

医疗耗材进一步常态化, 消费品渠道有序扩张

投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布2021年半年报, 2021年H1实现收入40.6亿元(-2.9%); 实现归母净利润7.6亿元(-26.3%); 实现扣非归母净利润6.3亿元(-38.7%)。其中, 单Q2公司实现营业收入17.9亿元(-33.6%); 归母净利润2.8亿元, (-60.7%); 实现扣非归母净利润1.7亿元(-75.6%)。
- **受收入结构性变化影响, 盈利能力短期承压。** 2021年H1公司整体毛利率为52.7%(-5pp), 毛利率下滑一方面由于疫情得到有效控制, 全球防护产品供应链已趋于完善, 口罩、防护服等产品价格回归正常, 毛利率回落; 另一方面由于受收入准则变化影响, 运输费计入营业成本。分产品看, 2021年H1医用耗材毛利率下降为52.3%(-6.5pp), 其中防护产品毛利率下降3.7pp至59.5%; 健康生活消费品毛利率为54.2%(+4.4pp), 其中棉柔巾毛利率为47.1%(+0.9pp), 消费品毛利率改善。分地区来看, 境外/境内毛利率分别为55.7%/51.6%, 同比-7.9pp/-0.2pp。费用率方面, 2021H1公司整体费率为32.4%(+5.7pp)。其中, 公司销售费用率为20.3%(+1.5pp), 主要由于电商平台营销投放增加; 管理费用率为7.7%(+3.9pp), 主要系股份支付费用增长1.4亿元所致; 研发/财务费用率分别为4.7%(+0.6pp)/-0.3%(-0.3pp)。综合来看, 2021H1公司净利率为18.8%(-5.6pp), 盈利能力短期承压。此外, 截至中报, 公司经营活动现金流量净额为2亿元(-92%), 主要系预收客户货款减少、汇算清缴后支付的各项税费较上年度同期增加所致。
- **消费品KA渠道增长亮眼, 卫生中等新品较快成长。** 2021H1健康消费品业务实现销售17.9亿元(+20.6%), 较2019年增长34.9%, 其中, 全棉时代实现销售17.7亿元。分拆渠道来看, 21H1消费品线下门店/KA/平台电商/小程序收入分别为5.4亿元(+42%)/1.1亿元(75.6%)/8.7亿元(+6%)/2.3亿元(+35%)。线下渠道方面, 1) 受疫情后门店客流恢复影响, 门店收入保持平稳增长。拓店方面, 公司对于开店规划趋于谨慎, 上半年公司门店数量达302家, 其中直营292家(新开26家), 加盟10家(新开5家), 中小门店数量占比提升; 2) 发力拓展KA渠道, 卫生巾、棉柔巾等核心产品成功进驻5500+家连锁超市及6000+家便利店网点, 形成品牌力的延伸。线上方面, 1) 自有平台渠道保持稳健增长, 老用户购买率同比增24.9%; 2) 平台电商收入增速放缓。分产品看, 棉柔巾/卫生巾/婴童用品(含服饰)/成人服饰分别实现营收4.1亿元(+10.5%)/2.6亿元(+54.8%)/3.9亿元(+46.8%)/2.7亿元(+53.4%)。棉柔巾增速放缓, 卫生巾伴随线下渠道铺开增长亮眼。整体来看, 公司在消费品渠道布局和产品类战略上主动求变, 目前渠道拓展及SKU优化取得较好效果。
- **医用耗材价格回归常态, 渠道结构进一步优化。** 2021H1医用耗材实现收入21.3亿元(-15.3%), 一方面由于海内外疫情得到控制, 防护用品价格回归常态; 另一方面受出口运费上涨影响, 境外订单交付部分延迟。分渠道来看, 境外渠道/国内医院/药店/电商(含境内及跨境电商)渠道分别实现收入9.5亿元(-12.3%)/6亿元(+52%)/2.1亿元(+0.8%)/3.5亿元(+248.2%)。其中国内医院渠道收入增速亮眼, 表明公司在疫情后品牌影响力显著提升, 产品力得到终端认可; 电商渠道受去年低基数影响增长迅速。整体来看医用耗材业务进一步常态化

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: zht@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)	0.48
52周内股价区间(元)	83.88-209.31
总市值(亿元)	357.74
总资产(亿元)	131.13
每股净资产(元)	24.66

相关研究

1. 稳健医疗(300888): 盈利能力稳定, 渠道协同发力 (2021-04-30)
2. 稳健医疗(300888): 医用耗材渠道拓宽, 全棉品牌电商表现亮眼 (2021-04-21)
3. 稳健医疗(300888): 股权激励推出, 彰显中长期发展信心 (2020-11-30)
4. 稳健医疗(300888): 医疗业务超预期, 品牌力持续提升 (2020-10-29)
5. 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)

化，公司疫情期间积累的品牌口碑竞争力有望逐渐显现。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.77 元、4.75 元、5.88 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍、14 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	9608.64	12172.60	14588.06
增长率	173.99%	-23.34%	26.68%	19.84%
归属母公司净利润（百万元）	3810.41	1607.75	2026.90	2505.79
增长率	597.50%	-57.81%	26.07%	23.63%
每股收益 EPS（元）	8.93	3.77	4.75	5.88
净资产收益率 ROE	36.52%	13.88%	15.14%	16.06%
PE	9	22	18	14
PB	3.42	3.09	2.67	2.29

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：伴随防疫物资价格回归常态化，21-23 年医用耗材毛利率分别为 45%、44%、42%；

假设 2：日用消费品新品持续推出，为推动销量增长让利终端，毛利率分别为 54.5%、54%、53.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入拆分

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入	12533.9	9,608.6	12,172.6	14,588.1
yoy	174.0%	-23.3%	26.7%	19.8%
营业成本	5070.4	4,893.8	6,248.2	7,625.3
毛利率	59.5%	49.1%	48.7%	47.7%
日用消费品				
收入	3517.1	4501.8	6077.5	7596.8
yoy	16.9%	28.0%	35.0%	25.0%
成本	1575.85	2,048.3	2795.6	3532.5
毛利率	55.2%	54.5%	54.0%	53.5%
医用耗材				
收入	8684.2	4776.3	5731.5	6591.3
yoy	616.4%	-45.0%	20.0%	15.0%
成本	3279.31	2,627.0	3,209.7	3,822.9
毛利率	62.2%	45.0%	44.0%	42.0%
全棉无纺布卷材				
收入	236.56	224.7	247.2	271.9
yoy	-19.0%	-5.0%	10.0%	10.0%
成本	157.88	155.1	173.0	193.1
毛利率	33.3%	31.0%	30.0%	29.0%
其他				
收入	96.2	105.8	116.4	128.0
yoy	54.4%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	57.4	63.5	69.8	76.8
毛利率	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12533.95	9608.64	12172.60	14588.06	净利润	3822.55	1611.70	2032.10	2512.38
营业成本	5070.42	4893.83	6248.17	7625.34	折旧与摊销	257.74	174.93	197.39	222.27
营业税金及附加	116.57	89.56	112.00	100.66	财务费用	218.64	78.37	118.21	151.64
销售费用	1575.16	1777.60	2215.41	2596.67	资产减值损失	-240.19	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	436.97	884.00	1095.53	1167.04	经营营运资本变动	628.75	-769.79	-337.47	-301.56
财务费用	218.64	78.37	118.21	151.64	其他	79.99	-48.11	28.15	21.44
资产减值损失	-240.19	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	4767.50	1027.10	2018.38	2586.17
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	投资活动现金流净额	-4429.94	-598.00	-547.00	-496.00
营业利润	4531.74	1907.29	2406.26	2970.69	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
利润总额	4502.46	1892.32	2388.46	2951.92	股权融资	3582.80	0.00	0.00	0.00
所得税	679.91	280.63	356.36	439.54	支付股利	-98.50	-472.12	-223.36	-285.42
净利润	3822.55	1611.70	2032.10	2512.38	其他	-32.08	-77.26	-118.21	-151.64
少数股东损益	12.14	3.95	5.20	6.59	筹资活动现金流净额	3348.08	-699.45	-341.58	-437.06
归属母公司股东净利润	3810.41	1607.75	2026.90	2505.79	现金流量净额	3690.56	-270.36	1129.80	1653.11
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4162.54	3892.18	5021.98	6675.09	成长能力				
应收和预付款项	1426.52	1531.96	1957.27	2333.08	销售收入增长率	173.99%	-23.34%	26.68%	19.84%
存货	1216.49	1679.80	2067.74	2477.53	营业利润增长率	606.13%	-57.91%	26.16%	23.46%
其他流动资产	4184.55	4236.28	4246.34	4260.20	净利润增长率	598.57%	-57.84%	26.08%	23.63%
长期股权投资	13.42	13.42	13.42	13.42	EBITDA 增长率	523.62%	-56.86%	25.98%	22.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1462.13	1925.35	2316.10	2631.97	毛利率	59.55%	49.07%	48.67%	47.73%
无形资产和开发支出	208.33	182.32	156.31	130.30	三费率	17.80%	28.52%	28.17%	26.84%
其他非流动资产	328.27	316.14	304.01	291.87	净利率	30.50%	16.77%	16.69%	17.22%
资产总计	13002.25	13777.46	16083.18	18813.47	ROE	36.52%	13.88%	15.14%	16.06%
短期借款	150.07	0.00	0.00	0.00	ROA	29.40%	11.70%	12.63%	13.35%
应付和预收款项	1370.33	1723.37	2120.90	2524.92	ROIC	100.42%	35.73%	37.79%	39.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.96%	22.49%	22.36%	22.93%
其他负债	1013.46	445.01	544.47	643.78	营运能力				
负债合计	2533.86	2168.38	2665.37	3168.70	总资产周转率	1.43	0.72	0.82	0.84
股本	426.49	426.49	426.49	426.49	固定资产周转率	9.37	6.43	7.16	7.59
资本公积	4481.71	4481.71	4481.71	4481.71	应收账款周转率	19.88	11.54	13.25	13.22
留存收益	5546.84	6682.47	8486.00	10706.37	存货周转率	4.27	3.13	3.18	3.22
归属母公司股东权益	10453.93	11590.67	13394.21	15614.57	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	18.40	23.60	30.20	资本结构				
股东权益合计	10468.39	11609.07	13417.81	15644.77	资产负债率	19.49%	15.74%	16.57%	16.84%
负债和股东权益合计	13002.25	13777.46	16083.18	18813.47	带息债务/总负债	5.92%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.53	5.50	5.20	5.14
					速动比率	4.03	4.69	4.39	4.33
					股利支付率	2.59%	29.37%	11.02%	11.39%
					每股指标				
					每股收益	8.93	3.77	4.75	5.88
					每股净资产	24.51	27.18	31.41	36.61
					每股经营现金	11.18	2.41	4.73	6.06
					每股股利	0.23	1.11	0.52	0.67
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	5008.12	2160.59	2721.87	3344.60					
PE	9.39	22.25	17.65	14.28					
PB	3.42	3.09	2.67	2.29					
PS	2.85	3.72	2.94	2.45					
EV/EBITDA	5.48	12.75	9.70	7.40					
股息率	0.28%	1.32%	0.62%	0.80%					

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	zfy@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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn