

健康生活消费品持续恢复，高基数下医用耗材业务承压

稳健医疗(300888)

评级:	买入	股票代码:	300888
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	217.58/81.5
目标价格:		总市值(亿)	349.25
最新收盘价:	81.89	自由流通市值(亿)	38.93
		自由流通股数(百万)	47.53

事件概述

公司发布 2021 半年度报告：2021H1 公司实现收入 40.60 亿元，同比-2.87%，归母净利润 7.61 亿元，同比-26.27%。分季度看，2021Q2 公司实现收入 17.91 亿元，同比-33.58%；归母净利润 2.80 亿元，同比-60.69%。受公司 20 年业绩高基数影响，公司业绩增速表现下滑。若对标 2019 年同期，2021H1 公司收入+92.87%，归母净利润+230.87%，业绩保持高增长。

分析判断：

► 收入端：医用耗材业务承压，健康生活消费品持续恢复。

分产品看，2021H1 医用耗材、健康生活消费品、全棉水刺无纺布销售额分别为 21.27、17.90、0.98 亿元，同比分别-15.28%、+20.64%、-35.45%。细分来看：1) 医用耗材业务板块，2021H1 传统伤口护理与包扎产品、高端伤口敷料产品、手术室感染控制产品、防护产品、消毒清洁产品销售额分别为 2.56、0.44、2.28、14.63、1.36 亿元，分别同比+5.93%、+6.34%、+120.70%、-26.49%、+1.70%。防护用品随着国内疫情得到有效控制，全球防护用品产品供应充足，产品销售价格逐步回归常态，收入规模同比有所下滑。手术室感染控制产品则得益于公司渠道覆盖率提升，增速迅速。2) 健康生活消费品板块，2021H1 棉柔巾、卫生巾、湿巾、其他无纺消费品、婴童用品、婴童服饰、成人服饰、其他纺织消费品销售额分别为 4.09、2.65、0.90、2.27、1.80、2.07、2.75、1.38 亿元，同比分别+10.49%、+54.84%、-6.31%、-24.41%、+53.39%、+41.59%、+53.38%、+32.79%，随着线下客流的逐步恢复，公司不断推出新产品以及增加营销活动，健康生活消费品业务陆续恢复，其中，卫生巾、婴童用品、婴童服饰、成人服饰表现亮眼。3) 全棉水刺无纺布板块，公司加大自用比例，减少对外销售，因此业务规模有所下降。

► 医用耗材：境内外渠道覆盖广，加大投入提高市占率。

医用耗材板块，2021H1 境外、境内销售额分别为 9.47、11.80 亿元，同比分别-12.33%、-17.50%，受去年同期高基数以及海外海运紧张导致部分境外订单交付推迟等影响，公司医用耗材板块有所下降。1) 境外市场方面，公司继续巩固 2020 年新增客户和区域，加大在学术和临床领域的推广投入，拓展高附加值的手术室耗材和高端敷料产品在医院渠道的业务拓展。目前公司境外业务客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等上百余个国家和地区，后续有望通过导入其他医用耗材高附加值产品增厚业绩。2) 境内市场方面，细分来看，2021H1 国内医院、国内药店、电子商务以及国内直销销售额分别为 5.97、2.12、3.53、0.17 亿元，同比分别+52.04%、+0.78%、+248.23%、-97.63%，国内市场随着公司品牌影响力的持续提升，公司一次性手术室耗材产品以及其他高附加值产品逐步被国内医院和消费者接受和喜爱，从而带来国内医院、电子商务渠道的快速发展，而国内直销业务销售额下降主要为国内疫情控制良好，企事业单位及政府部门采购金额下降。目前来看，公司国内医院市场经销商已覆盖全国 30 多个省的三千多家医院，零售药店已经覆盖近十一万家零售药店，渠道覆盖广，后续通过开展学术营销、大客户拓展、零售营销云项目提升渠道占有率。

► 健康生活消费品：电商渠道表现良好，线下渠道加大拓展。

健康生活消费品板块，2021H1 公司线上渠道、直营渠道、加盟渠道、商超渠道、大客户渠道销售额分别为 11.03、5.39、0.05、1.06、0.39 亿元，同比分别+11.05%、+41.08%、+402.28%、+75.61%、-19.82%，其中全棉时代全渠道商品数字化转型升级逐渐见效，电商渠道表现良好。线下门店方面，加大对直营、加盟渠道的拓展力度，上半年新增 26 家直营店、5 家加盟店，截至 2021 年 6 月底，公司共拥有 302 家门店，其中全棉时代 279 家（直营店 269 家、加盟店 10 家）、津梁生活 9 家、全棉里物 14 家。公司将持续发力线下线上渠道，线下门店预计疫情后将加速扩张，且将逐渐放开加盟模式；线上渠道将持续推动零售新业态，加大小程序等运营，健康生活消费品业务发展可期。

► **盈利端：期间费用率平稳，盈利能力有所下降。**

2021H1 公司毛利率、净利率分别为 52.66%、18.75%，同比分别-5.05pct、-6.00pct，盈利能力有所下降。分产品来看，2021H1 公司医用耗材、健康生活消费品毛利率分别为 52.30%、54.15%，分别同比-6.50pct、+4.42pct。医用耗材毛利率下滑明显，主要受防护产品价格回归至常态影响，2021H1 公司防护用品毛利率为 59.50%，同比-3.67pct；健康生活消费品毛利率提升明显，其中棉柔巾产品毛利率同比+0.86pct 至 47.05%。期间费用方面，2021H1 公司期间费用率为 32.36%，同比+5.68pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 20.34%、7.65%、4.68%、-0.31%，同比分别+1.48pct、+3.85pct、+0.64pct、-0.30pct，销售费用率略有提升，主要为全棉时代消费品电商渠道和医用耗材电商渠道在第三方平台的广告宣传及市场推广费增加；管理费用率提升明显，主要为公司增加股权激励费用 1.42 亿元。

投资建议

稳健医疗以“棉”为核心，通过医疗背书+高品质产品+线上线下渠道发力，构建强大护城河。2021H1 业绩增长放缓，主要受 2020 年疫情严重需求爆发的高基数影响；中长期看，公司医疗+消费双轮驱动，有助于业绩良好增长。考虑到医用耗材产品业务收入的下滑，调整此前盈利预测，2021-2023 年营业收入分别由 120.85、146.72、169.47 亿元调整至 101.21、123.27、144.39 亿元，归母净利润分别由 22.47、27.08、31.83 亿元调整至 18.31、22.81、27.34 亿元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

线下门店拓展不及预期；医用敷料需求大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,575	12,534	10,121	12,327	14,439
YoY (%)	19.2%	174.0%	-19.2%	21.8%	17.1%
归母净利润(百万元)	546	3,810	1,831	2,281	2,734
YoY (%)	28.6%	597.5%	-52.0%	24.6%	19.9%
毛利率 (%)	51.6%	59.5%	49.4%	49.3%	49.9%
每股收益 (元)	1.28	8.93	4.29	5.35	6.41
ROE	17.3%	36.4%	14.8%	15.5%	15.5%
市盈率	63.93	9.17	19.08	15.31	12.78

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

华西轻工&纺服联合覆盖

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,534	10,121	12,327	14,439	净利润	3,823	1,832	2,283	2,736
YoY (%)	174.0%	-19.2%	21.8%	17.1%	折旧和摊销	258	60	110	90
营业成本	5,070	5,119	6,244	7,231	营运资金变动	481	1,386	-501	162
营业税金及附加	117	86	111	124	经营活动现金流	4,767	3,269	1,880	2,973
销售费用	1,575	1,984	2,379	2,787	资本开支	-327	-397	-877	-347
管理费用	437	557	666	794	投资	-4,120	-2	0	0
财务费用	219	-43	-79	-92	投资活动现金流	-4,430	-364	-859	-325
资产减值损失	-240	0	0	0	股权募资	3,593	0	0	0
投资收益	22	15	18	22	债务募资	150	0	0	0
营业利润	4,532	2,140	2,667	3,198	筹资活动现金流	3,348	-9	-9	-9
营业外收支	-29	3	3	3	现金净流量	3,691	2,896	1,012	2,639
利润总额	4,502	2,143	2,670	3,201					
所得税	680	311	387	464	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,823	1,832	2,283	2,736	成长能力				
归属于母公司净利润	3,810	1,831	2,281	2,734	营业收入增长率	174.0%	-19.2%	21.8%	17.1%
YoY (%)	597.5%	-52.0%	24.6%	19.9%	净利润增长率	597.5%	-52.0%	24.6%	19.9%
每股收益	8.93	4.29	5.35	6.41	盈利能力				
					毛利率	59.5%	49.4%	49.3%	49.9%
					净利率率	30.5%	18.1%	18.5%	19.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	29.3%	10.8%	12.0%	12.1%
货币资金	4,163	7,058	8,070	10,709	净资产收益率 ROE	36.4%	14.8%	15.5%	15.5%
预付款项	124	512	219	253	偿债能力				
存货	1,216	1,122	1,369	1,585	流动比率	4.53	3.22	3.78	3.93
其他流动资产	5,487	5,917	6,091	6,311	速动比率	3.98	2.86	3.40	3.55
流动资产合计	10,990	14,610	15,749	18,858	现金比率	1.72	1.56	1.94	2.23
长期股权投资	13	16	16	16	资产负债率	19.5%	27.3%	22.4%	21.7%
固定资产	1,401	1,599	2,138	2,356	经营效率				
无形资产	208	298	368	408	总资产周转率	0.96	0.60	0.65	0.64
非流动资产合计	2,012	2,383	3,291	3,750	每股指标 (元)				
资产合计	13,002	16,992	19,040	22,608	每股收益	8.93	4.29	5.35	6.41
短期借款	150	150	150	150	每股净资产	24.51	28.92	34.59	41.46
应付账款及票据	756	1,501	1,369	1,585	每股经营现金流	11.18	7.66	4.41	6.97
其他流动负债	1,521	2,885	2,644	3,060	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,427	4,536	4,162	4,795	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	9.17	19.08	15.31	12.78
其他长期负债	107	107	107	107	PB	6.77	2.83	2.37	1.97
非流动负债合计	107	107	107	107					
负债合计	2,534	4,643	4,269	4,902					
股本	426	426	426	426					
少数股东权益	14	16	19	21					
股东权益合计	10,468	12,349	14,771	17,706					
负债和股东权益合计	13,002	16,992	19,040	22,608					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。