

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

纺织

稳健医疗(300888)

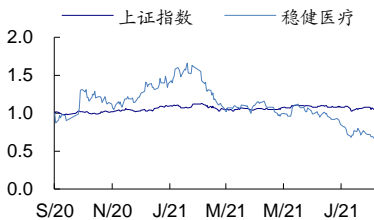
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	426/48
总市值/流通(百万元)	35,774/4,023
上证综指/深圳成指	3,427/14,254
12 个月最高/最低(元)	217.58/81.50

相关研究报告:

《稳健医疗-300888-重大事件快评:上半年业绩符合预期,看好长期潜力》——2021-07-23
 《稳健医疗-300888-重大事件快评:Q1 高增长延续,医疗与消费业务齐头并进》——2021-04-28
 《稳健医疗-300888-财报点评:亮眼业绩助推未来品牌启航》——2021-04-21
 《稳健医疗-300888-一朵棉花坚持初心,国民品牌新生力量》——2021-02-08

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

逐步进入新常态,看好长期潜力

● 疫情常态化之下医疗业务有所下滑,消费业务稳健增长

2021 1H 公司营收 40.6 亿元, -2.9%; 归母净利润 7.6 亿元, -26.3%。分业务看, 医疗业务收入 21.3 亿元, -15.3%, 比 19 年+245.5%, 其中, 防护/非防护产品收入分别为 14.6/6.6 亿元, 分别同比 -26.5%/+27.7%; 消费品业务收入 17.9 亿元, +20.6%, 比 19 年+34.9%, 其中, 线上/线下/商超渠道收入分别为 11.0/5.4/1.1 亿元, 分别同比 +11.1%/+42.0%/+75.6%。2021 1H 毛利率可比口径-1.9 p.p.至 52.7%, 净利率为 18.7%, -6.0 p.p.。毛利率分业务看, 医疗业务的毛利率为 52.3%, -6.5 p.p., 消费品业务毛利率为 54.2%, +4.4 p.p.。分季度看, Q1/Q2 收入分别为 22.7/17.9 亿元, 分别同比+53.0%/-33.6%; 归母净利润分别为 4.8/2.8 亿元, 分别同比+50.7%/-61.2%。分业务看, 公司 Q2 医疗业务收入 7.5 亿元, -56.0%, 消费品收入 9.7 亿元, +6.4%。

● 产品优化、渠道扩张、数字化赋能, 将提升公司长期竞争力

在产品端, 医疗业务巩固优势并发展高端产品, 消费业务产品端改革聚焦头部 SKU, 目前收效良好; 在渠道端, 疫情加速医疗业务渠道扩张, 疫后消费业务线上线下双向导流有望实现快速发展; 在产能端, 进一步改造自动化设备, 提升生产效率; 在数字化方面, 数字化迭代迅速, 有望对全渠道进行赋能, 提高经营效率。

● 风险提示

1. 经营转型升级不及预期; 2. 产品需求不及预期; 3. 原材料价格大幅波动; 4. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 看好公司长期成长潜力, 维持“买入”评级

公司在疫情期间积累了较好的口碑、拓展了渠道, 随着疫情后公司的医疗业务将进入新常态, 消费业务在产品端、渠道端和数字化方面均稳步推进, 同时从宝洁等公司引进新任管理层, 长期增长潜力较好。基于上半年业绩表现, 我们小幅下调预测, 预计公司 21-23 年净利润分别为 16.1/19.2/24.1 亿元(原为 17.5/21.7/27.2 亿元), 同比 -57.8%/19.5%/25.1%, 当前股价对应 PE 为 22.2x/18.6x/14.9x, 估值性价比比较高, 维持“买入”评级

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,534	10,075	12,269	15,051
(+/-%)	174.0%	-19.6%	21.8%	22.7%
净利润(百万元)	3810	1610	1923	2407
(+/-%)	597.5%	-57.8%	19.5%	25.1%
摊薄每股收益(元)	8.93	3.77	4.51	5.64
EBIT Margin	42.5%	18.4%	18.1%	18.4%
净资产收益率(ROE)	36.4%	13.8%	14.7%	16.3%
市盈率(PE)	9.4	22.2	18.6	14.9
EV/EBITDA	7.0	18.1	14.6	12.0
市净率(PB)	3.4	3.1	2.7	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

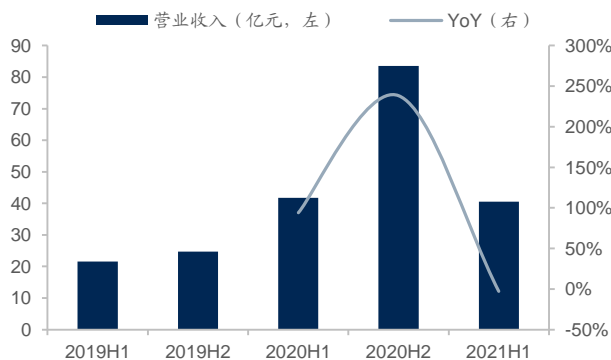
疫情常态化之下医疗业务有所下滑，消费业务增长较快

医疗业务收入同比下滑，消费业务同比较快增长，收入均比 19 年大幅上升。2020 年上半年，公司营收 40.6 亿元，同减 2.9%；归母净利润 7.6 亿元，同减 26.3%。

分业务看，医疗业务收入 21.3 亿元，同减 15.3%，比 19 年增加 245.5%；其中，防护/非防护产品收入分别为 14.6/6.6 亿元，分别同比-26.5%/+27.7%，分别比 19 年+1656.4%/+24.6%。医疗业务减少的主要原因是：1) 分渠道看，国内直销渠道去年基数较高（收入超过 7 亿元）而今年收入同减 97.6%，但在国内医院、药店渠道的收入同比大增。2) 分产品看，防护产品收入同减 26.5%至 14.6 亿元，主要是由于疫情受控后防护产品售价回归常态，毛利率同减 3.7 p.p. 至 59.5%。

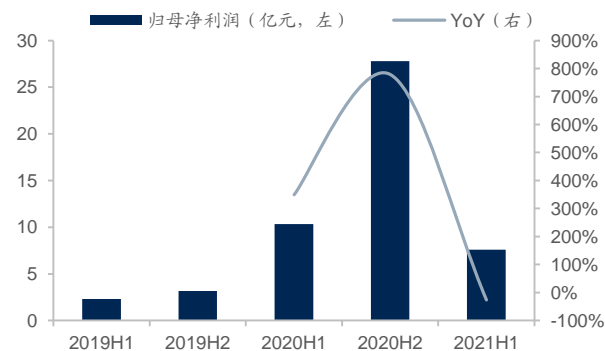
消费品业务收入 17.9 亿元，同增 20.6%，比 19 年增加 34.9%；其中，线上/线下/商超渠道收入分别为 11.0/5.4/1.1 亿元，分别同比+11.1%/+42.0%/+75.6%；分别比 19 年+53.9%/+3.3%/+111.1%。消费业务增长的主要原因是：1) 国内疫情得到有效控制，国内消费需求和消费能力反弹，拉动了日用消费品行业景气度回升；2) 公司继续拓展线上和线下销售网络协同布局，建立新品及爆品策略，带来销售业绩较快增长；3) 公司的商超渠道有所拓展，棉柔巾、卫生巾产品成功进驻约 5500 个连锁超市、6000 家以上连锁便利店及 20 个省市的线下母婴门店。

图 1：2019H1-2021H1 公司营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2019H1-2021H1 公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

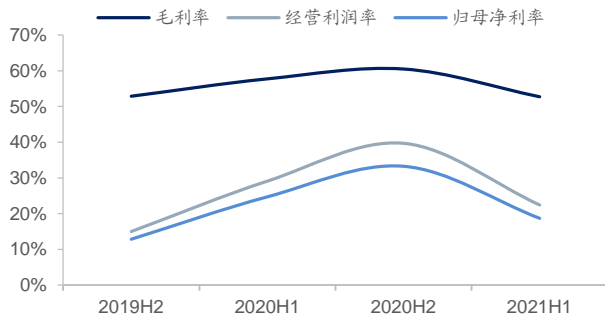
利润率有所下降，期间费用率基本持平。利润率有所下降，毛利率为 52.7%，同减 5.0 p.p.，主要由于运费计入成本，可比口径下同减 1.9 p.p.；经营利润率为 22.4%，同减 6.7 p.p.；归母净利率为 18.7%，同减 6.0 p.p.。

分业务看，上半年医疗业务的毛利率为 52.3%，同减 6.5 p.p.；其中防护产品/非防护产品毛利率分别为 59.5%/36.4%，分别同比-3.7 p.p./-5.6 p.p.。消费品业务毛利率为 54.2%，同增 4.4 p.p.；其中线上/线下直营/线下加盟/商超渠道的毛利率分别为 49.7%/61.5%/22.4%/65.9%，分别同比+5.1 p.p./+1.9 p.p./+1.3 p.p./+0.8 p.p.。

费用率可比口径下基本持平，销售/管理/财务/研发费用率分别为

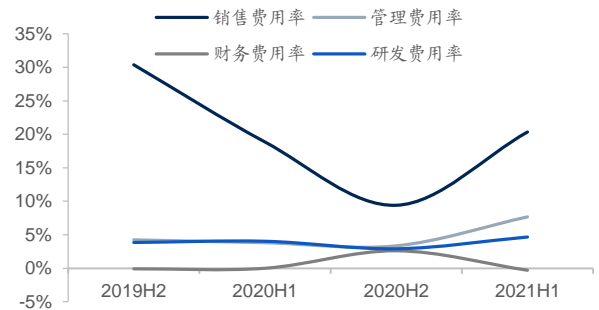
20.4%/7.7%/-0.3%/4.7%，同比+1.5 p.p./+3.9 p.p./-0.3 p.p./+0.6 p.p.，销售费用的增加主要是由于新租赁准则导致折旧摊销比去年同期增加 1.6 p.p.，管理费用的增加主要受股份支付费用影响 3.5 p.p.。

图 3：2019H2-2021H1 公司利润率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

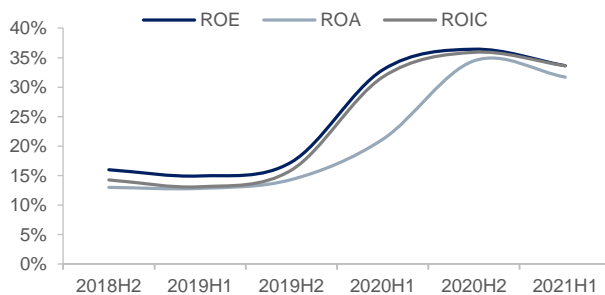
图 4：2019H2-2021H1 公司费用率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

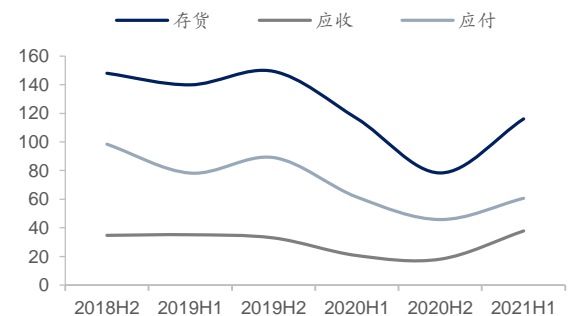
ROE 为 33.7%，同增 0.7 p.p.；存货周转天数为 116 天，同比持平，应收账款周转天数为 38 天，同增 17 天；应付账款周转天数为 61 天，同减 1 天。资产负债率同比降低 25.4 p.p.至 19.7%。

图 5：2018H2-2021H1 公司 ROE、ROA、ROIC



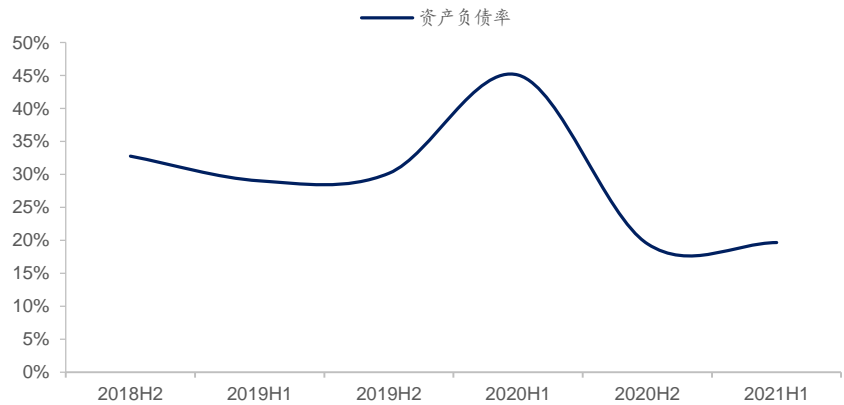
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2018H2-2021H1 公司周转与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

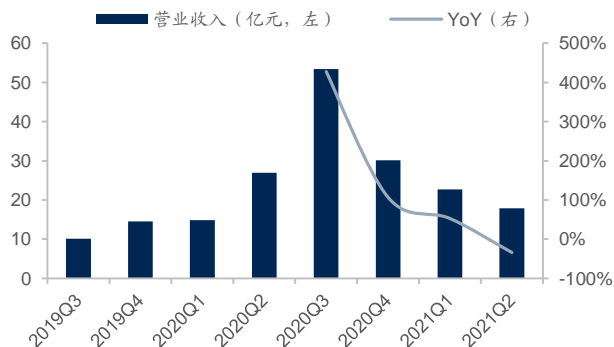
图 7: 2018H2-2021H1 资产负债率水平



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

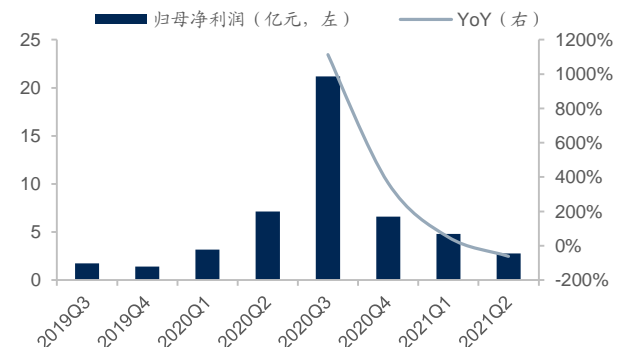
分季度看,一季度同比上升而二季度下滑幅度较大。2021 年二季度收入为 17.9 亿元,同减 33.6%,而一季度收入增速为 53.0%;二季度归母净利润为 2.8 亿元,同减 61.2%,而一季度归母净利润同增 50.7%。分业务看,公司二季度医疗业务收入 7.5 亿元,同减 56.0%;消费品收入 9.7 亿元,同增 6.4%,其中线上/线下收入分别为 6.3/3.2 亿元,分别同比-10.0%/+50.3%。

图 8: 2019Q3-2021Q2 公司分季度收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

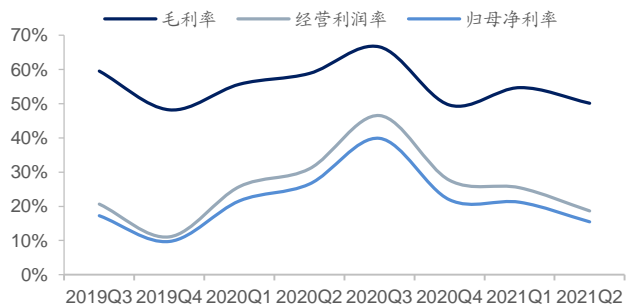
图 9: 2019Q3-2021Q2 公司分季度归母净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

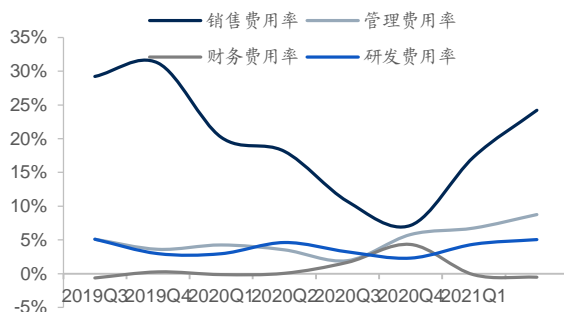
利润率略有下降毛利率为 50.1%,同减 8.7 p.p.,经营利润率为 18.7%,同减 12.3 p.p.。费用率方面,销售/管理/财务/研发费用率分别为 24.2%/8.8%/-0.5%/5.1%,分别同比+6.1 p.p./+5.2 p.p./-0.6 p.p./+0.4 p.p.,其中管理费用率的增加主要是由于 1.4 亿元的股份支付费用占二季度收入的 8.0%;销售费用的增加主要是由于公司上半年实行新租赁准则折旧摊销费用上升 1.6 p.p.、疫情好转出差费用上升 0.1 p.p.、广告宣传费用增加 1.1 p.p.。

图 10: 2019Q3-2021Q2 公司分季度利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2019Q3-2021Q2 公司分季度费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产品优化、渠道扩张、数字化赋能，将有效提升公司长期竞争力

2021 年公司防护物资销售价格回归常态，公司将从产品和渠道端对医疗业务和消费品业务进行升级，多维度提升公司竞争力。具体看：

1) 产品端：医疗业务巩固优势并发展高端产品，消费业务将聚焦头部 SKU

从医疗业务看，目前全球防疫物资供应充足，销售价格回归常态，预计 21 年医疗业务的收入和毛利率将有下降，但疫情后口罩市场规模将显著高于疫情前的水平，公司将通过打造个性化、时尚化的口罩，继续占据这一市场。另外，公司未来将主要集中在伤口护理、感染控制和家庭护理三个领域拓展，公司产品质量较高、获得欧美市场认可，境内业务方面在疫情期间“winner 稳健医疗”品牌知名度和美誉度提升，疫情后随着门诊和手术量回升，非防护产品收入，尤其是手术室感染控制产品收入大幅提升 120.7%至 2.3 亿元，说明公司一次性手术室耗材已得到国内医院认可，未来有望进一步提升。

从消费业务看，全棉时代 21 年将继续加大研发投入力度，产品端将迭代升级，大力精简冗长的产品线，砍掉表现一般的产品，聚焦头部 SKU，二季度随着公司建立新品、爆品策略，销售业绩增长较快，产品端改革收效良好。

2) 渠道端：疫情加速医疗业务渠道扩张，疫后消费业务线上线下双向引流有望实现快速发展

从医疗业务看，公司在疫情期间积累的渠道优势显现。21 年上半年国内医院渠道收入同增 52.0%至 6.0 亿元。通过品牌和产品优势，借助在 2020 年境内外渠道取得的新增客户和区域扩大市场占有率和覆盖率，此外继续加大在学术和临床领域的推广投入，进行手术室耗材和高端敷料产品在医院渠道的业务拓展。

从消费业务看，公司推进线上引流和线下扩张，双向引流初具成效。线上方面，公司“Purcotton”品牌已完成天猫、京东等主流第三方电商平台的布局，覆盖大多数网购群体，全棉时代现有 3300 万用户的优势，加强营销力度后有望进一步拓展客户群体。线下方面，公司将着重开设 300-500 平米的门店，预计新开门店盈利能力较强、门店体验升级，还将起到为线上引流的作用。人才方面引进宝洁、安踏、沃尔玛、山姆、屈臣氏等人才加强渠道经营管理效率，消除

了产品在不同渠道之间的价格差异，使 618 毛利率比预期提升一个基本点。

3) 产能端：进一步改造自动化设备，提升生产效率

公司的全产业链布局是重要的核心优势。公司自成立以来极其重视产品质量、成本和交付的管控能力，已经建成了从原材料采购、生产、灭菌、仓储到交付的全产业链优势。公司拥有湖北七家全资生产型子公司，占地面积合计超过 100 万平方米，其中拥有 10.5 万平方米洁净车间，主要生产医疗用品和日用品。去年公司产能增长较多，为打造更加合理的产能，公司将进一步改造自动化设备，淘汰效能低下的设备，目前卓越生产管理体系已从 1.0 升级到 3.0，将逐步实现“生产无人化、管理流程化、流程数字化”。

4) 数字化：数字化迭代迅速，有望对全渠道进行赋能，提高经营效率

从 2019 年 3 月开始，公司启动了商品、全渠道、消费者、物流、智能制造数字化运营项目。商品和全渠道数字化运营项目 1.0 版本已上线，做到自动补货，自动上新上架，就近就全发货。目前 270 家全棉时代门店，都可作为仓库发货，相比之前的中心仓发货模式，库存周转效率和消费者体验有所提升，今年还将进行 2.0 版本的迭代。公司与腾讯合作建立客户数据平台（CDP）和自动化营销系统（MA）目标打造成多方采集用户数据，构建企业标签、用户画像、分群能力。此外，在物流方面，公司与京东物流合作，目标将稳健现有物流系统从增长支撑者转变为收入驱动者，建设基于客户需求导向的集成化、智能化、可拓展、快速反应的主动型物流体系。公司将数字化当作长期竞争力来打造，目前公司拥有 300 多名各类 IT 人才，是公司数字化转型强有力的后台，未来将对公司的商品、全渠道、物流、智能制造产生长远而积极的影响。

投资建议：看好公司长期潜力，维持“买入”评级

公司在疫情期间积累了较好的口碑、拓展了渠道，随着疫情后公司的医疗业务将进入新常态，消费业务在产品端、渠道端和数字化方面均稳步推进，同时从宝洁等公司引进新任管理层，长期增长潜力较好。基于上半年业绩表现，我们小幅下调预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 16.1/19.2/24.1 亿元（原为 17.5/21.7/27.2 亿元），同比 -57.8%/19.5%/25.1%，当前股价对应 PE 为 22.2x/18.6x/14.9x，估值性价比较高，维持“买入”评级

表 1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,534	10,075	12,269	15,051
(+/-%)	174.0%	-19.6%	21.8%	22.7%
净利润(百万元)	3810	1610	1923	2407
(+/-%)	597.5%	-57.8%	19.5%	25.1%
每股收益(元)	8.93	3.77	4.51	5.64
EBIT Margin	42.5%	18.4%	18.1%	18.4%
净资产收益率 (ROE)	36.4%	13.8%	14.7%	16.3%
市盈率 (PE)	9.4	22.2	18.6	14.9
EV/EBITDA	7.0	18.1	14.6	12.0
市净率 (PB)	3.4	3.1	2.7	2.4

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

1.经营转型不及预期;

2. 产品需求不及预期;
3. 原材料价格大幅波动;
4. 市场的系统性风险

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4163	4579	5317	6865	营业收入	12534	10075	12269	15051
应收款项	1302	1047	1275	1564	营业成本	5070	4912	5983	7283
存货净额	1216	1147	1382	1692	营业税金及附加	117	98	121	148
其他流动资产	177	143	174	213	销售费用	1575	2026	2494	3063
流动资产合计	10990	11046	12279	14465	管理费用	440	1185	1456	1787
固定资产	1462	2631	2565	2557	财务费用	219	(40)	(46)	(61)
无形资产及其他	208	200	192	183	投资收益	22	(14)	(17)	(21)
投资性房地产	328	328	328	328	资产减值及公允价值变动	251	(13)	(16)	(20)
长期股权投资	13	13	13	13	其他收入	(855)	53	65	80
资产总计	13002	14218	15378	17547	营业利润	4532	1919	2294	2870
短期借款及交易性金融负债	150	659	0	0	营业外净收支	(29)	(24)	(29)	(35)
应付款项	756	713	859	1051	利润总额	4502	1896	2265	2835
其他流动负债	1521	1064	1294	1586	所得税费用	680	286	342	428
流动负债合计	2427	2436	2153	2637	少数股东损益	12	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3810	1610	1923	2407
其他长期负债	107	107	107	107					
长期负债合计	107	107	107	107					
负债合计	2534	2543	2260	2744					
少数股东权益	14	14	14	14					
股东权益	10454	11661	13104	14788					
负债和股东权益总计	13002	14218	15378	17547					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3810	1610	1923	2407
资产减值准备	254	1758	171	67
折旧摊销	159	269	387	431
公允价值变动损失	(251)	13	16	20
财务费用	219	(40)	(46)	(61)
营运资本变动	956	1618	52	(87)
其它	(242)	(1758)	(171)	(67)
经营活动现金流	4685	3510	2378	2770
资本开支	(652)	(3200)	(500)	(500)
其它投资现金流	(4131)	0	0	0
投资活动现金流	(4788)	(3200)	(500)	(500)
权益性融资	3593	0	0	0
负债净变化	(134)	0	0	0
支付股利、利息	(102)	(402)	(481)	(722)
其它融资现金流	664	509	(659)	0
融资活动现金流	3785	106	(1140)	(722)
现金净变动	3682	416	738	1548
货币资金的期初余额	481	4163	4579	5317
货币资金的期末余额	4163	4579	5317	6865
企业自由现金流	4989	261	1820	2196
权益自由现金流	5519	803	1201	2247

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	8.93	3.77	4.51	5.64
每股红利	0.24	0.94	1.13	1.69
每股净资产	24.51	27.34	30.72	34.67
ROIC	92%	22%	23%	28%
ROE	36%	14%	15%	16%
毛利率	60%	51%	51%	52%
EBIT Margin	43%	18%	18%	18%
EBITDA Margin	44%	21%	21%	21%
收入增长	174%	-20%	22%	23%
净利润增长率	598%	-58%	19%	25%
资产负债率	20%	18%	15%	16%
息率	0.3%	1.1%	1.3%	2.0%
P/E	9.4	22.2	18.6	14.9
P/B	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	7.0	18.1	14.6	12.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032