

疫情催化 20 年业绩高增，中长期仍值得期待

核心观点

- 稳健医疗发布 2020 年报，公司实现营业收入 125.3 亿元，同比增长 174%，净利润 38.1 亿元，同比增长 598%。受疫情影响，公司医用耗材业务同比爆发式增长 616%达到 86.8 亿元，健康生活消费品和全棉水刺无纺布分别增长 17%和-19%。
- 医用耗材业务：防疫物资高速增长，渠道拓展卓有成效。分产品来看，伤口护理、感染防护和消毒清洁产品分别实现同比增长-7%、1873%和 126%。分销售区域来看，境内和境外分别实现收入 58.98 亿和 27.86 亿元，同比增长 652%和 551%。公司在疫情期间已成功拓展众多优质渠道，全国范围内已覆盖 3,000 家医院和 9 万家 OTC 药店，收入同比增长 4.74 倍和 2.1 倍，线上天猫、京东和亚马逊等电商平台同比增长 14.12 倍。
- 健康生活消费品：电商渠道高增，线上线下加速融合。2020 年，全棉时代实现收入 34.8 亿元，同比增长 15.8%，津梁生活实现收入 0.4 亿元。分渠道来看，受疫情影响，全棉时代线下收入同比下降 18.9%，电商渠道表现优异，同比增长 38.3%，拆分来看，天猫、京东等第三方平台同比增长 19.6%，自有平台、小程序和 APP 同比增长 425.6%，其中门店引流到小程序实现的销售为 2.05 亿元，表现突出，线上和线下业务实现加速融合。
- 2021 年一季报显示公司增长动力强劲。2021Q1 公司实现收入 22.7 亿元，同比增长 53%，其中医用耗材和健康生活消费品分别增长 67%和 40%，毛利率相比去年全年有所下降。展望全年，我们认为医用耗材业务受益于渠道的成功拓展和海外疫情的反复，全年表现值得期待，非防疫类物资预计也会有较好的表现。健康生活消费方面，预计线下开店将提速，全年工作重心将围绕在运营能力的提升上，包括产品力（品类更聚焦，加大产品创新）、品牌力和渠道力（线上线下融合+新兴渠道拓展）等。

财务预测与投资建议

- 根据年报和一季报，我们调整公司未来 3 年收入预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 4.61 元、5.71 元和 6.92 元（原 21-22 年为 4.68 元和 5.66 元），参考行业可比公司，给予公司 2021 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 147.52 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，客户拓展、毛利率不及预期，品类扩张不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,575	12,534	12,155	14,544	17,398
同比增长(%)	19.2%	174.0%	-3.0%	19.7%	19.6%
营业利润(百万元)	642	4,532	2,321	2,870	3,474
同比增长(%)	29.5%	606.1%	-48.8%	23.6%	21.0%
归属母公司净利润(百万元)	546	3,810	1,965	2,435	2,953
同比增长(%)	28.6%	597.5%	-48.4%	23.9%	21.3%
每股收益(元)	1.28	8.93	4.61	5.71	6.92
毛利率(%)	51.6%	59.5%	49.0%	48.5%	48.7%
净利率(%)	11.9%	30.4%	16.2%	16.7%	17.0%
净资产收益率(%)	18.8%	56.0%	17.2%	17.9%	18.1%
市盈率	112.0	16.1	31.1	25.1	20.7
市净率	19.4	5.9	4.9	4.1	3.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

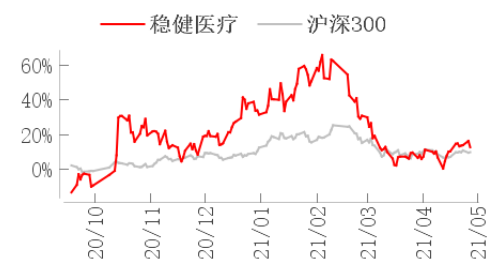


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021 年 04 月 27 日)	142.3 元
目标价格	147.52 元
52 周最高价/最低价	217.58/103.7 元
总股本/流通 A 股(万股)	42,649/4,796
A 股市值(百万元)	60,690
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021 年 04 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.49	2.79	-24	
相对表现	-1.61	0.65	-25.37	
沪深 300	1.12	2.14	1.37	17.76



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

联系人 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

消费+医疗双轮驱动，后疫情时代迎来更大机遇 2021-03-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据年报和一季报,我们调整公司未来3年收入预测,预计2021-2023年每股收益分别为4.61元、5.71元和6.92元(原21-22年为4.68元和5.66元),参考行业可比公司,给予公司2021年32倍PE估值,对应目标价147.52元,维持公司“增持”评级。

表 1: 行业可比公司估值 (截至 2021 年 4 月 27 日)

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
振德医疗	603301	0.69	11.59	3.23	7.61	88	5	19	8
中顺洁柔	002511	0.46	0.69	0.90	1.05	65	44	33	29
安奈儿	002875	0.25	-0.28	0.28	0.46	41	-36	36	22
金发拉比	002762	0.13	0.09	0.12	0.14	111	160	117	108
豪悦护理	605009	2.96	5.64	6.10	7.52	54	28	26	21
金春股份	300877	0.74	2.30	1.71	2.14	57	18	25	20
百亚股份	003006	0.30	0.43	0.57	0.71	76	53	40	32
调整后平均								32	25

数据来源: 朝阳永续, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	481	4,163	6,027	8,045	10,558	营业收入	4,575	12,534	12,155	14,544	17,398
应收票据、账款及款项融资	425	863	819	980	1,172	营业成本	2,212	5,070	6,199	7,483	8,934
预付账款	97	124	120	144	172	营业税金及附加	40	117	113	135	162
存货	992	1,216	1,487	1,795	2,143	营业费用	1,356	1,575	2,516	2,880	3,410
其他	680	4,625	4,611	4,698	4,802	管理费用及研发费用	353	848	1,094	1,309	1,566
流动资产合计	2,675	10,990	13,064	15,662	18,848	财务费用	6	219	(41)	(61)	(84)
长期股权投资	9	13	13	13	13	资产、信用减值损失	48	276	56	31	39
固定资产	1,275	1,401	1,176	1,038	917	公允价值变动收益	11	11	11	11	11
在建工程	188	61	449	759	1,007	投资净收益	(14)	22	22	22	22
无形资产	132	208	195	182	169	其他	84	70	70	70	70
其他	254	328	229	207	207	营业利润	642	4,532	2,321	2,870	3,474
非流动资产合计	1,857	2,012	2,063	2,200	2,314	营业外收入	4	4	4	4	4
资产总计	4,531	13,002	15,127	17,862	21,162	营业外支出	7	34	34	34	34
短期借款	120	150	150	150	150	利润总额	638	4,502	2,292	2,841	3,445
应付票据及应付账款	736	756	924	1,116	1,332	所得税	91	680	321	398	482
其他	331	1,521	1,505	1,606	1,726	净利润	547	3,823	1,971	2,443	2,963
流动负债合计	1,187	2,427	2,579	2,872	3,209	少数股东损益	1	12	6	8	9
长期借款	134	0	0	0	0	归属于母公司净利润	546	3,810	1,965	2,435	2,953
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.28	8.93	4.61	5.71	6.92
其他	47	107	107	107	107	主要财务比率					
非流动负债合计	181	107	107	107	107		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,368	2,534	2,686	2,979	3,316	成长能力					
少数股东权益	3	14	21	28	38	营业收入	19.2%	174.0%	-3.0%	19.7%	19.6%
实收资本（或股本）	376	426	426	426	426	营业利润	29.5%	606.1%	-48.8%	23.6%	21.0%
资本公积	949	4,482	4,482	4,482	4,482	归属于母公司净利润	28.6%	597.5%	-48.4%	23.9%	21.3%
留存收益	1,835	5,547	7,512	9,947	12,900	获利能力					
其他	0	(1)	0	0	0	毛利率	51.6%	59.5%	49.0%	48.5%	48.7%
股东权益合计	3,164	10,468	12,441	14,884	17,846	净利率	11.9%	30.4%	16.2%	16.7%	17.0%
负债和股东权益总计	4,531	13,002	15,127	17,862	21,162	ROE	18.8%	56.0%	17.2%	17.9%	18.1%
现金流量表						ROIC	17.4%	57.4%	16.9%	17.5%	17.7%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	547	3,823	1,971	2,443	2,963	资产负债率	30.2%	19.5%	17.8%	16.7%	15.7%
折旧摊销	571	198	425	378	400	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	6	219	(41)	(61)	(84)	流动比率	2.25	4.53	5.07	5.45	5.87
投资损失	14	(22)	(22)	(22)	(22)	速动比率	1.40	3.97	4.42	4.75	5.12
营运资金变动	(548)	568	(89)	(334)	(389)	营运能力					
其它	10	(19)	46	20	28	应收账款周转率	10.4	18.9	13.9	15.4	15.4
经营活动现金流	600	4,767	2,290	2,425	2,897	存货周转率	2.4	4.3	4.1	4.1	4.0
资本支出	(1,367)	(213)	(500)	(500)	(500)	总资产周转率	1.1	1.4	0.9	0.9	0.9
长期投资	(2)	(5)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	949	(4,213)	33	33	33	每股收益	1.28	8.93	4.61	5.71	6.92
投资活动现金流	(420)	(4,430)	(467)	(467)	(467)	每股经营现金流	1.59	11.18	5.37	5.69	6.79
债权融资	134	(143)	0	0	0	每股净资产	7.41	24.51	29.12	34.83	41.76
股权融资	0	3,583	0	0	0	估值比率					
其他	(232)	(91)	41	61	84	市盈率	112.0	16.1	31.1	25.1	20.7
筹资活动现金流	(98)	3,348	41	61	84	市净率	19.4	5.9	4.9	4.1	3.4
汇率变动影响	2	5	-0	-0	-0	EV/EBITDA	43.5	10.7	19.6	16.6	14.0
现金净增加额	84	3,691	1,864	2,019	2,513	EV/EBIT	81.9	11.2	23.3	18.9	15.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn