

相关研究

《医疗业务同比下滑,短期调整不改长期趋势》2021.8

《高基数影响业绩表现,品牌建设持续推进》2021.10

《收购高端敷料优质标的,业绩拐点值得期待》2022.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 疫情扰动消化, 稳健增长可期

2022年4月23日

**事件:**公司2021年实现收入80.37亿元、同降35.87%,实现归母净利12.39亿元、同降67.48%,扣非净利10.29亿元、同降72.57%,EPS为2.91元,每10股分红9.00元(含税)。受防疫物资价格、销量回归常态影响,公司业绩同比下滑,主要业务相对疫情前2019年实现显著增长。2022Q1公司收入23.22亿元、同增2.37%,归母净利3.57亿元、同降25.69%,扣非净利3.28亿元、同降27.89%,较2021Q4环比改善,2021Q1公司防疫物资收入体量、业绩基数较高。

**点评:**

- **防疫物资收入回归常态, 高端敷料收入快速增长。**2021年公司医用耗材实现收入39.22亿元、同降56.03%。1)分产品来看,传统伤口敷料、高端伤口敷料、手术室感染控制产品、疾控防护产品、消毒清洁产品实现收入7.22亿元、1.07亿元、4.34亿元、23.78亿元、2.82亿元,同增-4.93%、23.04%、-37.19%、-66.09%、-24.35%,防疫相关产品行业供给增加、价格下降,公司产品收入同比下降,高端伤口敷料产品海外客户认可度提升、收入同比持续增长。2)分渠道看,医用耗材出口、国内医院、国内C端渠道收入为16.9亿元、12.5亿元、10.1亿元,同增-71.7%、12.5%、3.0%,防疫物资出口收入下降,国内覆盖医院数量、收入快速增长,天猫、京东、小程序等电商渠道收入快速增长,截止21年底电商平台累计粉丝数925万。
- **健康生活消费品收入增加, 线下、商场收入快速增长。**2021年健康生活消费品收入40.54亿元、同增15.27%。1)分产品来看,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、其他纺织消费品收入9.63亿元、5.48亿元、1.77亿元、4.47亿元、3.62亿元、5.09亿元、6.80亿元、3.67亿元,同增1.99%、31.69%、-16.60%、-25.46%、30.16%、38.77%、51.92%、46.05%,公司卫生巾产品升级、销售渠道拓展推动收入增长,口罩、湿巾等产品竞争加剧,收入同比下降,婴童、服装产品竞争力提升,公司强化营销、数字化运营能力推动收入增长。2)分渠道看,2021年电商、线下门店、商超、大客户收入为25.41亿元、12.35亿元、2.03亿元、7488.86万元,同增8.69%、29.34%、51.18%、-16.57%。2021年末公司线下直营、加盟门店数量为322家、23家,同增18.82%、360.00%,2021年直营店平均店效同增25.44%,推动线下门店收入增长。公司扩大合作商场数量和产品品类,推动商超收入快速增加。
- **毛利率下降, 费用率提升, 原材料备货有所增加。**1)2021年公司毛利率同降9.67PCT至49.88%,医用耗材、健康生活消费品毛利率同降13.97PCT、2.96PCT至47.50%、52.24%,主要由于防疫物资价格下降、棉花等生产成本有所提升。2022Q1公司毛利率同降6.91PCT至47.77%。2)2021年公司销售、管理、研发、财务费用率为24.75%、5.65%、3.71%、-1.34%,同增12.18PCT、2.16PCT、0.43PCT、-

3.08PCT，公司利息收入增加、汇兑损失减少导致财务费用率下降，防疫物资收入大幅减少导致其他费用率提升。3) 2021 年底公司存货为 15.97 亿元、同增 31.31%，存货周转天数 126 天、同增 47 天，主要由于健康生活消费品业务战略储备棉花等原材料。

- **防疫物资收入企稳，医用耗材强化领先优势。**2021 年受防疫物资价格回落、市场供给充分等影响，公司医用耗材收入大幅下降，2022 年国内奥密克戎持续扩散，防疫用品需求快速增加，公司防疫物资收入预计将逐步企稳。公司医用耗材业务持续提升研发优势，与苏州大学、武汉纺织大学、中国科学院等机构合作进行纱线、创面修复材料等研究。公司拓展产品布局，开发硅胶泡沫敷料、水胶体敷料等高端产品，向客户提供综合解决方案，满足一站式采购需求。公司继续拓展出口、国内医院、国内 C 端等销售渠道，品牌影响力不断提升，并通过外延并购强化领先优势，推动医疗板块收入增长。
- **健康消费品业务全渠道发展，疫情控制后收入增速有望提升。**公司线上积极拓展抖音、小红书等兴趣电商平台，加大微信小程序渠道拓展，线下稳步拓展直营门店、放开加盟，并加强与商超合作，推动收入增长。产品方面公司加快新品研发，注重打造卫生巾、洗脸巾、棉柔巾等爆款产品，提升产品竞争优势。2022Q1 公司健康生活消费品实现收入 8.90 亿元、同增 8.76%，其中在疫情影响下线下收入仍实现 14% 的增长，但第三方电商受物流限制等影响收入下滑 8%，随着 22Q2 国内疫情逐步控制，公司消费品业务有望实现快速增长。
- **盈利预测与投资评级：**由于 2022Q1 疫情影响短期消费品业务业绩，我们下调 2022-23 年 EPS 预测为 3.35/4.23 元（原值为 3.61/4.97 元），预测 2024 年 EPS 为 5.12 元，目前股价对应 22 年 17.49 倍 PE。2021Q2 后公司业绩逐步回归正常水平，基数有所下降，我们看好公司医用敷料业务收入企稳、健康消费业务收入增长，隆泰医疗并购预计将于 22Q3 完成并表，未来公司有望收购更多优质医疗标的，目前公司股价处于较低位置，维持“买入”评级。
- **风险因素：**下游防疫用品需求减少、原材料价格上涨、汇率波动损失增加、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12,534	8,037	9,377	10,716	12,300
增长率 YoY %	174.0%	-35.9%	16.7%	14.3%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	3,810	1,239	1,429	1,803	2,184
增长率 YoY%	597.5%	-67.5%	15.3%	26.2%	21.1%
毛利率%	59.5%	49.9%	51.0%	50.8%	50.1%
净资产收益率ROE%	36.4%	11.6%	11.8%	13.0%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	9.80	2.91	3.35	4.23	5.12
市盈率 P/E(倍)	16.94	28.33	17.49	13.86	11.44
市净率 P/B(倍)	6.77	3.29	2.06	1.80	1.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>10,990</b>	<b>10,346</b>	<b>12,630</b>	<b>14,102</b>	<b>16,652</b>	
货币资金	4,163	4,274	6,725	7,968	10,203	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	844	776	745	881	1,011	
预付账款	124	110	126	145	168	
存货	1,216	1,597	1,384	1,373	1,430	
其他	4,643	3,588	3,649	3,735	3,841	
<b>非流动资产</b>	<b>2,012</b>	<b>2,921</b>	<b>3,206</b>	<b>3,468</b>	<b>3,619</b>	
长期股权投资	13	17	17	17	17	
固定资产	1,401	1,477	1,698	1,897	1,983	
无形资产	208	266	270	274	278	
其他	390	1,161	1,221	1,281	1,341	
<b>资产总计</b>	<b>13,002</b>	<b>13,267</b>	<b>15,835</b>	<b>17,570</b>	<b>20,271</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,427</b>	<b>2,075</b>	<b>3,213</b>	<b>3,143</b>	<b>3,658</b>	
短期借款	150	0	0	0	0	
应付票据	29	36	41	47	55	
应付账款	727	735	748	910	1,030	
其他	1,521	1,304	2,424	2,185	2,573	
<b>非流动负债</b>	<b>107</b>	<b>505</b>	<b>505</b>	<b>505</b>	<b>505</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	107	505	505	505	505	
<b>负债合计</b>	<b>2,534</b>	<b>2,580</b>	<b>3,718</b>	<b>3,648</b>	<b>4,163</b>	
少数股东权益	14	12	14	15	18	
归属母公司	10,454	10,675	12,103	13,907	16,090	
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,002</b>	<b>13,267</b>	<b>15,835</b>	<b>17,570</b>	<b>20,271</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	12,534	8,037	9,377	10,716	12,300	
同比	174.0	-35.9%	16.7%	14.3%	14.8%	
归属母公司净利润	3,810	1,239	1,429	1,803	2,184	
同比(%)	597.5%	-67.5%	15.3%	26.2%	21.1%	
毛利率(%)	59.5%	49.9%	51.0%	50.8%	50.1%	
ROE%	36.4%	11.6%	11.8%	13.0%	13.6%	
EPS(摊薄)(元)	9.80	2.91	3.35	4.23	5.12	
P/E	16.94	28.33	17.49	13.86	11.44	
P/B	6.77	3.29	2.06	1.80	1.55	
EV/EBITDA	12.89	19.27	11.49	8.54	6.28	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>12,534</b>	<b>8,037</b>	<b>9,377</b>	<b>10,716</b>	<b>12,300</b>	
营业成本	5,070	4,028	4,594	5,276	6,139	
营业税金及附加	117	65	81	93	106	
销售费用	1,575	1,989	2,250	2,465	2,706	
管理费用	437	454	563	536	554	
研发费用	411	298	422	482	554	
财务费用	219	-107	-53	-84	-100	
减值损失合	-240	-101	-15	-15	-15	
投资净收益	22	103	94	88	127	
其他	46	164	113	133	152	
<b>营业利润</b>	<b>4,532</b>	<b>1,476</b>	<b>1,711</b>	<b>2,155</b>	<b>2,605</b>	
营业外收支	-29	-13	-21	-21	-21	
<b>利润总额</b>	<b>4,502</b>	<b>1,463</b>	<b>1,690</b>	<b>2,134</b>	<b>2,584</b>	
所得税	680	225	260	329	398	
<b>净利润</b>	<b>3,823</b>	<b>1,237</b>	<b>1,430</b>	<b>1,805</b>	<b>2,186</b>	
少数股东损	12	-2	1	2	2	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,810</b>	<b>1,239</b>	<b>1,429</b>	<b>1,803</b>	<b>2,184</b>	
EBITDA	5,181	1,634	1,642	2,063	2,451	
EPS(当	9.80	2.91	3.35	4.23	5.12	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,767</b>	<b>872</b>	<b>2,854</b>	<b>1,651</b>	<b>2,502</b>	
净利润	3,823	1,237	1,430	1,805	2,186	
折旧摊销	258	432	175	197	210	
财务费用	-1	-63	0	0	0	
投资损失	-22	-103	-94	-88	-127	
营运资金变	481	-706	1,306	-300	199	
其它	229	73	36	36	34	
<b>投资活动现</b>	<b>-4,430</b>	<b>479</b>	<b>-402</b>	<b>-408</b>	<b>-267</b>	
资本支出	-327	-552	-466	-466	-364	
长期投资	-4,120	847	0	0	0	
其他	17	184	64	58	97	
<b>筹资活动现</b>	<b>3,348</b>	<b>-1,410</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
吸收投资	3,593	0	0	0	0	
借款	150	0	0	0	0	
支付利息或股息	-102	-768	0	0	0	
<b>现金流净增</b>	<b>3,691</b>	<b>-61</b>	<b>2,452</b>	<b>1,243</b>	<b>2,234</b>	
加额						

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。