

公司研究

Q2 医疗板块增长突出，下半年期待健康生活消费品业务回暖

——稳健医疗（300888.SZ）2022年中报点评

增持（维持）

当前价：74.28 元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

zhujiayu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.26
总市值(亿元):	316.80
一年最低/最高(元):	52.01/95.43
近3月换手率:	21.91%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.44	18.02	0.70
绝对	2.82	24.60	-12.58

资料来源：Wind

相关研报

21 年业绩受高基数影响，22 年期待回归稳步增长——稳健医疗（300888.SZ）2021 年年报及 2022 年一季报点评（2022-04-22）
 健康生活消费品收入稳步增长、医疗耗材需求回落——稳健医疗（300888.SZ）2021 年中报点评（2021-08-23）

要点

上半年收入、归母净利润分别同比+27.05%、+17.32%

公司 2022 年上半年实现营业收入 51.58 亿元、同比增 27.05%，归母净利润 8.93 亿元、同比增 17.32%，扣非归母净利润 8.21 亿元、同比增 30.82%，EPS2.12 元。

分季度来看，22Q1、Q2 收入同比+2.37%、+58.30%，归母净利润同比-25.69%、+91.02%。二季度收入增速相较一季度提升主要系国内疫情在二季度多点散发、带动公司防护产品需求大增。

医用耗材业务收入分别同比大增 45.30%，二季度国内疫情多点散发背景下防护需求增加

上半年医用耗材收入 32.33 亿元、同比增长 45.30%，占总收入比例 63%；二季度收入同比+130.1%，其中隆泰医疗 5~6 月营收并表贡献 0.86 亿元，剔除隆泰医疗并表影响，二季度收入同比增长约 119%。

1) 分渠道来看：国内医院/国内药店/电商/国内直销/国外销售上半年收入占医用耗材业务的比重为 49%/8%/14%/7%/22%，收入分别同比+167.11%、+17.79%、+30.86%、+280.77%、-29.79%，其中国内医院收入增幅较大主要系上半年国内点状疫情发生、公司快速抓住市场机会满足客户需求；国内直销收入增加系企事业单位和政府部门采购防护产品数量增加所致；国外销售下滑主要系海外对疫情防控放松、对防护产品的需求下降。

2) 分产品来看：疾控防护产品占医用耗材业务的比重达 70%、收入同比+53.89%；扣除疾控防护用品以外，其他医疗产品收入合计同比增 28.81%，其中传统伤口护理与包扎产品、高端伤口敷料产品、手术室感染控制产品、消毒清洁产品收入分别同比+27.54%、+266.82%、-3.79%、+10.20%，高端伤口辅料产品收入同比大幅增加一方面系隆泰医疗 5-6 月并表贡献约 0.67 亿元的销售，另一方面系公司通过拓宽销售渠道和新增客户等方式实现产品大幅增长，不含隆泰医疗、该产品收入同比增长约 113%。

健康生活消费品业务收入分别同比稳健增长 5.07%，国内疫情影响 C 端消费

健康生活消费品业务上半年收入 18.81 亿元、同比增长 5.07%，收入占比为 36%；二季度收入同比+2.0%、较一季度降速主要为国内疫情影响部分门店正常营业和部分区域物流中断所致。

1) 分渠道来看：电商收入占健康生活消费品业务的比重为 60%、收入同比+2.44%，其中占线上比最大（77%）的天猫京东等第三方平台渠道收入合计持平，官网、小程序等自有平台收入同比+9.99%；线下渠道中，线下门店/商超/大客户收入占比为 30%/8%/2%，收入分别同比+4.80%、+35%、+1.72%，其中商超渠道收入同比增加主要系渠道覆盖数量增加贡献。单二季度来看，线上渠道收入增长 4.4%、线下渠道受疫情影响下滑 2.6%。

2) 分产品来看：棉柔巾、卫生巾收入占健康生活消费品业务的比重较大、分别为 22%/16%，收入同比+1.87%、+10.72%，湿巾/其他无纺消费品收入同比-12.10%、-1.51%；有纺品类收入占比约 46%，其中婴童用品、婴童服饰、成人服饰、其他纺织消费品收入同比-3.00%、+11.67%、+12.11%、+12.36%，有纺品类收入增长较快主要系公司增加以故事主题系列的产品呈现及产品外观设计改善、同时线上营销投放增加贡献。

3) 门店方面：22 年 6 月末线下门店总计 339 家、较年初净减少 1.7%，其中全棉时代门店数 335 家、较年初净增 4.7%，直营、加盟门店各为 312 家、27 家，较年初分别+4%、17%。

毛利率和费用率双降，存货周转持平，经营净现金流大幅增加

毛利率：上半年毛利率同比下降 3.86PCT 至 48.81%，毛利率下降主要系大宗原辅料涨价及人工成本上涨，其中医用耗材/健康生活消费品毛利率为 46.34%、53.28%，分别同比-5.19%、-0.87PCT。分季度来看，22Q1、Q2 毛利率同比-6.91%、-0.46PCT。

费用率：上半年期间费用率同比下降 4.43PCT 至 27.93%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 18.42%（同比-1.92PCT）、6.31%（-1.34PCT）、4.63%（-0.05PCT）、-1.43%（-1.12PCT）。上半年销售和管理费用率下降主要系上半年公司通过优化供应商及客户、精简 SKU、完善人员结构等措施，降本增效战略取得初步成效；财务费用率下降系利息收入及汇兑损益增加贡献。

其他财务指标：1) 存货 22 年 6 月末较年初增加 13.25%至 18.09 亿元、同比增加 43.07%；存货周转天数为 116 天、同比持平，其中医用耗材、健康生活消费品业务存货周转天数各为 70 天、235 天。

2) 应收账款 22 年 6 月末较年初增加 29.30%至 10.03 亿元、同比增加 16.11%，应收账款周转天数为 31 天、同比减少 7 天。

3) 上半年实现经营净现金流 8.01 亿元、同比增加 305.43%，经营净现金流同比大幅增加一是由于 20 年公司对防护产品采取预收 100%的信用政策，21 年上半年公司针对防护产品的信用政策已恢复正常水平；二是由于 20 年业绩较好，导致 21 年上半年汇算清缴后支付的各项税费较多。

期待医疗业务稳健发展、消费品业务复苏，维持“增持”评级

上半年在国内疫情多点散发的背景下，公司防护类产品需求旺盛、促医用耗材业务增长较快，同时公司围绕低值医用耗材领域开启外延并购，先后获得隆泰医疗 55%股权、湖南平安医械 68.7%股权以及桂林乳胶 100%股权，进一步丰富了产品线、补充了产品短板；健康生活消费品业务方面，虽然疫情影响部分线下门店无法正常营业以及物流中断，但公司积极进行多元化渠道布局，线上线下多平台多渠道优势互补仍实现稳健增长，下半年期待随着疫情逐步受控，健康生活消费品业务增速迎来提升。

考虑到上半年业绩好于预期，我们上调公司 22~24 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别上调 10%/17%/18%），对应 22~24 年 EPS 分别为 3.51、4.40、5.16 元，22、23 年 PE 分别为 21 倍、17 倍，维持“增持”评级。

风险提示：医用耗材业务拓展不及预期；健康生活消费品竞争加剧，或者主力渠道电商流量增长放缓、获客成本上升；棉价或汇率大幅波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,534	8,037	9,928	12,029	14,003
营业收入增长率	173.99%	-35.87%	23.52%	21.17%	16.41%
净利润（百万元）	3,810	1,239	1,499	1,877	2,199
净利润增长率	597.50%	-67.48%	20.95%	25.21%	17.14%
EPS（元）	8.93	2.91	3.51	4.40	5.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	36.45%	11.61%	12.71%	14.20%	14.81%
P/E	8	26	21	17	14
P/B	3.0	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-18

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,534	8,037	9,928	12,029	14,003
营业成本	5,070	4,028	5,071	6,025	6,978
折旧和摊销	159	167	218	264	295
税金及附加	117	65	80	97	113
销售费用	1,575	1,989	2,273	2,731	3,165
管理费用	437	454	486	589	679
研发费用	411	298	357	445	525
财务费用	219	-107	-144	-115	-129
投资收益	22	103	20	20	20
营业利润	4,532	1,476	1,776	2,223	2,611
利润总额	4,502	1,463	1,768	2,213	2,593
所得税	680	225	265	332	389
净利润	3,823	1,237	1,503	1,881	2,204
少数股东损益	12	-2	4	5	5
归属母公司净利润	3,810	1,239	1,499	1,877	2,199
EPS(元)	8.93	2.91	3.51	4.40	5.16

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,767	872	1,629	1,992	2,227
净利润	3,810	1,239	1,499	1,877	2,199
折旧摊销	159	167	218	264	295
净营运资金增加	2,945	-1,405	798	744	1,131
其他	-2,147	871	-886	-892	-1,398
投资活动产生现金流	-4,430	479	-2,507	-805	-580
净资本支出	-327	-552	-1,989	-750	-550
长期投资变化	13	17	0	0	0
其他资产变化	-4,116	1,014	-518	-55	-30
融资活动现金流	3,348	-1,410	1,171	-461	-639
股本变化	50	0	0	0	0
债务净变化	-113	66	1,411	-126	-204
无息负债变化	1,279	-20	317	501	297
净现金流	3,691	-61	293	726	1,009

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	59.5%	49.9%	48.9%	49.9%	50.2%
EBITDA 率	43.8%	20.2%	21.2%	21.6%	21.1%
EBIT 率	41.8%	17.5%	19.0%	19.4%	19.0%
税前净利润率	35.9%	18.2%	17.8%	18.4%	18.5%
归母净利润率	30.4%	15.4%	15.1%	15.6%	15.7%
ROA	29.4%	9.3%	9.3%	10.5%	11.2%
ROE (摊薄)	36.4%	11.6%	12.7%	14.2%	14.8%
经营性 ROIC	55.0%	16.6%	15.6%	17.2%	17.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	19%	19%	27%	26%	24%
流动比率	4.53	4.99	2.86	2.90	3.17
速动比率	4.03	4.22	2.39	2.40	2.63
归母权益/有息债务	69.66	49.38	7.25	8.80	11.44
有形资产/有息债务	83.49	58.76	8.83	10.75	13.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	13,002	13,267	16,113	17,920	19,652
货币资金	4,163	4,274	4,567	5,293	6,301
交易性金融资产	4,131	3,131	3,131	3,131	3,131
应收账款	844	776	884	1,029	1,147
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	458	329	259	318	378
存货	1,216	1,597	1,813	2,110	2,331
其他流动资产	53	129	129	129	129
流动资产合计	10,990	10,346	10,883	12,128	13,556
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	17	17	17	17
固定资产	1,401	1,477	1,578	1,729	1,855
在建工程	61	216	642	902	976
无形资产	208	266	854	887	919
商誉	0	0	589	589	589
其他非流动资产	64	647	666	666	666
非流动资产合计	2,012	2,921	5,230	5,791	6,096
总负债	2,534	2,580	4,307	4,683	4,776
短期借款	150	0	1,411	1,285	1,082
应付账款	727	735	913	1,325	1,535
应付票据	29	36	51	60	70
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24	24	24	24	24
流动负债合计	2,427	2,075	3,802	4,178	4,271
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	95	491	491	491	491
非流动负债合计	107	505	505	505	505
股东权益	10,468	10,687	11,806	13,237	14,876
股本	426	426	426	426	426
公积金	4,902	4,970	4,970	4,970	4,970
未分配利润	5,127	5,538	6,653	8,079	9,713
归属母公司权益	10,454	10,675	11,790	13,216	14,850
少数股东权益	14	12	16	21	26

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	12.57%	24.75%	22.90%	22.70%	22.60%
管理费用率	3.49%	5.65%	4.90%	4.90%	4.85%
财务费用率	1.74%	-1.34%	-1.45%	-0.96%	-0.92%
研发费用率	3.28%	3.71%	3.60%	3.70%	3.75%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.80	0.90	1.06	1.32	1.55
每股经营现金流	11.18	2.04	3.82	4.67	5.22
每股净资产	24.51	25.03	27.64	30.99	34.82
每股销售收入	29.39	18.85	23.28	28.21	32.83

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	8	26	21	17	14
PB	3.0	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	5.4	17.9	14.3	11.6	10.1
股息率	2.4%	1.2%	1.4%	1.8%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE