证券研究报告

公司研究——事项点评

稳健医疗（300888.SH）

买入	增持	持有	卖出

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

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

疫情带动防疫用品需求，Q3 业绩显著超预期

2020 年 10 月 15 日

事件：公司公告 2020 年前三季度业绩预告修正，此前披露预计 2020 年 1-9 月收入为 77.23 亿元、同增 147.62%，归母、扣非净利为 18.19 亿元、18.05 亿元，同增 349.65%、369.91%，本次修正后预计 2020 年 1-9 月收入为 93.25~97.25 亿元，同增 199%~212%，归母、扣非净利为 30.70~32.37 亿元、30.15~32.15 亿元，同增 651%~700%、685%~737%。

点评：

- **20Q3 业绩显著提升，疫情催化叠加规模优势带动业绩增长**。我们测算 20Q3 公司实现收入 51.45~55.45 亿元，同增 407%~447%，归母净利为 20.38~22.05 亿元，同增 1067.66%~1163.34%，收入、净利增速较 20H1 的 98.52%、348.92%显著提升。公司上修业绩预测主要由于：1）受全球疫情影响，公司医用防护用品（口罩、防护服、手术衣、隔离衣）等销售大幅增加，其中欧洲、美洲等海外市场医用防护用品需求显著超出预期，带动 20Q3 收入同比大幅增长；2）公司全棉水刺无纺布原材料广泛应用于防护用品生产，舒适性、透气性等显著优于竞品，客户认可度高，公司快速扩张产能，规模效应推动生产成本优势显现，20Q3 盈利能力显著提升。考虑到公司在 9 月 11 日发布的招股书首次预告前三季度业绩，我们判断 9 月欧洲疫情加剧后防疫物资需求大幅增加，带动业绩超预期。

- **海外疫情发酵，中国防疫用品出口显著增加。**2020 年 9 月后随着气温下降、各国逐步推进复工复产、居民出行活动增加，欧洲等地新冠肺炎疫情传播反弹。全球单日新增确诊病例数量持续走高，据 Worldometers 统计截止 2020 年 10 月 13 日全球累计确诊超过 3804 万例，累计死亡病例超过 108.5 万例。海外疫情加剧导致口罩、防护服等防疫用品需求增加，且国外部分工厂正常开工受到影响，中国疫情控制得当，防疫用品产销量持续扩张满足全球需求。据海关总署统计，2020 年前三季度包括口罩在内的纺织品出口 8287.8 亿元，同增 37.5%（20H1 中国纺织品出口金额同比增长 24.8%，20Q3 出口增长加速），防疫物资拉动整体出口增长 2.2PCT。考虑到近年来中国纺织品出口增长显著放缓，我们简单假设 20 年前三季度纺织品出口增长全部由疫情带来的防疫物资需求贡献，测算出疫情导致防疫纺织品出口金额增量为 2260 亿元。

- **公司防疫用品优势明显，扩张产能推动业绩持续增长。**公司作为防疫用品行业龙头，2020 年 1-5 月累计生产近 6 亿只口罩、近 650 万件防护服和手术衣，且带头坚持不涨价，为抗疫行动做出贡献。2020Q3 国外疫情加剧，中国防疫用品出口增加，公司作为行业龙头具有品牌、质量、技术、全品类等优势，防疫用品议价能力强，出口金额及盈利能力显著提升。2020 年 10 月公司公告全资子公司武汉稳健购置湖北省武汉市新洲区土地使用权，成交总价 3926 万元，武汉稳健拟建设“稳健医疗工作中心站项目 ”，投资 15 亿元用于建设非织造卷材中心、手术室耗材装配中心、灭菌加工中心、医疗

销售营销中心、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，进一步扩张产能，提升业绩增长持续性。

- **全棉时代保持稳步增长，津梁生活线下渠道扩张。**生活消费品方面，公司全棉时代持续提升品牌影响力，扩大线上渠道营销投入，并稳健推进线下门店拓展，20H1 收入同增 12%，预计 20Q3 保持稳定增长。未来全棉时代将持续强化消费者教育，线上拓展直播、小程序等新兴销售渠道，线下加速向低线城市拓展，推动业绩持续提升。2020 年 10 月 1 日津梁生活开店在北京、武汉、深圳新开三家门店，总门店数为 6 家，未来将围绕天然健康的理念，为消费者从全球精选优质产品，覆盖美妆、洗护、香氛、运动、家居、食品、保健、茶饮等八大品类，打造一站式购物场景。

- **盈利预测与投资评级：**由于公司业绩增长高于此前预期，且未来国家增加防疫用品储备、医院防护用品向一次性升级，我们上调公司 2020-2022 年 EPS 预测为 9.05/3.84/4.45 元（原值为 5.40/2.50/2.98 元），目前股价对应 2020-22 年 18.10/35.10/30.21 倍 PE。我们看好公司打造医用敷料+生活消费品双龙头，全棉时代成长空间较大，疫情短期带来业绩波动、长期助力公司发展，给予“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)	3,838.92	4,574.63	12,454.62	10462.81	12675.59
增长率 YoY %	9.76%	19.16%	172.25%	-15.99%	21.15%
归属母公司净利润(百万元)	424.68	546.29	3,860.80	1990.21	2312.57
增长率 YoY%	-0.59%	28.64%	606.73%	-48.45%	16.20%
净资产收益率 ROE%	16.0%	17.3%	35.9%	15.6%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	1.00	1.28	9.05	4.67	5.42
市盈率 P/E(倍)	165	128	18	35	30
市净率 P/B(倍)	26.29	22.11	6.49	5.47	4.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 10 月 14 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	12,869	13,721	16,591
货币资金	404	481	7,471	8,800	10,800
应收票据	21	0	0	0	0
应收账款	422	416	1,092	917	1,111
其他应收款	101	596	1,024	860	1,042
存货	843	992	2,270	2,144	2,587
其他	149	189	1,012	1,000	1,050
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	15,106	16,352	19,519
流动负债	1,256	1,187	4,158	3,385	4,208
短期借款	295	120	120	120	120
应付票据	118	173	393	371	462
应付账款	532	563	1,324	1,228	1,542
其他	200	189	2,009	1,375	1,715
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	1,297.82	1,367.93	4,338.95	3,566.39	4,388.96
少数股东权益	4	3	10	13	17
归属母公司股东权益	2,657	3,160	10,758	12,773	15,113
负债和股东权益	3,958	4,531	15,106	16,352	19,519

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	3,839	4,575	12,455	10,463	12,676
同比（%）	9.8%	19.2%	172.3%	-16.0%	21.1%
归属母公司净利润	425	546	3,861	1,990	2,313
同比（%）	-0.59%	28.64%	606.73%	-48.45%	16.20%
毛利率（%）	49.2%	51.6%	59.7%	54.7%	53.4%
ROE%	16.0%	17.3%	35.9%	15.6%	15.3%
EPS (摊薄)(元)	1.00	1.28	9.05	4.67	5.42
P/E	165	128	18	35	30
P/B	26.29	22.11	6.49	5.47	4.62
EV/EBITDA	96.11	79.83	13.45	26.20	22.29

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	12,455	10,463	12,676
营业成本	1,952	2,212	5,022	4,743	5,901
营业税金及附加	41.19	39.55	107.68	90.46	109.59
销售费用	1,041.29	1,355.77	1,992.74	2,615.70	3,168.90
管理费用	176.40	197.46	373.64	418.51	507.02
研发费用	116.56	155.19	411.00	345.27	418.29
财务费用	8.09	6.20	12.07	-75.31	-91.91
减值损失合计	2,807	2,719	10	15	17
投资净收益	1	-14	-24	-17	-27
其他	22	22	66	53	66
营业利润	496	642	4,517	2,327	2,706
营业外收支	5	-3	-5	-1	-3
利润总额	500	638	4,512	2,326	2,703
所得税	75	91	645	332	386
净利润	425	547	3,867	1,994	2,316
少数股东损益	1	1	6	3	4
归属母公司净利润	425	546	3,861	1,990	2,313
EBITDA	640.68	769.84	4,658.92	2,340.67	2,661.61
EPS (当年)(元)	1.128	1.451	9.052	4.666	5.422

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	3,753	1,779	2,325
净利润	425	546	3,861	1,990	2,313
少数股东损益	1	1	6	3	4
非现金支出	149	203	226	186	186
非经营收益	9	-60	-7	-24	-51
营运资金变动	-116	-91	-333	-376	-127
其它	1.75	6.50	-700	0.00	0.00
投资活动现金流	-637	-420	-460	-433	-306
资本支出	-637	-413	-396	-386	-248
长期投资	0	0	-10	0	0
其他	0	-7	-54	-47	-57
筹资活动现金流	143	-98	3,697	-18	-18
股权融资	300	0	50	0	0
债权融资	-95	-40	0	0	0
其他	-61	-58	3,647	-18	-18
现金流净增加额	-24	84	6,990	1,328	2,001

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。