

稳健医疗 (300888.SZ)

2020年把握机遇，长期潜力驱动2021

2020 全年收入/业绩同增 174.0%/597.5%。1) 2020 年疫情促使公司医用业务暴发，带动公司 2020 全年收入/业绩分别同增 174.0%/597.5%至 125.3/38.1 亿元。盈利质量方面，高毛利防疫产品占比提升拉动公司毛利率提升 7.9PCTs 至 59.6%，收入大幅增长的同时销售/管理费用率分别下降 17.1PCTs/下降 0.9PCTs 至 12.6%/6.8%，综合使得净利率提升 18.5PCTs 至 30.5%。

2021Q1 高增长持续，收入/业绩预计同增 50%+/50%左右。公司发布 2021 年 Q1 业绩预告，公告预计公司收入/业绩同比分别增长 50.4%~57.1%/44.3%~56.8%至 22.3~23.3/4.6~5.0 亿元。据我们追踪：1) 2020 年 Q1 全棉时代零售业务上一年同期受疫情影响较大，低基数下今年终端同比快速增长，我们判断同比有望增长 40%-50%。2) 医用业务在产能扩张下预计也取得同比高速增长，我们判断 2021Q1 医疗业务中非防疫物资增速较快（上一年同期以防疫产品为主）。

医用业务暴发增长 6.2 倍，渠道加深为自有品牌业务蓄力。2020 年医用业务收入暴发增长 616.4%至 86.8 亿元，占收入比重约七成。**收入方面**：我们判断随着疫情影响减弱，境外 OEM 业务 2021 年将出现下滑，但境内 OEM 业务在渠道打通下有望增长。**盈利质量方面**：据我们追踪判断，疫情下医用业务毛利率较往年有大幅提升，进而拉升公司 2020 年整体盈利质量，2021 年毛利率预计较 2020 年有所回落，但长期来看随着高端敷料等高毛利产品结构优化，盈利质量预计能够稳中有升。

1) **分拆产品来看**：疫情之下感染防控产品（主要系防疫产品）销售大幅增长约 46.0 倍至 70.1 亿元，占营业收入比重 55.9%，占医用业务比重超过 80%，全年口罩/防护服/手术衣销售量同增 7.3 倍/4.2 倍/3.3 倍。公司医用业务产品从敷料类拓展覆盖至医用耗材领域，未来随着公司重点创新推出手术包、家庭护理产品，强化高端敷料品类，非防疫产品品类有望快速增长。

2) **分拆地区来看**：在疫情中期及后期，境外 OEM 业务、境内自主品牌业务先后接力贡献医用业务增长，2020 全年医用业务境外/境内销售分别同增 652.0%/551.0%至 59.0/27.9 亿元。

3) **分拆渠道来看**：医用业务渠道覆盖拓宽、渗透加深，全渠道高速增长。

- 线上低基数下增长 14 倍：自有品牌进驻电商并在疫情下实现高速增长，全年医用业务在线上平台实现销售收入 4.9 亿元，同比增长约 14.1 倍。
- 线下渠道渗透加深：疫情下把握机遇提升医院、药店端市场覆盖率，截至 2020 年末公司进驻全国 3000+ 家医院（实现销售收入 11.1 亿元，同比增长约 4.7 倍）、近 9w 家零售药店（实现销售收入 4.8 亿元，同比增长约 2.1 倍），较疫情前覆盖数量大幅增长，我们判断全渠道打通及深度渗透未来将持续为自有 winner 品牌业务的高速发展提供动力。

全棉时代增长 17%，产品深化革新打造生活方式。2020 年全棉时代业务收入增长 16.9%至 35.2 亿元（其中津梁生活销售 0.4 亿元），占收入比重近三成。全棉时代打造全品类生活方式，品牌力、品牌知名度持续提升，未来随着公司品类扩充、渠道打通、流量高效转化，全渠道均有望高速增长。

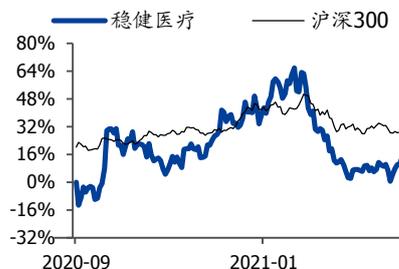
1) **分拆产品来看**：无纺消费品中，棉柔巾/卫生巾/湿巾/其他无纺消费品分别+3.4%/+30.8%/-4.8%/+149.5%至 9.4/4.2/2.1/6.0 亿元；而纺织消费品销售表现同比基本平稳。公司把握消费痛点、深耕细分品类，推陈出新增加

买入（维持）

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
04月19日收盘价	144.81
总市值(百万元)	61,760.35
总股本(百万股)	426.49
其中自由流通股(%)	10.98
30日日均成交量(百万股)	1.40

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《稳健医疗 (300888.SZ)：消费+医疗并进，持续创造社会价值》2021-04-12
- 《稳健医疗 (300888.SZ)：深耕消费，突围医疗》2021-01-24
- 《稳健医疗 (300888.SZ)：一文拆解稳健医疗招股说明书》2020-09-06



SKU 连带，如奈丝公主系列新推出抑菌卫生巾、纱布卫生巾、卫生棉条等产品，在棉柔巾领域延展出泡泡洗脸巾、浴巾等产品。

2) 分拆渠道来看：电商/门店（直营+加盟）/商超/大客户渠道分别+38.3%/-18.9%/+29.1%/+31.9%至 23.1/9.4/1.34/0.9 亿元，我们判断长远来看线上/线下占比各 50%左右。

- 线下店效店数具备潜力：①店数方面，全棉时代门店较上一年增长 25 至 276 家（直营/加盟分别 271/5 家，全棉时代/全棉里物/津梁生活分别 257/11/8 家），年内所开店铺以大型旗舰店为主，强化品牌形象及影响力。我们判断未来全棉时代拓店将以中型店铺为主，并依靠加盟模式下下沉至三四线城市，我们估算未来 2-3 年每年拓店 50-100 家左右。②店效方面，疫情影响开店及客流，线下直营门店同店店效同比下滑近 20%，我们预计 2021 年随着疫情影响逐渐消弭+品牌力的提升，店效有望在低基数下取得较好表现。除线下品牌门店之外，全棉时代积极拓展其他线下渠道，截至 2020 年末，棉柔巾、奈丝公主卫生巾等个护产品入驻线下连锁商超约 5000 家、便利店 4000+家，进驻超 20 个省的线下母婴店。
- 线上自有电商崛起：疫情间线上销售高速增长，自有电商平台崛起。分平台来看：电商收入小程序、官网等自有电商平台销售增长 4.3 倍至 4.1 亿元（其中门店引流到小程序的销售约 2.1 亿元）；天猫等第三方平台实现销售同比增长 19.6%至 19.1 亿元。综合来看，随着渠道引流带来的私域流量增长，我们判断未来电商有望继续维持 30%以上的高速增长。截至 2020 年末全棉时代用户数量已突破 2500 万人，其中私域平台注册会员数量 1276 万（其中来自门店注册会员数 576 万、官网和小程序注册会员突破 700 万）。

公司营运情况良好。1) 营运整体情况良好。伴随业务扩张，2020 年末公司存货同增 22.6%至 12.2 亿元，全年存货周转天数同比减少 71.0 天至 78.4 天，应收账款周转天数同比减少 14.9 天至 18.0 天。2) 现金流充裕。业绩暴发下，公司 2020 年全年经营性现金流量净额 47.7 亿元，较上一年同期 6.0 亿元有大幅增长。

预计中长期可持续稳健增长。公司未来继续以产品创新与技术创新为驱动力，渠道端推进数字化管理系统战略规划，巩固覆盖市场并加速拓展。展望 2021 年，在上一年高基数下业务规模同比预计回缩，但中长期来看，随着全棉时代和稳健品牌业务的持续发展，我们认为收入/业绩均能够稳健增长。

投资建议。作为覆盖医疗、消费双赛道的大健康领军企业，公司医用业务覆盖范围延展、境内自主品牌蓄势待发；全棉时代品类创新打造健康生活方式、全渠道加速扩张。我们预计 2021~2023 年归母净利润分别 19.7/24.7/31.5 亿元，当前股价 144.8 元，对应 2021 年 PE 为 31 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情超预期不利消费品终端销售；市场竞争加剧风险；品类扩张风险；海外业务拓展不及预期；外汇波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,575	12,534	10,942	13,553	16,437
增长率 yoy (%)	19.2	174.0	-12.7	23.9	21.3
归母净利润（百万元）	546	3,810	1,966	2,472	3,148
增长率 yoy (%)	28.6	597.5	-48.4	25.7	27.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.28	8.93	4.61	5.80	7.38
净资产收益率 (%)	17.3	36.5	15.8	16.6	17.5
P/E (倍)	113.1	16.2	31.4	25.0	19.6
P/B (倍)	19.5	5.9	5.0	4.2	3.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 19 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com