
有效所得税率%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	125	155	177	199
归属母公司所有者净利润	596	705	805	905

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,358	1,544	1,627	1,280
应收账款及应收票据	690	982	979	1,272
存货	833	1,268	1,061	1,615
其它流动资产	313	394	400	486
流动资产合计	3,196	4,188	4,067	4,653
长期股权投资	20	70	130	200
固定资产	1,613	2,334	2,839	3,143
在建工程	514	374	276	207
无形资产	445	630	815	1,000
非流动资产合计	3,226	4,340	5,291	6,082
资产总计	6,422	8,528	9,359	10,735
短期借款	661	661	661	661
应付票据及应付账款	624	903	828	1,164
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	318	387	437	501
流动负债合计	1,603	1,951	1,926	2,325
长期借款	145	155	165	175
其它长期负债	234	234	234	234
非流动负债合计	379	389	399	409
负债总计	1,982	2,341	2,325	2,735
实收资本	227	227	227	227
普通股股东权益	4,067	5,659	6,329	7,097
少数股东权益	373	528	704	903
负债和所有者权益合计	6,422	8,528	9,359	10,735

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。