稳健医疗（300888.SZ）

2020 年 11 月 30 日

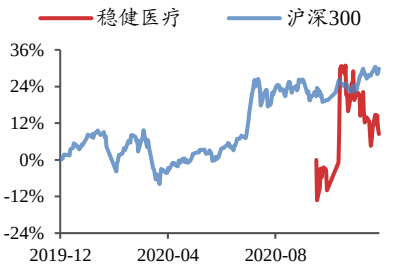
发布股权激励计划彰显信心，扩产能巩固领先地位

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/11/27
当前股价(元)	136.95
一年最高最低(元)	181.77/103.70
总市值(亿元)	584.08
流通市值(亿元)	60.09
总股本(亿股)	4.26
流通股本(亿股)	0.44
近 3 个月换手率(%)	798.39

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-三季度业绩超市场预期，继续看好医疗和消费品板块双轮驱动》-2020.11.1

《公司信息更新报告-海外医用防护用品需求大幅提升，2020Q3 业绩大超市场预期》-2020.10.14

《公司首次覆盖报告-医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头》-2020.9.22

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

● 发布股权激励计划彰显信心，增添长期发展动力，维持“买入”评级

公司 11 月 29 日发布限制性股票激励计划草案，拟以 72.50 元/股的价格向激励对象定向发行公司 A 股普通股 650 万股，约占公司总股本的 1.52%。我们认为，发布股权激励计划彰显了公司长远发展信心，增添发展动力。考虑到预计产生摊销费用，下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 37.0/17.5/21.3 亿元（原值为 37.0/28.6/33.1 亿元），对应 EPS 分别为 8.68/4.10/4.98 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8/33.4/27.5 倍，继续看好公司长期投资逻辑，维持“买入”评级。

● 激励范围广泛，共谋集团长期发展，共享业绩成长红利

从参与范围来看，激励计划主要参与对象包括公司董事长、财务总监、董秘等 5 名高管，1 名核心人才，以及其他人员，共计不超过 1,053 人，激励范围较广，进一步绑定了核心员工利益。从考核目标来看，本次计划业绩考核年度为 2021-2022 年：①2021 年考核目标为全年公司营收不低于 120 亿元，触发值为全年营收不低于 100 亿元；②2022 年考核目标为以 2021 年营收为基数，同比增速不低于 30%，触发值为公司营收同比增速不低于 20%，考核目标科学合理。

● 扩产能拓展国际市场，巩固领先地位积极应对竞争

公司宣布分别拟使用募集资金 4 亿元、6 亿元、1.8 亿元投资嘉鱼科技产业园项目、投资武汉稳健二期扩建项目，及增资子公司全棉时代、津梁生活，并扩大研发、数字化、营销网络建设项目实施主体。由于医用敷料、健康生活日用消费品行业市场竞争持续加剧，我们认为充分利用超募资金投资建设项目系公司积极应对愈加激烈的市场竞争的表现。在超募资金支持下，公司产能有望进一步提升，增强核心竞争力，巩固领先优势，抢占国际市场份额。同时，公司拓展经营范围，新增 1）保健用品及仪器仪表；2）智能家居、家电产品；3）新材料等类目，有望与现有业务产生积极协同，增强发展潜力，为公司未来业绩提升带来增量。

● 风险提示： 渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,839	4,575	13,269	10,146	12,226
YOY(%)	9.8	19.2	190.1	-23.5	20.5
归母净利润(百万元)	425	546	3,701	1,747	2,125
YOY(%)	-0.6	28.6	577.4	-52.8	21.7
毛利率(%)	49.2	51.6	50.7	45.6	47.4
净利率(%)	11.1	11.9	27.9	17.2	17.4
ROE(%)	25.7	17.3	54.0	20.3	19.8
EPS(摊薄/元)	1.00	1.28	8.68	4.10	4.98
P/E(倍)	137.5	106.9	15.8	33.4	27.5
P/B(倍)	35.4	18.5	8.5	6.8	5.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 发布员工持股计划彰显信心，增添长期发展动力 3
2、 扩产能拓展国际市场，巩固领先地位积极应对竞争 4
3、 拟拓展经营范围，新添业绩增量 5
4、 盈利预测与投资建议 5
5、 风险提示 5
附：财务预测摘要 6

图表目录

未找到目录项。

表 1: 公司拟向激励对象定向发行公司 A 股普通股 650 万股 3
表 2: 激励考核目标设置科学合理 3
表 3: 激励考核目标营收范围符合此前预期 3

1、 发布员工持股计划彰显信心，增添长期发展动力

公司 2020 年 11 月 29 日发布限制性股票激励计划草案，拟以 72.50 元/股的价格向激励对象定向发行公司 A 股普通股 650 万股，约占公司总股本的 1.52%。其中，首次授予 590 万股，占本次计划 90.77%；预留 60 万股，占本次计划 9.23%。激励计划主要参与对象包括公司董事长、财务总监、副总经理、董秘等 5 名高管，1 名核心人才，以及董事会认为需要激励的其他人员，共计不超过 1,053 人，激励范围较广，进一步绑定了核心员工利益，彰显公司长期发展信心，有望实现利益共享的长期激励机制，提升员工凝聚力，增添长期发展动力。

表1：公司拟向激励对象定向发行公司 A 股普通股 650 万股

姓名	职务	获授数量（万股）	占授予总量的比例	占本激励计划公告日公司总股本的比例
李建全	董事长、董事、总经理	8.00	1.23%	0.0188%
方修元	董事、副总经理、财务总监	5.00	0.77%	0.0117%
尹文岭	副总经理	4.00	0.62%	0.0094%
徐小丹	董事	3.00	0.46%	0.0070%
陈惠选	董事会秘书、副总经理	3.00	0.46%	0.0070%
陈晓丹	核心人才	0.25	0.04%	0.0006%
董事会认为需要激励的其他人员（共计 1,047 人）		566.75	87.19%	1.3289%
预留		60.00	9.23%	0.1407%
董事、高管合计		23.00	3.54%	0.05%
总计		650.00	100.00%	1.5241%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从考核目标来看，公司层面上，本次股权激励计划业绩考核年度为 2021-2022 年度：①2021 年度考核目标为 2021 年全年公司营收不低于 120 亿元，触发值为全年营收不低于 100 亿元；②2022 年度考核目标为以 2021 年公司营收为基数，2022 年公司营收同比增速不低于 30%，触发值为公司营收同比增速不低于 20%。

表2：激励考核目标设置科学合理

归属安排	考核期	目标值	触发值
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%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

考核年度内，若达成考核目标则公司层面全额授予，若未达成目标但高于触发值，则公司层面授予 80%，若未达到触发值则不授予股权。考虑到 2020 年前三季度公司实现营业收入 95.23 亿元，已达到 2021 年触发值的 95%、目标值的 80%，且四季度业绩预计仍将保持高增长，我们认为本次激励考核目标科学合理。

表3：激励考核目标营收范围符合此前预期

假设	2021 年营收范围	2022 年营收范围	公司层面平均归属比例
2021、2022 年仅达到触发值	100-120 亿元（不含 120）	120-156 亿元（不含 156）	80%
2021、2022 年均达到目标值	≥120 亿元	≥156 亿元	100%
2021 年达到目标值，2022 年达到触发值	≥120 亿元	≥144 亿元	90%

假设	2021 年营收范围	2022 年营收范围	公司层面平均归属比例
2021 年达到触发值，2022 年达到目标值	≥100 亿元	≥130 亿元	90%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

个人层面上，具体授予额度将依据激励对象个人绩效考核结果确定。激励对象只有在上一年度达到公司业绩考核目标及个人层面绩效考核满足条件的前提下才能获授限制性股票，当期实际可获授限制性股票数量=公司层面授予比例×个人层面授予比例×个人当期计划获授的限制性股票数量，考核指标明确，可操作性强，有助于提升公司竞争力。

从预计产生摊销费用来看，按首次授予 590 万股计算，需摊销总费用为 37,474 万元，其中 2020-2023 年需摊销费用分别为 1,748、20,979、12,162、2,584 万元。

2、 扩产能拓展国际市场，巩固领先地位积极应对竞争

2020 年 11 月 29 日公司宣布分别拟使用募集资金 4 亿元、6 亿元、1.8 亿元投资稳健医疗（嘉鱼）科技产业园项目、投资武汉稳健二期扩建项目，及增资子公司全棉时代、津梁生活并扩大研发、数字化、营销网络建设项目实施主体。

1）投资稳健医疗嘉鱼科技产业园项目：产业园位于湖北省嘉鱼经济开发区内，现有场区占地面积 140 亩，企业场地条件及产能已无法满足公司未来经营发展的需要。本次投资项目预计将创新改进脱脂和水刺工艺技术，综合利用高压“水针”等高效生产工艺技术，建设水刺、洗护、湿巾、医用棉/纱布/无纺布、手部消毒液等产品生产项目，总投资约 9 亿元，拟使用超募资金占比约 44%。通过完成本次项目建设，公司预计将进一步扩充产能，巩固前期所取得的行业优势，占据更多国际市场份额，并完善嘉鱼县经济产业布局，落实开发区总体规划。

2）投资武汉稳健二期扩建项目：项目包括非织造卷材中心、灭菌加工中心、国内医疗销售营销中心、湖北区域总部智能配送中心、华中区域总部及集团第二研发中心等六大中心，总投资约 15 亿元，拟使用超募资金占比约 40%。通过本次项目，公司有望建设提高企业产能，扩大市场占有率，使企业整体技术水平和产品质量规模达到国际领先水平。

3）增资子公司全棉时代、津梁生活并扩大研发、数字化、营销网络建设项目实施主体：拟增加稳健医疗用品股份有限公司为募投项目“研发中心建设项目”的实施主体；拟增加公司全资子公司深圳全棉时代科技有限公司为募投项目“数字化管理系统项目”的实施主体并以募集资金对其增资人民币 8,000 万元；拟增加公司全资子公司深圳津梁生活科技有限公司为募投项目“营销网络建设项目”的实施主体并以募集资金对其增资人民币 10,000 万元。我们认为，通过本次增资，实施主体，全棉时代及津梁生活资本实力有望增强，同时满足了公司整体规划和合理布局的需求，有利于公司长远发展。

医用敷料市场方面，由于该行业较为分散，国内中小竞争厂商数量众多，市场竞争已由价格及质量竞争上升至研发能力、管理能力、资金实力的全方位竞争；健康生活日用消费品市场方面，随着消费升级及消费市场的不断扩大，各层次竞争者均逐步发力消费领域，行业市场竞争程度将持续加剧。

我们认为，充分利用超募资金投资以上项目系公司积极应对愈加激烈的市场竞争的表现。在超募资金支持下，公司产能有望进一步提升，并增强自身核心竞争力，

巩固领先优势，抢占国际市场份额。

3、 拟拓展经营范围，新添业绩增量

公司 2020 年 11 月 29 日宣布拟结合公司战略发展规划以及业务需求的实际情况，增加公司经营范围，包括：1）保健用品及仪器仪表的批发；2）智能家居、家电产品的研发、生产及销售；3）新材料的研发等业务。考虑到公司原有业务主要涉及医用敷料、健康生活日用消费品及上游纺织制造板块，本次新增业务均有望与原有业务产生积极协同，为公司未来业绩提升带来增量。

4、 盈利预测与投资建议

我们认为，依靠稳固的技术研发壁垒、深厚的品牌积淀及公司独创的棉柔巾等全棉水刺无纺布相关产品，公司未来业绩有望持续快速提升。本次股权激励计划彰显了公司长远发展信心，拟使用超募资金投资多个建设项目有利于公司产能提升，竞争力进一步增强，抢占国际市场份额。考虑到预计产生摊销费用，下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 37.0/17.5/21.3 亿元(原值为 37.0/28.6/33.1 亿元)，对应 EPS 分别为 8.68/4.10/4.98 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8/33.4/27.5 倍，继续看好长期增长逻辑，维持“买入”评级。

5、 风险提示

渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1182	2675	7032	6846	11827
现金	329	481	2792	5478	6774
应收票据及应收账款	302	416	1569	125	1989
其他应收款	62	596	60	682	234
预付账款	32	97	137	81	195
存货	436	992	2387	912	2873
其他流动资产	21	92	88	-432	-237
非流动资产	1119	1857	3393	2469	2973
长期投资	5	9	14	18	23
固定资产	762	1275	2593	2007	2346
无形资产	75	132	149	171	185
其他非流动资产	277	442	638	272	419
资产总计	2301	4531	10426	9315	14801
流动负债	612	1187	3351	531	3908
短期借款	60	120	85	71	84
应付票据及应付账款	368	736	2526	510	3143
其他流动负债	184	331	740	-50	680
非流动负债	36	181	154	113	94
长期借款	0	134	107	66	47
其他非流动负债	36	47	47	47	47
负债合计	647	1368	3505	644	4001
少数股东权益	2	3	10	13	16
股本	368	376	426	426	426
资本公积	657	949	949	949	949
留存收益	626	1835	5542	7292	9421
归属母公司股东权益	1651	3160	6911	8658	10783
负债和股东权益	2301	4531	10426	9315	14801

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	450	600	4051	2105	2146
净利润	425	547	3707	1750	2129
折旧摊销	0	155	209	281	308
财务费用	8	6	7	17	43
投资损失	-1	14	7	8	8
营运资金变动	0	-97	134	66	-323
其他经营现金流	17	-25	-13	-16	-19
投资活动现金流	-298	-420	-1740	652	-802
资本支出	288	447	1532	-930	410
长期投资	0	0	-5	-5	-5
其他投资现金流	-10	27	-212	-282	-396
筹资活动现金流	-22	-98	-1	-71	-48
短期借款	40	60	-35	-14	13
长期借款	0	134	-27	-41	-20
普通股增加	0	8	50	0	0
资本公积增加	-7	292	0	0	0
其他筹资现金流	-55	-593	11	-17	-41
现金净增加额	132	84	2311	2686	1296

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3839	4575	13269	10146	12226
营业成本	1952	2212	6538	5518	6425
营业税金及附加	41	40	136	102	121
营业费用	1041	1356	1486	1730	2147
管理费用	176	197	449	386	599
研发费用	117	155	317	395	468
财务费用	8	6	7	17	43
资产减值损失	-20	-22	-66	-51	-61
其他收益	22	22	12	15	18
公允价值变动收益	-8	11	1	2	2
投资净收益	1	-14	-7	-8	-8
资产处置收益	-2	62	12	14	17
营业利润	496	642	4421	2074	2512
营业外收入	7	4	9	6	6
营业外支出	2	7	6	5	5
利润总额	500	638	4424	2075	2513
所得税	75	91	717	326	384
净利润	425	547	3707	1750	2129
少数股东损益	1	1	6	3	4
归母净利润	425	546	3701	1747	2125
EBITDA	499	802	4619	2301	2767
EPS(元)	1.00	1.28	8.68	4.10	4.98

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	19.2	190.1	-23.5	20.5
营业利润(%)	-4.0	29.5	588.9	-53.1	21.1
归属于母公司净利润(%)	-0.6	28.6	577.4	-52.8	21.7
获利能力					
毛利率(%)	49.2	51.6	50.7	45.6	47.4
净利率(%)	11.1	11.9	27.9	17.2	17.4
ROE(%)	25.7	17.3	54.0	20.3	19.8
ROIC(%)	24.3	16.0	51.9	19.3	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	28.1	30.2	33.6	6.9	27.0
净负债比率(%)	-14.0	-5.4	-36.8	-61.1	-61.1
流动比率	1.9	2.3	2.1	12.9	3.0
速动比率	1.1	1.3	1.3	11.5	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.3	1.8	1.0	1.0
应收账款周转率	13.7	12.7	13.4	13.2	13.2
应付账款周转率	7.1	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.28	8.68	4.10	4.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.41	9.50	4.94	5.03
每股净资产(最新摊薄)	3.87	7.41	16.09	20.18	25.17
估值比率					
P/E	137.5	106.9	15.8	33.4	27.5
P/B	35.4	18.5	8.5	6.8	5.4
EV/EBITDA	116.6	72.6	12.1	23.1	18.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn