

稳健医疗 (300888.SZ)

公布 20 年业绩预告, 看好防疫物资 21H1 表现

核心观点:

- **公司公布 2020 年业绩预告。**公司 2020 年期间预计实现收入 115-135 亿元, 同比增长 151%-195%; 预计实现归母净利润 36.5-39.5 亿元, 同比增长 568%-623%。主要系 (1) 新冠肺炎爆发期间, 公司及时快速反应, 加班加点生产防疫产品, 相关医用防护用品 (主要是口罩、防护服、隔离衣等) 在线上 and 线下渠道、境内和境外市场销售额均大幅提高。(2) 公司将自主研发的全棉水刺无纺布原材料广泛应用于手术衣、隔离衣、防护服、口罩等产品, 既解决了原材料的紧缺困难, 同时舒适性等优点又受到了客户的高度认可。因自主研发的原材料已规模化生产, 从而使产品成本下降, 进一步有效提升了全年业绩。
- **2021H1 防疫物资需求预计仍将维持高位, 看好公司 2021 年业绩持续性。**公司股权激励规划 2021 年营收保底目标 100 亿, 我们认为大概率能完成, 主要是因为 (1) 考虑到全球疫情防控远弱于我国, 预计公司防护服等产品仍将处于供不应求状态, 助推 2021H1 公司营收维持高增长; (2) 本次疫情期间, 公司的产品力得到了广泛认可, 全棉防护服产品相较于一般的化纤材料防护服更透气、穿着更舒适, 帮助公司顺利打通了此前较难进入的一些渠道, 如海外医护渠道和国内的军医院渠道。这将为未来公司医用敷料板块产品放量提供极大帮助, 因为医院渠道的粘性是很强的。因此我们认为公司 2021 年业绩具备持续性。
- **预计 20-22 年业绩分别为 9.06 元/股、5.39 元/股、5.89 元/股。**公司线下直营业务净利率较低, 大部分利润由医用产品和线上消费品贡献, 参考可比公司估值, 鉴于公司产业链地位, 给予公司 2021 年 36 倍 PE 估值, 对应合理价值 194.01 元/股, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**出口订单出现砍单、库存高企、新业务扩张失败等风险。

盈利预测:

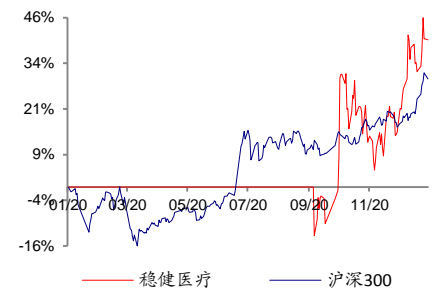
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,839	4,575	12,483	10,173	12,305
增长率 (%)	9.8%	19.2%	172.9%	-18.5%	21.0%
EBITDA (百万元)	641	770	4,769	3,003	3,283
归母净利润 (百万元)	425	546	3,862	2,298	2,512
增长率 (%)	-0.6%	28.6%	607.0%	-40.5%	9.3%
EPS (元/股)	1.13	1.45	9.06	5.39	5.89
市盈率 (P/E)	-	-	20.84	35.01	32.04
ROE (%)	16.0%	17.3%	40.3%	21.0%	20.6%
EV/EBITDA	-	-	15.70	24.59	22.36

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	188.70 元
合理价值	194.01 元
前次评级	增持
报告日期	2021-01-12

相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

稳健医疗 (300888.SZ): 推 2020-11-30
出股权激励计划, 确立 2021
年收入目标

一、盈利预测与估值

营业收入等于日用消费品（预测不变）+医用敷料（预测不变）+全棉水刺布（预测不变）+其他业务（变动，主要是防疫物资）。我们预计公司 2020 年至今大部分收入来自防疫物资，预计防疫物资收入占比约 50%，全年其他收入来看，我们四季度假设与上半年一致，而不对标业绩高速增长的三季度，假设四季度与今年上半年防疫估算收入的一半（一个季度）一致。此外，明年上半年防疫物资预计订单依然充足，我们假设防疫收入明年上半年能达到今年上半年的 80%，但我们预计明年下半年没有防疫物资收入。

表1：稳健医疗盈利预测（单位：万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
无纺消费品销售额（万元）	116,485	130,519	171,850	240,667	340,866	486,592
YOY		12.05%	31.67%	40.04%	41.63%	42.75%
有纺消费品销售额（万元）	97,957	107,861	131,278	105,022	192,979	317,036
YOY		10.11%	21.71%	-20.00%	83.75%	64.29%
医用敷料销售额（万元）	109,524	116,331	118,888	225,592	270,959	367,158
YOY		6.22%	2.20%	89.75%	20.11%	35.50%
全棉水刺布（万元）	19,848	24,102	29,220	40,129	39,090	53,506
YOY		21.43%	21.24%	37.33%	-2.59%	36.88%
其他业务（万元）	5,944	5,079	6,227	636,878	173,418	6,227
YOY		-14.56%	22.60%	10128.48%	-72.77%	-96.41%
营业总收入（万元）	349,758	383,892	457,463	1,248,289	1,017,311	1,230,519
YOY		9.76%	19.16%	172.87%	-18.50%	20.96%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

毛利率：预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 61.7%/55.1%/54.2%。其中：（1）无纺消费品：预计 2020-2022 年毛利率分别达 56.9%/57.9%/58.9%，主要受益于棉柔巾这一大单品微幅提价和小包装变相提价，每年提升 1 个 PCT。（2）有纺消费品：预计 2020-2022 年毛利率分别达 57.5%/64.0%/67.0%。因为以直营为主，预计今年毛利率因为长期折扣导致同比下降 5 个 PCT，预计 2021 年毛利率同比 2019 年提升 1.5 个 PCT；2022 年同比提升 3 个 PCT。（3）医用敷料：预计 2020-2022 年毛利率分别达 48.5%/38.5%/39.5%，主要系今年因为疫情影响，导致手术相关产品大幅涨价，但 2021 年毛利率预计回落至 2019 年水平，2022 年同比提升 1 个 PCT。（4）水刺布：预计 2020-2022 年毛利率分别达 43.1%/33.1%/34.1%。2020 年也是因为疫情原因导致水刺布涨价，预计 2021 年回落到 2019 年水平，2022 年同比提升 1 个 PCT。（5）其他：预计 2020-2022 年毛利率分别为 70.0%/70.0%/44.3%，其中 2022 年毛利率与 2019 年持平，2020 年及 2021 年因考虑了防疫物资等相关收入占比极高，预计毛利率达 70%。

综上，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 38.6/23.0/25.1 亿元，YOY 分别为

+607.0%/-40.5%/9.3%；EPS分别为9.06元/股、5.39元/股、5.89元/股。公司线下直营业务净利率较低，大部分利润由医用产品和线上消费品贡献，因此给予公司2021年36倍PE估值，对应合理价值194.01元/股，维持“增持”评级。

表2：可比公司估值表（收盘价截至2021年1月12日）

股票代码	股票简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002762.SZ	金发拉比	4.95	0.12	0.12	0.14	41	41	35
603214.SH	爱婴室	21.03	0.98	1.32	1.63	21	16	13
002511.SZ	中顺洁柔	25.96	0.69	0.84	1.00	38	31	26
603877.SH	太平鸟	29.46	1.44	1.77	2.09	20	17	14
603238.SH	诺邦股份	28.25	2.12	2.17	2.65	13	13	11
300877.SZ	金春股份	47.52	2.20	1.72	2.10	22	28	23
300658.SZ	延江股份	30.26	1.17	0.83	0.93	26	36	33
平均值						26	26	22

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心。注：以上EPS均为Wind一致预期。

二、风险提示

（一）需求放缓的风险：若宏观经济形势较为低迷、或国民人均可支配收入或购买力下降，有可能影响消费者对高品质产品的消费意愿和消费能力，进而影响稳健医疗下游的需求，对公司经营业绩造成不利影响。

（二）客户拓展不及预期的风险：若稳健医疗难以推出适应电商发展的经营策略，无法持续扩大其客户群、又或者是公司无法有效降低获客成本，那么公司长期盈利能力可能受到不利影响。

（三）竞争加剧的风险：（1）医用敷料：行业竞争者众多，从价格上来说，医用敷料受到东南亚等更低成本的国家、地区的竞争；从质量上来说，不少厂商开始由原先的价格战，转向研发、管理、资金实力竞争。因此，若公司无法不断提升自身产品的性价比或技术优势，可能面临份额下降的风险。（2）健康生活消费品：公司“全棉时代”品牌经过近年来的发展，积累了一定的品牌知名度。但是，以棉柔巾为例，公司虽然革新性地推出了全棉柔巾，但是受到多个品牌竞相模仿。尽管稳健医疗棉柔巾产品市场份额最大（根据天猫渠道统计），但依然面临着为数众多企业的竞争。若公司不能有效维持其口碑和产品质量，可能面临市场竞争加剧的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,939	2,675	9,785	10,450	11,684	经营活动现金流	468	600	3,532	2,681	2,446
货币资金	404	481	5,898	6,914	7,366	净利润	425	547	3,869	2,302	2,516
应收及预付	512	513	1,386	1,155	1,392	折旧摊销	129	155	199	255	317
存货	843	992	2,070	2,001	2,480	营运资金变动	-116	-91	-669	-20	-513
其他流动资产	180	688	431	380	447	其它	30	-12	134	143	127
非流动资产	2,019	1,857	2,457	3,050	3,586	投资活动现金流	-637	-420	-668	-741	-724
长期股权投资	7	9	10	12	13	资本支出	-637	-413	-599	-680	-656
固定资产	972	1,275	1,634	1,985	2,277	投资变动	0	0	-2	-2	-2
在建工程	647	188	388	588	788	其他	0	-7	-67	-60	-66
无形资产	132	132	141	152	164	筹资活动现金流	143	-98	2,552	-924	-1,270
其他长期资产	261	254	284	314	344	银行借款	569	434	10	10	0
资产总计	3,958	4,531	12,242	13,500	15,271	股权融资	300	0	50	0	0
流动负债	1,256	1,187	2,443	2,288	2,768	其他	-725	-533	2,492	-934	-1,270
短期借款	295	120	100	80	50	现金净增加额	-24	84	5,417	1,016	452
应付及预收	683	768	1,681	1,593	1,964	期初现金余额	400	376	481	5,898	6,914
其他流动负债	279	299	662	615	754	期末现金余额	376	459	5,898	6,914	7,366
非流动负债	42	181	211	241	271						
长期借款	5	134	164	194	224						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	37	47	47	47	47						
负债合计	1,298	1,368	2,654	2,529	3,039						
股本	376	376	426	426	426						
资本公积	949	949	4,614	4,614	4,614						
留存收益	1,332	1,835	4,538	5,918	7,174						
归属母公司股东权益	2,657	3,160	9,579	10,958	12,214						
少数股东权益	4	3	10	13	18						
负债和股东权益	3,958	4,531	12,242	13,500	15,271						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,839	4,575	12,483	10,173	12,305
营业成本	1,952	2,212	4,785	4,571	5,641
营业税金及附加	41	40	108	88	106
销售费用	1,041	1,356	2,122	2,035	2,707
管理费用	176	197	474	387	468
研发费用	117	155	423	345	417
财务费用	8	6	-2	-17	-21
资产减值损失	-20	-22	-251	-236	-242
公允价值变动收益	-8	11	0	0	0
投资净收益	1	-14	-37	-30	-36
营业利润	496	642	4,513	2,686	2,936
营业外收支	5	-3	0	0	0
利润总额	500	638	4,513	2,686	2,936
所得税	75	91	645	384	419
净利润	425	547	3,869	2,302	2,516
少数股东损益	1	1	6	4	4
归属母公司净利润	425	546	3,862	2,298	2,512
EBITDA	641	770	4,769	3,003	3,283
EPS (元)	1.13	1.45	9.06	5.39	5.89

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	9.8%	19.2%	172.9%	-18.5%	21.0%
营业利润增长	-4.0%	29.5%	603.3%	-40.5%	9.3%
归母净利润增长	-0.6%	28.6%	607.0%	-40.5%	9.3%
获利能力					
毛利率	49.2%	51.6%	61.7%	55.1%	54.2%
净利率	11.1%	12.0%	31.0%	22.6%	20.4%
ROE	16.0%	17.3%	40.3%	21.0%	20.6%
ROIC	14.7%	15.4%	39.7%	20.9%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	32.8%	30.2%	21.7%	18.7%	19.9%
净负债比率	48.8%	43.2%	27.7%	23.1%	24.8%
流动比率	1.54	2.25	4.01	4.57	4.22
速动比率	0.82	1.34	3.07	3.61	3.24
营运能力					
总资产周转率	0.97	1.01	1.02	0.75	0.81
应收账款周转率	9.10	10.99	10.99	10.99	10.99
存货周转率	4.55	4.61	6.03	5.08	4.96
每股指标 (元)					
每股收益	1.13	1.45	9.06	5.39	5.89
每股经营现金流	1.24	1.59	8.28	6.29	5.74
每股净资产	7.06	8.39	22.46	25.69	28.64
估值比率					
P/E	-	-	20.84	35.01	32.04
P/B	-	-	8.40	7.34	6.59
EV/EBITDA	-	-	15.70	24.59	22.36

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。