

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

业绩短期承压, 消费品业务稳健增长

2023年8月16日

事件: 公司发布2023年半年度报告, 2023H1公司实现营收42.67亿元, 同增-17.28%, 归母净利润6.82亿元, 同增-23.67%, 扣非净利润5.50亿元, 同增-32.97%, EPS为1.16元/股。2023Q2公司实现营业收入、归母净利润为19.15亿元、3.05亿元, 同增-32.48%、-42.13%, 业绩短期承压。

点评:

- **高端敷料、手术室耗材构成医疗板块驱动力, 消费品业务稳健增长。** 2023H1公司实现营业收入42.67亿元, 同增-17.28%。分业务来看, 23H1医用耗材板块实现收入21.73亿元, 同增-33.27%, 其中高端伤口敷料产品贡献营收2.83亿元, 同增73.33%, 主要系公司并购完成后高端敷料销售业务有所上涨, 以及电商渠道销售大幅增长; 由于公司加大手术室耗材的市场推广力度, 23H1手术室耗材业务贡献收入为2.71亿元, 同增75.39%。此外由于公共卫生事件得到有效控制, 23H1公司感染防护、健康个护产品营收同比下滑67.38%、29.91%至7.34亿元、1.18亿元。消费品业务板块23H1实现收入20.63亿元, 同增11.07%。其中干湿棉柔巾实现收入5.45亿元, 同增9.96%, 主要系公司棉柔巾产品不断迭代升级, 产品力加强; 卫生巾产品实现营收2.95亿元, 同比基本持平。由于线下客流逐步恢复, 23H1婴童服饰及用品营收同增6.03%至4.30亿元。成人服饰及其他有纺制品收入同增30.10%、24.36%至4.00亿元、1.93亿元, 主要系公司提升产品颜值, 聚焦特色面料, 产品力持续提升。
- **消费品业务带动整体毛利率有所增长, 净利率水平保持稳健。** 2023H1公司实现毛利率51.5%, 同增2.6PCT, 其中医用耗材、健康生活消费品毛利率分别同增-1.04PCT、4.67PCT至45.21%、58.20%。费用方面, 23H1公司销售费用率同增4.09PCT至22.51%, 主要系公司持续加强品牌建设, 通过宣发、大型赛事赞助、参加展会、医院及药店推广等方式, 巩固品牌知名度。23H1公司管理费用率、研发费用率分别为6.79%、4.56%, 同增0.48PCT、-0.06PCT, 同比基本持平。财务费用方面, 由于汇兑收益减少及利息费用增加, 23H1财务费用率同增0.19PCT至-1.24%。综上所述, 公司积极推动降本增效、迭代新品、加强管理能力, 以对冲感染防护产品销售下降对盈利能力带来的影响, 23H1归母净利润同比下降23.67%至6.8亿元, 净利率为16%, 仅下降1.3PCT。
- **医用耗材品牌知名度不断提升, 消费品板块盈利能力持续强化。** 公司始终坚持“产品领先, 卓越运营”的核心战略, 深耕渠道, 提升产品竞争力。医用耗材业务方面, 国内医用耗材市场空间广阔、格局分散, 公司具有较强的生产制造能力、品牌知名度以及持续完善的线上及线下渠道, 有望强化研发及产业链管控等内生能力、外延并购, 持续扩大市场份额。消费品业务方面, 公司持续优化门店面积、调整产品结构、推进降本增效, 强化消费品业务盈利能力。公司将持续聚焦场景、推进爆品

策略，带动消费品业务高质量发展。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2023-25 年归母净利润预测为 15.91/17.70/19.01 亿元，目前股价对应 23 年 15.62 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 | 1,771 | 1,903 |
| 增长率 YoY% | -67.5% | 33.2% | -3.6% | 11.3% | 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% | 11.8% | 11.2% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.91 | 3.90 | 2.68 | 2.98 | 3.20 |
| 市盈率 P/E(倍) | 28.33 | 18.33 | 15.62 | 14.03 | 13.06 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.29 | 2.61 | 1.87 | 1.65 | 1.46 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 流动资产 | 10,346 | 12,126 | 14,954 | 16,527 | 18,956 | |
| 货币资金 | 4,274 | 4,527 | 7,290 | 8,652 | 10,831 | |
| 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 | |
| 非流动资产 | 2,921 | 6,112 | 6,331 | 6,529 | 6,614 | |
| 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 | |
| 资产总计 | 13,267 | 18,238 | 21,285 | 23,055 | 25,570 | |
| 流动负债 | 2,075 | 5,487 | 6,926 | 6,908 | 7,500 | |
| 短期借款 | 0 | 2,295 | 2,690 | 2,800 | 3,000 | |
| 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 | |
| 非流动负债 | 505 | 568 | 568 | 568 | 568 | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 505 | 568 | 568 | 568 | 568 | |
| 负债合计 | 2,580 | 6,055 | 7,494 | 7,475 | 8,068 | |
| 少数股东权益 | 12 | 478 | 494 | 512 | 531 | |
| 归属母公司 负债和股东 权益 | 10,675 | 11,705 | 13,297 | 15,068 | 16,971 | |
| | 13,267 | 18,238 | 21,285 | 23,055 | 25,570 | |

| 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 | 1,771 | 1,903 | |
| 同比(%) | -67.5% | 33.2% | -3.6% | 11.3% | 7.4% | |
| 毛利率(%) | 49.9% | 47.4% | 47.1% | 46.6% | 46.2% | |
| ROE% | 11.6% | 14.1% | 12.0% | 11.8% | 11.2% | |
| EPS(摊 薄)(元) | 2.91 | 3.90 | 2.68 | 2.98 | 3.20 | |
| P/E | 28.33 | 18.33 | 15.62 | 14.03 | 13.06 | |
| P/B | 3.29 | 2.61 | 1.87 | 1.65 | 1.46 | |
| EV/EBITDA | 19.16 | 12.25 | 9.79 | 8.86 | 7.61 | |

| 利润表 | | 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 | |
| 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 | -23 | -62 | -99 | |
| 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 | |
| 营业利润 | 1,476 | 1,977 | 1,914 | 2,095 | 2,240 | |
| 营业外收支 | -13 | -57 | -23 | 10 | 21 | |
| 利润总额 | 1,463 | 1,920 | 1,891 | 2,105 | 2,261 | |
| 所得税 | 225 | 245 | 284 | 316 | 339 | |
| 净利润 | 1,237 | 1,674 | 1,607 | 1,789 | 1,922 | |
| 少数股东损 | -2 | 24 | 16 | 18 | 19 | |
| 归属母公司 净利润 | 1,239 | 1,651 | 1,591 | 1,771 | 1,903 | |
| EBITDA | 1,643 | 2,352 | 2,124 | 2,207 | 2,308 | |
| EPS(当年) | 2.91 | 3.90 | 2.68 | 2.98 | 3.20 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现 金流 | 872 | 2,983 | 2,878 | 1,743 | 2,370 | |
| 净利润 | 1,237 | 1,674 | 1,607 | 1,789 | 1,922 | |
| 折旧摊销 | 432 | 555 | 241 | 263 | 275 | |
| 财务费用 | -63 | -44 | 125 | 137 | 145 | |
| 投资损失 | -103 | -51 | -111 | -112 | -107 | |
| 营运资金变 | -706 | 487 | 779 | -470 | 23 | |
| 其它 | 73 | 362 | 238 | 135 | 113 | |
| 投资活动现 | 479 | -3,818 | -387 | -353 | -246 | |
| 资本支出 | -552 | -1,136 | -468 | -435 | -323 | |
| 长期投资 | 847 | -2,838 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 184 | 156 | 81 | 82 | 77 | |
| 筹资活动现 现金流 | -1,410 | 1,118 | 271 | -27 | 55 | |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | |
| 借款 | 0 | 2,277 | 395 | 110 | 200 | |
| 支付利息或 股息 | -768 | -401 | -125 | -137 | -145 | |
| 现金流净增 加额 | -61 | 282 | 2,763 | 1,362 | 2,180 | |

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。

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。

| 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。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

评级说明

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。