

## 医疗业务竞争力凸显，消费品增长韧性强

### 投资要点

- **业绩摘要：**公司发布2022年半年报，2022年上半年公司实现营收51.6亿元，同比+27%；实现归母净利润8.9亿元，同比+17.3%；实现扣非净利润8.2亿元，同比+30.8%。单季度来看，2022Q2公司实现营收28.4亿元，同比+58.3%；实现归母净利润5.4亿元，同比+91%；实现扣非后归母净利润4.9亿元，同比+186%。2022上半年公司营收规模较快增长，降本控费成效显著。
- **费用控制举措逐渐落地，Q2盈利能力显著改善。**报告期内，公司整体毛利率为48.8%，同比-3.9pp。主要原因系去年同期防疫物资价格较高，导致利润基数高，以及棉花、棉纱等主要原材料价格持续上涨，公司成本持续升高所致。其中医用耗材/健康生活消费品毛利率分别为46.4%/53.3%，同比-5.2pp/-0.9pp。费用率方面，公司销售费用率为18.4%，同比-1.9pp，销售费用投放效率提升。管理费用率为6.3%，同比-1.3pp；财务费用率为-1.4%，同比-1.1pp，主要系利息收入及汇兑收益增加所致。研发费用率为4.6%，同比-0.1pp。综合来看，公司净利率为17.3%，同比-1.4pp。单季度数据来看，2022Q2毛利率为49.7%，同比-0.5pp；净利率为18.9%，同比+3.2pp。Q2盈利能力显著改善，主要由于公司实行降本控费战略，强化“全棉时代”及“稳健医疗”品牌价值，营销费用精准投放，提高门店效率，全棉时代毛利率同比提升。2022年上半年公司经营业绩现金流净额为8亿，同比+305.4%，现金流改善。
- **疫情反复促进疾控防护用品放量，高端敷料增长亮眼。**2022H1公司医用耗材收入分别为32.3亿元，同比+45.3%，其中新并购业务隆泰医疗5-6月合并口径营业收入8619.1万元。医用耗材收入增速迅猛，主要由于国内散点疫情反复，国内政府及医院渠道防疫产品订单增长。分产品来看，2022H1公司疾控防护用品收入22.5亿元（+53.9%）、高端敷料产品收入1.6亿元，（增长267%，剔除隆泰医疗并表影响增长113%），高端敷料拓宽销售渠道，收入增长显著；传统伤口护理与包扎/手术室感控/消毒清洁产品收入分别为4.5亿元/2.2亿元/1.5亿元，同比+27.5%/+3.8%/+10.2%。分渠道来看，上半年国内医院/国内直销/国内药店的收入分别为15.9亿元/2.2亿元/2.5亿元，同比+167.1%/+280.8%/+17.8%；外销/电子商务收入分别为7.1/4.6亿元，同比-29.8%/+30.9%。
- **消费品业务保持稳健增长，自有电商平台及KA渠道表现突出。**健康生活消费品板块虽然受疫情影响较大，但上半年仍实现销售收入18.8亿元，同比增长5.1%。分产品来看，上半年公司棉柔巾、卫生巾收入分别为4.2亿元/2.9亿元，同比+1.9%/+10.7%，两大无纺单品在疫情扰动下保持稳健增长；湿巾/其他无纺布收入分别为0.8/2.2亿元，同比-12.1%/-1.5%。婴童用品/婴童服饰/成人服饰/其他纺织消费品收入分别为1.7亿元/2.3亿元/3.1亿元/1.6亿元，同比-3%/+11.7%/+12.1%/+12.4%。分渠道来看，线上渠道同比增长2.4%（官网、小程序等自有平台增长10%），线下渠道同比增长9.3%（商超渠道增长35%，线下门店增长4.8%）。展望下半年来看，随着购物中心及商超等线下渠道客流恢复，公司消费品业务有望恢复较快增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为3.66元、4.33元、5.18元，对应PE分别为20倍、17倍、14倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，收购业务协同效果不及预期的风险，疫情影响范围扩大的风险，汇率波动较大的风险。

| 指标/年度         | 2021A   | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 8037.42 | 10263.66 | 12070.46 | 14147.06 |
| 增长率           | -35.87% | 27.70%   | 17.60%   | 17.20%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1239.32 | 1561.01  | 1845.19  | 2211.21  |
| 增长率           | -67.48% | 25.96%   | 18.20%   | 19.84%   |
| 每股收益EPS（元）    | 2.91    | 3.66     | 4.33     | 5.18     |
| 净资产收益率ROE     | 11.58%  | 12.98%   | 13.59%   | 14.31%   |
| PE            | 26      | 20       | 17       | 14       |
| PB            | 2.97    | 2.64     | 2.33     | 2.05     |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn  
  
联系人：赵兰亭  
电话：023-67511807  
邮箱：zhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 4.26        |
| 流通A股(亿股)    | 1.36        |
| 52周内股价区间(元) | 54.07-93.72 |
| 总市值(亿元)     | 316.80      |
| 总资产(亿元)     | 132.49      |
| 每股净资产(元)    | 25.05       |

### 相关研究

1. 稳健医疗(300888)：医疗业务增长亮眼，消费品业务持续复苏 (2022-07-13)
2. 稳健医疗(300888)：医疗+消费双轮驱动，步入稳健增长阶段 (2022-04-24)
3. 稳健医疗(300888)：收购优质高端敷料企业，品类渠道协同可期 (2022-04-11)
4. 稳健医疗(300888)：受基数影响医疗业务下滑，消费品稳健增长 (2021-10-26)
5. 稳健医疗(300888)：回购彰显信心，消费品线上线下稳步推进 (2021-09-24)
6. 稳健医疗(300888)：医疗耗材进一步常态化，消费品渠道有序扩张 (2021-08-23)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 现金流量表（百万元）        | 2021A           | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 8037.42         | 10263.66        | 12070.46        | 14147.06        | 净利润               | 1237.44         | 1561.91        | 1845.77        | 2211.42        |
| 营业成本          | 4028.25         | 5178.28         | 6099.60         | 7132.75         | 折旧与摊销             | 222.34          | 200.31         | 225.91         | 252.67         |
| 营业税金及附加       | 65.39           | 88.36           | 103.40          | 97.61           | 财务费用              | -107.50         | 79.06          | 95.80          | 96.71          |
| 销售费用          | 1989.17         | 1950.10         | 2269.25         | 2631.35         | 资产减值损失            | -100.67         | -20.00         | -20.00         | -20.00         |
| 管理费用          | 454.39          | 1129.00         | 1327.75         | 1584.47         | 经营营运资本变动          | -809.05         | -431.40        | -309.18        | -439.09        |
| 财务费用          | -107.50         | 79.06           | 95.80           | 96.71           | 其他                | 429.12          | -28.67         | 24.91          | 19.82          |
| 资产减值损失        | -100.67         | -20.00          | -20.00          | -20.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>871.69</b>   | <b>1361.22</b> | <b>1863.21</b> | <b>2121.53</b> |
| 投资收益          | 103.24          | 2.00            | 3.00            | 4.00            | 资本支出              | -316.76         | -600.00        | -550.00        | -500.00        |
| 公允价值变动损益      | 58.47           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | 795.57          | 2.00           | 3.00           | 4.00           |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>478.81</b>   | <b>-598.00</b> | <b>-547.00</b> | <b>-496.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>1475.64</b>  | <b>1860.87</b>  | <b>2197.67</b>  | <b>2628.16</b>  | 短期借款              | -150.07         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -12.88          | -16.76          | -17.55          | -16.51          | 长期借款              | 0.00            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1462.76</b>  | <b>1844.11</b>  | <b>2180.11</b>  | <b>2611.65</b>  | 股权融资              | 67.91           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 225.32          | 282.20          | 334.35          | 400.24          | 支付股利              | -767.69         | -220.24        | -290.45        | -342.93        |
| 净利润           | 1237.44         | 1561.91         | 1845.77         | 2211.42         | 其他                | -559.79         | -293.69        | -95.80         | -96.71         |
| 少数股东损益        | -1.88           | 0.90            | 0.58            | 0.21            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1409.64</b> | <b>-513.93</b> | <b>-386.25</b> | <b>-439.64</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 1239.32         | 1561.01         | 1845.19         | 2211.21         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-61.12</b>   | <b>249.28</b>  | <b>929.96</b>  | <b>1185.90</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 财务分析指标            | 2021A           | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 4273.94         | 4523.22         | 5453.19         | 6639.08         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1215.19         | 1622.05         | 1890.27         | 2213.76         | 销售收入增长率           | -35.87%         | 27.70%         | 17.60%         | 17.20%         |
| 存货            | 1597.38         | 1847.40         | 2163.40         | 2612.82         | 营业利润增长率           | -67.44%         | 26.11%         | 18.10%         | 19.59%         |
| 其他流动资产        | 3259.23         | 3247.33         | 3264.31         | 3297.43         | 净利润增长率            | -67.63%         | 26.22%         | 18.17%         | 19.81%         |
| 长期股权投资        | 16.95           | 16.95           | 16.95           | 16.95           | EBITDA 增长率        | -68.24%         | 34.57%         | 17.71%         | 18.19%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                 |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1693.42         | 2142.63         | 2516.24         | 2813.10         | 毛利率               | 49.88%          | 49.55%         | 49.47%         | 49.58%         |
| 无形资产和开发支出     | 265.70          | 233.65          | 201.61          | 169.56          | 三费率               | 29.06%          | 30.77%         | 30.59%         | 30.48%         |
| 其他非流动资产       | 944.81          | 927.33          | 909.85          | 892.37          | 净利率               | 15.40%          | 15.22%         | 15.29%         | 15.63%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>13266.61</b> | <b>14560.56</b> | <b>16415.81</b> | <b>18655.07</b> | ROE               | 11.58%          | 12.98%         | 13.59%         | 14.31%         |
| 短期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 9.33%           | 10.73%         | 11.24%         | 11.85%         |
| 应付和预收款项       | 1049.26         | 1540.87         | 1728.29         | 1986.40         | ROIC              | 27.17%          | 34.18%         | 32.70%         | 33.15%         |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 19.79%          | 20.85%         | 20.87%         | 21.05%         |
| 其他负债          | 1530.24         | 989.35          | 1101.87         | 1214.53         | <b>营运能力</b>       |                 |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2579.50</b>  | <b>2530.22</b>  | <b>2830.16</b>  | <b>3200.92</b>  | 总资产周转率            | 0.61            | 0.74           | 0.78           | 0.81           |
| 股本            | 426.49          | 426.49          | 426.49          | 426.49          | 固定资产周转率           | 5.59            | 6.43           | 6.58           | 6.84           |
| 资本公积          | 4549.62         | 4549.62         | 4549.62         | 4549.62         | 应收账款周转率           | 9.92            | 12.23          | 12.38          | 12.41          |
| 留存收益          | 5958.35         | 7299.12         | 8853.86         | 10722.14        | 存货周转率             | 2.74            | 2.86           | 2.94           | 2.90           |
| 归属母公司股东权益     | 10674.91        | 12017.24        | 13571.98        | 15440.26        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 106.52%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 12.20           | 13.10           | 13.67           | 13.88           | <b>资本结构</b>       |                 |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>10687.11</b> | <b>12030.33</b> | <b>13585.65</b> | <b>15454.15</b> | 资产负债率             | 19.44%          | 17.38%         | 17.24%         | 17.16%         |
| 负债和股东权益合计     | 13266.61        | 14560.56        | 16415.81        | 18655.07        | 带息债务/总负债          | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 4.99            | 5.55           | 5.49           | 5.48           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 4.22            | 4.64           | 4.56           | 4.51           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 61.94%          | 14.11%         | 15.74%         | 15.51%         |
| 业绩和估值指标       | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | <b>每股指标</b>       |                 |                |                |                |
| EBITDA        | 1590.48         | 2140.24         | 2519.38         | 2977.54         | 每股收益              | 2.91            | 3.66           | 4.33           | 5.18           |
| PE            | 25.56           | 20.29           | 17.17           | 14.33           | 每股净资产             | 25.03           | 28.18          | 31.82          | 36.20          |
| PB            | 2.97            | 2.64            | 2.33            | 2.05            | 每股经营现金            | 2.04            | 3.19           | 4.37           | 4.97           |
| PS            | 3.94            | 3.09            | 2.62            | 2.24            | 每股股利              | 1.80            | 0.52           | 0.68           | 0.80           |
| EV/EBITDA     | 14.91           | 10.87           | 8.86            | 7.10            |                   |                 |                |                |                |
| 股息率           | 2.42%           | 0.70%           | 0.92%           | 1.08%           |                   |                 |                |                |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理          | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理          | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 高宇乐 | 销售经理            | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 薛世宇 | 销售经理            | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理            | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理          | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理            | 18208801355  | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn    |