

稳健医疗（300888.SZ）

上半年收入减少 17%，消费品盈利水平明显改善

买入

核心观点

防疫用品高基数影响上半年收入增速，但对比 2019 年增长 1 倍以上。2023 上半年公司收入同比下降 17%至 43 亿元，归母净利润同比下降 24%至 6.8 亿元，净利率小幅下降至 16.0%。剔除基数影响，上半年收入、净利润对比 2019 年分别增长 103%、196%。**1) 医疗板块：**上半年收入同比减少 33%至 22 亿元，其中高端伤口敷料和手术室耗材均同比增长 70%以上，但防疫用品收入受疫情放开后防疫需求大幅下降影响，收入大幅下降，拖累业绩表现。上半年医疗板块营业利润同比减少 43%，营业利润率下降至 20.3%。**2) 消费品板块：**上半年收入增长 11%至 21 亿元，其中门店的小幅净增、店效双位数增长推动线下增长 18%，线上在较高基数上增长 10%。上半年盈利水平明显回升，营业利润同比增长 29%，营业利润率回升至 12.9%，接近疫情前水平。

单二季度公司收入下降 33%至 19 亿元，归母净利润下降 43%至 3.0 亿元，业绩降幅的扩大主要由于 Q2 防疫产品收入大幅萎缩 9 成。

医疗业务重视研发、发挥并购协同优势；消费品业务品类和渠道改善。1)

医疗板块：重视产品研发投入，截至期末共持有相关研发专利 732 项、医疗产品注册证 332 项（三类注册证 25 项）；同时去年并购的 3 家公司，为公司完善准入证件、布局医疗低值耗材领域奠定基础。**2) 消费品板块：**通过积极推进降本增效举措、新品迭代、发挥优势品类打造多个小爆款，会员数双位数提升、复购率保持较高水平，门店坪效、店效和电商均有双位数增长，盈利水平明显回升。未来店铺数和店效、利润率提升潜力仍较大。

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

投资建议：防疫需求回归常态，中长期看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定收缩拖累业绩表现，目前已回归常态。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。消费品业务上半年品类和渠道运营优化，降本增效、发挥优势品类，盈利增长提升潜力较大。维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 26.7/14.6/17.3 亿元，同比变动+62%/-45%/+18%，维持目标价 58-62 元，对应 2024 年 PE 17-18x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	9,035	10,012	11,517
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-20.4%	10.8%	15.0%
净利润(百万元)	2068	1651	2672	1465	1725
(+/-%)	3.7%	-20.2%	61.9%	-45.2%	17.7%
每股收益(元)	4.85	3.87	6.26	3.44	4.05
EBIT Margin	27.1%	18.6%	16.2%	16.5%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	14.1%	20.1%	10.3%	11.3%
市盈率 (PE)	8.5	10.6	6.6	12.0	10.2
EV/EBITDA	8.6	9.9	11.8	10.4	9.0
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

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

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	58.00 - 62.00 元
收盘价	41.94 元
总市值/流通市值	24929/7872 百万元
52 周最高价/最低价	83.12/39.94 元
近 3 个月日均成交额	53.46 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）-防疫产品需求下降，上半年收入预计减少 14%-19%》——2023-07-18
- 《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

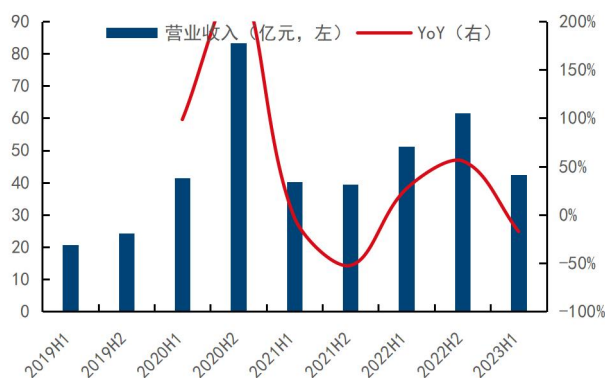
防疫用品需求减少，上半年收入减少 17%

2023 上半年公司收入同比下降 17.3%至 42.7 亿元，归母净利润同比下降 23.7%至 6.8 亿元，收入和净利润下降主要受防疫用品需求同比大幅减少影响，具体来看：

1) **医疗业务**：上半年公司医疗板块实现收入 21.7 亿元，-33.3%，分产品看，传统伤口护理与包扎平稳增长 10%至 5.70 亿元；高端伤口辅料和手术室耗材大幅增长 73%/75%至 2.83/2.71 亿元，高端伤口辅料产品主要由并购融合和电商高增长贡献；疾控防护用品受到疫情放开后需求减少影响，同比大幅下降 67%至 7.34 亿元；健康个护产品同样受到疫情放开后需求减少影响，下降 30%至 1.18 亿元；其他产品（主要是检测试剂）收入 1.97 亿元。

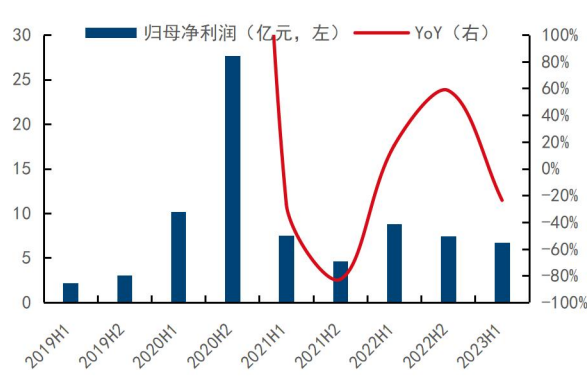
2) **消费品业务**：上半年消费品业务实现收入 20.6 亿元，+11.1%，分渠道看，电子商务在持续拉新增强渗透和转化的带动下，同比增长 10.4%至 12.43 亿元；线下门店在店铺净增、店效提升带动下，同比增长 17.8%至 6.47 亿元，商超和大客户分别同比持平 and 下降 19%。

图1：公司营业收入与变化情况（单位：亿元、%）



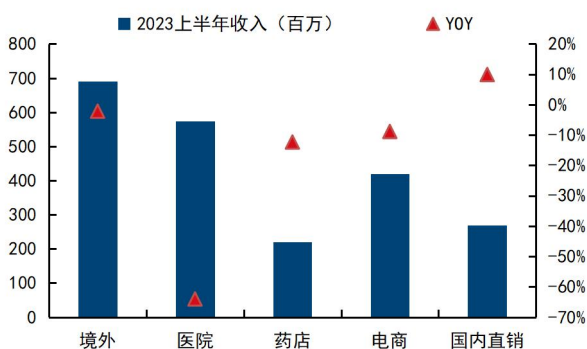
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况（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3：上半年公司医疗板块分渠道收入及增速



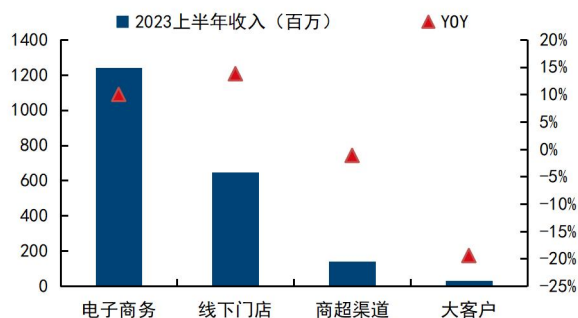
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：上半年公司医疗板块分产品收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：上半年公司消费品板块分渠道收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

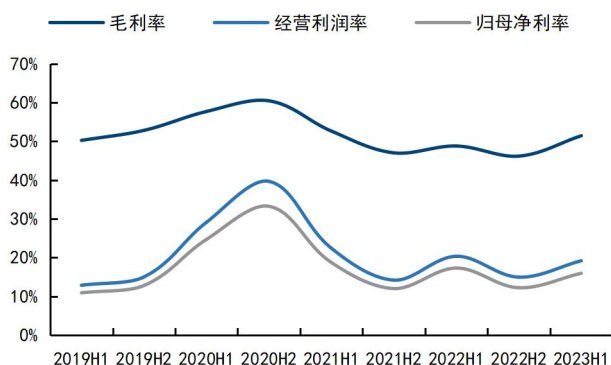
图6：上半年公司消费品板块分产品收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

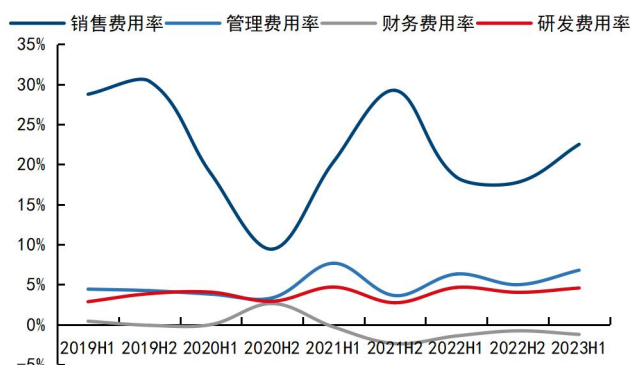
消费品贡献毛利率提升，业务结构变化影响净利率。2023 上半年，公司毛利率提升 2.6 个百分点至 51.5%，其中医疗用品/消费品毛利率分别变动-1.1/+4.9 个百分点至 45.2%/58.2%，医疗用品毛利率下降主要由于毛利率较高的防疫用品收入大幅下降，实际上，非防疫用品的毛利率同比小幅提升。费用率合计提升 4.7 百分点，其中销售费用率提升 4.1 百分点，主要由于费用率较高消费品业务收入占比提升、而费用率较低的防疫用品大幅下降。经营利润率/归母净利润率同比下降 1.1/1.3 百分点至 19.2%/16.0%。

图7：公司毛利率、经营利润率、归母净利润率与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

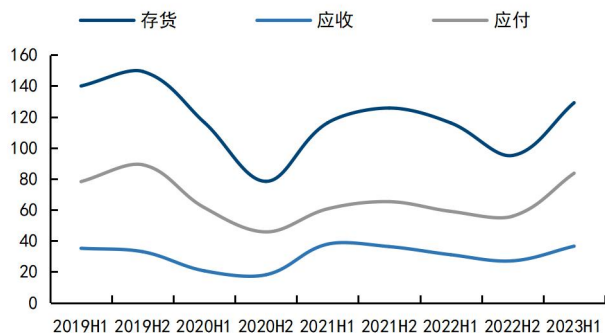
图8：公司四项费用率与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

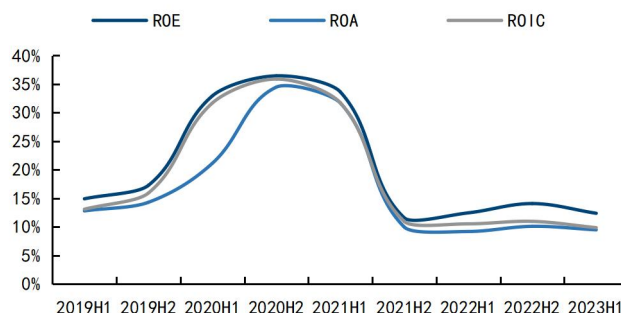
存货、应收、应付周转天数均同比上升。存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 129/37/84 天，分别比去年同期增加 13/6/25 天。ROE/ROIC(TTM)为 12.4%/9.9%，同比持平/-0.7 百分点。

图9：公司存货、应收、应付周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度防疫业务减少 9 成，消费品双位数增长

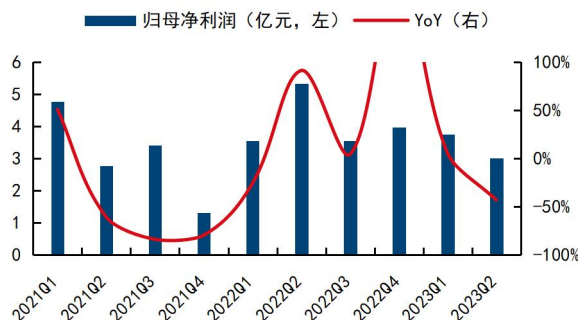
2023 二季度公司收入同比减少 32.5%至 19.1 亿元，归母净利润同比减少 43.1%至 3.0 亿元，分业务收入看，医疗板块/消费品分别同比变动-56%/+10%至 8.1/10.9 亿元，医疗板块中，防疫业务同比减少约 9 成至 1.2 亿元左右，非防疫业务增长 21%至 6.9 亿元左右。

二季度毛利率同比增长 2.4 百分点至 52.1%，主要由消费品毛利率本身提升、毛利率较高的消费品业务占比提升同时贡献。

二季度费用率合计增长 8.3 百分点，其中销售费用率增加 8.7 百分点至 25.6%，主要由总收入减少和费用率较高的消费品业务占比提升所致。单二季度研发费用率 4.7%，体现出公司重视产品创新和投入。

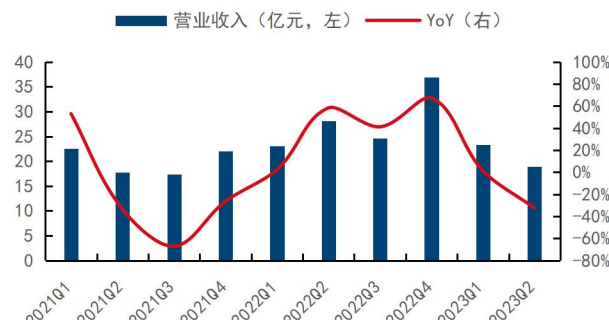
二季度经营利润率/归母净利率/扣非净利率分别为 19.1%/15.9%/12.6%，同比减少 2.9/3.0/4.8 百分点。

图11：公司单季度营业收入与变化情况



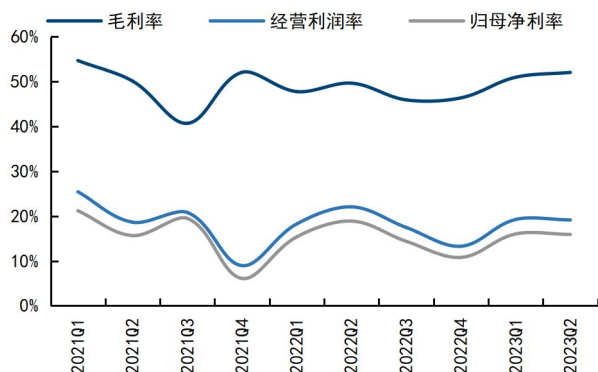
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度归母净利润与变化情况



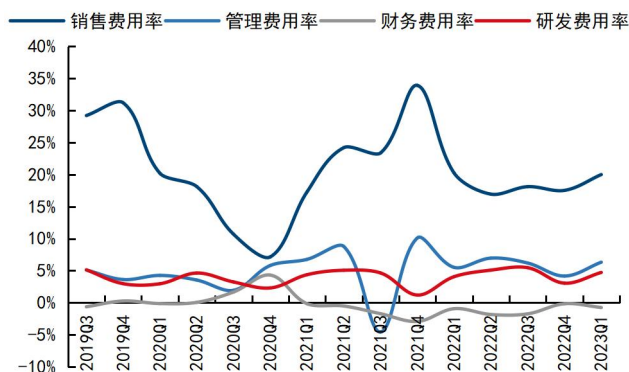
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司季度利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司季度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

医疗防疫产品需求回归常态，消费品营业利润率回升

医疗板块:

上半年公司医疗板块实现收入 21.7 亿元，-33%，二季度收入 8.1 亿元，-56%。二季度防疫产品需求大幅缩减，公司防疫产品收入大约 1.2 亿元，同比下降 91%，防疫用品需求回归常态，非防疫用品保持较好成长。

由于利润率较高的防疫用品收入大幅下降，对医疗板块利润率形成一定拖累，2023 上半年，医疗板块毛利率同比下降 1.1 个百分点至 45.2%，营业利润率同比下降 3.8 个百分点至 20.3%。

消费品板块:

同口径下，上半年消费品业务实现收入 20.6 亿元，+11%，上半年消费品线下门店收入增长 17.8% 至 6.5 亿元，其中门店同比净开 14 家（净关 3 家直营，净开 17 家加盟）至 353 家（309 家直营，44 家加盟）、直营门店店效同比增长 12.2%。截至 2023 年 6 月 30 日，全棉时代全域会员人数约 4,800 万（去年同期为 4,000 万），其中私域平台注册会员数量超 2,400 万（门店近 1,100 万，官网和小程序超 1,300 万）。

通过积极推进降本增效举措、新品迭代优化产品结构，消费品毛利率从 53.3% 提升至 58.2%，营业利润率从 11.0% 提升至 12.9%，盈利水平恢复到疫情前水平。

图 15：公司分业务收入、毛利率、营业利润率

	2021	2022	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
医疗：											
收入（百万）	3,922	7,203	3,233	3,970	2,173	1,407	1,826	1,601	2,368	1,364	809
防疫产品	2,378	4,735	2,252	2,484	734	999	1,253	825	1,659	617	117
非防疫	1,544	2,468	981	1,486	1,439	408	573	776	710	747	692
收入YOY	-56%	84%	45%	134%	-33%	-2%	130%	87%	182%	-4%	-56%
防疫产品	-66%	99%	54%	172%	-67%			110%	218%	-38%	-91%
非防疫	-19%	60%	29%	90%	47%			67%	124%	83%	21%
毛利率	47.5%	44.5%	46.3%	43.0%	45.2%						
防疫产品	54.2%	48.4%	49.4%	47.6%	53.3%						
非防疫	37.2%	37.0%	39.3%	35.5%	41.1%						
营业利润率	22.2%	21.4%	24.1%	19.2%	20.3%						
消费品：											
收入（百万）	4,054	4,055	1,881	2,174	2,063	890	991	863	1,311	969	1,094
电商	2,541	2,565	1,130	1,435	1,243						
线下门店	1,235	1,184	569	616	647	261	308	-	-	310	337
商超	203	232	143	88	142						
大客户	75	74	39	34	32						
收入YOY	15%	0%	5%	-4%	10%	9%	2%	-5%	-3%	9%	10%
电商	9%	1%	2%	0%	10%						
线下门店	29%	-4%	5%	-11%	14%	14%	-2%	-	-	19%	10%
商超	51%	14%	35%	-9%	-1%						
大客户	-17%	-1%	2%	-5%	-19%						
毛利率	52.2%	52.8%	53.3%	52.4%	58.2%						
电商	47.8%	48.4%	48.9%	48.1%	54.2%						
线下门店	59.4%	60.6%	60.1%	61.0%	64.8%						
商超	65.4%	62.4%	61.9%	63.4%	63.7%						
大客户	49.1%	49.4%	49.4%	49.4%	53.3%						
营业利润率	10.8%	9.7%	11.0%	8.5%	12.9%						

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：防疫需求回归常态，中长期看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升

医疗板块方面，短期疾控防护产品需求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。消费品业务上半年品类和渠道运营优化，降本增效、发挥优势品类，盈利增长提升潜力较大。维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 26.7/14.6/17.3 亿元，同比变动+62%/-45%/+18%，维持目标价 58-62 元，对应 2024 年 PE 17-18x，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	9,035	10,012	11,517
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-20.4%	10.8%	15.0%
净利润(百万元)	2068	1651	2672	1465	1725
(+/-%)	3.7%	-20.2%	61.9%	-45.2%	17.7%
每股收益(元)	4.85	3.87	6.26	3.44	4.05
经营利润率	27.1%	18.6%	16.2%	16.5%	17.1%
净资产收益率(ROE)	19.4%	14.1%	20.1%	10.3%	11.3%
市盈率(PE)	8.5	10.6	6.6	12.0	10.2
EV/EBITDA	8.6	9.9	11.8	10.4	9.0
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整理估算

表2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
稳健医疗	买入	41.8	3.87	6.26	3.44	4.05	10.8	6.7	12.2	10.3
可比公司：										
中顺洁柔	无评级	10.7	0.30	0.48	0.60	0.69	35.4	22.3	17.8	15.5
豪悦护理	无评级	43.4	2.43	3.39	4.05	4.65	17.8	12.8	10.7	9.3
良品计划	无评级	99.2	3.69	4.59	5.06	5.51	26.9	21.6	19.6	18.0
平均值：								18.9	16.1	14.3

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所。备注：无评级公司的EPS预测值来自彭博一致预测

附表：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	4979	5913	7004	营业收入	8037	11351	9035	10012	11517
应收款项	1105	1220	971	1076	1238	营业成本	4028	5973	4437	4882	5564
存货净额	1597	1559	1119	1223	1398	营业税金及附加	65	98	81	80	92
其他流动资产	239	441	351	389	448	销售费用	1010	2050	2099	2333	2666
流动资产合计	10346	12126	11799	12981	14467	管理费用	763	1177	999	1103	1262
固定资产	1693	3078	2755	2734	2699	财务费用	(107)	(123)	(77)	(80)	(92)
无形资产及其他	266	1033	992	950	909	投资收益	103	51	56	62	71
投资性房地产	945	1979	1979	1979	1979	资产减值及公允价值变动	(40)	(391)	1502	(134)	(154)
长期股权投资	17	22	22	22	22	其他收入	113	140	131	141	156
资产总计	13267	18238	17547	18666	20076	营业利润	2455	1977	3184	1763	2098
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)	5	(11)	(12)
应付款项	771	1144	822	898	1026	利润总额	2442	1920	3189	1752	2085
其他流动负债	1088	1832	1337	1471	1682	所得税费用	376	245	459	236	302
流动负债合计	2075	5487	3159	3368	3709	少数股东损益	(2)	24	58	50	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	2672	1465	1725
其他长期负债	505	568	568	567	568	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	505	568	568	567	568	净利润	2068	1651	2672	1465	1725
负债合计	2580	6055	3726	3936	4276	资产减值准备	(175)	326	2015	22	(20)
少数股东权益	12	478	513	543	578	折旧摊销	167	266	352	406	442
股东权益	10675	11705	13308	14187	15222	公允价值变动损失	40	391	(1502)	134	154
负债和股东权益总计	13267	18238	17547	18666	20076	财务费用	(107)	(123)	(77)	(80)	(92)
关键财务与估值指标	2020	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1057)	193	1976	(15)	(75)
每股收益	4.85	3.87	6.26	3.44	4.05	其它	174	(308)	(1980)	8	54
每股红利	1.80	0.94	2.51	1.37	1.62	经营活动现金流	1216	2519	3532	2021	2281
每股净资产	25.03	27.44	31.20	33.26	35.69	资本开支	0	(1530)	(500)	(500)	(500)
ROIC	26%	20%	13%	15%	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%	51%	51%	52%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	19%	16%	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)	(1069)	(586)	(690)
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%	62%	-45%	18%	融资活动现金流	(2102)	517	(2580)	(586)	(690)
资产负债率	20%	36%	24%	24%	24%	现金净变动	111	253	452	934	1091
息率	4.4%	2.3%	6.1%	3.3%	3.9%	货币资金的期初余额	4163	4274	4527	4979	5913
P/E	8.5	10.6	6.6	12.0	10.2	货币资金的期末余额	4274	4527	4979	5913	7004
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	0	769	3077	1323	1555
EV/EBITDA	8.6	9.9	11.8	10.4	9.0	权益自由现金流	0	2088	1556	1355	1601

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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