

相关研究

《疫情催化业绩高增, 夯实长期成长基础》2021.4

《Q1 业绩增长亮眼, 长期看好稳健发展》2021.4

《高基数影响短期业绩, 长周期迎来配置良机》2021.7

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

医疗业务同比下滑, 短期调整不改长期趋势

2021年8月22日

事件: 公司发布 2021 年中报, 报告期实现收入 40.60 亿元、同降 2.87%、较 2019H1 增长 92.87%, 实现归母净利 7.61 亿元、同降 26.27%、较 2019H1 增长 230.97%, 实现扣非净利 6.27 亿元、同降 38.68%、较 2019H1 增长 181.70%, EPS 为 1.78 元。受 2020H1 疫情高基数影响, 公司业绩同比有所下滑, 但较 2019H1 仍实现显著增长。

点评:

- **医疗业务收入同比下滑, 健康生活消费品收入较快增长。**分产品来看, 2021H1 公司医用耗材、健康生活消费品业务收入为 22.27 亿元、17.90 亿元, 同增-15.28%、20.64%。医用耗材收入下降主要由于: 1) 2020H1 受国内外新冠肺炎疫情影响, 公司疾控防护用品量价齐升, 收入基数较高, 2021 年以来国内疫情有效控制, 全球防疫物资供给充足, 公司防护用品销量同比增长、价格逐步回落常态水平; 2) 受疫情影响全球运输资源紧张、出口运力供不应求, 运费大幅增长, 导致公司部分出口订单推迟交付。健康生活消费品业务方面, 国内消费逐步恢复, 全棉时代产品升级、品牌营销效果良好, 收入保持较快增长。
- **订单推迟出口收入同比下降, 手术室产品、电商渠道收入大增。**分渠道来看, 2021H1 医用耗材业务国内医院、国内药店、电商、国内直销、境外销售实现收入 5.97 亿元、2.12 亿元、3.53 万元、1719.83 万元、9.47 亿元, 同增 52.04%、0.78%、248.23%、-97.63%、-12.33%, 公司品牌影响力提升, 国内拓展更多医院、药店等渠道, 一次性手术室耗材产品渗透率增加。公司抗疫优秀表现、口罩等防护用品品质得到消费者认可, 品牌影响力提升, 家庭护理产品获得更多用户, 电商收入大幅增长。企事业单位、政府部门采购金额下降导致国内直销收入减少, 全球运力紧张、海外订单交付推迟导致出口收入减少。分产品来看, 2021H1 传统敷料、高端敷料、手术室感染控制产品、防护产品、消毒清洁产品收入为 2.56 亿元、4374.06 万元、2.28 亿元、14.63 亿元、1.36 亿元, 同增 5.39%、6.34%、120.70%、-26.49%、1.70%。
- **线下消费显著修复, 线上自有渠道收入快速增长。**2021H1 公司健康生活的电商、线下门店、商场、大客户渠道实现收入 1.10 亿元、5.43 亿元、1.06 亿元、3874.40 万元, 同增 11.05%、41.96%、75.61%、-19.82%。公司线下消费显著修复, 门店数量拓展, 线下收入同比较快增长, 2021 年 6 月底全棉时代直营、加盟门店为 292 家、10 家, 净增 26 家门店。公司新品导入、新增母婴店及大型连锁商超、内部管理提升推动商场渠道收入显著增长。线上方面公司官网、小程序、APP 等自有平台渠道实现收入 2.34 亿元、同增 34.99%, 公司深耕用户、品类运营, 提高会员转化, 老用户购买率同增 24.9%。
- **健康生活主要产品收入增长, 运营不断升级。**分产品来看, 2021H1 健康生活消费品业务棉柔巾、卫生巾、其他无纺消费品、婴童用品、婴童服饰、成人服饰实现收入 4.09 亿元、2.65 亿元、2.27 亿元、1.80 亿

元、2.07 亿元、2.75 亿元，同增 10.49%、54.84%、-24.41%、53.39%、41.59%、53.38%，公司提升营销投入，服装产品版型、设计、花色等方面升级，数字化自动补货效果体现，婴童、服饰、卫生巾等产品收入快速增长。

- **21H1 医疗毛利率下降，费用率增长，经营现金流同比减少。**1) 2021H1 公司毛利率同降 5.05PCT 至 52.66%，其中医用耗材、健康生活消费品毛利率同增-6.50PCT、4.42PCT 至 52.30%、54.15%，防护用品价格下降导致毛利率下滑，消费品业务线上渠道毛利率同比增长。2) 2021H1 公司销售、管理、研发、财务费用率同增 1.48PCT、3.85PCT、0.64PCT、-0.30PCT 至 20.34%、7.65%、4.68%、-0.31%，公司股权激励费用导致管理费用率提升。3) 2021H1 公司经营现金流金额同降 92.01% 至 1.98 亿元，主要由于公司预收销售回款减少，税费、绩效奖金等支付同比增加。
- **医用耗材行业持续增长，公司强化龙头竞争优势。**国内低值医用耗材行业进入门槛低、竞争激烈，受益于我国人民生活水平提高、医疗需求不断增长，2020 年我国低值医用耗材市场规模为 908 亿元、同增 19%，IBM 预计 2025 年将增至 2213 亿元。医用耗材行业中一次性手术感染控制产品、定制化手术组合包、高端敷料等产品实现快速发展。公司医用敷料业务在国内领先，强化研发、营销、生产等优势，开发抗菌抗病毒口罩、全棉三抗手术衣、抗菌敷料、玻尿酸面膜等新品。公司未来将加大拓展手术室耗材、高端敷料覆盖医院渠道，并重点拓展伤口护理、感染控制、家庭护理等产品，在国外市场进驻更多医院、药店，抢占市场份额，在国内市场有望实现国产替代。
- **母婴行业迎来政策催化，公司升级消费品业务。**近年来中国生活用纸、一次性卫生用品、服装、母婴用品等行业保持稳健增长，政府加大三胎配套政策鼓励生育，改善人口结构，有望推动母婴市场规模快速增长。公司在渠道、产品、品牌等方面不断升级，其中渠道方面升级门店形象，打造场景化陈列、体验式服务，并通过线上线下运营强化会员优势；产品方面开发、提供不同场景的全棉用品，提升精细化 SKU 管理能力；品牌方面加强精准营销、传媒矩阵、品牌传播等投入，提升品牌影响力。
- **数字化转型逐步推进，运营能力快速提升。**2019 年以来公司启动多项数字化变革，2021H1 公司全渠道、商品数字化运营初步实现多电商平台支持、线上线下一盘货、订单智能分配、全渠道价格及会员权益统一。公司与腾讯合作打造全域消费者运营体系，与京东物流合作建设快速反应的物流体系，与咨询公司合作推进智能制造数字化项目。2021 年公司启动 SAP 重塑项目，上线 CRM 项目，提高战略决策、运营管控、技术创新、综合信息应用等管理能力。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司短期费用投入较大，我们下调 2021-23 年 EPS 预测为 3.70/4.72/5.54 元（原值为 4.07/4.95/5.72 元），目前股价对应 21 年 22.7 倍 PE，我们长期看好公司医用耗材、健康消费双主业发展，未来全棉时代作为优质国货龙头发展空间较大，稳健医疗有望持续巩固优势地位、扩大市场份额，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**下游防疫用品需求减少、原材料价格上涨、汇率波动损失增加、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,575	12,534	10,100	11,827	13,718
增长率 YoY %	19.2%	174.0%	-19.4%	17.1%	16.0%
归属母公司净利润 (百万元)	546	3,810	1,576	2,012	2,362
增长率 YoY%	28.6%	597.5%	-58.6%	27.7%	17.4%
毛利率%	51.6%	59.5%	53.6%	53.8%	53.4%
净资产收益率ROE%	17.3%	36.4%	13.1%	14.3%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	1.28	8.93	3.70	4.72	5.54
市盈率 P/E(倍)	-	18.58	22.70	17.78	15.14
市净率 P/B(倍)	-	6.77	2.97	2.54	2.18

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年8月20日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,675	10,990	13,022	14,567	17,212	
货币资金	481	4,163	6,349	7,441	9,617	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	416	844	802	972	1,128	
预付账款	97	124	115	134	156	
存货	992	1,216	1,156	1,318	1,488	
其他	688	4,643	4,600	4,703	4,823	
非流动资产	1,857	2,012	2,370	2,751	3,036	
长期股权投资	9	13	13	13	13	
固定资产	1,275	1,401	1,695	2,012	2,232	
无形资产	132	208	212	216	220	
其他	442	390	450	510	570	
资产总计	4,531	13,002	15,393	17,319	20,248	
流动负债	1,187	2,427	3,227	3,123	3,667	
短期借款	120	150	150	150	150	
应付票据	173	29	27	32	37	
应付账款	563	727	932	935	1,182	
其他	331	1,521	2,117	2,006	2,297	
非流动负债	181	107	107	107	107	
长期借款	134	0	0	0	0	
其他	47	107	107	107	107	
负债合计	1,368	2,534	3,334	3,230	3,774	
少数股东权益	3	14	19	26	33	
归属母公司	3,160	10,454	12,039	14,063	16,441	
负债和股东权益	4,531	13,002	15,393	17,319	20,248	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,575	12,534	10,100	11,827	13,718	
同比	19.2%	174.0%	-19.4%	17.1%	16.0%	
归属母公司净利润	546	3,810	1,576	2,012	2,362	
同比	28.6%	597.5%	-58.6%	27.7%	17.4%	
毛利率(%)	51.6%	59.5%	53.6%	53.8%	53.4%	
ROE%	17.3%	36.4%	13.1%	14.3%	14.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.28	8.93	3.70	4.72	5.54	
P/E	-	18.58	22.70	17.78	15.14	
P/B	-	6.77	2.97	2.54	2.18	
EV/EBITDA	-	12.89	14.41	11.53	9.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,575	12,534	10,100	11,827	13,718	
营业成本	2,212	5,070	4,689	5,467	6,391	
营业税金及	40	117	87	102	119	
销售费用	1,356	1,575	2,475	2,898	3,361	
管理费用	197	437	576	591	617	
研发费用	155	411	333	390	453	
财务费用	6	219	35	13	-6	
减值损失合	-22	-240	-115	-95	-95	
投资净收益	-14	22	-4	-6	4	
其他	69	46	97	134	120	
营业利润	642	4,532	1,883	2,399	2,812	
营业外收支	-3	-29	-21	-21	-21	
利润总额	638	4,502	1,862	2,378	2,791	
所得税	91	680	281	359	421	
净利润	547	3,823	1,581	2,019	2,370	
少数股东损	1	12	5	6	8	
归属母公司	546	3,810	1,576	2,012	2,362	
EBITDA	770	5,181	2,052	2,470	2,869	
EPS(当	1.28	8.93	3.70	4.72	5.54	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	600	4,767	2,651	1,531	2,529	
净利润	547	3,823	1,581	2,019	2,370	
折旧摊销	155	258	111	91	91	
财务费用	11	-1	8	8	8	
投资损失	14	-22	4	6	-4	
营运资金变	-91	481	855	-638	-5	
其它	-36	229	93	46	69	
投资活动现	-420	-4,430	-456	-432	-345	
资本支出	-413	-327	-423	-396	-319	
长期投资	0	-4,120	0	0	0	
其他	-7	17	-34	-36	-26	
筹资活动现	-98	3,348	-8	-8	-8	
吸收投资	0	3,593	0	0	0	
借款	-40	-109	0	0	0	
支付利息或	-57	-102	-8	-8	-8	
现金流净增	84	3,691	2,187	1,091	2,176	
加额						

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北销售副总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufe@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。