

2023年05月05日

## 常规业务增长稳健，聚焦医疗+健康，内研外拓持续发力

### 振德医疗(603301)

#### 事件概述

公司发布2022年年报及2023年一季度报告，2022年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为61.38/6.81/7.03亿元，同比增长20.55%/14.31%/40.09%，剔除隔离防护用品后主营业务收入33.58亿元，同比增长3.71%，境内外分别同比29.22%/-8.69%；2023年一季度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为13.00/1.46/1.41亿元，同比增长2.82%/30.92%/40.80%，剔除隔离防护用品主营业务收入约8.81亿元，同比增长21.54%，业绩增长稳健。

#### ►聚焦医疗+健康主业，内外销协同发力

**国内市场方面**，2022年公司实现主营业务收入41.04亿元，同比增长90.62%（院内/零售端约为27.13/13.08亿元），剔除隔离防护用品后境内收入约13.68亿元（院内/零售端约为9.45/3.68亿元，同比增长28.18%/55.83%），其中院线端已覆盖全国7000多家医院，较年初增加近1000家，其中三甲医院超1000家，零售端全力推进大健康品类经营，振德电商店铺已达15家，合计粉丝量超800万人，线下百强连锁药店覆盖率已达98%，共计覆盖药店门店11万余家，较年初增加2万余家，商超便利店超1.8万家，市占率持续提升；**国际市场方面**，实现主营业务收入约20.27亿元，同比减少26.40%，剔除隔离防护用品后约19.89亿元（-8.69%），其中在造口及现代伤口护理产品方面，快速推进振德和上海亚澳在产品、渠道和客户等优势资源整合，在海外也设立现代伤口护理产品的市场营销团队，促使造口及现代伤口护理产品实现销售4.67亿元，同比增长144.59%，收入结构得到有效优化。

#### ►内研产品升级+外拓式发展，持续抬升天花板

2022年，公司新取得20项II类医疗器械产品注册证和16项发明专利，截止年底拥有67项发明专利和568项实用新型专利以及106/9项国家二/三类医械证书，牵头成立医疗器械行业创新联合体和产业技术联盟加强产业交流合作，并在国内率先研发符合ISCC认证的手术感控材料，造口护理技术方面也取得一些关键性进展；此外前期整合项目持续发挥效能，安徽蓝欣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，振德和上海亚澳优势资源融合和业务整合使得现代伤口产品线快速发展，英国子公司收购了英国孙公司进一步拓展渠道覆盖，参与投资设立了绍兴国创振德医疗产业一期股权投资合伙企业（有限合伙），聚焦投资主营业务战略协同与产业链多

#### 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:	35.61
股票代码:	603301
52周最高价/最低价:	51.68/31.61
总市值(亿)	94.88
自由流通市值(亿)	80.91
自由流通股数(百万)	227.20



分析师: 崔文亮  
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话:

分析师: 陈晨  
邮箱: chenchen3@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120521080004  
联系电话:

#### 相关研究

- 【华西医药】振德医疗：常规业务增长稳健，二期激励叠加大额定增落地彰显信心  
2022.10.28
- 【华西医药】振德医疗（603301）深度报告：疫情加速终端覆盖率提升，外延内拓扎实可持续发展  
2022.06.07

元布局的重点领域，新产品、技术及工艺的研发以及外延开拓有利于公司更好的形成技术和竞争壁垒。

### ►投资建议

公司作为国内医用敷料龙头企业之一，近年终端渠道快速拓展，手术感控、现代敷料、压力治疗与固定等主业内研外拓稳健发展，考虑到防疫物资需求减弱，下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预期 2023-2025 年实现营业收入 55.06/63.42/75.37 亿元（原预期 2023-2024 年营业收入为 64.15/73.11 亿元），同比增长-10.3%/15.2%/18.8%，实现归母净利润 6.67/7.77/9.30 亿元（原预期 2023-2024 年归母净利润为 8.07/9.15 亿元），同比增长-2.1%/16.5%/19.7%，2023-2025 年每股收益为 2.50/2.91/3.49 元（原预计 2023-2024 年每股收益 3.03/3.44 元），对应 2023 年 5 月 4 日 35.61 元的收盘价，PE 分别为 14/12/10X，维持“买入”评级。

### 风险提示

销售拓展不及预期风险，产品研发及质量风险，集采超预期风险，募投项目实施风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,092	6,138	5,506	6,342	7,537
YoY (%)	-51.0%	20.5%	-10.3%	15.2%	18.8%
归母净利润(百万元)	596	681	667	777	930
YoY (%)	-76.6%	14.3%	-2.1%	16.5%	19.7%
毛利率 (%)	34.8%	35.0%	33.7%	34.0%	34.8%
每股收益 (元)	2.64	2.87	2.50	2.91	3.49
ROE	14.7%	12.3%	10.7%	11.1%	11.7%
市盈率	13.49	12.41	14.23	12.22	10.20

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)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,138	5,506	6,342	7,537	净利润	703	688	802	960
YoY (%)	20.5%	-10.3%	15.2%	18.8%	折旧和摊销	195	168	174	180
营业成本	3,992	3,653	4,185	4,911	营运资金变动	169	-497	-303	-231
营业税金及附加	42	37	43	51	经营活动现金流	1,246	402	715	953
销售费用	477	413	476	565	资本开支	-745	-300	-250	-250
管理费用	507	462	533	633	投资	-242	-50	-50	-50
财务费用	2	35	54	46	投资活动现金流	-993	-350	-300	-300
研发费用	227	165	190	226	股权募资	1,018	0	0	0
资产减值损失	-76	0	0	0	债务募资	-136	-44	20	20
投资收益	-60	0	0	0	筹资活动现金流	456	-77	-13	-13
营业利润	813	785	914	1,095	现金净流量	706	-25	403	639
营业外收支	-11	0	0	0					
利润总额	802	785	914	1,095	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	99	97	113	135	<b>成长能力</b>				
净利润	703	688	802	960	营业收入增长率	20.5%	-10.3%	15.2%	18.8%
归属于母公司净利润	681	667	777	930	净利润增长率	14.3%	-2.1%	16.5%	19.7%
YoY (%)	14.3%	-2.1%	16.5%	19.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.87	2.50	2.91	3.49	毛利率	35.0%	33.7%	34.0%	34.8%
					净利率	11.5%	12.5%	12.6%	12.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	8.6%	8.0%	8.3%	8.8%
货币资金	2,075	2,050	2,453	3,092	净资产收益率 ROE	12.3%	10.7%	11.1%	11.7%
预付款项	161	110	126	147	<b>偿债能力</b>				
存货	930	1,001	1,376	1,615	流动比率	2.72	3.59	3.67	3.80
其他流动资产	969	1,235	1,403	1,642	速动比率	<b>2.00</b>	<b>2.68</b>	<b>2.64</b>	<b>2.77</b>
流动资产合计	4,134	4,396	5,357	6,497	现金比率	1.37	1.67	1.68	1.81
长期股权投资	73	73	73	73	资产负债率	27.1%	22.3%	22.3%	22.1%
固定资产	1,960	1,908	1,844	1,773	<b>经营效率</b>				
无形资产	564	609	654	699	总资产周转率	0.78	0.66	0.68	0.72
非流动资产合计	3,763	3,895	3,971	4,041	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,897	8,291	9,328	10,537	每股收益	2.87	2.50	2.91	3.49
短期借款	124	80	100	120	每股净资产	20.80	23.30	26.22	29.71
应付账款及票据	703	751	894	1,049	每股经营现金流	4.68	1.51	2.68	3.58
其他流动负债	692	394	466	540	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,519	1,224	1,460	1,709	<b>估值分析</b>				
长期借款	388	388	388	388	PE	12.41	14.23	12.22	10.20
其他长期负债	233	233	233	233	PB	1.83	1.53	1.36	1.20
非流动负债合计	621	621	621	621					
负债合计	2,140	1,845	2,082	2,331					
股本	266	266	266	266					
少数股东权益	215	237	262	292					
股东权益合计	5,757	6,445	7,247	8,207					
负债和股东权益合计	7,897	8,291	9,328	10,537					

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、经济学复合背景，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。