

稳健医疗（300888.SZ）

防疫产品需求下降，上半年收入预计减少 14%-19%

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
联系人： 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：2023 年 7 月 14 日，公司发布 2023 年上半年业绩预告，预计实现收入 41.5-44.0 亿元，同比减少 14%-19%，归母净利润 6.7-7.0 亿元，同比减少 22%~25%。

2023 年 7 月 11 日，公司发布稳健工业园城市更新单元搬迁补偿安置相关协议的进展公告，公司与星达公司签订的搬迁补偿安置相关协议，将在 2023Q3 向星达公司移交稳健工业园所在位置的 land 和建筑物。本次交易，星达公司预计支付给公司 4.15 亿元货币补偿（预计 2023 年下半年 2 亿元，2024 年 2.15 亿元），另外回迁物业预计对公司 2023Q3 利润表贡献 16.0 亿元资产处置收益。

国信纺织观点：1) 业绩预告：上半年防疫用品需求减少拖累整体业绩，消费品业务实现双位数同比增长；2) 城市更新项目：预计对公司 2023Q3 贡献资产处置收益约 16 亿元，贡献归母净利润约 13.6 亿元；3) 风险提示：疫情多轮反复；渠道拓展不及预期；宏观经济不景气；系统性风险；4) 投资建议：上半年业绩为防疫业务拖累，中长期看好医疗并购协同效应释放，消费品盈利能力提升。医疗板块方面，短期疾控防护用品需求和利润率随疫情稳定收缩拖累业绩表现，中长期来看外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务上半年在疫后客流复苏和爆品策略驱动下实现良好增长，全棉时代具备较强品牌竞争力，精耕线上线下渠道、降本增效有望持续提升盈利能力。因城市更新项目贡献资产处置收益 16 亿元，但同时防疫产品需求下降幅度超出原来预期，上调 2023 年盈利预测、下调 2024-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 26.6/14.6/17.3 亿元（原为 15.0/16.4/19.0 亿元），同比变动+61%/-45%/+18%，由于 2024-2025 年盈利预测下调，下调目标价至 58-62 元（原 77-81 元），对应 2024 年 PE 17-18x，维持“买入”评级。

评论：

◆ 业绩预告：上半年防疫用品需求减少拖累整体业绩，消费品业务实现双位数同比增长

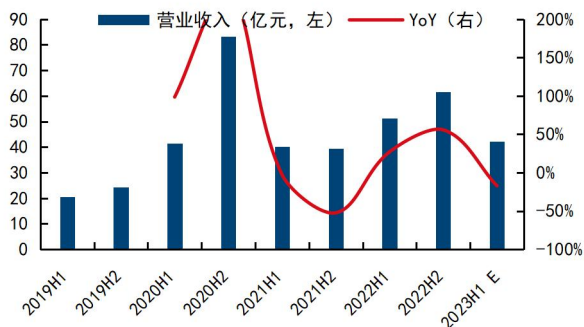
2023 上半年预计收入 41.5-44.0 亿元，同比变动-19%~-14%，其中医疗业务收入同比-35%~-29%至 21.0~23.0 亿元，消费品同比增长 10~12%至 20.5-21.0 亿元。

2023Q2 预计收入 17.9-20.4 亿元，同比变动-37%~-28%（其中医疗同比-60%~-49%，消费品同比增长 9%~14%）；

2023 上半年预计归母净利润 6.7-7.0 亿元，同比变动-25%~-22%，2023Q2 预计归母净利润 2.9-3.2 亿元，同比变动-45%~-40%。

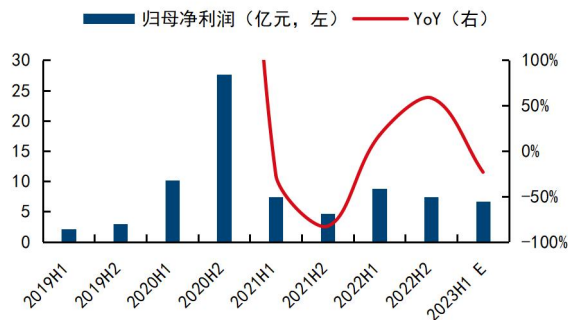
二季度防疫用品需求大幅下降导致医疗业务出现下滑拖累整体业绩，同时消费品业务通过爆品策略、营销推广和渠道建设实现收入增长。

图1: 公司半年度收入及增长



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增长



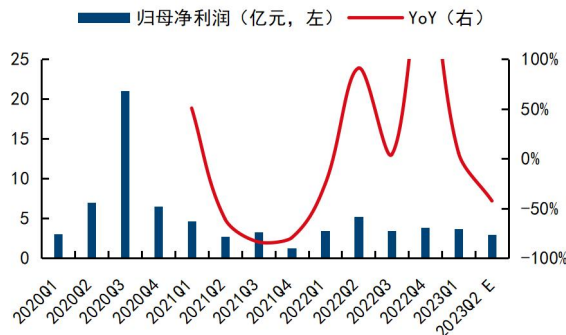
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度收入及增长



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增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 城市更新项目: 预计对公司 2023Q3 贡献资产处置收益约 16 亿元, 贡献归母净利润约 13.6 亿元

公司拟与深圳市星达房地产开发有限公司进行合作, 就所持有的深圳市龙华区稳健工业园的土地及地上建筑物和星达公司签署城市更新搬迁补偿安置相关协议。近日, 公司已与星达公司签署了本次交易涉及的《深圳市龙华区稳健工业园城市更新单元搬迁补偿安置协议书》及相关协议。

一、本次交易的主要内容

根据公司与星达公司签订的搬迁补偿安置相关协议, 公司将在 2023 年第三季度向星达公司移交稳健工业园所在位置的土 29,064.49 平方米、地上永久建筑物 37,213.55 平方米。

星达公司将采用货币补偿与产权置换(回迁物业)相结合的方式对公司进行补偿, 其中, 货币补偿 4.15 亿元, 回迁物业建筑面积共计 50,660 平方米(其中办公用途物业 39,240 平方米, 商业用途物业 200 平方米, 住宅用途物业 11,220 平方米)。办公用途物业将作为公司总部职能部门的办公场所, 商业用途物业将作为公司展厅, 住宅用途物业将作为公司员工宿舍等。

二、本次交易对公司财务状况的影响

1. 货币补偿对公司的影响

根据公司与星达公司签订的搬迁补偿安置协议，公司将收到星达公司支付的 4.15 亿元货币补偿，公司预计 2023 年下半年收到 2 亿元，2024 年收到 2.15 亿元。该货币补偿基本能够覆盖公司从搬出之日起至搬回之日期间内因搬迁产生的资产报废损失、搬迁费用、人员安置费用、过渡期新增租赁物业装修费及租金等支出。

2. 回迁物业对公司的影响

根据银信资产评估有限公司对回迁物业出具的估值报告，回迁物业于估值基准日 2023 年 6 月 30 日的估值金额为 16.01 亿元。为此，公司将于 2023 年第三季度进行会计处理，增加其他非流动资产 16.01 亿元，确认递延所得税负债 2.4 亿，增加资产处置收益 16.01 亿元，所得税费用 2.4 亿元，2023 年归母净利润预计增加 13.61 亿元。

◆ 盈利预测调整：防疫需求收缩影响医疗业务业绩预期，城市更新项目贡献 2023 年资产处置收益

本次盈利预测的调整有两个主要的影响因素：

- 1、疫情管控放开后，防疫需求的萎缩幅度大于预期，因此下调 2023-2025 年防疫产品的收入预期，预计防疫业务未来每年稳定在 6 亿元左右的年收入。另一方面，上半年医疗常规品销售不如此前预期乐观，因此医疗常规品收入也有所下调。消费品业务收入基本维持之前预期。
- 2、近期公告的城市更新项目预计将为公司利润表贡献 16.0 亿元的资产处置收益，预计贡献归母净利润 13.6 亿元。

调整后，预计 2023-2025 年营业总收入分别为 91/101/117 亿元（原为 102/115/131 亿元），同比变动 -20%/+12%/+15%；毛利率 50.4%/50.7%/51.1%（原为 49.0%/50.7%/51.5%）。

加上 16 亿元资产处置收益的影响，因此预计 2023-2025 年归母净利润分别为 26.6/14.6/17.3 亿元（原为 15.0/16.4/19.0 亿元），同比变动 +61%/-45%/+18%。预计撇除资产处置收益后的归母净利润为 13.0/14.6/17.2 亿元，同比变动 -21%/+13%/+18%。

表1: 稳健医疗盈利预测假设拆分

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万)	4,575	12,534	8,037	11,351	9,085	10,129	11,656
医疗业务:	1,504	8,921	3,922	7,203	4,283	4,390	4,995
防疫产品	149	7,012	2,378	4,735	1,077	600	600
常规品	1,355	1,909	1,544	2,468	3,206	3,790	4,395
消费品业务:	3,008	3,517	4,054	4,055	4,714	5,648	6,570
电子商务	1,674	2,338	2,541	2,565	2,897	3,278	3,708
线下门店	1,162	955	1,235	1,184	1,519	1,911	2,310
商超渠道	104	134	203	232	294	366	450
大客户	68	90	75	74	85	93	101
其他业务:	62	96	61	94	87	92	92
收入 YOY	19.2%	174.0%	-35.9%	41.2%	-20.0%	11.5%	15.1%
医疗业务:	29.3%	493.0%	-56.0%	83.7%	-40.5%	2.5%	13.8%
防疫产品	8.9%	4599.2%	-66.1%	99.1%	-77.3%	-44.3%	0.0%
常规品	32.0%	40.9%	-19.1%	59.8%	29.9%	18.2%	16.0%
消费品业务:	26.2%	16.9%	15.3%	0.0%	18.3%	17.8%	16.3%
电子商务	24.6%	39.7%	8.7%	0.9%	13.0%	13.1%	13.1%
线下门店	30.8%	-17.9%	29.3%	-4.1%	28.3%	25.8%	20.9%
商超渠道	44.9%	29.1%	51.2%	14.1%	27.0%	24.3%	23.0%
大客户	-15.4%	32.3%	-16.6%	-1.4%	15.0%	10.0%	8.0%
其他业务:	22.6%	54.5%	-36.4%	52.9%	-6.6%	5.0%	0.0%
毛利率	51.6%	59.5%	49.9%	47.4%	50.4%	50.7%	51.1%
医疗业务	37.8%	61.5%	47.5%	44.5%	45.0%	45.1%	45.4%
消费品业务	58.7%	55.2%	52.2%	52.8%	54.6%	55.1%	55.5%
期间费用							
销售费用率	29.6%	12.6%	24.7%	18.1%	22.1%	22.4%	22.3%
管理费用率	4.3%	3.5%	5.7%	5.6%	6.2%	6.0%	6.0%
研发费用率	3.4%	3.3%	3.7%	4.3%	4.7%	4.6%	4.6%
财务费用率	0.1%	1.7%	-1.3%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	-0.8%
所得税率	14.3%	15.1%	15.4%	12.8%	14.4%	14.4%	14.5%
净利润 (百万元):							
归母净利润	546	3810	1239	1651	2660	1462	1727
YOY	28.6%	597.5%	-67.5%	33.2%	61.2%	-45.0%	18.1%
净利率	11.9%	30.4%	15.4%	14.5%	29.3%	14.4%	14.8%
撇除资产处置收益的净利润	494	3810	1237	1647	1298	1459	1723
YOY	15.8%	671.5%	-67.5%	33.2%	-21.2%	12.5%	18.1%
占收入比重	10.8%	30.4%	15.4%	14.5%	14.3%	14.4%	14.8%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

◆ 投资建议: 上半年业绩为防疫业务拖累, 中长期看好医疗并购协同效应释放, 消费品盈利能力提升

医疗板块方面, 短期疾控防护产品需求和利润率随疫情稳定收缩拖累业绩表现, 中长期来看外延并购有望实现产品渠道协同互补, 医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务上半年在疫后客流复苏和爆品策略驱动下实现良好增长, 全棉时代具备较强品牌竞争力, 精耕线上下渠道、降本增效有望持续提升盈利能力。因城市更新项目贡献资产处置收益 16 亿元, 但同时防疫产品需求下降幅度超出原来预期, 上调 2023 年盈利预测、下调 2024-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 26.6/14.6/17.3 亿元 (原为 15.0/16.4/19.0 亿元), 同比变动+61%/-45%/+18%, 由于 2024-2025 年盈利预测下调, 下调目标价至 58-62 元 (原 77-81 元), 对应 2024 年 PE 17-18x, 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	9,085	10,129	11,656
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-20.0%	11.5%	15.1%
净利润(百万元)	2068	1651	2662	1462	1727
(+/-%)	3.7%	-20.2%	61.3%	-45.1%	18.1%
每股收益(元)	4.85	3.87	6.24	3.43	4.05
EBIT Margin	27.1%	18.6%	16.6%	16.9%	17.4%
净资产收益率(ROE)	19.4%	14.1%	20.0%	10.3%	11.3%
市盈率(PE)	8.5	10.6	6.6	12.0	10.2
EV/EBITDA	8.6	9.9	11.4	10.2	8.9
市净率(PB)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE			
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
稳健医疗	买入	42.1	3.87	6.24	3.43	4.05	10.9	6.8	12.3	10.4
可比公司:										
中顺洁柔	无评级	10.5	0.30	0.48	0.60	0.69	34.8	21.9	17.5	15.2
豪悦护理	无评级	45.5	2.43	3.39	4.05	4.65	18.7	13.4	11.2	9.8
良品计划	无评级	85.9	3.78	4.70	5.18	5.64	22.7	18.3	16.6	15.2
平均值								17.8	15.1	13.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 无评级公司的 EPS 预测来自 wind 或彭博一致预期

◆ 风险提示

疫情大范围爆发; 原材料价格大幅波动; 海外通胀影响外需; 国内经济大幅下行影响内需。

相关研究报告:

- 《稳健医疗(300888.SZ)-2022 年净利润增长 33%, 2023 年一季度消费门店收入增长 19%》——2023-04-27
- 《稳健医疗(300888.SZ)-医疗业务高增, 全年业绩预计增长 31%至 49%》——2023-01-12
- 《稳健医疗(300888.SZ)-三季度收入增长 41%, 毛利率提升显著》——2022-10-27
- 《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》——2022-08-23
- 《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4274	4527	4973	5911	7011	营业收入	8037	11351	9085	10129	11656
应收款项	1105	1220	976	1089	1253	营业成本	4028	5973	4504	4997	5704
存货净额	1597	1559	1137	1254	1436	营业税金及附加	65	98	79	81	93
其他流动资产	239	441	353	394	453	销售费用	1010	2050	2004	2265	2599
流动资产合计	10346	12126	11818	13026	14532	管理费用	763	1177	1029	1115	1277
固定资产	1693	3078	2734	2706	2662	财务费用	(107)	(123)	(67)	(81)	(93)
无形资产及其他	266	1033	992	950	909	投资收益	103	51	46	51	59
投资性房地产	945	1979	1979	1979	1979	资产减值及公允价值变动	(40)	(391)	1461	(149)	(171)
长期股权投资	17	22	22	22	22	其他收入	113	140	115	123	136
资产总计	13267	18238	17544	18682	20104	营业利润	2455	1977	3157	1778	2100
短期借款及交易性金融负债	216	2511	1000	1000	1000	营业外净收支	(13)	(57)	2	(11)	(12)
应付款项	771	1144	834	920	1054	利润总额	2442	1920	3159	1767	2088
其他流动负债	1088	1832	1337	1482	1699	所得税费用	376	245	455	254	303
流动负债合计	2075	5487	3171	3402	3753	少数股东损益	(2)	24	42	51	58
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2068	1651	2662	1462	1727
其他长期负债	505	568	568	567	568						
长期负债合计	505	568	568	567	568	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2580	6055	3739	3969	4320	净利润	2068	1651	2662	1462	1727
少数股东权益	12	478	504	534	569	资产减值准备	(175)	326	1995	14	(28)
股东权益	10675	11705	13302	14179	15215	折旧摊销	167	266	352	406	442
负债和股东权益总计	13267	18238	17544	18682	20104	公允价值变动损失	40	391	(1461)	149	171
						财务费用	(107)	(123)	(67)	(81)	(93)
关键财务与估值指标	2020	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1057)	193	1944	(25)	(83)
每股收益	4.85	3.87	6.24	3.43	4.05	其它	174	(308)	(1969)	16	63
每股红利	1.80	0.94	2.50	1.37	1.62	经营活动现金流	1216	2519	3522	2023	2291
每股净资产	25.03	27.44	31.19	33.25	35.67	资本开支	0	(1530)	(500)	(500)	(500)
ROIC	26%	20%	13%	16%	18%	其它投资现金流	1001	(1248)	0	0	0
ROE	19%	14%	20%	10%	11%	投资活动现金流	997	(2783)	(500)	(500)	(500)
毛利率	50%	47%	50%	51%	51%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	19%	17%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	21%	20%	21%	21%	支付股利、利息	(768)	(401)	(1065)	(585)	(691)
收入增长	-36%	41%	-20%	11%	15%	其它融资现金流	(563)	1319	(1511)	0	0
净利润增长率	4%	-20%	61%	-45%	18%	融资活动现金流	(2102)	517	(2576)	(585)	(691)
资产负债率	20%	36%	24%	24%	24%	现金净变动	111	253	446	938	1101
息率	4.4%	2.3%	6.1%	3.3%	3.9%	货币资金的期初余额	4163	4274	4527	4973	5911
P/E	8.5	10.6	6.6	12.0	10.2	货币资金的期末余额	4274	4527	4973	5911	7011
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	0	769	3088	1348	1590
EV/EBITDA	8.6	9.9	11.4	10.2	8.9	权益自由现金流	0	2088	1567	1379	1635

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