

相关研究

《双轮驱动收入高增, 规模效应下利润放量》2020.10

《股权激励落地, 长期发展可期》2020.11

《业绩符合预期, 防疫用品收入持续高增》2021.1

疫情催化业绩高增, 夯实长期成长基础

2021年4月20日

事件:公司发布2020年年报及2021Q1业绩预告,2020年实现收入125.34亿元、同增173.99%,归母净利38.10元、同增597.50%,扣非净利37.51亿元、同增680.69%,EPS为9.80元,每10股派息18元(含税)。2021Q1公司预计实现收入22.30~23.30亿元、同增50.37%~57.12%,归母净利4.60~5.00亿元,同增44.29%~56.83%。

点评:

- **疫情防护用品推动医用耗材收入大增,全渠道齐头并进推动增长。**2020年公司医用耗材收入86.84亿元,同增616.36%,疫情影响下公司加班加点、扩张产能,防护用品收入同比显著增长。1)分产品来看,2020年疾控防护产品、手术室感染控制产品、传统伤口护理与包扎产品、消毒清洁产品实现收入70.12亿元、6.91亿元、5.23亿元、3.72亿元,同增4599.23%、186.38%、-8.67%、126.33%,疫情相关用品收入增幅较高,并带动手术室耗材、高端医用敷料产品收入增长。2)分区域来看,2020年境内、境外销售收入为58.98亿元、27.86亿元,同增652.04%、550.98%,其中境内医院、药店、电商实现收入11.08亿元、4.80亿元、4.94亿元,同增4.74倍、2.10倍、14.12倍。疫情发生后公司产品不涨价、质量过硬、品类丰富,获得更多客户认可,品牌知名度、渠道覆盖面提升,2020年稳健医疗国内医院渠道增长至3000多家,OTC药店增长至90000多家。
- **疫情影响下全棉时代保持稳健增长,线上渠道增速亮眼。**2020年公司健康消费品业务实现收入35.17亿元,同增16.93%,其中全棉时代收入34.77亿元,同增15.80%,在疫情影响下仍实现稳定增长。1)分渠道来看,2020年全棉时代线下门店、第三方电商、自有电商及小程序、商超、大客户实现收入9.39亿元、19.09亿元、4.05亿元、1.34亿元、0.90亿元,同增-18.87%、19.59%、425.56%、29.10%、31.87%,2020年末公司线下门店276家、同比增加10.40%,受疫情影响门店客流量减少、单店收入同比下滑,2020年直营店效为384.68万元、同降19.84%。公司持续发展线上渠道,大力拓展小程序等新渠道,线下门店引流到小程序,推动电商收入快速增长。2)分产品来看,2020年棉柔巾、卫生巾、湿巾、其他无纺消费品、婴童用品、婴童服饰、成人服饰、其他纺织消费品实现收入9.44亿元、4.17亿元、2.12亿元、6.00亿元、2.78亿元、3.67亿元、4.48亿元、2.51亿元,同增3.38%、30.80%、-4.79%、149.48%、-4.66%、4.28%、9.47%、-3.38%,公司棉柔巾、卫生巾等核心产品进驻连锁超市(约5000家)、便利店(超4000家)、母婴门店等渠道,推动收入实现增长。
- **毛利率增、费用率降、存货周转加快。**1)2020年公司毛利率同增7.90PCT至59.55%,其中医用耗材、健康生活消费品毛利率同增23.28PCT、-3.52PCT至62.24%、55.19%,公司防疫用品产能显著扩张、规模效应显现,推动整体毛利率显著增长,全棉时代线下门店收入

下滑、毛利率同比有所减少。2) 2020 年公司销售、管理、财务、研发费用率为 12.57%、6.77%、1.74%、3.28%，同增-17.07PCT、-0.94PCT、1.60PCT、-0.11PCT，公司收入规模效应显现，销售、管理费用率下降，出口收入增长、汇兑损失增加导致财务费用率提升，公司注重研发投入，研发费用率基本稳定。3)2020 年末公司存货 12.16 亿元、同增 22.58%，存货周转率为 4.59、同比提升 2.18，其中健康生活消费品业务存货 6.90 亿元、同降 12.66%，公司加强存货管理，控制库存风险，门店数量增加背景下实现存货下降。

- **疫情短期导致医用耗材收入波动，手术室耗材、高端敷料产品收入有望保持增长。**2020 年新冠肺炎疫情推动公司医用耗材业务加速发展，品牌知名度显著提升，产品进入更多国内外渠道，尤其跨国公司海外医药连锁渠道，奠定长期发展基础。2021Q1 公司防疫用品产能同比大幅扩张，推动医用耗材收入实现较快增长，2021Q2 后受高基数影响，如果全球疫情得到稳定控制，预计防疫用品收入同比将有所下滑。公司持续加大产品研发、推广投入，除防疫用品外，一次性手术室耗材将进一步加大市场渗透、替代重复使用产品，高端敷料产品技术业内领先、不断拓展品类、有望实现进口替代，实现收入增长。
- **全棉时代持续升级投入，优质国货品牌崛起正当时。**1) 全棉时代不断优化研发、营销、数字化等投入，线上线下渠道扩张推动收入增长。公司持续重视产品研发，推出纯棉柔巾、纯棉湿巾、全棉表层卫生巾及洗脸巾、一次性内裤等产品；公司通过品牌巡展、KOL 合作、聘请代言人、社媒种草及直播等方式扩大影响力，2020 年末全棉时代用户数量超过 2500 万人，其中私域平台注册会员 1276 万；公司推动企业数字化管理系统，推进五大数字化战略，改善消费者体验。2021 年全棉时代加大线上渠道投入，线下放开加盟渠道、疫情后开店速度恢复，有望推动收入保持较快增长。2)“新疆棉事件”发生后国内消费者更加支持国货，国际品牌影响力逐步下降，全棉时代作为优质国货代表，产品品质、设计、影响力均位居前列，有望长期受益。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2021-22 年 EPS 预测为 4.55/5.33 元，预测 2023 年 EPS 为 6.46 元，目前股价对应 21 年 31.8 倍 PE，我们看好公司医疗、消费双主业发展，未来全棉时代打造国货龙头，稳健医疗巩固优势地位，公司在全球范围内寻找与主业相关的协同性标的，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,575	12,534	11,248	13,180	15,351
增长率 YoY %	19.2%	174.0%	-10.3%	17.2%	16.5%
归属母公司净利润 (百万元)	546	3,810	1,942	2,274	2,607
增长率 YoY%	28.6%	597.5%	-49.0%	17.1%	14.6%
毛利率%	51.6%	59.5%	53.9%	53.4%	53.0%
净资产收益率ROE%	17.3%	36.4%	15.7%	15.5%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.28	8.93	4.55	5.33	6.11
市盈率 P/E(倍)	0.00	18.58	31.80	27.15	23.69
市净率 P/B(倍)	0.00	6.77	4.98	4.20	3.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年4月19日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	2,675	10,990	13,717	15,558	18,536	
货币资金	481	4,163	6,770	8,082	10,517	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	416	844	894	1,083	1,262	
预付账款	97	124	127	150	177	
存货	992	1,216	1,279	1,480	1,681	
其他	688	4,643	4,647	4,762	4,900	
非流动资产	1,857	2,012	2,370	2,751	3,036	
长期股权投资	9	13	13	13	13	
固定资产	1,275	1,401	1,695	2,012	2,232	
无形资产	132	208	212	216	220	
其他	442	390	450	510	570	
资产总计	4,531	13,002	16,087	18,310	21,571	
流动负债	1,187	2,427	3,554	3,483	4,114	
短期借款	120	150	150	150	150	
应付票据	173	29	30	36	42	
应付账款	563	727	1,032	1,050	1,335	
其他	331	1,521	2,342	2,247	2,587	
非流动负债	181	107	107	107	107	
长期借款	134	0	0	0	0	
其他	47	107	107	107	107	
负债合计	1,368	2,534	3,661	3,590	4,221	
少数股东权益	3	14	21	28	36	
归属母公司	3,160	10,454	12,406	14,692	17,314	
负债和股东权益	4,531	13,002	16,087	18,310	21,571	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	4,575	12,534	11,248	13,180	15,351	
同比	19.2%	174.0%	-10.3%	17.2%	16.5%	
归属母公司净利润	546	3,810	1,942	2,274	2,607	
同比	28.6%	597.5%	-49.0%	17.1%	14.6%	
毛利率(%)	51.6%	59.5%	53.9%	53.4%	53.0%	
ROE%	17.3%	36.4%	15.7%	15.5%	15.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.28	8.93	4.55	5.33	6.11	
P/E	0.00	18.58	31.80	27.15	23.69	
P/B	0.00	6.77	4.98	4.20	3.57	
EV/EBITDA	-0.28	12.89	22.29	19.51	16.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	4,575	12,534	11,248	13,180	15,351	
营业成本	2,212	5,070	5,188	6,140	7,216	
营业税金及	40	117	97	114	133	
销售费用	1,356	1,575	2,722	3,229	3,761	
管理费用	197	437	506	593	691	
研发费用	155	411	371	435	507	
财务费用	6	219	35	8	-14	
减值损失合	-22	-240	-115	-95	-95	
投资净收益	-14	22	-4	-7	4	
其他	69	46	108	150	134	
营业利润	642	4,532	2,316	2,708	3,101	
营业外收支	-3	-29	-21	-21	-21	
利润总额	638	4,502	2,295	2,687	3,080	
所得税	91	680	347	406	465	
净利润	547	3,823	1,949	2,282	2,615	
少数股东损	1	12	6	7	8	
归属母公司	546	3,810	1,942	2,274	2,607	
EBITDA	770	5,181	2,474	2,760	3,135	
EPS(当	1.28	8.93	4.55	5.33	6.11	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	600	4,767	3,067	1,744	2,782	
净利润	547	3,823	1,949	2,282	2,615	
折旧摊销	155	258	111	91	91	
财务费用	11	-1	8	8	8	
投资损失	14	-22	4	7	-4	
营运资金变	-91	481	908	-681	9	
其它	-36	229	88	38	64	
投资活动现	-420	-4,430	-452	-425	-339	
资本支出	-413	-327	-418	-388	-314	
长期投资	0	-4,120	0	0	0	
其他	-7	17	-34	-37	-26	
筹资活动现	-98	3,348	-8	-8	-8	
吸收投资	0	3,593	0	0	0	
借款	-40	-109	0	0	0	
支付利息或	-57	-102	-8	-8	-8	
现金流净增	84	3,691	2,608	1,312	2,435	
加额						

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，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。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

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	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹蔓茜	18693761361	caomanqian@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。	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。	

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。