

2021年08月23日

# 稳健医疗 (300888.SZ)

## 公司快报

### 医用耗材业务高基数下回落，健康生活消费品增长稳健

#### 事件

公司发布 2021 年半年度报告，21H1 实现营收 40.60 亿元/-2.87%；实现归母净利润 7.61 亿元/-26.27%；实现扣非净利 6.27 亿元/-38.68%。公司营收净利符合此前业绩预告（2021H1 营收 40.29-41.80 亿元，归母净利润 7.39-10.32 亿元）。

其中，21Q2，公司实现营收 17.91 亿/-33.58%；实现归母净利润 2.80 亿元/-60.69%。

#### 投资要点

◆ **去年同期高基数下，21H1 营收业绩短期下滑，较 19 年同期实现高增长。** 营收端，2021H1 公司实现营收 40.60 亿元，同比下滑 2.87%，较 19 年同期增长 92.83%；单季度看，21Q2 营收 17.91 亿元，同比下降 33.58%，公司上半年营收下滑主要系去年同期防疫产品形成高基数，以及全球运输周转速度大幅减缓影响公司部分境外订单交付推迟（21H1 公司境外销售占比约为 28%）。净利率端，2021H1 公司实现净利润 7.61 亿元，同比下降 26.27%，较 19 年同期增长 230.98%；单季度看，21Q2 净利润 2.80 亿元，同比下滑 60.69%。

◆ **医用耗材业务：疾控防护用品价格回归常态、航运紧张致医疗业务收入下滑，其他品类营收均实现同比正增长。** 21H1，公司医用耗材业务实现营收 21.27 亿元，同比下降 15.28%，收入占比同比下滑 7.7pct 至 52.38%，毛利率同比下滑 6.5pct 至 52.30%。医用耗材业务营收下滑主要系：1) 今年上半年，公司防护产品销售量较去年同期有较大增长，但销售价格已回归常态；2) 国际疫情严峻，全球运力紧张推动出口运费大幅上涨，使得公司部分境外订单交付推迟；毛利率下滑除因疾控防护用品价格回落影响，判断还受上半年原材料棉花价格大幅上涨影响。分具体品类看，除疾控防护用品营收下滑外，医用耗材各项产品上半年营收均取得正增长，伤口包扎护理、高端敷料、消毒清洁产品营收分别同比增长 5.9%、6.3%、1.7%；手术感染防护产品营收同比大幅增长 120.70%，主要受益于公司产品在医院渠道的覆盖率提升，上半年国内医院渠道收入同比增长 52.04%；疾控防护用品营收同比下降 26.5%，毛利率较上年同期下降 3.67pct 至 59.5%。

◆ **健康生活消费品业务：有纺品类高速增长，自有渠道表现亮眼。** 21H1，公司健康生活消费品业务营收实现 17.90 亿元（含津梁生活 2456.47 万元），同比增长 20.64%，收入占比提升 8.59pct 至 44.10%，毛利率同比提升 4.42pct 至 54.15%。分具体品类看，无纺、有纺消费品营收分别增长 5.7%、46.3%至 9.9、8.0 亿元；1) 无纺消费品中，卫生巾营收同比增长 54.84%，主要为公司加大奈丝公主品牌推广力度，并加强产品和校园、白领等年轻消费人群沟通，提升消费者复购率；公司的拳头产品棉柔巾营收同比增长 10.49%，毛利率提升 0.86pct 至 47.05%；2) 有纺消费品中，成人、婴童类产品均展现高速增长，营收分别同比增长 53.4%、46.8%至 2.74、3.87 亿元，系产品版型、设计、花色提升，产品故事性和主体性增强，数字化自动补货上新。分渠道看，公司健康消费品以线上销售为主，线上收入占比超过 60%，其中

 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2021-08-20) **83.88 元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	35,774.17
流通市值(百万元)	3,966.19
总股本(百万股)	426.49
流通股本(百万股)	47.28
12个月价格区间	81.50/217.58 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.91	-43.51	-31.77
绝对收益	-18.05	-32.09	

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@huajinsc.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

孙萌  
 sunmeng@huajinsc.cn

#### 相关报告

稳健医疗：防疫需求推升全年业绩，看好疫情后长远发展 2021-04-21

自有线上平台（官网、小程序）表现亮眼，营收同比增长 34.99%至 2.34 亿元，收入占比提升 1.39pct 至 13.04%，上一年度存在购买行为的老用户购买率同比增加 24.9%；线下门店渠道营收同比增长 41.96%至 5.43 亿元，判断为门店扩张和同店水平提升共同影响，截至 21H1 末，全棉时代净增 22 家（17 家直营、5 家加盟）门店至 279 家（含 10 家加盟），开业 12 个月以上的门店营收同比增长 27.76%，全面里物、津梁生活期末门店分别为 14、9 家。

◆ **毛利率较 19 年同期有所提升，营运水平保持良好。** 盈利能力方面，21H1 公司毛利率同比下滑 5.04pct 至 52.66%，但较 19H1 提升 2.4pct，21Q2 毛利率同比下滑 8.72pct 至 50.11%；费用率方面，公司期间费用率合计提升 5.68pct 至 32.36%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 20.34%、7.65%、4.68%、-0.31%，同比 +1.48pct、+3.86pct、+0.64pct、-0.30pct，剔除股权激励影响，公司管理费用率提升 0.35pct 至 4.14%。公司上半年净利率同比下滑 6.00pct 至 18.75%，较 19H1 提升 7.81pct。 存货方面，截至 21H1 末，公司存货较年初小幅增长 3.95%至 12.64 亿元；存货周转天数 116 天，较去年同期持平。 现金流方面，上半年公司经营活动现金流入、流出同比变化分别为 -24.9%、24.4%，最终经营活动现金净流入同比下滑 92%至 1.98 亿元，系公司去年对防护用品采取 100%的信用政策，今年信用政策已恢复至正常水平，以及支付的各项税费、职工薪酬同比增长。

◆ **投资建议：** 疾控防护用品销售价格回落、全球航运紧张因素扰动医用耗材业务，致公司上半年业绩短期承压，长期来看，公司医疗和消费业务双轮驱动优势未改，医用耗材业务在线下医院渠道覆盖率不断提升，同时加快向日用、家用场景推广，健康消费品业务疫情后增长稳健。我们预计公司 2021-2023 年净利润为 18.25、21.19、25.17 亿元，每股收益分别为 4.28、4.97 和 5.90 元，净资产收益率分别为 15.6%、16.0%和 16.8%。8 月 20 日收盘价对应公司 21、22 年 PE 分别约为 20、17 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：** 棉花价格大幅波动，医用耗材业务增速不及预期，门店拓展不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,575	12,534	10,348	12,505	14,908
YoY(%)	19.2	174.0	-17.4	20.8	19.2
净利润(百万元)	546	3,810	1,825	2,119	2,517
YoY(%)	28.6	597.5	-52.1	16.1	18.8
毛利率(%)	51.6	59.5	50.0	50.3	50.4
EPS(摊薄/元)	1.28	8.93	4.28	4.97	5.90
ROE(%)	17.3	36.4	15.6	16.0	16.8
P/E(倍)	65.5	9.4	19.6	16.9	14.2
P/B(倍)	11.3	3.4	3.0	2.7	2.4
净利率(%)	11.9	30.4	17.6	16.9	16.9

数据来源: Wind, 华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2675	10990	12962	12615	16332	<b>营业收入</b>	4575	12534	10348	12505	14908
现金	481	4163	5987	4729	8128	营业成本	2212	5070	5172	6218	7395
应收票据及应收账款	1012	1302	446	1666	851	营业税金及附加	40	117	103	125	149
预付账款	97	124	91	168	141	营业费用	1356	1575	2173	2751	3354
存货	992	1216	22322	1845	3003	管理费用	197	437	517	625	671
其他流动资产	92	53	75	76	78	研发费用	155	411	341	438	566
<b>非流动资产</b>	1857	2012	2934	3849	3794	财务费用	6	219	78	31	-11
长期投资	8.9	13.4	13.4	13.4	13.4	资产减值损失	-22	-240	-200	-200	-200
固定资产	1275	1401	1797	2361	2636	公允价值变动收益	11	11	4	-2	0
无形资产	132	208	197	185	173	投资净收益	-14	22	10	10	10
其他非流动资产	88	207	213	220	226	<b>营业利润</b>	642	4532	2177	2525	2994
<b>资产总计</b>	4531	13002	15895	16464	20126	营业外收入	4	4	5	4	4
<b>流动负债</b>	1187	2427	4038	3120	5017	营业外支出	7.1	33.5	34.5	35.5	36.6
短期借款	120	150	0	0	0	<b>利润总额</b>	638	4502	2147	2493	2961
应付票据及应付账款	736	756	2491	1412	3230	所得税	91	680	322	374	444
其他流动负债	147	1168	1203	1239	1276	<b>税后利润</b>	547	3823	1825	2119	2517
<b>非流动负债</b>	181	107	110	114	117	少数股东损益	1	12	0	0	0
长期借款	134	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	546	3810	1825	2119	2517
其他非流动负债	47	107	110	114	117	EBITDA	738	5355	2475	2872	3371
<b>负债合计</b>	1368	2534	4148	3234	5134						
少数股东权益	3	14	14	14	14	<b>主要财务比率</b>					
股本	376	426	426	426	426	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	949	4482	4482	4482	4482	<b>成长能力</b>					
留存收益	1835	5547	6824	8308	10070	营业收入(%)	19.2	174.0	-17.4	20.8	19.2
归属母公司股东权益	3160	10454	11733	13216	14978	营业利润(%)	29.5	606.1	-52.0	16.0	18.6
<b>负债和股东权益</b>	4531	13002	15895	16464	20126	归属于母公司净利润(%)	28.6	597.5	-52.1	16.1	18.8
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	51.6	59.5	50.0	50.3	50.4
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	11.9	30.4	17.6	16.9	16.9
<b>经营活动现金流</b>	600	4767	3791	662	4461	ROE(%)	17.3	36.4	15.6	16.0	16.8
净利润	547	3823	1825	2119	2517	ROIC(%)	24.1	149.8	96.0	159.6	61.3
折旧摊销	155	258	221	317	389	<b>偿债能力</b>					
财务费用	6	219	78	31	-11	资产负债率(%)	30.2	19.5	26.1	19.6	25.5
投资损失	14	-22	-10	-10	-10	流动比率	2.3	4.5	3.2	4.0	3.3
营运资金变动	-69	1409	1674	-1793	1575	速动比率	1.4	4.0	2.7	3.5	2.7
其他经营现金流	-53	-919	4	-2	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-420	-4430	-1193	-1253	-317	总资产周转率	1.0	1.0	0.7	0.8	0.7
<b>筹资活动现金流</b>	-98	3348	-774	-667	-744	应收账款周转率	6.0	10.8	12.0	12.0	12.0
						应付账款周转率	8.4	19.4	8.1	8.1	8.2
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.28	8.93	4.28	4.97	5.90	P/E	65.5	9.4	19.6	16.9	14.2
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	11.18	8.89	1.55	10.46	P/B	11.3	3.4	3.0	2.7	2.4
每股净资产(最新摊薄)	7.41	24.51	27.51	30.99	35.12	EV/EBITDA	0.0	11.6	10.3	9.3	6.9

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn