

# 稳健医疗 (300888.SZ)

## 全棉时代稳增长，医用耗材高基数下回落

### 核心观点:

- 公司 2021 年受防疫产品回归常态影响，业绩同比明显下滑，较疫情前仍有显著增长。2021 年公司实现营业收入 80.37 亿元，同比下降 35.87%，较 2019 年增长 75.69%；归母净利润 12.39 亿元，同比下降 67.48%，较 2019 年增长 126.80%；扣非归母净利润 10.29 亿元，同比下降 72.57%，较 2019 年增长 114.17%。分季度，2021Q1-4 营业收入同比增速分别为 52.97%/-33.58%/-67.06%/-26.35%。公司拟每股派发现金股利 0.90 元（含税）。
- 健康生活消费品稳健增长，医用耗材高基数下回落。2021 年，健康生活消费品、医用耗材分别实现销售收入 40.54/39.22 亿元，分别同比增长 15.27%/-56.03%。
- 2021 年盈利水平逐渐回归常态，将实行“卓越运营稳增长”的中短期战略。2021 年公司毛利率和净利率分别为 49.88%/15.40%，同比分别下降 9.67/ 15.10pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.75%/5.65%/3.71%/-1.34%，分别同比变动 12.18/-1.12/0.43/-3.08pct。2022 年，公司将“卓越运营稳增长”，做减法、降本增效。
- 2022 年一季度受去年高基数影响，利润大幅下降。2022Q1 实现营业收入 23.22 亿元，同比增长 2.37%；归母净利润 3.57 亿元，同比下降 25.69%。收入略有增长，归母净利润大幅下降，主要系公司于 2020 年下半年签订的部分出口高价订单于 2021Q1 交付，导致高基数。毛利率和净利率分别为 47.77%/15.40%，同比变动分别为 6.91/5.79pct。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 22-24 年 EPS 分别为 3.45/4.25/5.23 元/股。公司消费与医疗耗材成长性强，参考可比公司，给予公司 22 年 25 倍 PE 估值，对应合理价值 86.18 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示。渠道拓展不及预期，营销不及预期。

### 盈利预测:

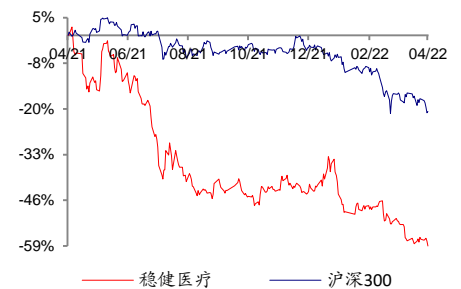
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,534	8,037	9,649	11,261	13,182
增长率 (%)	174.0	-35.9	20.0	16.7	17.1
EBITDA (百万元)	5,181	1,634	1,694	2,083	2,560
归母净利润 (百万元)	3,810	1,239	1,470	1,811	2,231
增长率 (%)	597.5	-67.5	18.6	23.2	23.2
EPS (元/股)	8.93	2.91	3.45	4.25	5.23
市盈率 (x)	18.58	28.37	17.00	13.80	11.20
ROE (%)	36.4	11.6	12.6	14.1	15.7
EV/EBITDA (x)	12.89	19.27	12.26	9.64	7.49

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	55.60 元
合理价值	86.18 元
前次评级	增持
报告日期	2022-04-25

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

### 分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

### 分析师:

曹倩雯



SAC 执证号: S0260520110002

021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

### 分析师:

左琴琴



SAC 执证号: S0260521050001

SFC CE No. BSE791



zuoqinqin@gf.com.cn

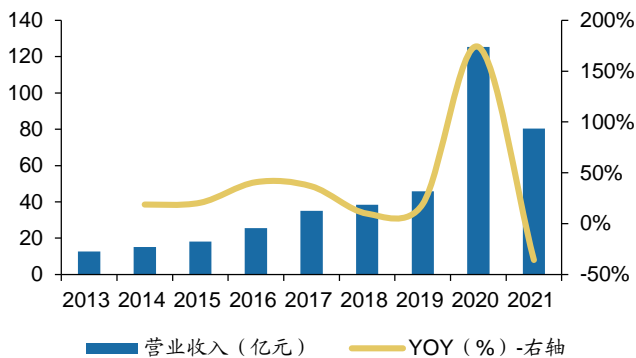
请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 一、2021年业绩受高基数影响，业绩明显下降

公司公布2021年年报。2021年公司实现营业收入80.37亿元，同比下降35.87%，相比2019年增长75.69%；归母净利润12.39亿元，同比下降67.48%，相比2019年增长126.80%；扣非归母净利润10.29亿元，同比下降72.57%，相比2019年增长114.17%。分季度，2021Q1-4营业收入同比增速分别为52.97%/-33.58%/-67.06%/-26.35%。公司拟每股派发现金股利0.90元（含税）。

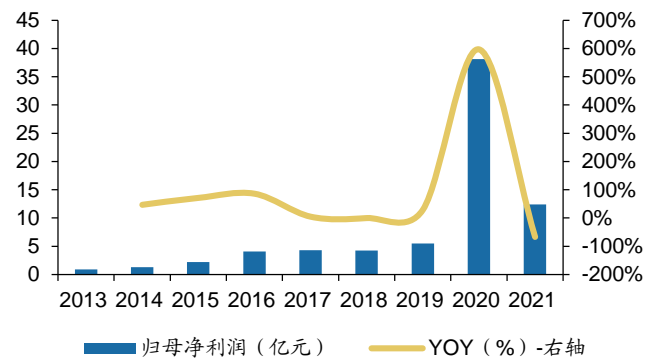
公司公布2022年一季报。2022Q1实现营业收入23.22亿元，同比增长2.37%；归母净利润3.57亿元，同比下降25.69%。收入略有增长，归母净利润大幅下降，主要系公司于2020年下半年签订的部分出口高价订单于2021Q1交付，导致高基数。

图1：公司历年营收及增速



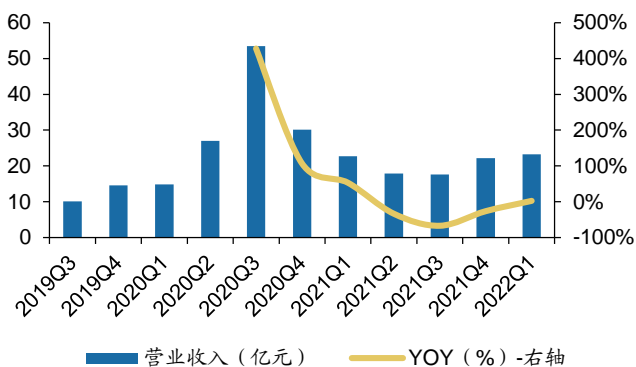
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：公司历年归母净利润及增速



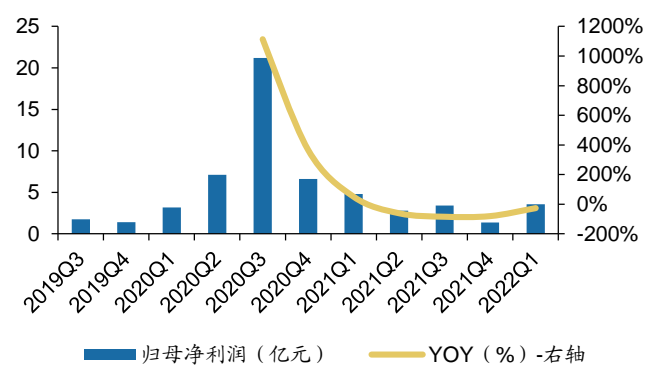
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：公司分季度营收及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：公司分季度归母净利润及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 二、健康生活消费品

2021年，健康生活消费品业务实现销售收入40.54亿元，同比增长15.27%，剔除口罩产品后，同比增长24.82%。

### （一）分渠道：私域电商、下线门店及商超均实现大幅增长

**电商渠道**实现收入25.41亿元，同比增长8.69%，其中官网、小程序等自有平台实现收入5.62亿元，同比增长44.85%。电商渠道在无口罩引流下仍实现增长主要系公司注重内容力营销，有效提升新客转化率和复购率，积极拓展抖音、小红书等兴趣电商。截至2021年末，全棉时代全域会员人数超3500万人，其中私域会员1684万人，同比增长31.97%。

**线下门店**实现收入12.35亿元，同比增长29.34%，其中两年以上门店销售同比增长14.97%。线下门店实现增长主要系全棉时代全年新增81家门店，其中直营63家、加盟18家。截至2021年末，公司拥有门店345家，其中全棉时代320家门店（加盟23家），津梁生活10家门店，全棉里物15家。

**商超渠道**实现收入2.03亿元，同比增长51.18%，**大客户**实现收入0.75亿元，同比下降16.57%。商超实现大幅增长，主要系：一是新拓超380家大润发、239家步步高门店、4000多家屈臣氏网点，二是持续增加新品类。

### （二）分产品：无纺业务略有下滑，有纺业务表现亮眼

**无纺消费品**实现收入21.36亿元，同比下降1.71%，其中棉柔巾/卫生巾/湿巾/其他无纺用品分别实现收入9.63/5.48/1.77/4.47亿元，同比分别增长1.99%/31.69%/-16.60%/-25.49%，卫生巾品类增长主要由于产品升级换代扩大销售渠道，湿巾品类下降主要系化纤竞品低价竞争，其他无纺用品下降主要系其中口罩销售下降。

**有纺消费品**实现收入19.19亿元，同比增长42.73%，其中婴童用品/婴童服饰/成人服饰/其他有纺分别实现收入3.62/5.09/6.80/3.67亿元，同比分别增长30.16%/38.77%/51.92%/46.05%，主要系有纺产品设计、品质提升，内容力传播增强，数字化自动补货上新提高运营效率。

图5：无纺业务分品类收入（单位：亿元）

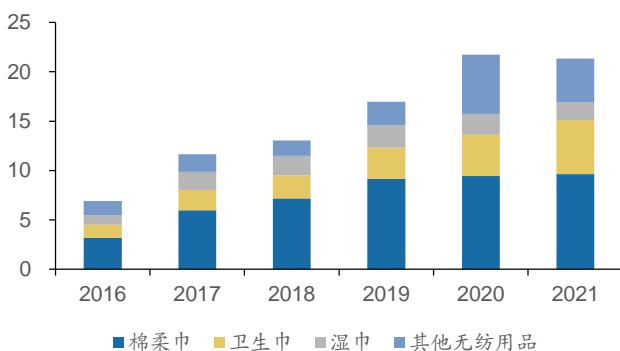
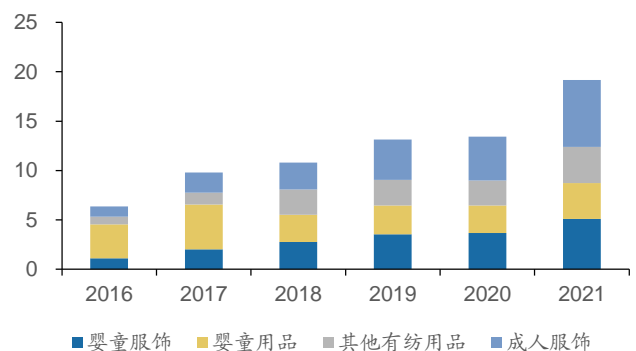


图6：有纺业务分品类收入（单位：亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### 三、医用耗材业务

2021年，医用耗材业务实现销售收入39.22亿元，同比下降56.03%，相比2019年增长160.69%。

#### （一）分渠道：内销收入占比提升，私域流量发展迅速

外销实现收入16.94亿元，同比下降71.67%，主要系原材料及产品价格回归常态，疾控防护产品销售下降。

国内医院实现收入12.46亿元，同比增长12.46%，覆盖医院由3000家到超过4000家，主要集中在二级以上医院。

医疗C端（药店+电商）实现收入10.06亿元，其中电商渠道实现收入6.77亿元，同比增长37.05%，公司自2021年开始运营官网小程序私域，会员总数突破50万人，发展迅速。

#### （二）分产品：高端敷料增长良好，防疫产品量价回归常态

伤口护理产品实现收入8.29亿元，同比下降2.07%，其中传统伤口护理与包扎产品/高端伤口敷料分别实现收入7.22/1.07亿元，同比分别增长-4.93%/23.04%。高端伤口敷料增长主要系：一是受国际市场医保控费因素，海外订单增加，二是公司在国内取得二类疤痕贴证件，欧美取得疤痕膏和疤痕贴证件，新增祛疤类产品收入。2022年，公司拟并购国内高端敷料龙头公司隆泰医疗55%股权，进一步发挥规模及协同效应。

感染防护产品实现收入28.12亿元，同比下降63.50%，其中手术室感控产品和疾控防护产品分别实现收入4.38/23.78亿元，同比分别下降37.19%/66.09%，主要系防疫产品价格和销量均回归常态。

消毒清洁产品实现收入2.82亿元，同比下降24.35%，主要系新冠区域缓和，消毒液需求下降。

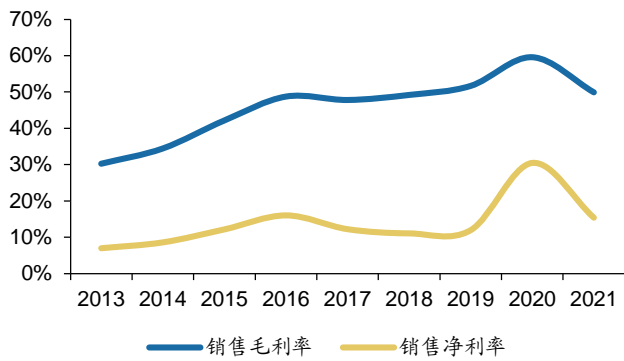
### 四、毛利率水平回归，销售费用率明显提升

2021年公司毛利率和净利率分别为49.88%/15.40%，同比分别下降9.67/

15.10pct。其中：（1）健康生活消费品毛利率为52.24%，同比下降2.96pct。分渠道，线上/线下/商超/大客户的毛利率分别为47.79%/59.41%/65.40%/49.11%，同比分别下降2.71/5.19/0.86/11.66pct。（2）医用耗材毛利率47.50%，同比下降13.97pct，主要系疾控防护产品价格回归常态。

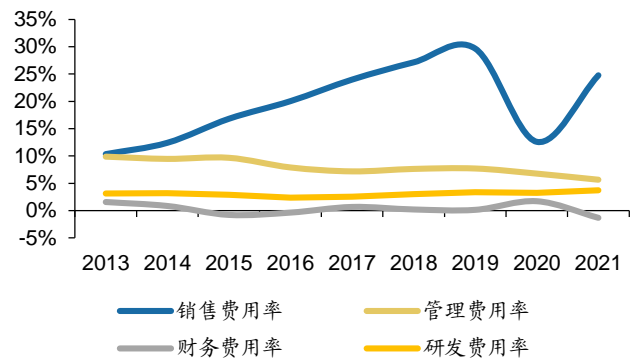
2021年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为24.75%/5.65%/3.71%/-1.34%，分别同比变动12.18/-1.12/0.43/-3.08pct，销售费用率大幅增加主要系品牌宣传及市场营销费用增加，财务费用率下降主要系利息收入增加、汇兑损失减少。2022年，公司将卓越运营稳增长，做减法、降本增效。

图7: 公司历年毛利率及净利率 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 公司历年各项费用率 (单位: %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测与投资建议

预计公司22-24年EPS分别为3.45/4.25/5.23元/股。公司消费与医疗耗材成长性强,参考可比公司,给予公司22年25倍PE估值,对应合理价值86.18元/股,维持“增持”评级。

## 六、风险提示

- (一) 渠道拓展不及预期
- (二) 营销不及预期

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>10,990</b>	<b>10,346</b>	<b>11,400</b>	<b>12,641</b>	<b>14,202</b>
货币资金	4,163	4,274	4,810	5,510	6,431
应收及预付	968	886	1,011	1,178	1,377
存货	1,216	1,597	1,915	2,213	2,565
其他流动资产	4,643	3,588	3,664	3,740	3,829
<b>非流动资产</b>	<b>2,012</b>	<b>2,921</b>	<b>3,189</b>	<b>3,471</b>	<b>3,769</b>
长期股权投资	13	17	18	20	21
固定资产	1,401	1,477	1,597	1,728	1,873
在建工程	61	216	316	416	516
无形资产	208	266	283	302	324
其他长期资产	328	945	975	1,005	1,035
<b>资产总计</b>	<b>13,002</b>	<b>13,267</b>	<b>14,589</b>	<b>16,112</b>	<b>17,971</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,427</b>	<b>2,075</b>	<b>2,440</b>	<b>2,783</b>	<b>3,189</b>
短期借款	150	0	0	0	0
应付及预收	756	771	924	1,068	1,238
其他流动负债	1,521	1,304	1,516	1,715	1,952
<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
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	107	505	505	505	505
<b>负债合计</b>	<b>2,534</b>	<b>2,580</b>	<b>2,944</b>	<b>3,287</b>	<b>3,694</b>
股本	426	426	426	426	426
资本公积	4,482	4,550	4,550	4,550	4,550
留存收益	5,547	5,958	6,914	8,091	9,542
归属母公司股东权益	10,454	10,675	11,631	12,808	14,258
少数股东权益	14	12	14	16	19
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,002</b>	<b>13,267</b>	<b>14,589</b>	<b>16,112</b>	<b>17,971</b>

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>12,534</b>	<b>8,037</b>	<b>9,649</b>	<b>11,261</b>	<b>13,182</b>
营业成本	5,070	4,028	4,829	5,580	6,468
营业税金及附加	117	65	78	92	107
销售费用	1,575	1,989	2,291	2,618	2,999
管理费用	437	454	545	637	745
研发费用	411	298	358	418	489
财务费用	219	-107	-91	-103	-119
资产减值损失	-240	-101	-134	-157	-181
公允价值变动收益	11	58	0	0	0
投资净收益	22	103	124	145	169
<b>营业利润</b>	<b>4,532</b>	<b>1,476</b>	<b>1,753</b>	<b>2,156</b>	<b>2,654</b>
营业外收支	-29	-13	-13	-13	-13
<b>利润总额</b>	<b>4,502</b>	<b>1,463</b>	<b>1,740</b>	<b>2,143</b>	<b>2,641</b>
所得税	680	225	268	330	407
<b>净利润</b>	<b>3,823</b>	<b>1,237</b>	<b>1,472</b>	<b>1,813</b>	<b>2,234</b>
少数股东损益	12	-2	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,810</b>	<b>1,239</b>	<b>1,470</b>	<b>1,811</b>	<b>2,231</b>
EBITDA	5,181	1,634	1,694	2,083	2,560
EPS (元)	8.93	2.91	3.45	4.25	5.23

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,767</b>	<b>872</b>	<b>1,370</b>	<b>1,667</b>	<b>2,050</b>
净利润	3,823	1,237	1,472	1,813	2,234
折旧摊销	258	432	149	166	186
营运资金变动	481	-706	-270	-333	-390
其它	207	-93	19	20	20
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,430</b>	<b>479</b>	<b>-320</b>	<b>-334</b>	<b>-348</b>
资本支出	-327	-552	-412	-447	-486
投资变动	-4,120	847	-2	-2	-2
其他	17	184	94	115	139
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,348</b>	<b>-1,410</b>	<b>-515</b>	<b>-634</b>	<b>-781</b>
银行借款	150	0	0	0	0
股权融资	3,593	0	0	0	0
其他	-395	-1,410	-515	-634	-781
<b>现金净增加额</b>	<b>3,691</b>	<b>-61</b>	<b>536</b>	<b>700</b>	<b>921</b>
期初现金余额	459	4,150	4,274	4,810	5,510
期末现金余额	4,150	4,089	4,810	5,510	6,431

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	174.0%	-35.9%	20.0%	16.7%	17.1%
营业利润增长	606.1%	-67.4%	18.8%	23.0%	23.1%
归母净利润增长	597.5%	-67.5%	18.6%	23.2%	23.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.5%	49.9%	49.9%	50.5%	50.9%
净利率	30.5%	15.4%	15.3%	16.1%	16.9%
ROE	36.4%	11.6%	12.6%	14.1%	15.7%
ROIC	39.4%	9.0%	10.7%	12.1%	13.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.5%	19.4%	20.2%	20.4%	20.6%
净负债比率	24.2%	24.1%	25.3%	25.6%	25.9%
流动比率	4.53	4.99	4.67	4.54	4.45
速动比率	3.98	4.16	3.83	3.69	3.59
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.96	0.61	0.66	0.70	0.73
应收账款周转率	14.85	10.36	10.99	10.99	10.99
存货周转率	10.30	5.03	5.04	5.09	5.14
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	8.93	2.91	3.45	4.25	5.23
每股经营现金流	11.18	2.04	3.21	3.91	4.81
每股净资产	24.51	25.03	27.27	30.03	33.43
<b>估值比率</b>					
P/E	18.58	28.37	17.00	13.80	11.20
P/B	6.77	3.29	2.15	1.95	1.75
EV/EBITDA	12.89	19.27	12.26	9.64	7.49

## 广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

李 咏 红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。