

稳健医疗（300888.SZ）

二季度收入增长 58.7%，医疗与消费业务持续向好

买入

核心观点

2022 年上半年收入增长 27%，二季度防护用品推动收入增速加快。2022 年上半年收入 51.6 亿，同比增长 27.1%，其中医疗/消费业务收入分别为 32.3/18.8 亿，分别同比增长 45.3%/27.4%，疫情下防护业务收入提升，消费业务虽受影响但韧性较强。归母净利润 8.9 亿，同比增长 17.3%。毛利率为 48.8%，同比下降 3.9 个百分点，其中医疗/消费业务毛利率分别为 46.3%/53.3%，分别下降 5.2/0.9 个百分点，主要由于防护产品价格回归常态、原辅料价格上涨。费用率得益于降本增效举措整体下降 4.4 个百分点。ROE 为 8.2%，去年同期仍受高基数影响，同比下降 21.2 个百分点但环比提升 0.9 个百分点，主要流动资产周转天数维持健康。单看二季度，公司收入 28.4 亿，同比增长 58.7%，增速环比加快 55.9 个百分点，主要由于二季度基数恢复常态。分业务看，医疗/消费业务收入分别为 18.3/9.9 亿，分别同比增长 130.1%/2.0%。公司单季度归母净利润为 5.4 亿，同比增长 91.0%。

外延并购强化医疗业务，消费品业务多方位发力。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，在产品方面公司目前共拥有 237 个注册证，在渠道方面三个并购项目的区域布局较强有望与公司原有的全国性渠道实现优势互补。消费业务方面，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。从产品端看，公司无纺布具备一定刚需属性、有纺品设计与营销并重新品推出顺利，此外公司的自有电商和小程序的运营也取得较好成效，截至 6 月 30 日全面时代会员近 4000 万人，用户转化率也有提升，将为消费业务的降本增效提供较强的助力。

风险提示：宏观需求下行、市场竞争加剧、原材料价格大幅波动。

投资建议：业绩拐点显现成长动力充足，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。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 15.3/19.1/23 亿元，同比分别 23.8%/24.1%/24.5%，EPS 分别为 3.6/4.46/5.55 元，当前股价对应 PE 20.4x/16.7x/13.8x，合理估值为 90-96 元（2023 PE 21-22X），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,534	8,037	9,967	11,858	13,968
(+/-%)	174.0%	-35.9%	24.0%	19.0%	17.8%
净利润(百万元)	3810	1239	1534	1912	2343
(+/-%)	597.5%	-67.5%	23.8%	24.7%	22.5%
每股收益(元)	8.93	2.91	3.60	4.48	5.49
EBIT Margin	42.6%	18.7%	18.3%	18.7%	19.7%
净资产收益率 (ROE)	36.4%	11.6%	13.0%	14.4%	15.7%
市盈率 (PE)	8.2	25.2	20.4	16.3	13.3
EV/EBITDA	6.1	20.3	16.8	13.2	11.0
市净率 (PB)	3.0	2.9	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

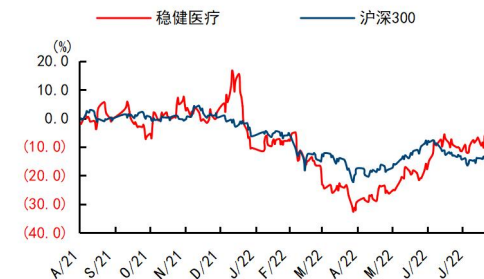
dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	75.00 元
总市值/流通市值	31950/10200 百万元
52 周最高价/最低价	96.88/52.80 元
近 3 个月日均成交额	98.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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%》——2022-07-13

《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

上半年收入增长 27%，二季度防护用品推动收入增速加快

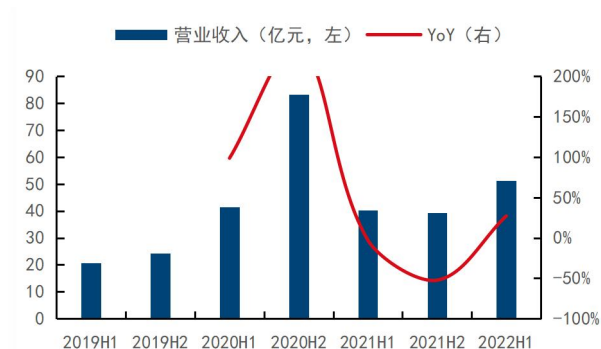
疫情下防护业务收入提升、消费业务虽受影响但韧性较强。2022 上半年，公司收入 51.6 亿元，同比增加 27.1%，其中医疗/消费业务收入分别为 32.3/18.8 亿元，由于拓宽渠道、升级产品分别实现同比增长 45.3%/27.4%，收入占比分别为 63%/36%。

医疗业务：1) 分渠道看，收入增长主要由国内医院渠道和国内直销渠道的快速提升所拉动，国内医院/国内直销渠道的收入分别为 15.9/2.2 亿元，分别同比增长 167.1%/280.8%，分别占医疗业务的 49%/7%。2) 分产品看，防护/非防护产品的收入分别为 22.5/8.9 亿元，分别同比增长 53.9%/34.9%，占医疗业务 70%/28%，非防护产品中传统伤口护理产品的收入 4.5 亿，实现同比 27.5%的较快增长、高端敷料收入 1.6 亿，实现同比 266.8%的迅猛增长(剔除隆泰并表影响同比增长 113%)。

消费品业务：1) 分渠道看，商超渠道快速增长、其他渠道增长稳健。上半年商场关闭、物流受阻的情况下，公司线上业务和线下门店均受一定打击，但收入分别实现 11.3/5.7 亿元，分别同比增长 2.4%/4.8%，分别占消费业务的 60%/30%；商超渠道增加渠道覆盖数量实现收入 1.4 亿元，同比增长 35%，占消费业务的 8%；大客户收入 0.4 亿元，同比增长 1.7%，规模平稳占比较低。2) 分产品看，有纺/无纺产品收入分别为 8.7/10.1 亿元，分别同比增长 8.6%/2.8%，分别占消费品的 46%/54%。

归母净利润 8.9 亿元，同比增长 17.3%，扣非后归母净利润为 8.2 亿元，同比增加 30.8%，主要由于费用控制得当、产品结构升级以及政府补助、理财收益等非经常性损益降低。

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

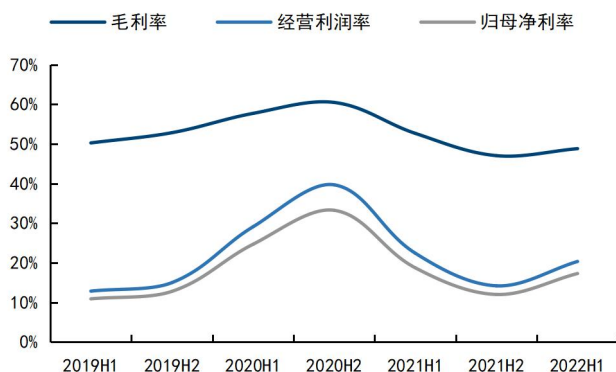
图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

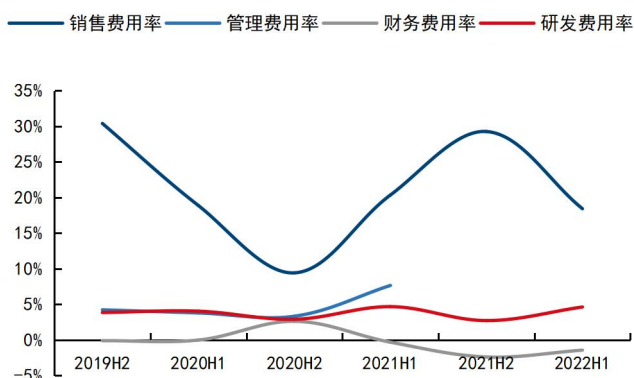
产品毛利率下滑，降本增效初见成果费用率降低。2022 上半年，公司产品毛利率为 48.8%，同比下降 3.9 个百分点，其中医疗/消费业务的毛利率分别为 46.3%/53.3%，分别同比下降 5.2/0.9 个百分点，主要是由于防护产品的价格回归常态、原辅材料价格上涨；各项费用率降低，上半年销售费用率为 18.2%，同比下降 1.9 个百分点，管理费用率同比下降 1.3 个百分点，财务费用率同比下降 1.1 个百分点。营业利润率方面，公司营业利润率为 20.4%，同比下降 2.1 个百分点，医疗/消费业务的营业利润率分别为 24.1%/11.0%，分别同比下降 2.0/1.7 个百分点。

图3：公司半年度毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

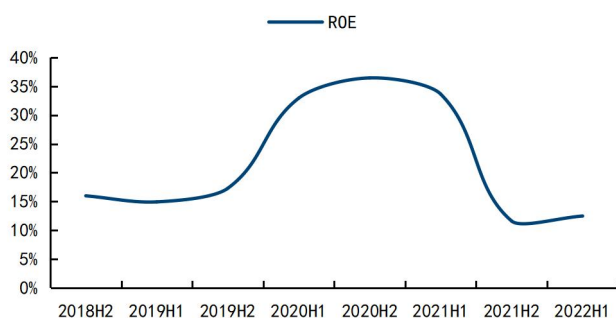
图4：公司半年度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

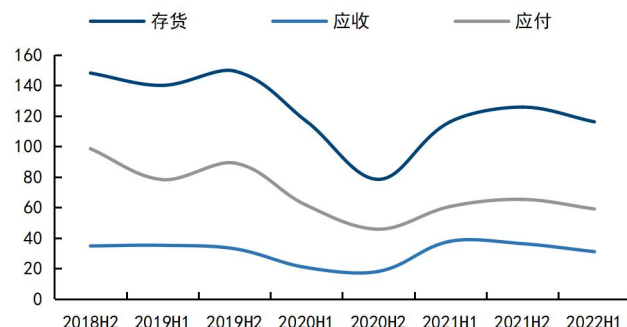
ROE 去年同期仍受高基数影响，同比下降环比有所提升，主要流动资产周转天数维持健康。公司 ROE 为 8.2%，由于去年高基数同比下降 21.2 个百分点，但环比增长 0.9 个百分点；存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 125/38/59 天，维持健康水平，其中，医用敷料的存货周转天数为 70 天，较上年末增加 24 天，主要是为满足销售需求库存商品的备货增加所致，但仍处于健康水平；消费品业务周转天数为 235 天，主要由于公司大部分销售渠道为直营模式。

图5：公司半年度净资产收益率（ROE）情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

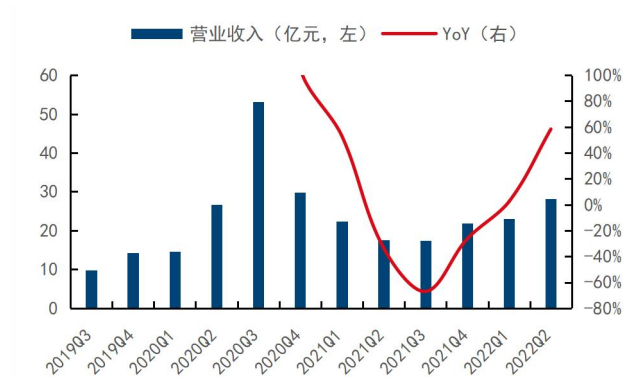
图6：公司半年度主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

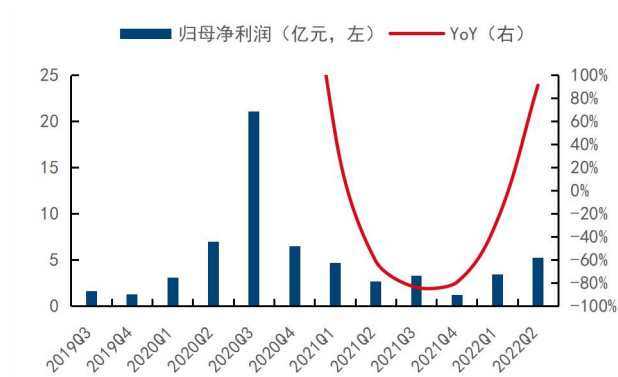
单看第二季度，收入增速环比加快，消费业务在门店关闭和物流受阻的影响下依然保持增长。公司实现主营业务收入 28.4 亿元，同比增长 58.7%，增长速度环比加快 55.9 个百分点，主要是由于 2021 年一季度防疫产品外销较多、整体收入基数较高，2021 年第二季度后基数恢复常态。分业务看，疫情下防护业务销售量提升但消费业务由于封控和物流受阻受到较大影响，医疗/消费业务收入分别为 18.3/9.9 亿元，分别同比增长 130.1%/2.0%，其中国内医院渠道取得亮眼增长，收入预计为 8.9 亿元，同比增长 477.9%。公司归属于上市公司股东的净利润 5.4 亿元，同比增长 91.0%；扣非后归母净利润为 4.9 亿元，同比增长 186.0%。

图7：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

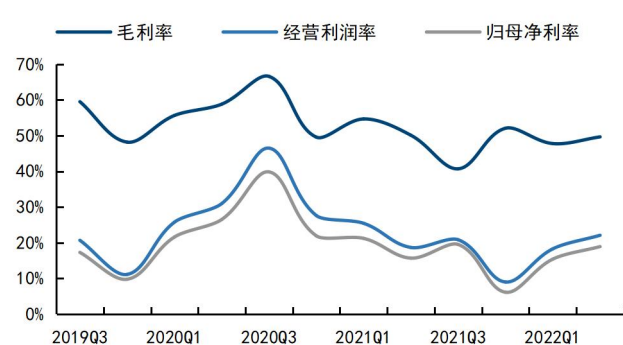
图8：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

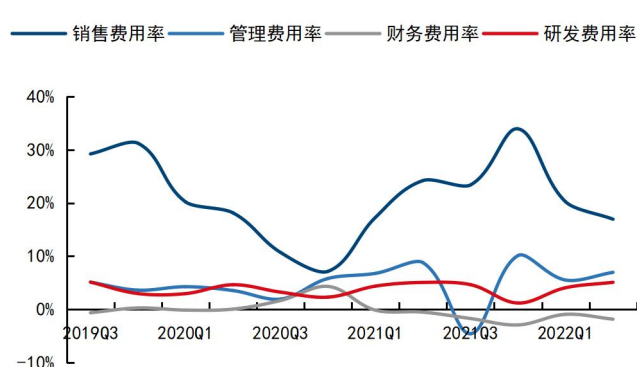
毛利率略降 0.5 个百分点，费用率下降 10.4 个百分点。第二季度毛利率为 49.7%，同比减少 0.5 个百分点。费用率整体下降 10.4 个百分点，销售/管理/财务/研发费用率分别为 16.9%/7.0%/-1.8%/5.1%，分别-7.3/-1.8/-1.3/+0.02 个百分点。

图9：公司单季毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

外延并购强化医疗业务，消费品业务多方位发力

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、切入穿刺领域，共有 237 个注册证（其中 22 个三类证，120 个二类证，94 个一类证）；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。三项收购在渠道和产品方面与公司形成互补，助力公司打造国内低值耗材龙头地位。

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。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，公司的自有电商和小程序渠道取得较好成效，截至 2022 年 6 月 30 日全棉时代全域会员人数近 4000 万，其中私域会员数量超 1900 万，用户转化率也有提升。下半年公司的降本增效将持续推进，盈利能力有望逐步提升。

投资建议：业绩拐点显现成长动力充足，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。预计 2022-2024 年净利润分别为 15.3/19.1/23.4 亿元，同比分别 23.8%/24.7%/22.5%，EPS 分别为 3.6/4.48/5.49 元，当前股价对应 PE 20.4x/16.7x/13.8x，合理估值为 90-96 元（2023 PE 21-22X），维持“买入”评级。

表 1：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	11,858	13,968
(+/-%)	174.0%	-35.9%	24.0%	19.0%	17.8%
净利润(百万元)	3810	1239	1534	1912	2343
(+/-%)	597.5%	-67.5%	23.8%	24.7%	22.5%
每股收益(元)	8.93	2.91	3.60	4.48	5.49
EBIT Margin	42.6%	18.7%	18.3%	18.7%	19.7%
净资产收益率(ROE)	36.4%	11.6%	13.0%	14.4%	15.7%
市盈率(PE)	8.2	25.2	20.4	16.3	13.3
EV/EBITDA	6.1	20.3	16.8	13.2	11.0
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

宏观需求下行、市场竞争加剧、原材料价格大幅波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4163	4274	5171	5457	6870	营业收入	12534	8037	9967	11858	13968
应收款项	1302	1105	1370	1630	1920	营业成本	5070	4028	5076	6026	7067
存货净额	1216	1597	1994	2336	2747	营业税金及附加	117	65	94	111	127
其他流动资产	177	239	297	353	416	销售费用	1575	1989	1786	2106	2417
流动资产合计	10990	10346	11962	12906	15083	管理费用	197	437	423	736	868
固定资产	1462	1693	2605	2511	2475	研发费用	155	411	298	439	517
无形资产及其他	208	266	255	244	234	财务费用	219	(107)	(30)	(45)	(22)
投资性房地产	328	945	945	945	945	投资收益	22	103	20	24	28
长期股权投资	13	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	251	159	(148)	(58)	(68)
资产总计	13002	13267	15784	16623	18754	其他收入	(857)	(394)	100	119	140
短期借款及交易性金融负债	150	216	1237	216	216	营业利润	4532	1476	1828	2349	2878
应付款项	756	771	962	1127	1325	营业外净收支	(29)	(13)	(23)	(28)	(33)
其他流动负债	1521	1088	1244	1461	1702	利润总额	4502	1463	1805	2321	2845
流动负债合计	2427	2075	3443	2804	3244	所得税费用	680	225	272	351	430
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	(2)	(2)	59	73
其他长期负债	107	505	505	505	505	归属于母公司净利润	3810	1239	1534	1912	2343
长期负债合计	107	505	505	505	505	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2534	2580	3948	3309	3749	净利润	3810	1239	1534	1912	2343
少数股东权益	14	12	11	55	106	资产减值准备	254	(175)	1886	159	45
股东权益	10454	10675	11825	13260	14900	折旧摊销	159	167	266	388	433
负债和股东权益总计	13002	13267	15784	16623	18754	公允价值变动损失	(251)	(159)	148	58	68
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	219	(107)	(30)	(45)	(22)
每股收益	8.93	2.91	3.60	4.48	5.49	营运资本变动	956	(1057)	1514	(118)	(279)
每股红利	0.24	1.80	0.90	1.12	1.65	其它	(242)	174	(1887)	(115)	6
每股净资产	24.51	25.03	27.73	31.09	34.94	经营活动现金流	4685	189	3460	2284	2616
ROIC	92%	18%	18%	19%	23%	资本开支	0	(371)	(3200)	(500)	(500)
ROE	36%	12%	13%	14%	16%	其它投资现金流	(4131)	1001	0	0	0
毛利率	60%	50%	49%	49%	49%	投资活动现金流	(4136)	626	(3200)	(500)	(500)
EBIT Margin	43%	19%	18%	19%	20%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	21%	21%	22%	23%	负债净变化	(134)	0	0	0	0
收入增长	174%	-36%	24%	19%	18%	支付股利、利息	(102)	(768)	(383)	(478)	(703)
净利润增长率	598%	-67%	24%	25%	23%	其它融资现金流	3600	833	1021	(1021)	0
资产负债率	20%	20%	25%	20%	21%	融资活动现金流	3132	(704)	637	(1499)	(703)
息率	0.3%	2.5%	1.2%	1.5%	2.3%	现金净变动	3682	111	898	286	1413
P/E	8.2	25.2	20.4	16.3	13.3	货币资金的期初余额	481	4163	4274	5171	5457
P/B	3.0	2.9	2.6	2.4	2.1	货币资金的期末余额	4163	4274	5171	5457	6870
EV/EBITDA	6.1	20.3	16.8	13.2	11.0	企业自由现金流	0	7	130	1655	1994
						权益自由现金流	0	840	1176	672	2013

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