

稳健医疗（300888.SZ）

2022 年净利润增长 33%，2023 年一季度消费门店收入增长 19%

买入

核心观点

全年归母净利润增长 33%，医疗板块内生外延驱动高速增长。公司全年营业收入 113.5 亿元，同比增长 41%，主要受医疗板块高速增长驱动；归母净利润 16.5 亿元，同比增加 33%。公司整体毛利率同比减少 2.5 个百分点，其中医疗板块毛利率下降 3 个百分点，主要因疫情防控产品价格回落、收入占比提升所致，消费板块毛利率小幅提升。销售费用率下滑近 7 个百分点、降本增效取得显著成果，研发费用率因投入加大小幅提升 0.6 个百分点。净利率 14.7%，同比下降 0.7 个百分点。营运效率提升，ROE 提升 3 个百分点至 14.8%。

分季度：2022 年四季度受防疫产品需求上升及并表影响业绩高速增长，今年一季度经营稳健。2022 四季度公司实现收入 37.1 亿元，主要因疫情感染高峰、防疫产品需求大幅上升增长 67.3%，归母净利润 4.0 亿元，同比增长 196%。2023 年一季度营业收入增长 1.3%，主要因医疗板块由于防疫产品需求收缩下滑 4%，消费品业务同比增长 10.5%，归母净利润 3.8 亿元，同比增长 5.6%。公司持续降本增效，去年四季度和今年一季度盈利能力均同比提升。

分业务：医疗板块防疫产品需求回落，消费品板块线下门店疫后回暖显著。

（1）2022 年：医疗板块收入 72 亿元，增长 84%，其中疫情防控产品因需求上升收入 47.4 亿元，增速达 99%；常规品收入增长 60%，其中高端敷料产品收入提高 3.7 倍以上。年内 3 家并购公司贡献收入 8.1 亿元，为公司完善准入证件、布局医疗低值耗材领域奠定基础，截至年末公司持有医疗产品注册证 319 项（其中三类医疗产品注册证 22 项）。消费品板块基本持平，其中线下门店受疫情冲击收入下降 4.1%，线上收入小幅增长 1%。（2）2023 年一季度，医疗收入因感染防护产品需求萎缩同比下滑 4%，常规品（含并购）增长 77%，消费品收入增长 10.5%，其中线下门店增长 19%，复苏回暖持续显现。

风险提示：疫情反复消费需求下行；国际政治经济风险；市场竞争激烈

投资建议：看好医疗并购协同效应释放，消费品疫后复苏盈利能力持续提升。

医疗板块方面，短期疫情防控产品需求下滑，中长期来看外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务看好疫后客流回暖、消费复苏带来的业绩反弹机遇，全棉时代具备长期品牌竞争力，精耕线上下渠道、降本增效有望持续提升盈利能力。因疫情防控放开、防疫产品销售预期下降，下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 15.0/16.4/19 亿元（原 2023-2024 年：19.5/24.0 亿元），同比增速为-9%/9.3%/15.9%，下调合理估值为 77-81 元（原：90-96 元），对应 2024 PE 20-21X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	10,223	11,479	13,118
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-9.9%	12.3%	14.3%
净利润(百万元)	2068	1651	1502	1642	1902
(+/-%)	3.7%	-20.2%	-9.0%	9.3%	15.9%
每股收益(元)	4.85	3.87	3.52	3.85	4.46
EBIT Margin	27.1%	18.6%	18.3%	16.7%	16.9%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	14.1%	11.9%	12.1%	12.9%
市盈率 (PE)	12.4	15.6	17.1	15.7	13.5
EV/EBITDA	12.1	13.4	13.6	12.6	11.0
市净率 (PB)	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘璇

0755-81981391

0755-81982887

dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	77.00 - 81.00 元
收盘价	59.92 元
总市值/流通市值	25555/8149 百万元
52 周最高价/最低价	83.12/52.80 元
近 3 个月日均成交额	95.23 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《稳健医疗（300888.SZ）-医疗业务高增，全年业绩预计增长 31%至 49%》——2023-01-12

《稳健医疗（300888.SZ）-三季度收入增长 41%，毛利率提升显著》——2022-10-27

《稳健医疗（300888.SZ）-二季度收入增长 58.7%，医疗与消费业务持续向好》——2022-08-23

《稳健医疗（300888.SZ）-高基数过去拐点显现，二季度业绩预计增长 156%至 178%》——2022-07-13

《稳健医疗（300888.SZ）-疫情和高基数影响下一季度收入增长 2.4%》——2022-04-27

全年归母净利润增长 33%，医疗板块内生外延驱动高速增长

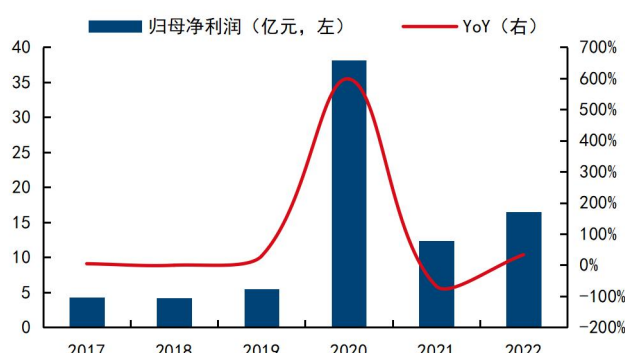
受医疗板块“内生+外延”高速增长驱动，全年归母净利润同比增长 33%。2022 年实现营收 113.5 亿元，同比增长 41.2%，其中医疗板块实现收入 72.0 亿元，同比增长 83.7%，主要原因是感染防护产品因疫情需求上升、年内收购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林标的贡献额外增量约 8 亿元，消费品板块因疫情扰动实现收入 40.5 亿元，基本持平。归母净利润 16.5 亿元，同比增长 33.2%，扣非净利润同比增长 51.7%。单看下半年，公司实现收入 61.9 亿元，同比增长 55.7%，归母净利润 7.6 亿元，同比增长 58.4%。

图1：公司营业收入与变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况（单位：亿元、%）

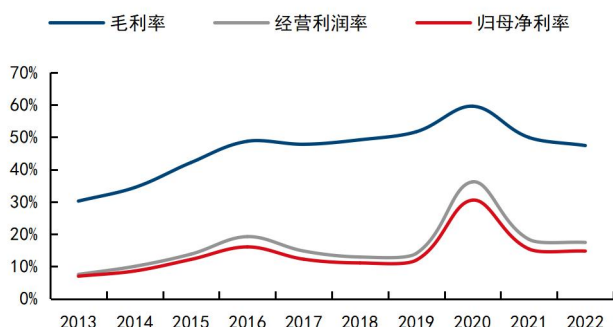


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受疫情防控毛利率下降影响公司整体毛利率同比减少 2.5 个百分点，销售费用率下滑近 7 个百分点、降本增效取得显著成果。毛利率 47.4%，同比下降 2.5 个百分点，主要因感染防护产品毛利率下降 5.8 个百分点同时收入占比提升由 30%提升至 42%。公司大力开展降本增效行动，通过拉通产品端到端降本、大力削减 SKU 数量等方式，费用管控效果显著，销售费用率 18.1%，同比下降 6.7 个百分点。管理费用率 5.6%，同比下降 0.1 个百分点；研发费用率 4.3%，公司注重研发投入与产品创新，同比提升 0.6 个百分点。经营净利率为 17.4%，同比下降 1 个百分点；归母净利率 14.7%，同比下降 0.7 个百分点。

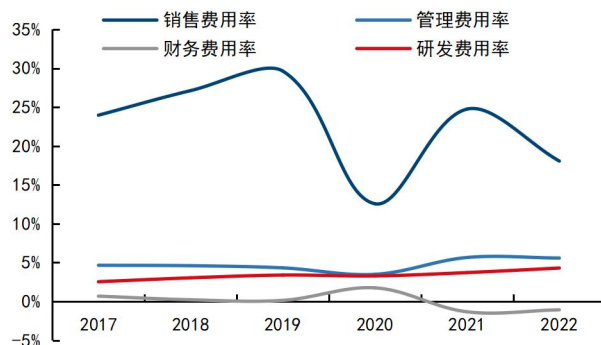
单看下半年公司实现毛利率 46.2%，同比小幅下降 0.8%，销售费用率大幅下滑 11.5 个百分点至 17.8%，管理费用率、财务费用率、研发费用率小幅上升；经营利润率 15.0%，同比提升 0.7 个百分点，净利率 12.2%，同比提升 0.2 个百分点。

图3：公司毛利率、经营利润率、归母净利率与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

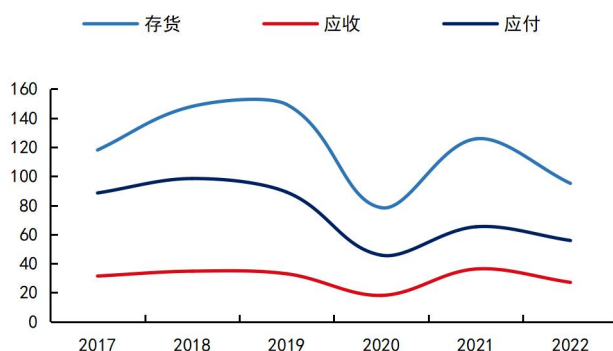
图4：公司四项费用率与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

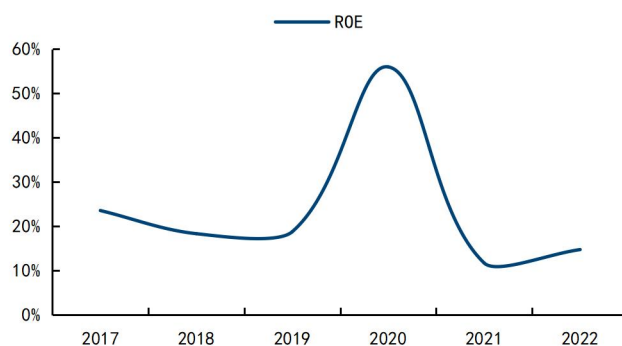
营运效率提升，ROE 同比提升，派息率提升。存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 95/27/56 天，分别比去年同期减少 31/9/9 天，营运效率提升。ROE 为 14.8%，同比提升 3 个百分点，派息率 48.32%，大幅提升 17.8 个百分点。

图5：公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司 ROE



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分季度：2022 年四季度受防疫产品需求上升及并表影响业绩高速增长，今年一季度经营稳健

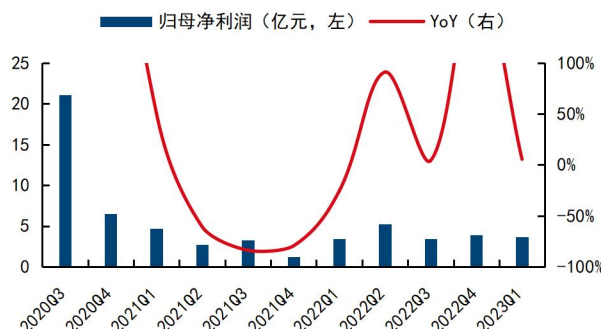
2022 年四季度受防疫产品需求上升及并表增量等因素收入增长 67%，2023 年一季度因感染防护产品需求萎缩，收入微增 1.3%。2022 年四季度公司实现收入 37.1 亿元，主要因疫情感染高峰、防疫产品需求大幅上升，同比增长 67.3%，归母净利润 4.0 亿元，同比增长 196%。2023 年第一季度实现营业收入 23.5 亿元，同比增长 1.3%，主要因医疗板块由于防疫产品需求收缩下滑 4%，消费品业务同比增长 10.5%，归母净利润 3.8 亿元，同比增长 5.6%。

图7：公司单季度营业收入与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司持续降本增效，去年四季度和今年一季度盈利能力均同比提升。2022 年四季度毛利率 46.4%，同比下滑 5.7%，销售费用率、管理费用率分别大幅下降 16、6 个百分点至 17.5%、4.2%，降本增效成果显著，实现经营利润率 13.3%，同比提升 4.3 个百分点，净利率 10.8%，同比提升 4.7 个百分点。2023 年一季度毛利率 51.0%，同比提升 3 个百分点，推测因低毛利率的防疫产品占比减少、其他产品坚持高质量发展所致，期间费用率基本稳定，其中管理费用率、研发费用率分别小幅提升 0.8、0.7 个百分点。经营利润率 19.3%，同比提升 1 个百分点，净利率 16.0%，提升 0.7 个百分点。

分业务：医疗板块防疫产品需求回落，消费品板块线下门店疫后回暖显著

医疗板块：

（1）收入：2022 年医用耗材收入达 72 亿元，同比增长 84%，其中疾控防护用品收入达 47 亿元，同比增加 99%，非防疫产品 24.7 亿元，同比增长 60%；3 家并购公司贡献收入 8.1 亿元，内生部分 63.9 亿元，同比增长 63%。分半年看，上半年收入同比增长 45%；下半年收入约 39.7 亿元，同比增长 134%，主要因防疫产品四季度需求激增、防疫产品增长 172%，且下半年为主要并表期，非防疫产品同比增长 90%，从并购和内生角度拆分看，并购下半年贡献收入 7.2 亿元，内生增长 91%。分季度看，第二至第四季度因疫情和并表增速较快，四个季度的收入同比分别为 -1.7%/130.1%/86.6%/182.3%。2023 年一季度因防疫产品需求萎缩同比下滑 38%，致医疗收入下滑 4%。

（2）毛利率：2022 年医用耗材毛利率 44.5%，同比下滑 3 个百分点，主要因防疫产品收入大幅提升，毛利率下滑约 6 个百分点，拉低总体毛利率，另外非防疫产品毛利率 37.0%，基本稳定。分半年看，防疫产品下半年毛利率环比上半年降低 2 个百分点；非防疫产品毛利率因下半年并购公司对总体毛利率起到稀释作用，较上半年降低 3.8 个百分点。

（3）营业利润率：2022 年营业利润率 21.4%，同比下降 0.8 个百分点。下半年营业利润率较上半年低 5 个百分点。

消费品板块：

(1) 收入：2022 年收入 40.5 亿元，基本持平。其中，线上收入小幅增长 0.9% 至 25.7 亿元，线下门店因客流下滑收入下降 4.1%，商超渠道因网点拓展、品类横拓实现 14% 的稳健增长。分半年看，下半年因疫情冲击收入同比下滑 4%，各渠道均有下滑。分季度看，四季度收入分别同比+8.8%/+2.0%/-5.2%/-3.1%，其中线下门店收入自二季度起受到疫情影响较大。2023 年一季度，随线下客流回暖、消费复苏，消费品板块业务增长 10.5%，其中线下门店增长 19%。

(2) 毛利率：2022 年毛利率 52.8%，同比增长 0.6 个百分点，保持高质量增长，除商超外其他渠道毛利率均有小幅提升。分半年看，上半年毛利率 53.3%，同比下滑 0.9 个百分点，主要为商超渠道毛利率下滑，下半年毛利率同比提升 1.7 个百分点。

(3) 营业利润率：2022 年营业利润率 9.7%，同比下降 1.1 个百分点。下半年营业利润率较上半年低 2.5 个百分点。

表1：公司分板块业务拆分

	2021	2022	2022H1	2022H2	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
医疗：									
收入（百万）	3,922.0	7,202.8	3,232.8	3,970.0	1,407.0	1,826.1	1,601.2	2,368.4	1,364.0
防疫产品	2,377.8	4,735.2	2,251.7	2,483.6	998.5	1,253.1			617.0
非防疫	1,544.2	2,467.5	981.1	1,486.4	408.5	573.0			747.0
内生	3,922.0	6,392.8	3,146.6	3,246.2		1,739.9			
并购		810.0	86.2	723.8		86.2			
收入 YOY	-56.0%	83.7%	45.3%	133.9%	-1.7%	130.1%	86.6%	182.3%	-4.0%
防疫产品	-66.1%	99.1%	53.9%	171.5%					-38.2%
非防疫	-19.1%	59.8%	28.8%	90.0%					76.9%
内生	-56.0%	63.0%	41.4%	91.3%		119.2%			
并购									
毛利率	47.5%	44.5%	46.3%	43.0%					
防疫产品	54.2%	48.4%	49.4%	47.6%					
非防疫	37.2%	37.0%	39.3%	35.5%					
营业利润率	22.2%	21.4%	24.1%	19.2%					
消费品：									
收入（百万）	4,054.2	4,055.0	1,881.1	2,173.9	890.0	991.0	862.6	1,311.3	969.0
电商	2,541.3	2,565.1	1,129.7	1,435.4					
线下门店	1,235.0	1,184.3	568.7	615.6	260.7	308.0			309.7
商超	203.0	231.8	143.3	88.4					
大客户	74.9	73.9	39.4	34.5					
收入 YOY	15.3%	0.0%	5.1%	-4.0%	8.8%	2.0%	-5.2%	-3.1%	10.5%
电商	8.7%	0.9%	2.4%	-0.2%					
线下门店	29.3%	-4.1%	4.8%	-11.1%	14.3%	-2.1%			18.8%
商超	51.2%	14.1%	35.0%	-8.7%	45.5%				
大客户	-16.6%	-1.4%	1.7%	-4.6%					
毛利率	52.2%	52.8%	53.3%	52.4%					
电商	47.8%	48.4%	48.9%	48.1%					
线下门店	59.4%	60.6%	60.1%	61.0%					
商超	65.4%	62.4%	61.9%	63.4%					
大客户	49.1%	49.4%	49.4%	49.4%					
营业利润率	10.8%	9.7%	11.0%	8.5%					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

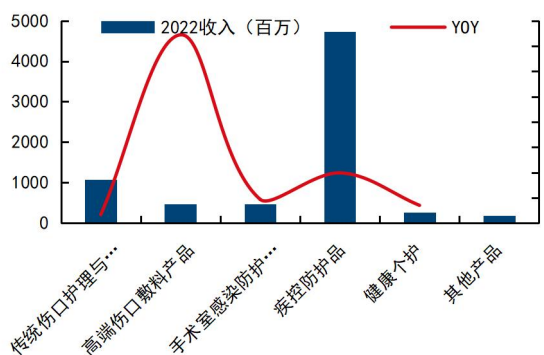
具体分产品渠道来看：

医疗板块 2022 年并购公司贡献 8 亿元，疾控防护、高端敷料内生增长翻倍，2023

年一季度防疫产品收缩导致收入下滑。

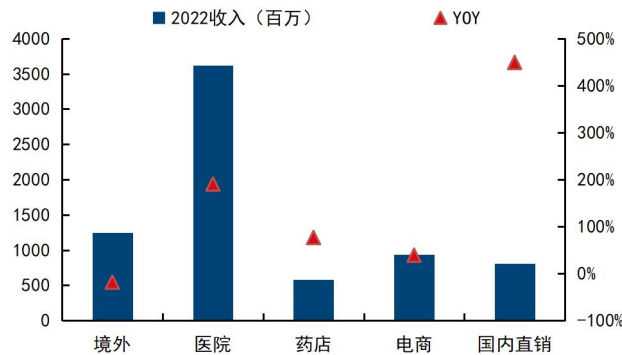
2022 年表现：1) 分产品看，剔除疾控防护品后的常规品收入 24.7 亿元、同比增长 59.8%，其中高端敷料收入提高 3.7 倍以上、剔除并购部分增长 108.4%，手术室耗材、健康个护产品亦实现双位数增长。2022 年公司并购公司贡献收入 8.1 亿元，为公司后续完善准入证件、布局医疗低值耗材奠定基础，截止报告期末，医用耗材板块共持有各类专利 680 项、医疗产品注册证 319 项（其中三类医疗产品注册证 22 项）。2) 分渠道看，国外渠道收入 12.4 亿元，在 2020 年部分订单跨期出货、2021 年收入基数高增的背景下同比下降 18.2%，公司优先将防疫产品供给医院渠道，收入同比增长 190.6%，C 端销售额 15.2 亿元，同比增长 51.4%，截至 2022 年末国内电商平台累计粉丝数 1,344 万、年内新增 420 万，药店方面，期末已覆盖 OTC 药店 15 万家，年内新增 3 万家。

图9：公司医疗板块分产品及收入增速



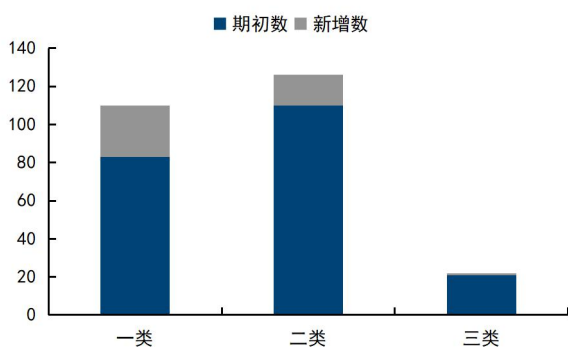
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司医疗板块分渠道及收入增速



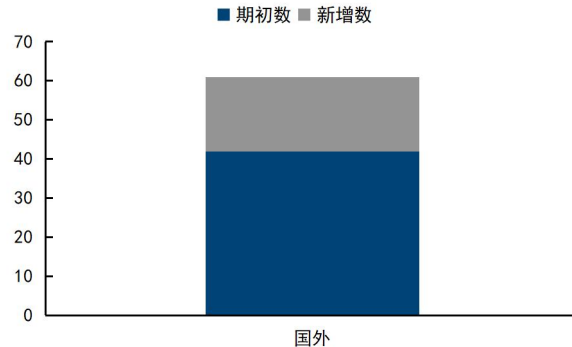
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司国内医疗注册证期初及新增数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司国外医疗注册证期初及新增数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

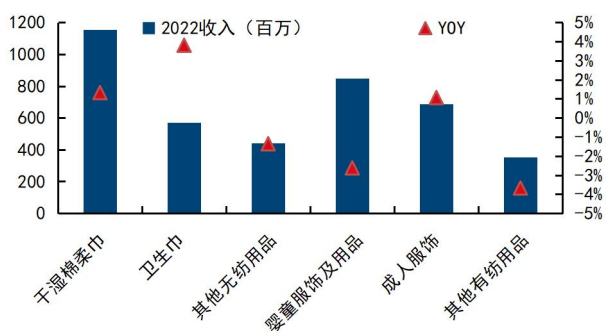
2023 年一季度表现：医疗业务实现收入 13.64 亿，同比下降 3.99%。1) 分产品看，感染防护产品收入 6.17 亿元，同比下降 38.21%，常规品（含并购）收入 7.47 亿元，同比增长 76.9%。2) 分渠道看，医院实现营业收入 4.29 亿元，同比下降 38.8%，主要受感染防护产品需求下降影响，其余渠道均为双位数增长。

消费板块 2022 年疫情冲击线下客流，线上精细化运营实现小幅正增长，2023 年

一季度线下门店复苏明显。

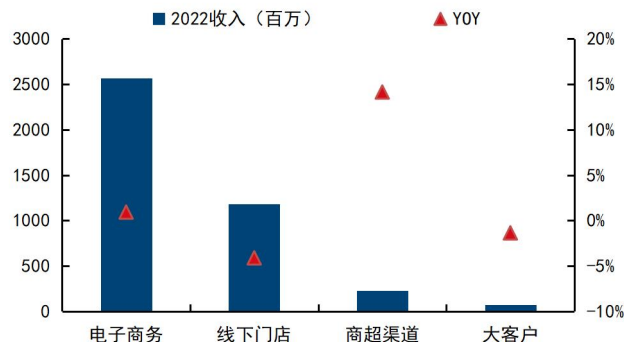
2022 年表现：1) 分产品看，全棉时代围绕中高端价值定位，聚焦精致妈妈、品质中高产人群，有纺产品受棉柔巾稳定增长驱动同比+1.4%，有纺品下滑 1.5%，其中婴童服饰及用品收入同比-2.6%，成人服饰小幅增加 1.1%。2) 分渠道看，全棉时代继续深耕线上渠道，实现销售收入 25.7 亿元，较上年增长 0.9%。线下：1. 门店实现销售收入 11.8 亿元，同比下降 4.1%，年末总门店数量为 340 家（直营店/加盟店：314/26 家），去年门店数量共 345 家（直营店/加盟店：322/23 家），净关闭门店 5 家；2. 商超渠道因零售网点拓展稳步推进、横向拓展棉柔巾、一次性出行用品品类同比增长 14%。此外公司保持较强私域会员运营能力，2022 年，全棉时代门店复购率将近 50%，官网渠道复购率接近 45%。

图 13：公司消费板块分产品及收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：公司消费板块分渠道及收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年一季度表现：消费品业务收入 9.7 亿元，同比增长 10.53%。1) 分产品看，无纺消费品收入 5.01 亿元，同比增长 4.3%；有纺消费品 4.68 亿元，同比增长 18.1%。2) 分渠道看，全棉时代电商渠道和线下门店同比均实现稳步增长，其中线下门店实现 18.8% 的较高增长。

投资建议：看好医疗并购协同效应释放，消费品疫后复苏盈利能力持续提升

因疫情防控放开、防疫产品销售预期下降，下调盈利预测，关键假设如下：

1. 收入：医疗业务预计疾控防护类产品下滑拖累整体收入增长，非防疫品随渠道拓展保持稳健增长，消费品业务预期线下客流回暖带动线下门店收入快速增长。2023-2025 年预计收入分别为 102/115/131 亿元，同比-9.9%/12.3%/14.3%。
2. 毛利率：预计医疗板块疾控防护品毛利率逐步下滑，其他产品毛利率基本稳定，结构上低毛利率疾控防护品收入占比降低有望推动医疗板块毛利率提升，消费品板块随高质量发展保持稳定上升趋势。预计 2023-2025 年毛利率分别为 49.0%/50.7%/51.5%。
3. 期间费用率：预计销售费用率、管理费用率随高费用投入的消费品板块收入占比提升呈现上升趋势，研发投入加大推动研发费用率同比提升。
4. 净利润：预计 2023-2025 年归母净利润分别为 15.0/16.4/19.0 亿元，同比-9.0%/9.3%/15.9%。

表2：盈利预测假设

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入（百万）	4,574.6	12,533.9	8,037.4	11,351.3	10,223.3	11,478.5	13,118.4
医疗业务：	1,504.5	8,920.7	3,922.0	7,202.8	5,266.9	5,582.3	6,315.5
防疫产品	149.2	7,011.5	2,377.8	4,735.2	1,367.0	1,000.0	1,000.0
常规品	1,355.3	1,909.2	1,544.2	2,467.5	3,899.9	4,582.3	5,315.5
内生	1,504.46	8,920.71	3,922.01	6,392.77	3,322.87	3,288.37	3,654.51
并购	-	-	-	810.00	1,944.00	2,293.92	2,660.95
消费品业务：	3,007.9	3,517.1	4,054.2	4,055.0	4,870.3	5,810.1	6,716.9
电子商务	1,673.6	2,338.2	2,541.3	2,565.1	2,953.3	3,380.1	3,831.2
线下门店	1,162.4	954.8	1,235.0	1,184.3	1,519.1	1,925.1	2,256.7
商超渠道	104.0	134.3	203.0	231.8	312.9	411.4	528.1
大客户	67.9	89.8	74.9	73.9	85.0	93.5	100.9
其他业务：	62.3	96.2	61.2	93.6	86.1	86.1	86.1
收入 YOY	19.2%	174.0%	-35.9%	41.2%	-9.9%	12.3%	14.3%
医疗业务：	29.3%	493.0%	-56.0%	83.7%	-26.9%	6.0%	13.1%
防疫产品	8.9%	4599.2%	-66.1%	99.1%	-71.1%	-26.8%	0.0%
常规品	32.0%	40.9%	-19.1%	59.8%	58.0%	17.5%	16.0%
内生	29.3%	493.0%	-56.0%	63.0%	-48.0%	-1.0%	11.1%
并购					20.0%	18.0%	16.0%
消费品业务：	26.2%	16.9%	15.3%	0.0%	20.1%	19.3%	15.6%
电子商务	24.6%	39.7%	8.7%	0.9%	15.1%	14.5%	13.3%
线下门店	30.8%	-17.9%	29.3%	-4.1%	28.3%	26.7%	17.2%
商超渠道	44.9%	29.1%	51.2%	14.1%	35.0%	31.5%	28.4%
大客户	-15.4%	32.3%	-16.6%	-1.4%	15.0%	10.0%	8.0%
其他业务：	22.6%	54.5%	-36.4%	52.9%	-8.0%	0.0%	0.0%
毛利率	51.6%	59.5%	49.9%	47.4%	49.0%	50.7%	51.5%
期间费用							
销售费用率	29.6%	12.6%	24.7%	18.1%	19.2%	22.3%	22.8%
管理费用率	4.3%	3.5%	5.7%	5.6%	5.9%	6.0%	6.0%
研发费用率	3.4%	3.3%	3.7%	4.3%	4.8%	4.9%	5.0%
财务费用率	0.1%	1.7%	-1.3%	-1.1%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
所得税率	14.3%	15.1%	15.4%	12.8%	14.4%	14.4%	14.4%
净利润（百万）	546.29	3810.41	1239.32	1650.58	1501.84	1641.53	1901.82
净利润 YOY	28.6%	597.5%	-67.5%	33.2%	-9.0%	9.3%	15.9%
净利率	11.9%	30.4%	15.4%	14.5%	14.7%	14.3%	14.5%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

投资建议：看好医疗并购协同效应释放，消费品疫后复苏盈利能力持续提升。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求和利润率随疫情稳定持续收缩，预期拖累业绩表现，中长期来看外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务看好疫后客流回暖、消费复苏带来的业绩反弹机遇，全棉时代具备长期品牌竞争力，精耕线上下渠道、降本增效有望持续提升盈利能力。因疫情防控放开、防疫产品销售预期下降，下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 15.0/16.4/19.0 亿元（原 2023-2024 年：19.5/24.0 亿元），同比增速分别为-9%/9.3%/15.9%，下调合理估值为 77-81 元（原：90-96 元），对应 2024 PE 20-21X，维持“买入”评级。

表3: 盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	10,223	11,479	13,118
(+/-%)	-35.9%	41.2%	-9.9%	12.3%	14.3%
净利润(百万元)	2068	1651	1502	1642	1902
(+/-%)	3.7%	-20.2%	-9.0%	9.3%	15.9%
每股收益(元)	4.85	3.87	3.52	3.85	4.46
经营利润率	27.1%	18.6%	18.3%	16.7%	16.9%
净资产收益率(ROE)	19.4%	14.1%	11.9%	12.1%	12.9%
市盈率(PE)	12.4	15.6	17.1	15.7	13.5
EV/EBITDA	12.1	13.4	13.6	12.6	11.0
市净率(PB)	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4274	4527	5478	5478	6322	营业收入	8037	11351	10223	11479	13118
应收款项	1105	1220	1099	1234	1410	营业成本	4028	5973	5214	5663	6359
存货净额	1597	1559	1326	1434	1614	营业税金及附加	65	98	82	92	105
其他流动资产	239	441	398	446	510	销售费用	1010	2050	1967	2555	2989
流动资产合计	10346	12126	12679	12970	14234	管理费用	763	1177	1135	1292	1484
固定资产	1693	3078	1854	1848	1821	财务费用	(107)	(123)	(92)	(103)	(118)
无形资产及其他	266	1033	992	950	909	投资收益	103	51	46	52	59
投资性房地产	945	1979	1979	1979	1979	资产减值及公允价值变动	(40)	(391)	(250)	(130)	(148)
长期股权投资	17	22	22	22	22	其他收入	113	140	117	127	139
资产总计	13267	18238	17525	17769	18966	营业利润	2455	1977	1831	2029	2349
短期借款及交易性金融负债	216	2511	1406	348	0	营业外净收支	(13)	(57)	(51)	(58)	(66)
应付款项	771	1144	973	1053	1185	利润总额	2442	1920	1779	1971	2283
其他流动负债	1088	1832	1481	1692	1932	所得税费用	376	245	256	284	329
流动负债合计	2075	5487	3861	3093	3116	少数股东损益	(2)	24	21	46	52
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2068	1651	1502	1642	1902
其他长期负债	505	568	568	567	568						
长期负债合计	505	568	568	567	568	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2580	6055	4428	3660	3684	净利润	2068	1651	1502	1642	1902
少数股东权益	12	478	491	518	550	资产减值准备	(175)	326	1164	11	(20)
股东权益	10675	11705	12606	13591	14732	折旧摊销	167	266	352	406	440
负债和股东权益总计	13267	18238	17525	17769	18966	公允价值变动损失	40	391	250	130	148
						财务费用	(107)	(123)	(92)	(103)	(118)
关键财务与估值指标	2020	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1057)	193	1039	11	(68)
每股收益	4.85	3.87	3.52	3.85	4.46	其它	174	(308)	(1151)	16	51
每股红利	1.80	0.94	1.41	1.54	1.78	经营活动现金流	1216	2519	3156	2215	2453
每股净资产	25.03	27.44	29.56	31.87	34.54	资本开支	0	(1530)	(500)	(500)	(500)
ROIC	26%	20%	16%	16%	19%	其它投资现金流	1001	(1248)	0	0	0
ROE	19%	14%	12%	12%	13%	投资活动现金流	997	(2783)	(500)	(500)	(500)
毛利率	50%	47%	49%	51%	52%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	19%	18%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	21%	22%	20%	20%	支付股利、利息	(768)	(401)	(601)	(657)	(761)
收入增长	-36%	41%	-10%	12%	14%	其它融资现金流	(563)	1319	(1105)	(1058)	(348)
净利润增长率	4%	-20%	-9%	9%	16%	融资活动现金流	(2102)	517	(1705)	(1715)	(1109)
资产负债率	20%	36%	28%	24%	22%	现金净变动	111	253	951	0	844
息率	3.0%	1.6%	2.3%	2.6%	3.0%	货币资金的期初余额	4163	4274	4527	5478	5478
P/E	12.4	15.6	17.1	15.7	13.5	货币资金的期末余额	4274	4527	5478	5478	6322
P/B	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	0	769	2489	1558	1774
EV/EBITDA	12.1	13.4	13.6	12.6	11.0	权益自由现金流	0	2088	1369	537	1499

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032