

稳健医疗（300888.SZ）

防疫产品需求常态化，2023 年收入预减 27%-29%

◆ 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	执证编码：S0980520040004
证券分析师： 关竣尹	0755-81982834	guanjunyin@guosen.com.cn	执证编码：S0980523110002

事项：

公司公告：2023 年 1 月 30 日，公司发布 2023 年业绩预告，2023 年公司实现主营业务收入 80.6 亿元至 82.6 亿元，同比下降 27%至 29%。归母净利 6.8-8.0 亿元，同比下降 51%-58%，扣非净利 5.1-6 亿元，同比下降 61%-67%。

同时公司考虑当前房地产市场发生较大变化，经双方友好协商，公司和星达公司于 2024 年 1 月 29 日签署《关于收回〈放弃房地产权利声明书〉的确认书》，暂缓推进项目建设，公司暂时全部收回协议书项下的《放弃房地产权利声明书》，并撤回《放弃房地产权利声明书》中所做声明的全部内容。本次交易暂缓推进并收回放弃声明书之后，基于谨慎性原则，公司拟全部冲回前期确认的资产处置收益对应的净利润 13.6 亿元（16 亿评估值扣除 2.4 亿递延所得税负债对应的所得税费用）。

国信纺服观点：

1、**2023 业绩预告**：防疫高基数导致 2023 年收入和净利润下降，暂缓推进城市更新项目及处理防疫产品库存影响四季度净利润；

2、**2024 年发展策略**：医疗业务聚焦核心品类和三大渠道，坚持研发创新；消费品业务计划开百家门店，继续推进商品和渠道降本增效，提出出海规划布局；

3、**风险提示**：防疫用品需求大幅下降超出预期；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**：看好 2024 年医疗业务轻装上阵，中长期关注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，2023 年防疫产品库存处理基本完成，预计 2024 年将轻装上阵。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 2024 年预计将新开 100 家门店驱动较快增长，聚焦优势品类、调整门店面积提升坪效提升等举措有利于推动盈利能力提升，同时消费品业务提出出海战略布局规划。

下调盈利预测，主要由于 1) 公司暂缓城市更新项目，在 2023 四季度冲回 2023 三季度已确认的资产处置收益，合计冲回净利润约 13.6 亿元，2) 疫情管控放开后，防疫用品动销持续低迷，公司处理防疫产品库存及设备，减少利润约 2.5 亿元，3) 国内宏观消费较疲软，消费品收入及毛利率表现略低于前次预测。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.4/10.1/11.6 亿元（原为 23.6/11.4/13.2 亿元），同比变动-55%、+35%、+16%，由于盈利预测下调，下调目标价至 34-36 元（原为 38-40 元），对应 2024 年 PE 20-21x。关注 2024 年医疗业务轻装上阵、消费品利润率提升及出海机遇，维持“买入”评级。

评论：

◆ **2023 业绩预告**：防疫高基数导致 2023 年收入和净利润下降，暂缓推进城市更新项目及处理防疫产品库存影响四季度净利润

（一）2023 年主营业务收入

2023 年公司实现主营业务收入 80.6 至 82.6 亿元，同比变动-27%至-29%。分业务板块看：

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1、医疗业务收入 38.5 至 39.5 亿元，同比变动-46%至-48%。收入大幅下降主要由于随着疫情管控放开，2023 年防疫产品需求从二季度开始持续疲软，叠加市场库存高企，感染防护产品预计 2023 年收入同比减少约 38 亿元。与此同时常规医用耗材业务稳步成长，实现 16-18%同比增长。

2、健康消费品业务收入 42.1 至 43.1 亿元，同比增长 5%至 8%。消费品业务积极拓展渠道，线下门店新开 84 家（42 家直营和 42 家加盟）至 411 家，门店坪效提升约 15%。同时消费品业务的库存周转天数显著下降，通过降本增效、折扣收窄、运营提效和聚焦高毛利 SKU，毛利率同比提升超过 3 个百分点。全棉时代会员数超过 5242 万人（增加 908 万人）。

（二）2023 年净利润

2023 年公司实现归母净利润 6.8 至 8.0 亿元，同比变动-52%至-59%，扣非净利润 5.1 至 6.0 亿元，同比变动-62%至-67%。净利润下降一方面由于盈利水平较高的防疫用品大幅萎缩、刚性费用占比提升，另一方面由于公司处理感染防护产品库存（含口罩、防护服、隔离衣等）、感染防护产品设备报废，减少利润约 2.5 亿元。

（三）2023 四季度收入及净利润

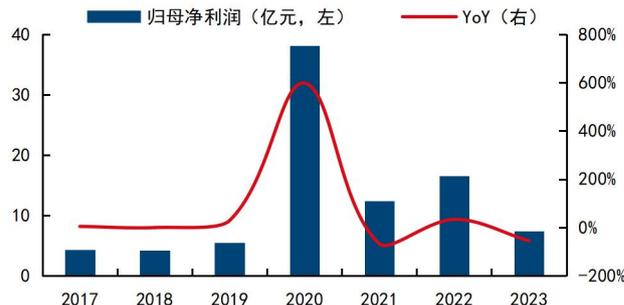
2023 四季度，预计实现主营业务收入 20.5-22.5 亿元，同比变动-39%至-45%，其中医疗业务/消费品业务预计分别同比变动-62%和-1%左右。2023 四季度预计归母净利润-13.5 至-14.7 亿元（2022 四季度归母净利润盈利 4.0 亿元），扣非净利润-0.21 至-1.11 亿元（2022 四季度扣非净利润盈利 4.1 亿元），四季度归母净利润亏损主要由于原计划的城市更新项目出现暂缓推进的情况，公司决定冲回 2023 三季度已确认的资产处置收益，合计冲回净利润 13.6 亿元，另外扣非净利润亏损预计主要由于处理感染防护产品库存和设备报废。

图1：公司年度收入及增长



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



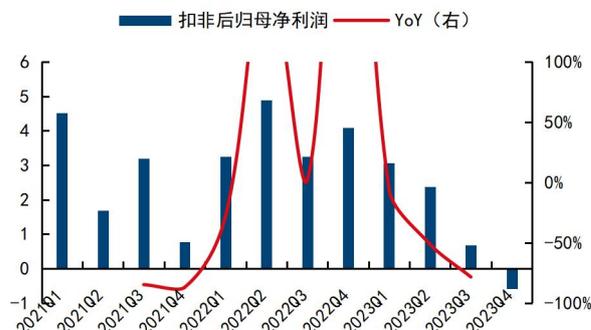
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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：公司季度扣非净利润增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ 2024 年发展策略：医疗业务聚焦核心品类和三大渠道，坚持研发创新；消费品业务计划开百家门店，继续推进商品和渠道降本增效，提出出海布局

1、医用耗材业务

2024 年，稳健医疗依然会围绕中长期既定战略，聚焦核心品类，用研发创新打造产品力护城河。在三大渠道——海外业务、国内严肃医疗及零售日用医疗——进行发力，建立医疗专业化深耕能力。海外业务方面，聚焦战略大客户，同时在适宜的市场发展自有品牌；国内严肃医疗方面，分产品线进行精细化管理；零售日用医疗方面，聚焦爆品，结合场景化打造，深耕品类发展。

出海方面：医疗板块海外业务主要包括传统 OEM/ODM、跨境电商自主品牌、海外自主品牌、海外基材。公司未来两年将重点考虑制造全球布局，将针对目前成熟品类以及战略聚焦的产品线进行重点投入，同时重视海外渠道建设。

2、健康生活消费品业务

2024 年，全棉时代聚焦五大战略品类：棉柔巾、卫生巾、婴童裤子、内裤及家居服。继续推进降本增效，在商品端，精简 SKU，聚焦高毛利品类发展。在渠道端预计开设百家门店的同时重视坪效的提升，对效率有待提升的大店型进行了适当的缩减，对于 300 平方米以下盈利能力更优的潜力店型进行了扩充。

出海方面：2024 年将是全棉时代出海元年，公司将聚焦人口快速增长的东南亚市场，品类端以棉柔巾、洗脸巾、卫生巾等无纺用品为主；渠道方面，优先切入线下主流 KA 渠道以帮助快速扩展经销；人群方面，立足在已经有一定心智的华人群体；线上方面计划先尝试全棉时代比较畅销的标品和类标品。

◆ 盈利预测调整说明

预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.4/10.1/11.6 亿元（原为 23.6/11.4/13.2 亿元），同比变动-55%、+35%、+16%，盈利预测 2023 年大幅下调及 2024-2025 年小幅下调的主要原因说明：1）公司考虑当前房地产市场发生较大变化，决定暂缓城市更新项目，在 2023 四季度冲回 2023 三季度已确认的资产处置收益，合计冲回净利润 13.6 亿元，因此下调税前的资产处置收益 16 亿元。2）疫情管控放开后，防疫产品动销持续不佳，由于处理感染防护产品库存和设备报废，减少利润约 2.5 亿元，下调医疗板块毛利率及上调资产减值损失。3）国内宏观消费较为疲软影响消费品业务的表现，小幅下调消费品业务的收入及毛利率。

具体调整细节如下：

- 1、**收入：**预计 2023-2025 年收入分别为 82.4、88.0、99.3 亿元，同比变动-27%、+7%、+13%。2023 年收入下调 1.5 亿元左右，主要是消费品业务受宏观消费环境不佳影响。
- 2、**毛利率：**预计 2023-2025 年毛利率分别为 48.9%、49.4%、49.6%。毛利率比前次盈利预测下调 0.6 个百分点，其中医疗毛利率下调 0.4 个百分点，主要由于处理一部分滞销的防疫产品库存。消费品毛利率下调 0.8 个百分点，主要由于四季度消费环境不佳、竞争环境小幅加剧。
- 3、**期间费用率：**预计 2023-2025 年期间费用率分别为 35.0%、34.4%、34.3%。期间费用率上调 0.3 个百分点，主要由于收入下调后刚性费用占比提升。
- 4、**资产减值损失：**预计 2023 年资产减值损失在 3.6 亿元，占比 4.4%，资产减值金额相比前次预测上调 1.6 亿元，主要由于处理感染防护产品库存和设备报废，减少利润约 2.5 亿元。预计公司防疫产品库存及设备处理已基本完成，因此假设 2024-2025 年资产减值损失将同比 2023 年回落。

图5: 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	8,236	8,799	9,930
医疗业务:	1,504	8,921	3,922	7,203	3,901	3,908	4,460
防疫产品	149	7,012	2,378	4,735	924	400	400
常规品	1,355	1,909	1,544	2,468	2,977	3,508	4,060
消费品业务:	3,008	3,517	4,054	4,055	4,261	4,812	5,388
其他业务:	62	96	61	94	75	79	82
收入YOY	19.2%	174.0%	-35.9%	41.2%	-27.4%	6.8%	12.9%
医疗业务:	29.3%	493.0%	-56.0%	83.7%	-45.8%	0.2%	14.1%
防疫产品	8.9%	4599.2%	-66.1%	99.1%	-80.5%	-56.7%	0.0%
常规品	32.0%	40.9%	-19.1%	59.8%	20.6%	17.9%	15.7%
消费品业务:	26.2%	16.9%	15.3%	0.0%	5.1%	12.9%	12.0%
其他业务:	22.6%	54.5%	-36.4%	52.9%	-20.1%	5.0%	5.0%
毛利率	51.6%	59.5%	49.9%	47.4%	48.9%	49.4%	49.6%
医疗业务	37.8%	61.5%	47.5%	44.5%	41.9%	41.9%	42.2%
消费品业务	58.7%	55.2%	52.2%	52.8%	55.8%	56.0%	56.2%
期间费用	37.5%	21.1%	32.8%	26.9%	35.0%	34.4%	34.3%
销售费用率	29.6%	12.6%	24.7%	18.1%	24.6%	24.0%	23.9%
管理费用率	4.3%	3.5%	5.7%	5.6%	7.3%	7.0%	6.9%
研发费用率	3.4%	3.3%	3.7%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
财务费用率	0.1%	1.7%	-1.3%	-1.1%	-1.1%	-0.8%	-0.8%
资产减值比率	-0.5%	-1.9%	-1.3%	-3.2%	-4.4%	-1.8%	-1.8%
所得税率	14.3%	15.1%	15.4%	12.8%	14.4%	14.4%	14.4%
净利润 (百万元) :							
归母净利润	546	3810	1239	1651	743	1007	1163
YOY	28.6%	597.5%	-67.5%	33.2%	-55.0%	35.5%	15.6%
净利率	11.9%	30.4%	15.4%	14.5%	9.0%	11.4%	11.7%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 看好 2024 年医疗业务轻装上阵, 中长期关注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, 2023 年防疫产品库存处理基本完成, 预计 2024 年将轻装上阵。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 2024 年预计将新开 100 家门店驱动较快增长, 聚焦优势品类、调整门店面积提升坪效提升等举措有利于推动盈利能力提升, 同时消费品业务提出出海战略布局规划。

下调盈利预测, 主要由于 1) 公司暂缓城市更新项目, 在 2023 四季度冲回 2023 三季度已确认的资产处置收益, 合计冲回净利润约 13.6 亿元, 2) 疫情管控放开后, 防疫用品动销持续低迷, 公司处理防疫产品库存及设备, 减少利润约 2.5 亿元, 3) 国内宏观消费较疲软, 消费品收入及毛利率表现略低于前次预测。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 7.4/10.1/11.6 亿元 (原为 23.6/11.4/13.2 亿元), 同比变动-55%、+35%、+16%, 由于盈利预测下调, 下调目标价至 34-36 元 (原为 38-40 元), 对应 2024 年 PE 20-21x。关注 2024 年医疗业务轻装上阵、消费品利润率提升及出海机遇, 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	8,236	8,799	9,930
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-27.4%	6.8%	12.9%
净利润(百万元)	2068	1651	743	1007	1163
(+/-%)	3.7%	-20.2%	-55.0%	35.5%	15.6%
每股收益(元)	4.85	3.87	1.25	1.69	1.96
EBIT Margin	27.1%	18.6%	11.9%	13.4%	13.7%
净资产收益率(ROE)	19.4%	14.1%	6.1%	7.9%	8.6%
市盈率(PE)	6.4	8.0	24.7	18.2	15.8
EV/EBITDA	6.7	8.1	16.5	13.9	12.4
市净率(PB)	1.2	1.1	1.5	1.4	1.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

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	30.9	3.87	1.25	1.69	1.96	8.0	24.7	18.3	15.8
可比公司:										
中顺洁柔	无评级	8.3	0.30	0.30	0.42	0.53	27.4	28.0	19.5	15.7
良品计划	无评级	112.3	3.58	4.45	4.91	5.35	31.3	25.2	22.9	21.0
平均值:								26.6	21.2	18.3

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

防疫用品需求大幅下降超出预期; 渠道拓展不及预期; 宏观经济不景气; 系统性风险。

相关研究报告:

- 《稳健医疗(300888.SZ)-收入受防疫高基数影响, 全棉时代积极营销推广》——2023-10-25
- 《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》——2023-08-17
- 《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4274	4527	4819	5466	6234	营业收入	8037	11351	8236	8799	9930
应收款项	1105	1220	885	946	1067	营业成本	4028	5973	4210	4450	5006
存货净额	1597	1559	1056	1106	1247	营业税金及附加	65	98	70	70	79
其他流动资产	239	441	320	342	386	销售费用	1010	2050	2024	2112	2378
流动资产合计	10346	12126	11459	12238	13313	管理费用	763	1177	990	1028	1145
固定资产	1693	3078	1829	1824	1799	财务费用	(107)	(123)	(88)	(70)	(79)
无形资产及其他	266	1033	992	950	909	投资收益	103	51	76	44	50
投资性房地产	945	1979	1979	1979	1979	资产减值及公允价值变动	(40)	(391)	(298)	(129)	(145)
长期股权投资	17	22	22	22	22	其他收入	113	140	129	129	141
资产总计	13267	18238	16281	17013	18022	营业利润	2455	1977	937	1253	1446
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)	(6)	(9)	(11)
应付款项	771	1144	775	812	915	利润总额	2442	1920	931	1243	1435
其他流动负债	1088	1832	1277	1335	1503	所得税费用	376	245	134	179	207
流动负债合计	2075	5487	3053	3147	3419	少数股东损益	(2)	24	54	57	65
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	743	1007	1163
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)					
负债合计	2580	6055	3620	3714	3986	净利润	2068	1651	743	1007	1163
少数股东权益	12	478	510	545	584	资产减值准备	(175)	326	1140	12	(19)
股东权益	10675	11705	12150	12754	13452	折旧摊销	167	266	352	406	440
负债和股东权益总计	13267	18238	16281	17013	18022	公允价值变动损失	40	391	298	129	145
						财务费用	(107)	(123)	(88)	(70)	(79)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1057)	193	1176	(27)	(53)
每股收益	4.85	3.87	1.74	2.36	2.73	其它	174	(308)	(1108)	23	58
每股红利	1.80	0.94	0.70	0.94	1.09	经营活动现金流	1216	2519	2601	1549	1734
每股净资产	25.03	27.44	28.49	29.90	31.54	资本开支	0	(1530)	(500)	(500)	(500)
ROIC	26%	20%	9%	12%	14%	其它投资现金流	1001	(1248)	0	0	0
ROE	19%	14%	6%	8%	9%	投资活动现金流	997	(2783)	(500)	(500)	(500)
毛利率	50%	47%	49%	49%	50%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	19%	12%	13%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	21%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(768)	(401)	(297)	(403)	(465)
收入增长	-36%	41%	-27%	7%	13%	其它融资现金流	(563)	1319	(1511)	0	0
净利润增长率	4%	-20%	-55%	36%	16%	融资活动现金流	(2102)	517	(1808)	(403)	(465)
资产负债率	20%	36%	25%	25%	25%	现金净变动	111	253	292	646	768
息率	4.7%	2.4%	1.8%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	4163	4274	4527	4819	5466
P/E	8.0	10.0	22.2	16.4	14.2	货币资金的期末余额	4274	4527	4819	5466	6234
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	769	1869	888	1052
EV/EBITDA	8.1	9.5	15.1	12.7	11.4	权益自由现金流	0	2088	347	916	1090

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