证券研究报告

公司研究——季报点评

稳健医疗（300888.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.10.15

汲肖飞　纺服轻工行业首席分析师
执业编号：S1500520080003
邮　箱：jixiaofei@cindasc.com

杨　松　医药行业首席分析师
执业编号：S1500519120003
邮　箱：yangsong@cindasc.com

相关研究

《疫情催化防护需求，全棉打造时代标杆》2020.09
《疫情带动防疫用品需求，Q3 业绩显著超预期》2020.10

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

双轮驱动助收入高增，规模效应下利润放量

2020 年 10 月 28 日

事件：公司公告 2020 年前三季度实现收入 95.23 亿元、同增 205.36%，实现归母净利、扣非净利 31.50 亿元、31.32 亿元，同增 678.64%、700.24%，EPS 为 8.37 元，其中 2020Q3 公司实现收入 53.43 亿元、同增 427.36%，实现归母净利、扣非净利 21.18 亿元、21.09 亿元，同增 1112.76%、1149.91%。全球疫情持续发酵，公司医疗业务收入大幅提升，带动整体业绩显著增长。

点评：

- **疫情推动医疗收入显著增长，20Q3 全棉时代增长提速**。1）2020 年前三季度医疗业务收入同增 680.67%至 69.27 亿元，全球疫情持续扩散，公司防疫用品需求大幅增加，带动医疗收入显著增长。2）2020 年前三季度日用消费品收入同增 16.52%至 23.17 亿元，增速较 20H1 的 12%有所提升。20Q1 全棉时代销售受新冠肺炎疫情影响，20Q2 后疫情影响逐步改善，且公司大力拓展线上直播、小程序等新兴渠道，20Q3 全棉时代收入增速进一步提升。3）2020 年前三季度全棉水刺无纺布收入同增 7.42%至 2.13 亿元，保持稳定增长。

- **规模效应带动毛利率提升、费用率下降，净利显著增长。**1）20 年前三季度公司毛利率同增 9.43PCT 至 62.70%，主要由于公司防疫用品收入大幅增长、规模效应分摊成本带动毛利率提升。20Q3 毛利率同增 7.08PCT 至 66.60%，公司防疫用品收入规模显著扩张，毛利率较 20H1 进一步提升。2）20 年前三季度销售、管理、财务、研发费用率同增-14.63PCT、-1.89PCT、0.86PCT、0.00PCT 至 14.28%、6.34%、0.93%、3.59%，公司营销、管理、研发等投入均同比增加，收入大幅增长的规模效应带动销售、管理费用率下降。3）20 年前三季度公司资产减值损失同增 2671.92%至 1.37 亿元，主要由于全棉时代部分存货减值，毛利率上升、期间费用率下降带动公司归母净利同比大增，盈利能力显著提升，20 年前三季度及 20Q3 公司净利率为 33.21%、39.83%。

- **全球疫情扩散，防疫用品龙头订单显著增加。**2020 年 9 月后欧洲、美国等地区疫情显著扩散，且国外部分防疫用品工厂开工受到影响，中国防疫物资出口同比增加，据海关总署统计，2020 年前三季度中国纺织品出口 8287.8 亿元、同增 37.5%，增速较 20H1 的 24.8%进一步提升，主要由防疫用品出口贡献。公司作为防疫用品生产龙头，采用全棉水刺无纺布生产口罩、防护服等产品，舒适性、透气性显著优于竞争对手，具有品牌、质量、技术、全品类等优势，客户认可度高，下游需求增加带动医疗业务收入显著增长。2020 年 10 月全球疫情防控形势仍较严峻，预计公司防疫用品需求持续旺盛。

- **全棉时代收入增长持续改善，长期成长可期。**1）全棉时代受疫情影响持续改善，上市后公司弹药充足，将进一步增加产

品研发、品牌营销、门店升级等投入，提升品牌影响力，20 年 10 月公司签约演员童谣为品牌代言人，共同宣扬“舒适、健康、环保”的品牌理念。2）全棉时代线上收入占比在 50%以上，公司加强线上营销投入，拓展新兴电商渠道，20Q4 电商旺季有望催化收入增长加速。未来公司将逐步探索放开加盟，提升门店覆盖率，加快线下渠道收入增长。3）未来全棉时代将强化棉柔巾等无纺消费品的推广销售，巩固市占率领先地位，并重点拓展全棉里物等家居家纺类目，覆盖更多消费场景，提升线下店效。

- **盈利预测与投资评级：**短期受益于疫情，公司业绩同比快速增长，2021 年预计防疫用品收入将有所下滑，净利短期波动。考虑未来新冠肺炎疫苗有望逐步推广、控制疫情蔓延，公司防护用品需求预计将有所减少，我们略下调公司 2020-2022 年 EPS 预测为 8.48/4.41/4.93 元（前值为 9.05/3.84/4.45 元），目前股价对应 2020-22 年 18.62/35.82/31.97 倍 PE。我们看好公司医疗、消费双主业快速发展，全棉时代打造国货新品牌龙头，疫情短期带来业绩波动、长期助力公司发展，维持“买入”评级。
- **风险因素：**下游需求疲软、原材料价格上涨、库存减值损失增加、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,839	4,575	11,355	9,511	10,708
增长率 YoY %	9.76%	19.16%	148.22%	-16.24%	12.58%
归属母公司净利润(百万元)	425	546	3,615	1,879	2,105
增长率 YoY%	-0.59%	28.64%	31.83%	19.75%	19.66%
净资产收益率 ROE%	16.0%	17.3%	34.4%	15.1%	14.5%
EPS(摊薄)(元)	1.00	1.28	8.48	4.41	4.93
市盈率 P/E(倍)	158	123	19	36	32
市净率 P/B(倍)	25.32	21.29	6.40	5.42	4.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 10 月 27 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,939	· 2,675	12,175	13,011	15,343
货币资金	404	481	7,245	8,508	10,364
应收票据	21	0	0	0	0
应收账款	422	416	996	834	939
预付账款	101	596	933	782	880
存货	843	992	2,014	1,910	2,153
其他	149	189	987	977	1,007
非流动资产	2,019	1,857	2,238	2,631	2,928
长期股权投资	7	9	19	19	19
固定资产（合计）	972	1,275	1,582	1,911	2,144
无形资产	132	132	136	140	144
其他	261	254	284	314	344
资产总计	3,958	4,531	14,413	15,642	18,271
流动负债	1,256	1,187	3,711	3,034	3,527
短期借款	295	120	120	120	120
应付票据	118	173	349	331	384
应付账款	532	563	1,174	1,094	1,283
其他	200	189	1,790	1,230	1,432
非流动负债	41.62	180.92	180.92	180.92	180.92
长期借款	5	134	134	134	134
其他	37	47	47	47	47
负债合计	1,298	1,368	3,891.50	3,214.82	3,707.71
少数股东权益	4	3	9	12	16
归属母公司股东权益	2,657	3,160	10,521	12,428	14,564
负债和股东权益	3,958	4,531	14,413	15,642	18,271

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,838.92	4574.63	11354.96	9511.12	10707.79
同比（%）	9.76%	19.16%	148.22%	-16.24%	12.58%
归属母公司净利润	424.68	546.29	3614.69	1878.73	2104.70
同比（%）	-0.59%	28.64%	561.68%	-48.03%	12.03%
毛利率（%）	49.16%	51.65%	60.76%	55.57%	54.14%
ROE%	15.98%	17.29%	34.39%	15.13%	14.47%
EPS (摊薄)(元)	1.00	1.28	8.48	4.41	4.93
P/E	158	123.17	18.62	35.82	31.97
P/B	25.32	21.29	6.40	5.42	4.63
EV/EBITDA	92.56	76.88	13.77	26.57	23.40

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,839	4,575	11,355	9,511	10,708
营业成本	1,952	2,212	4,456	4,226	4,911
营业税金及附加	41.19	39.55	98	82	93
销售费用	1,041.29	1,355.77	1,817	2,378	2,570
管理费用	176.40	197.46	341	380	428
研发费用	116.56	155.19	375	314	353
财务费用	8.09	6.20	12	-72	-88
减值损失合计	2,807	2,719	115.00	95.00	95.00
投资净收益	1	-14	-22	-15	-23
其他	22	22	60	49	56
营业利润	496	642	4,229	2,197	2,463
营业外收支	5	-3	-5	-1	-3
利润总额	500	638	4,224	2,196	2,460
所得税	75	91	604	314	351
净利润	425	547	3,621	1,882	2,108
少数股东损益	1	1	6	3	3
归属母公司净利润	425	546	3,615	1,879	2,105
EBITDA	640.68	769.84	4,379.79	2,222.06	2,443.78
EPS (当年)(元)	1.128	1.451	8.475	4.405	4.935

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	468	600	3,529	1,718	2,192
净利润	425	546	3,615	1,879	2,105
折旧摊销	1	1	6	3	3
财务费用	149	203	226	186	186
投资损失	9	-60	-4	-20	-40
营运资金变动	-116	-91	-313	-329	-63
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-637	-420	-463	-437	-317
资本支出	-637	-413	-400	-391	-264
长期投资	0	0	-10	0	0
其他	0	-7	-52	-45	-53
筹资活动现金流	143	-98	3,697	-18	-18
吸收投资	300	0	50	0	0
借款	-95	-40	0	0	0
支付利息或股息	-61	-58	3,647	-18	-18
现金流净增加额	-24	84	6,764	1,263	1,856

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。