

相关研究

《收购乳胶行业龙头, 业务范围持续拓展》2022.6

《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

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

医用耗材业务增长强劲, Q2 业绩显著改善

2022年7月12日

事件: 受医用耗材业务高速增长驱动, 公司预计 2022H1 实现主营业务收入 49.2 亿元-51.8 亿元, 同增 22%-29%, 实现归母净利润 8.6-9.0 亿元, 同增 13%-18%。预计 22Q2 公司主营业务实现收入 26.2 亿元-28.8 亿元, 同增 48%-63%, 实现归母净利润 5.0-5.4 亿元, 同增 79%-93%, 受益于国内疫情反复、防疫物资需求增加、公司实施降本增效策略, 22Q2 业绩增速同比、环比均有较大改善。

点评:

- **品牌势能与渠道布局双管齐下, 医用耗材业务强势增长。**2022 年国内多地疫情反复, 公司与政府、医院客户紧密合作, 防疫产品需求实现快速增长。公司持续强化医用耗材研发优势, 积极拓展品类矩阵, 开发硅胶泡沫敷料、水胶体敷料等高端产品, 并且通过外延并购拓展空白领域, 强化领先优势, 致力于向医院用户提供一站式医用耗材解决方案, 品牌知名度和美誉度不断提升。公司在医院、连锁药店和电商渠道广泛覆盖, 带动国内渠道业务收入快速增长, 22H1 医用耗材业务实现收入 30.5-32.5 亿元, 同增 37%-46%, 22Q2 实现收入 16.43-18.43 亿元, 同增 119%-145%。
- **健康消费品业务短期增速放缓, 品类渗透+全渠拓展未来可期。**健康生活消费品业务方面, 在疫情反复的影响下尽管线下门店开店受限、部分区域物流受阻, 但公司积极布局线上线下销售网络, 在自有平台、兴趣电商及商超渠道持续发力, 婴儿用品、贴身衣物等产品均实现高双位数增长, 推动健康生活消费品业务稳定增长, 22H1 贡献营收 18.7-19.3 亿元, 同增 4%-8%, 22Q2 贡献营收 9.8-10.4 亿元, 同增 0.8%-7%。公司一方面坚持品类渗透策略, 加强同品同质同价的管控, 提供产品组合, 推动连带销售, 另一方面通过精准投放、精准营销, 持续优化全棉时代费用管控, 疫情控制后业绩有望进一步提升。
- **毛利率提升与费用管控优化共振, Q2 业绩大幅改善。**一方面由于 21Q1 出口国外防疫产品价格较高, 医用耗材业务利润基数较高; 另一方面受 22H1 棉花、棉纱等原料价格大幅上涨等因素影响, 公司 22H1 实现归母净利 8.6-9.0 亿元, 同比增长 13%-18%, 增速低于同期营收增速。22Q2 公司积极实施降本增效战略, 持续优化费用管理, 期间费用同比下滑, 叠加全棉时代毛利率同比提升, 因此 Q2 公司归母净利润同增 79%-93%至 5-5.4 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司高端敷料毛利率回归以及降本增效策略逐步显效, 我们下调 2022-24 年 EPS 预测为 3.51/4.33/5.24 元 (原值为 3.56/4.61/5.64 元), 目前股价对应 22 年 20.88 倍 PE。我们看好公司医用敷料业务收入企稳增长、健康消费业务收入增长, 产品结构与费用管控不断优化, 目前公司处于股价历史较低位置, 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	9,955	11,870	13,872
增长率 YoY %	174.0%	-35.9%	23.9%	19.2%	16.9%
归属母公司净利润 (百万元)	3,810	1,239	1,495	1,847	2,234
增长率 YoY%	597.5%	-67.5%	20.7%	23.5%	20.9%
毛利率%	59.5%	49.9%	49.7%	49.8%	49.8%
净资产收益率ROE%	36.4%	11.6%	12.3%	13.2%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	9.80	2.91	3.51	4.33	5.24
市盈率 P/E(倍)	16.94	28.33	20.88	16.91	13.98
市净率 P/B(倍)	6.77	3.29	2.57	2.23	1.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年7月11日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	10,990	10,346	12,957	14,582	17,269	
货币资金	4,163	4,274	6,847	8,106	10,400	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	844	776	791	976	1,140	
预付账款	124	110	137	163	191	
存货	1,216	1,597	1,509	1,550	1,621	
其他	4,643	3,588	3,673	3,787	3,916	
非流动资产	2,012	2,921	3,206	3,468	3,619	
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	
资产总计	13,002	13,267	16,163	18,050	20,887	
流动负债	2,427	2,075	3,474	3,513	4,114	
短期借款	150	0	0	0	0	
应付票据	29	36	45	54	63	
应付账款	727	735	815	1,028	1,167	
其他	1,521	1,304	2,614	2,432	2,884	
非流动负债	107	505	505	505	505	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	107	505	505	505	505	
负债合计	2,534	2,580	3,979	4,018	4,619	
少数股东权益	14	12	14	16	18	
归属母公司	10,454	10,675	12,170	14,017	16,251	
负债和股东权益	13,002	13,267	16,163	18,050	20,887	

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	9,955	11,870	13,872	
同比	174.0	-35.9%	23.9%	19.2%	16.9%	
归属母公司净利润	3,810	1,239	1,495	1,847	2,234	
同比(%)	597.5%	-67.5%	20.7%	23.5%	20.9%	
毛利率(%)	59.5%	49.9%	49.7%	49.8%	49.8%	
ROE%	36.4%	11.6%	12.3%	13.2%	13.7%	
EPS(摊薄)(元)	9.80	2.91	3.51	4.33	5.24	
P/E	16.94	28.33	20.88	16.91	13.98	
P/B	6.77	3.29	2.57	2.23	1.92	
EV/EBITDA	13.16	19.16	15.38	11.94	9.15	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	12,534	8,037	9,955	11,870	13,872	
营业成本	5,070	4,028	5,006	5,955	6,961	
营业税金及附加	117	65	86	103	120	
销售费用	1,575	1,989	2,339	2,766	3,191	
管理费用	437	454	597	712	832	
研发费用	411	298	478	546	638	
财务费用	219	-107	-139	-188	-235	
减值损失合	-240	-101	-15	-15	-15	
投资净收益	22	103	100	97	143	
其他	46	164	119	147	171	
营业利润	4,532	1,476	1,791	2,206	2,664	
营业外收支	-29	-13	-21	-21	-21	
利润总额	4,502	1,463	1,770	2,185	2,643	
所得税	680	225	273	337	407	
净利润	3,823	1,237	1,497	1,849	2,236	
少数股东损	12	-2	1	2	2	
归属母公司净利润	3,810	1,239	1,495	1,847	2,234	
EBITDA	5,074	1,643	1,623	1,986	2,340	
EPS(当	9.80	2.91	3.51	4.33	5.24	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	4,767	872	2,969	1,658	2,545	
净利润	3,823	1,237	1,497	1,849	2,236	
折旧摊销	258	432	175	197	210	
财务费用	-1	-63	0	0	0	
投资损失	-22	-103	-100	-97	-143	
营运资金变	481	-706	1,361	-327	209	
其它	229	73	36	36	34	
投资活动现	-4,430	479	-396	-399	-251	
资本支出	-327	-552	-466	-466	-364	
长期投资	-4,120	847	0	0	0	
其他	17	184	70	67	113	
筹资活动现	3,348	-1,410	0	0	0	
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	
现金流净增	3,691	-61	2,573	1,259	2,294	
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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@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
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。