

## 医疗产品线进一步丰富, 消费业务迎复苏

### 投资要点

- 业绩摘要:** 2022年公司实现营收113.5亿元, 同比+41.2%; 实现归母净利润16.5亿元, 同比+33.2%; 实现扣非净利润15.6亿元, 同比+51.7%。单季度来看, 2022Q4公司实现营收37.1亿元, 同比+67.3%; 实现归母净利润4亿元, 同比+195.9%; 实现扣非后归母净利润4.1亿元, 同比+413.5%; 2023Q1公司实现营收23.5亿元, 同比+1.3%; 实现归母净利润3.8亿元, 同比+5.6%; 实现扣非后归母净利润3.1亿元, 同比-5.6%, 一季度收入恢复稳健增长。
- 23Q1毛利率明显上升, 降本增效战略卓有成效。** 报告期内, 公司整体毛利率为47.4%, 同比-2.5pp, 2022Q4毛利率为46.4%, 同比-5.7pp, 主要由于医用防护产品销售价格回落, 医用耗材板块毛利率下降。分产品看, 公司医用耗材的毛利率为44.5% (-3.0pp), 其中感染防护产品/手术室耗材产品/健康个护产品的毛利率分别为48.4%/31.1%/40.2%; 健康生活消费品的毛利率为52.8% (+0.6pp), 其中干湿棉柔巾/婴童服饰及用品/成人服饰/卫生巾分别为49.3%/52.9%/58.7%/63.3%。分地区看, 公司境内/境外分别实现毛利率48.0% (-1.8pp)/42.8% (-7.5pp); 费用率方面, 公司总费用率为26.9%, 同比-5.9pp, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为18.1%/5.6%/-1.1%/4.3%, 同比-6.7pp/-0.1pp/+0.3pp/+0.6pp, 公司通过精简SKU, 精益生产等方式削减成本, 销售费用率显著节降。综合来看, 公司净利率为14.5%, 同比-0.9pp; 2022Q4净利率为10.8%, 同比+4.7pp。一季度来看, 2023Q1毛利率为51%, 同比+3.2pp, 2023Q1净利率为16%, 同比+0.6pp。随着公司降本控费工作推进, 公司费用投放效率有望继续提升。
- 医用耗材产品线进一步丰富, 剔除防疫物资后仍取得较快增长。** 产品方面, 2022年公司医用耗材业务实现营收72.0亿元(+83.7%), 营收占比为63.5% (+14.7pp)。随着国内外公共卫生事件形势变化, 年内防疫产品需求高增, 感染防护产品实现营收47.4亿元(+99.1%), 其中口罩及防护服产品贡献收入44.8亿元, 成为2022年医疗板块的主力产品。通过收购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林等标的, 公司在高端伤口敷料、注射穿刺类耗材、乳胶手套等领域增加产品线, 有力地完善了产业布局: 高端伤口敷料产品销售收入4.7亿元, 同比+372.3%, 剔除并购后同比+108.4%; 手术室耗材产品销售收入4.7亿元(+46.8%); 健康个护产品销售收入2.7亿元(+34.9%)。年内并购公司贡献收入共计8.1亿元。渠道方面, 报告期内国外销售渠道完成销售收入12.4亿元(-18.2%)。B端医院及C端电商和药店三大渠道, 2022年分别贡献收入36.2亿元(+190.6%)、9.4亿元(+39.1%)及5.8亿元(+76.7%)。医院端, 截至2022年末, 公司已覆盖医疗机构五千余家, 拓展效果显著; 电商端, 国内电商平台累计粉丝数1344万, 年内新增420万, 电商平台销售成绩在行业中保持领先; 药店端, 期末已覆盖OTC药店15万家, 年内新增3万家。2023Q1来看, 医用耗材实现营业收入13.6亿元, 同比-4%。其中感染防护产品实现营业收入6.2亿元, 同比-38.2%; 常规医用耗材产品收入7.5亿元, 同比+76.9%。
- 消费品业务实现逆势维稳, 线下场景修复后有望恢复稳健增长。** 产品方面, 2022年公司旗下健康生活消费品牌全棉时代实现营收40.5亿元(+0.02%)。无

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭  
执业证号: S1250522080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.26
流通A股(亿股)	1.36
52周内股价区间(元)	54.53-81.0
总市值(亿元)	259.05
总资产(亿元)	136.27
每股净资产(元)	25.39

### 相关研究

- 稳健医疗(300888): 医用耗材需求旺盛, 期待消费品业务底部改善 (2023-01-13)
- 稳健医疗(300888): 医疗板块增长靓丽, 消费品盈利能力稳步回升 (2022-10-26)
- 稳健医疗(300888): 医疗业务竞争力凸显, 消费品增长韧性增强 (2022-08-19)
- 稳健医疗(300888): 医疗业务增长亮眼, 消费品业务持续复苏 (2022-07-13)



纺产品和有纺产品收入分别为 21.7 亿元 (+1.4%) 及 18.9 亿元 (-1.5%)。其中无纺产品的干湿棉柔巾及卫生巾产品分别实现营业收入 11.6 亿元 (+1.3%) 及 5.7 亿元 (3.8%)；有纺产品的婴童服饰及用品、成人服饰、家庭纺织消费品分别实现销售收入 8.5 亿元、6.9 亿元及 3.5 亿元，纱布浴巾、口水巾、婴童抱被等品类市场份额保持领先。渠道方面，全棉时代多元化布局线上、线下渠道，线上包括天猫、京东、唯品会等传统第三方平台，抖音兴趣电商平台以及官网、小程序等自有平台。2022 年，线上渠道实现销售收入 25.7 亿元 (+0.9%)；全年线下门店实现销售收入 11.8 亿元 (-4.1%)。线下以直营一二线城市加密，加速优质加盟商开发为策略，截止 2022 年末公司线下门店数量 340 家（其中直营店 314 家，加盟店 26 家），年内新开门店数量 45 家（新开直营店 39 家、加盟店 6 家）、关闭低效亏损门店 25 家（关闭直营店 22 家，加盟店 3 家）；商超渠道发展稳中向好，2022 年商超渠道贡献收入 2.3 亿元，同比增长 14.1%，年内新增大型商超 400 余家，美妆店 4500 余家，便利店 8000 余家，并且逐步引入干湿棉柔巾、一次性出行等品类商品。2023Q1 来看，健康生活消费品收入 9.7 亿元，同比+10.5%。其中无纺消费品收入 5 亿元，同比+4.3%；有纺消费品收入 4.8 亿元，同比+18.1%。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.65 元、4.41 元、5.26 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、14 倍、12 倍。考虑到公司消费品预计稳健修复，除疾控产品外医用耗材有望保持较快增长，给予 2023 年 20 倍估值，对应目标价 73 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，收购业务协同效果不及预期的风险，渠道扩张不及预期的风险，汇率波动较大的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11351.33	10776.49	12651.39	14546.85
增长率	41.23%	-5.06%	17.40%	14.98%
归属母公司净利润 (百万元)	1650.58	1555.07	1880.09	2244.42
增长率	33.18%	-5.79%	20.90%	19.38%
每股收益 EPS (元)	3.87	3.65	4.41	5.26
净资产收益率 ROE	13.74%	11.74%	12.78%	13.64%
PE	16	17	14	12
PB	2.21	2.02	1.81	1.61

数据来源：Wind，西南证券

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：随着疫情防控政策变化，口罩、防护服等疾控产品价格回落，医用辅料毛利率 2023-2025 年分别为 41%、41.5%、41.8%。

假设 2：全棉时代线下门店扩张，2023-2025 年新开门店分别为 80 家、100 家、80 家。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	11351.3	10,776.5	12,651.4	14,546.8
yoy	41.2%	-5.1%	17.4%	15.0%
营业成本	5972.8	5,731.7	6,668.3	7,601.4
毛利率	47.4%	46.8%	47.3%	47.7%
<b>日用消费品</b>				
收入	4055.0	5271.5	6325.8	7464.4
yoy	0.0%	30.0%	20.0%	18.0%
成本	1914.01	2,477.6	2960.5	3471.0
毛利率	52.8%	53.0%	53.2%	53.5%
<b>医用敷料</b>				
收入	7202.8	5402.1	6212.4	6957.9
yoy	83.6%	-25.0%	15.0%	12.0%
成本	3996.13	3,187.2	3,634.2	4,049.5
毛利率	44.5%	41.0%	41.5%	41.8%
<b>其他</b>				
收入	93.6	102.9	113.2	124.5
yoy	52.9%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	62.7	66.9	73.6	81.0
毛利率	33.0%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取百亚股份、中顺洁柔、振德医疗为可比公司，其中百亚股份、中顺洁柔主要产品为卫生巾、生活用纸等个护品类，且具有自主品牌；振德医疗主要产品为高端医用辅料及耗材，与公司主营业务具有较强可比性。可比公司 2023 年平均估值为 23 倍 PE，考虑到公司消费品业务预计稳健修复，除疾控产品外医用耗材有望保持较快增长，给予 2023 年 20 倍估值，对应目标价 73 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致预期

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
003006	百亚股份	18.43	0.58	0.72	0.89	31.98	25.63	20.80
002511	中顺洁柔	11.78	0.48	0.61	0.71	24.32	19.38	16.54
603301	振德医疗	35.84	2.67	3.14	3.54	13.44	11.43	10.14
平均值						23.25	18.81	15.83

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11351.33	10776.49	12651.39	14546.85	净利润	1674.20	1566.16	1895.23	2264.13
营业成本	5972.80	5731.73	6668.31	7615.31	折旧与摊销	339.90	357.20	393.92	427.36
营业税金及附加	98.09	92.49	107.89	100.37	财务费用	-122.57	73.70	5.84	0.04
销售费用	2050.18	1972.10	2327.86	2662.07	资产减值损失	-362.87	-150.00	-100.00	-100.00
管理费用	633.61	1206.97	1416.96	1614.70	经营营运资本变动	861.41	-978.26	-248.84	-95.27
财务费用	-122.57	73.70	5.84	0.04	其他	593.40	141.23	107.48	105.72
资产减值损失	-362.87	-150.00	-100.00	-100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2983.47</b>	<b>1010.02</b>	<b>2053.64</b>	<b>2601.97</b>
投资收益	51.47	2.00	3.00	4.00	资本支出	-2492.80	-600.00	-550.00	-500.00
公允价值变动损益	32.15	0.00	0.00	0.00	其他	-1325.31	2.00	3.00	4.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3818.12</b>	<b>-598.00</b>	<b>-547.00</b>	<b>-496.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1976.55</b>	<b>1851.51</b>	<b>2227.55</b>	<b>2658.35</b>	短期借款	2295.22	-2295.22	0.00	0.00
其他非经营损益	-57.04	-37.69	-40.01	-42.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1919.51</b>	<b>1813.82</b>	<b>2187.54</b>	<b>2616.27</b>	股权融资	-3.37	0.00	0.00	0.00
所得税	245.30	247.66	292.31	352.14	支付股利	-377.76	-412.01	-404.31	-496.35
净利润	1674.20	1566.16	1895.23	2264.13	其他	-796.57	-290.43	-5.84	-0.04
少数股东损益	23.62	11.09	15.14	19.71	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1117.51</b>	<b>-2997.66</b>	<b>-410.14</b>	<b>-496.39</b>
归属母公司股东净利润	1650.58	1555.07	1880.09	2244.42	<b>现金流量净额</b>	<b>282.21</b>	<b>-2585.63</b>	<b>1096.50</b>	<b>1609.58</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4526.88	1941.24	3037.74	4647.32	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1449.17	1585.71	1846.26	2077.29	销售收入增长率	41.23%	-5.06%	17.40%	14.98%
存货	1558.92	1737.19	2035.93	2267.99	营业利润增长率	33.95%	-6.33%	20.31%	19.34%
其他流动资产	4590.94	4493.42	4521.47	4537.83	净利润增长率	35.30%	-6.45%	21.01%	19.46%
长期股权投资	21.75	21.75	21.75	21.75	EBITDA 增长率	37.94%	4.04%	15.11%	17.45%
投资性房地产	8.75	8.75	8.75	8.75	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3077.99	3446.01	3727.30	3925.16	毛利率	47.38%	46.81%	47.29%	47.65%
无形资产和开发支出	2077.78	1965.84	1853.89	1741.94	三费率	22.56%	30.18%	29.65%	29.40%
其他非流动资产	925.57	912.30	899.03	885.76	净利率	14.75%	14.53%	14.98%	15.56%
<b>资产总计</b>	<b>18237.75</b>	<b>16112.20</b>	<b>17952.11</b>	<b>20113.77</b>	ROE	13.74%	11.74%	12.78%	13.64%
短期借款	2295.22	0.00	0.00	0.00	ROA	9.18%	9.72%	10.56%	11.26%
应付和预收款项	1779.04	1613.16	1847.43	2148.29	ROIC	28.96%	21.94%	22.72%	25.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.33%	21.18%	20.77%	21.21%
其他负债	1980.72	1162.91	1277.62	1370.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6054.98</b>	<b>2776.07</b>	<b>3125.05</b>	<b>3518.93</b>	总资产周转率	0.72	0.63	0.74	0.76
股本	426.49	426.49	426.49	426.49	固定资产周转率	5.99	4.31	4.47	4.74
资本公积	4546.25	4546.25	4546.25	4546.25	应收账款周转率	12.58	11.10	12.17	11.97
留存收益	7231.17	8374.23	9850.01	11598.08	存货周转率	3.74	3.43	3.50	3.50
归属母公司股东权益	11704.61	12846.89	14322.67	16070.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.48%	—	—	—
少数股东权益	478.16	489.25	504.39	524.10	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12182.77</b>	<b>13336.13</b>	<b>14827.06</b>	<b>16594.84</b>	资产负债率	33.20%	17.23%	17.41%	17.50%
负债和股东权益合计	18237.75	16112.20	17952.11	20113.77	带息债务/总负债	37.91%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.21	4.42	4.47	4.58
					速动比率	1.93	3.63	3.68	3.82
					股利支付率	22.89%	26.49%	21.50%	22.11%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2193.88	2282.41	2627.31	3085.75	每股收益	3.87	3.65	4.41	5.26
PE	15.69	16.66	13.78	11.54	每股净资产	27.44	30.12	33.58	37.68
PB	2.21	2.02	1.81	1.61	每股经营现金	7.00	2.37	4.82	6.10
PS	2.28	2.40	2.05	1.78	每股股利	0.89	0.97	0.95	1.16
EV/EBITDA	8.52	8.22	6.73	5.20					
股息率	1.46%	1.59%	1.56%	1.92%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn