

20年靓丽收官，医疗+消费持续发力

稳健医疗(300888)

评级:	买入	股票代码:	300888
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	217.58/103.7
目标价格:		总市值(亿)	618.71
最新收盘价:	145.07	自由流通市值(亿)	69.57
		自由流通股数(百万)	47.96

事件概述

公司发布2020年年报及2021年一季度业绩预告。2020年实现营业收入125.34亿元，同比增长173.99%；归母净利润38.10亿元，同比增长597.50%；扣非后归母净利润37.51亿元，同比增长680.69%。此外，公司拟向每10股派发现金红利18元（含税）。

2021Q1预计实现营业收入22.30-23.30亿元，同比增长50.37%-57.12%；归母净利润4.60-5.00亿元，同比增长44.29%-56.83%。业绩预告大增，主要受益于医用耗材产能提升、消费品线下门店逐步复苏以及线上线下融合取得良好成效。

分析判断:

► 收入端：医用耗材业务爆发，健康生活消费品稳步发展。

分产品看，2020年医用耗材、健康生活消费品、全棉水刺无纺布、其他业务销售额分别为86.84、35.17、2.37、0.96亿元，同比分别+616.36%、+16.93%、-19.04%、+54.45%。其中，医用耗材业务板块，受全球疫情影响，公司口罩、防护服、手术衣等医用防护用品消费需求爆发，公司2020年传统伤口护理与包扎产品、高端伤口敷料产品、手术室感染控制产品、疾控防护产品、消毒清洁产品销售额分别为5.23、0.87、6.91、70.12、3.72亿元，分别同比-8.67%、+2.38%、+186.38%、+4599.23%、+126.33%；健康生活消费品板块，公司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、其他纺织消费品销售额分别为9.44、4.16、2.12、6.00、2.78、3.67、4.48、2.51亿元，同比分别+3.38%、+30.80%、-4.79%、+149.48%、-4.66%、+4.28%、+9.47%、-3.38%，主打产品棉柔巾平稳增长，卫生巾产品高速增长，主要为奈丝公主卫生巾不断推新，开始布局校园市场及全国顶级大卖场，持续扩张线下份额，且借助小程序将线上线下打通，推行新零售业务模式。

► 医用耗材：渠道占有率加速提升，境内外业务高速发展。

医用耗材板块，公司加快境内外不同销售渠道占有率，2020年全年境外、境内销售额分别为58.98、27.86亿元，同比分别+652.04%、+550.98%。其中，境外市场方面，公司积极开拓客户，产品出口国由2019年的70余个增加至2020年的110余个，海外覆盖率提升。境内市场方面，公司通过开展学术营销、大客户拓展、零售营销云项目提升在三甲医院、大型连锁药店的覆盖率及占有率：1) 医院渠道方面，医用耗材产品已覆盖全国3000余家医院，销售额约11.08亿元，同比增长4.74倍；2) 药店零售渠道方面，覆盖全国近9万家OTC药店，销售额约4.80亿元，同比增长2.10倍；3) 电商渠道方面，在天猫、京东和亚马逊等平台销售额4.94亿元，同比增长14.12倍。公司防控产品市场快速扩展，海内外知名度、影响度扩大，后续可通过导入其他医用耗材产品、拓展新客户等增厚业绩。

► 健康生活消费品：数字化转型升级，电商渠道表现靓丽。

健康生活消费品板块，2020年全棉时代、津梁生活销售额分别为34.77、0.40亿元，其中全棉时代销售额增长15.80%。分渠道看，全年全棉时代线下门店、电商渠道、商超渠道、大客户渠道销售额分别为9.39、23.14、1.34、0.90亿元，同比分别-18.87%、+38.29%、+29.10%、+31.87%，其中电商渠道中公司自有平台官网、小程序和APP端销售额4.05亿元，同比增长425.56%，其中门店引流至小程序实现的销售额约2.05亿元，表明公司全棉时代全渠道商品数字化转型升级逐渐见效，电商渠道表现靓丽。线下门店方面，销售额有所下降主要受

疫情冲击，线下门店客流下降、净增门店较少等影响，20 年公司线下直营、加盟门店分别净增 20、5 家至 271、5 家，其中截至 2020 年底，直营门店中全棉时代、津梁生活、全棉里物门店分别为 252 家、8 家、11 家。公司将持续发力线上线下渠道，线下门店预计疫情后将加速扩张，且将逐渐放开加盟模式；线上渠道将持续推动零售新业态，加大小程序等运营，健康生活消费品业务发展可期。

► **盈利端：盈利能力大幅提升，费用管控良好。**

2020 年公司毛利率、净利率分别为 59.55%、30.50%，同比分别+7.90pct、+18.54pct，2021Q1 单季度公司归母净利润率约 20%-22%，同比环比基本持平。2020 年盈利能力大幅提升，主要得益于医用耗材产品毛利率及占比的大幅提升、销售规模的高速增长带来费用的下滑。分产品来看，2020 年公司医用耗材、健康生活消费品毛利率分别为 62.24%、55.19%，分别同比+23.28pct、-3.52pct，其中收入占比较高的疾控防护产品毛利率为 67.43%，同比+26.63pct。期间费用方面，公司 2020 年全年期间费用为 21.08%，同比-16.40pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 12.57%、3.49%、3.28%、1.74%，同比分别-17.07pct、-0.83pct、-0.11pct、+1.60pct，销售费用率下降较为明显，主要为适用新会计准则，将 3.07 亿元的运费调整至营业成本以及销售规模大幅提升带来的费用率下降。

投资建议

稳健医疗以“棉”为核心，通过医疗背书+高品质产品+线上线下渠道发力，构建强大护城河。2020 年业绩大幅爆发，主要受益于医疗板块；中长期看，公司医疗+消费双轮驱动，有助于业绩良好增长。维持此前盈利预测，2021-2022 年营业收入分别为 120.85、146.72 亿元，归母净利润分别为 22.47、27.08 亿元，2023 年预计营收、归母净利润分别为 169.47、31.83 亿元，对应 PE 分别为 28 倍、23 倍、19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

线下门店拓展不及预期；医用敷料需求大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,575	12,534	12,085	14,672	16,947
YoY (%)	19.2%	174.0%	-3.6%	21.4%	15.5%
归母净利润(百万元)	546	3,810	2,247	2,708	3,183
YoY (%)	28.6%	597.5%	-41.0%	20.5%	17.6%
毛利率 (%)	51.6%	59.5%	48.7%	48.4%	48.9%
每股收益 (元)	1.28	8.93	5.27	6.35	7.46
ROE	17.3%	36.4%	17.6%	17.4%	16.8%
市盈率	113.26	16.24	27.54	22.85	19.44

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

华西轻工&纺服联合覆盖

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,534	12,085	14,672	16,947	净利润	3,823	2,249	2,711	3,187
YoY (%)	174.0%	-3.6%	21.4%	15.5%	折旧和摊销	258	60	110	90
营业成本	5,070	6,202	7,564	8,661	营运资金变动	481	-42	558	97
营业税金及附加	117	103	132	146	经营活动现金流	4,767	2,255	3,363	3,355
销售费用	1,575	2,695	3,257	3,822	资本开支	-327	-397	-877	-347
管理费用	437	290	359	362	投资	-4,120	-2	0	0
财务费用	219	-43	-67	-98	投资活动现金流	-4,430	-361	-855	-322
资产减值损失	-240	0	0	0	股权募资	3,593	0	0	0
投资收益	22	18	22	25	债务募资	150	0	0	0
营业利润	4,532	2,627	3,167	3,724	筹资活动现金流	3,348	-9	-9	-9
营业外收支	-29	3	3	3	现金净流量	3,691	1,885	2,499	3,024
利润总额	4,502	2,630	3,170	3,727					
所得税	680	381	460	540	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,823	2,249	2,711	3,187	成长能力				
归属于母公司净利润	3,810	2,247	2,708	3,183	营业收入增长率	174.0%	-3.6%	21.4%	15.5%
YoY (%)	597.5%	-41.0%	20.5%	17.6%	净利润增长率	597.5%	-41.0%	20.5%	17.6%
每股收益	8.93	5.27	6.35	7.46	盈利能力				
					毛利率	59.5%	48.7%	48.4%	48.9%
					净利率	30.5%	18.6%	18.5%	18.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	29.3%	12.3%	13.1%	12.8%
货币资金	4,163	6,047	8,546	11,570	净资产收益率 ROE	36.4%	17.6%	17.4%	16.8%
预付款项	124	620	265	303	偿债能力				
存货	1,216	2,379	2,487	2,847	流动比率	4.53	2.92	3.49	3.69
其他流动资产	5,487	6,894	6,135	6,340	速动比率	3.98	2.37	2.94	3.14
流动资产合计	10,990	15,940	17,432	21,061	现金比率	1.72	1.11	1.71	2.03
长期股权投资	13	16	16	16	资产负债率	19.5%	30.3%	24.7%	23.4%
固定资产	1,401	1,599	2,138	2,356	经营效率				
无形资产	208	298	368	408	总资产周转率	0.96	0.66	0.71	0.68
非流动资产合计	2,012	2,383	3,291	3,750	每股指标 (元)				
资产合计	13,002	18,323	20,724	24,811	每股收益	8.93	5.27	6.35	7.46
短期借款	150	150	150	150	每股净资产	24.51	29.89	36.57	44.50
应付账款及票据	756	1,818	1,658	1,898	每股经营现金流	11.18	5.29	7.88	7.87
其他流动负债	1,521	3,482	3,194	3,655	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,427	5,451	5,002	5,704	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.24	27.54	22.85	19.44
其他长期负债	107	107	107	107	PB	6.77	4.85	3.97	3.26
非流动负债合计	107	107	107	107					
负债合计	2,534	5,558	5,109	5,811					
股本	426	426	426	426					
少数股东权益	14	17	19	23					
股东权益合计	10,468	12,766	15,615	19,000					
负债和股东权益合计	13,002	18,323	20,724	24,811					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。