

稳健医疗 (300888)

证券研究报告

2024年05月13日

长期发展韧性凸显

公司发布 2023 年年报及 24 年一季报

24Q1 收入 19.09 亿同减 18.8%；归母 1.8 亿同减 51.6%；扣非 1.4 亿同减 53.5%；

23Q4 收入 21.75 亿元，同减 41.4%；归母净利-15.67 亿元，同减 491.4%；扣非归母-2.09 亿元，同减 150.7%；

公司 23Q3 归母净利较高、23Q4 归母净利较低主要原因系 ①23Q3 确认城市更新改造项目处置收益 13.6 亿元；②23Q4 因城市更新项目暂缓推进，公司冲回了前述项目处置收益 13.6 亿元。23Q4 归母净利润剔除城市更新改造的因素后仍然亏损主要系 ①商誉减值损失 1.88 亿元；②处置感染防护产品库存及相关设备产生的净损失较大。

23A 收入 81.85 亿元，同减 27.9%；归母净利 5.8 亿元，同减 64.8%；扣非归母 4.12 亿元，同减 73.6%。

23 年业绩减少主要系（1）受公共卫生事件影响，感染防护产品市场需求大幅下降，营业收入比上年减少约 38.2 亿，故导致公司归母净利润大幅下滑；（2）公司 2023 年处理感染防护产品和处置感染防护生产设备，减少归母净利润约 2.5 亿元；（3）公司商誉减值。

2023 年公司合计派发现金股利 2.92 亿元，分红率 50.3%。

分品类，1) 医用耗材中：传统伤口护理与包扎产品、端伤口敷料产品、手术室耗材产品、感染防护产品、健康个护产品、其他产品收入分别为 11.53、5.95、5.55、9.12、2.99、3.47 亿元，分别同增 +7%/+28%/+18%/-81%/-5%/+89%。2) 健康生活消费品中：干湿棉柔巾/卫生巾/其他无纺制品/婴童服饰及用品/成人服饰/其他有纺制品收入分别为 11.87/5.93/3.81/8.51/8.36/4.14 亿元，分别同增 +3%/+4%/-3%/+0.3%/+22%/+17%。

作为核心热门产品，干湿棉柔巾销售额稳步提升，市场占有率保持领先；得益于线下销售的恢复，更重视体验感的成人服饰及其他有纺制品（以床上用品、卫浴用品为主）增速亮眼。剔除感染防护产品，常规医用耗材业务实现营业收入 29.5 亿元，消费品业务实现营业收入 42.6 亿元，同比分别增长 17.3%和 6.4%，体现出了稳健医疗长期发展的韧性。

23 年毛利率 49%，同增 1.6pct；净利率 7.7%，同减 7.1pct

23 年公司总费率 37.2%，同增 10.3pct。其中，销售费率 25.5%，同增 7.5pct；管理费率 8.5%，同增 2.9pct；财务费率-0.8%，同增 0.3pct，主要系汇兑收益减少所致；研发费率 3.9%，同减 0.4pct，主要系研发投入减少所致。

医用耗材：感染防护产品高基数影响显著，常规品业务稳步发展

2023 年在感染防护产品上一年高基数、今年市场需求大幅下降的影响下，医用耗材营收 38.6 亿，同减 47%。另一方面，作为业务基本盘，常规医用耗材业务实现营业收入 29.5 亿同增 17%。

通过收购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林等标的，公司在高端伤口敷料、注射穿刺类耗材、乳胶手套、避孕套等领域增加产品线，有力地完善了产业布局。

渠道方面，公司 C 端业务积极发展，年内电商及国内药店分别营收 6.3 亿元及 3.3 亿元，占医疗板块收入比重合计 24.7%。国内电商爆品策略更加清晰与聚焦；跨境电商高速增长，在跨境电商亚马逊平台上核心大单类目排名持续保持领先。国内药店方面，期末已覆盖 OTC 药店 19 万余家，年

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	588.29
流通 A 股股本(百万股)	181.59
A 股总市值(百万元)	17,966.46
流通 A 股市值(百万元)	5,545.72
每股净资产(元)	19.67
资产负债率(%)	26.27
一年内最高/最低(元)	60.80/29.25

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《稳健医疗-半年报点评:医疗常规品快速增长，消费品稳步复苏》2023-09-10
- 《稳健医疗-季报点评:医疗板块持续高增，并购项目并表业绩亮眼》2022-10-26
- 《稳健医疗-年报点评报告:卓越运营稳增长，产品领先谋未来》2022-04-23

内新增 4 万余家，拓展效果显著。

健康生活消费品：产品优势突出，拓店提效显著

2023 年全棉时代不断夯实品牌建设，聚焦三大场景，践行爆品策略，23 年营收 42.6 亿；在上年基数并未明显偏低的情况下，同增 6.4%，较 2019 年增长 41.7%，体现出较强的发展韧性。

渠道方面，全棉时代多元化布局线上、线下渠道，线上包括天猫、京东、唯品会等传统第三方平台，抖音、小红书等兴趣电商平台以及官网、小程序等自有平台；线下以一二线城市直营加密，核心三四线城市加盟为策略；同时通过线下体验、线上复购的模式，多渠道深度融合，多平台优势互补。2023 年在全渠道布局基础上，全棉时代积极拓展线下优质连锁商超和即时零售业务；线上深入布局抖音赛道，精细运营。截止 23 年末全域会员人数约 5242 万人，同增 21%。

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。23 年线下门店营收 13.6 亿同增 18.7%。公司积极拥抱数字化变革，利用智能货架等工具，依据店铺类型的不同调整陈列，以柜效、品效为抓手，逐步探索坪效提升方式，年内门店坪效取得约 15% 的同比增长。

同时，按照既定的拓展策略，公司积极加速开店步伐，23 年内，新开门店数量 84 家（新开直营店 42 家、加盟店 42 家），**截止 23 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）。**

2023 年全棉时代继续深耕线上渠道，提升精细化运作能力，聚焦新品、热门款矩阵，加强品类之间互相渗透，通过品牌活动、内容社群、会员体系等深度运营方式，提高拉新转化率与老客复购率。

调整盈利预测，维持“买入”评级

考虑到感染防护产品市场需求下降，我们调整预测，预计公司 24-26 年收入分别为 87.62/97.34/104.02 亿元（24-25 年前值分别为 112/124 亿元），归母净利分别为 9.5/10.8/11.9 亿元（24-25 年前值分别为 16.5/18.8 亿元），EPS 分别为 1.62/1.84/2.02 元/股，对应 PE 分别为 19/17/15X。

风险提示：原材料成本上升；门店店效增速放缓；终端消费疲软，新冠疫情反复等风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351.33	8,185.02	8,762.07	9,733.78	10,402.49
增长率(%)	41.23	(27.89)	7.05	11.09	6.87
EBITDA(百万元)	3,309.63	2,043.33	1,381.86	1,577.56	1,744.85
归属母公司净利润(百万元)	1,650.58	580.40	953.32	1,080.46	1,191.11
增长率(%)	33.18	(64.84)	64.25	13.34	10.24
EPS(元/股)	2.81	0.99	1.62	1.84	2.02
市盈率(P/E)	10.88	30.96	18.85	16.63	15.08
市净率(P/B)	1.53	1.56	1.41	1.33	1.24
市销率(P/S)	1.58	2.20	2.05	1.85	1.73
EV/EBITDA	7.14	7.88	8.66	6.26	6.09

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,526.88	4,706.13	3,504.83	5,538.49	4,915.35	营业收入	11,351.33	8,185.02	8,762.07	9,733.78	10,402.49
应收票据及应收账款	983.64	811.57	870.30	966.96	996.52	营业成本	5,972.80	4,174.60	4,384.54	4,807.51	5,063.93
预付账款	229.23	122.28	168.98	163.55	207.47	营业税金及附加	98.09	66.41	81.49	94.42	90.50
存货	1,558.92	1,434.33	1,406.85	1,627.43	1,742.05	销售费用	2,050.18	2,090.49	2,288.65	2,532.73	2,711.93
其他	4,827.24	3,477.17	3,474.88	3,327.00	3,607.26	管理费用	633.61	693.65	799.10	878.96	936.22
流动资产合计	12,125.91	10,551.48	9,425.82	11,623.42	11,468.65	研发费用	487.58	322.05	352.24	393.24	447.31
长期股权投资	21.75	20.88	20.88	20.88	20.88	财务费用	(122.57)	(61.86)	(80.00)	(100.00)	(112.00)
固定资产	2,312.98	2,749.02	3,457.81	3,690.83	3,928.79	资产/信用减值损失	(362.87)	(393.76)	(185.77)	(185.77)	(185.77)
在建工程	765.01	984.57	626.74	424.05	284.43	公允价值变动收益	32.15	46.68	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,033.11	995.23	1,108.25	1,113.99	1,102.26	投资净收益	51.47	127.34	94.02	90.94	104.10
其他	1,978.99	1,806.47	3,337.53	3,217.41	3,179.24	其他	534.34	301.45	(188.03)	(181.89)	(208.20)
非流动资产合计	6,111.84	6,556.16	8,551.21	8,467.15	8,515.60	营业利润	1,976.55	817.97	1,215.84	1,403.62	1,554.46
资产总计	18,237.75	17,112.02	17,978.49	20,092.52	19,986.84	营业外收入	10.57	16.62	11.08	7.85	8.46
短期借款	2,295.22	1,493.24	1,713.70	1,628.12	1,695.56	营业外支出	67.61	84.74	57.09	69.82	70.55
应付票据及应付账款	1,144.33	1,432.71	492.03	1,714.50	843.24	利润总额	1,919.51	749.85	1,169.82	1,341.66	1,492.37
其他	2,047.92	1,345.07	1,383.15	1,797.66	1,453.21	所得税	245.30	121.30	187.29	216.01	240.12
流动负债合计	5,487.47	4,271.01	3,588.88	5,140.28	3,992.01	净利润	1,674.20	628.55	982.53	1,125.65	1,252.25
长期借款	0.00	170.00	297.60	150.00	120.00	少数股东损益	23.62	48.14	29.21	45.19	61.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,650.58	580.40	953.32	1,080.46	1,191.11
其他	567.51	560.69	784.32	637.51	660.84	每股收益(元)	2.81	0.99	1.62	1.84	2.02
非流动负债合计	567.51	730.69	1,081.92	787.51	780.84						
负债合计	6,054.98	5,001.70	4,670.80	5,927.79	4,772.85	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	478.16	577.10	606.31	651.49	712.63	成长能力					
股本	426.49	594.39	588.29	588.29	588.29	营业收入	41.23%	-27.89%	7.05%	11.09%	6.87%
资本公积	4,546.25	4,381.13	4,381.13	4,381.13	4,381.13	营业利润	33.95%	-58.62%	48.64%	15.45%	10.75%
留存收益	11,777.41	11,410.17	12,113.10	12,924.95	13,913.07	归属于母公司净利润	33.18%	-64.84%	64.25%	13.34%	10.24%
其他	(5,045.55)	(4,852.46)	(4,381.13)	(4,381.13)	(4,381.13)	获利能力					
股东权益合计	12,182.77	12,110.32	13,307.69	14,164.73	15,213.99	毛利率	47.38%	49.00%	49.96%	50.61%	51.32%
负债和股东权益总计	18,237.75	17,112.02	17,978.49	20,092.52	19,986.84	净利率	14.54%	7.09%	10.88%	11.10%	11.45%
						ROE	14.10%	5.03%	7.51%	8.00%	8.21%
						ROIC	63.31%	13.06%	17.36%	16.31%	22.34%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	33.20%	29.23%	25.98%	29.50%	23.88%
净利润	1,674.20	628.55	953.32	1,080.46	1,191.11	净负债率	-16.55%	-23.28%	-9.58%	-25.00%	-18.93%
折旧摊销	339.90	370.32	246.02	273.93	302.39	流动比率	2.21	2.47	2.63	2.26	2.87
财务费用	(43.80)	(35.60)	(80.00)	(100.00)	(112.00)	速动比率	1.93	2.14	2.23	1.95	2.44
投资损失	(51.47)	(127.34)	(94.02)	(90.94)	(104.10)	营运能力					
营运资金变动	1,068.94	(1,393.31)	(2,280.77)	1,445.57	(1,623.69)	应收账款周转率	12.91	9.12	10.42	10.60	10.60
其它	(4.30)	1,620.72	29.21	45.19	61.14	存货周转率	7.19	5.47	6.17	6.42	6.17
经营活动现金流	2,983.47	1,063.33	(1,226.23)	2,654.22	(285.15)	总资产周转率	0.72	0.46	0.50	0.51	0.52
资本支出	3,405.21	758.96	486.37	456.82	365.67	每股指标(元)					
长期投资	4.80	(0.87)	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.81	0.99	1.62	1.84	2.02
其他	(7,228.12)	272.19	(1,099.43)	(676.36)	(651.21)	每股经营现金流	5.07	1.81	-2.08	4.51	-0.48
投资活动现金流	(3,818.12)	1,030.28	(613.06)	(219.54)	(285.55)	每股净资产	19.90	19.60	21.59	22.97	24.65
债权融资	2,511.17	1,886.67	2,229.82	1,997.42	2,035.97	估值比率					
股权融资	(120.55)	92.60	545.24	100.00	112.00	市盈率	10.88	30.96	18.85	16.63	15.08
其他	(1,273.11)	(3,764.69)	(2,137.07)	(2,498.43)	(2,200.41)	市净率	1.53	1.56	1.41	1.33	1.24
筹资活动现金流	1,117.51	(1,785.43)	637.99	(401.01)	(52.43)	EV/EBITDA	7.14	7.88	8.66	6.26	6.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.77	9.32	10.54	7.57	7.37
现金净增加额	282.86	308.18	(1,201.31)	2,033.66	(623.13)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com