

稳健医疗 (300888.SZ)

第二季度收入增速转正，消费品业务表现亮眼

优于大市

核心观点

上半年收入同比下降5.5%，毛利率下降。受去年一季度防疫带来的高基数影响，2024上半年公司营业收入同比-5.5%至40.3亿元。感染防护类产品需求回归常态化，折扣加深，毛利率大幅下降，叠加棉价波动影响，整体毛利率同比-2.7个百分点至48.7%。公司调整医疗业务产品结构，加大新品推广力度，销售费用率同比+3.7个百分点。由于毛利率下降和销售费用上涨，归母净利润同比-43.6%至3.8亿元。库存水平基本保持稳定，期末存货同比+2.8%，存货周转天数同比-4天。上半年每10股派发现金股利4元，共派发2.3亿元。

第二季度医疗业务收入增速实现反转，消费品业务表现亮眼。2024年第二季度疫情的基数影响基本消除，收入增长转正，实现同比+11%至21.2亿元。医疗和消费品业务分别同比+6.6%/13.8%至8.6/12.4亿元。感染防护类产品非常态化影响逐渐消除，毛利率环比一季度改善2.1个百分点。公司积极推广新产品，单二季度销售费用率同比+1.6个百分点。归母净利率9.5%，环比一季度基本持平。

高端敷料和健康个护产品增长提速，干湿棉柔巾引领增长。分业务看，1) **医疗板块：**上半年收入同比-20.9%至17.2亿元，占总营收43%，剔除感染防护产品影响，常规品实现营业收入同比+7.5%至15.5亿，其中高端敷料和健康个护产品增长提速，分别同比+34.1%/56.2%至3.8/1.8亿元；渠道方面，国外销售渠道占比46%，同比+14%，国内电商平台累计粉丝数将近1700万。2) **消费品板块：**消费品业务增长稳健，上半年同比增长10.6%至22.8亿元，核心产品干湿棉柔巾引领增长，同比+24.8%至6.8亿元，其他产品卫生巾/成人服饰/婴童服饰分别同比+7.6%/8.9%/4.3%；上半年环比2023年年末净开门店33家至444家，线上/线下营收分别+11.1%/8.9%至13.8/7.0亿元。

风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：中长期看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升。上半年消费品业务增速好于预期；医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定而收缩，拖累业绩表现，第二季度防疫产品高基数影响基本消除，收入规模重回良性发展。我们维持盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为7.9/9.4/10.6亿元，同比增长36.6%/18.7%/12.4%。2025年预计防疫用品高基数影响将消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，因此维持目标价34-36元，对应2025年PE 21-22x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	8,515	9,314	10,158
(+/-%)	41.2%	-27.9%	4.0%	9.4%	9.1%
净利润(百万元)	1651	580	793	941	1059
(+/-%)	33.2%	-64.8%	36.6%	18.7%	12.4%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.35	1.60	1.80
EBIT Margin	18.6%	10.2%	10.0%	10.9%	11.3%
净资产收益率(ROE)	14.1%	5.0%	6.6%	7.5%	8.0%
市盈率(PE)	6.6	26.0	18.9	15.9	14.1
EV/EBITDA	7.1	17.4	15.6	13.3	12.1
市净率(PB)	0.9	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

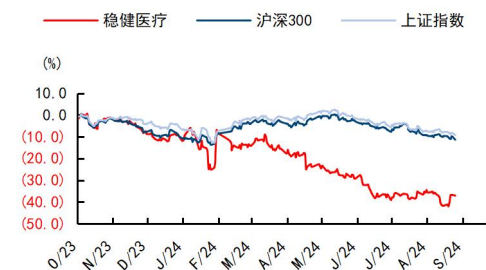
纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	34.00 - 36.00元
收盘价	25.42元
总市值/流通市值	14954/4613百万元
52周最高价/最低价	43.08/23.31元
近3个月日均成交额	47.74百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《稳健医疗(300888.SZ)-防疫产品需求常态化，2023年收入下降28%》——2024-04-28
- 《稳健医疗(300888.SZ)-防疫产品需求常态化，2023年收入预减27%-29%》——2024-02-02
- 《稳健医疗(300888.SZ)-收入受防疫高基数影响，全棉时代积极营销推广》——2023-10-25
- 《稳健医疗(300888.SZ)-上半年收入减少17%，消费品盈利水平明显改善》——2023-08-17

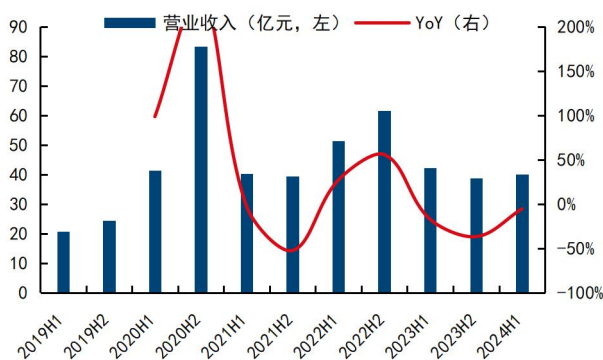
防疫产品需求减少，上半年收入下降 5.5%

2024 上半年公司收入同比下降 5.5%至 40.3 亿元，归母净利润同比下降 43.6%至 3.8 亿元，收入和净利润下降主要受感染防护类产品需求常态化影响，具体来看：

1) **医疗业务**：上半年医疗板块收入同比-20.9%至 17.2 亿元，感染防护产品收入同比下降 3.3 倍。剔除感染防护产品影响，常规品实现营业收入同比+7.5%至 15.5 亿，其中高端敷料进院速度加快，积极扩张海外市场，收入同比+34.1%至 3.8 亿元，健康个护产品增长提速，同比+56.2%至 1.8 亿元。公司积极拓展渠道，国外销售渠道占比 46%，同比+14%，国内电商平台累计粉丝数将近 1700 万。

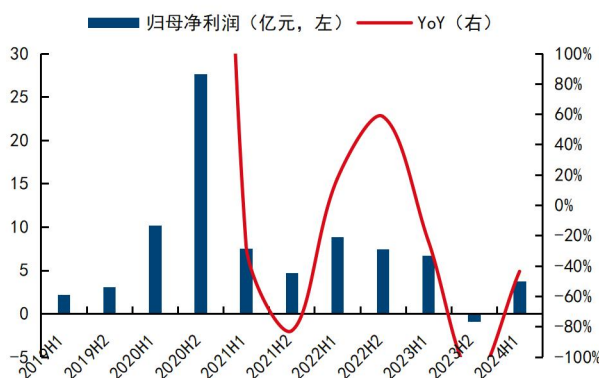
2) **消费品业务**：消费品业务增长稳健，上半年同比增长 10.6%至 22.8 亿元，公司聚焦战略品，核心产品干湿棉柔巾引领增长，同比+24.8%至 6.8 亿元，其他产品卫生巾/成人服饰/婴童服饰分别同比+7.6%/8.9%/4.3%。渠道方面，上半年报告期内净开门店 33 家至 444 家，其中包括 360 家直营店，84 家加盟店；公司多渠道深度融合，线上/线下营收分别+11.1%/8.9%至 13.8/7.0 亿元，全域会员人数超 5600 万。

图1：公司营业收入与变化情况（单位：亿元、%）



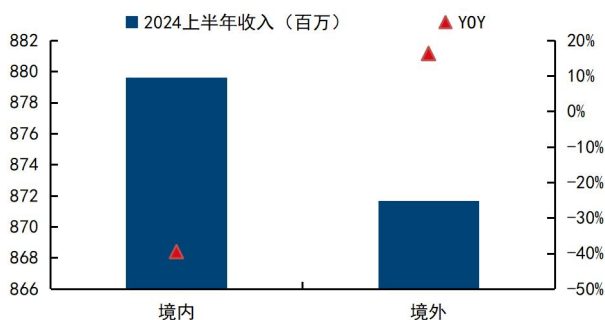
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况（单位：亿元、%）



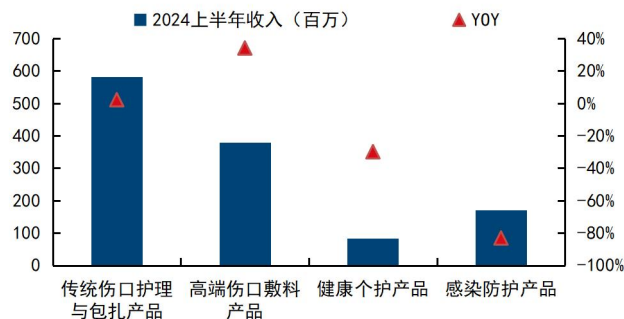
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司医疗板块分渠道收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司医疗板块分产品收入及增速



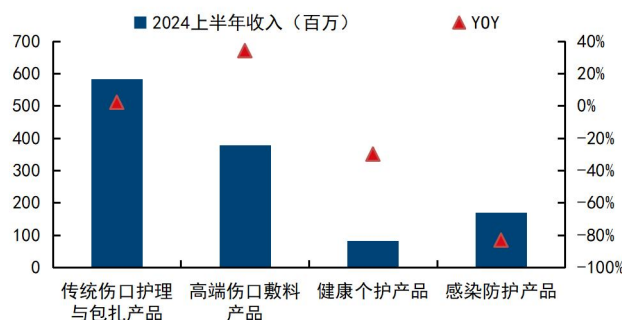
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司消费品板块分渠道收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

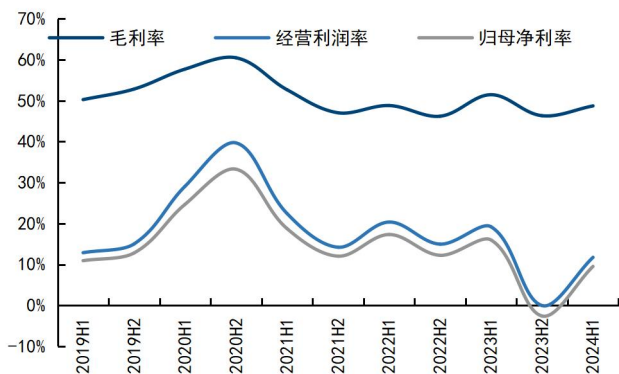
图6: 公司消费品板块分产品收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

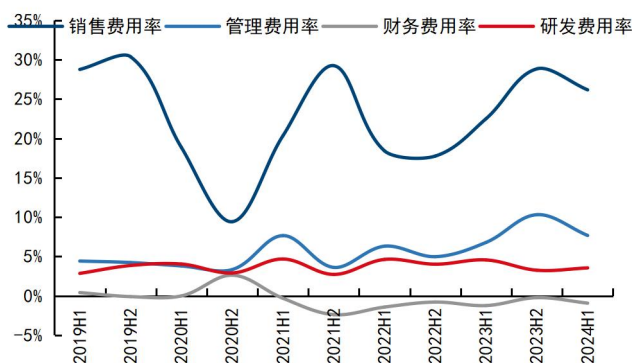
感染防护品毛利率大幅下降，叠加棉价波动导致整体毛利率下降。2024上半年，感染防护类产品需求回归常态化，折扣加深，毛利率大幅下降，叠加棉价波动影响，去年采购棉花价位高导致今年上半年实际生产成本提升，整体毛利率同比-2.7个百分点至48.7%。费用率合计同比提升3.8个百分点，其中销售费用率提升3.7个百分点，主要由于公司对医疗业务进行产品结构调整，加大新品推广力度。受毛利率下降和销售费用上涨的双重影响，归母净利润同比-43.6%至3.8亿元。

图7: 公司毛利率、经营利润率、归母净利率与变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

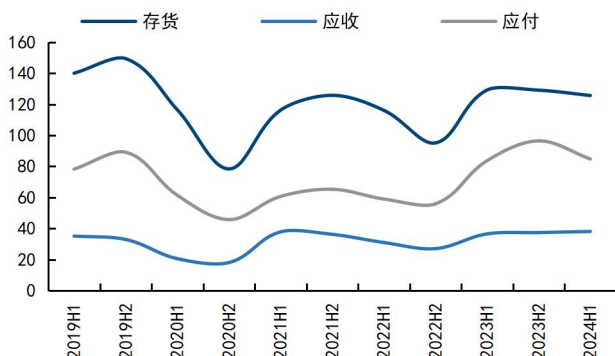
图8: 公司四项费用率与变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

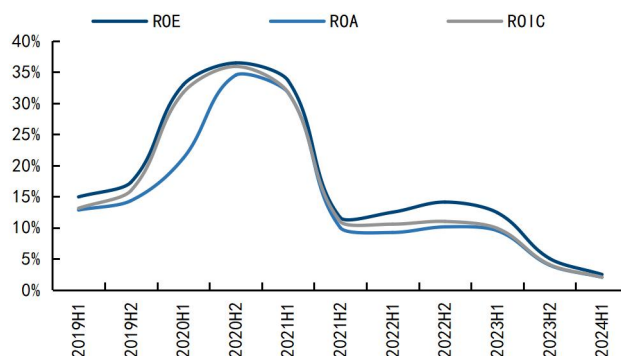
存货、应收、应付周转天数基本保持稳定。存货/应收账款/应付账款周转天数分别为126/38/85天，分别比去年同期-4/+2/+1天。ROE/ROIC (TTM) 为2.5%/2.0%，同比-9.9/-7.8个百分点。

图9：公司存货、应收、应付周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司盈利能力

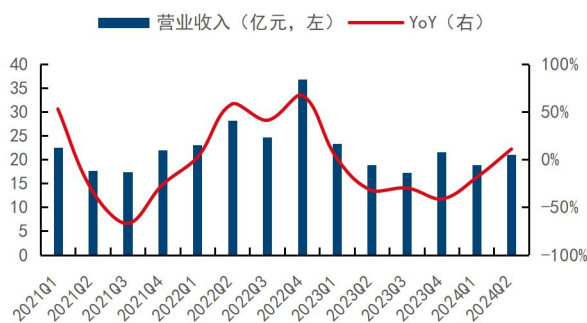


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度收入增速转正，消费品表现亮眼

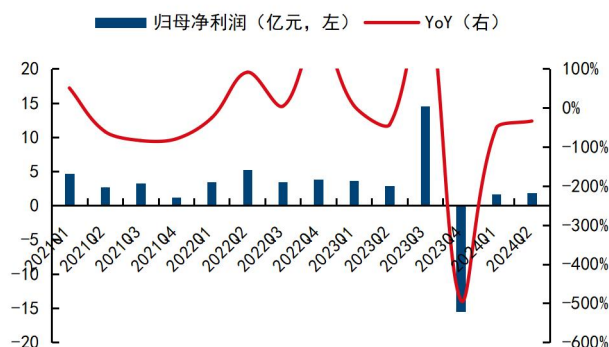
2024年第二季度疫情基数的影响基本消除，收入实现正增长，同比+11%至21.2亿元。医疗业务增速转正，实现同比增长6.6%至8.6亿元。消费品业务表现亮眼，同比+13.8%至12.4亿元，其中干湿棉柔巾和卫生巾贡献增速，分别+28%和16%。随着感染防护类产品非常态化影响逐渐消除，毛利率环比一季度改善2.1个百分点。公司积极调整医疗业务产品结构，加大医疗新产品推广力度，单二季度销售费用率同比+1.6个百分点，实现归母净利率9.5%，环比一季度基本持平。

图11：公司单季度营业收入与变化情况



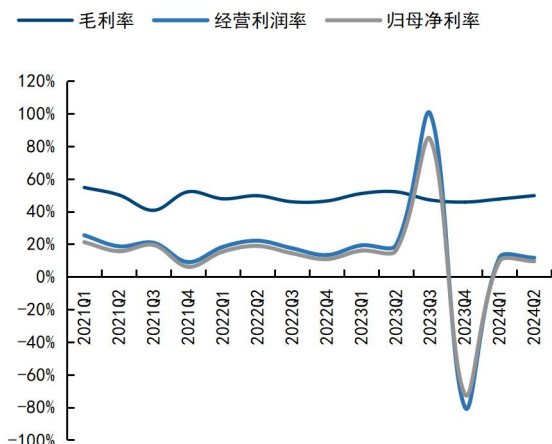
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度归母净利润与变化情况



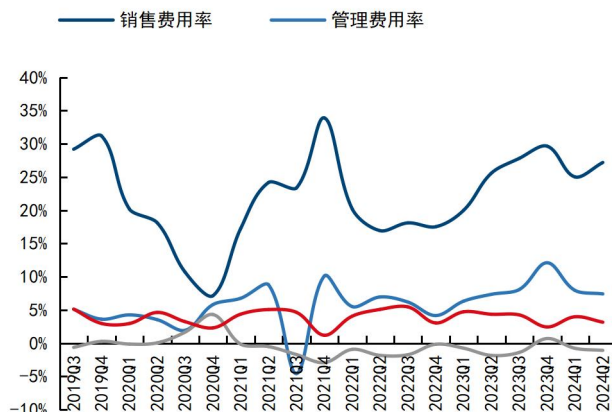
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司季度利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司季度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

医疗防疫用品需求回归常态，消费品盈利能力基本恢复疫情前水平

医疗板块:

2024 上半年公司医疗板块收入同比-21%至 17.2 亿元。防疫用品需求回归常态化，上半年该类产品同比-77%，非防疫用品收入增长 8%。2024 上半年医疗业务毛利率下降 7.1 个百分点，其中防疫用品开展促销处理库存，毛利率同比大幅下降 33.1 个百分点，非防疫用品毛利率小幅下降 1.0 个百分点。医疗板块营业利润率大幅下降 12.5 个百分点，主要由于毛利率下降以及医疗业务产品结构调整和新品推广带来的销售费用增长。

2024 第二季度医疗耗材收入 8.6 亿元，同比+7%，防疫用品随着疫情管控放开需求萎缩，收入同比下降 20%至 0.9 亿元，非防疫用品实现增长 11%至 7.7 亿元。

消费品板块:

2024 上半年消费品业务实现收入增长 10.6%至 22.8 亿元，上半年消费品线下门店收入增长 9%至 7.5 亿元，其中门店环比 2023 年年末净开 33 家（净开 23 家直营，10 家加盟）至 444 家（360 家直营，84 家加盟）、直营门店店效同比增长 3.4%，其中 500-800 平方米的店铺店效增长达到 11.8%。截至 2024 年 6 月 30 日，全棉时代全域会员人数约 5,600 万（去年同期为 4,800 万），其中私域平台注册会员数量超 2,900 万（门店近 1,400 万，官网和小程序超 1,500 万）。

受棉价波动影响，公司毛利率小幅下降至 56.9%，营业利润率基本持平，盈利水平恢复到疫情前水平。

图15: 公司分业务收入、毛利率、营业利润率

	2022	2023	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
总收入	11,351	8,185	4,267	3,918	4,034	2,352	1,915	1,744	2,175	1,909	2,124
总收入YOY	41.2%	-27.9%	-17.3%	-36.7%	-5.5%	1.3%	-32.5%	-29.8%	-41.4%	-18.8%	11.0%
总毛利率	47.4%	49.0%	51.5%	46.3%	48.7%	51.0%	52.1%	47.0%	45.8%	47.6%	49.7%
医疗：											
收入（百万）	7,250	3,862	2,173	1,689	1,718	1,364	809	829	860	855	863
防疫产品	4,735	912	734	178	170	617	117	90	88	76	94
非防疫	2,515	2,949	1,439	1,511	1,548	747	692	739	771	779	769
收入YOY	85%	-47%	-33%	-58%	-21%	-4%	-56%	-48%	-64%	-37%	7%
防疫产品	99%	-81%	-67%	-93%	-77%	-38%	-91%	-90%	-95%	-88%	-20%
非防疫	63%	17%	47%	-2%	8%	83%	21%	2%	2%	4%	11%
毛利率	44.5%	40.4%	45.2%	34.3%	38.1%						
防疫产品	48.4%	44.7%	53.3%	9.4%	20.2%						
非防疫	37.0%	39.1%	41.1%	37.2%	40.1%						
营业利润率	21.3%	8.8%	20.3%	-6.0%	7.8%						
消费品：											
收入（百万）	4,008	4,263	2,063	2,200	2,282	969	1,094	897	1,303	1,038	1,244
线上销售	2,552	2,583	1,243	1,340	1,381						
线下门店	1,150	1,364	647	717	705	310	337	-	-	328	377
收入YOY	-1%	6%	11%	3%	11%	9%	10%	4%	3%	7%	14%
线上销售	0%	1%	10%	-6%	11%						
线下门店	-7%	19%	18%	20%	9%	19%	17%	-	-	6%	12%
毛利率	53.0%	56.9%	58.2%	55.6%	56.9%						
线上销售	48.4%	52.6%	54.2%	51.1%	53.1%						
线下门店	61.6%	64.2%	64.8%	63.7%	65.0%						
营业利润率	9.8%	11.4%	12.9%	10.0%	12.8%						

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：中长期看好医疗并购协同效益，及消费品降本增效

上半年消费品业务增速好于预期，2024年预计将新开100家左右门店驱动增长，聚焦优势品类、调整门店面积提升坪效提升等举措有利于推动盈利能力提升，同时消费品业务提出出海战略布局规划。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定而收缩，拖累业绩表现，第二季度防疫产品高基数影响基本消除，收入规模重回良性发展。中长期来看，外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。我们维持盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为7.9、9.4、10.6亿元，同比增长36.6%/18.7%/12.4%。2025年预计防疫用品高基数影响将消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，因此维持目标价34-36元，对应2025年PE 21-22x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	8,515	9,314	10,158
(+/-%)	41.2%	-27.9%	4.0%	9.4%	9.1%
净利润(百万元)	1651	580	793	941	1059
(+/-%)	33.2%	-64.8%	36.6%	18.7%	12.4%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.35	1.60	1.80
经营利润率	18.6%	10.2%	10.0%	10.9%	11.3%
净资产收益率(ROE)	14.1%	5.0%	6.6%	7.5%	8.0%
市盈率(PE)	6.6	26.0	18.9	15.9	14.1
EV/EBITDA	7.1	17.4	15.6	13.3	12.1
市净率(PB)	0.9	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
稳健医疗	优于大市	25.6	0.98	1.35	1.60	26.1	18.9	16.0	27.8%	0.68
中顺洁柔	无评级	6.6	0.25	0.34	0.39	26.4	19.6	16.9	24.8%	0.79
良品计划	无评级	132.1	4.40	4.85	5.29	30.0	27.2	25.0	9.6%	2.83
						28.2	23.4	21.0		1.81

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所。

注: 无评级公司的 EPS 预测值来自 wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4527	4706	6102	6705	7397	营业收入	11351	8185	8515	9314	10158
应收款项	1220	1030	1072	1173	1279	营业成本	5973	4175	4444	4801	5217
存货净额	1559	1434	1490	1599	1738	营业税金及附加	98	66	68	75	81
其他流动资产	441	530	552	604	658	销售费用	2050	2090	2145	2330	2522
流动资产合计	12126	10556	12071	12934	13926	管理费用	1177	1090	1045	1130	1228
固定资产	3078	3734	2257	2239	2215	财务费用	(123)	(62)	(68)	(75)	(81)
无形资产及其他	1033	995	955	916	876	投资收益	51	127	51	56	61
投资性房地产	1979	1806	1806	1806	1806	资产减值及公允价值变动	(391)	(310)	(65)	(71)	(78)
长期股权投资	22	21	21	21	21	其他收入	140	175	125	133	141
资产总计	18238	17112	17111	17916	18844	营业利润	1977	818	992	1172	1316
短期借款及交易性金融负债	2511	1717	1000	1000	1000	营业外净收支	(57)	(68)	0	0	0
应付款项	1144	1433	1489	1597	1736	利润总额	1920	750	992	1172	1316
其他流动负债	1832	1122	1275	1375	1493	所得税费用	245	121	149	176	197
流动负债合计	5487	4271	3764	3972	4229	少数股东损益	24	48	50	55	60
长期借款及应付债券	0	170	170	170	170	归属于母公司净利润	1651	580	793	941	1059
其他长期负债	568	561	561	561	561						
长期负债合计	568	731	731	731	731	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6055	5002	4494	4702	4959	净利润	1651	580	793	941	1059
少数股东权益	478	577	607	640	676	资产减值准备	326	(38)	1554	29	(8)
股东权益	11705	11533	12009	12574	13209	折旧摊销	266	316	396	458	493
负债和股东权益总计	18238	17112	17111	17916	18844	公允价值变动损失	391	310	65	71	78
						财务费用	(123)	(62)	(68)	(75)	(81)
关键财务与估值指标						营运资本变动	193	(69)	1645	(24)	(50)
每股收益	3.87	0.98	1.35	1.60	1.80	其它	(302)	86	(1524)	4	43
每股红利	0.94	1.38	0.54	0.64	0.72	经营活动现金流	2525	1185	2930	1480	1615
每股净资产	27.44	19.40	20.41	21.37	22.45	资本开支	0	(550)	(500)	(500)	(500)
ROIC	20%	7%	7%	10%	11%	其它投资现金流	(1248)	1524	0	0	0
ROE	14%	5%	7%	7%	8%	投资活动现金流	(1253)	976	(500)	(500)	(500)
毛利率	47%	49%	48%	48%	49%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	10%	10%	11%	11%	负债净变化	0	170	0	0	0
EBITDA Margin	21%	14%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(401)	(822)	(317)	(377)	(423)
收入增长	41%	-28%	4%	9%	9%	其它融资现金流	(216)	(678)	(717)	0	0
净利润增长率	33%	-65%	37%	19%	12%	融资活动现金流	(1019)	(1982)	(1034)	(377)	(423)
资产负债率	36%	33%	30%	30%	30%	现金净变动	253	179	1396	603	692
息率	2.7%	5.4%	2.1%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	4274	4527	4706	6102	6705
P/E	6.6	26.0	18.9	15.9	14.1	货币资金的期末余额	4527	4706	6102	6705	7397
P/B	0.9	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	0	399	2266	801	920
EV/EBITDA	7.1	17.4	15.6	13.3	12.1	权益自由现金流	0	(109)	1558	838	966

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032