

稳健医疗 (300888.SZ)

医疗&消费双轮驱动步入新元年，长期主义未来可期

2024年08月23日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

wuchenxi@kysec.cn

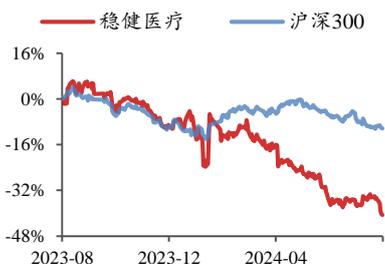
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

日期	2024/8/22
当前股价(元)	23.57
一年最高最低(元)	43.08/23.45
总市值(亿元)	138.66
流通市值(亿元)	42.78
总股本(亿股)	5.88
流通股本(亿股)	1.81
近3个月换手率(%)	66.5

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《全年业绩承压，看好2024年医疗&消费双轮驱动——公司信息更新报告》-2024.2.1

《Q3防疫库存去化利润承压，看好2024年业绩常态化——公司信息更新报告》-2023.10.25

● 医疗&消费双轮驱动步入新元年，长期主义未来可期，维持“买入”评级

公司历史业绩受疫情影响波动较大，疫情影响消退后两板块有望双轮驱动向上，看好2024年步入经营新元年，Q2防疫产品影响消退后，医用耗材&健康生活消费品板块有望稳步增长，我们上调2024-2025年并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为9.16/10.26/11.60亿元(2024-2025年前值为8.54/10.14亿元)，对应EPS为1.56/1.74/1.97元，当前股价对应PE为15.1/13.5/12.0倍，维持“买入”评级。

● 医用耗材板块：B&C端打造一站式专业医疗体系，迈向新征程

(1) 分品类看，防疫高基数影响逐步消退，常规品稳步增长。疾控防护产品：2024Q2仍存在部分高基数影响，我们认为随着防疫产品去库存完成及高基数影响减弱，2024年将逐步恢复常态化，预计全年销售收入在2.5-3.5亿元左右。常规品：中国高端伤口敷料和一次性手术包市场均有成长潜力且具备进入壁垒，稳健医疗通过收购隆泰医疗、桂林乳胶和平安医械等，丰富国内外渠道和产品矩阵，将打造一站式专业医疗体系，高端敷料&手术室耗材高增带动常规品业务持续增长，C端健康个护品类差异化布局高潜。(2) 分渠道看，外销占比稳步回升，渠道收入结构逐步恢复至均衡态势。

● 健康生活消费品板块：品牌力持续强化，提质增效高质量发展

全棉时代具备需求韧性，2019-2023年收入CAGR为9.1%。随着品牌力持续强化，运营提质增效，盈利能力有望稳步提升实现高质量发展。(1) 分品类看，棉柔巾&母婴基本盘稳健，卫生巾&服饰具备增长机会。无纺布：棉柔巾基本盘稳健，行业龙头地位稳固；卫生巾收入快速增长，2022年我国女性月经用品市场CR5仅34.6%，奈丝公主市占率从2017年的0.2%提升至2022年的0.6%，未来有望持续快速增长，抢占市场份额。有纺品：从母婴万亿赛道切入，通过场景打造、优质产品质量、产品品类扩充，逐步拓展至女性、家居等优质赛道，未来有望持续稳步增长。(2) 分渠道看，线下加速加盟&提升店效，线上打造爆品&提升渗透。线下门店：2023年末较年初线下净增加71家门店，预计加速加盟开发，并通过渠道调整&场景打造提升店效。线上渠道：2023年天猫销售额排名前五单品贡献63%的销售额，预计聚焦战略爆品抢占心智，提升渗透率。

● 风险提示：原材料价格波动，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	8,605	9,789	10,903
YOY(%)	41.2	-27.9	5.1	13.8	11.4
归母净利润(百万元)	1,651	580	916	1,026	1,160
YOY(%)	33.2	-64.8	57.9	12.0	13.1
毛利率(%)	47.4	49.0	49.5	49.7	49.8
净利率(%)	14.5	7.1	10.6	10.5	10.6
ROE(%)	13.7	5.2	7.4	8.1	8.9
EPS(摊薄/元)	2.81	0.99	1.56	1.74	1.97
P/E(倍)	8.4	23.9	15.1	13.5	12.0
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 稳健医疗：疫情影响已基本消退，进入双轮驱动向上阶段.....	4
2、 医用耗材板块：B&C 端打造一站式专业医疗体系，迈向新征程	4
2.1、 分品类看，防疫高基数影响逐步消退，常规品高潜品类未来可期	4
2.1.1、 疾控防护产品：高基数影响将逐步消退，恢复常态化经营	5
2.1.2、 常规品：内生外延赋能高端敷料&手术室耗材，C 端差异化布局高潜	5
2.2、 分渠道看，外销占比稳步回升，渠道收入结构逐步恢复至均衡态势	7
3、 健康生活消费品：品牌力持续强化，提质增效高质量发展	7
3.1、 分品类看，棉柔巾&母婴基本盘稳健，卫生巾&服饰具备增长机会	8
3.1.1、 无纺布：棉柔巾基本盘稳健，卫生巾市场份额持续提升	8
3.1.2、 有纺品：从母婴万亿赛道切入，逐步拓展至女性、家居等优质赛道	9
3.2、 分渠道看，线下加速加盟&提升店效，线上打造爆品&提升渗透	10
3.2.1、 线下门店：加速加盟开店，渠道调整&场景打造提升店效	11
3.2.2、 线上渠道：聚焦战略爆品，持续提升渗透率	11
4、 盈利预测与投资建议	12
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

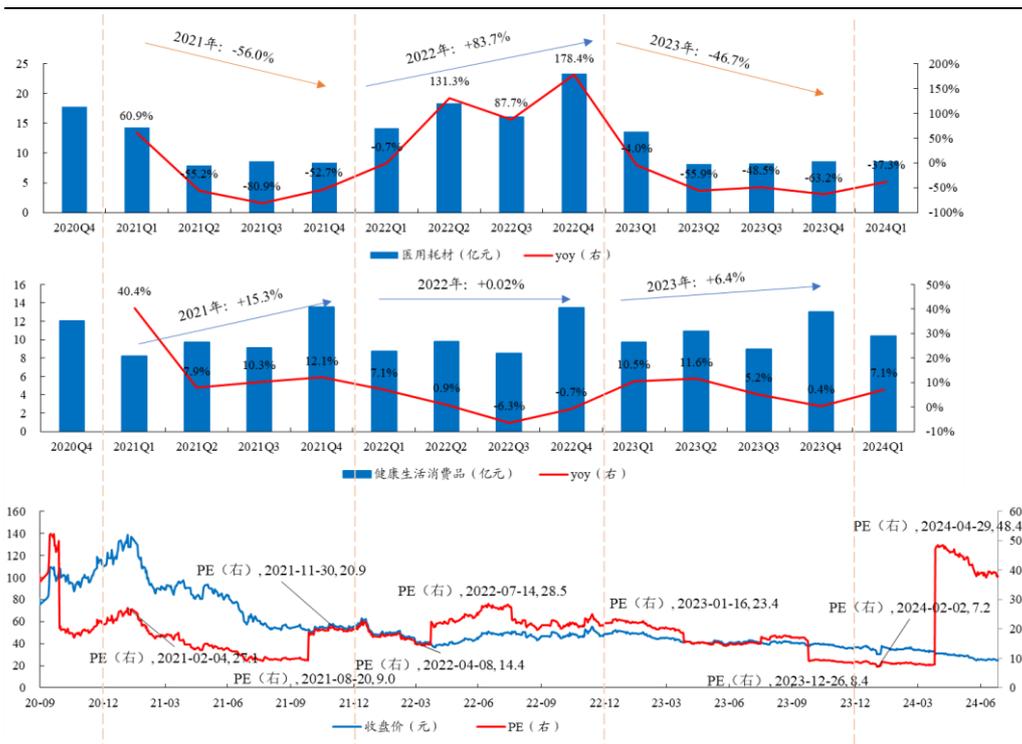
图 1： 疫情影响已基本消退，进入两板块双轮驱动向上阶段.....	4
图 2： 2023Q2-2024Q1 感染防护产品收入趋于稳定.....	5
图 3： 内生外延下，常规品收入稳步增长	5
图 4： 2022 年并购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林等，逐步完善产品矩阵	5
图 5： 2019-2023 年高端伤口敷料收入 CAGR 为 62.9%.....	6
图 6： 预计 2020-2027 年全球高端敷料市场 CAGR 为 3%.....	6
图 7： 2019-2023 年手术室耗材收入 CAGR 为 23.2%.....	6
图 8： 稳健医疗具备丰富的一次性耗材等器械注册证.....	6
图 9： 2021-2023 年健康个护收入 CAGR 为 22.5%.....	7
图 10： 健康个护品类兼具医用耗材专业性与 C 端品牌力	7
图 11： 2023 年外销收入占比恢复至 35%以上	7
图 12： 各渠道收入结构逐步恢复至均衡态势.....	7
图 13： 2019-2023 年无纺布收入总体呈稳步增长态势	8
图 14： 2023 年有纺品收入快速恢复，2023 年收入+11%	8
图 15： 干湿棉柔巾占主要份额，卫生巾快速增长	9
图 16： 棉柔巾市占率稳居天猫平台第一（2023 年）	9
图 17： 预计女性月经用品市场 2022-2027 年 CAGR 4%.....	9
图 18： 我国女性月经用品市场集中度仍然较低.....	9
图 19： 预计母婴市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 7.8%.....	10
图 20： 预计童装市场规模 2023-2027 年 CAGR 为 5.8%.....	10
图 21： 婴童服饰与成人服饰收入稳步增长.....	10
图 22： 成人服饰、家居消费市场空间广阔.....	10
图 23： 线上线下互补，共同拉动业绩增长.....	11

图 24: 线下渠道以线下门店为主, 占比 81%	11
图 25: 线下以直营门店为主, 加速加盟开店	11
图 26: 门店店效持续增长, 2023 年同比增长 8.2%	11
图 27: 全域会员人数持续增长	12
图 28: 战略爆品贡献主要销售收入	12

1、稳健医疗：疫情影响已基本消退，进入双轮驱动向上阶段

公司历史业绩受疫情影响波动较大，疫情期间医用耗材板块和健康生活消费品板块的业绩往往呈反向变动态势。2022Q2-2022Q4 这三个季度受疫情影响较大，医用耗材板块收入分别同比增长 131.3%/87.7%/178.4%，而健康生活消费品板块收入分别同比+0.9%/-6.3%/-0.7%；其余季度疫情消退，医用耗材板块均出现明显下滑，2021年/2023年/2024Q1 收入分别同比下滑 56.0%/46.7%/37.3%，而健康生活消费品板块收入稳健增长，分别同比增长 15.3%/6.4%/7.1%。两板块双轮驱动向上阶段(即 2021Q1&2022Q2)，历史 PE 为 16-26 倍之间；2024 年疫情影响已基本消退，进入双轮驱动向上阶段，2024 年预测 PE 处于历史低位。

图1：疫情影响已基本消退，进入两板块双轮驱动向上阶段



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2、医用耗材板块：B&C 端打造一站式专业医疗体系，迈向新征程

2.1、分品类看，防疫高基数影响逐步消退，常规品高潜品类未来可期

医疗板块的收入受疫情影响波动较大。剔除感染防护产品的影响，常规品业务在内生外延下稳步增长，2023 年实现收入 29.5 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 21.5%。

图2：2023Q2-2024Q1 感染防护产品收入趋于稳定

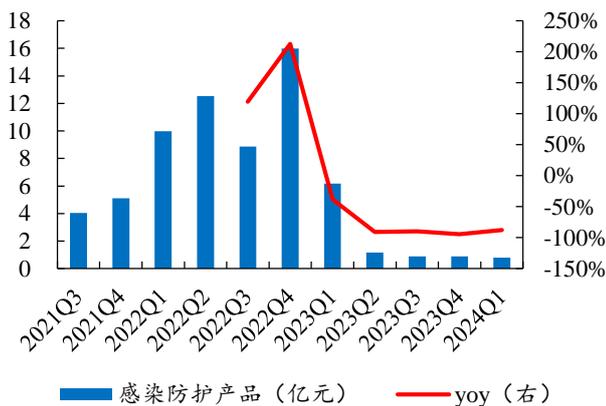
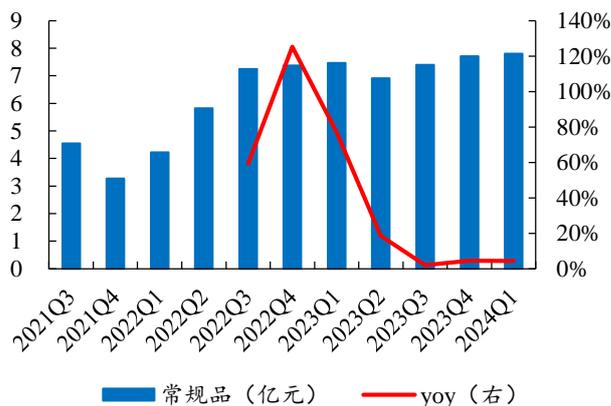


图3：内生外延下，常规品收入稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.1、 疾控防护产品：高基数影响将逐步消退，恢复常态化经营

2023Q2-2024Q1 感染防护产品的销售收入稳定在 0.8-1.2 亿元左右,2024Q2 仍存在部分高基数影响，我们认为随着防疫产品去库存完成及高基数影响减弱，2024 年销售将逐步恢复常态化，由于疫情期间公司在传染医院等需求稳定的渠道持续布局，以及居民端品牌认知度的大幅提升，预计 2024 年全年疾控防护产品的销售收入在 2.5-3.5 亿元左右。

2.1.2、 常规品：内生外延赋能高端敷料&手术室耗材，C 端差异化布局高潜

2022 年并购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林等标的，逐步完善医用耗材板块的产品矩阵、技术专利和品牌渠道，内生外延下打造一站式专业医疗体系，特别是高端敷料和手术室耗材领域。同时，公司发力健康护理和清洁消毒等 C 端品类，差异化布局具备增长潜力。

图4：2022 年并购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林等，逐步完善产品矩阵



资料来源：公司公告、开源证券研究所

(1) 高端伤口敷料：2019-2023 年高端伤口敷料收入 CAGR 为 62.9%。行业：海外市场较大，中国市场具备成长空间。随着老年人口增加、道路事故和烧伤病例数量的增加以及糖尿病伤口的高发率和慢性感染，全球高端伤口敷料市场持续增长，根据 QYResearch 统计，2020 年全球高端伤口敷料市场规模为 58 亿美元，预计 2027

年将达到 72 亿美元，2020-2027 年 CAGR 为 3.1%，其中 2020 年主要的消费市场为北美和欧洲，分别占比 41%/39%；2020 年中国市场规模为 4 亿美元，仅占 7%，具备较大成长空间。全球的主要玩家为 3M、Smith & Nephew、ConvaTec 等，市场份额较为集中，2020 年 CR10 为 62.21%，具备一定的进入壁垒。**公司：**通过收购隆泰医疗，稳健医疗与隆泰医疗进行国内外渠道、产品种类互补，未来将逐步覆盖跨境电商、国内医院、国内零售等多类型渠道，有望持续高增。

图5：2019-2023 年高端伤口敷料收入 CAGR 为 62.9%

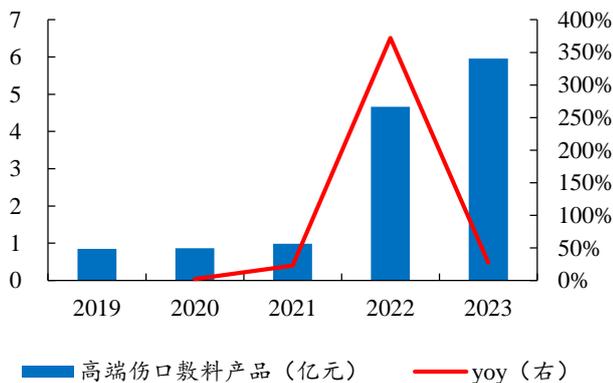
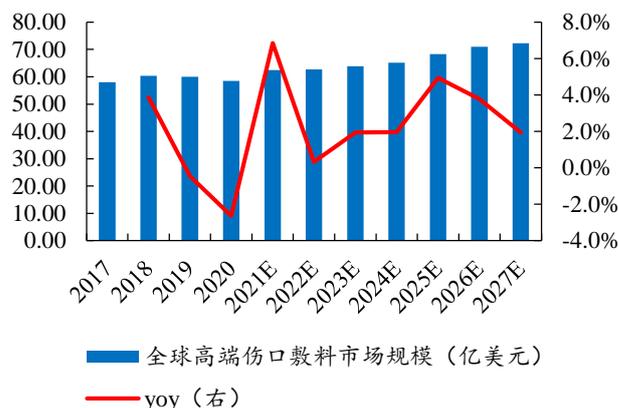


图6：预计 2020-2027 年全球高端敷料市场 CAGR 为 3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：QYResearch、开源证券研究所

(2) 手术室耗材：2019-2023 年手术室耗材收入 CAGR 为 23.2%。**行业：**中国渗透率较低。国内手术感控产品仍以重复使用型产品为主，相较于北美发达国家接近 90%的渗透率，2020 年中国一次性手术包渗透率仅 20%-30%，中国市场仍具备较大的增长潜力。**公司：**基于并购桂林乳胶和平安医械后丰富的产品线以及多个医疗器械注册证，持续推出多品类多形式的手术包，致力于打造一站式解决方案供应商，有望将利用医院端的品牌优势逐步渗透持续增长。

图7：2019-2023 年手术室耗材收入 CAGR 为 23.2%

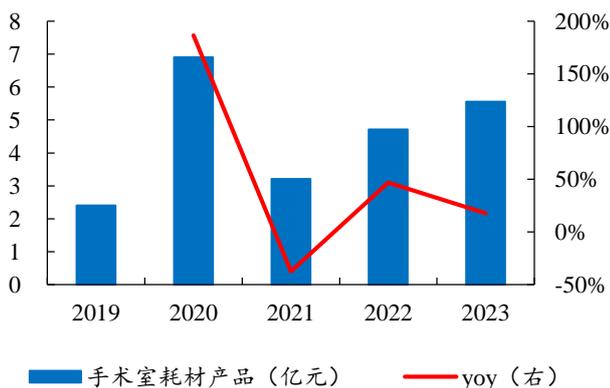
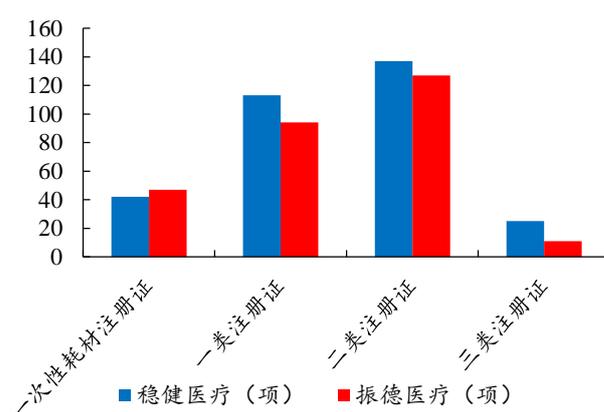


图8：稳健医疗具备丰富的一次性耗材等器械注册证

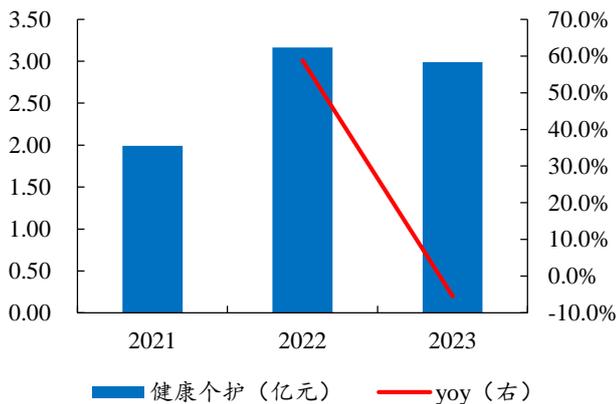


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所（截至 2023 年末）

(3) 健康个护：该品类主要产品为口鼻腔、医美个护等，集中在 OTC 药店以及电商渠道等 C 端销售，2021-2023 年健康个护收入 CAGR 为 22.5%，2023 年受防疫手消产品影响短期承压。公司全棉时代的 C 端运营能力赋能健康个护品类，使其更好把握 C 端消费市场；医用耗材的生产研发能力使得公司健康个护产品具备安全性、专业性；看好两优势共同发力带动健康个护品类快速增长。

图9：2021-2023 年健康个护收入 CAGR 为 22.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：健康个护品类兼具医用耗材专业性与 C 端品牌力

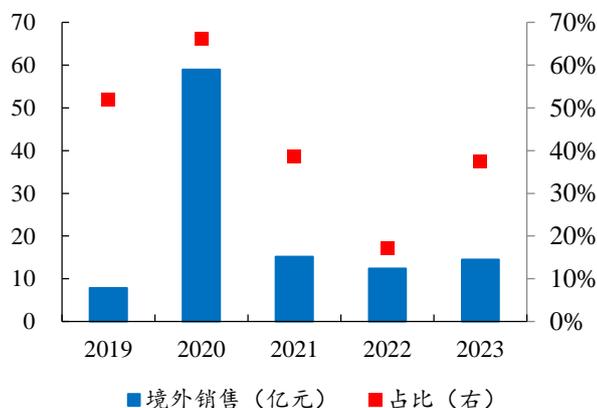


资料来源：稳健天猫官方旗舰店、开源证券研究所

2.2、分渠道看，外销占比稳步回升，渠道收入结构逐步恢复至均衡态势

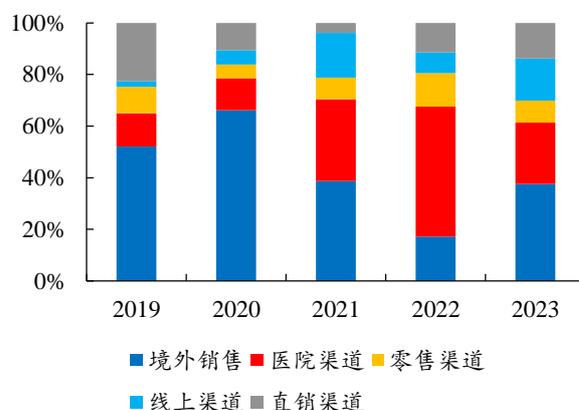
(1) **外销**：2023 年外销收入占比恢复至 35% 以上，与瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等世界知名医疗用品公司合作多年，有望持续获取海外客户订单。(2) **国内**：国内医院渠道稳步拓展，基于疫情期间积累的知名度和美誉度，精细化管理和丰富的产品矩阵赋能入院；C 端业务持续耕耘健康个护、疤痕敷贴等新品类，通过有竞争力的品类打造产品心智。

图11：2023 年外销收入占比恢复至 35% 以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：各渠道收入结构逐步恢复至均衡态势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、健康生活消费品：品牌力持续强化，提质增效高质量发展

全棉时代聚焦精致妈妈、品质中高产人群和新锐白领这三类客群，坚持“一朵棉花、一种纤维”的产品理念，随着“她改变的”品牌 IP 故事、“绵柔中≠棉柔中”科学营销等宣传推广，全棉时代凭借安全、品质的品牌形象抢占消费者心智，把握价格敏感度较低的高粘性客户群。随着品牌力持续强化、门店运营提质增效，我们看好全棉时代具备需求韧性，业绩有望持续增长，盈利能力稳步提升实现高质量发展。

3.1、分品类看，棉柔巾&母婴基本盘稳健，卫生巾&服饰具备增长机会

近几年无纺布稳步增长，有纺品快速恢复增长。全棉时代产品分为干湿棉柔巾、卫生巾等无纺布和婴童服饰、成人服饰等有纺品两类。2023 年健康生活消费品板块同比基本持平实现收入 42.6 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 9.1%，其中有纺品/无纺布各占 50%左右，2019-2023 年 CAGR 分别为 12.5%/6.3%；2022 年线下门店客流承压导致有纺品收入同比下滑 1.5%，2023 年线下客流恢复态势良好，以线下体验为主要消费场景的成人服饰等有纺消费品收入快速恢复，2023 年收入同比增长 11.2%。

图13：2019-2023 年无纺布收入总体呈稳步增长态势

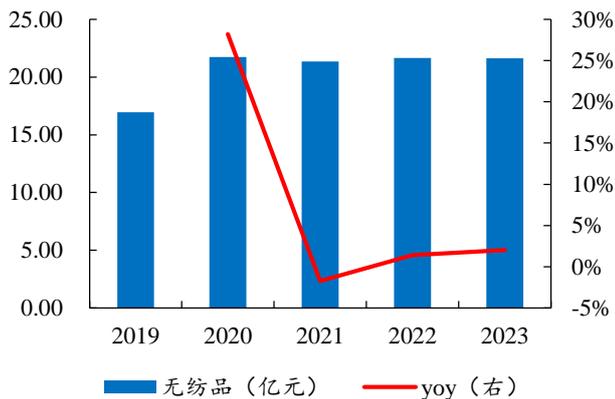
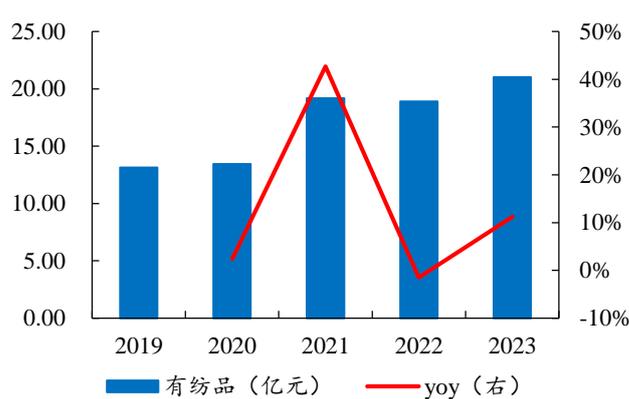


图14：2023 年有纺品收入快速恢复，2023 年收入+11%



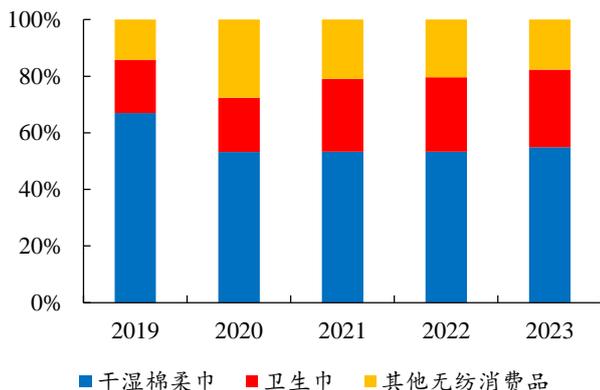
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.1、无纺布：棉柔巾基本盘稳健，卫生巾市场份额持续提升

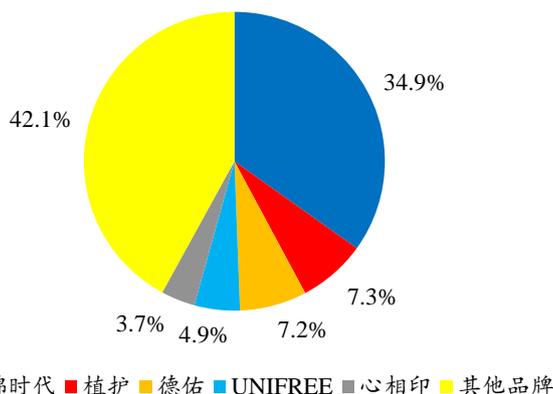
干湿棉柔巾基本盘稳健，卫生巾快速增长。(1) 干湿棉柔巾：占主要份额，基本盘稳健。2023 年实现收入 11.9 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 1.1%，近年来棉柔巾占比维持在 50%以上，占无纺布主要份额。棉柔巾行业集中度较高，根据久谦中台统计，2023 年天猫平台前三大品牌分别为全棉时代/植护/德佑，市占率分别为 34.9%/7.3%/7.2%，全棉时代作为棉柔巾的开创者，龙头地位稳固。(2) 卫生巾：快速增长，市场份额持续提升。2023 年实现收入 5.9 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 16.8%，快于全棉时代整体增速；从 2019 年到 2023 年，卫生巾占无纺布比重从 18.8%提升至 27.4%。我国月经用品市场空间广阔，根据欧睿国际数据统计，2022 年市场规模达 990.7 亿元，预计 2022-2027 年 CAGR 为 3.8%，而我国女性用品市场集中度仍然较低，2022 年 CR5 为 34.6%，第一名苏菲市占率为 11.4%；奈丝公主采用 100%全棉表层定位中高端，市场份额持续提升，从 2017 到 2022 年，奈丝公主市占率从 0.2%提升至 0.6%，未来随着品牌知名度进一步提升，卫生巾品类有望持续快速增长。

图15: 干湿棉柔巾占主要份额, 卫生巾快速增长



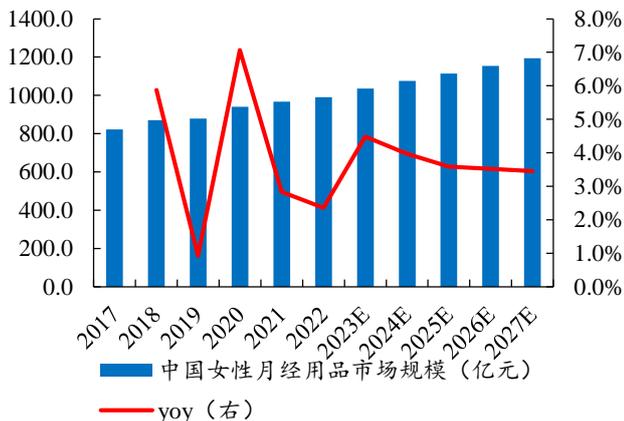
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 棉柔巾市占率稳居天猫平台第一 (2023年)



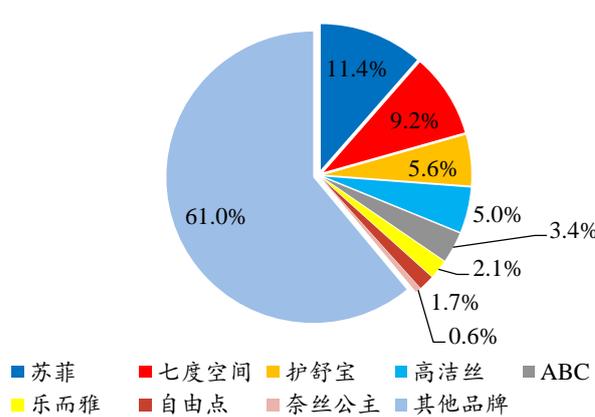
数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

图17: 预计女性月经用品市场 2022-2027 年 CAGR 4%



数据来源: 欧睿国际、开源证券研究所

图18: 我国女性月经用品市场集中度仍然较低



数据来源: 欧睿国际、开源证券研究所

3.1.2、有纺品: 从母婴万亿赛道切入, 逐步拓展至女性、家居等优质赛道

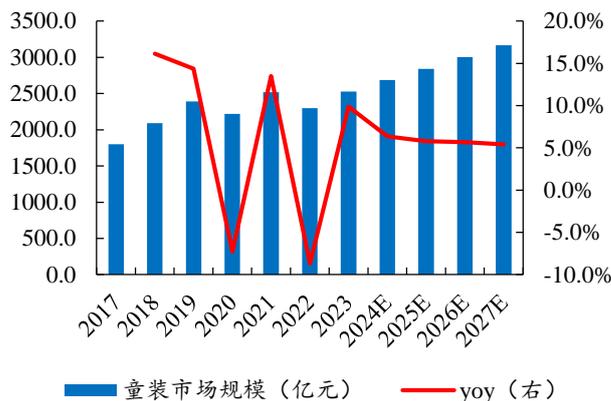
母婴市场规模持续增长, 其中孕产妇市场高增&婴童服饰需求稳定。近年来人口出生率下滑, 但是随着 90 后成为母婴主力消费人群, 倡导精致育儿, 该人群价格敏感度比较低, 更加注重商品的安全性、品质和实用性, 人均消费支出上涨带动中国母婴市场持续增长。根据艾瑞咨询统计, 2021 年中国母婴消费规模达 3.5 万亿元, 预计到 2025 年规模将达到 4.7 万亿元, 2021-2025 年 CAGR 为 7.8%。分品类来看, (1) 尽管婴童服饰品类规模较小, 但服饰品类消费支出较为稳定。根据欧睿国际统计, 2023 年中国童装市场规模为 2526 亿元, 预计到 2027 年规模将达到 3165 亿元, 2023-2027 年 CAGR 为 5.8%; (2) 而 90 后新生代孕妈对自身更加关注, 孕产妇市场增速快于婴童市场, 根据蝉魔方统计, 2022 年抖音渠道上孕产妇市场同比增长 86%, 高于婴童市场的 63%。

图19：预计母婴市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 7.8%



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

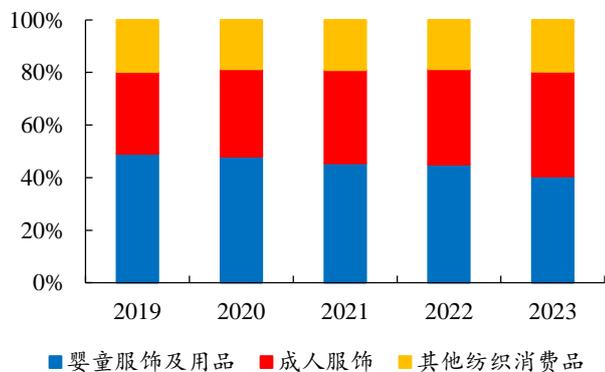
图20：预计童装市场规模 2023-2027 年 CAGR 为 5.8%



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

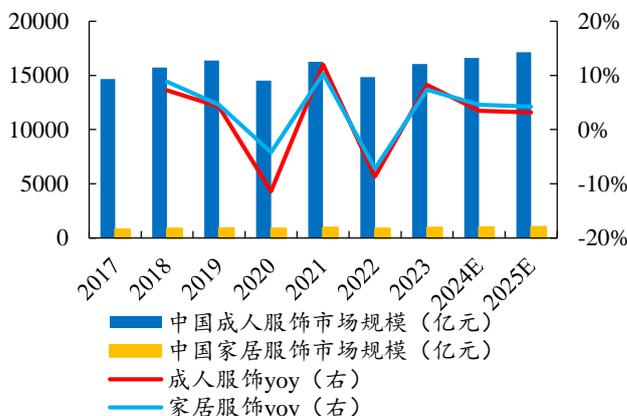
从母婴万亿赛道切入，逐步拓展至女性、家庭、家居等消费场景。全棉时代聚焦精致妈妈、品质中高产人群和新锐白领，从母婴市场切入积累具备粘性的客户，从婴童场景逐步拓展至女性、家庭、家居等场景，成人服饰和家居服饰空间广阔，根据欧睿国际统计，2023年中国成人/家居服饰市场规模为1.6万亿元/961亿元，预计2023-2025年CAGR分别为3.3%/4.4%。婴童服饰及用品/成人服饰收入2019-2023年CAGR为7.2%/19.6%，2023年成人服饰占有纺织品比重提升至40%，未来通过场景打造、优质产品质量、产品品类扩充，有纺织品收入有望持续稳步增长。

图21：婴童服饰与成人服饰收入稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：成人服饰、家居消费市场空间广阔

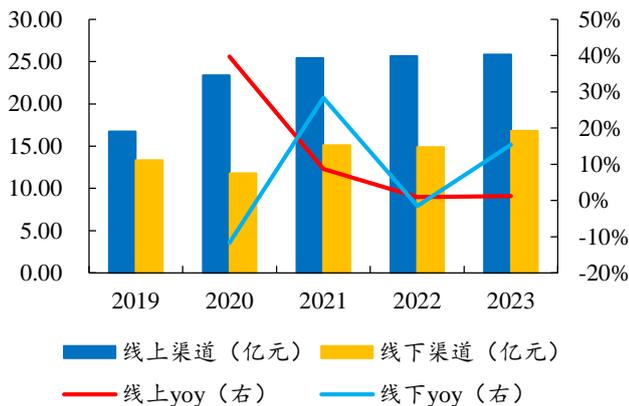


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

3.2、分渠道看，线下加速加盟&提升店效，线上打造爆品&提升渗透

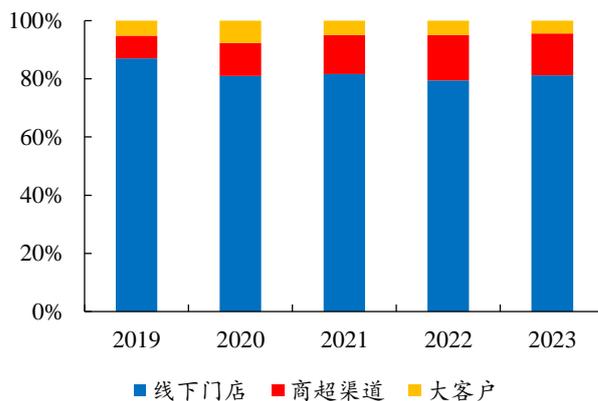
全棉时代线上线下深度融合，渠道优势互补具备业绩韧性。线上包括官网/小程序等自有平台、第三方电商平台，线下包括直营/加盟门店、大客户、商超渠道等。2023年线上渠道/线下渠道分别占61%/39%，2019-2023年CAGR分别为11.5%/5.9%；2023年客流恢复态势良好，2023年线下门店收入同比增长15.4%，线上渠道持续聚焦爆品推新，2023年收入同比增长1.2%。

图23: 线上线下互补, 共同拉动业绩增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图24: 线下渠道以线下门店为主, 占比81%

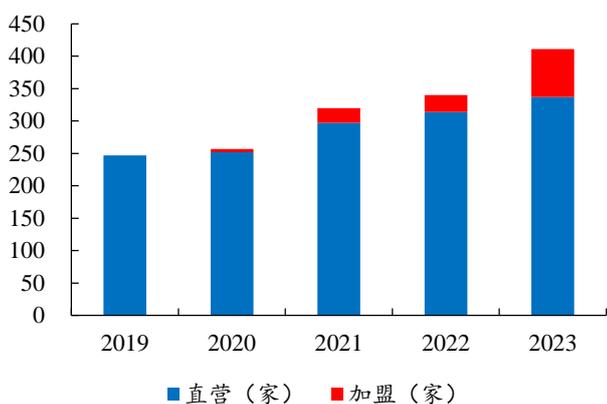


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2.1、线下门店: 加速加盟开店, 渠道调整&场景打造提升店效

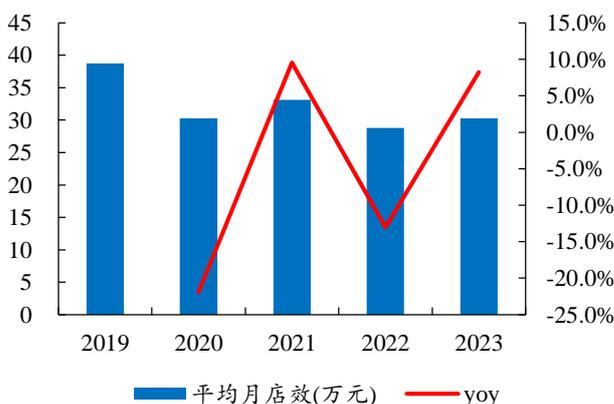
线下门店加速加盟开店并提升直营店效。截至2023年末, 线下共411家门店, 较2023年初净增加71家门店, 其中加盟门店数为74家, 较2023年初净增48家, 占比提升至18.0%。全棉时代通过相对低价的无纺布拉新以提升转化率, 并通过场景打造提升有纺品连带率以带动客单价提升, 门店模式具备优势, 将持续加速加盟商开发。店效方面, 调整门店面积更加聚焦300-500平标准店, 2019-2023年直营门店平均面积从420平下降至320平, 截至2023年末, 500平以下的直营老店占比84%; 通过人员、陈设等精细化管理提升门店店效, 2023年平均月店效为30万元, 同比增长8.2%。

图25: 线下以直营门店为主, 加速加盟开店



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

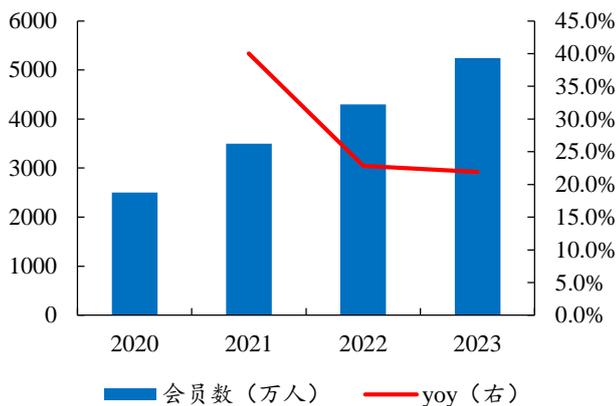
图26: 门店店效持续增长, 2023年同比增长8.2%



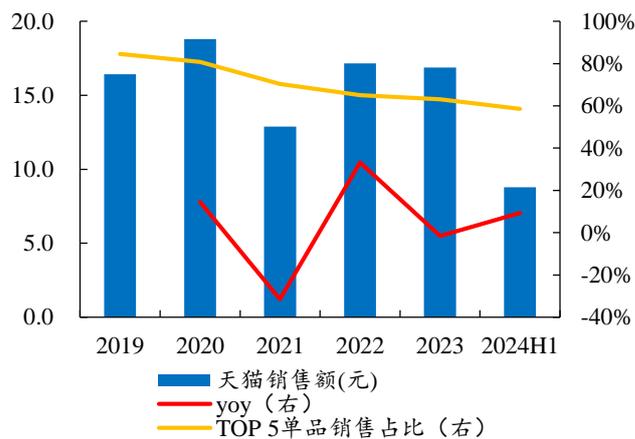
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2.2、线上渠道: 聚焦战略爆品, 持续提升渗透率

全域会员人数持续增长, 战略爆品贡献主要收入。截至2023年末, 全棉时代全域会员人数约5242万人, 同比增长约22%, 较2020年增长约110%, 人群触达仍具备较大空间, 2024年有望持续拉新提升渗透率, 提升品牌知名度。线上渠道主要聚焦战略爆品, 2023年天猫销售额排名前五的单品贡献63%的销售额, 分别是洗脸巾、婴童纸品、卫生巾、口水巾、内裤, 未来聚焦战略爆品有望进一步提升市占率。

图27：全域会员人数持续增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：战略爆品贡献主要销售收入


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司历史业绩受疫情影响波动较大，疫情影响消退后两板块有望双轮驱动向上，看好2024年步入经营新元年，Q2防疫产品影响消退后，医用耗材&健康生活消费品板块有望稳步增长，我们上调2024-2025年并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为9.16/10.26/11.60亿元(2024-2025年前值为8.54/10.14亿元)，对应EPS为1.56/1.74/1.97元，当前股价对应PE为15.1/13.5/12.0倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

原材料价格波动，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12126	10556	9487	10433	10540
现金	4527	4706	3805	3231	4373
应收票据及应收账款	984	812	825	1049	1079
其他应收款	236	219	206	443	274
预付账款	229	122	180	175	226
存货	1559	1434	812	1859	967
其他流动资产	4591	3263	3658	3676	3621
非流动资产	6127	6556	8186	8417	8538
长期投资	22	21	23	26	27
固定资产	2313	2749	2813	2979	3099
无形资产	1033	995	1186	1426	1511
其他非流动资产	2759	2791	4163	3986	3901
资产总计	18253	17112	17673	18850	19078
流动负债	5487	4271	4192	4993	4735
短期借款	2295	1493	1512	1636	1571
应付票据及应付账款	1144	1433	1250	1792	1584
其他流动负债	2048	1345	1430	1565	1581
非流动负债	568	731	723	684	644
长期借款	0	170	163	124	84
其他非流动负债	568	561	561	561	561
负债合计	6055	5002	4915	5677	5380
少数股东权益	478	577	605	648	708
股本	426	594	594	594	594
资本公积	4546	4381	4381	4381	4381
留存收益	7246	7029	7560	8116	8754
归属母公司股东权益	11720	11533	12152	12524	12991
负债和股东权益	18253	17112	17673	18850	19078

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2983	1063	1872	386	2129
净利润	1674	629	944	1069	1219
折旧摊销	340	370	360	408	395
财务费用	-123	-62	-90	-78	-85
投资损失	-51	-127	-94	-91	-104
营运资金变动	495	-449	810	-867	761
其他经营现金流	648	703	-59	-55	-58
投资活动现金流	-3818	1030	-2393	-470	-273
资本支出	1199	753	26	229	119
长期投资	-1161	1588	-2	-2	-2
其他投资现金流	-3779	3371	-2369	-243	-156
筹资活动现金流	1118	-1785	-379	-490	-714
短期借款	2295	-802	18	124	-65
长期借款	0	170	-7	-39	-40
普通股增加	0	168	0	0	0
资本公积增加	-3	-165	0	0	0
其他筹资现金流	-1174	-1156	-390	-576	-609
现金净增加额	282	307	-901	-574	1142

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11351	8185	8605	9789	10903
营业成本	5973	4175	4346	4928	5469
营业税金及附加	98	66	71	82	90
营业费用	2050	2090	1979	2202	2453
管理费用	634	694	688	764	850
研发费用	488	322	336	377	420
财务费用	-123	-62	-90	-78	-85
资产减值损失	-363	-394	-345	-431	-459
其他收益	84	101	96	94	97
公允价值变动收益	32	47	46	42	45
投资净收益	51	127	94	91	104
资产处置收益	4	32	13	13	13
营业利润	1977	818	1178	1322	1506
营业外收入	11	17	9	11	12
营业外支出	68	85	79	81	80
利润总额	1920	750	1108	1251	1438
所得税	245	121	164	182	218
净利润	1674	629	944	1069	1219
少数股东损益	24	48	28	43	60
归属母公司净利润	1651	580	916	1026	1160
EBITDA	2331	1151	1501	1706	1895
EPS(元)	2.81	0.99	1.56	1.74	1.97

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	41.2	-27.9	5.1	13.8	11.4
营业利润(%)	33.9	-58.6	44.0	12.2	14.0
归属于母公司净利润(%)	33.2	-64.8	57.9	12.0	13.1
获利能力					
毛利率(%)	47.4	49.0	49.5	49.7	49.8
净利率(%)	14.5	7.1	10.6	10.5	10.6
ROE(%)	13.7	5.2	7.4	8.1	8.9
ROIC(%)	11.8	4.7	6.8	7.5	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.2	29.2	27.8	30.1	28.2
净负债比率(%)	-13.0	-19.8	-13.1	-7.7	-16.5
流动比率	2.2	2.5	2.3	2.1	2.2
速动比率	1.8	2.0	2.0	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	12.9	9.1	10.5	10.4	10.2
应付账款周转率	6.2	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.81	0.99	1.56	1.74	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	5.07	1.81	3.18	0.66	3.62
每股净资产(最新摊薄)	19.92	19.60	20.66	21.29	22.08
估值比率					
P/E	8.4	23.9	15.1	13.5	12.0
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.7	8.1	6.4	6.0	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn