

医疗组

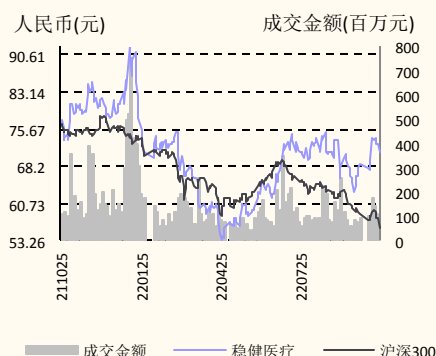
稳健医疗 (300888.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 70.95 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.26
已上市流通 A 股(亿股)	1.36
总市值(亿元)	302.60
年内股价最高最低(元)	92.32/53.26
沪深 300 指数	3633
创业板指	2337



相关报告

- 1.《业绩增长超出预期，降本增效稳步推进-稳健医疗半年报快报点评》，2022.7.12
- 2.《收购隆泰医疗打造高端伤口敷料行业龙头-稳健医疗收购点评》，2022.4.10
- 3.《医疗业务回归常态，健康消费品有望持续增长-稳健医疗三季报点评》，2021.10.26

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
vuan_wei@qizq.com.cn
zhaoby@qizq.com.cn

业绩增长符合预期，全渠道建设蓄力未来

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,534	8,037	10,569	12,754	15,050
营业收入增长率	173.99%	-35.87%	31.50%	20.67%	18.00%
归母净利润(百万元)	3,810	1,239	1,624	1,971	2,269
归母净利润增长率	597.50%	-67.48%	31.00%	21.39%	15.15%
摊薄每股收益(元)	8.934	2.906	3.807	4.621	5.321
每股经营性现金流净额	11.18	2.04	3.38	5.01	6.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.45%	11.61%	13.64%	15.06%	15.70%
P/E	18.58	28.37	18.64	15.35	13.33
P/B	6.77	3.29	2.54	2.31	2.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 24 日公司发布 2022 年三季度报告，前三季度实现营业收入 76.42 亿元 (+31%)；实现归母净利润 12.50 亿元 (+13%)；实现扣非归母净利润 11.49 亿元 (+21%)。
- 从单季度来看，第三季度公司实现营业收入 24.84 亿元 (+41%)；实现归母净利润 3.57 亿元 (+4.2%)；实现扣非归母净利润 3.28 亿元 (+2.1%)。

经营分析

- **业绩稳健增长，品牌力持续提升。**2022 年前三季度，公司医疗业务实现主营业务收入 48.3 亿元，同比增长 56.8%，其中三家并购公司（隆泰医疗、桂林乳胶、平安医械）实现主营业务收入 4.0 亿；健康生活消费品板块实现主营业务收入 27.4 亿元，同比增长 1.6%，业务毛利率同比提升 0.6 个百分点。疫情影响之下，公司业绩依然保持稳定发展。
- **坚定品牌发展战略，医疗和消费品业务协同发展。**公司疾控防护产品收入实现同比增长 68%，剔除疾控防护产品后的其他产品仍同比增长 40%，其中高端伤口敷料产品+323%，手术感控产品+22%，传统伤口护理与包扎产品+13%。消费品产品方面，2022 年前三季度，棉柔巾的主营业务收入整体持平，毛利率同比提升 1.0 个百分点；消费品产品卫生巾、婴童服饰、成人服饰和其他纺织消费品均收入实现正增长，婴童用品和其他无纺布收入有所下降。随着持续加强研发投入与品牌营销，公司业绩稳健性提高。
- **渠道建设成效显著，粉丝和会员数量持续提升。**在医疗渠道方面，公司前三季度医院渠道收入同比增长 163%，C 端渠道（药店+电商）收入同比增长 39%，截至三季度末，公司拥有近 1200 万的医疗电商粉丝（+26%）；在消费品医疗渠道上，公司商超渠道端拓展表现，收入同比增长 33%，截至第三季度末，全棉时代全域会员约 4200 万，今年新开 34 家门店，门店总数达 339 家（其中加盟店 27 家）。在全渠道持续强化与会员人数的不断提升下，公司产品粘性进一步提高，未来发展确定性增强。

盈利调整与投资建议

- 随着公司品牌价值的逐步提升以及渠道建设的进一步完善，我们看好公司常规产品持续放量，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 16.2、19.7 和 22.7 亿元，同比增长 31%、21%和 15%，维持“增持”评级。

风险提示

- 疫情防护产品放量不及预期；盈利增长可持续性风险；汇率波动风险；贸易摩擦风险；线下门店销售恢复不及预期；销售费用率较高风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,575	12,534	8,037	10,569	12,754	15,050
增长率		174.0%	-35.9%	31.5%	20.7%	18.0%
主营业务成本	-2,212	-5,070	-4,028	-5,060	-6,190	-7,394
%销售收入	48.4%	40.5%	50.1%	47.9%	48.5%	49.1%
毛利	2,363	7,464	4,009	5,509	6,564	7,656
%销售收入	51.6%	59.5%	49.9%	52.1%	51.5%	50.9%
营业税金及附加	-40	-117	-65	-85	-102	-120
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,356	-1,575	-1,989	-2,589	-3,086	-3,612
%销售收入	29.6%	12.6%	24.7%	24.5%	24.2%	24.0%
管理费用	-197	-437	-454	-634	-701	-828
%销售收入	4.3%	3.5%	5.7%	6.0%	5.5%	5.5%
研发费用	-155	-411	-298	-391	-446	-527
%销售收入	3.4%	3.3%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	615	4,923	1,202	1,810	2,228	2,569
%销售收入	13.4%	39.3%	15.0%	17.1%	17.5%	17.1%
财务费用	-6	-219	107	50	41	51
%销售收入	0.1%	1.7%	-1.3%	-0.5%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-48	-276	-101	0	0	0
公允价值变动收益	11	11	58	0	0	0
投资收益	-14	22	103	50	50	50
%税前利润	n.a	0.5%	7.1%	2.6%	2.2%	1.9%
营业利润	642	4,532	1,476	1,910	2,319	2,670
营业利润率	14.0%	36.2%	18.4%	18.1%	18.2%	17.7%
营业外收支	-3	-29	-13	0	0	0
税前利润	638	4,502	1,463	1,910	2,319	2,670
利润率	14.0%	35.9%	18.2%	18.1%	18.2%	17.7%
所得税	-91	-680	-225	-287	-348	-400
所得税率	14.3%	15.1%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	547	3,823	1,237	1,624	1,971	2,269
少数股东损益	1	12	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	546	3,810	1,239	1,624	1,971	2,269
净利率	11.9%	30.4%	15.4%	15.4%	15.5%	15.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	547	3,823	1,237	1,624	1,971	2,269
少数股东损益	1	12	-2	0	0	0
非现金支出	203	534	534	267	364	404
非经营收益	-60	-70	-194	34	-15	-11
营运资金变动	-91	481	-706	-485	-184	-65
经营活动现金净流	600	4,767	872	1,440	2,135	2,598
资本开支	-413	-327	-552	-1,934	-790	-800
投资	0	-4,120	847	-303	0	0
其他	-7	17	184	50	50	50
投资活动现金净流	-420	-4,430	479	-2,187	-740	-750
股权募资	0	3,593	0	258	0	0
债权募资	-40	-109	-150	-12	-129	148
其他	-58	-136	-1,260	-674	-813	-937
筹资活动现金净流	-98	3,348	-1,410	-428	-942	-789
现金净流量	84	3,691	-61	-1,176	453	1,059

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	481	4,163	4,274	2,994	3,371	4,376
应收款项	1,021	1,321	1,115	1,532	1,811	2,137
存货	992	1,216	1,597	1,802	2,035	2,228
其他流动资产	181	4,290	3,360	3,858	3,940	3,963
流动资产	2,675	10,990	10,346	10,187	11,157	12,704
%总资产	59.0%	84.5%	78.0%	68.8%	68.9%	70.0%
长期投资	9	13	17	20	20	20
固定资产	1,463	1,462	1,693	2,606	2,939	3,239
%总资产	32.3%	11.2%	12.8%	17.6%	18.1%	17.8%
无形资产	297	330	440	1,218	1,326	1,426
非流动资产	1,857	2,012	2,921	4,618	5,045	5,441
%总资产	41.0%	15.5%	22.0%	31.2%	31.1%	30.0%
资产总计	4,531	13,002	13,267	14,805	16,202	18,145
短期借款	129	150	216	314	185	334
应付款项	878	1,109	1,215	1,286	1,547	1,843
其他流动负债	180	1,168	644	909	1,057	1,238
流动负债	1,187	2,427	2,075	2,508	2,789	3,415
长期贷款	134	0	0	0	0	0
其他长期负债	47	107	505	377	312	267
负债	1,368	2,534	2,580	2,886	3,100	3,681
普通股股东权益	3,160	10,454	10,675	11,907	13,090	14,451
其中：股本	376	426	426	426	426	426
未分配利润	1,718	5,127	5,538	6,512	7,695	9,056
少数股东权益	3	14	12	12	12	12
负债股东权益合计	4,531	13,002	13,267	14,805	16,202	18,145

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.451	8.934	2.906	3.807	4.621	5.321
每股净资产	8.394	24.511	25.030	27.919	30.691	33.884
每股经营现金净流	1.593	11.178	2.044	3.377	5.006	6.091
每股股利	0.000	1.800	0.900	1.523	1.848	2.128
回报率						
净资产收益率	17.29%	36.45%	11.61%	13.64%	15.06%	15.70%
总资产收益率	12.06%	29.31%	9.34%	10.97%	12.16%	12.51%
投入资本收益率	15.38%	39.32%	9.32%	12.47%	14.13%	14.64%
增长率						
主营业务收入增长率	19.16%	173.99%	-35.87%	31.50%	20.67%	18.00%
EBIT增长率	20.10%	700.91%	-75.58%	50.56%	23.08%	15.32%
净利润增长率	28.64%	597.50%	-67.48%	31.00%	21.39%	15.15%
总资产增长率	14.48%	186.93%	2.03%	11.60%	9.44%	11.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.4	18.4	36.8	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	151.4	79.5	127.5	130.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	90.3	46.4	66.2	56.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	101.7	40.8	67.1	72.2	60.7	51.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.88%	-77.79%	-67.26%	-51.27%	-50.50%	-51.66%
EBIT利息保障倍数	99.2	22.5	-11.2	-36.0	-54.3	-50.3
资产负债率	30.19%	19.49%	19.44%	19.49%	19.13%	20.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	14	40	104
增持	1	4	8	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.57	1.36	1.25	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-30	增持	136.95	N/A
2	2021-01-12	增持	176.82	N/A
3	2021-08-23	增持	83.88	N/A
4	2021-09-23	增持	84.84	N/A
5	2021-10-26	增持	77.89	N/A
6	2022-04-10	增持	59.40	N/A
7	2022-07-12	增持	73.20	N/A

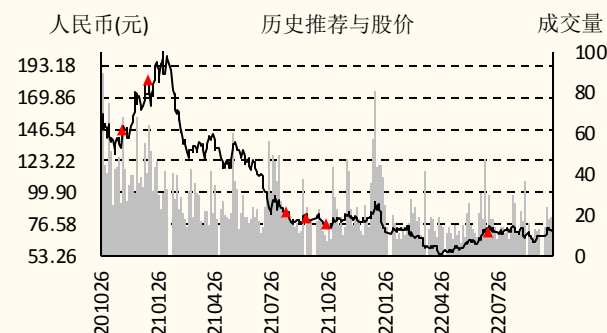
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402