

2023年04月25日

22年业绩靓丽，医用耗材高增长

稳健医疗(300888)

评级:	买入	股票代码:	300888
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	83.12/52.8
目标价格:		总市值(亿)	257.47
最新收盘价:	60.37	自由流通市值(亿)	82.10
		自由流通股数(百万)	136.00

事件概述

稳健医疗发布2022年年报及2023年一季度报：2022年公司实现收入113.51亿元，同比+41.23%；归母净利润16.51亿元，同比+33.18%。其中，2022Q4公司收入37.09亿元，同比+67.26%；归母净利润4.00亿元，同比+195.90%。公司业绩实现较大增长，主要系Q4疫情防控放开后市场对防疫物资需求较大；同时，公司通过并购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林拓宽产品线布局，并表贡献收入8.1亿元；此外，公司在原材料价格上涨的同时，实施一系列降本增效举措实现利润较大增长。2022年公司经营活动产生的现金流量净额29.83亿元，同比+242.26%，主要系本期公司业绩增长、针对感染防护产品采用预收贷款的信用政策以及对外采购付款账期延长所致。

2022Q1公司单季度收入23.52亿元，同比+1.28%；归母净利润3.77亿元，同比+5.56%。公司医用耗材业务受感染防控产品需求下降影响，收入同比-3.99%；而受居民线下消费活动迎来较大修复，以全棉时代为核心的健康生活消费品业务同比+10.53%。

分析判断：

► 收入端：医用耗材高增长，健康生活消费品有望受益于消费复苏。

公司将产品类别按使用场景进行了重新分类，并对去年同期数据按同口径做了调整。分业务看，2022年公司健康生活消费品、医用耗材业务销售额分别为40.55、72.03亿元，同比分别+0.02%、+83.65%，营业收入占比分别为35.72%、63.45%，健康生活消费品业务在2022年社会消费品零售总额同比-0.2%以及疫情反复使得线下消费活动受阻的不利大背景下，营收能力有所承压，而相较2019年数据，其同比+34.8%，三年业务规模复合增速为10.5%，仍保持较好的发展韧性。健康生活消费品收入占比较高的干湿棉柔巾产品2022年销售额为11.55亿元，同比+1.32%，保持小幅增长，占总收入比重由2021年的14.18%下降至2022年的10.18%；医用耗材业务受到2022年疫情反复影响，年内市场对防疫产品需求高增，其收入实现较大增长。其中，收入占比较高的感染防护产品2022年销售额47.35亿元，同比+99.14%，占总收入比重由2021年的29.58%上升至2022年的41.72%；同时，常规品在“内生+外延”双重因素的驱动下显著高增，2022年实现收入24.7亿元，同比+59.8%。

2023Q1公司健康生活消费品业务销售额为9.69亿元，同比+10.53%，主要系疫情因素影响减弱，线下消费复苏强劲，全棉时代电商渠道和线下门店同比均实现稳步增长；其中，无纺消费品业务实现营业收入5.01亿元，同比+4.3%；有纺消费品业务实现营业收入4.68亿元，同比+18.1%。公司医用耗材业务销售额为13.64亿元，同比-3.99%，主要系宏观环境出现变化，感染防护产品需求量较上一年有较大幅度下降；其中，感染防护产品实现营业收入6.17亿元，同比-38.21%；常规医用耗材产品实现营业收入7.47亿元，同比+76.9%。

► 盈利端：毛利率有所下滑，期间费用管控较好。

2022年公司毛利率、净利率分别为47.38%、14.75%，同比分别-2.50pct、-0.65pct，其中，Q4单季度毛利率、净利率分别为46.38%、10.98%，同比分别-5.70pct、+4.97pct，盈利能力有所下降，主要系全球医用防护产品销售价格回落同时业务占公司整体销售比重上升的影响。分产品来看，2022年公司医用耗材、健康生活消费品毛利率分别为44.52%、52.80%，分别同比-2.98pct、+0.56pct，其中收入占比相对较高的感染防护产品、干湿棉柔巾毛利率分别为48.48%、49.32%，同比分别-5.71pct、+0.14pct。期间费用率方面，2022年公司期间费用率为

26.86%，同比-5.92pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 18.06%、5.58%、4.30%、-1.08%，同比分别-6.69pct、-0.07pct、+0.59pct、+0.26pct，分季度看，2022Q4 期间费用率为 24.58%，同比-17.71pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 17.53%、4.16%、3.05%、-0.16%，同比分别-16.38pct、-5.94pct、+1.85pct、+2.76pct。2022 年公司大力开展降本增效行动，通过拉通产品端到端降本、大力削减 SKU 数量等方式，期间费用率下降明显，费用管控较好。

2022Q1 公司毛利率、净利率分别为 50.97%、16.49%，同比分别+3.19pct、+1.10pct，盈利能力有所修复。期间费用率方面，2022Q1 公司期间费用率为 30.30%，同比+1.42pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 20.00%、6.32%、4.73%、-0.75%，同比分别-0.23pct、+0.81pct、+0.66pct、+0.18pct，期间费用率略有上升。

投资建议

稳健医疗以“棉”为核心，通过医疗背书+高品质产品+线上线下渠道发力，构建强大护城河。考虑到公司健康医疗消费品有望受益于线下消费复苏带来新的增量，一定程度上消化感染防护产品市场需求下降的风险，我们调整此前盈利预测，公司 2023-2024 年营业收入分别由 109.74/126.60 亿元上调至 125.13/141.80 亿元，2023-2024 年 EPS 分别由 3.74/4.35 元上调至 4.26/4.84 元，预计 2025 年公司营业收入、EPS 分别为 159.80 亿元、5.48 元，对应 2023 年 4 月 25 日 60.37 元/股收盘价，PE 分别为 14.17/12.46/11.01 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

线下门店拓展不及预期；医用敷料需求大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	12,513	14,180	15,980
YoY (%)	-35.9%	41.2%	10.2%	13.3%	12.7%
归母净利润(百万元)	1,239	1,651	1,817	2,066	2,338
YoY (%)	-67.5%	33.2%	10.1%	13.7%	13.1%
毛利率 (%)	49.9%	47.4%	46.2%	46.5%	46.9%
每股收益 (元)	2.91	3.90	4.26	4.84	5.48
ROE	11.6%	14.1%	13.8%	14.0%	14.2%
市盈率	20.75	15.48	14.17	12.46	11.01

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

华西轻工&纺服团队联合覆盖

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

研究助理：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

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	11,351	12,513	14,180	15,980	净利润	1,674	1,826	2,077	2,349
YoY (%)	41.2%	10.2%	13.3%	12.7%	折旧和摊销	555	289	289	289
营业成本	5,973	6,730	7,585	8,481	营运资金变动	487	-116	-133	-65
营业税金及附加	98	100	122	144	经营活动现金流	2,983	2,170	2,376	2,711
销售费用	2,050	2,315	2,638	3,004	资本开支	-1,136	-225	-225	-226
管理费用	634	688	794	911	投资	-2,838	-20	-30	-40
财务费用	-123	-23	-55	-86	投资活动现金流	-3,818	-194	-190	-204
研发费用	488	563	652	751	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-363	-100	-80	-70	债务募资	2,127	-80	-80	120
投资收益	51	31	35	32	筹资活动现金流	1,118	-547	-644	-544
营业利润	1,977	2,124	2,454	2,790	现金净流量	282	1,429	1,542	1,962
营业外收支	-57	-25	-25	-26					
利润总额	1,920	2,099	2,429	2,764	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	245	273	352	415	成长能力				
净利润	1,674	1,826	2,077	2,349	营业收入增长率	41.2%	10.2%	13.3%	12.7%
归属于母公司净利润	1,651	1,817	2,066	2,338	净利润增长率	33.2%	10.1%	13.7%	13.1%
YoY (%)	33.2%	10.1%	13.7%	13.1%	盈利能力				
每股收益	3.90	4.26	4.84	5.48	毛利率	47.4%	46.2%	46.5%	46.9%
					净利率	14.5%	14.5%	14.6%	14.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.1%	9.5%	9.6%	10.1%
货币资金	4,527	5,956	7,497	9,459	净资产收益率 ROE	14.1%	13.8%	14.0%	14.2%
预付款项	229	155	167	178	偿债能力				
存货	1,559	1,806	1,986	2,254	流动比率	2.21	2.68	2.78	3.12
其他流动资产	5,811	5,310	6,063	5,746	速动比率	1.86	2.25	2.37	2.66
流动资产合计	12,126	13,227	15,714	17,638	现金比率	0.82	1.20	1.33	1.67
长期股权投资	22	42	72	112	资产负债率	33.2%	28.9%	29.2%	27.0%
固定资产	2,313	1,934	1,576	1,227	经营效率				
无形资产	1,033	1,123	1,213	1,303	总资产周转率	0.72	0.67	0.70	0.71
非流动资产合计	6,112	5,923	5,754	5,606	每股指标 (元)				
资产合计	18,238	19,150	21,468	23,244	每股收益	3.90	4.26	4.84	5.48
短期借款	2,295	2,195	2,095	2,195	每股净资产	27.44	30.79	34.48	38.58
应付账款及票据	1,144	800	1,391	1,059	每股经营现金流	7.00	5.09	5.57	6.36
其他流动负债	2,048	1,949	2,170	2,399	每股股利	1.90	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,487	4,944	5,656	5,653	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.48	14.17	12.46	11.01
其他长期负债	568	588	608	628	PB	2.61	1.96	1.75	1.56
非流动负债合计	568	588	608	628					
负债合计	6,055	5,532	6,264	6,281					
股本	426	426	426	426					
少数股东权益	478	487	498	509					
股东权益合计	12,183	13,618	15,204	16,963					
负债和股东权益合计	18,238	19,150	21,468	23,244					

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

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年6月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

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。

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。