

2022年10月27日

## 常规业务增长稳健，二期激励叠加大额定增落地彰显信心

### 振德医疗（603301）

#### 事件概述

公司发布2022年第三季度报告，前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为41.98/4.55/4.54亿元，同比增长8.67%/ -5.7%/7.98%，其中单三季度实现营收/归母净利润分别为14.31/1.83亿元，同比增长50.49%/75.86%，剔除防疫类防护用品后单三季度营收同比增长33%/13%，业绩保持稳定增长态势。

#### ► 稍有下滑的表观净利率仍远高于疫情前水平，长期提升潜力充足

单三季度包含远期结售汇亏损在内的投资损失共计0.52亿元，但与相对较多的政府补助（0.69亿元）在一定程度上抵消，整体单三季度非经常损益较小（0.13亿元）；前三季度公司毛利率为33.19%，同比下降1.74pp，我们预计主要系防疫物资价格下降、海外毛利率下滑等影响，三费比率同比增长0.82pp至16.44%，其中销售费用/管理费用同比增加0.53pp/0.54pp至7.95%/8.59%，研发费用率略增1.10pp至3.83%，综合作用下净利率同比下降4.13pp至11.03%，表观净利润率稍有下滑，但仍远高于疫情前水平（10%以下），预期随着较高毛利率的手术感控、现代敷料业务占比提升以及海外业务稳定，整体净利率有望持续攀升。

#### ► 二期激励计划叠加大额定增落地，彰显对未来发展的信心

9月30日针对核心技术（业务）骨干等120人的二期员工持股计划发布（购买回购股票价格22.10元/股），在去年5月股票期权激励计划及一期员工持股计划基础上再次调动员工积极性，且同时发布的0.75-1.5亿元的回购计划，截止目前已经累计完成1339.47万元（不含交易费用），成交价在45.10-47.97元/股，进展较快；此外，针对实控人鲁总及其控股公司的10亿元定增项目也于9月中旬落地，进一步表明公司对未来经营的充足信心和实干态度。

#### ► 投资建议

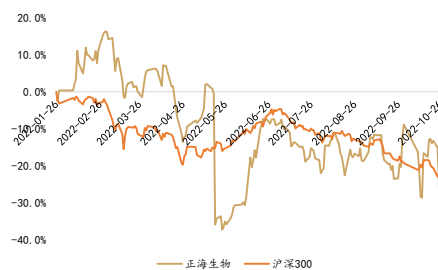
公司作为国内医用敷料龙头企业之一，凭借防疫物资供应契机快速拓展终端渠道市场的同时获得较为充沛的现金流，并用于产能拓展、投资并购、创新研发等实业发展以推进可持续增长，结合手术感控、现代敷料、压力治疗与固定等主业发展逻辑以及双激励计划驱动，维持盈利预测，我们预计公司2022-2024年营业收入分别57.42/64.15/73.11亿元，同比增长12.8%/11.7%/14.0%；归母净利润分别为7.03/8.07/9.15亿元，同比增长18.0%/14.7%/13.4%，由于股本变动，2022-2024年每股收益由3.10/3.55/4.03元/股调整为2.64/3.03/3.44元/股，对应2022年10月27日47.16元的收盘价，PE分别为18/16/14X，维持“买入”评级。

#### 风险提示

海外销售不及预期风险，产品研发风险，产品质量风险，集采超预期风险，销售拓展不及预期风险，募投项目实施风险。

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	47.16
股票代码：	603301
总市值(亿)	126
自由流通市值(亿)	51
自由流通股数(百万)	109



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SACNO：S1120519110002

分析师：陈晨

邮箱：chenchen3@hx168.com.cn

SACNO：S1120521080004

## 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,399	5,092	5,742	6,415	7,311
YoY (%)	456.7%	-51.0%	12.8%	11.7%	14.0%
归母净利润 (百万元)	2,549	596	703	807	915
YoY (%)	1525.0%	-76.6%	18.0%	14.7%	13.4%
毛利率 (%)	47.0%	34.8%	34.1%	35.0%	35.6%
每股收益 (元)	12.50	2.64	2.64	3.03	3.44
ROE	61.0%	14.7%	14.6%	14.4%	14.0%
市盈率	3.77	17.86	17.87	15.57	13.73

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,092	5,742	6,415	7,311	净利润	721	851	976	1,107
YoY (%)	-51.0%	12.8%	11.7%	14.0%	折旧和摊销	143	143	150	156
营业成本	3,319	3,786	4,170	4,710	营运资金变动	-75	-281	-269	-163
营业税金及附加	48	55	61	69	经营活动现金流	818	722	851	1,091
销售费用	367	402	462	541	资本开支	-689	-300	-250	-250
管理费用	442	436	488	599	投资	-101	-50	-50	-50
财务费用	27	39	44	34	投资活动现金流	-554	-321	-268	-263
研发费用	153	132	167	197	股权募资	53	39	0	0
资产减值损失	-36	0	0	0	债务募资	352	-581	20	20
投资收益	37	29	32	37	筹资活动现金流	-380	-569	4	4
营业利润	822	968	1,110	1,260	现金净流量	-155	-168	587	831
营业外收支	-2	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	820	968	1,110	1,260	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	99	117	134	152	营业收入增长率	-51.0%	12.8%	11.7%	14.0%
净利润	721	851	976	1,107	净利润增长率	-76.6%	18.0%	14.7%	13.4%
归属于母公司净利润	596	703	807	915	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-76.6%	18.0%	14.7%	13.4%	毛利率	34.8%	34.1%	35.0%	35.6%
每股收益	2.64	2.64	3.03	3.44	净利率	14.2%	14.8%	15.2%	15.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	9.3%	10.1%	9.9%	9.7%
货币资金	1,358	1,190	1,778	2,608	净资产收益率 ROE	14.7%	14.6%	14.4%	14.0%
预付款项	191	114	125	141	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	833	1,037	1,371	1,548	流动比率	1.99	2.88	3.24	3.61
其他流动资产	813	1,221	1,356	1,536	速动比率	1.35	1.95	2.20	2.56
流动资产合计	3,196	3,563	4,630	5,834	现金比率	0.85	0.96	1.25	1.61
长期股权投资	20	20	20	20	资产负债率	30.9%	23.3%	22.3%	21.2%
固定资产	1,613	1,585	1,545	1,499	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	445	490	535	580	总资产周转率	0.79	0.83	0.79	0.78
非流动资产合计	3,226	3,383	3,483	3,577	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,422	6,945	8,113	9,411	每股收益	2.64	2.64	3.03	3.44
短期借款	661	80	100	120	每股净资产	17.90	18.05	21.08	24.51
应付账款及票据	624	778	891	1,006	每股经营现金流	3.60	2.71	3.19	4.09
其他流动负债	318	378	436	491	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,603	1,236	1,428	1,618	<b>估值分析</b>				
长期借款	145	145	145	145	PE	17.86	17.87	15.57	13.73
其他长期负债	234	234	234	234	PB	2.87	2.61	2.24	1.92
非流动负债合计	379	379	379	379					
负债合计	1,982	1,615	1,807	1,997					
股本	227	266	266	266					
少数股东权益	373	521	690	882					
股东权益合计	4,440	5,330	6,306	7,414					
负债和股东权益合计	6,422	6,945	8,113	9,411					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

陈晨：西交大制药工程/经济学学士，山大税务硕士，曾就职于渤海证券，2021年8月加入华西证券，主要负责医疗器械领域。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。