

## 相关研究

《医用耗材业务增长强劲, Q2 业绩显著改善》2022.7

《收购乳胶行业龙头, 业务范围持续拓展》2022.6

《医疗业务同比下滑, 短期调整不改长期趋势》2021.8

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 医疗收入短期扰动, 全棉时代增长稳健

2023年4月27日

**事件:** 2022 年公司实现收入 113.51 亿元、同增 41.23%, 归母净利 16.51 亿元、同增 33.18%, 扣非净利 15.61 亿元、同增 51.69%, EPS 为 3.90 元, 每 10 股派息 19.00 元 (含税)。22Q4 公司实现收入 37.09 亿元、同增 67.26%, 归母净利 4.00 亿元、同增 195.90%, 扣非净利 4.12 亿元、同增 413.47%, 国内疫情扩散、防控力度升级, 防疫物资需求显著增加, 带动公司业绩快速增长。

2023Q1 公司实现收入 23.52 亿元、同增 1.28%, 归母净利 3.77 亿元、同增 5.56%, 扣非净利 3.10 亿元、同降 5.58%, EPS 为 0.88 元。国内疫情影响减弱后口罩、防护服等防疫物资需求减少, 公司感染防护产品实现收入 6.17 亿元、同降 38.21%, 医用耗材收入同比下降 3.99% 至 13.64 亿元, 常规医用耗材实现收入 7.47 亿元、同增 76.9%。国内消费环境复苏, 23Q1 公司消费品业务收入同增 10.53% 至 9.69 亿元, 其中无纺、有纺消费品收入 5.01 亿元、4.68 亿元, 同增 4.3%、18.1%。

## 点评:

- **防护用品收入高增, 常规医用敷料收入快速增长。**2022 年公司医疗板块实现营收 72.03 元, 同增 83.65%, 其中传统伤口护理与包扎产品、高端敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护产品实现收入 10.78、4.66、4.72、47.35、2.69 亿元, 同增 16.52%、372.25%、46.76%、99.14%、34.95%, 防疫产品需求高增, 常规产品收入快速增长, 2022 年医用耗材共有专利 680 项、医疗产品注册证 319 项。公司收购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林等标的, 实现并表收入 8.1 亿元。2022 年公司国外、医院、电商、药店等渠道实现收入 12.4、36.2、9.4、5.8 亿元, 同增-18%、191%、39%、77%, 医院防疫物资需求快速增长, 公司不断提升医院覆盖率, 已覆盖 5000 余家医疗机构, 电商方面公司在天猫、京东、唯品会平台销售表现亮眼, 2022 年国内电商累计粉丝 1344 万、增加 420 万。公司覆盖 OTC 药店 15 万家、新增 3 万家。
- **消费品业务收入韧性较强, 商场渠道收入快速增长。**2022 年公司健康消费品业务收入 40.55 亿元、同增 0.02%, 其中棉柔巾、卫生巾、婴童服饰、成人服饰、其他无纺制品、其他有纺制品实现收入 11.55、5.69、8.49、6.87、4.41、3.54 亿元, 同增 1.32%、3.81%、-2.62%、1.06%、-1.36%、-3.68%。分渠道来看, 2022 年线上、线下、商场、大客户渠道实现收入 25.65、11.84、2.32、0.74 亿元, 同增 0.93%、-4.10%、14.15%、-1.35%, 线下受疫情影响收入同比下滑, 2022 年共有门店 340 家、同增 6%, 第三方电商平台收入同比持平, 公司年内新增商超 400 余家、美妆店 4500 余家、便利店 8000 余家, 商场收入快速增长。
- **防护产品收入占比提升拖累毛利率, 销售费用率显著下降。**1) 2022 年公司毛利率同降 2.50PCT 至 47.38%, 我们认为主要由于防护产品销售价格下降且毛利率相对较低、收入占比提升, 医用耗材、健康生活消费品毛利率同增-2.98PCT、0.56PCT 至 44.52%、52.80%。2023Q1 毛利

率同增 3.20PCT 至 50.97%，盈利能力修复。2) 2022 年公司销售、管理、研发、财务费用率同增-6.69PCT、0.26PCT、0.59PCT、-0.07PCT 至 18.06%、5.58%、4.30%、-1.08%，公司开展降本增效行动，大力削减 SKU 数量，营销费用下降，控费效果显著，且医疗业务销售费用率相对较低，公司不断加大研发投入。3) 2022 年公司经营现金流净额同增 242.26%至 29.83 亿元，我们认为主要由于业绩增长以及防护产品预收贷款的信用政策及采购付款账期延长。

- **医用耗材影响力不断提升，防疫用品需求短期扰动。**医用耗材业务方面，公司重视研发创新，由传统敷料产品拓展至高端伤口敷料产品，如硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫等，技术水平位居行业前列。疫情发生后公司品牌持续进入医院和民用市场，品牌影响力不断提升，收入规模快速增长。2022 年国内多地疫情反复，防疫产品需求进一步放量，2023 年疫情影响减弱后防疫产品需求减少，我们预计收入同比下降，公司其他医用敷料产品有望快速增长，并积极拓展医院、药店、电商等渠道，有望对冲防疫产品收入下降。
- **全棉时代收入增长有望提速，积极应用 AI 技术提升效率。**健康消费品业务方面，全棉时代定位中高端消费人群，强化无纺、有纺产品竞争力，官宣郭晶晶为代言人，加强与消费者沟通，推出多款纪录片宣传品牌理念，扩大品牌影响力。2022 年受疫情影响，全棉时代线下门店收入同比下滑，开店进度有所放缓，2023 年疫情影响减弱后公司将进一步加速线下门店拓展，并加强线上平台精细化运营，截止 2022 年末公司全域会员人数超过 4300 万人、同增 23.7%。公司推进全品类商品数字运营能力升级，通过算法引擎、机器学习等 AI 技术致力于实现商品毛利及库存最优解，优化库存管理。公司积极应用大数据、云计算、物联网、AI 人工智能等技术打造运营平台，提升消费业务竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**受疫情影响减弱后防疫用品需求减少影响，我们下调 2023-24 年 EPS 预测为 3.73/4.15 元（原值为 4.82/5.61 元），新增预测 25 年 EPS 为 4.46 元，目前股价对应 23 年 16.06 倍 PE。我们看好公司健康消费业务同比快速增长，未来成长空间较大，医疗业务短期调整后未来成长有望恢复，维持“买入”评级。
- **风险因素：**下游防疫用品需求减少、原材料价格上涨、汇率波动损失增加、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,037	11,351	11,149	12,218	13,561
增长率 YoY %	-35.9%	41.2%	-1.8%	9.6%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,239	1,651	1,591	1,770	1,901
增长率 YoY%	-67.5%	33.2%	-3.6%	11.2%	7.4%
毛利率%	49.9%	47.4%	47.1%	46.6%	46.2%
净资产收益率ROE%	11.6%	14.1%	12.0%	11.7%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	2.91	3.90	3.73	4.15	4.46
市盈率 P/E(倍)	28.33	18.33	16.06	14.44	13.44
市净率 P/B(倍)	3.29	2.61	1.92	1.70	1.51

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>10,346</b>	<b>12,126</b>	<b>12,262</b>	<b>13,724</b>	<b>15,951</b>	
货币资金	4,274	4,527	4,598	5,849	7,826	
应收票据	0	51	0	0	0	
应收账款	776	933	836	974	1,095	
预付账款	110	229	227	251	280	
存货	1,597	1,559	1,629	1,599	1,600	
其他	3,588	4,827	4,973	5,052	5,150	
<b>非流动资产</b>	<b>2,921</b>	<b>6,112</b>	<b>6,331</b>	<b>6,529</b>	<b>6,614</b>	
长期股权投资	17	22	22	22	22	
固定资产(合)	1,477	2,313	2,468	2,602	2,623	
无形资产	266	1,033	1,037	1,041	1,045	
其他	1,161	2,744	2,804	2,864	2,924	
<b>资产总计</b>	<b>13,267</b>	<b>18,238</b>	<b>18,593</b>	<b>20,252</b>	<b>22,565</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,075</b>	<b>5,487</b>	<b>4,236</b>	<b>4,108</b>	<b>4,500</b>	
短期借款	0	2,295	0	0	0	
应付票据	36	25	24	27	30	
应付账款	735	1,120	1,091	1,215	1,355	
其他	1,304	2,048	3,120	2,866	3,115	
<b>非流动负债</b>	<b>505</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	505	568	568	568	568	
<b>负债合计</b>	<b>2,580</b>	<b>6,055</b>	<b>4,804</b>	<b>4,675</b>	<b>5,068</b>	
少数股东权益	12	478	494	512	531	
归属母公司	10,675	11,705	13,295	15,065	16,966	
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,267</b>	<b>18,238</b>	<b>18,593</b>	<b>20,252</b>	<b>22,565</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,037	11,351	11,149	12,218	13,561	
同比(%)	-35.9%	41.2%	-1.8%	9.6%	11.0%	
归属母公司净利润	1,239	1,651	1,591	1,770	1,901	
同比(%)	-67.5%	33.2%	-3.6%	11.2%	7.4%	
毛利率(%)	49.9%	47.4%	47.1%	46.6%	46.2%	
ROE%	11.6%	14.1%	12.0%	11.7%	11.2%	
EPS (摊薄)(元)	2.91	3.90	3.73	4.15	4.46	
P/E	28.33	18.33	16.06	14.44	13.44	
P/B	3.29	2.61	1.92	1.70	1.51	
EV/EBITDA	19.16	12.25	10.12	9.18	7.92	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>8,037</b>	<b>11,351</b>	<b>11,149</b>	<b>12,218</b>	<b>13,561</b>	
营业成本	4,028	5,973	5,903	6,527	7,302	
营业税金及附加	65	98	96	106	117	
销售费用	1,989	2,050	2,118	2,382	2,712	
管理费用	454	634	613	672	746	
研发费用	298	488	535	586	651	
财务费用	-107	-123	-39	-110	-157	
减值损失合	-101	-363	-165	-115	-115	
投资净收益	103	51	111	112	107	
其他	164	56	61	92	117	
<b>营业利润</b>	<b>1,476</b>	<b>1,977</b>	<b>1,930</b>	<b>2,143</b>	<b>2,299</b>	
营业外收支	-13	-57	-40	-40	-40	
<b>利润总额</b>	<b>1,463</b>	<b>1,920</b>	<b>1,890</b>	<b>2,103</b>	<b>2,259</b>	
所得税	225	245	284	315	339	
<b>净利润</b>	<b>1,237</b>	<b>1,674</b>	<b>1,607</b>	<b>1,787</b>	<b>1,920</b>	
少数股东损	-2	24	16	18	19	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,239</b>	<b>1,651</b>	<b>1,591</b>	<b>1,770</b>	<b>1,901</b>	
EBITDA	1,643	2,352	2,124	2,207	2,308	
EPS (当年)(元)	2.91	3.90	3.73	4.15	4.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>872</b>	<b>2,983</b>	<b>2,827</b>	<b>1,654</b>	<b>2,284</b>	
净利润	1,237	1,674	1,607	1,787	1,920	
折旧摊销	432	555	241	263	275	
财务费用	-63	-44	57	0	0	
投资损失	-103	-51	-111	-112	-107	
营运资金变动	-706	487	779	-470	23	
其它	73	362	255	185	174	
<b>投资活动现金流</b>	<b>479</b>	<b>-3,818</b>	<b>-404</b>	<b>-403</b>	<b>-307</b>	
资本支出	-552	-1,136	-485	-485	-384	
长期投资	847	-2,838	0	0	0	
其他	184	156	81	82	77	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,410</b>	<b>1,118</b>	<b>-2,353</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	2,277	-2,295	0	0	
支付利息或股息	-768	-401	-57	0	0	
<b>现金净增加额</b>	<b>-61</b>	<b>282</b>	<b>71</b>	<b>1,250</b>	<b>1,978</b>	

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。