稳健医疗 (300888.SZ) 增持（维持评级）

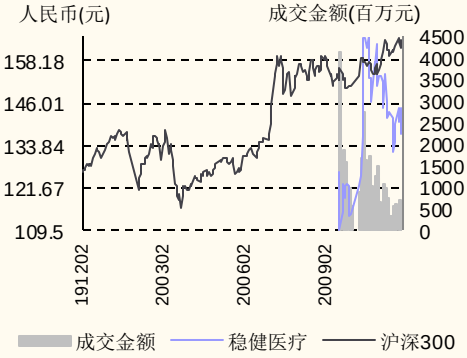
公司点评

市场价格（人民币）：136.95 元

股权激励草案出台，彰显长足发展信心

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.26
已上市流通 A 股(亿股)	.44
总市值(亿元)	584.08
年内股价最高最低(元)	165.21/109.50
沪深 300 指数	4981
创业板指	2619



相关报告

1.《医用敷料行业领先，健康消费双轮发展-稳健医疗公司深度研究》，2020.9.17

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,839	4,575	12,877	10,210	12,311
营业收入增长率	9.76%	19.16%	181.50%	-20.71%	20.58%
归母净利润(百万元)	425	546	3,729	1,707	2,124
归母净利润增长率	-0.59%	28.64%	582.56%	-54.22%	24.42%
摊薄每股收益(元)	1.128	1.451	8.743	4.002	4.980
每股经营性现金流净额	1.14	1.41	10.46	2.95	5.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.98%	17.29%	41.62%	17.10%	18.87%
P/E	N/A	N/A	15.66	34.22	27.50
P/B	N/A	N/A	6.52	5.85	5.19

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 11 月 29 日，公司发布了限制性股票激励计划草案，拟以 72.5 元/股（现价 137 元）向公司董事、高级管理人员等合计不超过 1053 人授予 650 万股限制性股票，约占目前公司股本总额 4.26 亿股的 1.52%。此次限制性股票拟分两次授予，首次授予 590 万股（占比 90.77%），预留 60 万股。

点评

- **本次股权激励计划授予人数多，覆盖面广。**本激励计划授予激励对象不超过 1053 人，占公司总员工数 8951 的 11.8%，包括公司董事长李建全、副总经理方修远以及其它高级管理人员等。充分全面的股权激励机制将核心员工的利益与公司的长远发展绑定，可有效调动员工的积极性，为公司稳健发展提供强大保障。
- **本次限制性股票业绩条件较严格，彰显管理层对未来发展的坚定信心。**公司设置了触发值和目标值两级业绩考核指标，分别对应 2021 年营业收入不低于 100 亿元/120 亿元，2022 年营业收入增长率不低于 20%/30%（以 2021 年营业收入为基数）。2020 年因国内外新冠肺炎疫情使公司防疫防护产品市场需求大幅增长，2020 Q1-Q3 公司实现营收 95.2 亿元、净利润 31.5 亿元，在 2020 年高基数背景下，公司股权激励较严格的业绩考核条件凸显了管理层对未来稳健发展的坚定信心。
- **若假设授予日在 2020 年 12 月中旬，首次授予的 590 万股限制性股票总摊销金额约 3.75 亿元。**预计 2020-2023 公司股权激励费用分别摊销 1748 万元、2.10 亿元、1.22 亿元和 2584 万元。

盈利调整与投资建议

- 考虑到今年医用防护产品需求旺盛拉动医疗板块业绩高增长，且全棉时代业务恢复加速，我们上调 20 年净利润 54%；考虑股权激励费用摊销影响，下调 21、22 年净利润 23.6%、12.9%，对应 20-22 年净利润分别为 37.3、17.1、21.2 亿元，分别同比增长 583%、-54.2%、24.4%。若剔除股权激励摊销费用影响（不考虑税收），则预计 20-22 公司净利润分别为 37.5、19.2、22.5 亿元，同比增长 586%、-48.8%、17.2%。维持“增持”评级。

风险提示

疫情防护产品放量不及预期；盈利增长可持续性风险；汇率波动风险；贸易摩擦风险；线下门店销售恢复不及预期；市场竞争加剧风险；销售费用率较高风险。

杨芳 联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

图表 1：本次激励计划限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	国籍	职务	获授数量(万股)	占授予数量的比例	占激励计划公告日公司股本的比例
一、董事、高级管理人员						
1	李建全	中国香港	董事长、董事、总经理	8.00	1.23%	0.0188%
2	方修元	中国	董事、副总经理、财务总监	5.00	0.77%	0.0117%
3	尹文岭	中国	副总经理	4.00	0.62%	0.0094%
4	徐小丹	中国	董事、高级副总裁	3.00	0.46%	0.0070%
5	陈惠选	中国	董事会秘书、副总经理	3.00	0.46%	0.0070%
6	陈晓丹	中国香港	核心人才	0.25	0.04%	0.0006%
二、其他激励对象						
董事会认为需要激励的其他人员（1047人）				566.75	87.19%	1.3289%
三、预留部分				60.00	9.23%	0.1407%
合计				650.00	100.00%	1.5241%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：本次激励计划限制性股票的业绩考核目标

归属安排	考核期	目标值（Am） 公司归属系数100%	触发值（An） 公司归属系数80%
第一个归属期	2021年	营业收入不低于120亿元	营业收入不低于100亿元
第二个归属期	2022年	以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于30%	以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于20%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：首次授予590万股限制性股票在各期的摊销费用预估

授予限制性股票数量（万股）	需摊销的总费用（万元）	2020年（万元）	2021年（万元）	2022年（万元）	2023年（万元）
590.00	37,473.73	1,748.27	20,979.21	12,161.86	2,584.40

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,498**	**3,839**	**4,575**	**12,877**	**10,210**	**12,311**
增长率	36.6%	9.8%	19.2%	181.5%	-20.7%	20.6%
主营业务成本	-1,827	-1,952	-2,212	-5,121	-4,726	-5,612
%销售收入	52.2%	50.8%	48.4%	39.8%	46.3%	45.6%
毛利	1,671	1,887	2,363	7,757	5,484	6,699
%销售收入	47.8%	49.2%	51.6%	60.2%	53.7%	54.4%
营业税金及附加	-36	-41	-40	-103	-80	-96
%销售收入	1.0%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-838	-1,041	-1,356	-2,318	-2,553	-3,115
%销售收入	24.0%	27.1%	29.6%	18.0%	25.0%	25.3%
管理费用	-163	-176	-197	-552	-669	-651
%销售收入	4.7%	4.6%	4.3%	4.3%	6.6%	5.3%
研发费用	-89	-117	-155	-451	-337	-492
%销售收入	2.5%	3.0%	3.4%	3.5%	3.3%	4.0%
息税前利润（EBIT）	545	512	615	4,333	1,846	2,345
%销售收入	15.6%	13.3%	13.4%	33.7%	18.1%	19.0%
财务费用	-24	-8	-6	55	119	129
%销售收入	0.7%	0.2%	0.1%	-0.4%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	16	20	48	-38	15	-5
公允价值变动收益	3	-8	11	0	0	0
投资收益	-11	1	-14	10	5	5
%税前利润	n.a	0.1%	n.a	0.2%	0.3%	0.2%
营业利润	516	496	642	4,360	1,985	2,475
营业利润率	14.8%	12.9%	14.0%	33.9%	19.4%	20.1%
营业外收支	1	5	-3	5	10	10
税前利润	517	500	638	4,365	1,995	2,485
利润率	14.8%	13.0%	14.0%	33.9%	19.5%	20.2%
所得税	-89	-75	-91	-633	-283	-355
所得税率	17.3%	15.0%	14.3%	14.5%	14.2%	14.3%
净利润	428	425	547	3,732	1,711	2,129
少数股东损益	1	1	1	4	5	5
归属于母公司的净利润	**427**	**425**	**546**	**3,729**	**1,707**	**2,124**
净利率	12.2%	11.1%	11.9%	29.0%	16.7%	17.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	428	425	547	3,732	1,711	2,129
少数股东损益	1	1	1	4	5	5
非现金支出	92	109	133	256	257	331
非经营收益	21	9	-60	-52	-16	-16
营运资金变动	-215	-116	-91	523	-695	-171
经营活动现金净流	**325**	**428**	**529**	**4,460**	**1,257**	**2,274**
资本开支	-528	-637	-413	-696	-495	-475
投资	0	0	0	0	0	0
其他	45	0	-7	10	5	5
投资活动现金净流	**-483**	**-637**	**-420**	**-686**	**-490**	**-470**
股权募资	0	300	0	3,561	0	0
债权募资	335	-95	-40	-165	1	1
其他	-118	-59	-56	-1,505	-692	-859
筹资活动现金净流	**217**	**145**	**-96**	**1,891**	**-691**	**-858**
现金净流量	**59**	**-64**	**13**	**5,665**	**76**	**946**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	450	404	481	6,145	6,222	7,168
应收款项	431	544	1,021	1,781	1,532	1,847
存货	762	843	992	1,680	1,615	1,918
其他流动资产	101	149	181	755	745	806
流动资产	1,745	1,939	2,675	10,361	10,114	11,739
%总资产	51.5%	49.0%	59.0%	81.3%	79.3%	80.7%
长期投资	6	7	9	9	9	9
固定资产	1,313	1,619	1,463	1,831	2,003	2,111
%总资产	38.7%	40.9%	32.3%	14.4%	15.7%	14.5%
无形资产	205	268	297	351	416	472
非流动资产	1,645	2,019	1,857	2,391	2,633	2,802
%总资产	48.5%	51.0%	41.0%	18.7%	20.7%	19.3%
资产总计	**3,390**	**3,958**	**4,531**	**12,752**	**12,747**	**14,541**
短期借款	398	299	129	10	11	12
应付款项	860	762	878	1,719	1,690	2,008
其他流动负债	121	195	180	1,924	918	1,113
流动负债	1,379	1,256	1,187	3,652	2,619	3,133
长期贷款	0	5	134	134	134	134
其他长期负债	34	37	47	0	0	0
负债	**1,413**	**1,298**	**1,368**	**3,786**	**2,753**	**3,267**
普通股股东权益	**1,975**	**2,657**	**3,160**	**8,959**	**9,983**	**11,257**
其中：股本	368	376	376	426	426	426
未分配利润	894	1,248	1,718	3,955	4,980	6,254
少数股东权益	3	4	3	7	11	17
负债股东权益合计	**3,390**	**3,958**	**4,531**	**12,752**	**12,747**	**14,541**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.161	1.128	1.451	8.743	4.002	4.980
每股净资产	5.367	7.057	8.394	21.005	23.407	26.395
每股经营现金净流	0.884	1.136	1.405	10.456	2.948	5.332
每股股利	0.280	0.110	0.110	3.497	1.601	1.992
回报率						
净资产收益率	21.63%	15.98%	17.29%	41.62%	17.10%	18.87%
总资产收益率	12.60%	10.73%	12.06%	29.24%	13.39%	14.61%
投入资本收益率	18.98%	14.68%	15.38%	40.67%	15.62%	17.60%
增长率						
主营业务收入增长率	36.63%	9.76%	19.16%	181.50%	-20.71%	20.58%
EBIT增长率	8.21%	-6.09%	20.10%	604.92%	-57.41%	27.06%
净利润增长率	4.29%	-0.59%	28.64%	582.56%	-54.22%	24.42%
总资产增长率	47.36%	16.75%	14.48%	181.40%	-0.03%	14.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.9	35.3	33.4	33.0	35.0	35.0
存货周转天数	119.7	150.1	151.4	120.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	89.8	99.8	90.3	85.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	92.3	92.4	101.7	38.1	47.0	36.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.64%	-3.74%	-6.88%	-66.94%	-60.80%	-62.28%
EBIT利息保障倍数	23.0	63.3	99.2	-78.3	-15.5	-18.1
资产负债率	41.67%	32.79%	30.19%	29.69%	21.60%	22.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价

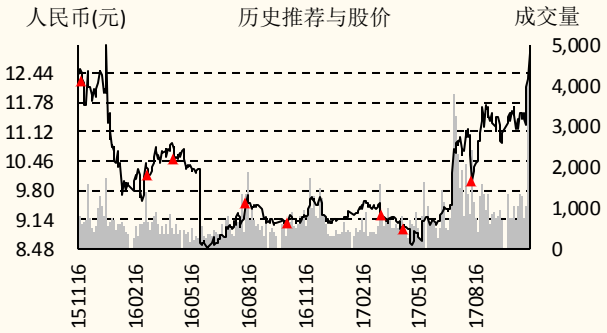
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH