

# 业绩符合预期，看好两大业务长期发展潜力

## 核心观点

- 公司发布中报，公司上半年实现营业收入 40.6 亿元，同比下滑 3%（同比 2019 年增长 92.9%），实现归母净利润 7.6 亿元，同比下滑 26.3%（同比 2019 年增长 230.9%），符合业绩预告指引。
- **医用耗材业务：受去年同期高基数影响同比下降，同时全球运力紧张又导致部分订单推迟交付。**21H1 医用耗材业务实现收入 21.3 亿元，同比下滑 15%：1）分产品来看，伤口护理、感染防护和消毒清洁产品分别实现收入 3 亿、16.9 亿和 13.6 亿，同比增长 6%、-19%和 2%。2）分渠道来看，国内医院、国内药店、电子商务、国内直销和境外销售分别同比增长 52%、1%、248%、-98%和-12%，其中国内医院和电商增长较快，境外业务受全球运力紧张影响，预计下半年将恢复正常。**后疫情时代，产品销售价格已逐步回归常态**，上半年实现毛利率 52.3%，同比下滑 7 pcts，其中疫情防控产品毛利率为 59.5%，同比下滑 4 pcts。
- **健康生活消费品：稳健增长，第三方电商平台表现稍弱。**21H1 健康生活消费品实现收入 17.9 亿元，同比增长 21%：1）分品牌来看，全棉时代实现收入 17.7 亿元，占据绝对大头，津梁生活实现收入 2,456 万元；2）分渠道来看，电商实现收入 11 亿元，同比增长 11%，拆解来看，天猫京东等第三方平台增长仅 6%至 8.7 亿元，略低于市场预期，而官网、小程序和 APP 等自有平台增长 35%至 2.3 亿元。线下实现收入 5.4 亿元，同比增长 42%，其中直营门店占据主导（99%以上），期末线下直营门店总数为 292 家，全棉时代、津梁生活和全棉里物分别开设 269、9 和 14 家门店，店均平均面积为 410 平米，相比年初有所下滑，我们预计未来公司也将开设中型店铺为主。
- **伴随股价 6 个月以来的深度调整，目前逐步进入价值配置区间。**我们认为，未来疫情防控大概率将实现常态化和长期化，公司医疗业务有望持续实现持续稳定增长。另一方面，我们仍然看好“全棉时代”优质稀缺品牌的中长期发展潜力，未来有望凭借“渠道扩张+产品优化+全渠道数字化赋能”的组合拳，打开品牌发展的天花板。

## 财务预测与投资建议

- 根据中报，我们微调公司未来 3 年盈利预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 3.69 元、4.42 元和 5.27 元（原 21-23 年为 3.67、4.55 和 5.45 元），参考行业可比公司，给予公司 2021 年 29 倍 PE 估值，对应目标价 107.01 元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧，客户拓展、毛利率不及预期，品类扩张不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,575	12,534	10,499	12,609	14,841
同比增长(%)	19.2%	174.0%	-16.2%	20.1%	17.7%
营业利润(百万元)	642	4,532	1,867	2,230	2,650
同比增长(%)	29.5%	606.1%	-58.8%	19.5%	18.8%
归属母公司净利润(百万元)	546	3,810	1,575	1,887	2,247
同比增长(%)	28.6%	597.5%	-58.7%	19.8%	19.1%
每股收益(元)	1.28	8.93	3.69	4.42	5.27
毛利率(%)	51.6%	59.5%	48.0%	47.6%	47.6%
净利率(%)	11.9%	30.4%	15.0%	15.0%	15.1%
净资产收益率(%)	18.8%	56.0%	14.0%	14.5%	14.9%
市盈率	69.1	9.9	24.0	20.0	16.8
市净率	11.9	3.6	3.1	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月20日)	83.88 元
目标价格	107.01 元
52周最高价/最低价	214.44/81.5 元
总股本/流通A股(万股)	42,649/4,753
A股市值(百万元)	35,774
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年08月23日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.3	-6.96	-30.09	
相对表现	-1.21	2.09	-17.41	
沪深300	-5.09	-9.05	-12.68	-1.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 施红梅  
021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

**证券分析师** 赵越峰  
021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001  
香港证监会牌照：BPU173

**证券分析师** 朱炎  
021-63325888\*6107  
zhuyan3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070006

## 相关报告

股价逐步进入价值配置区间，关注疫情催化影响： 2021-08-01

疫情催化 20 年业绩高增，中长期仍值得期待 2021-04-28

消费+医疗双轮驱动，后疫情时代迎来更大机遇 2021-03-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据中报，我们微调公司未来 3 年盈利预测（上调了毛利率预测），预计 2021-2023 年每股收益分别为 3.69 元、4.42 元和 5.27 元（原 21-23 年为 3.67、4.55 和 5.45 元），参考行业可比公司，给予公司 2021 年 29 倍 PE 估值，对应目标价 107.01 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2021 年 8 月 20 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中顺洁柔	002511	0.69	0.96	1.19	1.43	31	22	18	15
安奈儿	002875	-0.27	0.39	0.55	0.78	-33	23	16	12
豪悦护理	605009	3.79	3.26	3.92	4.80	17	19	16	13
百亚股份	003006	0.43	0.58	0.75	0.94	62	45	35	28
依依股份	001206	2.06	1.61	2.09	2.55	25	32	25	20
华利集团	300979	1.61	2.29	2.86	3.49	57	40	32	26
振德医疗	603301	11.22	2.98	3.06	4.06	3	11	11	8
申洲国际	2313.HK	3.40	4.16	4.93	5.73	38	37	31	27
调整后平均							29	23	19

数据来源：朝阳永续，wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	481	4,163	5,822	7,321	9,196	营业收入	4,575	12,534	10,499	12,609	14,841
应收票据、账款及款项融资	425	863	707	849	1,000	营业成本	2,212	5,070	5,458	6,612	7,778
预付账款	97	124	104	125	147	营业税金及附加	40	117	98	117	138
存货	992	1,216	1,309	1,586	1,866	营业费用	1,356	1,575	2,247	2,648	3,087
其他	680	4,625	4,550	4,627	4,709	管理费用及研发费用	353	848	945	1,135	1,336
<b>流动资产合计</b>	<b>2,675</b>	<b>10,990</b>	<b>12,492</b>	<b>14,509</b>	<b>16,918</b>	财务费用	6	219	(40)	(56)	(73)
长期股权投资	9	13	13	13	13	资产、信用减值损失	48	276	28	26	29
固定资产	1,275	1,401	1,176	1,038	917	公允价值变动收益	11	11	11	11	11
在建工程	188	61	449	759	1,007	投资净收益	(14)	22	22	22	22
无形资产	132	208	195	182	169	其他	84	70	70	70	70
其他	254	328	229	207	207	<b>营业利润</b>	<b>642</b>	<b>4,532</b>	<b>1,867</b>	<b>2,230</b>	<b>2,650</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,857</b>	<b>2,012</b>	<b>2,063</b>	<b>2,200</b>	<b>2,314</b>	营业外收入	4	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>4,531</b>	<b>13,002</b>	<b>14,555</b>	<b>16,710</b>	<b>19,232</b>	营业外支出	7	34	34	34	34
短期借款	120	150	150	150	150	<b>利润总额</b>	<b>638</b>	<b>4,502</b>	<b>1,838</b>	<b>2,201</b>	<b>2,621</b>
应付票据及应付账款	736	756	814	986	1,160	所得税	91	680	257	308	367
其他	331	1,521	1,435	1,524	1,618	<b>净利润</b>	<b>547</b>	<b>3,823</b>	<b>1,580</b>	<b>1,893</b>	<b>2,254</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,187</b>	<b>2,427</b>	<b>2,398</b>	<b>2,660</b>	<b>2,928</b>	少数股东损益	1	12	5	6	7
长期借款	134	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>546</b>	<b>3,810</b>	<b>1,575</b>	<b>1,887</b>	<b>2,247</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.28	8.93	3.69	4.42	5.27
其他	47	107	107	107	107						
<b>非流动负债合计</b>	<b>181</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,368</b>	<b>2,534</b>	<b>2,506</b>	<b>2,767</b>	<b>3,035</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3	14	19	25	33	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	376	426	426	426	426	营业收入	19.2%	174.0%	-16.2%	20.1%	17.7%
资本公积	949	4,482	4,482	4,482	4,482	营业利润	29.5%	606.1%	-58.8%	19.5%	18.8%
留存收益	1,835	5,547	7,122	9,009	11,256	归属于母公司净利润	28.6%	597.5%	-58.7%	19.8%	19.1%
其他	0	(1)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,164</b>	<b>10,468</b>	<b>12,050</b>	<b>13,943</b>	<b>16,197</b>	毛利率	51.6%	59.5%	48.0%	47.6%	47.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,531</b>	<b>13,002</b>	<b>14,555</b>	<b>16,710</b>	<b>19,232</b>	净利率	11.9%	30.4%	15.0%	15.0%	15.1%
						ROE	18.8%	56.0%	14.0%	14.5%	14.9%
						ROIC	17.4%	57.4%	13.8%	14.2%	14.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	30.2%	19.5%	17.2%	16.6%	15.8%
净利润	547	3,823	1,580	1,893	2,254	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	571	198	425	378	400	流动比率	2.25	4.53	5.21	5.46	5.78
财务费用	6	219	(40)	(56)	(73)	速动比率	1.40	3.97	4.60	4.79	5.06
投资损失	14	(22)	(22)	(22)	(22)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(548)	568	124	(297)	(308)	应收账款周转率	10.4	18.9	12.9	15.4	15.2
其它	10	(19)	18	15	18	存货周转率	2.4	4.3	3.8	4.1	4.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>600</b>	<b>4,767</b>	<b>2,086</b>	<b>1,911</b>	<b>2,269</b>	总资产周转率	1.1	1.4	0.8	0.8	0.8
资本支出	(1,367)	(213)	(500)	(500)	(500)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(2)	(5)	0	0	0	每股收益	1.28	8.93	3.69	4.42	5.27
其他	949	(4,213)	33	33	33	每股经营现金流	1.59	11.18	4.89	4.48	5.32
<b>投资活动现金流</b>	<b>(420)</b>	<b>(4,430)</b>	<b>(467)</b>	<b>(467)</b>	<b>(467)</b>	每股净资产	7.41	24.51	28.21	32.63	37.90
债权融资	134	(143)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	3,583	0	0	0	市盈率	69.1	9.9	24.0	20.0	16.8
其他	(232)	(91)	40	56	73	市净率	11.9	3.6	3.1	2.7	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(98)</b>	<b>3,348</b>	<b>40</b>	<b>56</b>	<b>73</b>	EV/EBITDA	24.3	6.0	13.2	11.6	10.0
汇率变动影响	2	5	-0	-0	-0	EV/EBIT	45.7	6.2	16.2	13.6	11.5
<b>现金净增加额</b>	<b>84</b>	<b>3,691</b>	<b>1,659</b>	<b>1,500</b>	<b>1,875</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)