

稳健医疗 (300888)

证券研究报告

2021年05月06日

21Q1 继续高增，医用产能扩张+全渠道融合见成效

医用耗材与全棉业务表现优异，21Q1 营收提速增长

公司 2021Q1 年营业收入达 22.69 亿元，较 20Q1 同比增长 52.97%，主要系医疗与全棉业务同比去年增长所致；较 20Q4 环比减少 24.65%。

疫情得到良好控制，归母净利润同比提升

公司 21Q1 归母净利润 4.81 亿元，较 20Q1 同比增长 50.74%，较 20Q4 环比减少 27.22%。

盈利能力保持稳定，费用率整体下降

公司 21Q1 整体毛利率为 54.68% (-0.99pct)，归母净利率为 21.19% (-0.31pct)。21Q1 销售/管理/财务费率分别为 17.29% (-2.90pct) 6.77% (+2.51pct) -0.15% (-0.02pct)。

其中销售费用同比增长 30.98% 主要系营销费用增长所致；管理费用同比增长 142.93% 主要系股权激励费用增长所致；财务收入同比增长 72.54% 主要系利息收入增长所致。

存货&应收账款规模稳定，营运能力稳步增强

公司 21Q1 存货规模为 13.27 亿元，环比 20Q4 增长 9.13%，存货周转天数为 111.34 天。公司 21Q1 应收账款规模为 8.87 亿元，环比 20Q4 增长 5.09%，应收账款周转天数为 34.34 天。

产品研发+渠道建设+品牌运营，持续加强市场渗透

医用耗材领域持续研发高端产品，分类管理线下渠道，不断提高电商客户体验和平台管理能力；健康生活消费品领域扩展产品使用场景，布局线上线下融合机制，通过社会化营销、形象升级等举措提升知名度及流量。

维持盈利预测，维持买入评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.90、23.14、29.11 亿元，对应 EPS 分别为 4.90、5.42、6.83 元，对应 P/E 为 27.71、25.03、19.89X。

风险提示：棉花等主要原材料价格波动上涨；健康生活消费品业务增长不及预期；市场终端消费疲软；贸易摩擦等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,574.63	12,533.95	12,312.33	13,787.56	17,320.13
增长率(%)	19.16	173.99	(1.77)	11.98	25.62
EBITDA(百万元)	893.05	5,766.40	2,404.79	2,614.88	3,272.33
净利润(百万元)	546.29	3,810.41	2,089.87	2,313.57	2,911.14
增长率(%)	28.64	597.50	(45.15)	10.70	25.83
EPS(元/股)	1.28	8.93	4.90	5.42	6.83
市盈率(P/E)	106.01	15.20	27.71	25.03	19.89
市净率(P/B)	18.32	5.54	4.62	3.90	3.26
市销率(P/S)	12.66	4.62	4.70	4.20	3.34
EV/EBITDA	0.00	10.81	20.25	17.37	13.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	136.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	426.49
流通 A 股股本(百万股)	46.85
A 股总市值(百万元)	58,062.66
流通 A 股市值(百万元)	6,377.60
每股净资产(元)	25.65
资产负债率(%)	19.15
一年内最高/最低(元)	217.58/103.70

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

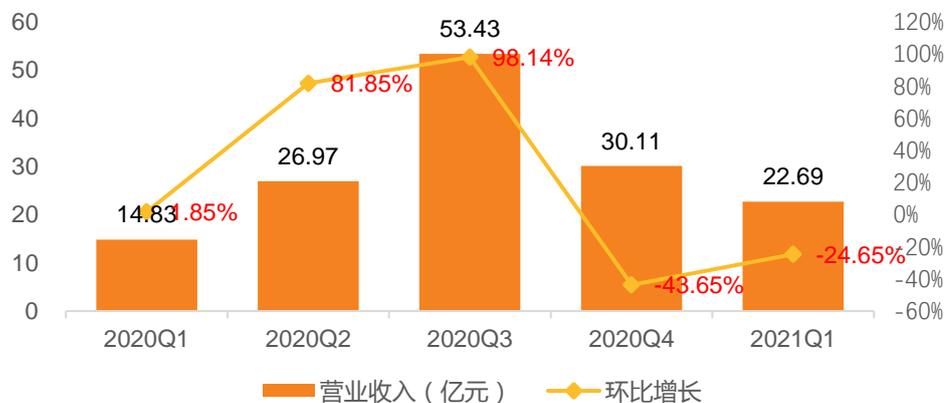
相关报告

- 1 《稳健医疗-年报点评报告:21Q1 继续高增，医用敷料+健康生活全面发力》 2021-04-20
- 2 《稳健医疗-公司点评:winner 品牌升级产品完善，全棉拓店创新，开启新一轮成长》 2021-03-19
- 3 《稳健医疗-公司点评:2020 年归母净利润 36.5-39.5 亿大幅增长，核心产品技术优势凸显》 2021-01-11

1. 医用耗材与全棉业务表现优异，21Q1 营收提速增长

公司 2021Q1 年营业收入达 22.69 亿元，较 20Q1 同比增长 52.97%，主要系医疗与全棉业务同比去年增长所致；较 20Q4 环比减少 24.65%。

图 1：公司近 5 个季度（20Q1-21Q1）营收（亿元）及环比增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

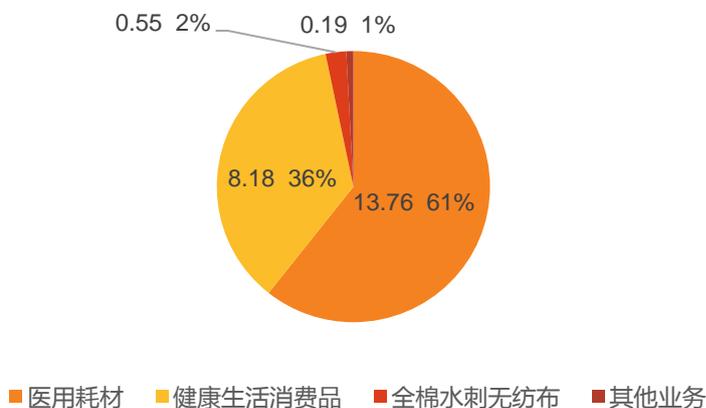
分行业来看，公司医用耗材业务实现营收 13.76 亿元（+67.16%），占比 60.64%。其中，境外销售 5.96 亿元（+404.87%）；境内销售 7.80 亿元（+10.58%）。

健康生活消费品业务实现营收 8.18 亿元（+40.38%），占比 36.07%；其中，全棉时代实现销售 8.07 亿元（+41.39%）；全棉时代线下门店销售 2.28 亿元（+60.59%）（含加盟店销售，不含门店引流到小程序的销售）；电子商务渠道销售 4.76 亿元（+31.91%）。

全棉水刺无纺布业务实现营收 0.55 亿元（-16.73%），占比 2.43%。

21Q1 营业收入变化主要原因为：第一，医疗产品的产能比上年同期大幅提高，致使一季度医用耗材的销售取得了较大的增长；第二，全棉时代门店零售业务在上年同期受到新冠肺炎疫情严重影响，而今年一季度因疫情得到良好控制，门店零售业绩逐步复苏，同时线上线下融合也取得了良好成效。

图 2：公司 21Q1 分行业营业收入（亿元）

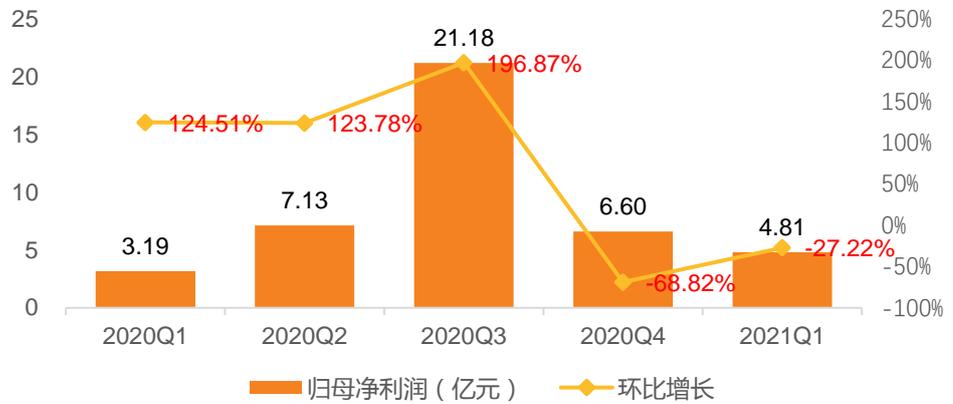


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 疫情得到良好控制，归母净利润同比提升

公司 21Q1 归母净利润 4.81 亿元，较 20Q1 同比增长 50.74%，较 20Q4 环比减少 27.22%。

图 3：公司近 5 个季度（20Q1-21Q1）归母净利润（亿元）及环比增速（%）



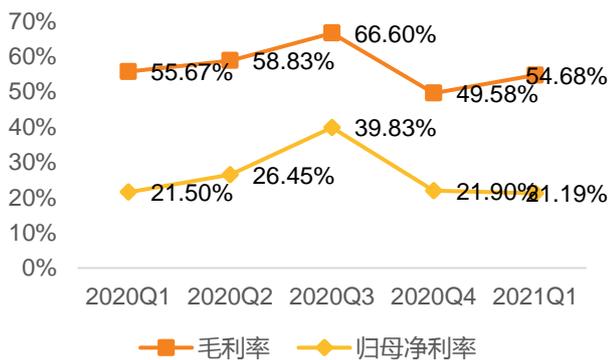
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利能力保持稳定，费用率整体下降

公司 21Q1 整体毛利率为 54.68% (-0.99pct)，归母净利率为 21.19% (-0.31pct)。

21Q1 销售/管理/财务费率分别为 17.29% (-2.90pct) 6.77% (+2.51pct) -0.15% (-0.02pct)。其中销售费用同比增加 30.98% 主要系营销费用增长所致；管理费用同比增长 142.93% 主要系股权激励费用增长所致；财务收入同比增加 72.54% 主要系利息收入增长所致。

图 4：公司近 5 个季度（20Q1-21Q1）毛利率（%）及归母净利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司近 5 个季度（20Q1-21Q1）销售、管理、财务费率（%）



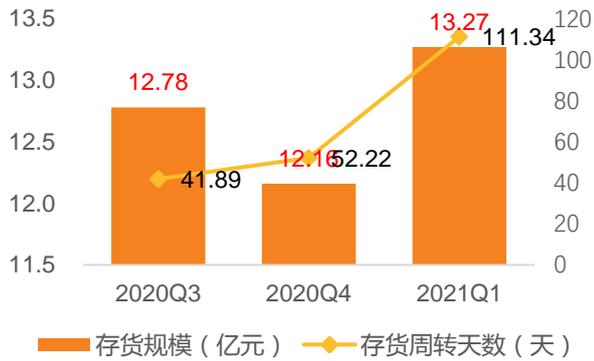
资料来源：wind，天风证券研究所

4. 存货&应收账款规模稳定，营运能力稳步增强

公司 21Q1 存货规模为 13.27 亿元，环比 20Q4 增长 9.13%，存货周转天数为 111.34 天。

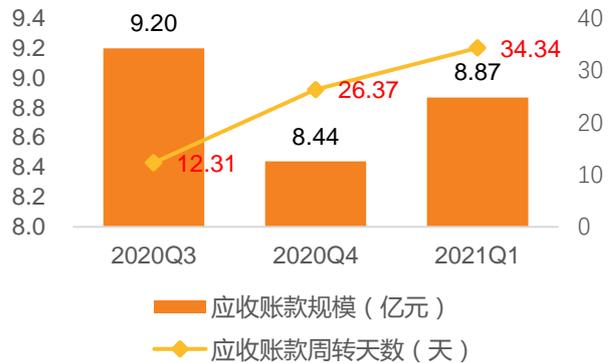
公司 21Q1 应收账款规模为 8.87 亿元，环比 20Q4 增长 5.09%，应收账款周转天数为 34.34 天。

图 6：公司近 3 个季度（20Q3-21Q1）存货规模（亿元）及存货周转天数（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司近 3 个季度（20Q3-21Q1）应收账款规模（亿元）及应收账款周转天数（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 产品研发+渠道建设+品牌运营，持续加强市场渗透

（1）医用耗材领域

产品方面，公司持续研发生产高端敷料产品，优化产品结构，加大核心基础原材料的研究开发，增强产品市场竞争力，同时大力推广全棉水刺无纺布在医用纱布、医用防护服、手术衣、隔离衣等防护用品上的应用。

线下渠道方面，公司通过渠道分类管理，更加专业地开拓医院和民用市场。在国内医院和 OTC 药店渠道，积极开展学术营销、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和占有率；在国际市场，在稳定既有欧美日等发达国家客户的同时，公司将在亚洲等发展中国家大力拓展自有 winner 品牌市场。

电商方面，不断提高客户体验和平台管理能力，增强消费者黏性和忠诚度，使线上业务快速抢占个人防护和家庭护理市场。

（2）健康生活消费品领域

研发端：扩展产品的使用场景，并持续将纱线和面料的新工艺、新结构、新功能作为重点技术研发方向。

线下门店端：全棉时代继续推进在市场容量大、消费能力强的一二线城市的门店布局，并重点通过加盟模式深入三四线城市，完善门店营销网络。

线上渠道端：公司早期布局线上线下融合机制，打通了线下门店和线上小程序的技术、团队管理和内部利益分配问题，实现线下门店引流到线上实现销售的融合。除天猫、京东等主流第三方电商平台外，公司将进一步发展自有 APP、官网、小程序平台等，使之成为重要的销售增长渠道。

品牌端：通过社会化营销，如捐赠公益事件、全棉时代品牌明星代言人、大咖种草等形式提升知名度、美誉度和客户忠诚度。

运营端：全棉时代和津梁生活通过形象升级、店铺扩张、产品迭代、社群运营等举措，使零售电商平台流量实现高效转化。

6. 维持盈利预测，维持买入评级

公司是一家通过“winner 稳健医疗”、“Purcotton 全棉时代”以及“PureH2B 津梁生活”三大品牌实现医疗及消费板块协同发展的大健康企业。

其中，“winner 稳健医疗”品牌以质量为己任，引领公司和医用敷料行业从小到大、从国内走向全球，从低质低价到高品质并得到发达国家认可。全棉时代将棉花“舒适、健康、环保”的特点应用到家居和家庭护理方面，帮助人们提高生活品质，把“幸福感、安心和可持续”带给消费者。津梁生活坚持爱美而不牺牲健康、健康则是美之根本，在全球挑选天然的美妆洗护用品、健康的食品和保健品、极佳体验感的 3C 和健康器材的同时，自主研发具有开创性和创新性的天然产品。公司三大品牌的愿景和经营理念从人类健康、环境保护和提高生活品质出发，切合人类可持续发展战略。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.90、23.14、29.11 亿元，对应 EPS 分别为 4.90、5.42、6.83 元，对应 P/E 为 27.71、25.03、19.89X。

7、风险提示

棉花等主要原材料价格波动上涨；健康生活消费品业务增长不及预期；市场终端消费疲软；贸易摩擦等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	480.84	4,162.54	6,739.23	10,104.38	10,592.75
应收票据及应收账款	416.35	844.32	1,170.37	140.70	1,506.29
预付账款	96.76	124.03	246.13	173.11	289.87
存货	992.41	1,216.49	3,026.09	1,550.97	4,266.41
其他	688.23	4,642.72	3,295.05	3,269.84	3,733.76
流动资产合计	2,674.59	10,990.10	14,476.87	15,239.00	20,389.08
长期股权投资	8.86	13.42	13.42	13.42	13.42
固定资产	1,274.73	1,400.75	1,383.14	1,375.05	1,359.67
在建工程	187.81	61.38	72.83	91.70	85.02
无形资产	131.66	208.33	194.86	181.39	167.92
其他	253.83	328.27	177.54	145.12	164.04
非流动资产合计	1,856.89	2,012.16	1,841.79	1,806.68	1,790.08
资产总计	4,531.47	13,002.25	16,318.66	17,045.68	22,179.16
短期借款	120.00	150.07	100.00	80.00	60.00
应付票据及应付账款	735.80	756.00	2,563.25	855.90	2,887.09
其他	331.21	1,520.71	948.13	1,104.61	1,329.82
流动负债合计	1,187.01	2,426.77	3,611.38	2,040.52	4,276.91
长期借款	134.21	0.00	80.00	50.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.71	107.09	63.47	72.42	80.99
非流动负债合计	180.92	107.09	143.47	122.42	100.99
负债合计	1,367.93	2,533.86	3,754.85	2,162.94	4,377.91
少数股东权益	3.17	14.46	18.89	24.26	31.64
股本	376.49	426.49	426.49	426.49	426.49
资本公积	948.91	4,481.71	4,481.71	4,481.71	4,481.71
留存收益	2,783.84	10,028.55	12,118.42	14,431.99	17,343.12
其他	(948.87)	(4,482.82)	(4,481.71)	(4,481.71)	(4,481.71)
股东权益合计	3,163.55	10,468.39	12,563.80	14,882.74	17,801.25
负债和股东权益总计	4,531.47	13,002.25	16,318.66	17,045.68	22,179.16

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	547.20	3,822.55	2,089.87	2,313.57	2,911.14
折旧摊销	155.11	257.74	79.63	82.69	85.52
财务费用	10.50	(1.31)	(54.14)	(84.05)	(103.62)
投资损失	13.51	(21.59)	(23.00)	(25.00)	0.00
营运资金变动	(69.08)	1,409.12	(1,210.50)	990.54	(2,014.25)
其它	(57.47)	(699.01)	(1,625.80)	(102.38)	408.28
经营活动现金流	599.77	4,767.50	(743.95)	3,175.37	1,287.07
资本支出	(62.05)	179.07	103.61	71.05	41.43
长期投资	1.69	4.57	0.00	0.00	0.00
其他	(359.30)	(4,613.57)	3,127.54	84.81	(892.09)
投资活动现金流	(419.67)	(4,429.94)	3,231.16	155.86	(850.66)
债权融资	263.19	150.07	184.53	134.50	83.01
股权融资	(6.11)	3,363.00	55.25	84.05	103.62
其他	(355.47)	(164.99)	(150.30)	(184.62)	(134.67)
筹资活动现金流	(98.40)	3,348.08	89.48	33.93	51.96
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	81.71	3,685.64	2,576.69	3,365.16	488.37

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,574.63	12,533.95	12,312.33	13,787.56	17,320.13
营业成本	2,211.93	5,070.42	6,095.85	7,000.60	8,461.10
营业税金及附加	39.55	116.57	123.12	150.28	188.79
营业费用	1,355.77	1,575.16	1,600.60	3,150.46	4,641.79
管理费用	197.46	436.97	517.12	537.71	779.41
研发费用	155.19	411.38	283.18	358.48	484.96
财务费用	6.20	218.64	(54.14)	(84.05)	(103.62)
资产减值损失	(22.39)	(240.19)	(240.19)	(25.00)	(22.00)
公允价值变动收益	10.82	11.18	(1,630.47)	(107.83)	400.73
投资净收益	(13.51)	21.59	23.00	25.00	0.00
其他	(8.15)	380.49	3,214.95	165.67	(801.46)
营业利润	641.77	4,531.74	2,379.30	2,616.24	3,290.43
营业外收入	3.79	4.23	15.00	7.67	10.97
营业外支出	7.15	33.51	14.15	18.27	21.97
利润总额	638.41	4,502.46	2,380.16	2,605.65	3,279.42
所得税	91.21	679.91	285.62	286.62	360.74
净利润	547.20	3,822.55	2,094.54	2,319.02	2,918.68
少数股东损益	0.91	12.14	4.67	5.46	7.55
归属于母公司净利润	546.29	3,810.41	2,089.87	2,313.57	2,911.14
每股收益(元)	1.28	8.93	4.90	5.42	6.83

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	19.16%	173.99%	-1.77%	11.98%	25.62%
营业利润	29.46%	606.13%	-47.50%	9.96%	25.77%
归属于母公司净利润	28.64%	597.50%	-45.15%	10.70%	25.83%
获利能力					
毛利率	51.65%	59.55%	50.49%	49.23%	51.15%
净利率	11.94%	30.40%	16.97%	16.78%	16.81%
ROE	17.29%	36.45%	16.66%	15.57%	16.38%
ROIC	24.14%	149.81%	102.49%	67.59%	119.37%
偿债能力					
资产负债率	30.19%	19.49%	23.01%	12.69%	19.74%
净负债率	-6.88%	-38.33%	-52.17%	-66.99%	-59.04%
流动比率	2.25	4.53	4.01	7.47	4.77
速动比率	1.42	4.03	3.17	6.71	3.77
营运能力					
应收账款周转率	10.65	19.88	12.22	21.03	21.03
存货周转率	4.98	11.35	5.80	6.02	5.95
总资产周转率	1.08	1.43	0.84	0.83	0.88
每股指标(元)					
每股收益	1.28	8.93	4.90	5.42	6.83
每股经营现金流	1.41	11.18	-1.74	7.45	3.02
每股净资产	7.41	24.51	29.41	34.84	41.66
估值比率					
市盈率	106.01	15.20	27.71	25.03	19.89
市净率	18.32	5.54	4.62	3.90	3.26
EV/EBITDA	0.00	10.81	20.25	17.37	13.59
EV/EBIT	0.00	11.12	20.95	17.94	13.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com