

振德医疗 (603301.SH) 积极进取的医疗护理龙头

2020 年 10 月 10 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
杜佐远 (分析师)

duzuoyuan@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

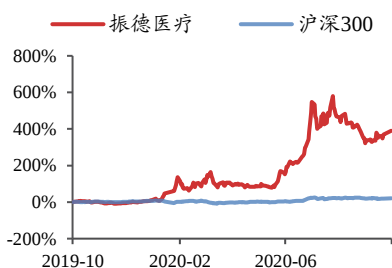
苑建 (分析师)

yuanjian@kysec.cn

证书编号: S0790520070009

日期	2020/10/9
当前股价(元)	71.57
一年最高最低(元)	106.11/18.73
总市值(亿元)	151.82
流通市值(亿元)	66.16
总股本(亿股)	2.12
流通股本(亿股)	0.92
近 3 个月换手率(%)	492.96

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 快速成长的医疗护理龙头企业, 首次覆盖给予“买入”评级。

公司以传统医用敷料 OEM 起家, 逐步拓展到高毛利的现代伤口敷料、手术感控、医用防护和压力治疗与固定等领域。疫情期间, 稳定防疫物品价格供货给国内医疗机构和药店, 成功拓展国内渠道。预计 2020-2022 年净利润 30.83/20.02/17.29 亿元, 同比 1865.0%/-35.1%/-13.6%, EPS 15.50/10.07/8.70 元, 对应 PE 4.6/7.1/8.2 倍, 剔除防疫类净利润 4.0/6.00/8.59 亿元, 首次覆盖, “买入”评级。公司所在大敷料行业细分领域众多, 全球合计几千亿元规模 (敷料千亿+感控千亿+运动康复千亿+压力治疗几百亿+造口 200 亿+失禁 150 亿等), 规模巨大。全球龙头康乐保目前 2000 亿元市值, 对应 2019 年 PE 50 倍, 保持近 10% 增长。

● 国内一次性感控类百亿规模, 渠道拓展带动感控类高速放量。

2018 年国内一次性手术包用量约 1500 万, 渗透率 20%-25%, 国内仍以重复使用型产品为主, 而北美市场渗透率 90%, 新冠疫情加速国内一次性感控替代重复使用型产品进程, 参考北美市场渗透率, 未来国内一次性手术包市场规模可达百亿元。振德医疗凭借品牌影响力和渠道优势, 一次性感控类产品正快速放量, 假设公司市场份额 30%-40%, 国内市场做到 30-40 亿元, 未来三年复合增速 68%。

● 新型敷料进口替代, 有望成为下一个潜力重磅品种。

2017 年高端敷料市场规模达 55.95 亿美元, 在医用敷料市场占比 51.2%, 预计 2022 年市场规模将突破 70 亿美金。新型敷料领域主要被 3M 等国际厂商所占据, 产品以高价高品质为主。通过多年研发积累, 振德医疗现代伤口敷料产品已成梯队, 在技术与品质上的不断进步, 有望凭借国内销售渠道实现进口替代。

● 老龄化和肿瘤发病人数增多, 造口袋业务值得期待。

全球造口袋市场约 160 亿元, 年均增长率约 3%-4%。我国永久性肠造口患者 100 万人, 每年新增造口患者 10 万, 当前国内造口袋类市场 10-22 亿元。目前结肠造口大多数为大肠癌患者, 随着老龄化加剧, 心脑血管疾病严重患者增多, 部分需常年卧床和大小便失禁均为造口潜在需求者, 国内造口市场空间 40-50 亿元。

● 风险提示: 产品销售不及预期; 渠道拓展不及预期; 产品研发进度不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,429	1,868	11,823	9,456	9,486
YOY(%)	9.4	30.7	533.0	-20.0	0.3
归母净利润(百万元)	130	157	3,083	2,002	1,729
YOY(%)	6.9	20.5	1865.0	-35.1	-13.6
毛利率(%)	31.4	32.1	39.7	38.0	37.5
净利率(%)	9.1	8.4	26.1	21.2	18.2
ROE(%)	11.5	12.6	70.3	31.7	21.8
EPS(摊薄/元)	0.65	0.79	15.50	10.07	8.70
P/E(倍)	109.3	90.7	4.6	7.1	8.2
P/B(倍)	12.7	11.4	3.3	2.3	1.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 积极进取的医疗护理龙头	4
2、 防疫类品种打通海内外渠道，手术感控业务高速增长	7
2.1、 手术室感控向一次性使用和定制化组合转变，市场潜力巨大	7
2.2、 新冠疫情打通海内外销售渠道，感控类业务持续高增长可期	8
3、 全球医用敷料稳定增长，国内新型敷料进口替代是趋势	10
3.1、 全球市场稳定增长，新型敷料市场潜力巨大	10
3.2、 振德医疗敷料出口第一梯队，国内现代伤口敷料进口替代	11
4、 其他业务：积极布局造口袋、运动康复领域	14
4.1、 造口袋国内市场潜力大，有望实现进口替代	14
4.2、 运动康复、压力治疗等产品市场方兴未艾	14
5、 从全球医疗护理龙头康乐保看成长空间	15
5.1、 全球医疗护理龙头，业绩稳定增长	15
5.2、 行业地位和持续稳定成长赋予康乐保高估值	17
6、 盈利预测与投资建议	18
6.1、 关键假设	18
6.2、 盈利预测与估值	18
7、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

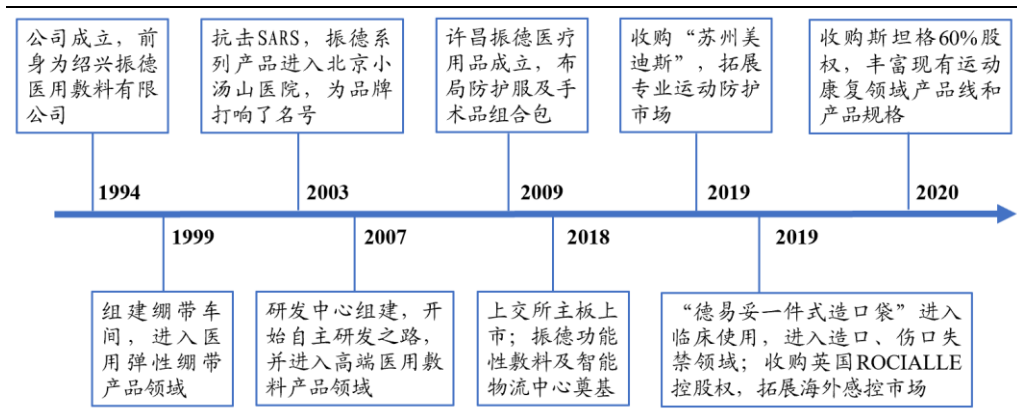
图 1： 振德医疗通过内生发展和外延拓展成长为行业龙头	4
图 2： 振德医疗股权集中度高，董事长鲁建国为实控人	4
图 3： 公司收入和净利润持续快速增长	6
图 4： 传统伤口护理以外品种占比等占比保持上升趋势	6
图 5： 毛利率和净利润率持续稳步提升	6
图 6： 销售渠道建设加强带动销售费用率略有增长	6
图 7： 振德医疗感控类产品种类丰富	7
图 8： 2011-2018 年国内住院手术人次持续稳定增长	8
图 9： 国内&出口手术包均价呈上升趋势（出厂价）	8
图 10： 2020 上半年公司医院渠道加速拓展	8
图 11： 2020 上半年公司零售药店渠道加速拓展	8
图 12： 2020 上半年境内传统业务和防疫类产品销售同比大幅增加（百万元）	9
图 13： 2020 上半年境外传统业务和防疫类产品销售同比大幅增加（百万元）	9
图 14： 振德医疗感控类销售额加速增长	10
图 15： 振德医疗感控类毛利润大幅增长	10
图 16： 全球医用敷料市场长期稳定增长	10
图 17： 国内医用敷料市场持续快速增长	10
图 18： 中国敷料出口整体保持稳定	11
图 19： 欧美日为中国敷料主要出口国家	11
图 20： 全球高端敷料市场有望持续稳定增长	11
图 21： 国内前三大医用敷料出口企业稳定增长	12

图 22: 振德医疗敷料毛利率仍有提升空间	12
图 23: 一件式造口袋的袋体和底盘不可分离	14
图 24: 两件式造口袋的袋体和底盘可以分离	14
图 25: 近十年来康乐保业绩保持稳定增长	15
图 26: 康乐保毛利率和净利润整体保持稳定	16
图 27: 造口护理和失禁护理为康乐保两大核心主业	16
图 28: 新兴市场有望成为持续增长的重要动力	16
图 29: 老龄化和新兴市场拓展是康乐保未来发展主要动力	17
图 30: 康乐保造口护理业务全球市场份额第一	17
图 31: 康乐保失禁护理业务全球市场份额第一	17
图 32: 康乐保泌尿外科护理业务全球市场份额第四	18
图 33: 康乐保失伤口和皮肤护理业务全球市场份额第五	18
表 1: 振德医疗低值耗材产品种类丰富	5
表 2: 多年经营发展积累了丰富的客户资源	12
表 3: 振德医疗现代伤口敷料产品丰富	13
表 4: 振德医疗可比上市公司估值	19

1、积极进取的医疗护理龙头

振德医疗成立于1994年，以传统医用敷料OEM起家，通过内生和外延式发展，产品线逐步拓展到高毛利的造口与现代伤口护理、手术感控、感控防护、基础伤口护理产品和压力治疗与固定等系列产品，为国内低值医疗耗材龙头企业。

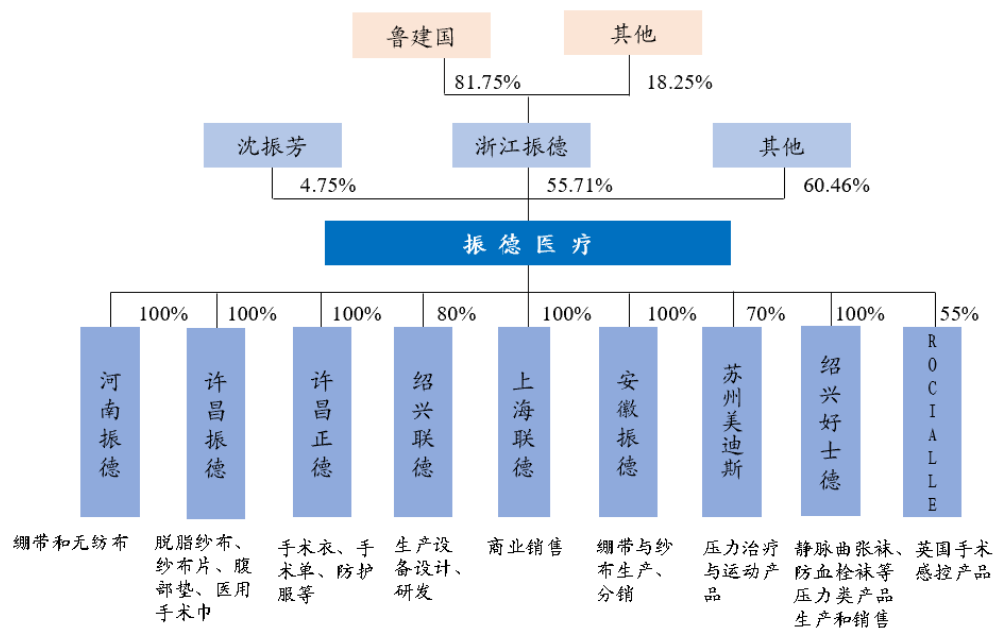
图1：振德医疗通过内生发展和外延拓展成长为行业龙头



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司股权清晰，董事长鲁建国、沈振芳夫妇通过直接和间接持有上市公司50.29%股份，鲁建国为实际控制人。

图2：振德医疗股权集中度高，董事长鲁建国为实控人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司产品涵盖造口与现代伤口护理、手术感控、感控防护、基础伤口护理产品和压力治疗与固定等，产品线极为丰富，且具备强大品牌影响力。

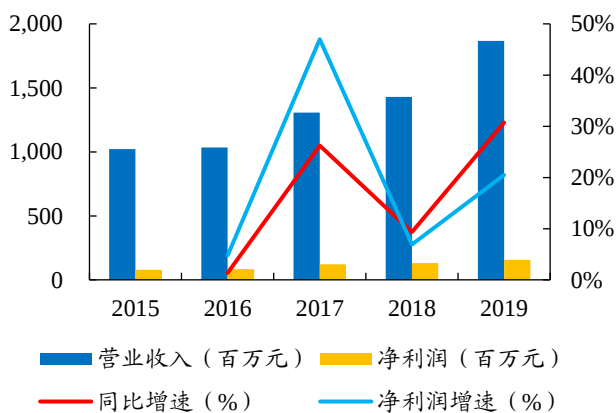
表1: 振德医疗低值耗材产品种类丰富

类别	产品品类	主要用途	具体产品
造口与现代伤口护理产品	造口袋	用于搜集造口患者的排泄物	一件式造口袋，二件式造口袋
	造口附件产品	用于造口周围皮肤的护理，或辅助造口袋/造口底盘的使用，以提高造口患者生活质量	防漏膏，造口护肤粉，皮肤保护膜，造口腰带，防漏铁环等
	敷贴	手术室术后伤口处理;各外科病房换药(妇产科,骨科,儿外等);固定引流管、留置针静脉穿刺针等	自粘敷贴、透明敷料
	凡士林纱布	创口引流、伤口覆盖保护、促进伤口愈合	凡士林纱布
	水胶体敷料	用于渗液较少的伤口，保护伤口、提供促进伤口愈合的适宜环境	水胶体敷料
	泡沫敷料	吸收伤口组织渗液,保持湿润环境,促进伤口愈合	泡沫敷料
手术感控产品	手术单及配件	在手术时,为患者及医护人员提供感染隔离保护	手术主单、复合料洞巾、剖腹产集液袋、器械保护套系列、帽、鞋套、治疗巾、垫单、手术洞、护理垫等
	手术衣	医疗防护、隔离	一次性无菌手术衣
	手术包	隔离手术部位,构筑无菌屏障,降低感染风险,更有效的保护医患双方安全,提升手术间接台效率	一次性使用无菌手术包
感控防护产品	个人感控防护产品	用于保护医务人员或易感人群，形成屏障隔离，避免接触感染性因子	医用外科口罩，医用防护口罩，一次性使用医用口罩、儿童口罩、帽、鞋套，医用防护服，隔离衣、擦手纸等
基础伤口护理产品	纱布类	外科包扎、吸附伤口组织渗液	纱布片、腹部垫、纱布卷、纱布球等
	无纺布类	无纺布片:外科包扎、吸附伤口组织渗液;口罩:用于医护人员防护,隔离	无纺布片、口罩、医用护理垫(看护垫)、尿片、擦手纸
	棉类	外部伤口清洗、止血等	棉片、棉球、棉垫、棉签
	医用护理包类	用于临床换药;急救	换药包、急救包
压力治疗与固定产品	绷带	为伤口护理提供固定支持	弹性绷带(含T型)自粘弹性绷带、纱布绷带、医用弹性绷带、急救绷带、石膏绷带、粘胶弹性绷带等
	治疗型静脉曲张袜	用于下肢静脉曲张的辅助治疗	治疗型静脉曲张袜
	抗血栓梯度压力带	通过向病人下肢提供循序递减的压力，促进下肢静脉血液回流，从而预防深静脉血栓的形成	抗血栓梯度压力带

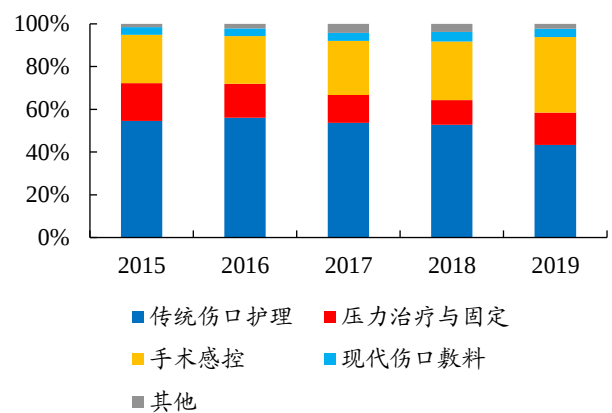
资料来源：公司公告、开源证券研究所

近年来通过内生和外延并购实现快速发展。2015-2019 年收入复合增速 16.3%，净利润复合增速 18.7%，2019 年收入 18.7 亿元，同比增速 30.7%，净利润 1.57 亿元，同比增速 20.5%。2020 上半年收入 38.20 亿元，同比增速 401.2%，净利润 9.89 亿元，同比增速 1544.7%，公司业绩高速增长，主要原因：1）全球新冠疫情导致防疫类产品销量大幅增加；2）渠道拓展带动传统业务快速增长；3）2019 年上半年收购英国 Rocielle Healthcare Limited 公司 55% 股权并表。

收入结构优化，高毛利率品类占比稳步提升。2015 年以来，高毛利率的手术感控、压力治疗与固定和现代敷料产品收入占比持续提升，2019 年占比分别为 35.3%、15.2%、3.9%，传统伤口护理占比下降，从 2015 年 54.6% 下降到 2019 年 43.4%，随着感控类产品高速增长和现代伤口辅料上量，公司未来收入结构将持续优化。

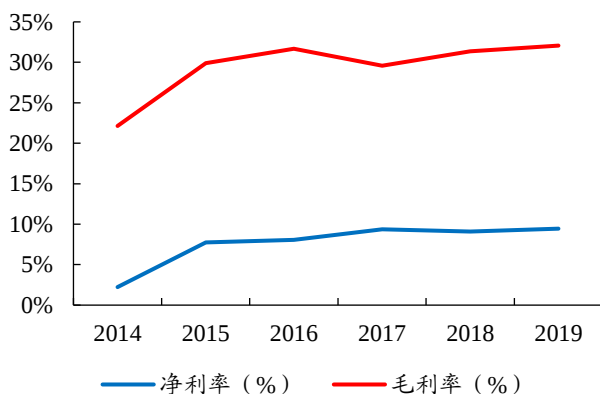
图3：公司收入和净利润持续快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

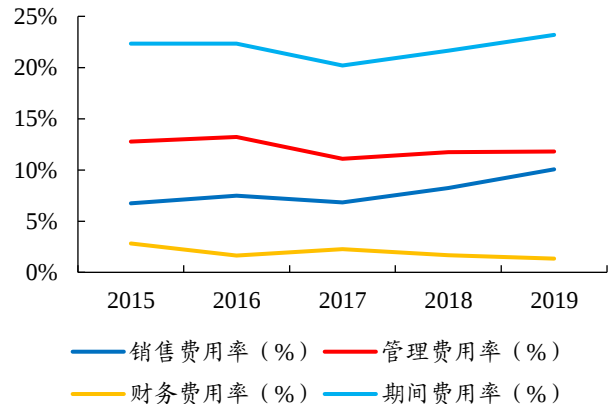
图4：传统伤口护理以外品种占比等占比保持上升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来毛利率和净利率保持上升态势。收入结构持续优化，高毛利率品类占比稳步提升，我们认为随着手术感控、现代敷料、压力治疗与固定等业务快速成长，公司未来毛利率和净利率保持上升趋势。费用端整体保持稳定，销售费用率有增长，主要原因是公司加大投入，扩建销售团队加速拓展内销市场。

图5：毛利率和净利率持续稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：销售渠道建设加强带动销售费用率略有增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、防疫类品种打通海内外渠道，手术感控业务高速增长

2.1、手术室感控向一次性使用和定制化组合转变，市场潜力巨大

手术感控产品又称手术感染控制产品，由各类手术单、手术衣、防护服和手术包等组成，其目的是建立一个无菌手术创面区，阻止外来物质及微生物侵入手术创面或患者体液、血液对受术者及手术环境污染，防止在侵入性外科手术时感染源在医护人员和患者之间、患者与患者之间的传播，确保患者与医护人员的安全。

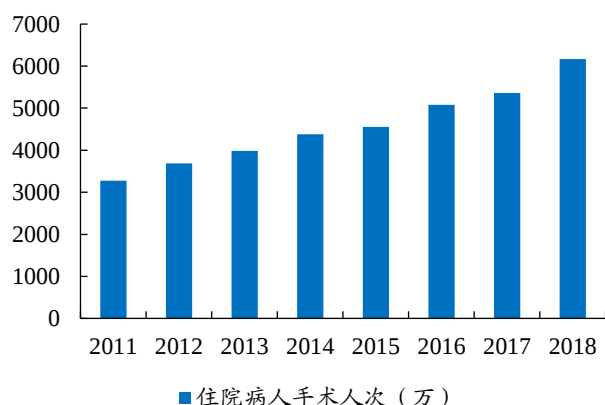
手术感控产品可分为重复使用型（多为布制）和一次性使用型（多为非织造布），其中非织造布手术感控产品具有脱絮率低、减少交叉感染风险（可使得手术中的交叉感染风险降低 60%）、舒适度高和吸水性强的优点，在发达国家得到了广泛的应用，美国和加拿大医疗和手术市场每年消耗 30 万吨医用无纺布。

图7：振德医疗感控类产品种类丰富

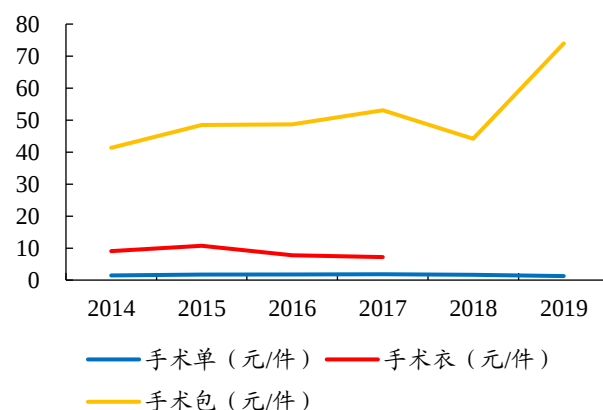
手 术 感 控 产 品	手术单及配件		在手术时，为患者及医护人员提供感染隔离保护	手术主单、复合料洞巾、剖腹产集液袋、器械保护套系列、帽、鞋套、治疗巾、垫单、手术洞巾、医用包布、护理垫等
	手术衣		医疗防护、隔离	一次性无菌手术衣
	手术包		隔离手术部位，构筑无菌屏障，降低感染风险，更有效的保护医患双方安全，提升手术间接台效率	一次性使用无菌手术包

资料来源：振德医疗招股书

国内一次性使用感控类产品终端市场可达百亿元。根据振德医疗招股书报道，2014 年北美市场的一次性阻隔医疗非织造布产品渗透率达 90%，而亚太地区市场渗透率仅为 15%，中国市场渗透率不到 10%。2018 年住院手术人次达 6172 万人次，国内一次性手术包用量 1500 万左右，市场渗透率 20%-25%，国内手术感控仍然以重复使用型产品为主。按照出厂价 120 元/件估算，2020 年一次性手术包国内市场规模约 20 亿元。参考北美市场 90%渗透率，按照 6000-7000 万住院手术人次测算，国内市场规模 65 亿-80 亿元，考虑到近五年住院手术人次 10%左右复合增速，我们预测未来国内一次性手术包市场规模可达百亿元。

图8：2011-2018 年国内住院手术人次持续稳定增长


数据来源：国家卫计委、开源证券研究所

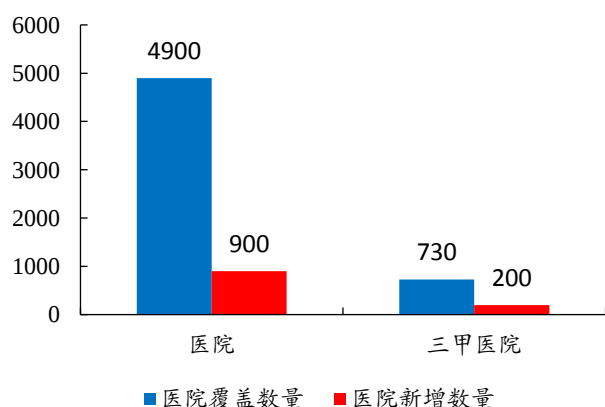
图9：国内&出口手术包均价呈上升趋势（出厂价）


数据来源：招股书、公司年报、开源证券研究所

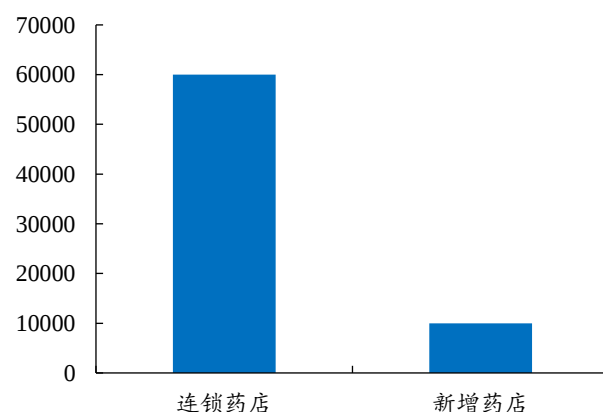
2.2、新冠疫情打通海内外销售渠道，感控类业务持续高增长可期

新冠疫情加速拓展国际国内市场业务。2020 年初新冠疫情爆发，口罩、防护服和隔离衣等防疫物资存在巨大缺口，公司统筹部署，全力保障防疫物资生产供应。疫情期间公司良好的供应能力表现、健康有序的价格管理体系和稳定可靠的产品质量在业内获得良好口碑，在医院和药店渠道持续实施大客户策略，积极推动大客户开发，提高百强医院、三甲医院、百强连锁的市场覆盖率和占有率，极大提升了品牌影响力。

截至 2020 年 6 月，公司产品已覆盖 4900 多家医院，较年初增加约 900 家，其中三甲医院 730 家，较年初增加 200 多家；药店零售渠道，共计覆盖全国约 6 万家药店门店，较年初增加约 1 万家门店；电商渠道，天猫、京东、唯品会、拼多多等电商平台共计开设 10 多家店铺，2020 年上半年店铺累计访客数量超 4000 万人。

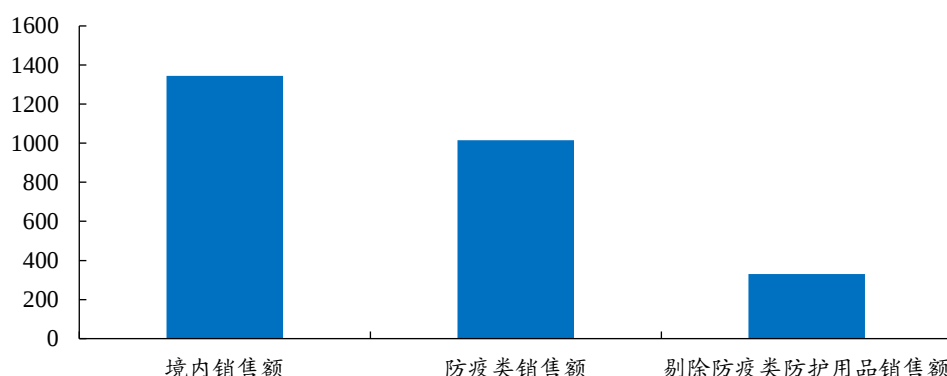
图10：2020 上半年公司医院渠道加速拓展


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2020 上半年公司零售药店渠道加速拓展


数据来源：公司公告、开源证券研究所

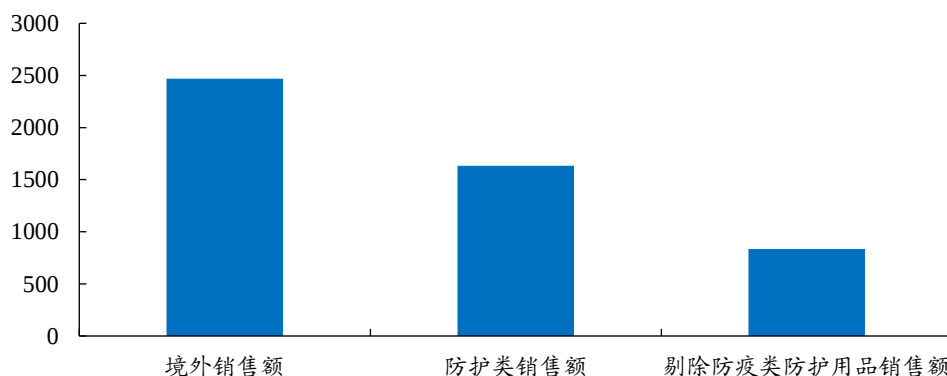
2020 上半年境内销售 13.45 亿元，同比增速 413.26%，其中防疫类防护用品境内销售 10.15 亿元，剔除防疫类防护用品境内销售额 3.3 亿元，同比增长 44.3%。上半年疫情导致手术量和门诊量大幅减少背景下，公司剔除防疫类产品外的防护类销售快速增长，主要原因是渠道广度和深度的拓展。

图12: 2020 上半年境内传统业务和防疫类产品销售同比大幅增加（百万元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

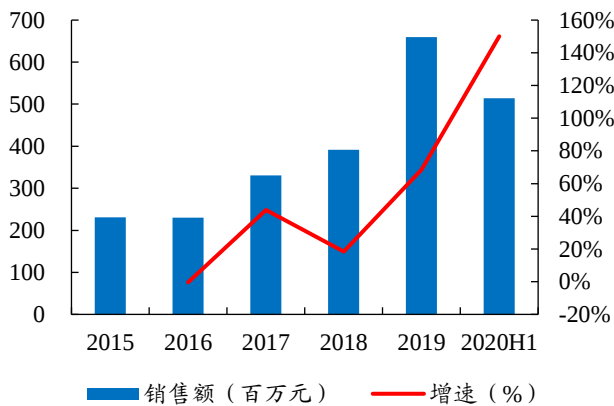
疫情期间常规业务稳定持续供应，大大提升了国际客户全面战略合作关系。2020 年二季度全球疫情爆发，公司在保障国内供应同时，给予国际客户感控防护产品稳定供应，获得欧美客户极高信任和认可；利用全球感控防护类产品需求激增，市场偏薄弱的南美、非洲、中东及东南亚市场的开拓取得突破；此外，凭借英国控股子公司 Rocialle Healthcare Limited 在渠道、生产、技术等方面优势，实现英国市场的快速拓展。

2020 上半年境外销售 24.69 亿元，同比增长 400.3%，其中防护用品销售额 16.34 亿元，剔除防疫类用品，境外销售 8.36 亿元，同比增长 69.6%。全球疫情期间，海外防护用品生产受影响，振德医疗凭借稳定持续生产和供应能力迅速开拓境外市场，预计未来境外销售有望持续高增长。

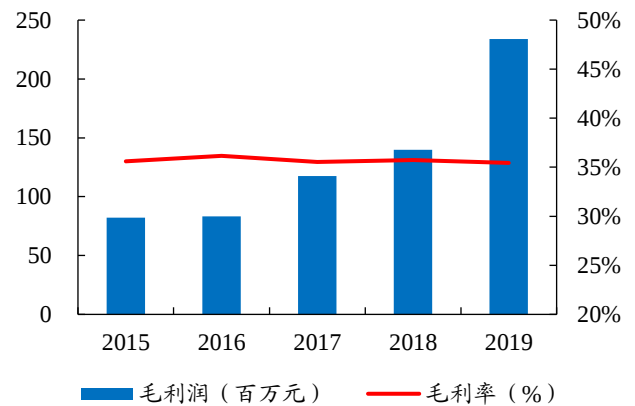
图13: 2020 上半年境外传统业务和防疫类产品销售同比大幅增加（百万元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

海内外渠道拓展带动感控类业务高速增长。2020 年上半年感控类收入 5.14 亿元，同比增速 150%，预计全年销售额突破 13 亿元，渠道拓展带动感控类持续高增长。国内一次性手术包市场空间百亿元，假设振德医疗未来做到 30%-40% 市场份额，国内销售额 30-40 亿元。

图14: 振德医疗感控类销售额加速增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 振德医疗感控类毛利润大幅增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

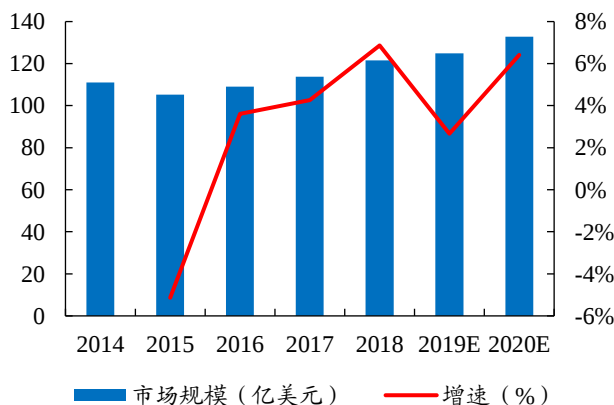
3、全球医用敷料稳定增长，国内新型敷料进口替代是趋势

医用敷料为伤口处的覆盖物，在伤口愈合过程中替代受损的皮肤起到暂时性屏障作用，避免或控制伤口感染，提供有利于创面愈合的环境。以“湿润愈合理论”为边界，将医疗敷料分为传统敷料和新型伤口敷料。

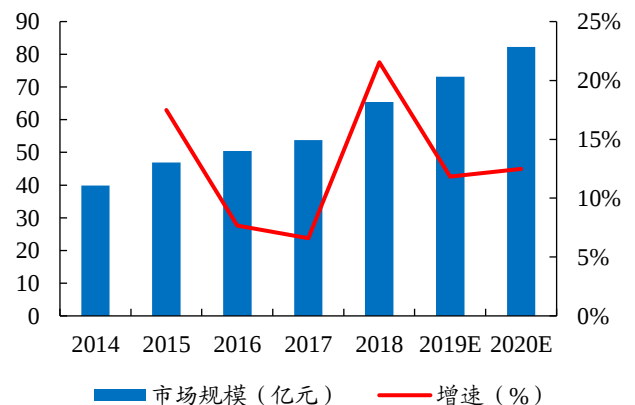
3.1、全球市场稳定增长，新型敷料市场潜力巨大

近年来全球医用敷料市场保持稳定增长，根据 BMI Research 统计，2018 年全球医用敷料市场规模 121.6 亿美金，随着全球老龄化带来的溃疡、褥疮等病症患者的增加，全球医用辅料需求将持续增长，预计 2020 年将达到 132.8 亿美金。

美国、欧洲和日本等发达经济体是全球最主要的医用敷料消费市场，国内医用敷料市场进入快速增长。BMI Research 统计 2014-2018 年我国医用敷料市场规模由 39.9 亿元增长至 65.4 亿元，期间复合增速 13.1%，大幅高于同期全球 2.3% 增速，预计 2020 年市场规模达 82.3 亿元。我国医用敷料正由传统敷料向高端敷料发展，高端敷料将成为国内市场发展的驱动力。

图16: 全球医用敷料市场长期稳定增长


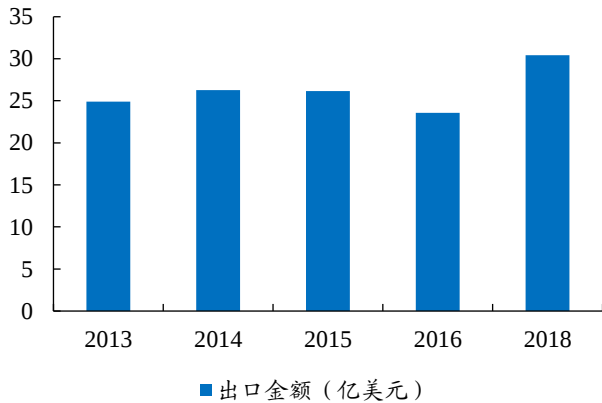
数据来源: BMI Research、开源证券研究所

图17: 国内医用敷料市场持续快速增长


数据来源: BMI Research、开源证券研究所

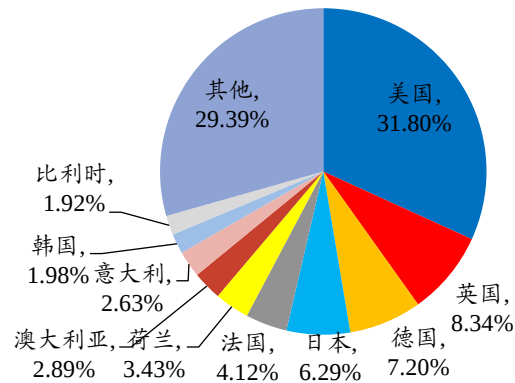
20 世纪 90 年代以来医用敷料生产逐步转移至亚洲、南美等地区和国家，海外知名的医疗器械公司负责研发和营销。中国已成为全球最大的医用敷料出口国，2018 年中国医用敷料出口额约 30.43 亿美元，约占全球 25% 市场份额。

图18：中国敷料出口整体保持稳定



数据来源：振德医疗&稳健医疗招股书、开源证券研究所

图19：欧美日为中国敷料主要出口国家

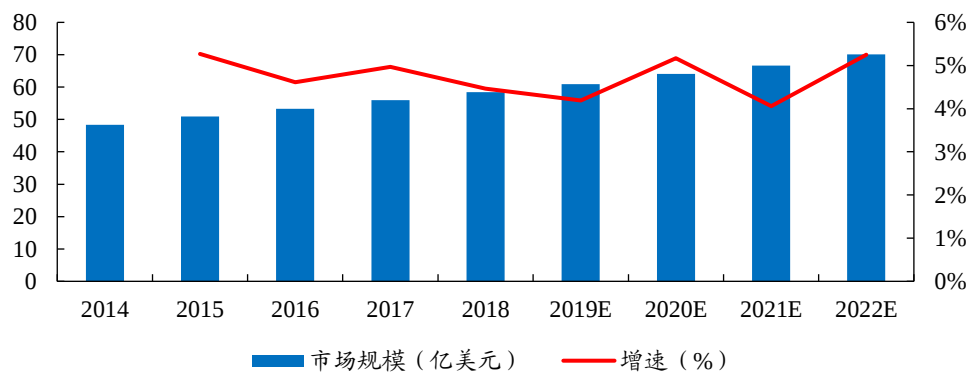


数据来源：振德医疗招股书、开源证券研究所

高端伤口敷料主要以湿性伤口愈合理论为基础，具有减轻换药痛苦、缩短愈合时间、减少换药次数、降低医务人员的劳动强度、降低综合治疗成本、换药操作简便易行等优点。高端敷料临床应用主要针对复杂的伤口护理，包括慢性伤口、烧伤、复杂手术伤口等。

根据 BMI Research 的统计，2017 年高端敷料市场规模达 55.95 亿美元，在医用敷料市场占比 51.2%，预计 2022 年市场规模将突破 70 亿美金。新型敷料领域主要被 3M、Acelity、V.A.C. Therapy 等国际厂商所占据，产品以高价高品质为主。随着国内厂商在技术与品质上的不断进步，高端医用敷料领域未来有较大的国产替代空间。

图20：全球高端敷料市场有望持续稳定增长

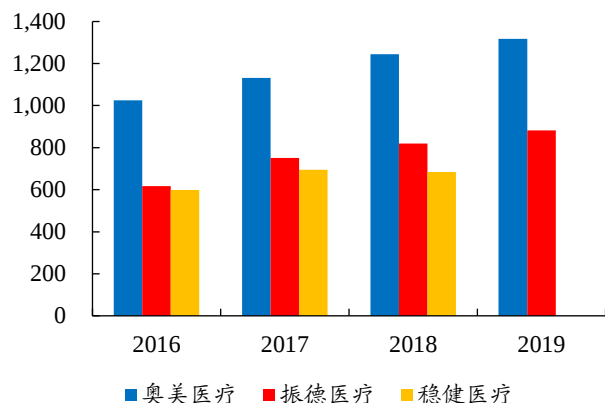


数据来源：BMI Research、开源证券研究所

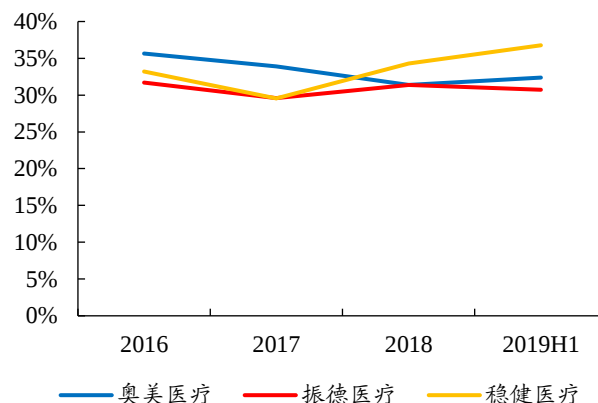
3.2、振德医疗敷料出口第一梯队，国内现代伤口敷料进口替代

公司连续多年稳居我国医用敷料出口前三名。公司境外销售主要采取 OEM 模式与境外医疗器械品牌商合作，即公司根据境外品牌商提供的技术规范和质量标准进行贴牌生产，境外品牌商以其品牌在国际市场上进行销售，市场覆盖全球六大洲

（欧洲、北美洲、南美洲、亚洲、非洲和大洋洲）多个国家和地区。

图21：国内前三大医用敷料出口企业稳定增长


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图22：振德医疗敷料毛利率仍有提升空间


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

海外市场，公司与 Lohmann&Rauscher、Cardinal Healthcare、Medline、Hartmann、Mckesson、Onemed 在内的多家国外知名医疗器械品牌商建立了良好的长期合作关系；在国内市场，渠道已覆盖全国各省（市、自治区），产品销往国内众多医疗机构和药店。近年来，公司境内销售一直保持快速增长。同时，公司凭借高品质的产品和优质的服务，已在客户和市场上形成了良好的品牌形象和知名度。

表2：多年经营发展积累了丰富的客户资源

序号	客户名称	地区	主要产品
1	LOHMANN& RAUSCHER	欧洲	传统伤口护理类：纱布类、无纺布类 手术感控类：手术单 压力治疗与固定类：绷带现代伤口敷料类
2	ONEMED	欧洲	传统伤口护理类：无纺布类、纱布类； 手术感控类：手术单、手术衣 压力治疗与固定类：绷带
3	LABORATOIRE SYLAMED	欧洲	传统伤口护理类：无纺布类、纱布类 压力治疗与固定类：绷带 现代伤口敷料
	MEDLINE	北美	传统伤口护理类：无纺布类 手术感控类：手术单、手术包 压力治疗与固定类：绷带、压力袜
5	MULTIGATE MEDICAL PRODUCTS PTY LTD.	大洋洲	传统伤口护理类：无纺布类、纱布类； 手术感控类：手术单、手术衣、手术包 压力治疗与固定类：绷带、压力袜

资料来源：公司公告、开源证券研究所

现代伤口敷料产品线逐步完善，未来有望成为新的业绩增长点。通过多年研发积累，公司现代伤口敷料产品已成梯队，未来有望通过自研和外延并购持续丰富产品线。现代伤口敷料附加值相对较高，有望凭借国内销售渠道拓展实现放量。

表3: 振德医疗现代伤口敷料产品丰富

现代伤口敷料	产品名称	产品外观	性能及适应范围
	透明敷料		用于外科手术切口及留置动静脉导管时贴敷皮肤用。
	一次性自粘敷贴		用于外科手术切口及留置动静脉导管时贴敷皮肤用
	疤痕贴		疤痕贴供软化、抑制疤痕增生用
	碳纤维敷料	/	产品用于Ⅱ度烧伤烫伤
	湿性伤口敷料	/	适用于中度渗液的非感染表皮创伤面
	灭菌凡士林纱布		主要供医疗单位换药、创口引流、内腔造瘘用
	泡沫敷料		泡沫敷料适用于覆盖渗出液较多创面，吸收创面渗液
	水体胶敷料		用于轻低度渗液的体表伤口覆盖与护理
	醋酸纤维油纱		适用于早期浅Ⅱ度烧伤或相当于浅二度损伤的急性创面，皮肤移植伤口（含刃厚皮片供皮区）。

资料来源：公司官网、招股书、开源证券研究所

4、其他业务：积极布局造口袋、运动康复领域

4.1、造口袋国内市场潜力大，有望实现进口替代

造口一般是针对直肠、膀胱病变（如直肠癌、膀胱癌、肠梗阻等），手术切除病变的部位（例如直肠癌会切除直肠、肛管，膀胱癌会切除膀胱），将肠管一段或者两端引出到体表以形成一个开口，将大便或者小便通过该造口排出。造口袋主要由外袋、底盘和过滤片组成，根据底盘和袋体是否可分离，造口袋分为一件式造口袋和两件式造口袋。

图23：一件式造口袋的袋体和底盘不可分离



资料来源：康乐保

图24：两件式造口袋的袋体和底盘可以分离



资料来源：康乐保

根据 Transparency Market Research 发布报告，2011 年全球造口袋市场规模约 21 亿美元，预计到 2018 年达到 26 亿美金。目前全球造口袋市场规模约 160 亿元，年均增长率约 3%-4%。随着老龄化、癌症患病率持续上升，全球造口袋市场仍然具备较大成长空间。

我国永久性肠造口患者 100 万人，每年新增造口患者 10 万，每年患者造口袋用量约 180 个，国产价格约 900 元/年，进口价格约 2200 元/年，当前国内造口袋类产品市场规模 10-22 亿元。目前结肠造口大多数大肠癌患者，随着老龄化加剧，心脑血管疾病严重患者增多，部分需常年卧床甚至大小便失禁均为造口市场潜在消费者，未来造口类产品市场潜力巨大，参考全球 160 亿市场规模，预计国内造口类产品市场空间 40-50 亿元。

4.2、运动康复、压力治疗等产品市场方兴未艾

运动护具主要包括运动前的关节防护，运动中的关节及肌肉保护、减轻压力、持久支撑和运动后的受伤复健，促进血液循环及新陈代谢，缓解肌肉疼痛及僵硬。在国家体育产业快速发展背景下，运动护具规模前景广阔，根据中商产业研究院发布报告预测，2020 年我国运动护具市场规模将达到 190 亿元。

静脉曲张袜主要用于静脉曲张治疗，我国下肢静脉曲张病人约 1 亿人，假设 10% 接受治疗及康复，按照人均 2 双压力袜，每年市场容量约 2000 万双，按照 200 元/双计算，市场规模 40 亿元。

抗血栓压力梯度带主要用于预防静脉血栓，目前国内多个临床科室推出静脉血栓预防指南，且指南推荐梯度压力袜作为静脉血栓基础预防措施。根据血栓风险评估标准，肿瘤患者属于血栓中度风险人群，2015 年我国新发肿瘤患者 430 万人，按照终端价格 220 元/双计算，仅肿瘤人群潜在市场销售规模可达 9.5 亿元。

振德医疗通过内生发展和外延扩张，迅速完善运动康复产品线和产品规格。2019 年估值 1 亿元收购苏州美迪斯 70% 股权。并购完成后，结合振德医疗与美迪斯在压力与固定治疗产品的生产、技术、销售等方面各自优势，公司按计划进行了有效整合，实现资源共享，通过一年来的运营，已在技术、渠道、市场等方面显现协同效应，整合取得成效。2019 年度，苏州美迪斯实现营业收入 1.2 亿元，净利润 2059 万元，完成了 2019 年业绩承诺。

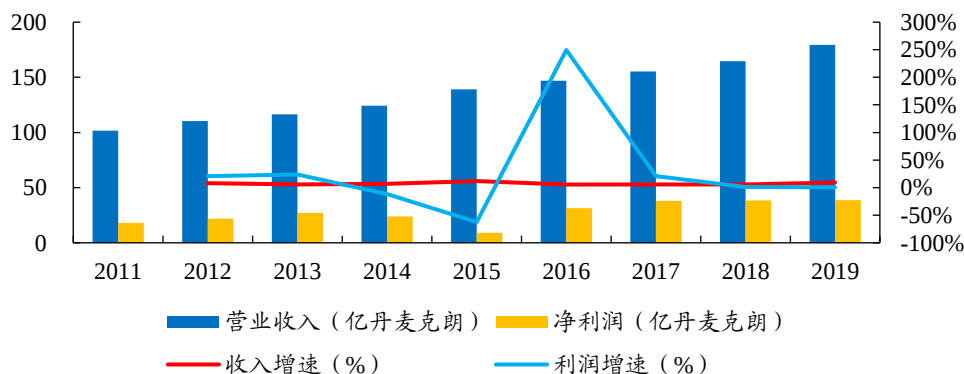
2020 上半年拟 7500 万元通过增资扩股和现金收购获得浙江斯坦格 60% 股权。斯坦格主要从事运动护具、保健护具等护具类产品的研发、生产和销售，已建立了比较成熟的销售网络，客户覆盖了国内外知名运动品牌龙头企业，正处于快速发展阶段。

5、从全球医疗护理龙头康乐保看成长空间

5.1、全球医疗护理龙头，业绩稳定增长

Coloplast（康乐保）主业覆盖造口护理、失禁护理、伤口与皮肤护理和泌尿外科护理等四大领域，全球员工超过 10000 名，其业务遍布全球。近年来康乐保业绩保持稳健增长，2011-2019 年收入端复合增速 7.3%，利润端复合增速 9.9%，2019 年收入 179.4 亿丹麦克朗，同比增速 9.1%，净利润 38.73 亿丹麦克朗，同比增速 0.7%。

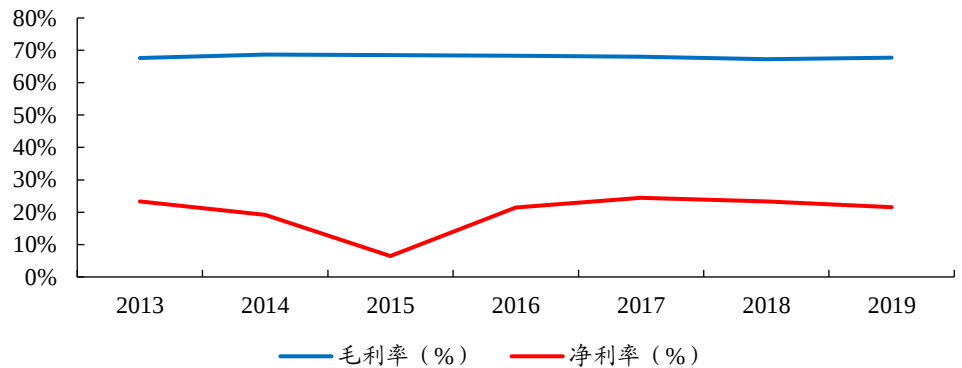
图25：近十年来康乐保业绩保持稳定增长



数据来源：Coloplast、开源证券研究所（备注：丹麦克朗/人民币汇率 1:1.074）

康乐保毛利率和净利润率整体稳定。剔除 2015 年因法律诉讼导致净利润下降外，毛利率稳定在 68% 左右、净利润率在 20%-25% 范围内波动，维持良好的盈利能力。

图26：康乐保毛利率和净利润整体保持稳定

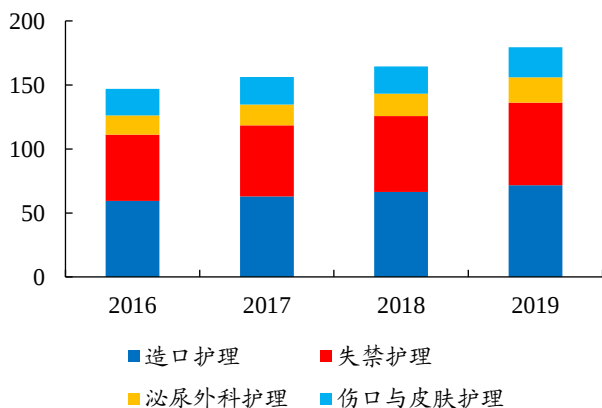


数据来源：Coloplast、开源证券研究所（2015 年计提 30 亿丹麦克朗法律诉讼相关费用）

造口护理和失禁护理为两大核心主业。康乐保产品线涉及造口护理、失禁护理、伤口与皮肤护理和泌尿外科护理等四大领域，其中造口护理和失禁护理业务 2019 年销售额分别为 71.66 亿和 64.59 亿丹麦克朗，分别占比总收入 39.9%、36%，为两大核心主业。

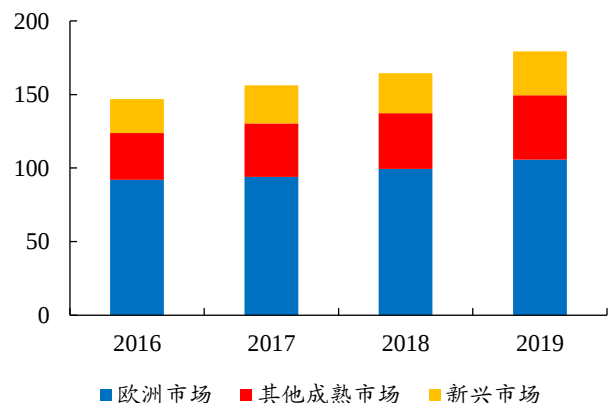
市场全球化布局，欧美成熟市场占比大，老龄化和新兴市场拓展为康乐保发展主要动力。从全球各地区销售看，2019 年欧洲、欧洲外发达市场和新兴市场的销售额分别为 105.73 亿、43.80 亿和 29.86 亿丹麦克朗，欧美发达市场合计占比 83.4%，成熟市场的增长主要原因是老龄化带来的需求增加。近年来新兴市场保持强劲增长态势，主要原因是康乐保持续加大新兴市场拓展，未来新兴市场有望成为推动康乐保业绩增长的主要动力。

图27：造口护理和失禁护理为康乐保两大核心主业



数据来源：康乐保年报、开源证券研究所（单位：亿丹麦克朗）

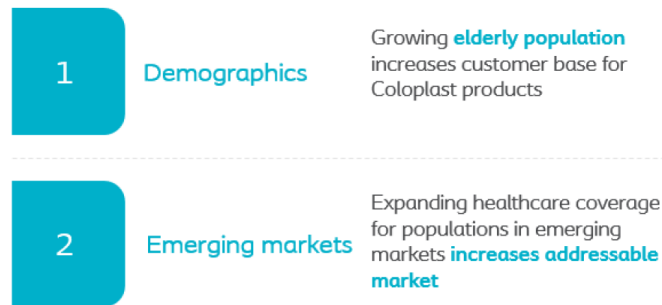
图28：新兴市场有望成为持续增长的重要动力



数据来源：康乐保年报、开源证券研究所（单位：亿丹麦克朗）

图29：老龄化和新兴市场拓展是康乐保未来发展主要动力

Drivers for Coloplast



资料来源：康乐保

5.2、行业地位和持续稳定成长赋予康乐保高估值

康乐保在造口护理和失禁护理两大领域处于全球市场主导地位。根据康乐保测算，2019 年全球造口护理市场 180-190 亿丹麦克朗，增速 4-5%，康乐保 2019 年销售额约 72 亿丹麦克朗，市场份额 35-40%，位居全球首位，其中欧洲和新兴市场份额 40-50%，美国等成熟市场份额 15-25%。

失禁护理类产品全球市场规模约 130-140 亿丹麦克朗，行业增速 5-6%。康乐保 2019 年销售额约 65 亿丹麦克朗，市场份额约 40%，其中欧洲市场份额 45-55%，美国等成熟市场 20-30%，新兴市场 30-40%。

图30：康乐保造口护理业务全球市场份额第一



资料来源：康乐保

图31：康乐保失禁护理业务全球市场份额第一



资料来源：康乐保

康乐保泌尿外科护理、伤口和皮肤护理业务位居全球前列。泌尿外科护理相关产品全球市场规模约 120-130 亿丹麦克朗，行业增速 3-5%，康乐保 2019 年销售额约 20 亿丹麦克朗，全球市场份额 15% 左右，位居全球第四。伤口和皮肤护理全球市场规模约 260-290 亿丹麦克朗（伤口护理 220-240 亿，皮肤护理 40-50 亿），2019 年康乐保销售额超 23 亿丹麦克朗，在伤口护理和皮肤护理领域市场份额分别为 5-10%、10-15%，位居全球第 5 位。

图32: 康乐保泌尿外科护理业务全球市场份额第四



资料来源: 康乐保

图33: 康乐保失伤口和皮肤护理业务全球市场份额第五



资料来源: 康乐保

康乐保在 1983 年在哥本哈根证券交易所上市，当前市值 1922 亿丹麦克朗，按照 2019 年业绩 38.73 亿丹麦克朗计算，估值 50 倍。2019/2020 年度前三个季度收入 139.54 亿丹麦克朗，同比增速 5%，净利润 31.56 亿丹麦克朗，同比增速 2%。受全球新冠疫情影响，Q3 单季度（2020 年 4 月至 2020 年 6 月）收入和净利润分别为 44.19 亿、9.97 亿丹麦克朗，同比下滑 4%、7%，预计完成年度（2019 年 10 月至 2020 年 9 月）净利润 38-40 亿丹麦克朗，同比持平或略有增长，当前市值对应 2020 年业绩 PE 48-50 倍。

6、盈利预测与投资建议

6.1、关键假设

1) 感控类产品一次性使用替代重复使用是趋势，受益海内外渠道拓展，感控类业务保持快速增长，预计 2020-2022 年收入增速分别为 110%/50%/50%，毛利率稳定。

2) 平面口罩日产能超 1000 万只，KN95 口罩日产能 100 多万只，振德医疗凭借品牌影响力，未来有望保持满产满销，销售价格小幅下降，整体毛利率略有下降。

3) 基础伤口护理业务保持稳健增长，预计 2020-2022 年收入增速分别为 15%、20%、20%，毛利率稳定。

4) 造口和现代伤口护理进口替代有望加速，预计 2020-2022 年收入增速分别为 26%、79%、46%，毛利率逐年提升。

5) 压力治疗与固定类产品内生&外延双轮驱动业绩提速，预计 2020-2022 年收入增速分别为 20%、50%、35%，毛利率稳定。

6) 新冠疫情导致口罩等防疫类产品供不应求，防疫类产品销售带动整体收入和利润体量 2020 年大幅增加，预计 2020-2022 年销售费用率、管理费用率大幅降低后保持稳定，现金流良好，财务费用保持稳定。

6.2、盈利预测与估值

感控类业务高速放量，驱动传统业务（剔除防疫类）持续高速增长。一次性感控

产品替代重复使用产品是趋势，新冠疫情有望加速替代进程，国内手术包市场百亿元。公司凭借渠道优势，预计手术感控类业务 2019-2022 年复合增速 68%，有望成为公司核心业务之一。造口和现代伤口护理是公司未来重点发力推广产品，有望成为下一个快速放量的产品，是公司业绩长期增长的动力之一。

新冠疫情导致防疫类产品销售收入激增，公司借助防疫类产品拓展传统业务在全国医院和零售终端销售渠道，传统业务实现快速增长。我们预计 2020-2022 年净利润 30.83/20.02/17.29 亿元，同比 1865.0%/-35.1%/-13.6%，EPS 15.50/10.07/8.70 元，对应 PE 4.6/7.1/8.2 倍。

剔除防疫类产品，2020-2022 年公司感控类等其他业务收入 28 亿、40 亿、55 亿，增长 51%、40%、39%，分别贡献 4.0/6.00/8.59 亿元，同比 155.0%/50.0%/43.2%。公司抓住历史性机遇完善全国医院终端和零售终端销售渠道，感控类业务高速增长，造口和新型敷料业务有望成为下一个放量产品，目前估值水平相较行业内可比上市公司平均水平而言，具备一定的估值优势，首次覆盖给予“买入”评级。

表4：振德医疗可比上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603301	振德医疗	68.49	20.5%	1865.0%	-35.1%	-13.6%	90.7	4.6	7.1	8.2
002950	奥美医疗	24.49	43.0%	146.6%	17.7%	13.5%	27.0	19.9	16.9	14.9
300888	稳健医疗	114.5	28.6%	309.5%	-35.3%	14.7%	95.4	23.3	36.0	31.4
A 股平均							71.0	15.9	19.9	18.1

资料来源：wind、开源证券研究所

7、风险提示

产品销售不及预期；渠道拓展不及预期；产品研发进度不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1032	1595	5843	6532	8274
现金	302	646	3496	5248	6361
应收票据及应收账款	271	374	497	401	608
其他应收款	20	15	204	0	176
预付账款	24	48	413	0	370
存货	376	431	1154	802	679
其他流动资产	38	80	80	80	80
非流动资产	818	1075	1435	1774	2093
长期投资	1	1	0	0	-0
固定资产	490	521	671	838	1013
无形资产	132	185	203	221	241
其他非流动资产	194	368	561	715	839
资产总计	1850	2669	7279	8306	10367
流动负债	680	798	2352	1405	1775
短期借款	360	292	292	292	292
应付票据及应付账款	240	298	1157	938	580
其他流动负债	80	207	902	174	902
非流动负债	46	471	413	351	283
长期借款	0	422	363	302	234
其他非流动负债	46	49	49	49	49
负债合计	725	1270	2764	1756	2058
少数股东权益	1	41	130	203	280
股本	100	140	199	199	199
资本公积	699	659	603	603	603
留存收益	324	446	2401	3680	4793
归属母公司股东权益	1124	1359	4384	6347	8028
负债和股东权益	1850	2669	7279	8306	10367

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	20	198	3265	2167	1503
净利润	130	177	3172	2074	1807
折旧摊销	62	66	62	83	108
财务费用	24	25	-31	-102	-148
投资损失	8	4	1	3	4
营运资金变动	-200	-77	63	110	-266
其他经营现金流	-3	4	-2	-2	-3
投资活动现金流	-162	-319	-422	-424	-428
资本支出	227	274	360	339	319
长期投资	0	-17	0	0	0
其他投资现金流	65	-62	-61	-84	-109
筹资活动现金流	349	428	6	9	39
短期借款	-50	-68	0	0	0
长期借款	0	422	-59	-62	-68
普通股增加	25	40	59	0	0
资本公积增加	409	-40	-56	0	0
其他筹资现金流	-35	74	62	71	107
现金净增加额	195	311	2849	1752	1113

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1429	1868	11823	9456	9486
营业成本	981	1269	7130	5867	5924
营业税金及附加	16	13	128	95	92
营业费用	118	188	325	529	719
管理费用	111	169	325	426	531
研发费用	57	51	213	199	237
财务费用	24	25	-31	-102	-148
资产减值损失	12	-7	0	0	0
其他收益	35	58	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	2	2	3
投资净收益	-8	-4	-1	-3	-4
资产处置收益	16	-0	0	0	0
营业利润	153	200	3734	2442	2128
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	1	2	2	2
利润总额	152	199	3732	2440	2126
所得税	22	23	560	366	319
净利润	130	177	3172	2074	1807
少数股东损益	-0	20	89	73	78
归母净利润	130	157	3083	2002	1729
EBITDA	226	291	3762	2421	2087
EPS(元)	0.65	0.79	15.50	10.07	8.70

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.4	30.7	533.0	-20.0	0.3
营业利润(%)	3.7	30.6	1763.8	-34.6	-12.9
归属于母公司净利润(%)	6.9	20.5	1865.0	-35.1	-13.6
获利能力					
毛利率(%)	31.4	32.1	39.7	38.0	37.5
净利率(%)	9.1	8.4	26.1	21.2	18.2
ROE(%)	11.5	12.6	70.3	31.7	21.8
ROIC(%)	9.2	9.4	60.8	28.1	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	39.2	47.6	38.0	21.1	19.9
净负债比率(%)	9.7	8.3	-59.9	-68.9	-68.4
流动比率	1.5	2.0	2.5	4.6	4.7
速动比率	0.9	1.3	1.8	4.0	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	2.4	1.2	1.0
应收账款周转率	6.2	5.8	27.2	21.1	18.8
应付账款周转率	4.6	4.7	9.8	5.6	7.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.79	15.50	10.07	8.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.99	16.42	10.90	7.56
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.29	21.49	31.36	39.81
估值比率					
P/E	109.3	90.7	4.6	7.1	8.2
P/B	12.7	11.4	3.3	2.3	1.8
EV/EBITDA	63.4	49.3	3.1	4.1	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn