

健康生活消费品表现良好，整体盈利水平回归常态

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:	217.58/77.03
目标价格:		总市值(亿)	334.80
最新收盘价:	78.5	自由流通市值(亿)	106.80
		自由流通股数(百万)	136.05

事件概述

稳健医疗发布2021年三季报，2021年前三季度公司实现营业收入58.20亿元，同比-38.89%；归母净利润11.04亿元，同比-64.95%；扣非后归母净利润9.49亿元，同比-69.71%。其中，Q3单季度公司营业收入17.60亿元，同比-67.06%；归母净利润3.43亿元，同比-83.80%；扣非后归母净利润3.21亿元，同比-84.76%。Q3公司营收、利润同比下滑，主要为去年同期公司出口境外医用耗材业务尤其为医用防护产品收入大幅提升导致同比基数高。

分析判断:

► 收入端：健康生活消费品表现良好，医用耗材业务高基数影响同比下滑。

分业务看，2021年前三季度公司健康生活消费品、医用耗材、全棉水刺无纺布销售额分别为27.0、28.8、2.0亿元，同比分别+16.9%、-58.4%、-5.7%，较2019年同期分别+35.8%、+224.8%、+1.3%。其中：1) **健康生活消费品业务方面**，线下渠道拓店加速，Q3单季度公司新增28家连锁门店，其中全棉时代直营店、全棉时代加盟店、全棉里物、津梁生活分别新增20、6、1、1家，截至9月底，公司共新增53家门店，其中13家累计已实现盈利。此外，公司新增网点KA渠道，并不断补充老渠道新品，优化产品结构，有力支撑KA渠道业绩；线上渠道方面，公司官网及小程序渠道通过内容社区和会员运营等方式有效提升新客转化率和复购率，线上渠道收入实现同比增长30%。随着公司加快线下直营门店的开拓并逐步放开加盟模式，持续推动零售新业态，加大线上及线下渠道的融合，健康生活消费品业务增长可期；2) **医用耗材业务方面**，由于去年Q3单季度海外出口销售收入为37.8亿元，出口医用防护产品的销售量和销售均价为全年季度最高水平，基数相对较高，且叠加疫情有效控制的影响下，收入下滑较为明显，但较于2019年同期仍表现高速增长。公司加快境内外不同渠道的占有率，境外产品出口国大幅增加，境内在医院、药店零售、电商等渠道迅速发展，扩充医用消费品品类，有助于公司长期稳步发展。

此外，公司现金充沛，截至2021年9月底，公司货币资金44.31亿元，交易性金融资产（主要为理财产品）26.49亿元，为公司后续加大健康生活消费品渠道、品牌、客户等拓展提供了强大的支持。

► 盈利端：盈利水平同比下滑，净利率回归常态。

2021前三季度公司毛利率、净利率分别为49.05%、18.97%，同比分别-13.65pct、-14.24pct，其中，Q3单季度毛利率、净利率分别为40.70%、19.48%，同比分别-25.90pct、-20.35pct，毛利率下滑明显，预计主要受随着全球疫情逐步得到有效控制，医用防护产品销售价格及毛利率水平下降影响；净利率水平位于疫情前净利率水平区间，且下降幅度低于毛利率，主要为所得税税率下降，2021Q3单季度公司所得税税率为5.11%，同比-9.19pct。期间费用率方面，2021年前三季度公司期间费用率为29.15%，同比+7.59pct，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21.26%、3.96%、4.67%、-0.73%，同比分别+6.98pct、+1.20pct、+1.08pct、-1.67pct，分季度看Q3单季度公司期间费用率为21.74%，同比+4.19pct，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23.38%、-4.57%、4.64%、-1.71%，同比分别+12.68pct、-6.50pct、+1.40pct、-3.38pct，期间费用率同比有所提升，主要为去年同期收入高基数，费用率相对较低。

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。考虑到随着全球疫情逐步得到有效控制，医用耗材业务尤其是医用防护用品销售均价下滑以及原材料价格上涨等原因，我们下调公司 21-23 年营业收入 101.21/123.27/144.39 亿元的预测至 88.16/105.85/123.59 亿元，下调 21-23 年 EPS 4.29/5.35/6.41 元的预测至 3.58/4.30/5.19 元，对应 2021 年 10 月 26 日 78.50 元/股收盘价，PE 分别为 21.9/18.3/15.1 倍，维持公司“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	8,816	10,585	12,359
YoY (%)	19.2%	174.0%	-29.7%	20.1%	16.8%
归母净利润(百万元)	546	3,810	1,526	1,835	2,211
YoY (%)	28.6%	597.5%	-59.9%	20.2%	20.5%
毛利率 (%)	51.6%	59.5%	48.4%	48.1%	48.8%
每股收益 (元)	1.28	8.93	3.58	4.30	5.19
ROE	17.3%	36.4%	12.7%	13.1%	13.5%
市盈率	61.29	8.79	21.93	18.25	15.14

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	8,816	10,585	12,359	净利润	3,823	1,528	1,837	2,214
YoY (%)	174.0%	-29.7%	20.1%	16.8%	折旧和摊销	258	60	110	90
营业成本	5,070	4,545	5,491	6,331	营运资金变动	481	1,215	-442	140
营业税金及附加	117	75	95	106	经营活动现金流	4,767	2,796	1,494	2,431
销售费用	1,575	1,728	2,064	2,398	资本开支	-327	-397	-877	-347
管理费用	437	485	572	680	投资	-4,120	-2	0	0
财务费用	219	-43	-73	-81	投资活动现金流	-4,430	-366	-861	-328
资产减值损失	-240	0	0	0	股权募资	3,593	0	0	0
投资收益	22	13	16	19	债务募资	150	0	0	0
营业利润	4,532	1,784	2,145	2,586	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	2,420	624	2,093
利润总额	4,502	1,787	2,148	2,589					
所得税	680	259	311	375	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,823	1,528	1,837	2,214	成长能力				
归属于母公司净利润	3,810	1,526	1,835	2,211	营业收入增长率	174.0%	-29.7%	20.1%	16.8%
YoY (%)	597.5%	-59.9%	20.2%	20.5%	净利润增长率	597.5%	-59.9%	20.2%	20.5%
每股收益	8.93	3.58	4.30	5.19	盈利能力				
					毛利率	59.5%	48.4%	48.1%	48.8%
					净利率	30.5%	17.3%	17.4%	17.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	29.3%	9.4%	10.3%	10.7%
货币资金	4,163	6,583	7,207	9,301	净资产收益率 ROE	36.4%	12.7%	13.1%	13.5%
预付款项	124	455	192	222	偿债能力				
存货	1,216	996	1,204	1,388	流动比率	4.53	3.42	3.95	4.03
其他流动资产	5,487	5,774	5,910	6,095	速动比率	3.98	3.06	3.57	3.65
流动资产合计	10,990	13,808	14,513	17,005	现金比率	1.72	1.63	1.96	2.21
长期股权投资	13	16	16	16	资产负债率	19.5%	25.6%	21.3%	20.8%
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	0.54	0.59	0.60
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	16,191	17,804	20,754	每股收益	8.93	3.58	4.30	5.19
短期借款	150	150	150	150	每股净资产	24.51	28.20	32.83	38.48
应付账款及票据	756	1,332	1,204	1,388	每股经营现金流	11.18	6.55	3.50	5.70
其他流动负债	1,521	2,557	2,324	2,678	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,427	4,039	3,678	4,216	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	8.79	21.93	18.25	15.14
其他长期负债	107	107	107	107	PB	6.77	2.78	2.39	2.04
非流动负债合计	107	107	107	107					
负债合计	2,534	4,146	3,785	4,323					
股本	426	426	426	426					
少数股东权益	14	16	18	20					
股东权益合计	10,468	12,045	14,020	16,432					
负债和股东权益合计	13,002	16,191	17,804	20,754					

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，9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，5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，4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。