

# 稳健医疗 (300888.SZ)

高基数过去拐点显现，二季度业绩预计增长 156%至 178%

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

## 事项:

公司公告: 稳健医疗发布 2022 半年度业绩预告, 公司 2022 上半年实现主营业务收入 49.2 亿至 51.8 亿元, 同比增长 22%至 29%, 其中医用耗材业务收入 30.5 亿至 32.5 亿元, 同比增长 37%至 46%, 健康生活消费品业务收入 18.7 亿至 19.3 亿元, 同比增长 4%至 8%。半年度归属于上市公司股东的净利润 8.6 亿至 9.0 亿元, 同比增长 13%至 18%。扣除非经常性损益后的净利润 7.9 亿至 8.3 亿元, 同比增长 25%至 32%。

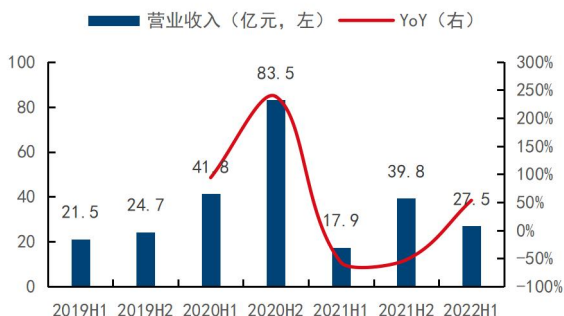
**国信纺服观点:** 1) 防护用品需求旺盛、消费品韧性强劲推动二季度扣非后业绩增长 156%至 178%; 2) 经营情况与展望: 医疗业务上半年完成三次收购强化产品与渠道, 消费业务多方位发力盈利能力改善; 3) **投资建议:** 二季度医疗业务高基数已过业绩拐点显现, 下半年盈利能力有望持续提升。未来疫情防控常态化, 公司的防护产品需求仍较旺盛, 而公司的医疗业务在三次收购后完善产品线、渠道有望实现协同互补; 在消费品业务方面持续推出新品、精耕线上线下渠道、加大品牌宣传, 随着规模效应显现、经营环境改善, 费用率有望降低盈利能力将有提升。考虑到下半年疫情防控的常态化、收购公司的并表, 我们上调盈利预测, 预计 2022-2024 年净利润分别为 15.2/18/21.9 亿元 (原为 14.5/18.6/23.3 亿元), 同比分别 22.8%/18.3%/21.8%, EPS 分别为 3.57/4.22/5.14 元, 当前股价对应 PE 20.5x/17.3x/14.2x, 由于盈利预测的上调, 上调合理估值至 89-92 元 (2023 PE 21-22X, 原为 86-90 元), 维持“买入”评级。

## 评论:

◆ 防护用品需求旺盛、消费品韧性强劲推动二季度扣非后业绩增长 156%至 178%

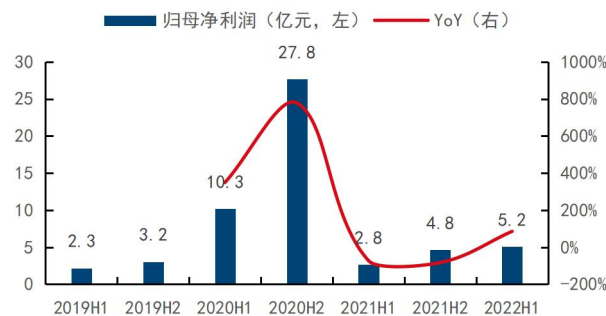
疫情之下防护业务推动医疗业务提升, 消费品业务具备一定刚需属性韧性较强。公司预计上半年主营业务收入 49.2 亿至 51.8 亿元, 同比增长 22%至 29%, 其中医用耗材业务收入 30.5 亿至 32.5 亿元, 同比增长 37%至 46%, 主要是由于去年二季度开始境外防疫物资供应正常化基数较低, 而境内疫情反复防疫产品销售大幅上升; 健康生活消费品业务收入 18.7 亿至 19.3 亿元, 同比增长 4%至 8%, 公司的无纺消费品具备一定的刚需属性韧性较强。上半年归母净利润 8.6 亿至 9.0 亿元, 同比增长 13%至 18%。扣除非经常性损益后的净利润 7.9 亿至 8.3 亿元, 同比增长 25%至 32%。

图1：公司半年度收入及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

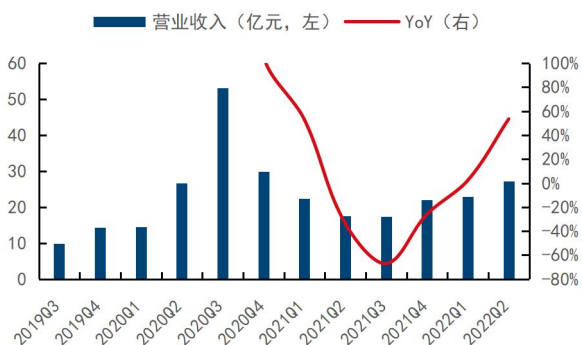
图2：公司半年度归母净利润及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

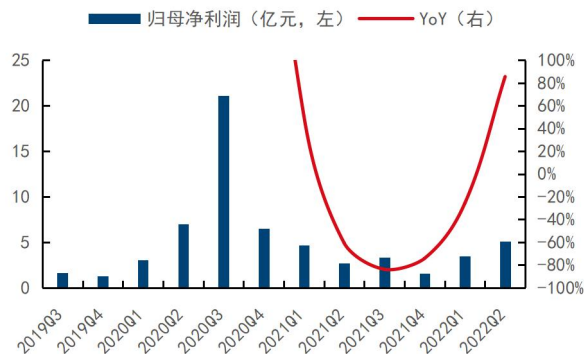
单看二季度，高基数效应过去后公司收入业绩增长大幅加速。第二季度公司主营业务收入 26.2 亿至 28.8 亿元，同比增长 48%至 63%，其中医疗耗材业务收入 16.4 亿至 18.4 亿元，同比增长 105%至 130%，健康生活消费品收入 9.8 亿至 10.4 亿元，同比增长 1%至 7%。公司预计二季度归母净利润 5.0 亿至 5.4 亿，同比增长 79%至 93%。扣除非经常性损益后的净利润 4.6 亿至 5.0 亿元，同比增长 156%至 178%。

图3：公司季度收入及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 经营情况与展望：医疗业务上半年完成三次收购强化产品与渠道，消费业务多方位发力盈利能力改善

医疗业务方面，第二季度医疗业务基数恢复常态，三次收购完善产品与渠道布局协同效应将显现。2021 年由于疫情缓解、防疫产品价格回归理性，第二/第三/第四季度医疗业务收入为 7.5/7.6/10.4 亿元，分别同比下降 56.0%/82.9%/40.8%，二季度及往后医疗业务基数恢复常态。2022 年第二季度以来，公司相继收购具有区域性渠道和产品优势的隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶，在产品方面完善品类和证照，在渠道方面完善区域市场布局并发挥公司全国性渠道的优势，形成协同效应。

消费业务方面，上半年经营环境挑战下韧性较强，下半年成长动力充足、盈利能力有望提升。从产品端来看，公司的无纺产品如棉柔巾、卫生巾、湿巾属于高频次、低单价的消费品，受经济周期影响较小且具有一定的刚需属性，预计上半年在控制折扣幅度的情况下仍有较好的增长，在下半年有望延续较强的增长势头；毛利率较高的有纺产品如婴儿用品、婴童服装、贴身衣物等品类持续推出新品且反响较好，预计下半年线下门店客流恢复、经营情况改善有望获得较高的双位数增长，有纺产品占比增加和折扣力度减小也将推动毛利率的提升。从渠道端来看，公司下半年线上渠道规模效应显现、小程序 KA 渠道较快增长、线下

加盟店比例增加，费用率预计有一定的改善。整体来看，公司消费品业务的盈利能力将有提升。

◆ 盈利预测的主要假设条件及结果

公司 2022 年二季度进行三次收购，我们对公司未来业绩预测作出相应调整：其中 2022 年收入预期上调至 99.7 亿元（原为 97.4 亿元），同比增长 24.0%（原为 21.2%）；2022 年毛利率上调至 49.0%（原为 48.6%）；2022 年归母净利润上调至 15.3 亿元（原为 14.5 亿元）。

**1、收入：**2022 年公司消费品由于其具有一定刚需属性，收入下滑好于行业，经营状况改善后复苏趋势较强，下半年无纺布保持份额优势稳健增长、有纺品拓展品类有望较快增长；而医疗业务由于收购隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶（均假设在下半年并表），强化产品线并发挥渠道协同效应，将推动医疗业务实现快速的增长。总体来看 2022 年收入端预计同比提升 24.0%。展望 2023-2024 年，公司医疗业务收入有望实现 17%~30% 的增长，消费品业务在疫情恢复后有望维持 18%~20% 的增长，推动整体收入增长 17%~18%。

**2、毛利率：**2022 年公司面临原材料、能源、物流成本上升及线下门店固定成本的影响毛利率承压，预计消费品业务的毛利率维持 50.9%；而医疗业务由于毛利率较高的隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶的加入，预计小幅提升至 48.0%（原为 47.5%），整体来看 2022 年毛利率上调至 49.0%（原为 48.6%）。展望 2023-2024 年，预计公司的消费品在竞争激烈的市场中具备一定优势，毛利率有望小幅提升；而医疗业务由于产品组合和渠道的优化，毛利率具备提升空间；整体来看毛利率将实现提升。

**3、归母净利润：**2022 年公司收购的隆泰医疗（持有 55% 股权）、平安医械（持有 68% 股权）和桂林乳胶（持有 100% 股权）假设于下半年并表，预计贡献 0.8-1 亿元的净利润，2022 年归母净利润上调至 15.3 亿元（原为 14.5 亿元）。展望 2023-2024 年，在疫情影响减小、费用控制较为严格的情况之下，预计净利润将实现 20%~24% 的增长，净利率有小幅提升的空间。

**表1：盈利预测假设与结果**

项目	百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营收</b>	合计	4574.6	12533.9	8037.4	9967.4	11754.4	13886.4
	医疗业务	1188.9	8920.7	3922.0	5351.9	6997.9	8222.0
	原有业务：	1212.3	8920.7	3922.0	4134.8	5553.6	6503.2
	其中：防疫业务	149.2	7011.5	2377.8	2650.0	2000.0	2000.0
	其中：非防疫业务	1063.1	1909.2	1544.2	1484.8	3553.6	4503.2
	收购业务：						
	其中：隆泰医疗	-	-	-	443.4	554.2	692.8
	其中：平安医械				432.1	518.5	622.2
	其中：桂林乳胶				341.6	371.6	403.8
	消费品业务	3031.3	3517.1	4054.2	4615.6	5494.0	6514.9
	全棉水刺无纺布	292.2	236.6	-	-	-	-
	其他	62.3	96.2	-	-	-	-
<b>同比增长</b>	合计	19.2%	174.0%	-35.9%	24.0%	17.9%	18.1%
	医疗业务	2.2%	650.3%	-56.0%	36.5%	30.8%	17.5%
	原有业务：						
	其中：防疫业务	8.9%	4599.2%	-66.1%	11.4%	-24.5%	0.0%
	其中：非防疫业务	3.6%	79.6%	-19.1%	-3.8%	139.3%	26.7%
	收购业务：						
	其中：隆泰医疗	-	-	-	-	25.0%	25.0%
	其中：平安医械	-	-	-	-	20.0%	20.0%
	其中：桂林乳胶	-	-	-	-	8.8%	8.7%
	消费品业务	27.2%	16.0%	15.3%	13.8%	19.0%	18.6%
	全棉水刺无纺布	21.2%	-19.0%	-100.0%	-	-	-
	其他	22.6%	54.5%	20.0%	-	-	-
<b>毛利率</b>	合计	51.6%	59.5%	49.5%	49.0%	52.4%	52.4%
	医疗业务	38.5%	60.6%	47.5%	48.0%	47.9%	48.1%
	消费品业务	58.7%	55.2%	52.2%	50.9%	51.0%	51.0%
	全棉水刺无纺布	33.1%	33.3%	-	-	-	-
	其他	-53.5%	-4875.5%	-	-	-	-
<b>经营利润率</b>	合计	14.0%	36.2%	21.6%	17.3%	19.1%	19.5%
	医疗业务	19.1%	44.8%	28.0%	22.5%	22.9%	23.4%
	消费品业务	11.6%	12.6%	12.7%	11.4%	11.7%	12.1%
	全棉水刺无纺布	15.7%	10.0%	-	-	-	-
	其他	26.6%	65.6%	-	-	-	-
<b>净利润</b>	合计	547.2	3822.5	1237.4	1580.6	2048.2	2470.9
	减：少数股东损益	0.9	12.1	(1.9)	58.6	72.5	89.8
	归属于母公司所有者的净利润	546.3	3810.4	1239.3	1524.9	1934.1	2331.2
	其中：隆泰医疗	-	-	-	59.4	74.2	92.8
	其中：平安医械	-	-	-	67.3	80.8	97.0
	其中：桂林乳胶	-	-	-	41.0	44.6	48.5
<b>净利率</b>	合计	12.0%	30.5%	15.4%	15.9%	17.4%	17.8%
	减：少数股东损益	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	归属于母公司所有者的净利润	11.9%	30.4%	15.4%	15.3%	16.5%	16.8%
<b>同比增长</b>	合计	28.6%	598.6%	-67.6%	27.7%	29.6%	20.6%
	归属于母公司所有者的净利润	28.6%	597.5%	-67.5%	23.0%	26.8%	20.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：上表列示了隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶全年度收入及并表部分的净利润；目前假设收购项目于下半年并表

◆ 投资建议：高基数过去业绩拐点显现，维持“买入”评级

二季度医疗业务高基数已过业绩拐点显现，下半年盈利能力有望持续提升。未来疫情防控常态化，公司的防护产品需求仍较旺盛，而公司的医疗业务在三次收购后完善产品线、渠道有望实现协同互补；在消费品业务方面持续推出新品、精耕线上下渠道、加大品牌宣传，随着规模效应显现、经营环境改善，费用率有望降低盈利能力将有提升。考虑到下半年疫情防控的常态化、收购公司的并表，我们上调盈利预测，预计2022-2024年净利润分别为15.2/18/21.9亿元(原为14.5/18.6/23.3亿元)，同比分别22.8%/18.3%/21.8%，EPS分别为3.57/4.22/5.14元，当前股价对应PE 20.5x/17.3x/14.2x，由于盈利预测的上调，上调合理估值至89-92元(2023 PE 21-22X，原为86-90元)，维持“买入”评级。

表2：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,534	8,037	9,967	11,754	13,886
(+/-%)	174.0%	-35.9%	24.0%	17.9%	18.1%
净利润(百万元)	3810	1239	1531	1873	2257
(+/-%)	597.5%	-67.5%	23.5%	22.4%	20.5%
每股收益(元)	8.93	2.91	3.59	4.39	5.29
EBIT Margin	42.6%	18.7%	18.3%	18.9%	19.3%
净资产收益率(ROE)	36.4%	11.6%	12.9%	14.2%	15.2%
市盈率(PE)	8.2	25.2	20.4	16.7	13.8
EV/EBITDA	6.1	20.3	16.8	13.6	11.6
市净率(PB)	3.0	2.9	2.6	2.4	2.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

疫情反复消费需求下行；国际政治经济风险；市场竞争激烈

### 相关研究报告：

- 《稳健医疗（300888.SZ）-疫情和高基数影响下一季度收入增长 2.4%》——2022-04-27
- 《稳健医疗（300888.SZ）-收购隆泰医疗 55%股权，强化医疗业务龙头优势》——2022-04-15
- 《稳健医疗（300888.SZ）-收购隆泰医疗 55%股权，强化医疗业务龙头优势》——2022-04-13
- 《稳健医疗-300888-2021 年三季报点评：短期因素影响毛利率，看好长期增长潜力》——2021-10-27
- 《稳健医疗-300888-重大事件快评：业绩拐点显现，股权回购彰显信心》——2021-09-28

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	4163	4274	5171	5171	5171	<b>营业收入</b>	<b>4274</b>	<b>5171</b>	<b>5171</b>	<b>5171</b>	<b>0</b>
应收款项	1302	1105	1370	1616	1909	营业成本	1105	1370	1616	1909	0
存货净额	1216	1597	1995	2166	2565	营业税金及附加	1597	1995	2166	2565	0
其他流动资产	177	239	297	350	413	销售费用	239	297	350	413	0
<b>流动资产合计</b>	<b>10990</b>	<b>10346</b>	<b>11964</b>	<b>12434</b>	<b>13189</b>	管理费用	126	143	176	141	163
固定资产	1462	1693	2605	2511	2476	研发费用	0	0	0	61	89
无形资产及其他	208	266	255	244	234	财务费用	1693	2605	2511	2476	0
投资性房地产	328	945	945	945	945	投资收益	266	255	244	234	0
长期股权投资	13	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	945	945	945	945	0
<b>资产总计</b>	<b>13002</b>	<b>13267</b>	<b>15785</b>	<b>16151</b>	<b>16860</b>	其他收入	17	17	17	17	0
短期借款及交易性金融负债	150	216	1240	1239	1237	营业利润	13267	15785	16151	16860	0
应付款项	756	771	963	1045	1238	营业外净收支	216	1240	1239	1237	0
其他流动负债	1521	1088	1244	1445	1702	<b>利润总额</b>	<b>771</b>	<b>963</b>	<b>1045</b>	<b>1238</b>	<b>0</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2427</b>	<b>2075</b>	<b>3447</b>	<b>3729</b>	<b>4177</b>	所得税费用	1088	1244	1445	1702	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2075	3447	3729	4177	0
其他长期负债	107	505	505	505	505	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>107</b>	<b>505</b>	<b>505</b>	<b>505</b>	<b>505</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2534</b>	<b>2580</b>	<b>3952</b>	<b>4234</b>	<b>4682</b>	<b>净利润</b>	3810	1239	1531	1873	2257
少数股东权益	14	12	11	55	105	资产减值准备	254	(175)	1886	159	45
股东权益	10454	10675	11823	13228	14808	折旧摊销	159	167	266	388	433
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13002</b>	<b>13267</b>	<b>15785</b>	<b>17516</b>	<b>19595</b>	公允价值变动损失	(251)	(159)	148	57	68
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	219	(107)	(30)	(2)	(2)
每股收益	8.93	2.91	3.59	4.39	5.29	营运资本变动	956	(1057)	1514	(28)	(260)
每股红利	0.24	1.80	0.90	1.10	1.59	其它	(242)	174	(1887)	(115)	5
每股净资产	24.51	25.03	27.72	31.02	34.72	<b>经营活动现金流</b>	<b>4685</b>	<b>189</b>	<b>3457</b>	<b>2335</b>	<b>2548</b>
ROIC	92%	18%	18%	19%	22%	资本开支	0	(371)	(3200)	(500)	(500)
ROE	36%	12%	13%	14%	15%	其它投资现金流	(4131)	1001	0	0	0
毛利率	60%	50%	49%	52%	52%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4136)</b>	<b>626</b>	<b>(3200)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
EBIT Margin	43%	19%	18%	19%	19%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	21%	21%	22%	22%	负债净变化	(134)	0	0	0	0
收入增长	174%	-36%	24%	18%	18%	支付股利、利息	(102)	(768)	(383)	(468)	(677)
净利润增长率	598%	-67%	24%	22%	20%	其它融资现金流	3600	833	1024	(1)	(2)
资产负债率	20%	20%	25%	24%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3132</b>	<b>(704)</b>	<b>641</b>	<b>(469)</b>	<b>(679)</b>
息率	0.3%	2.5%	1.2%	1.5%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>3682</b>	<b>111</b>	<b>898</b>	<b>1365</b>	<b>1369</b>
P/E	8.2	25.2	20.4	16.7	13.8	货币资金的期初余额	481	4163	4274	5171	5171
P/B	3.0	2.9	2.6	2.4	2.1	货币资金的期末余额	4163	4274	5171	6537	6540
EV/EBITDA	6.1	20.3	16.8	13.6	11.6	企业自由现金流	0	7	127	1742	1944
						权益自由现金流	0	840	1176	1743	1944

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032