

全棉品牌稳中向好, 常规医疗业务彰显韧性

投资要点

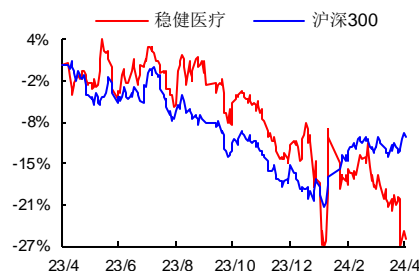
- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报及2024年一季报, 2023年公司实现营收81.9亿元, 同比-27.9%; 实现归母净利润5.8亿元, 同比-64.8%; 实现扣非净利润4.1亿元, 同比-73.6%。单季度来看, 2023Q4公司实现营收21.7亿元, 同比-41.4%; 实现归母净利润-15.7亿元, 同比-491.6%; 实现扣非后归母净利润-2.1亿元, 同比-150.7%。2024Q1公司实现营收19.1亿元, 同比-18.8%; 实现归母净利润1.8亿元, 同比-51.6%; 实现扣非后归母净利润1.4亿元, 同比-53.5%。受感染防护产品市场需求大幅下降, 全产业链库存过剩影响, 公司业绩承压。
- 降本控费成效良好, 消费品毛利率优化。** 2023年公司整体毛利率为49%, 同比+1.6pp。其中2023Q4毛利率为45.8%, 同比-0.6pp。公司毛利率保持相对稳定。分产品看, 公司医用耗材的毛利率为40.4%(-4.0pp), 其中感染防护产品/传统伤口护理与包扎产品的毛利率分别为44.7%(-3.7pp)/34.4%(+1.4pp)。健康生活消费品的毛利率为56.9%(+3.9pp), 其中干湿棉柔巾/婴童服饰及用品/成人服饰分别为52.8%(+3.4pp)/57.5%(+4.6pp)/63.1%(4.4pp), 在公司优化产品体系, 加强折扣管控下消费品毛利率显著改善。分地区看, 公司境内/境外分别实现毛利率50.5%(+2.3pp)/42.7%(-0.1pp)。费用率方面, 2023年公司总费用率为37.2%, 同比+10.3pp, 主要由于公司各项费用偏刚性, 而收入端受感染防护产品影响大幅下滑。其中销售费用率为25.5%, 同比+7.5pp; 管理费用率为8.5%, 同比+2.9pp; 财务费用率为-0.8%, 同比+0.3pp; 研发费用率为3.9%, 同比-0.4pp。此外2023年公司对收购的两家医疗子公司计提商誉减值合计1.9亿元, 处置感染防护产品和设备计提资产减值2.5亿元, 综合来看, 2023年公司净利率为7.1%, 同比-7.4pp。
- 医用耗材业务: 感染防护产品需求减弱, 常规医疗耗材稳健增长。** 2023年公司医用耗材业务实现营收38.6亿元(-46.7%), 营收占比为47.2%(-16.7pp)。分产品来看, 1) 感染防护产品市场需求从23Q2开始大幅降低, 叠加市场库存高企, 低动销状态下该品类全年营业收入9.2亿元, 同比累计减少38.2亿元, 同比下降80.7%。2) 常规医用耗材业务稳步发展。其中, 传统敷料业务实现收入11.5亿元, 同比增长7%; 高端敷料及手术室耗材业务, 分别实现营业收入6.0亿元(+27.7%)及5.6亿元(+17.7%), 增长势头较好。**渠道方面,** 在国际环境多面冲击下, 公司海外渠道实现营业收入14.5亿元(+15.4%); 国内医院渠道全年实现营业收入9.2亿元, 占医疗板块收入比重23.7%, 截至2023年末, 公司已覆盖医疗机构六千余家; C端业务积极发展, 23年内医用耗材电子商务及国内药店分别实现营业收入6.3亿元及3.3亿元, 合计占医疗板块收入比重24.7%。其中跨境电商高速增长, 亚马逊平台上核心大单品类目排名保持领先。国内药店方面, 23年末已覆盖OTC药店19万余家, 年内新增4万余家, 拓展效果显著。
- 健康生活消费品业务: 产品优势突出, 线下市场加速恢复。** 2023年公司旗下健康生活消费品牌全棉时代不断夯实品牌建设, 实现营收42.6亿元(+6.4%)。分产品来看, 1) 干湿棉柔巾销售额稳步提升, 市场占有率保持领先, 2023年实现营业收入11.9亿元, 同比增长2.8%; 2) 全棉时代卫生巾产品实现营业收

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.88
流通A股(亿股)	1.82
52周内股价区间(元)	30.79-61.03
总市值(亿元)	184.14
总资产(亿元)	164.95
每股净资产(元)	19.67

相关研究

- 稳健医疗(300888): 加强全棉品牌营销投入, 常规耗材稳步增长 (2023-11-01)



入 5.9 亿元，同比增长 4.2%；3) 成人服饰及其他有纺制品（以床上用品、卫浴用品为主）得益于线下销售的恢复，增速亮眼，2023 年分别实现营业收入 8.4 亿元及 4.1 亿元，同比增长 21.7% 和 17.1%。**渠道方面**，2023 年线下市场加速恢复，线下门店成为拉动全棉时代营收增长的主力渠道。2023 年线下门店实现营业收入 13.6 亿元，同比增长 18.7%。公司积极拥抱数字化变革，年内门店坪效取得约 15% 的同比增长。同时，公司积极加速开店步伐，新开门店数量 84 家（新开直营店 42 家、加盟店 42 家），截止 2023 年末，公司线下门店数量达到 411 家（其中直营店 337 家，加盟店 74 家）。线上渠道方面，公司继续深耕，提升精细化运作能力，2023 年线上渠道实现营业收入 25.8 亿元，同比增长 1.2%。此外，在全渠道布局基础上，公司积极拓展线下优质连锁商超和即时零售业务，商超渠道发展稳中向好，2023 年商超渠道贡献收入 2.4 亿元，同比增长 4.3%。

- **Q1 核心单品持续向好，收入结构变化使短期盈利有所承压。**分业务来看，1) 2024Q1 医用耗材实现营业收入 8.6 亿元，同比-37.3%。其中感染防护产品实现营业收入 0.8 亿元，同比-87.6%；常规医用耗材产品收入 7.8 亿元，同比+4.3%。2) 健康生活消费品收入 10.4 亿元，同比+7.1%。其中无纺消费品收入 5.5 亿元，同比+10%；有纺消费品收入 4.9 亿元，同比+4%。无纺消费品中核心爆品干湿棉柔巾实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 20%，带动全品类发展持续向好。盈利能力方面，2024Q1 毛利率为 47.6%，同比-3.3pp，毛利率下降主要是毛利率较高的感染防护产品销售大幅下降所致；总费用率为 36.2%，同比+5.9pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+5pp/+1.6pp/0pp/-0.7pp。24Q1 实现净利率为 9.6%，同比-6.5pp。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.60 元、1.79 元、2.02 元，对应 PE 分别为 20 倍、18 倍、16 倍。考虑到公司消费品预计稳健修复，除疾控产品外医用耗材有望保持较快增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，收购业务协同效果不及预期的风险，渠道扩张不及预期的风险，汇率波动较大的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8185.02	8698.38	9699.24	10697.90
增长率	-27.89%	6.27%	11.51%	10.30%
归属母公司净利润(百万元)	580.40	942.02	1054.07	1188.36
增长率	-64.84%	62.30%	11.89%	12.74%
每股收益 EPS(元)	0.99	1.60	1.79	2.02
净资产收益率 ROE	5.19%	7.64%	8.15%	8.68%
PE	32	20	18	16
PB	1.62	1.53	1.45	1.37

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：医用耗材业务受感染防护产品影响 2024 年收入增速承压，2025-2026 年恢复常态，假设感染防护产品 2024-2026 年收入增速分别为 -60%、5%、5%，伤口护理产品 2024-2026 年收入增速分别为 15%、12%、10%；

假设 2：日用消费品业务中无纺核心单品保持较快增速，有纺品稳健增长，假设 2024-2026 年无纺消费品收入增速分别为 15%、12%、10%，有纺消费品收入增速分别为 8%、6%、6%；

假设 3：消费品业务随着公司加强折扣管控和产品结构优化，毛利率延续恢复态势，假设 2024-2026 年无纺消费品毛利率分别为 54.5%、54.8%、55%，有纺消费品毛利率分别为 60%、60.2%、60.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	8185.0	8,698.4	9,699.2	10,697.9
yoy	-27.9%	6.3%	11.5%	10.3%
营业成本	4174.6	4,397.3	4,868.9	5,352.9
毛利率	49.0%	49.4%	49.8%	50.0%
日用消费品				
收入	4262.6	4754.9	5189.3	5612.1
yoy	5.1%	10.0%	12.0%	10.0%
成本	1839.08	2,038.7	2,215.7	2,385.2
毛利率	56.9%	57.1%	57.3%	57.5%
医用耗材				
收入	3861.8	3876.7	4436.5	5005.1
yoy	-46.4%	0.4%	14.4%	12.8%
成本	2300.42	2,318.6	2,609.2	2,919.2
毛利率	40.4%	40.2%	41.2%	41.7%
其他				
收入	60.7	66.8	73.4	80.8
yoy	-35.1%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	35.1	40.1	44.1	48.5
毛利率	42.2%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取高端医疗耗材生产商、品牌商振德医疗，和个护品类生产商、品牌商百亚股份为可比公司，可比公司 2024 年平均估值为 22 倍。考虑到公司消费品预计稳健修复，除疾控产品外医用耗材有望保持较快增长，给予 2024 年 24 倍估值，对应目标价 38.4 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 wind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603301	振德医疗	21.49	1.63	2.08	2.49	13.22	10.32	8.64
003006	百亚股份	21.6	0.71	0.90	1.14	30.32	24.08	19.02
		平均值				21.77	17.20	13.83

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8185.02	8698.38	9699.24	10697.90	净利润	628.55	984.09	1108.68	1253.08
营业成本	4174.60	4397.33	4868.94	5352.90	折旧与摊销	370.32	400.25	441.42	477.52
营业税金及附加	66.41	72.14	80.42	73.82	财务费用	-61.86	55.51	38.40	31.18
销售费用	2090.49	2139.80	2405.41	2631.68	资产减值损失	-393.76	-100.00	-80.00	-50.00
管理费用	693.65	922.03	1018.42	1123.28	经营营运资本变动	-432.80	-335.31	-46.54	-130.46
财务费用	-61.86	55.51	38.40	31.18	其他	952.88	-24.80	104.74	61.38
资产减值损失	-393.76	-100.00	-80.00	-50.00	经营活动现金流净额	1063.33	979.73	1566.69	1642.70
投资收益	127.34	2.00	3.00	4.00	资本支出	-1316.27	-600.00	-550.00	-500.00
公允价值变动损益	46.68	0.00	0.00	0.00	其他	2346.55	6.38	3.00	4.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1030.28	-593.62	-547.00	-496.00
营业利润	817.97	1213.57	1370.66	1539.03	短期借款	-801.98	-493.24	-200.00	-200.00
其他非经营损益	-68.12	-55.22	-59.83	-59.67	长期借款	170.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	749.85	1158.35	1310.83	1479.36	股权融资	2.77	0.00	0.00	0.00
所得税	121.30	174.27	202.15	226.28	支付股利	-797.50	-218.68	-377.03	-428.20
净利润	628.55	984.09	1108.68	1253.08	其他	-358.72	-281.15	-38.40	-31.18
少数股东损益	48.14	42.07	54.61	64.71	筹资活动现金流净额	-1785.43	-993.07	-615.43	-659.38
归属母公司股东净利润	580.40	942.02	1054.07	1188.36	现金流量净额	306.52	-606.95	404.26	487.32
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4706.13	4099.18	4503.44	4990.76	成长能力				
应收和预付款项	1152.76	1250.28	1362.18	1496.15	销售收入增长率	-27.89%	6.27%	11.51%	10.30%
存货	1434.33	1434.13	1584.41	1789.18	营业利润增长率	-58.62%	48.36%	12.94%	12.28%
其他流动资产	3262.64	3103.20	3157.79	3206.07	净利润增长率	-62.46%	56.57%	12.66%	13.02%
长期股权投资	20.88	20.88	20.88	20.88	EBITDA 增长率	-48.66%	48.20%	10.85%	10.66%
投资性房地产	7.69	7.69	7.69	7.69	获利能力				
固定资产和在建工程	3733.59	4061.50	4298.25	4448.89	毛利率	49.00%	49.45%	49.80%	49.96%
无形资产和开发支出	1859.52	1744.46	1629.41	1514.36	三费率	33.26%	35.84%	35.70%	35.39%
其他非流动资产	934.48	921.37	908.27	895.16	净利率	7.68%	11.31%	11.43%	11.71%
资产总计	17112.02	16642.70	17472.32	18369.14	ROE	5.19%	7.64%	8.15%	8.68%
短期借款	1493.24	1000.00	800.00	600.00	ROA	3.67%	5.91%	6.35%	6.82%
应付和预收款项	1750.06	1476.80	1702.30	1901.31	ROIC	9.00%	14.45%	14.89%	15.97%
长期借款	170.00	170.00	170.00	170.00	EBITDA/销售收入	13.76%	19.19%	19.08%	19.14%
其他负债	1588.40	1122.39	1194.86	1267.80	营运能力				
负债合计	5001.70	3769.18	3867.16	3939.10	总资产周转率	0.46	0.52	0.57	0.60
股本	594.39	588.29	588.29	588.29	固定资产周转率	3.23	2.94	2.92	3.01
资本公积	4381.13	4387.22	4387.22	4387.22	应收账款周转率	9.05	10.63	11.16	11.04
留存收益	7029.05	7752.39	8429.42	9189.59	存货周转率	2.56	2.70	2.94	2.90
归属母公司股东权益	11533.22	12254.35	12931.39	13691.55	销售商品提供劳务收到现金营业收入	108.09%	—	—	—
少数股东权益	577.10	619.16	673.77	738.48	资本结构				
股东权益合计	12110.32	12873.52	13605.16	14430.04	资产负债率	29.23%	22.65%	22.13%	21.44%
负债和股东权益合计	17112.02	16642.70	17472.32	18369.14	带息债务/总负债	33.25%	31.04%	25.08%	19.55%
					流动比率	2.47	3.25	3.38	3.58
					速动比率	2.14	2.78	2.88	3.02
					股利支付率	137.40%	23.21%	35.77%	36.03%
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1126.43	1669.33	1850.47	2047.74	每股指标				
PE	32.21	19.85	17.74	15.73	每股收益	0.99	1.60	1.79	2.02
PB	1.62	1.53	1.45	1.37	每股净资产	19.60	20.83	21.98	23.27
PS	2.28	2.15	1.93	1.75	每股经营现金	1.81	1.67	2.66	2.79
EV/EBITDA	11.00	7.24	6.21	5.27	每股股利	1.36	0.37	0.64	0.73
股息率	4.27%	1.17%	2.02%	2.29%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
