

## 医用耗材渠道拓宽, 全棉品牌电商表现亮眼

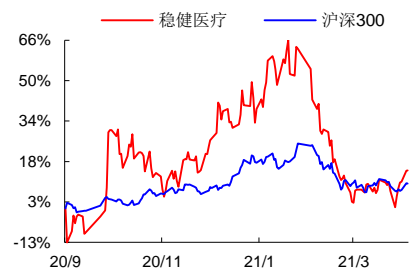
### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2020年年报及21年Q1业绩预告, 2020年实现营业收入125.3亿元, 同比增长174%; 实现归母净利润38.1亿元, 同比增长597.5%; 实现扣非归母净利润37.5亿元, 同比增长680.7%。其中, 2020第四季度实现营收30.1亿元, 同比增长106.8%; 实现归母净利润为6.6亿元, 同比增长365.9%; 实现扣非归母净利润为6.2亿元, 收入和业绩均大幅上涨。根据公司业绩预告, 21Q1公司预计实现收入22.3-23.3亿元, 同比增长50.4%-57.1%; 预计实现归母净利润4.6-5亿元, 同比增长44.3%-56.8%。由于公司医疗产品产能同比有较大幅度增长, 及全棉时代门店零售业务在线下客流恢复后业绩同比复苏, 21Q1收入及业绩预计保持较快增长。
- 防疫物资拉动毛利率提升, 期间费用率下降。** 2020年公司整体毛利率为59.5%, 同比上升7.9pp, 主要由于医用耗材中毛利率较高的防疫物资占比提升拉动整体毛利率上行。其中, 医用耗材毛利率为62.2%, 同比上升23.3pp, 健康生活消费品毛利率为55.2%, 同比下降3.5pp。费用方面, 2020年公司总费用率为21.1%, 同比下降16.4pp, 受收入快速上升影响总费用率大幅下降。其中, 销售费用率为12.6%, 同比下降17.1pp, 销售费用率下降一定程度上受到会计准则变化影响, 将3.1亿元运输费用计入营业成本导致; 管理费用率3.5%, 同比下降0.8pp; 研发费用率同比下降0.1pp至3.3%; 由于境外销售大幅增长, 外币汇兑损失增加, 财务费用率同比增长1.6pp, 达到1.7%。综合来看, 公司2020年实现净利率30.4%, 同比增长18.5pp, 盈利能力大幅改善。现金流方面, 2020年公司经营活动现金流量净额为47.7亿元, 同比增长694.9%, 现金流充裕。
- 防疫物资助力公司打开医用耗材销售渠道。** 2020年, 公司医用耗材业务收入86.8亿元, 较上年同期增长616.4%, 其中实现境外销售59亿元, 占比约为68%; 境内销售27.9亿元, 占比约为32%。疫情后公司销售渠道拓宽, 医用耗材产品已覆盖全国3000余家医院, 实现销售收入11.1亿元, 同比增长约4.7倍; 在药店零售渠道, 共计覆盖全国近9万家OTC药店, 实现销售收入4.8亿元, 同比增长约2.1倍; 在天猫、京东和亚马逊等电商平台实现销售收入4.9亿元, 同比增长约14倍。与此同时, 在国际市场上也与之之前合作门槛较高的跨国公司和大型医药连锁建立并延续友好合作关系, 有望拉动防疫物资外产品销量提升。
- 健康消费品业务稳健增长, 多渠道协同发力未来可期。** 公司健康消费品业务实现销售收入35.2亿元, 同比增长16.9%, 保持稳步增长。其中, 2020年全棉时代销售收入34.8亿元, 津梁生活销售0.4亿元。线下渠道方面, 全棉时代线下门店销售9.4亿元(含加盟店销售, 不含门店引流到小程序的销售), 同比下降18.9%。2020年受疫情冲击, 线下门店扩张放缓, 线下直营门店与加盟门店合计净增加25家。截至20年底, 公司直营门店为271家, 其中全棉时代252家, 津梁生活8家, 全棉里物店11家; 20年公司新拓加盟渠道, 新增全棉时代加盟店5家, 门店结构趋于完善。商超/大客户渠道实现销售1.3/0.9亿元, 同比增长29.1%/31.9%。线上渠道方面, 20年公司电子商务渠道销售23.1亿元, 同比上升38.3%, 其中天猫、京东等第三方平台收入19.1亿元, 同比增长19.6%; 在自有平台官网、小程序和APP端, 实现销售4.1亿元, 同比增长

### 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  
联系人: 赵兰亭  
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)	0.47
52周内股价区间(元)	109.5-209.31
总市值(亿元)	618.71
总资产(亿元)	130.02
每股净资产(元)	24.51

### 相关研究

- 稳健医疗(300888): 股权激励推出, 彰显中长期发展信心 (2020-11-30)
- 稳健医疗(300888): 医疗业务超预期, 品牌力持续提升 (2020-10-29)
- 稳健医疗(300888): 产品力+渠道力协同, 构筑健康生活消费大品牌 (2020-09-11)

425.6%，值得一提的是，门店引流到小程序实现的销售为 2.1 亿元，线上线下协同作用进一步提升。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.78 元、5.85 元、7.04 元，对应 PE 分别为 30 倍、25 倍、21 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 新业务开拓不及预期的风险；线下渠道扩张不及预期的风险；海外业务销售波动较大的风险；汇率波动较大的风险。



指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12533.95	10770.57	13017.00	15384.45
增长率	173.99%	-14.07%	20.86%	18.19%
归属母公司净利润（百万元）	3810.41	2036.89	2494.27	3001.53
增长率	597.50%	-46.54%	22.45%	20.34%
每股收益 EPS（元）	8.93	4.78	5.85	7.04
净资产收益率 ROE	36.52%	16.49%	16.88%	16.95%
PE	16	30	25	21
PB	5.92	5.00	4.18	3.49

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12533.95	10770.57	13017.00	15384.45	净利润	3822.55	2041.89	2500.67	3009.43
营业成本	5070.42	5822.10	7001.14	8207.45	折旧与摊销	257.74	130.92	153.38	178.25
营业税金及附加	116.57	100.39	119.77	106.15	财务费用	218.64	88.16	124.38	155.57
销售费用	1575.16	1723.29	2082.72	2492.28	资产减值损失	-240.19	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	436.97	646.23	754.99	892.30	经营营运资本变动	754.27	-994.68	-261.71	-263.22
财务费用	218.64	88.16	124.38	155.57	其他	-45.53	14.65	17.69	16.21
资产减值损失	-240.19	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4767.50</b>	<b>1260.94</b>	<b>2514.40</b>	<b>3076.24</b>
投资收益	21.59	2.00	3.00	4.00	资本支出	-187.90	-600.00	-550.00	-500.00
公允价值变动损益	11.18	0.00	0.00	0.00	其他	-4242.03	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>-4429.94</b>	<b>-598.00</b>	<b>-547.00</b>	<b>-496.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>4531.74</b>	<b>2412.39</b>	<b>2957.00</b>	<b>3554.70</b>	短期借款	30.07	-150.07	0.00	0.00
其他非经营损益	-29.28	-14.97	-17.80	-18.77	长期借款	-134.21	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4502.46</b>	<b>2397.43</b>	<b>2939.20</b>	<b>3535.93</b>	股权融资	3582.80	0.00	0.00	0.00
所得税	679.91	355.53	438.53	526.50	支付股利	0.00	-128.60	-68.75	-70.15
净利润	3822.55	2041.89	2500.67	3009.43	其他	-130.58	-87.05	-124.38	-155.57
少数股东损益	12.14	5.00	6.40	7.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>3348.08</b>	<b>-365.73</b>	<b>-193.13</b>	<b>-225.72</b>
归属母公司股东净利润	3810.41	2036.89	2494.27	3001.53	<b>现金流量净额</b>	<b>3690.56</b>	<b>297.21</b>	<b>1774.27</b>	<b>2354.52</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4162.54	4459.75	6234.02	8588.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1426.52	1728.24	2103.22	2465.57	销售收入增长率	173.99%	-14.07%	20.86%	18.19%
存货	1216.49	2004.90	2300.41	2625.74	营业利润增长率	606.13%	-46.77%	22.58%	20.21%
其他流动资产	4184.55	4248.99	4254.33	4267.25	净利润增长率	598.57%	-46.58%	22.47%	20.34%
长期股权投资	13.42	13.42	13.42	13.42	EBITDA 增长率	523.62%	-47.46%	22.93%	20.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1462.13	1963.14	2391.69	2745.36	毛利率	59.55%	45.94%	46.22%	46.65%
无形资产和开发支出	208.33	188.53	168.74	148.95	三费率	17.80%	22.82%	22.76%	23.01%
其他非流动资产	328.27	316.14	304.01	291.87	净利率	30.50%	18.96%	19.21%	19.56%
<b>资产总计</b>	<b>13002.25</b>	<b>14923.13</b>	<b>17769.85</b>	<b>21146.72</b>	ROE	36.52%	16.49%	16.88%	16.95%
短期借款	150.07	0.00	0.00	0.00	ROA	29.40%	13.68%	14.07%	14.23%
应付和预收款项	1370.33	2031.23	2357.97	2707.98	ROIC	100.42%	43.10%	43.27%	44.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.96%	24.43%	24.85%	25.28%
其他负债	1013.46	509.11	597.18	684.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2533.86</b>	<b>2540.34</b>	<b>2955.14</b>	<b>3392.73</b>	总资产周转率	1.43	0.77	0.80	0.79
股本	426.49	426.49	426.49	426.49	固定资产周转率	9.37	7.12	7.40	7.63
资本公积	4481.71	4481.71	4481.71	4481.71	应收账款周转率	19.88	12.21	12.97	13.13
留存收益	5546.84	7455.13	9880.65	12812.03	存货周转率	4.51	3.57	3.22	3.30
归属母公司股东权益	10453.93	12363.33	14788.86	17720.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.36%	—	—	—
少数股东权益	14.46	19.46	25.85	33.75	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10468.39</b>	<b>12382.79</b>	<b>14814.71</b>	<b>17753.98</b>	资产负债率	19.49%	17.02%	16.63%	16.04%
负债和股东权益合计	13002.25	14923.13	17769.85	21146.72	带息债务/总负债	5.92%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.53	5.11	5.23	5.46
					速动比率	4.03	4.29	4.42	4.66
					股利支付率	0.00%	6.31%	2.76%	2.34%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	8.93	4.78	5.85	7.04
					每股净资产	24.51	28.99	34.68	41.55
					每股经营现金	11.18	2.96	5.90	7.21
					每股股利	0.00	0.30	0.16	0.16
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	5008.12	2631.47	3234.76	3888.52					
PE	16.24	30.38	24.81	20.61					
PB	5.92	5.00	4.18	3.49					
PS	4.94	5.74	4.75	4.02					
EV/EBITDA	10.69	20.17	15.86	12.59					
股息率	0.00%	0.21%	0.11%	0.11%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

## 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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 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

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn