

稳健医疗（300888）

证券研究报告

2024年08月31日

高基期效应趋淡，中期分红率 111%

公司发布 2024 年半年报

公司 24Q2 收入 21.2 亿，同比+11%，归母 2 亿，同比-33.8%，扣非 1.8 亿，同比-23.9%；公司 24H1 收入 40.3 亿，同比-5.5%，归母净利润 3.8 亿，同比-43.6%，扣非归母净利 3.3 亿，同比-40.6%。公司 24H1 分红 4.3 亿，分红率 111.4%。

收入和归母净利润下降主要系 23Q1 感染防护产品带来高基数所致。24Q2 开始公共卫生事件对收入规模基数影响基本消除。

分产品看，公司 24H1 健康生活消费品收入 22.8 亿，同比+10.6%，其中干湿棉柔巾/婴童服饰/成人服饰收入分别为 6.8 亿/4.5 亿/4.4 亿，同比+24.8%/+4.3%/+8.9%；棉干湿棉柔巾收入大幅增长主要原因系加强与消费者的沟通，且使用场景创新，产品力加强；

医用耗材 17.2 亿，同比-20.9%，其中传统伤口护理与包扎产品 5.8 亿，同比+2.2%；收入减少幅度较大系感染防护产品需求大幅减少所致。

公司 24H1 毛利率 48.7%，同比-2.7pct；归母净利率 9.5%，同比-6.5pct。

分产品看，公司 24 H1 健康生活消费品毛利率 56.9%，同比-1.3pct，其中干湿棉柔巾/婴童服饰/成人服饰毛利率分别为 49.7%/59.7%/65.7%，同比-4.5pct/+1.7pct/+2pct；健康生活消费品毛利率下降主要原因系棉花采购价格上升。

医用耗材毛利率 38.1%，同比-7.1%，其中传统伤口护理与包扎产品毛利率 30.9%，同比-5.5pct。

从门店看，截至 24 年 6 月底，公司线下门店 444 家，其中直营门店 360 家，新开店 31 家，闭店 8 家，净新增 23 家，闭店原因为合同到期及战略布局考虑主动闭店；加盟门店 84 家，新开店 11 家，闭店 1 家，净新增 10 家，闭店原因为商场整改且合同到期间店。

健康生活消费品分渠道看，公司 24H1 线上收入 13.8 亿，同比+11.1%，毛利率 53.1%，同比-1.1pct；线下收入 7 亿，同比+8.9%，毛利率 65%，同比+0.1pct；

产能方面，棉柔巾/卫生巾 24H1 产能利用率分别为 50%/74%，同比+7pct/11pct，其中卫生巾产能利用率提高主要系新增生产设备和生产线，产品类型更加完善，市场需求增加，订单量增多所致。

渠道方面，开展多元化布局与拓展海外市场

医用耗材：公司通过多种方式持续深耕，积极打通营销通路；摆脱了公共卫生事件的影响，医疗业务渠道回归常态化的收入结构。24H1 国外销售渠道实现营业收入 7.9 亿元，同比增长 14.1%，占医疗板块收入比重 46%，体现了稳健医疗坚韧的国际市场基础。

国内医院渠道稳步拓展，C 端业务尤其是跨境电商有所突破：截至 24 年 6 月底，国内电商平台累计粉丝数近 1700 万，搭建了健康个护品类矩阵，抓住医疗消费品新发展趋势；线下进入国内头部药店近 19 万家；在跨境电商亚马逊平台上核心大单品类目排名持续保持领先。

健康生活消费品：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电商平台，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，核心三四线城市加速加盟为策略。

截至 24 年 6 月，全棉时代全域会员人数超 5600 万人，较去年末增长 7%。

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	25.57 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)	181.49
A 股总市值(百万元)	15,042.64
流通 A 股市值(百万元)	4,640.65
每股净资产(元)	19.43
资产负债率(%)	27.39
一年内最高/最低(元)	43.08/23.31

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-年报点评报告:长期发展韧性凸显》2024-05-13
- 《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

线上渠道聚焦新品、爆款矩阵，加强品类之间互相渗透，努力提高拉新转化率与老客复购率；24H1 传统第三方电商平台超 15% 增长，兴趣电商平台实现突破性增长(例如抖音同比增长近 80%)。线下门店提速发展，盈利能力已经恢复至 2019 年水平。

调整盈利预测，调整为“增持”评级

基于公司 24H1 业绩表现，归母净利润出现较大幅度下降，毛利率、归母净利率降低，盈利能力下降，同时考虑到目前消费环境等因素，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利分别为 5.8/6.6/7.8 亿元(前值分别为 9.5/10.8/11.9 亿元)，对应 PE 分别为 25/21/18X。

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	8,356.91	8,916.82	9,826.34
增长率(%)	41.23	(27.89)	2.10	6.70	10.20
EBITDA(百万元)	3,309.63	2,043.33	922.76	1,058.01	1,233.92
归属母公司净利润(百万元)	1,650.58	580.40	579.19	662.06	783.31
增长率(%)	33.18	(64.84)	(0.21)	14.31	18.31
EPS(元/股)	2.81	0.99	0.98	1.13	1.33
市盈率(P/E)	8.61	24.50	24.55	21.48	18.15
市净率(P/B)	1.21	1.23	1.15	1.12	1.09
市销率(P/S)	1.25	1.74	1.70	1.59	1.45
EV/EBITDA	7.14	7.88	9.21	6.48	6.69

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	3,342.76	4,777.07	3,930.53	营业收入	11,351.33	8,185.02	8,356.91	8,916.82	9,826.34
应收票据及应收账款	983.64	811.57	792.53	890.53	964.20	营业成本	5,972.80	4,174.60	4,429.16	4,636.75	5,011.43
预付账款	229.23	122.28	171.94	148.77	218.40	营业税金及附加	98.09	66.41	77.72	86.49	85.49
存货	1,558.92	1,434.33	1,435.76	1,490.74	1,843.81	销售费用	2,050.18	2,090.49	2,339.93	2,496.71	2,751.37
其他	4,827.24	3,477.17	3,447.41	3,307.29	3,592.17	管理费用	633.61	693.65	777.19	829.26	913.85
流动资产合计	12,125.91	10,551.48	9,190.40	10,614.40	10,549.12	研发费用	487.58	322.05	335.95	360.24	422.53
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	756.74	884.08	1,043.53
资产总计	18,237.75	17,112.02	17,743.07	19,083.50	19,067.31	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	1,809.06	1,628.12	2,052.65	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	511.62	1,616.53	914.69	利润总额	1,919.51	749.85	710.72	822.11	981.43
其他	2,047.92	1,345.07	1,392.76	1,750.28	1,488.08	所得税	245.30	121.30	113.79	132.36	157.91
流动负债合计	5,487.47	4,271.01	3,713.44	4,994.93	4,455.43	净利润	1,674.20	628.55	596.93	689.75	823.52
长期借款	0.00	170.00	321.79	150.00	192.82	少数股东损益	23.62	48.14	17.75	27.69	40.21
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	579.19	662.06	783.31
其他	567.51	560.69	784.32	637.51	660.84	每股收益(元)	2.81	0.99	0.98	1.13	1.33
非流动负债合计	567.51	730.69	1,106.12	787.51	853.66						
负债合计	6,054.98	5,001.70	4,819.55	5,782.44	5,309.09	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	478.16	577.10	594.84	622.53	662.74	成长能力					
股本	426.49	594.39	588.29	588.29	588.29	营业收入	41.23%	-27.89%	2.10%	6.70%	10.20%
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%	-7.49%	16.83%	18.04%
留存收益	11,777.41	11,410.17	11,740.38	12,090.24	12,507.19	归属于母公司净利润	33.18%	-64.84%	-0.21%	14.31%	18.31%
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	12,923.51	13,301.06	13,758.22	毛利率	47.38%	49.00%	47.00%	48.00%	49.00%
负债和股东权益总计	18,237.75	17,112.02	17,743.07	19,083.50	19,067.31	净利率	14.54%	7.09%	6.93%	7.42%	7.97%
						ROE	14.10%	5.03%	4.70%	5.22%	5.98%
						ROIC	63.31%	13.06%	10.35%	9.96%	14.70%
						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%	27.16%	30.30%	27.84%
净利润	1,674.20	628.55	579.19	662.06	783.31	净负债率	-16.55%	-23.28%	-7.69%	-20.90%	-10.65%
折旧摊销	339.90	370.32	246.02	273.93	302.39	流动比率	2.21	2.47	2.48	2.13	2.37
财务费用	(43.80)	(35.60)	(80.00)	(100.00)	(112.00)	速动比率	1.93	2.14	2.09	1.83	1.95
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)	(2,178.21)	1,445.28	(1,684.91)	应收账款周转率	12.91	9.12	10.42	10.60	10.60
其它	(4.30)	1,620.72	17.75	27.69	40.21	存货周转率	7.19	5.47	5.82	6.09	5.89
经营活动现金流	2,983.47	1,063.33	(1,509.28)	2,218.02	(775.10)	总资产周转率	0.72	0.46	0.48	0.48	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	0.98	1.13	1.33
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	-2.57	3.77	-1.32
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	20.96	21.55	22.26
债权融资	2,511.17	1,886.67	2,349.38	1,997.42	2,465.89	估值比率					
股权融资	(120.55)	92.60	545.24	100.00	112.00	市盈率	8.61	24.50	24.55	21.48	18.15
其他	(1,273.11)	(3,764.69)	(2,135.65)	(2,661.58)	(2,363.77)	市净率	1.21	1.23	1.15	1.12	1.09
筹资活动现金流	1,117.51	(1,785.43)	758.97	(564.17)	214.11	EV/EBITDA	7.14	7.88	9.21	6.48	6.69
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.77	9.32	12.55	8.74	8.86
现金净增加额	282.86	308.18	(1,363.37)	1,434.31	(846.54)						

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