

稳健医疗(300888)

报告日期: 2021年04月26日

# 海外疫情需求利好防疫耗材, 全棉时代 21 年扩张提速

——稳健医疗跟踪点评

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨  
✉️ : mali@stocke.com.cn

## 报告导读

海外疫情需求推动 Q1 医用耗材业务高增, 全棉时代业务 21Q1 线上线下增长强劲, 21 年扩张提速。

## 投资要点

- 公司公告 21Q1 业绩, 单季度收入同增 53.0%至 22.69 亿元, 归母净利同增 50.7%至 4.81 亿元, 净利率 21.2% (-0.4pp)。
- **海外疫情防控需求仍在, 医用耗材业务 Q1 收入高增 67%:** 21Q1 公司医用耗材业务收入同比继续实现 67%的高增, 其中, 国内疫情控制得力, 境内收入同比仅增长 10.6%至 7.80 亿元, 海外疫情仍较为严重, 叠加公司 20 年扩产后产能供应充足, 由此 Q1 境外医用耗材销售收入同比高增 405%至 5.96 亿元。经过 2020 年疫情后, 稳健旗下医用耗材国内业务覆盖超过 3000 家医院以及近 9 万家 OTC 药店, 国外业务覆盖欧洲、日本、美国等 110 余个国家和地区, 客户范围得到有效拓展, 未来除口罩仍是第一单品外, 公司在手术包、高端医用敷料等感控领域也将继续探寻增长空间。
- **健康消费品业务线上保持高增速, 线下 21 年渠道扩张提速:** 健康生活消费品业务 21Q1 收入高增 40.4%至 8.18 亿元, 其中全棉时代品牌整体/线下/线上收入同比增长 41.4%/60.6%/31.9%至 8.07/2.28/4.76 亿元, 线上收入占比达到 59%, 仍是主力渠道, 同时线下渠道相对 20Q1 同店增长获得有效恢复。

从未来发展来看: 1) **品类上更聚焦:** 除已有强势品类棉柔巾, 20 年床品、卫生巾、经期裤等品类有明显增长, 未来会加大这些品类的创新, 同时剔除长尾 SKU, 强化经典无纺产品, 针对有纺产品做品类分层布局; 2) **渠道上线上线下同时发力:** ①**线上:** 健康消费品业务 20 年电商收入增长 38%, 自有平台官网、小程序及 APP 提供明显增量, 2020 年小程序及官网注册会员突破 700 万, 21 年有望继续保持高增; ②**线下:** 拓店加速, 直营聚焦一线、新一线城市, 着力布局盈利能力更强的 300-500 平米中型门店, 加盟进入三四线城市下沉, 2021 年全棉时代目标在已有 257 家门店基础上拓店 100 家, 其中加盟 30-50 家, 并通过全棉里物为代表的小品类探索下沉市场。

- **11 月首推股权激励计划, 高收入目标彰显业务发展信心。** 公司一直以来重视与员工分享发展成果, 上市前成立的 4 家员工持股平台(康胜、康欣、康隆、康立)目前合计持股比例达到 10%, 在此基础上 20 年 11 月又推出股权激励草案, 计划以 72.50 元/股价格授予包括董事长李建全、副总经理方修元、尹文岭、董事徐小丹、董秘陈惠选、核心人才陈晓丹等共计 1053 名员工 650 万股, 占公告时公司总股本 1.52%, 考核年度包括 2021 及 2022 年, 考核目标分为两档, 分别对应 80%/100% 股票归属比例, 2021 年该两档对应的收入目标分别为不低于 100 亿元/120 亿元, 2022 年该两档对应的收入目标为相对 2021 年营收增数不低于 20%/30%, 考虑到疫情以来公司医疗业务在国内成为政府及诸多医院防疫物资采购重点供应商, 在海外也实现了包括 CVS、Walgreens 等新客户的有效开拓, 前述高增长目标体现了公司在以医用敷料以及健康消费领域(包括全棉时代及津梁生活)双双实现长足健

## 评级

增持

上次评级 增持  
当前价格 ¥146.85

## 单季度业绩

元/股

单季度	元/股
1Q/2021	1.13
4Q/2020	1.43
3Q/2020	5.63
2Q/2020	1.29



## 公司简介

公司是一家以“棉”为核心的集制造+品牌+零售为一体的消费品企业, 主要业务包含医用敷料(OEM及自有品牌 Winner)、生活消费品(全棉时代、津梁生活)及全棉水刺无纺布销售。

## 相关报告

- 1、《稳健医疗: 三季度医疗业务带动收入高增, 规模效应下盈利能力再提升》2020-10-27
- 2、《稳健医疗: 股权激励订立高考核目标, 彰显长足发展信心》2020-11-29
- 3、《稳健医疗: 年报业绩预告发布, Q4 继续展现亮眼业绩》2021-01-12

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

康增长的信心。

- **盈利预测及估值**：我们预计公司 2021/2022/2023 年医用敷料收入 65/61/67 亿元，同比-37%/+11%/+11%，生活消费品收入 47/62/78 亿元，同比+35%/+30%/+26%，叠加少量全棉无纺布销售收入，预计公司整体收入达到 106/127/151 亿元，同比-15%/+20%/+19%，归母净利体量达 18.8/22.1/26.1 亿元，同比-51%/+18%/+18%，对应 PE33/28/24X，作为医用敷料及生活消费品龙头值得持续重点关注，考虑业绩成长性 & 相对同业估值溢价，维持“增持”评级。
- **风险提示**：1) 贸易摩擦风险；2) 行业标准变化的风险；3) 黑天鹅事件造成消费环境受到影响的

### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	12534.0	10595.4	12713.6	15090.1
(+/-)	174.0%	-15.5%	20.0%	18.7%
净利润	3810.4	1875.6	2210.6	2609.5
(+/-)	597.5%	-50.8%	17.9%	18.0%
每股收益 (元)	8.93	4.40	5.18	6.12
P/E	16.4	33.4	28.3	24.0

表：稳健医疗收入按业务拆分 (单位：亿元)

	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
医用耗材收入	10.95	11.63	12.12	86.84	8.23	13.76
YOY		6.2%	4.2%	616.4%		67.2%
健康生活消费品业务收入	21.44	23.84	30.08	35.18	5.83	8.18
YOY		11.2%	26.2%	17.0%		40.4%
全棉水刺无纺布业务收入	1.99	2.41	2.92	2.37	0.66	0.55
YOY		21.2%	21.2%	-19.0%		-16.7%
总收入	34.98	38.39	45.75	125.34	14.83	22.69
YOY		9.8%	19.2%	174.0%		53.0%

数据来源：公司公告, 浙商证券研究所

表：稳健医疗财务三表摘要 (单位：百万元)

	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
<b>利润表摘要</b>						
营业收入	3497.58	3838.92	4574.63	12533.95	1482.98	2268.54
YOY		9.8%	19.2%	174.0%		53.0%
营业成本	1826.70	1951.63	2211.93	5070.42	657.47	1028.05
毛利润	1670.88	1887.29	2362.70	7463.53	825.51	1240.49
YOY		13.0%	25.2%	215.9%		50.3%
毛利率	47.8%	49.2%	51.6%	59.5%	55.7%	54.7%
期间费用	1113.10	1342.34	1714.62	2642.15	404.63	641.57
YOY		20.6%	27.7%	54.1%		58.6%
期间费用率	31.8%	35.0%	37.5%	21.1%	27.3%	28.3%
销售费用	838.10	1041.29	1355.77	1575.16	299.52	392.32
销售费用率	24.0%	27.1%	29.6%	12.6%	20.2%	17.3%
管理费用	162.64	176.40	197.46	436.97	63.18	153.48
管理费用率	4.7%	4.6%	4.3%	3.5%	4.3%	6.8%
研发费用	88.63	116.56	155.19	411.38	43.91	99.19
研发费用率	2.5%	3.0%	3.4%	3.3%	3.0%	4.4%

财务费用	23.73	8.09	6.20	218.64	(1.98)	(3.42)
财务费用率	0.7%	0.2%	0.1%	1.7%	-0.1%	-0.2%
加: 其他收益	17.82	21.76	22.49	70.29	4.32	12.47
投资净收益	(10.68)	0.58	(13.51)	21.59	1.68	16.01
<b>营业利润</b>	<b>516.12</b>	<b>495.71</b>	<b>641.77</b>	<b>4531.74</b>	<b>381.85</b>	<b>576.67</b>
YOY		-4.0%	29.5%	606.1%		51.0%
营业利润率	14.8%	12.9%	14.0%	36.2%	25.7%	25.4%
<b>利润总额</b>	<b>517.19</b>	<b>500.47</b>	<b>638.41</b>	<b>4502.46</b>	<b>377.50</b>	<b>567.59</b>
YOY		-3.2%	27.6%	605.3%		50.4%
所得税率	17.3%	15.0%	14.3%	15.1%	15.2%	15.3%
<b>净利润</b>	<b>427.81</b>	<b>425.48</b>	<b>547.20</b>	<b>3822.55</b>	<b>320.04</b>	<b>480.81</b>
YOY		-0.5%	28.6%	598.6%		50.2%
净利率	12.2%	11.1%	12.0%	30.5%	21.6%	21.2%
减: 少数股东损益	0.61	0.79	0.91	12.14	1.24	0.22
<b>归母净利</b>	<b>427.20</b>	<b>424.68</b>	<b>546.29</b>	<b>3810.41</b>	<b>318.81</b>	<b>480.58</b>
YOY		-0.6%	28.6%	597.5%		50.7%
<b>资产负债表摘要</b>						
货币资金	450.49	403.83	480.84	4162.54		4513.22
应收账款	320.06	421.80	416.35	844.32		887.03
YOY		31.8%	-1.3%	102.8%		
存货	762.12	843.06	992.41	1216.49		1327.13
YOY		10.6%	17.7%	22.6%	未披露	
固定资产	884.19	971.90	1274.73	1400.75		1410.47
资产总计	3390.43	3958.42	4531.47	13002.25		13550.06
负债合计	1412.86	1297.82	1367.93	2533.86		2594.16
所有者权益合计	1977.57	2660.60	3163.55	10468.39		10955.90
<b>现金流量表摘要</b>						
经营现金流量净额	357.80	467.86	599.77	4767.50	611.55	187.87
YOY		30.8%	28.2%	694.9%		-69.3%
/净利润	84%	110%	110%	125%	191%	39%
投资现金流量净额	(483.33)	(637.22)	(419.67)	(4429.94)	(94.53)	355.65
筹资现金流量净额	218.42	143.32	(98.40)	3348.08	(97.53)	(194.04)
现金及等价物净增	91.49	(24.15)	83.65	3690.56	420.65	350.92

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>10,990</b>	<b>11,310</b>	<b>12,902</b>	<b>15,252</b>
现金	4,163	4,530	5,878	7,750
交易性金融资产	4,131	4,000	4,000	4,000
应收账款	844	810	849	1,095
其它应收款	458	463	554	653
预付账款	124	158	177	218
存货	1,216	1,294	1,391	1,483
其他	53	53	53	53
<b>非流动资产</b>	<b>2,012</b>	<b>2,480</b>	<b>2,797</b>	<b>3,102</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13
固定资产	1,401	1,815	2,108	2,387
无形资产	208	207	206	204
在建工程	61	100	100	100
其他	328	345	369	398
<b>资产总计</b>	<b>13,002</b>	<b>13,790</b>	<b>15,699</b>	<b>18,354</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,427</b>	<b>2,077</b>	<b>2,301</b>	<b>2,962</b>
短期借款	150	0	0	0
应付款项	727	780	800	1,176
预收账款	530	317	352	403
其他	1,020	980	1,150	1,383
<b>非流动负债</b>	<b>107</b>	<b>135</b>	<b>172</b>	<b>221</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	107	135	172	221
<b>负债合计</b>	<b>2,534</b>	<b>2,212</b>	<b>2,473</b>	<b>3,183</b>
少数股东权益	14	14	14	14
归属母公司股东权	10,454	11,563	13,211	15,157
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,002</b>	<b>13,790</b>	<b>15,699</b>	<b>18,354</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,768</b>	<b>1,608</b>	<b>2,163</b>	<b>2,736</b>
净利润	3,823	1,876	2,211	2,609
折旧摊销	159	104	119	134
财务费用	(1)	61	50	34
投资损失	(22)	(70)	(70)	(70)
营运资金变动	407	(383)	(168)	5
其它	402	20	21	24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,430)</b>	<b>(473)</b>	<b>(252)</b>	<b>(202)</b>
资本支出	573	449	411	411
长期投资	0	0	0	0
其他	3,857	23	(159)	(209)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,348</b>	<b>(768)</b>	<b>(563)</b>	<b>(663)</b>
短期借款	150	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	3,198	(768)	(563)	(663)
<b>现金净增加额</b>	<b>3,691</b>	<b>368</b>	<b>1,348</b>	<b>1,872</b>

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>12,534</b>	<b>10,595</b>	<b>12,714</b>	<b>15,090</b>
营业成本	5,070	5,649	6,712	7,902
营业税金及附加	117	95	114	136
营业费用	1,575	1,930	2,467	3,049
管理费用	437	318	356	392
研发费用	411	424	509	604
财务费用	219	61	50	34
资产减值损失	(240)	(10)	(12)	(11)
公允价值变动损益	11	0	0	0
投资净收益	22	70	70	70
其他经营收益	70	50	58	66
<b>营业利润</b>	<b>4,532</b>	<b>2,206</b>	<b>2,600</b>	<b>3,069</b>
营业外收支	(29)	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>4,502</b>	<b>2,207</b>	<b>2,601</b>	<b>3,070</b>
所得税	680	331	390	460
<b>净利润</b>	<b>3,823</b>	<b>1,876</b>	<b>2,211</b>	<b>2,609</b>
少数股东损益	12	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,810</b>	<b>1,876</b>	<b>2,211</b>	<b>2,609</b>
EBITDA	4,868	2,372	2,769	3,238
EPS (最新摊薄)	8.93	4.40	5.18	6.12
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	174.0%	-15.5%	20.0%	18.7%
营业利润	606.1%	-51.3%	17.9%	18.1%
归属母公司净利润	597.5%	-50.8%	17.9%	18.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	59.5%	46.7%	47.2%	47.6%
净利率	30.5%	17.7%	17.4%	17.3%
ROE	55.9%	17.0%	17.8%	18.4%
ROIC	37.7%	16.7%	17.1%	17.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.5%	16.0%	15.8%	17.3%
净负债比率	24.2%	19.1%	18.7%	21.0%
流动比率	4.5	5.4	5.6	5.1
速动比率	4.0	4.7	4.9	4.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	0.8	0.9	0.9
应收帐款周转率	18.9	12.0	14.0	14.0
应付帐款周转率	7.9	7.5	8.5	8.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	8.93	4.40	5.18	6.12
每股经营现金	11.18	3.77	5.07	6.42
每股净资产	24.51	27.11	30.98	35.54
<b>估值比率</b>				
P/E	16.4	33.4	28.3	24.0
P/B	6.0	5.4	4.7	4.1
EV/EBITDA	12.0	24.5	20.5	17.0

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>