

稳健医疗（300888）

医疗+消费双轮驱动，多点开花构筑品牌护城河

西南证券研究院  
轻工研究团队 蔡欣/沈琪  
2025年6月

# 核心逻辑

- **医疗+消费双轮驱动，企稳回升开启增长元年。** 稳健医疗成立于1991年，主要通过“Winner稳健医疗”和“Purcotton全棉时代”两大品牌实现医疗+消费板块协同发展。2024年公司实现营收89.8亿元，同比+9.7%（剔除感染防护产品，实现营收86.2亿元，同比+18.6%）；实现归母净利润7.0亿元，同比+19.8%，业绩企稳。2025Q1实现营收26.1亿元，同比+36.5%；实现归母净利润2.5亿元，同比+36.3%。2024年公司推出股权激励方案，拟授予限制性股票747.6万股，约占公司总股本1.28%，业绩考核目标为2025-2027年公司层面、两大业务板块营收同比增速均不低于13%或18%（触发值和目标值，不含2024年8月以后及未来3年新并入公司数据），展现公司长期发展信心。
- **医疗板块：深耕医用耗材领域，内生外延打造一站式解决方案。** 公司从代工医用纱布起家，2005年发展自有品牌“稳健医疗”，在全球老龄化和高端伤口护理需求增加趋势下，低值医用耗材行业前景持续向好。公司目前已形成丰富的产品矩阵（传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护和健康个护等），并覆盖境外OEM、国内2B（医院）+2C（药店+电商）全渠道。2024年9月公司战略收购美国GRI公司，完善全球生产与物流布局，24年/25Q1贡献收入2.9/3亿元。2024年/25Q1医疗板块实现营收39.1/12.5亿元，同比+1.1%/+46.3%（剔除GRI并表影响同比-6.4%/+10.5%）。25Q1手术室耗材/高端敷料/健康个护品类，分别实现营收3.7/2.2/1.2亿元，分别同比+196.8%/+21.1%/+39.8%；海外实现营收7.0亿元，同比+84.1%；C端业务（国内药店、电子商务渠道）同比增速超40%。医疗板块有望在内生2B+2C渠道深化布局，和外延并购整合+国际客户加速拓展下，延续增长势能。
- **消费板块：核心爆品引领增长，差异化竞争品牌优势凸显。** 公司以全棉水刺无纺布为技术开端，2009年创立“全棉时代”品牌，逐步扩充干湿棉柔巾、卫生巾、婴童/成人服饰等品类。2016-2024年消费板块收入从13.3亿元增至49.9亿元（CAGR25.6%），在“医疗背景、全棉理念、品质基因”的独特定位和产品优势下，逐步构筑品牌护城河。2024/25Q1消费板块实现营收49.9/13.4亿元，同比+17.1%/+28.8%。干湿棉柔巾品牌声量持续创新高，奈丝公主卫生巾成长势能充足，2025Q1奈丝公主卫生巾/干湿棉柔巾/成人服饰实现营收3.1/3.7/2.5亿元，同比+73.5%/+38.6%/+23.4%；商超渠道实现营收1.5亿元，同比+70.9%。消费板块有望伴随渠道端线上优化运营思路+线下商超/门店稳步拓展，产品端核心单品迭代升级+品牌势能持续释放，市占率不断提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2025-2027年归母净利润分别为10.1/12.7/15.6亿元，分别同比+45.2%/+25.9%/+22.9%，对应PE分别为30/24/20X。考虑到公司医疗耗材板块基数回归常态，消费品品牌力突出，内生+外延驱动增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 原材料价格大幅波动的风险，收购业务协同效果不及预期的风险，渠道扩张不及预期的风险，汇率波动较大的风险，国际贸易摩擦的风险。

# 目 录

---

◆ **公司概况：医疗+消费双轮驱动，企稳回升开启增长元年**

◆ **医疗板块：深耕医用耗材领域，内生外延打造一站式解决方案**

◆ **消费板块：核心爆品引领增长，差异化竞争品牌优势凸显**

◆ **盈利预测与估值**

## 医疗+消费双板块布局，全产业链优势突出

- 稳健医疗用品股份有限公司成立于1991年，通过“Winner稳健医疗”和“Purcotton全棉时代”两大品牌实现医疗+消费板块协同发展。**医疗板块**，公司从代工医用敷料起家，2005年发展自有品牌“稳健医疗”，作为医用耗材行业龙头，产品矩阵丰富（传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护和健康个护等），并覆盖境外OEM、国内2B（医院）+2C（药店+电商）全渠道。**消费板块**，公司背靠医疗背景，以全棉水刺无纺布为技术开端，2009年创立“全棉时代”品牌，逐步扩充干湿棉柔巾、卫生巾、婴童+成人服饰等品类。公司具有从采购、生产、灭菌、仓储到交付的全产业链优势，每年向全球各地供应大量优质的医用耗材和健康生活消费品。



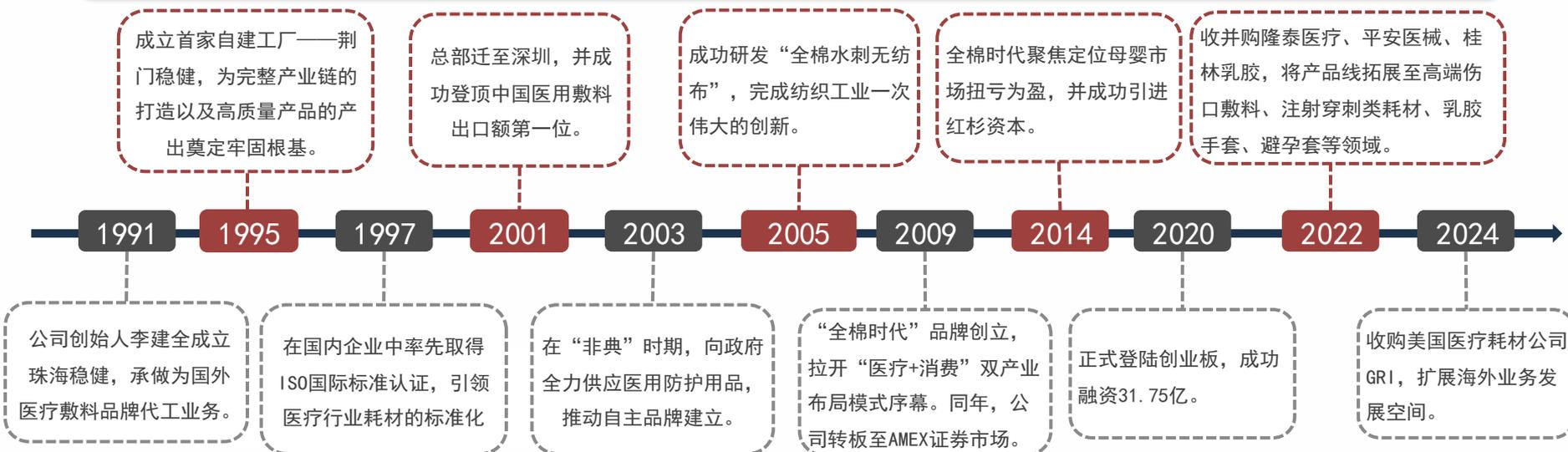
数据来源：天猫、京东、稳健医疗公告、稳健医疗官网，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 以代工国外医用敷料起家，全面布局健康产业版图

- 稳健医疗发展历程大概分为三个阶段：**第一阶段（1991年-2008年）：以代工国外医用敷料起家，逐步建立完整的生产体系及产业链，创立自主品牌“winner稳健医疗”。**1991年，珠海稳健成立，从事医用敷料OEM业务，成为稳健医疗的发展开端。1995年，稳健医疗成立首家自建工厂荆门稳健，为完整产业链的打造以及高质量产品的产出奠定牢固根基。2001年，稳健医疗将总部迁至深圳龙华，并成功登顶中国医用敷料出口额第一位。**第二阶段（2009-2019年）：“全棉时代”品牌创立，展开“医疗+消费”双产业布局。**2009年，“全棉时代”品牌创立，同年，公司转板至AMEX证券市场。2010年，公司转板纳斯达克交易所。**第三阶段（2020-至今）：A股上市，收并购企业扩大健康产业版图。**2020年，稳健医疗正式登陆创业板，成功融资31.75亿。2022年，公司通过收并购隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶，将产品线拓展至高端伤口敷料、注射穿刺类耗材、乳胶手套、避孕套等领域，逐步扩大健康产业版图。2024年9月，公司收购美国医疗耗材公司GRI，扩展海外业务发展空间。

## 稳健医疗发展历程



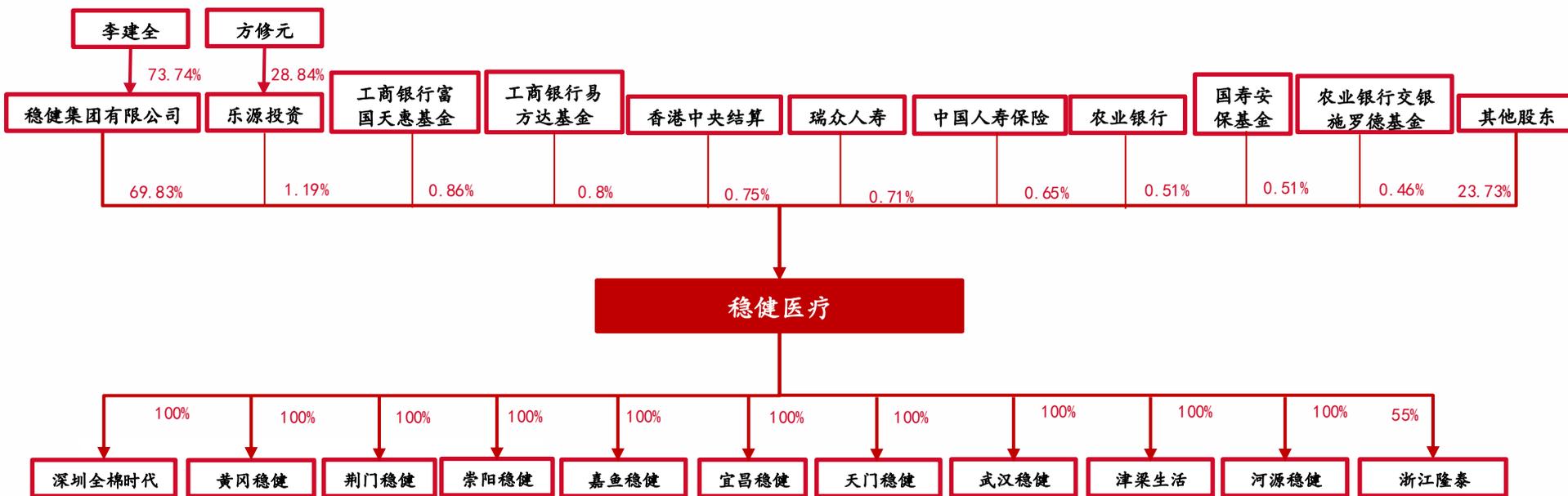
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

数据来源：稳健医疗公告、公司官网，西南证券整理

# 实控股权稳定集中，员工持股激励多元并举

□ **实控股权稳定集中，员工持股激励多元并举。**公司的实际控制人是创始人李建全先生。截至2025年Q1，李建全通过稳健集团有限公司间接持有公司51.49%股份，公司董事、财务总监兼副总经理方修元，通过乐源投资间接持有公司0.34%股份。

## 稳健医疗股权结构



# 推出股权激励方案，展现长期发展信心

□ 公司推出2024年股权激励方案，展现长期发展信心。公司于2024年10月28日发布公告，拟授予的限制性股票数量为747.63万股（首次授予697.63万股），约占公司总股本1.28%（首次占1.2%）。业绩考核目标为2025-2027年公司层面、两大业务板块营收同比增速均不低于13%或18%（触发值和目标值，不含2024年8月以后及未来3年新并入公司数据）。本次激励费用预计为1.1亿元，分5年摊销，2024-2028年摊销费用分别为885.2/5311.2/3361.8/1476.5/340.4万元。

表：公司层面业绩考核目标

	归属期	触发值(A <sub>m</sub> )	目标值(A <sub>n</sub> )
首次授予的限制性股票 及预留授予的限制性股票 (若预留部分在2024年授予)	第一个归属期	以2024年业绩为基数，2025年营业收入增长率为13%	以2024年业绩为基数，2025年营业收入增长率为18%
	第二个归属期	以2025年业绩为基数，2026年营业收入增长率为13%	以2025年业绩为基数，2026年营业收入增长率为18%
	第三个归属期	以2026年业绩为基数，2027年营业收入增长率为13%	以2026年业绩为基数，2027年营业收入增长率为18%
预留授予的限制性股票 (若预留部分在2025年授予)	第一个归属期	以2025年业绩为基数，2026年营业收入增长率为13%	以2025年业绩为基数，2026年营业收入增长率为18%
	第二个归属期	以2026年业绩为基数，2027年营业收入增长率为13%	以2026年业绩为基数，2027年营业收入增长率为18%
各归属期对应公司层面可归属比例 X1			
A > A <sub>n</sub>			X1=100%
A <sub>m</sub> ≤ A < A <sub>n</sub>			X1=80%
A < A <sub>m</sub>			X1=0

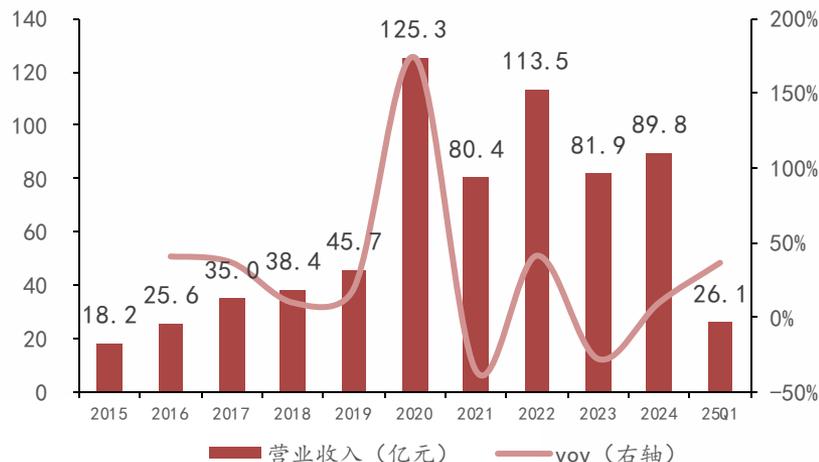
数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

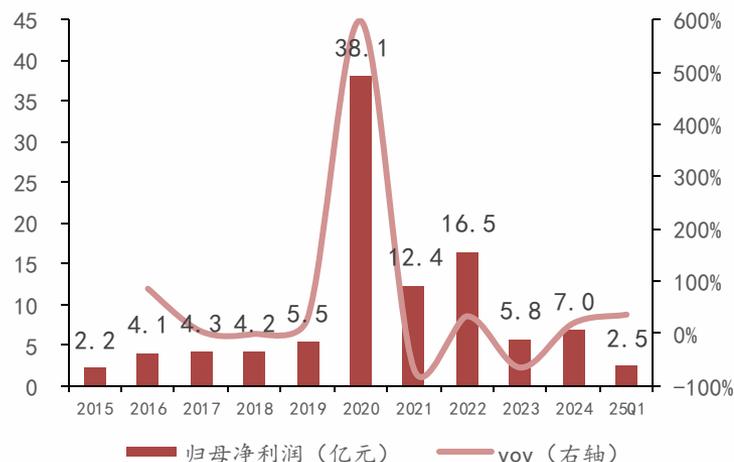
## 收入整体呈上升趋势，高基数影响逐渐减弱

- **收入整体呈上升趋势，高基数影响逐渐减弱。**从收入端来看，2024年公司实现营业收入89.8亿元，同比+9.7%（剔除感染防护产品，实现营收86.2亿元，同比+18.6%）。2025Q1公司实现营收26.1亿元，同比+36.5%。回顾来看，2020-2022年公共卫生事件防疫产品收入高增，从2016年的25.6亿元提升至2022年的113.5亿元，CAGR为29.9%，除开感染防护用品，收入整体呈上升趋势。2023年由于感染防护产品需求大幅下降，公司收入同比-27.9%至81.9亿元。随着产品结构调整，渠道端防疫产品去库结束，感染防护产品高基数影响逐渐减弱，公司营收逐步恢复。分季度看，24Q1-Q4公司收入分别为19.1亿/21.2亿/20.4亿/29.1亿元，同比-18.8%/+11%/+16.8%/+33.7%。
- **从利润端来看，**2024年公司归母/扣非归母净利润分别为7亿/5.9亿元，同比+19.8%/+43.4%，2025Q1归母净利润为2.5亿元，同比+36.3%。分季度看，24Q1-Q4公司归母净利润分别同比-51.6%/-33.8%/-88.5%/+109.1%。

### 2015-2025Q1公司营业收入及增速



### 2015-2025Q1公司归母净利润及增速



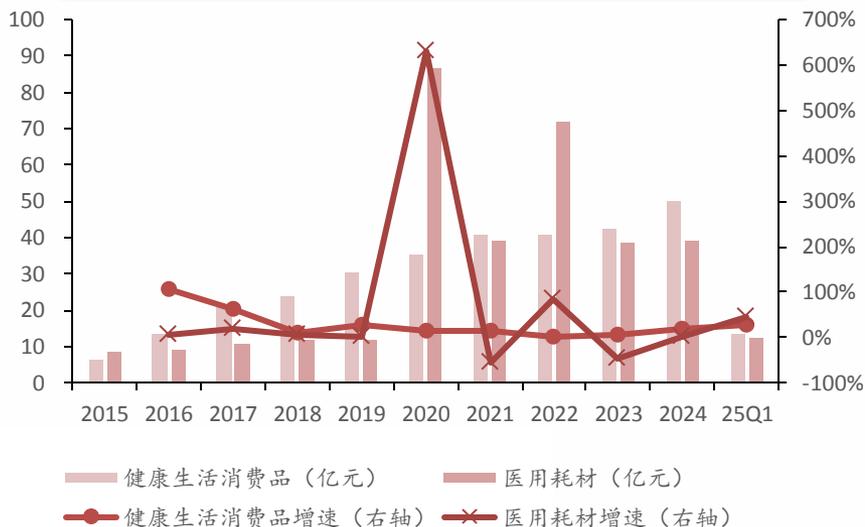
数据来源：稳健医疗公告，iFind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

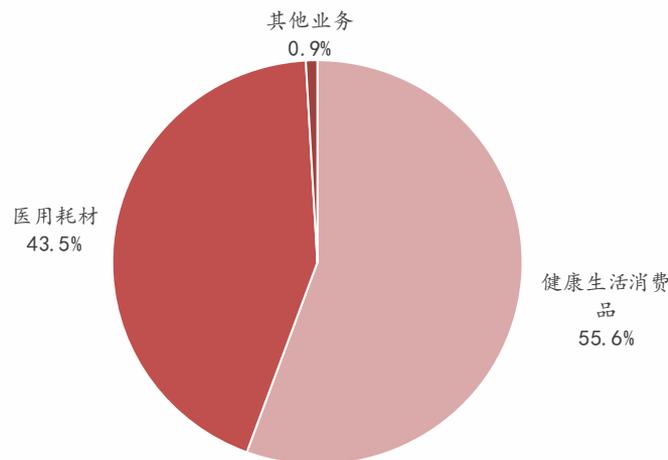
# 消费品业务逐年增长，医用耗材业务企稳回升

- 分业务来看，健康生活消费品业务逐年增长。**2024年健康生活业务收入49.9亿元，同比+17.1%，占总营业收入比例55.6%，2016-2024年CAGR为25.6%，在外部环境波动下展现较强增长韧性。25Q1健康生活业务收入13.4亿元，同比+28.8%。
- 医用耗材疫情期间爆发后逐渐恢复常态，并购GRI带来收入增量。**2024年医用耗材业务收入39.1亿元，同比+1.1%，占总营业收入比例43.5%，其中24年9月收购的美国医用耗材公司GRI贡献收入2.9亿，剔除后收入同比-6.4%，主要系感染防护用品同比-61.2%至3.5亿元。25Q1实现营收12.5亿元（其中GRI营收3.0亿元），同比增长46.3%，剔除GRI并表影响同比增长10.5%。回顾来看，2016-2024年CAGR为18.1%，2020-2022年期间疫情拉动需求激增，2024年以来逐步恢复常态。

2015-2025年Q1分产品营业收入及增速



2024年分产品营收占比



## 境内业务主导，境外并购GRI打开成长空间

□ 分地区来看，境内业务主导，境外并购GRI打开成长空间。2024年公司境内/境外业务收入分别为68.5亿/21.3亿元，同比+3.1%/+38%，占比总收入76.3%/23.7%。境内业务方面，公司于2022年收购了隆泰医疗、平安医械和桂林乳胶三家企业，当年在内销板块贡献了8亿元收入，境内营收同比+58.3%。2023年受高基数影响，境内营收同比-33.9%。境外业务方面，2020年受疫情影响，公司境外订单大幅增长，2020年境外收入同比+590.7%。而在2021年随着防疫产品需求下降，公司境外营收回落，同比-71.7%至16.9亿元。2023年随着高基数影响减弱，境外订单需求回归常态，境外营收同比+18.2%。2024年9月，公司收购美国全球性医疗耗材公司GRI，境外销售增长空间进一步扩大。

### 2015-2024年分地区营业收入（亿元）



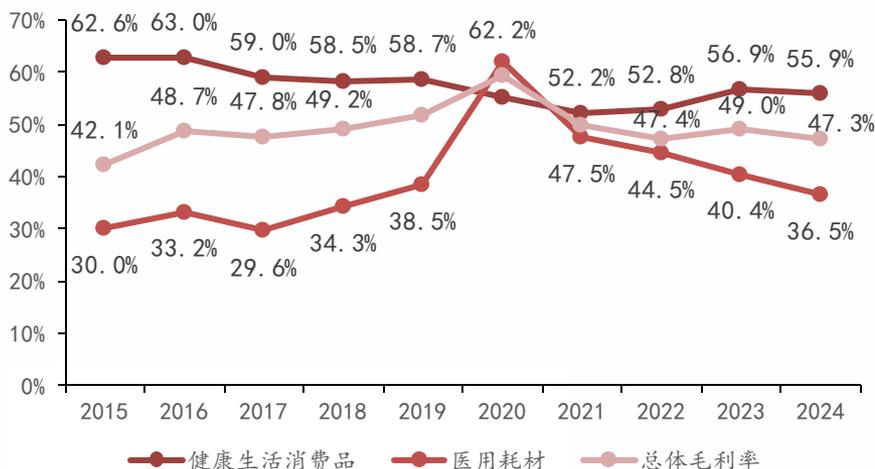
### 2016-2024年分地区收入比例



# 毛利率暂时承压，费用率管控整体提质增效

- 毛利率暂时承压。** 毛利率方面，近年来公司整体毛利率保持在47%以上，2024年毛利率47.3%，同比-1.7pp，其中健康生活消费品/医用耗材毛利率分别为55.9%/36.5%，同比-1pp/-3.9pp，健康生活消费品的毛利率下滑主要受到棉花价格波动影响，医疗板块毛利率回落主要受感染防护产品促销（毛利率同比-23.5pp至21.2%）以及23年同期高基数影响。25Q1毛利率为48.5%，同比+0.8pp。
- 费用率管控整体提质增效。** 2024年公司总费用率为35.5%，较2023年同比-1.7pp。其中销售/管理/财务/研发费用率分别为25.2%/7.5%/-1.1%/3.9%，同比-0.3pp/-1pp/-0.3pp/-0.1pp。回顾来看，2020年费用率减少幅度大，主要系适用新的会计准则，3.07亿运费（销售费用）调整至营业成本。2023年起全棉时代品牌推广力度的加大带来了销售费用率增加。25Q1总费用率为34.2%，同比-2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为22.3%/8.3%/0%/3.5%，同比-2.8pp/+0.4pp/+0.8pp/-0.4pp。

### 2015-2024年公司分业务毛利率



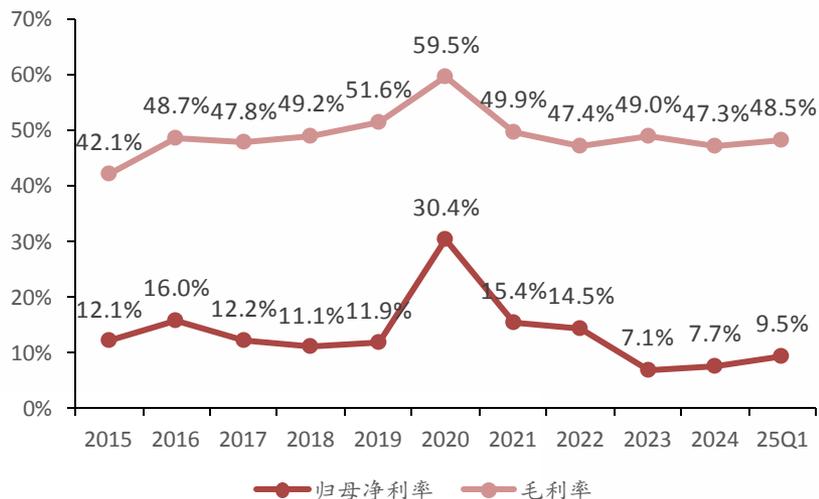
### 2016-2025Q1公司各项费用率



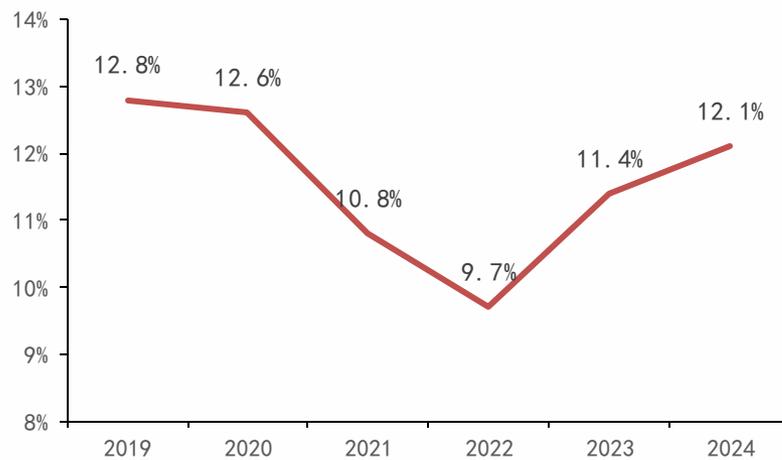
# 商誉减值影响逐步消除，消费品营业利润率稳步回升

- **商誉减值影响逐步消除。** 盈利能力方面，2024年归母净利率为7.7%，同比+0.7pp。2023年报显示商誉减值损失1.89亿，2024年商誉减值损失9074.2万元（稳健桂林）。2025年稳健桂林将引入2条先进生产线，提升产能先进性，降低成本，公司将继续加大自动化改造升级提质增效，加速新产品验证，同时加快海外渠道的扩展。整体来看，公司将实施多项经营举措，努力推动稳健桂林业绩的稳定过渡，为其长期发展筑牢基础。25Q1净利率为9.5%，同比保持稳定。
- **消费品营业利润率稳步回升。** 2024年全棉时代营业利润率为12.1%，较2023年提升0.7pp。全棉时代持续推进新品迭代、产品结构优化、折扣管控、降本增效、精细化运营管理等行动，整体呈现出可持续的、高质量的发展态势。

### 2015-2025Q1公司毛利率/净利率



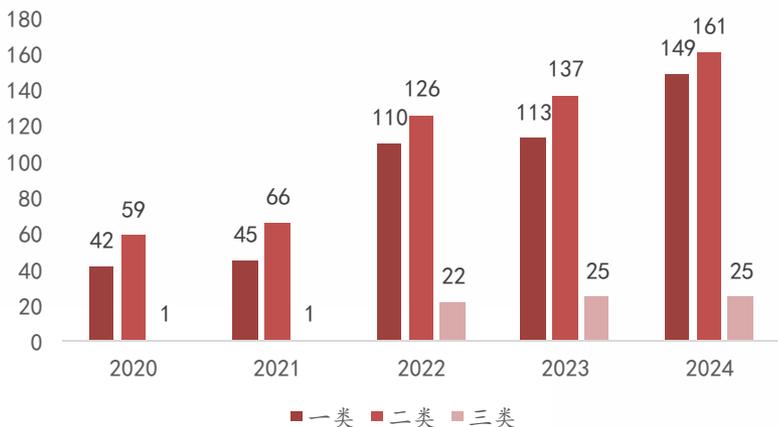
### 2019-2024年消费品营业利润率



# 坚持创新驱动，专利数量逐年增长

□ **坚持创新驱动，专利数量逐年增长。**公司聚焦医用耗材和健康生活消费品领域，通过持续加大研发投入，以技术研发和产品创新为核心，不断提升产品性能和用户体验。2024年，公司医疗板块共持有各项研发专利1087项（同比净新增204项）、医疗产品注册证649项（其中三类医疗产品注册证25项）；全棉时代累计持有各类专利513项（同比净新增21项）。公司也积极与各大高校、科研院所开展产学研项目合作，被深圳市人民政府认定为“自主创新行业龙头企业”，被深圳市市场监督管理局认定为“深圳市知识产权优势企业”。

### 2020-2024年国内医疗器械产品注册证数量



www.swsc.com.cn

数据来源：稳健医疗年报，西南证券整理

### 2022-2024年分产品专利数量



### 表：近年部分代表性产学研合作项目

时间	合作项目	具体情况
2022.1	与华中农业大学联合成立棉花研究院	聘任张献龙院士为全棉时代首席棉花科学家,通过生物育种技术,研究院培育出了全棉专属棉种,发掘水刺无纺布专用棉品系。
2022.6	与武汉纺织大学、华中科技大学共同申报湖北省重大科技项目	推动目前开发的波纹结构带有缓释功能人造血管和涤纶大口径编织人造血管的产业化工作。
2023.6	与武汉纺织大学共建湖北省先进纤维材料综合型技术创新平台开展产业孵化	力争尽快完成新型高通畅率人造血管系列产品的体内外生物学评价,打破人造血管国外垄断,实现国产化替代。
2023.11	仿生人工角膜项目联合南方科技大学成功申报深圳市重大科技攻关项目	进入医用仿生植入材料高附加值产品研究拓展胶原蛋白的应用领域。

# 目 录

---

◆ **公司概况：医疗+消费双轮驱动，企稳回升开启增长元年**

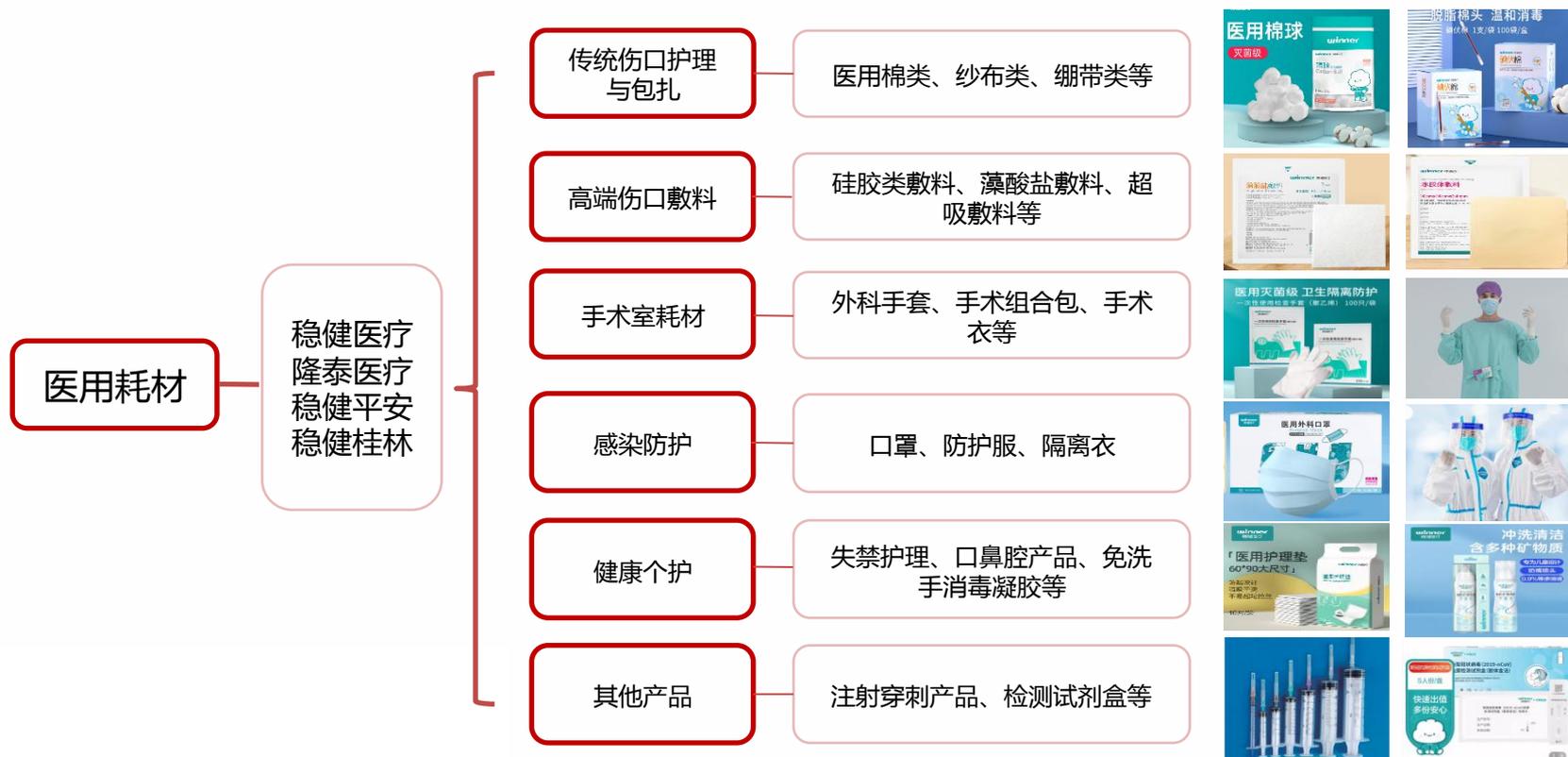
◆ **医疗板块：深耕医用耗材领域，内生外延打造一站式解决方案**

◆ **消费板块：核心爆品引领增长，差异化竞争品牌优势凸显**

◆ **盈利预测与估值**

# 医疗板块：聚焦医用耗材领域，产品矩阵丰富

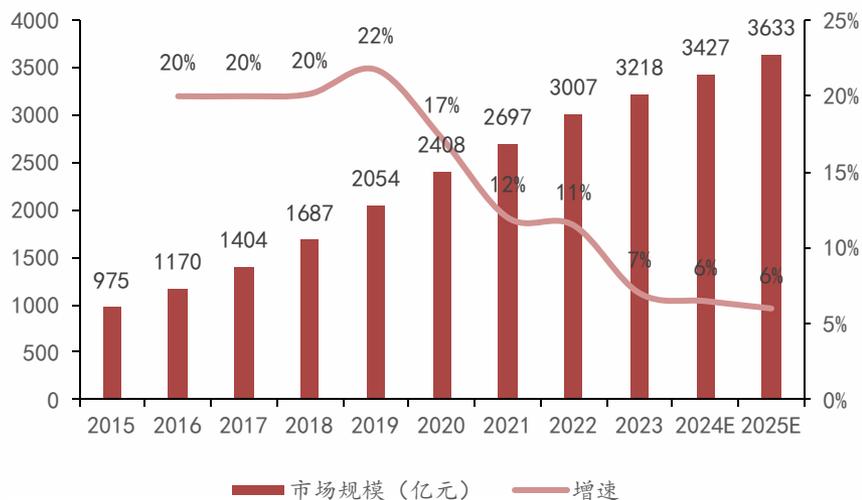
□ **稳健医疗是行业龙头标杆企业，产品矩阵持续丰富。**公司以代工敷料起家，先后获得欧盟CE认证、美国FDA认证以及日本厚生省认证，出口至欧美、日本等国家。2005年创立“winner稳健医疗”自有品牌，凭借优良的产品品质和服务，逐步在国内医院、电商和药店建立起良好的品牌和口碑。公司围绕市场需求，贴近临床和终端，以研发创新为驱动力，不断完善产品布局，目前包括**传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护等产品**，致力于发展成为医用耗材一站式解决方案的品牌。



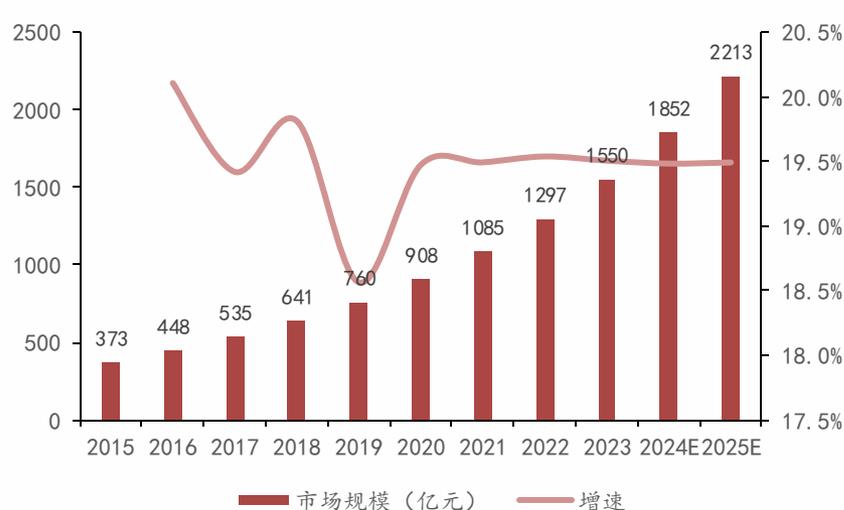
## 医疗板块：行业规模稳步增长，细分品类成长空间充足

- **医用耗材行业市场规模超千亿，预计稳步增长。**医用耗材是指在临床诊断和护理、检测和修复等过程中使用的医用卫生材料，其品种型号繁多，应用广泛，是医疗机构开展日常医疗、护理工作的重要物资。国内医用耗材市场从2015年975亿元增至2023年3218亿元，CAGR为16.1%，预计到2025年，市场规模将达到3633亿元。医用耗材按价值分为高值和低值医用耗材，低值医用耗材成长更快。低值医疗耗材价格较低、具有刚需、高频的特征，主要用于常规诊疗；而高值医疗耗材价格较高，主要用于复杂手术或特殊治疗。国内低值医用耗材市场规模从2015年373亿，增至2023年1550亿元，CAGR为19.5%，预计到2025年，市场规模将达到2213亿元，占整体医用耗材比例60.9%，占比较2023年提升12.6pp。**低值医用耗材应用广泛且受益于我国人民生活水平的提高和医疗需求的不断增长，赛道增长前景较好。**

### 2015-2025国内医用耗材市场规模及增速



### 2015-2025国内低值医用耗材市场规模



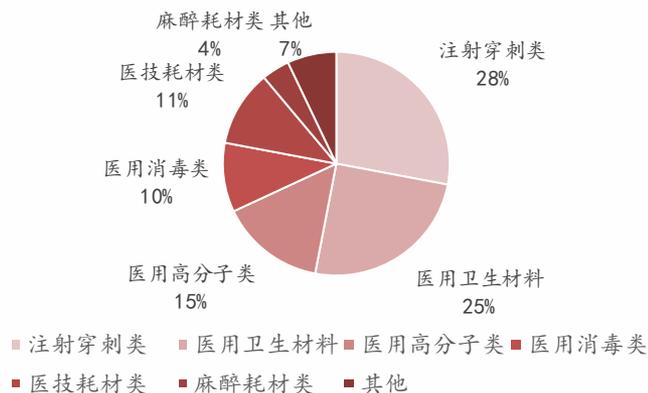
数据来源：《2021-2026年中国医用耗材行业市场现状与投资前景调查报告》、《中国医疗器械蓝皮书》、中国医药报、IBM报告、稳健医疗年报，西南证券整理

数据来源：《中国医疗器械蓝皮书》、中国医药报、Magna Information Centre、IBM报告、稳健医疗年报，西南证券整理

# 医疗板块：行业规模稳步增长，细分品类成长空间充足

□ 手术组合包&高端敷料等细分品类成长空间充足。低值医用耗材主要包括注射穿刺类、医用卫生材料及敷料类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类和医技耗材七大类，2021年医用卫生材料类及注射穿刺类规模合计占比超过50%。根据CMI机构统计，手术感染控制产品呈持续增长态势，其中定制化手术组合包增长前景较好（国内CAGR12.2%）。高端伤口敷料相比于传统伤口敷料，能够控制渗出液体且透气性更好，具有不粘连伤口、不破坏新生组织、避免细菌感染的特点，未来有较大的国产替代空间。

2021年中国低值医用耗材市场结构情况



数据来源：智研咨询发布的《2023-2029年中国医用耗材行业市场需求分析及未来前景规划报告》，西南证券整理

表：医用卫生材料及注射穿刺类市场规模及增长驱动因素

产品类别	现有规模	预测规模	CAGR	数据来源	增长驱动因素
手术感染控制产品	-	国内36.9亿美元（2026E）	4.9%	CMI机构	外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强。其中相较于重复使用型产品，一次性手术感染控制产品能够显著降低交叉感染风险。
其中：手术组合包	-	全球213.5亿美元（2026E） 国内15.04亿美元（2026E）	10.2% 12.2%	CMI机构	定制化手术组合包产品可根据手术类型及医生需求定制的特点，更好地提高手术效率和安全性，同时能避免手术器械及材料浪费，降低医院成本及环境负担。
高端伤口敷料	全球65.6亿美元（2024A）	全球77.8亿美元（2031E）	3.0%	QYResearch	老年人口增加、道路事故和烧伤病例数量的增加以及糖尿病伤口的高发率和慢性感染等原因市场规模增长迅速。对多功能、新材质、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切。
医用乳胶手套	全球69.9亿美元（2021A）	全球98.3亿美元（2027E）	5.8%	QYResearch	其中乳胶手套具备高弹性及贴肤性等特点，在医用手套中占据着重要的地位。2021年占一次性手套比例达30%。
注射穿刺	国内291亿元（2021A）	国内367.5亿元（2026E）	4.8%	QYResearch	随着省市医用注射穿刺器械产品带量采购兴起，大企业凭借规模优势有望占领更多市场，中小企业的生存空间将被进一步压缩。从应用场景来看，其应用从原来的输注为主向更多场景延伸。从技术来看，高端化、智能化、安全化将成为输注穿刺器械产品的技术发展趋势。

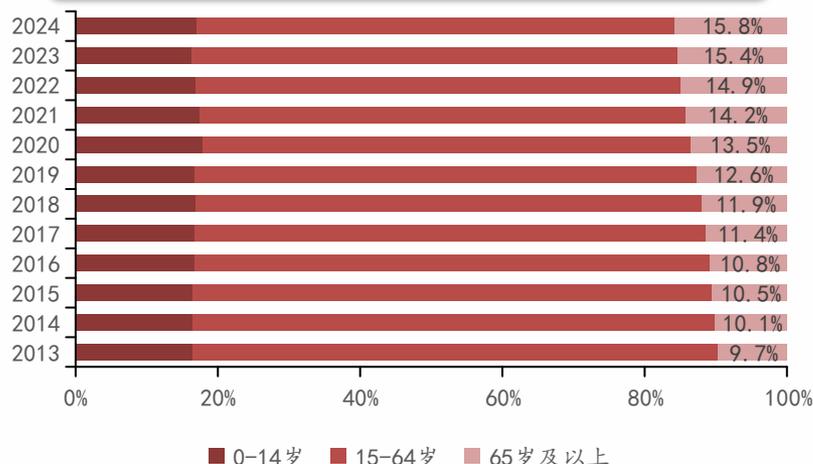
数据来源：CMI机构、QYResearch、稳健医疗年报，西南证券整理

# 医疗板块：人口老龄化加剧，政策助力提质控费

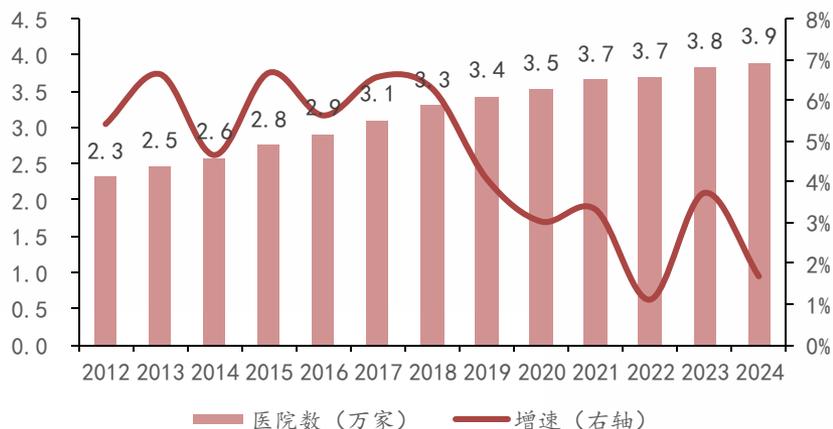
## 国内人口老龄化加剧，低值医用耗材广泛运用。

2013-2024年，我国65岁及以上人口比例从9.7%增长至15.8%，随着人口老龄化加剧，医疗需求不断增加。医疗机构作为低值医用耗材的主要应用领域，是影响其市场需求量的主要来源。2024年我国医院数量达到3.9万家，2023年医院诊疗人数达到42.6万人次，医疗结构数量及就诊人数不断增长，低值医用耗材市场需求有望不断扩大。

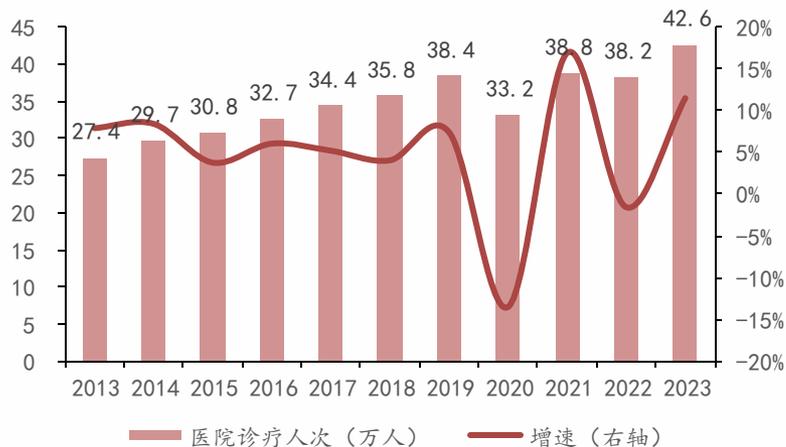
### 2013-2024年中国人口年龄结构



### 2012-2024年中国医院数量及增速



### 2013-2023年中国医院诊疗人数及增速



# 医疗板块：人口老龄化加剧，政策助力提质控费

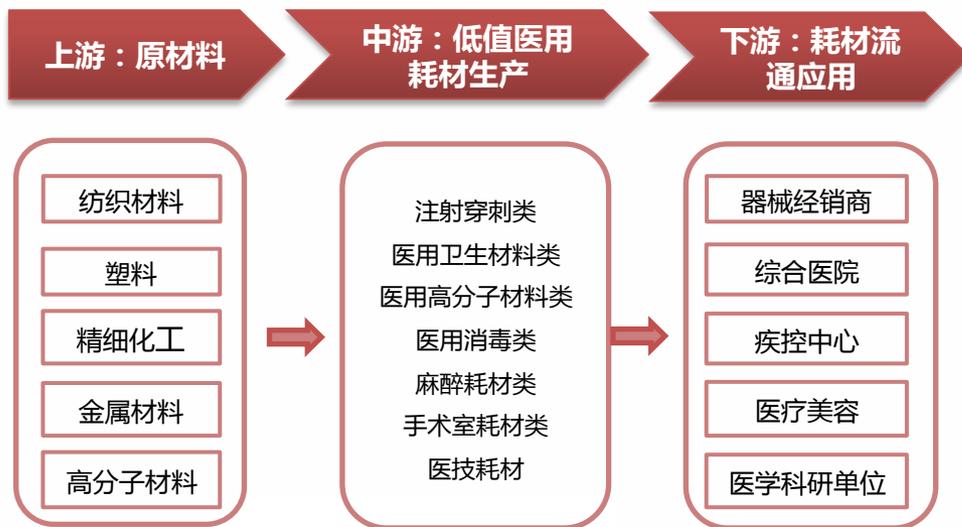
□ **政府扶持医用耗材行业力度加码，行业集中度呈现进一步提升趋势。**随着经济发展和人均可支配收入的增长，国家对医疗产业的重视程度和扶持力度在加大，近年我国对医用耗材发布了多项支持政策，在知识产权保护、集中带量采购等方面为医用耗材行业发展提供了良好的政策环境。随着国内公立医疗机构改革，国考、集采、SPD\DRG等政策的推进，医用耗材行业也将迎来整合和洗牌。另一方面，随着全球医疗卫生水平提高、日常健康护理需求增加，全球医用耗材市场呈现稳定增长和格局变化趋势。

**表：近年我国医用耗材政策梳理**

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2024-06-06	国务院	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	加强医改领导，推广三明经验，推进集采、价格、薪酬等改革，完善公共卫生、基层医疗服务体系，推动公立医院高质量发展与多层次医疗保障，促进药品领域创新，提升整体医疗卫生服务水平。
2023-01-02	中华人民共和国中央人民政府	《关于加强医药集中采购领域知识产权保护的意见》	对拟开展集中带量采购的规模较大、关注度高的药品和医用耗材中涉及知识产权风险的产品进行重点关注。
2022-12-15	中华人民共和国国家发展和改革委员会	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	全面实行药品、医用耗材集中带量采购，完善医药服务价格形成机制，加速推进医师多点执业。鼓励发展全科医疗服务，增加专科医疗等细分服务领域有效供给。优化健康服务，发展健康产业。
2022-05-25	中华人民共和国中央人民政府	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	国家层面开展一批脊柱类高值医用耗材集中带量采购。对国家组织采购以外用量大、采购金额高的药品耗材，指导各省份至少各实施或参与联盟采购实施1次集中带量采购，提高药品、高值医用耗材网采率。
2021-11-28	中华人民共和国中央人民政府	《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》	要确保国家15项医保信息业务编码在定点医疗机构的全面落地，重点优先实现医保疾病诊断和手术操作、药品、医用耗材、医疗服务项目编码的落地应用，并使用医保标准编码，按照《医疗保障基金结算清单填写规范》上传统一的医保结算清单。
2021-05-24	中华人民共和国中央人民政府	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	常态化制度化开展国家组织药品集中采购，逐步扩大药品和高值医用耗材集中带量采购范围。

# 医疗板块：行业集中度较低，公司为行业龙头

□ **低值医用耗材行业生产制造商行业集中度较低，稳健为细分领域龙头。**我国低值医用耗材生产行业进入门槛较低，市场竞争激烈，企业数量大但小型企业居多，行业集中度较低。**稳健与振德、奥美三家为医用敷料领域龙头企业**，24年三者营收（稳健仅计算医疗板块）分别为39.1亿/42.6亿/33.3亿元，以2024年国内低值医用耗材市场规模1852亿元计算，三者市占率分别为2.1%/2.3%/1.8%。低值医用耗材行业上游为纺织材料、塑料、精细化工、高分子材料等原材料厂商，企业数量相对稳定。中游为各类低值医用耗材的生产制造。下游为耗材流通和应用，包括器械经销商、综合医院等。中游生产商国有企业和外资企业分别占据一定比例，国有企业凭借政策支持和市场资源，在部分领域具有竞争优势；外资企业则凭借先进技术和品牌影响力，在高端市场占据一定份额。



表：低值医用耗材供应品牌情况

产品	进口品牌	国产品牌
医用卫生材料及辅料类	3M、泰尔茂等	振德、 <b>稳健</b> 、奥美、朝美、阳普、威高等
注射穿刺类	泰尔茂、BD、贝朗、百特、尼普诺等	威高、双鸽、江西 3L、康莱德、三鑫医疗、江西洪达、山东侨牌等
医用高分子材料类	泰尔茂、百特等	威高、蓝帆医疗、德尔、百多安、江西 3L 等
医用消毒类	3M 等	欧洁、利尔康等
麻醉耗材类	泰尔茂、BD、百特、贝朗等	驼人、威高、维力医疗、海宁绿健、浙江苏嘉等
手术室耗材类	强生、贝朗等	新华、威高等
医技耗材类	美国伊士曼柯达、日本富士、日本柯尼卡、索尼等	爱克发、富明威等

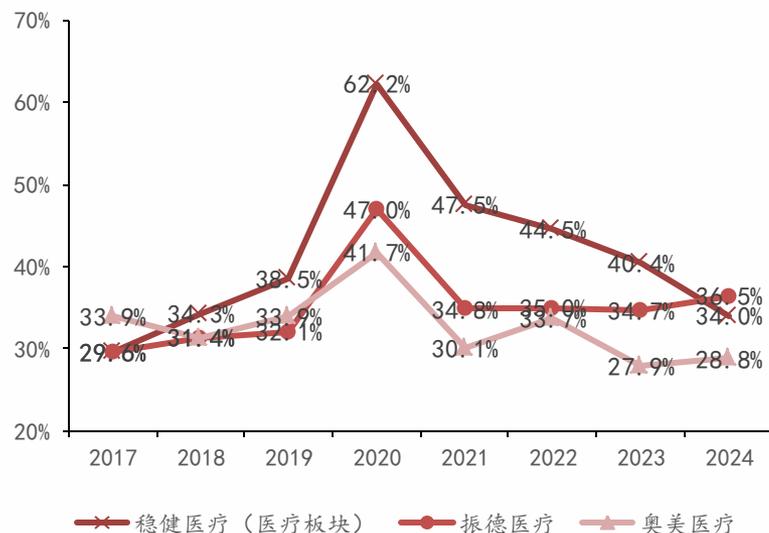
# 医疗板块：行业集中度较低，国产替代具有先发优势

□ 稳健医疗（医疗板块）国内销售占比相对较高，渠道和品牌先发优势显著。中国高端伤口敷料企业目前大部分销售还是集中在海外市场，经过多年建设，产品品质达到世界较高水准，获得国际市场认可。与振德医疗、奥美医疗相比，稳健（医疗板块）国内销售占比较高。稳健医疗通过建立完善的国内销售网络，市场覆盖国内2B（医院）+2C（药店+电商）全渠道，同时，公司注重品牌建设，不断提升知名度和美誉度。在国内居民消费水平提升与医护意识的不断崛起，以及逐步接轨国际先进的医疗护理知识的背景下，公司有望凭借渠道和品牌的先发优势，不断提高国内市场渗透率。另外，稳健产品也更加多元化，涵盖传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护等多个大类，为“全球医疗耗材一站式采购”的战略意图打牢基础。

表：2024年稳健（医疗板块）、振德医疗、奥美医疗海内外营业收入

公司名称	市场	收入(亿元)	占比	主要产品
稳健医疗 (医疗板块)	境外	21.3	54.5%	传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护等
	境内	17.8	45.5%	
	合计	39.1	100%	
振德医疗	境外	24.8	58.1%	造口与现代伤口护理产品、手术感控产品、感控防护用品、基础护理产品及压力治疗与固定产品
	境内	17.9	41.9%	
	合计	42.6	100%	
奥美医疗	境外	27.6	82.9%	医用耗材及一次性医疗器械、感染防护用品、家庭护理产品
	境内	5.7	17.1%	
	合计	33.3	100%	

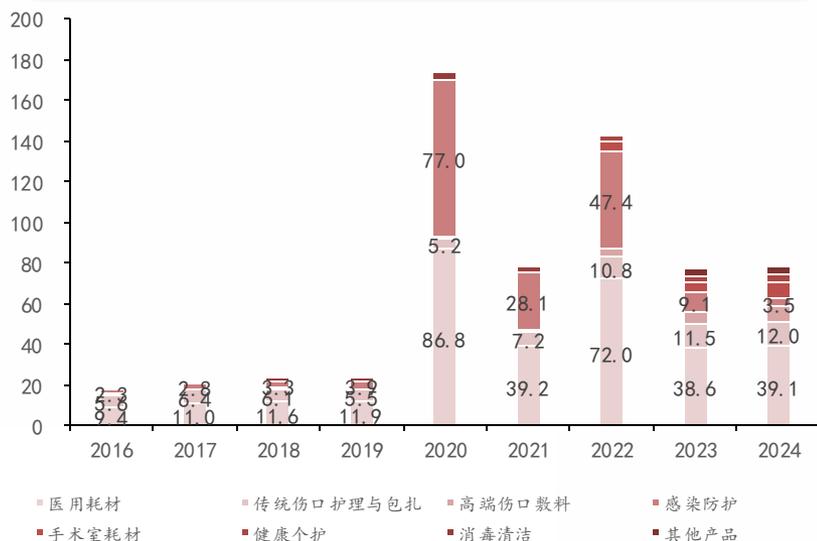
2017-2024年稳健、振德、奥美毛利率



# 医疗板块：聚焦医用耗材领域，产品矩阵丰富

□ 分产品来看，感染防护产品回归常态，适时并购加速拓展高端敷料、手术室耗材及健康个护品类。2024年公司医用耗材营收39.1亿元，占总营收比例43.5%，其中传统伤口护理与包扎/高端伤口敷料/感染防护/健康个护/手术室耗材/其他产品，营收分别为12/7.8/3.5/4/8.3/3.5亿元，分别同比+1.1%/+3.6%/-61.2%/+35%/+48.8%/-0.4%，占医疗板块比例30.6%/20.0%/9.1%/21.1%/10.3%/8.8%。感染防护产品于2020年增至77.02亿元，目前已恢复至疫情前水平。2022年并购主营高端敷料的隆泰医疗，2022-2024年CAGR为99.2%，高端伤口敷料产品具有多功能、高附加值的特点，具有较强的盈利能力。2022年公司通过并购平安医械和桂林乳胶，布局的手术室耗材和健康个护等产品也取得较高增速，2022-2024年CAGR分别为37%/26.5%。24年9月并表的GRI主要是手术室耗材品类。2025Q1手术室耗材/高端敷料/健康个护品类，分别实现营收3.7/2.2/1.2亿元，分别同比+196.8%/+21.1%/+39.8%。

2016-2024年医用耗材分产品营业收入(亿元)



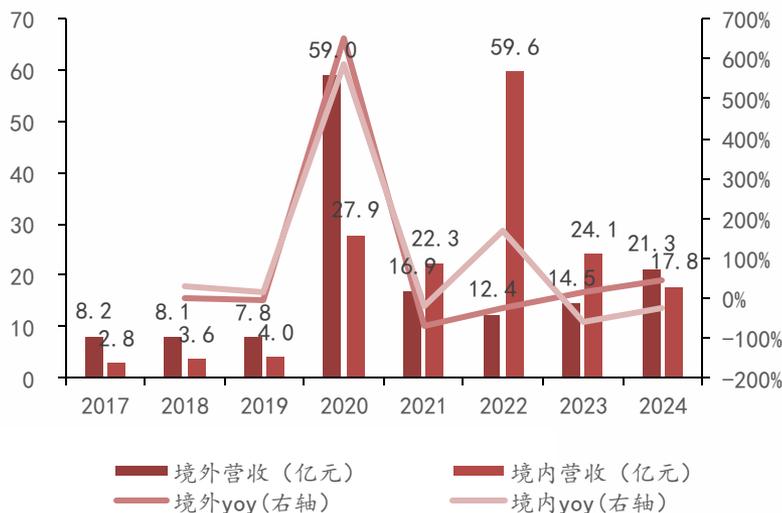
表：稳健医疗医用耗材板块分产品历年表现

	2024年 营收	2024年 同比	2024年 占比	2024年 毛利率	2017- 2021 CAGR	2022- 2024 CAGR
总计：医用耗材	39.1	1.1%	100%	36.5%	33.2%	-0.1%
传统伤口护理与包扎	12.0	3.6%	30.6%	31.2%	5.1%	8.9%
高端伤口敷料产品	7.8	31.2%	20.0%	55.1%	24.9%	99.2%
感染防护	3.5	-61.2%	9.1%	21.2%	65.1%	-47.0%
手术室耗材	8.3	48.8%	21.1%	33.9%	—	37.0%
健康个护	4.0	35.0%	10.3%	41.3%	—	26.5%
消毒清洁	—	—	—	—	20.9%	—
其他产品	3.5	-0.4%	8.8%	29.0%	—	100%

# 医疗板块：境内外渠道同步发力，增长动能充足

- 分渠道来看，境外增长提速，境内高基数影响基本消除下恢复正增长。** 医疗板块2024年境外/境内营收分别为21.3亿/17.8亿元，同比+46.9%/-26.2%，占医疗板块比54.5%/45.5%。境外业务主要以OEM业务为主（2019年OEM占比88.4%），自主品牌为辅。2018-2024年医用耗材境外收入从8.1亿元增至21.3亿元，CAGR为11.8%，24年境外增长提速主要系并购GRI贡献2.9亿元。2025Q1医疗板块海外实现营收7.0亿元，同比+84.1%，GRI贡献3亿元。
- 境内业务覆盖2B严肃医疗（医院）+2C消费医疗（电商、药店）渠道。**2018-2024年医用耗材境内收入从3.6亿元增至17.8亿元，CAGR为33.7%。2025Q1医疗板块境内实现营收5.5亿元，同比+16%，其中C端业务（国内药店、电子商务渠道）同比增速超40%。

2017-2024年医用耗材板块境内外营收



2022年并购三家公司情况

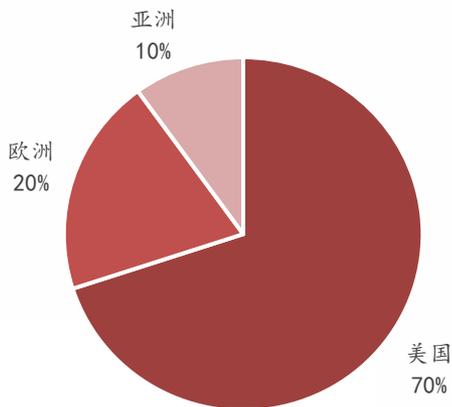
时间	公司名称	主营业务	出资金额	收购股权	营收	净利率
2022.4	隆泰医疗	高端伤口敷料（包括硅胶泡沫、水胶体、硅凝胶、水凝胶、薄膜敷贴及造口等产品）的研发、生产和销售。	7.3亿	55%	3.5亿元	24.4%
2022.5	平安医械	注射器、输液器、采血管、采血针、留置针等医疗器械的研发、生产和销售。	7.5亿	68.7%	3.6亿元	23.6%
2022.6	桂林乳胶	医用乳胶外科手套、医用检查手套、乳胶避孕套的生产及销售。	4.5亿	100%	3.2亿元	15.8%

注：营收净利润均为2021年

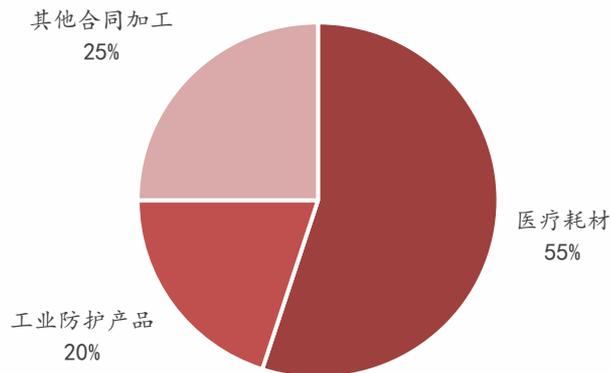
# 医疗板块：境外OEM+自有品牌同步发展，并购GRI拓展全球市场

- **境外：OEM+自有品牌“Winner”同步发展**。医疗板块2024年境外营收分别为21.3亿元，同比+46.9%，占医疗板块比54.5%。公司从事医用敷料的OEM业务起家，客户包括瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等全球头部医疗企业，出口至欧美、日本等国家；同时通过“winner”自有品牌开拓中东、亚洲等新兴经济市场，其中，在香港地区公司自有“winner”品牌产品通过直销方式已覆盖全港全部公立和大部分私立医院。根据中国医保商会统计的数据，公司连续多年稳居中国医用敷料出口前三名，随着产品矩阵扩充，未来有望通过拓展新市场和新客户推动境外收入增长。
- **并购GRI补充海外产能，增强全球市场竞争力**。2024年9月，公司以1.2亿美元收购美国GRI公司，整合其全球生产基地（中国、美国、越南、多米尼加等，总生产面积超8万平方米）及欧美销售物流网络（仓储面积超7万平方米）；借力GRI本土化能力，完善欧美区域运营体系，同步增强研发与产品线布局。2024年GRI贡献营收2.9亿元，25Q1GRI贡献营收3.0亿元。2023年GRI收入1.52亿美元、净利润894万美元、净利率5.9%。2023年按地区收入划分GRI美国/欧洲/亚洲收入占比70%/20%/10%，按业务划分医疗耗材/工业防护产品/其他分别占55%/20%/25%。

### 2023年GRI分地区营收占比



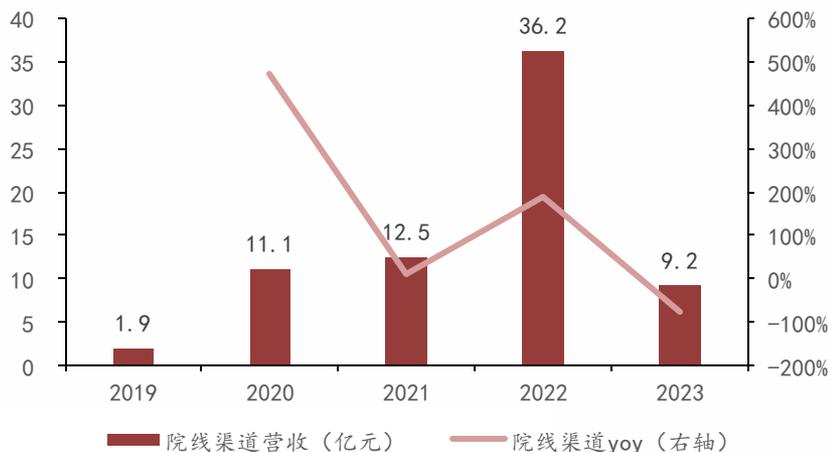
### 2023年GRI分业务营收占比



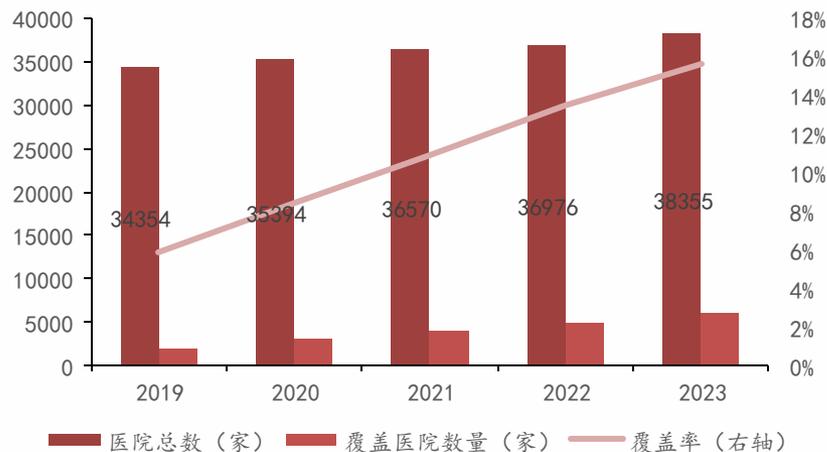
# 医疗板块：境内医院覆盖率提升空间充足，2C端拓展效果显著

- 境内：2B严肃医疗为基本盘，2C消费医疗市场竞争力持续提升。** 医疗板块2024年境内营收为17.8亿元，同比-26.2%，占医疗板块比45.5%，主要系防疫产品同比-61.2%至3.5亿元所致。2025Q1医疗板块境内实现营收5.5亿元，同比+16%，主要由C端业务（国内药店、电子商务渠道）贡献增量。
- 2B严肃医疗方面，院线覆盖率提升空间充足。** 院线严肃医疗是稳健医疗的业务基本盘。截止2023年末，稳健医疗已覆盖国内6000余家医疗机构，其中大多数医院为三级医院，较2019的2000余家拓展效果明显，2019-2023年医院渠道收入CAGR48%。根据中国卫生统计年鉴数据，23年中国医院数量达38355家，公司仅覆盖约16%左右，未来开拓空间仍充足。近两年公司精细布局严肃医疗渠道，特别是在重点品类手术组合包方面。

### 2019-2023年院线渠道营收及增速



### 2019-2023年医疗机构覆盖数量及覆盖率



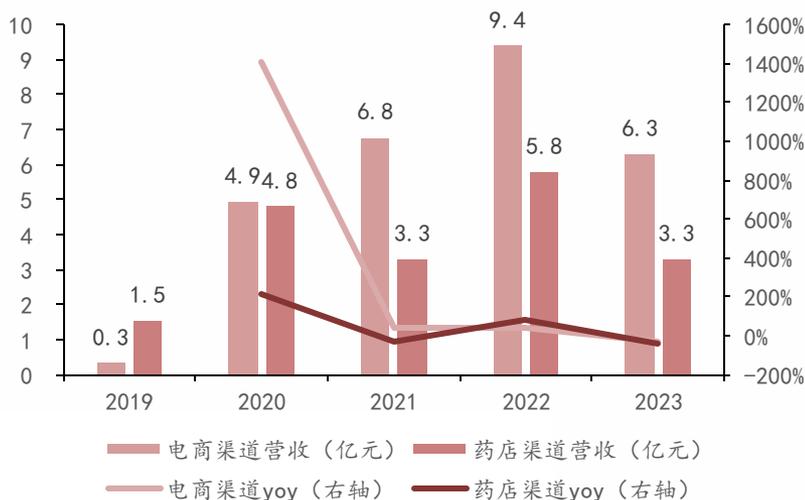
数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

数据来源：稳健医疗公告、中国卫生统计年鉴，西南证券整理

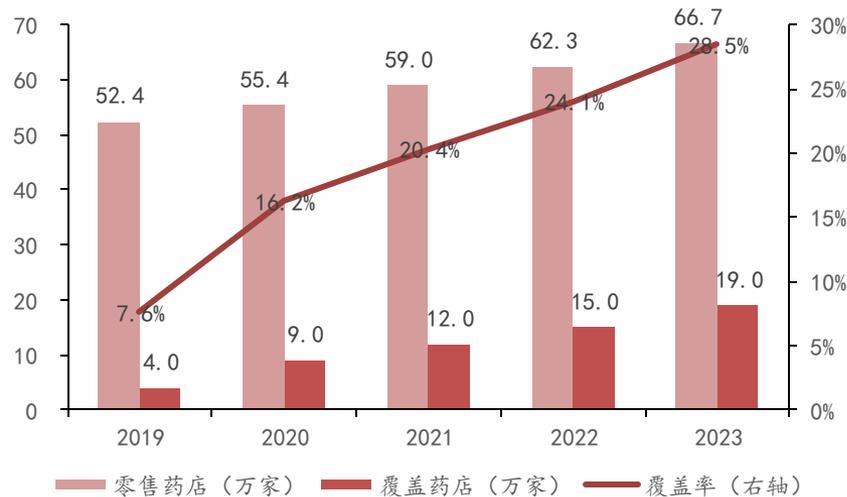
# 医疗板块：境内医院覆盖率提升空间充足，2C端拓展效果显著

- 2C消费医疗方面，25Q1增速亮眼。**消费医疗凭借较好美誉度和品牌势能，市场竞争力持续提升，2025Q1消费医疗C端业务（国内药店+电子商务渠道）同比增速超40%。
- 其中，电商渠道实现较快增长，2020-2023年电商营收CAGR为109.6%，**主要系在公共卫生事件以后，稳健医疗的美誉度和品牌力快速提升，目前稳健医疗已完成天猫、京东、唯品会等主流第三方电商平台布局，消费医疗产品销售数据名列各大电商平台相关产品类目前列。
- 药店渠道稳步拓展。**2020-2023年药店营收CAGR为20.8%，截至24年底，稳健医疗已覆盖OTC药店22.6万家，年内净新增3.6万家。公司通过产品力提升、多渠道融合，持续提升消费医疗产品市场表现。

### 2019-2023年消费医疗渠道营收及增速



### 2019-2023年零售药店覆盖情况



# 目 录

---

◆ **公司概况：医疗+消费双轮驱动，企稳回升开启增长元年**

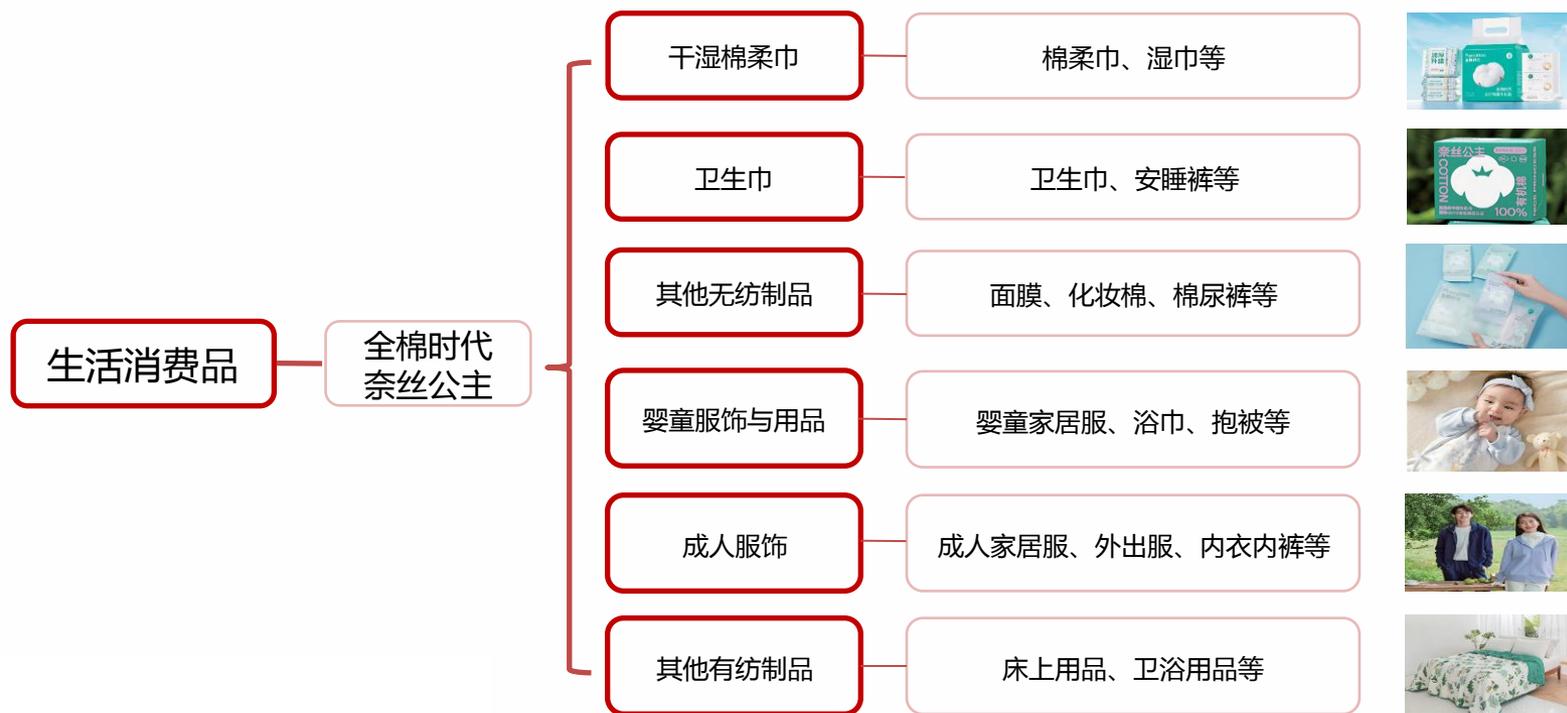
◆ **医疗板块：深耕医用耗材领域，内生外延打造一站式解决方案**

◆ **消费板块：核心爆品引领增长，差异化竞争品牌优势凸显**

◆ **盈利预测与估值**

# 消费板块：背靠医疗背景，构建差异化产品矩阵

□ 消费品背靠医疗背景，形成差异化品牌竞争优势。公司背靠医疗背景，以全棉水刺无纺布为技术开端，2009年创立“全棉时代”品牌，逐步扩充干湿棉柔巾、卫生巾、婴童用品和成人服饰等品类。全棉时代以“医学贴近生活，全棉呵护健康”为品牌主张，以“医疗背景、全棉理念、品质基因”为核心竞争力，汇聚了追求“安心、可持续、幸福感”的高粘性客户群。全棉时代品牌的责任:坚持舒适、健康、环保,坚持只做全棉,这既是品牌理念,更是品牌的责任。



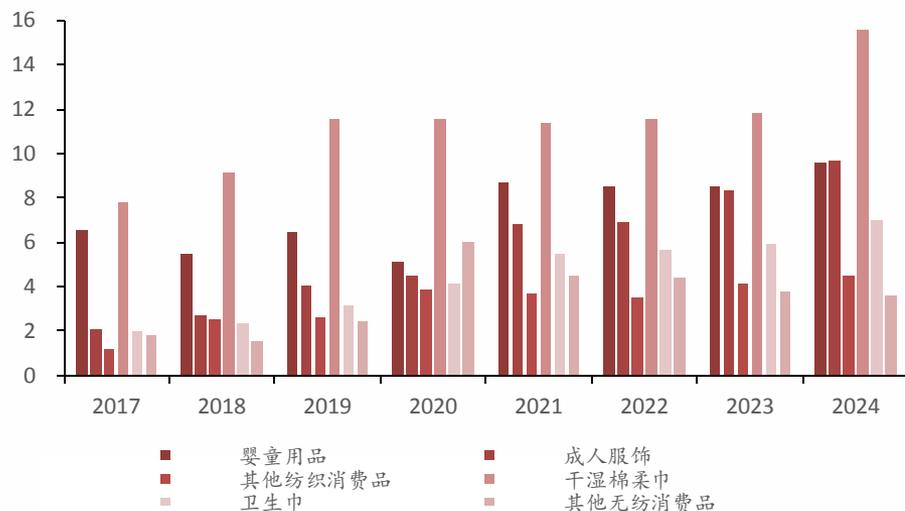
数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

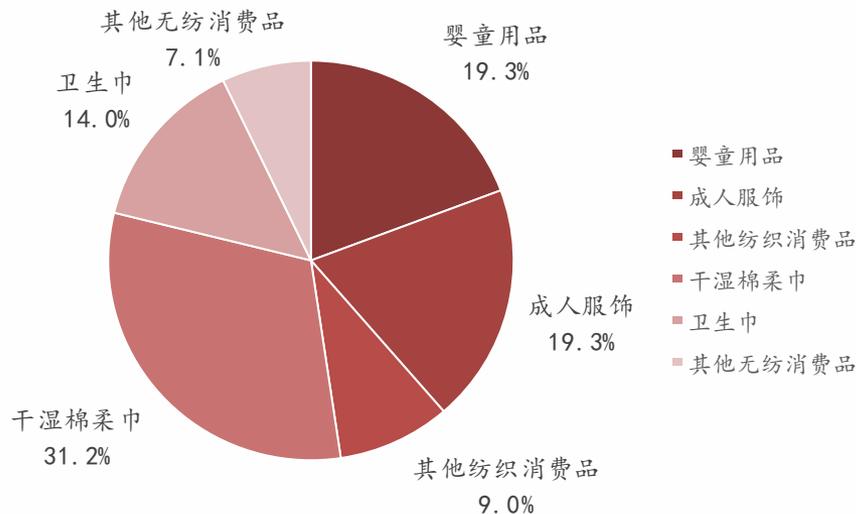
# 消费板块：多品类收入增长，多点开花成长逻辑充足

□ 分品类来看，消费品多品类收入实现增长，多点开花成长逻辑充足。2024年消费品营收49.9亿元，占总营收比例55.6%，其中纺织消费品/无纺消费品营收分别为23.8/26.1亿元，占消费品比例47.7%/52.3%。细分来看，婴童用品、成人服饰、其他纺织消费品、棉柔巾、卫生巾和其他无纺消费品营收分别为9.6/9.7/4.5/15.6/7/3.6亿元，同比+13.2%/+15.4%/+8.6%/+31.2%/+18%/-6.7%。其中棉柔巾作为核心产品，市场占有率保持领先。卫生巾品牌“奈丝公主”凭借过硬的产品品质和稳健医疗的安心洁净车间的生产环境，多年来积累的产品品质得到了用户和零售商的认可，市场排名显著提升。成人服饰得益于线下销售的恢复，稳步增长。2025Q1奈丝公主卫生巾/干湿棉柔巾/成人服饰实现营收3.1/3.7/2.5亿元，同比+73.5%/+38.6%/+23.4%，保持较快增长态势。

### 2017-2024年生活消费品分产品营业收入（亿元）



### 2024年生活消费品分产品营业收入比例



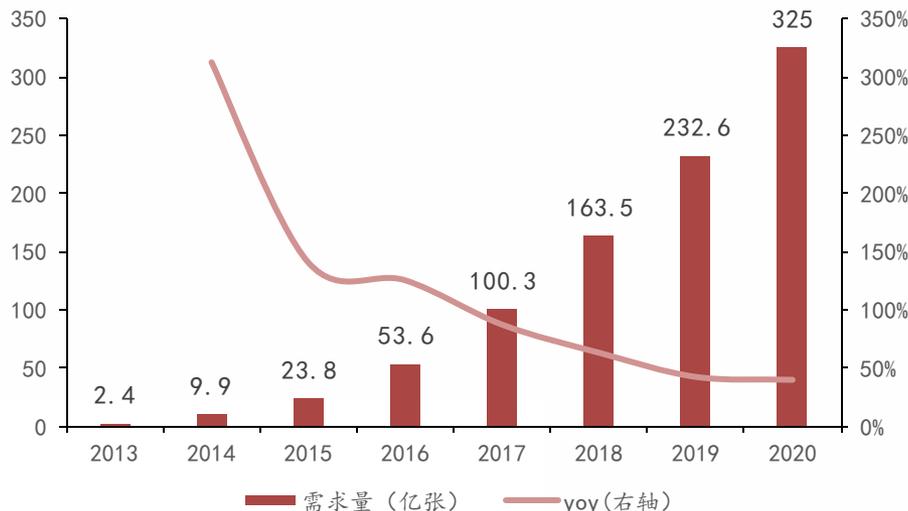
数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

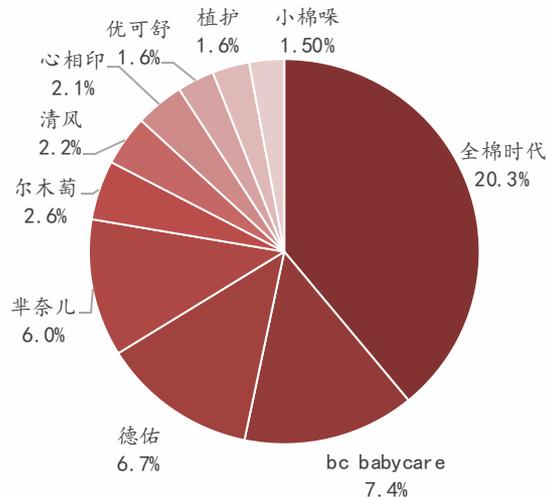
# 消费板块：棉柔巾赛道成长较快，全棉时代主导棉柔巾市场

- **棉柔巾赛道增长较快，市场渗透率持续上升。**根据华经产业研究院数据，2020年中国棉柔巾市场规模为325亿张，2014-2020年的年复合增长率为78.9%。2023年全球棉柔巾市场行业零售规模约610亿片（欧睿数据），仍处于快速增长阶段。棉柔巾材质具有环保且不易致敏性，同时具有好的亲肤性、吸水性和透气性，可形成对传统纸品和毛巾的替代，市场渗透率持续上升。
- **国标引领纯棉革命，全棉时代市占率第一。**纯棉柔巾为全棉时代首创的革新性产品，棉柔巾品类自全棉时代2009年创立以来，不断更新迭代。2021年末全棉时代作为第一起草单位主导制定《柔巾》的国家标准，行业地位得到进一步确立。根据魔镜洞察数据，23年12月至24年11月线上主流平台中，全棉时代棉柔巾市场份额为20.3%，保持领先地位。

### 2013-2020年中国棉柔巾需求量及增速



### 23年12月至24年11月线上主流平台棉柔巾市场份额



# 消费板块：棉柔巾≠绵柔巾，差异化品牌竞争优势凸显

□ “绵柔巾≠棉柔巾”，形成差异化品牌竞争优势。全棉时代通过“绵柔巾≠棉柔巾”的消费者市场教育。棉柔巾主要原料来源于棉花，通过采摘、去籽、水刺等步骤，可以直接获得。从材质对比来看，粘胶纤维、聚酯纤维等价格实惠且具有一定的强度和吸湿性；全棉时代纯棉棉柔巾采取差异化竞争策略，主打天然、安全。棉柔巾品类持续推出更多场景化、新包装形式以及提供情绪价值的产品，如“好运棉棉”红品棉柔巾，在春节期间销售表现良好。

图：全棉时代小程序封面品宣图



图：“好运棉棉”春节新品



表：从单抽价格来看，全棉时代棉柔巾价格中等偏上

品牌	全棉时代	心相印	洁柔	清风	得宝
规格 (mm*mm)	200*200	200*200	200*195	200*200	200*200
单抽价格	0.2	0.18	0.14	0.14	0.28
材质	100%棉	100%粘胶纤维	60%粘胶纤维 40%聚酯纤维	100%粘胶纤维	100%棉

表：不同棉柔巾材质特点比较

材质	特点
棉	吸湿性、透气性、亲肤性好
粘胶纤维	手感柔软、吸湿性好，价格较低
聚酯纤维	强度较高，价格较低

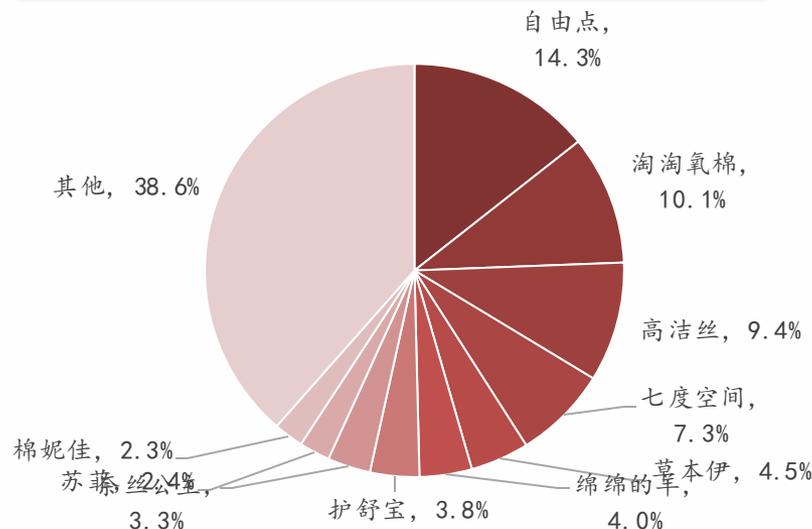
# 消费板块：卫生巾市场规模稳定，关注品牌格局变化

□ 我国女性护理用品市场规模超千亿，规模大小稳定。2014-2024年我国女性护理用品市场规模CAGR为4.3%，2025-2029年规模增速逐渐稳定。中国女性卫生用品市场正朝着个性化、多样化、高端化的方向发展，消费者越来越重视产品的品质、功能、用户体验以及安全性与健康性，促进女性卫生用品的消费升级。市场竞争格局方面，区域国产/线上品牌（奈丝公主、洁婷、自由点、她研社、淘淘氧棉）借助抖音精细化运营提升品牌力、快速发力，产品力与外资品牌缩小差距。“奈丝公主”卫生巾2024年实现营业收入7.0亿元，同比+18.0%，2025Q1实现营收3.1亿元，同比+73.5%，根据蝉魔方数据，2025Q1奈丝公主市占率达到3.3%，较2024年同比+2.2pp，销售排名较24年同期上升13名，相较于头部卫生巾品牌，市占率仍有提升空间。

2014-2029年中国女性护理产品市场规模



2025年Q1抖音卫生巾品类TO10市场份额



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

数据来源：蝉魔方，西南证券整理

## 消费板块：卫生巾创新“五超”体感科技，注重安心底线

- 奈丝公主卫生巾创新“五超”体感科技，注重安心底线。2025年5月28日世界月经日，奈丝公主联合央视网举办“奈丝公主 美好予她”主题发布会，品牌声量创新高。奈丝公主以「DESIGN FOR HER 自在安心的美好」为初心，研发出创新“全棉五超”体感科技（超净吸、超透气、超柔软、超环保、超贴身），满足不同用户的需求，以100%全棉代替木浆芯体传统材质，亲肤不致敏。从单片价格来看，奈丝公主主打卫生巾天猫单片价格处于中等水平。



表：奈丝公主主打五超体感，价格水平中等

品牌	全棉时代	护舒宝	苏菲	高洁丝	ABC	自由点	七度空间	乐而雅
主打产品	五超体感	液体卫生巾	裸感S	纯棉	KMS纤薄	益生菌	少女超薄	零触感
规格	250mm	240mm	250mm	240mm	240mm	240mm	245mm	250mm
单片价格	1.3	2	1.2	1.7	0.9	1.4	0.9	1.2

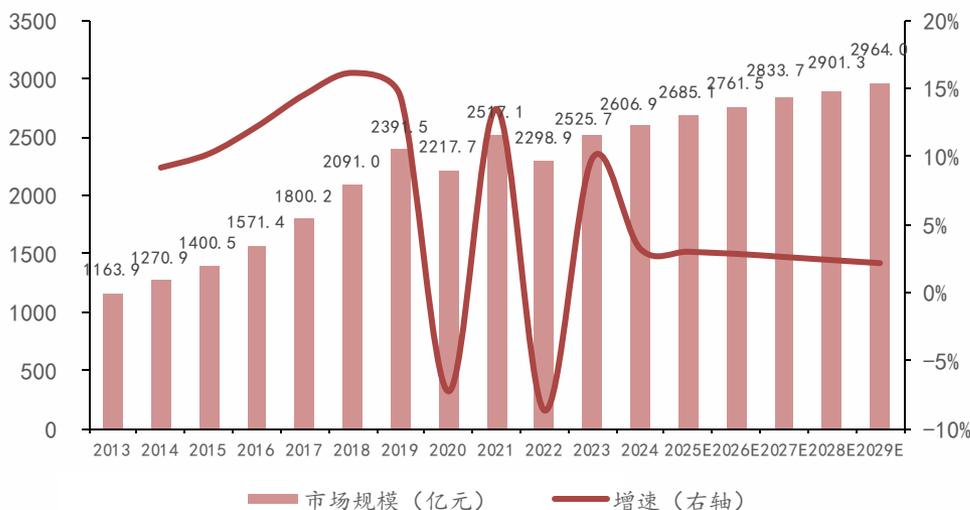
数据来源：天猫、央视网，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 消费板块：中国童装市场规模稳步扩大，竞争格局较分散

- 中国童装市场规模稳步扩大。2024年中国童装市场规模约为2606.9亿元，2015-2024年CAGR为7.4%，预计2025-2029年中国童装市场规模的CAGR为2.6%。
- 竞争格局较分散。市场竞争格局方面，中国童装市场中森马服饰市占率最大，2024年其市场份额占比为6%。其次为安踏（3.1%）、迅销（1.4%）、阿迪达斯（0.9%）和特步（0.7%）。行业CR5仅为12.1%，集中度较低。

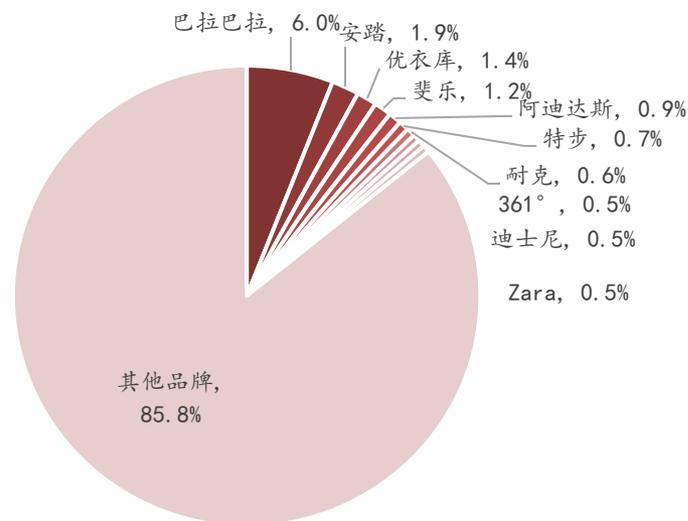
### 2013-2029中国童装市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

www.swsc.com.cn

### 2024年中国童装各品牌市场份额

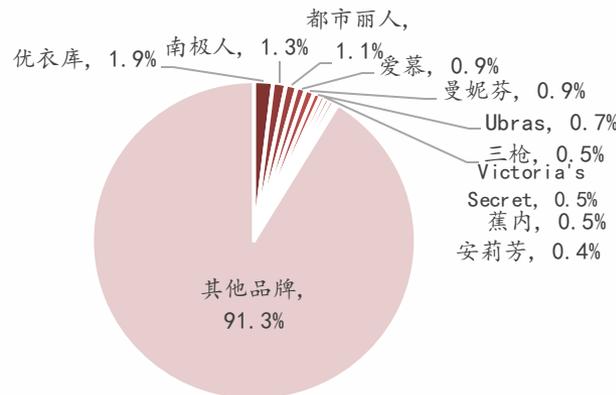


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

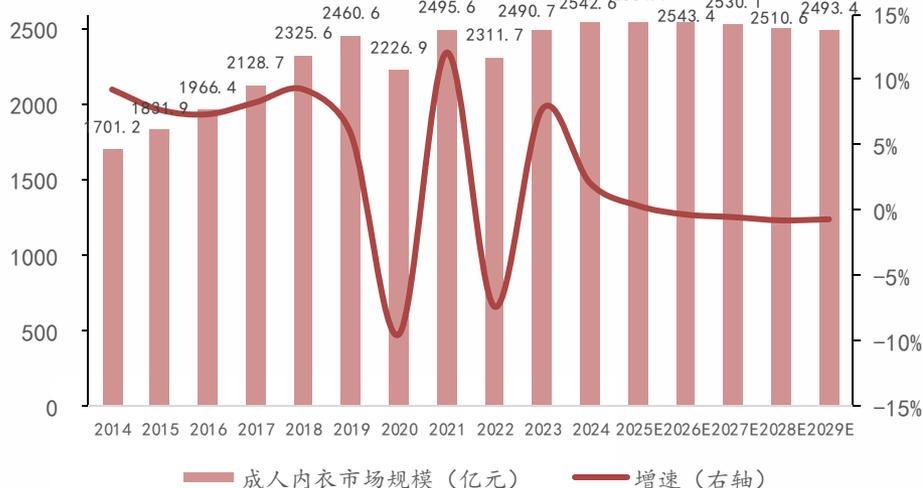
# 消费板块：成人内衣市场规模较稳定，女士内衣规模超1800亿

- 中国成人内衣市场规模较为稳定，女士内衣市场规模超1800亿。2024年中国成人内衣市场规模为2542.6亿元，2015-2024年的年复合增长率为4.1%，预计2025-2029年中国成人内衣市场规模的CAGR为-0.4%。2024年男/女士内衣的占比分别为27.5%/72.5%。
- 市场集中度低。市场竞争格局方面，中国成人内衣市场中优衣库市占率最大（1.9%），行业CR5/CR10仅为6.1%/8.7%，市场集中度低。

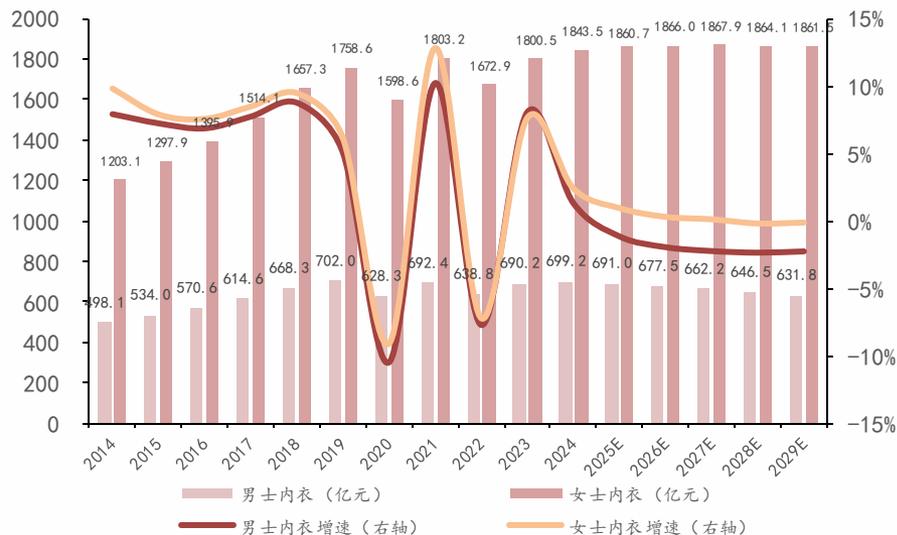
### 2024年中国成人内衣TO10品牌市场份额



### 2014-2029中国成人内衣市场规模及增速



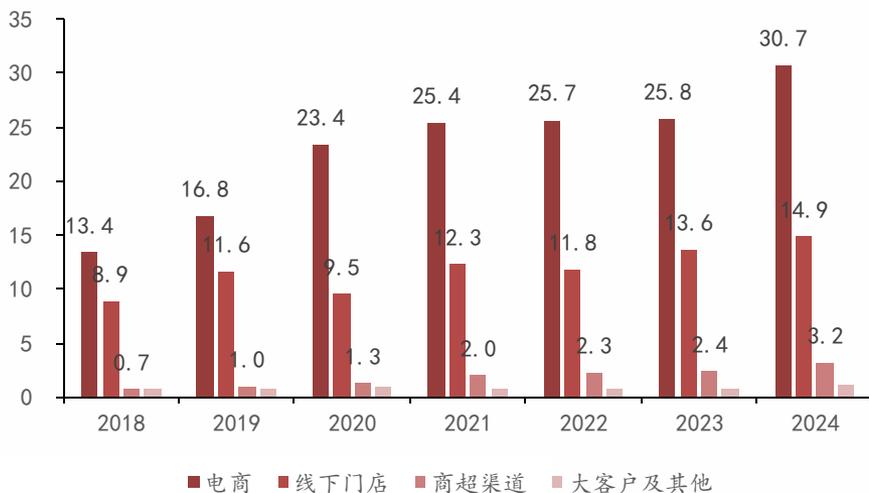
### 2014-2029中国男/女士内衣市场规模及增速



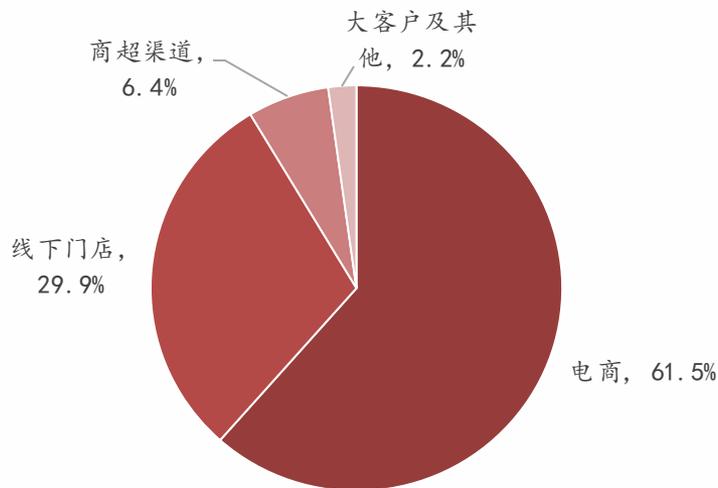
## 消费品：线上渠道占比较高，全渠道增长亮眼

□ 分渠道来看，线上渠道营收占比超过60%，全渠道持续增长。消费品销售渠道以线上为主，线下分为商超、门店、大客户三类渠道。2024年电商/线下门店/商超渠道/大客户及其他营收30.7亿/14.9亿/3.2亿/1.1亿元，分别同比+18.9%/+9.2%/+32.4%/+48.7%，分别占消费板块比例61.5%/29.9%/6.4%/2.2%。2024年消费品电商渠道增速较快，其中兴趣电商平台实现突破性增长（例如抖音同比增长近109%）。2025年预计消费品将继续保持电商引领这一趋势。同时，公司通过线下体验、线上复购的模式，多渠道深度融合，多平台优势互补。

### 2018-2024年健康生活消费品分渠道营收（亿元）



### 2024年健康生活消费品分渠道营收占比



数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 消费品：线上渠道占比较高，全渠道增长亮眼

□ **线上渠道：聚焦爆品、精细运营和强化营销，会员数量逐年提升。**2024年公司消费品线上渠道收入30.7亿元，同比+18.9%。目前全棉时代实现多元化布局线上渠道，包括天猫、京东、唯品会等传统第三方电商平台，抖音、小红书等兴趣电商平台以及官网、小程序等自有平台。截至2024年，全棉时代全域会员人数近6100万人，较23末增长15.8%，品牌渗透持续拓圈。全棉时代持续深耕线上渠道，聚焦新品、爆款产品矩阵，努力打造核心品类的竞争优势，同时加强品类之间互相渗透，通过品牌活动、内容社群、会员体系等精细化运作，提高拉新转化率与老客复购率。2025Q1电商渠道较好发展，实现收入8.0亿元，占消费板块收入比重59.9%。

2018-2025Q1年电商渠道营收及增速



表：2020-2024年全棉时代会员数量逐年上升

	2020	2021	2022	2023	2024
用户数量	超2500万	3500万	约4335万	约5242万	近6100万
私域平台注册会员数	1276万	超1600万	超2100万	超2600万	—
—门店注册会员数	576万	近700万	超900万	超1200万	—
—官网和小程序注册会员数	700万	近1000万	超1200万	超1400万	—

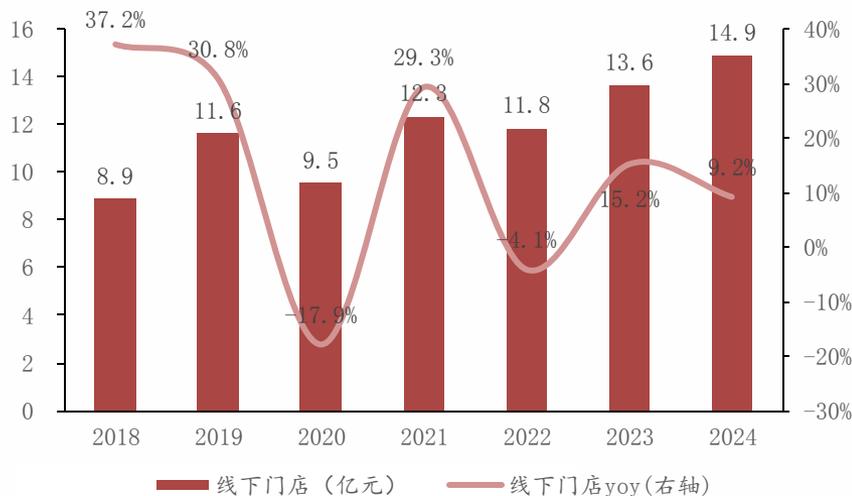
数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 消费品：线下门店直营为主，商超及大客户渠道稳步拓展

□ **线下渠道：门店以直营为主，门店数量拓展空间充足。**2024年线下门店贡献收入14.9亿元，同比+9.2%，占健康生活消费品板块收入29.9%。作为品牌宣传、产品体验及客户服务的重要阵地，全棉时代线下门店提速发展，在努力提升盈利能力的同时，积极开拓线下门店，截至2024年年末，公司存量门店487家（其中直营店384家，加盟店103家），净新开门店76家（直营店29家、加盟店47家），覆盖城市100余个。与头部纺服公司相比，公司门店数量较少，开店空间广阔。

2018-2024年线下门店渠道营收及增速



表：2020-2024年消费品线下门店数及覆盖城市数量

	2020	2021	2022	2023	2024
线下门店数(家)	276	345	340	411	487
其中：加盟店(家)	5	23	26	74	103
其中：直营店(家)	271	322	314	337	384
覆盖城市	50余个	60余个	70余个	90余个	100余个

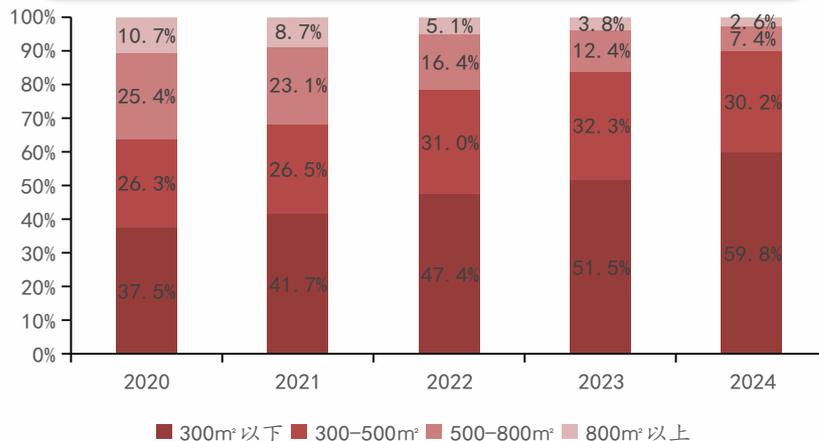
数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

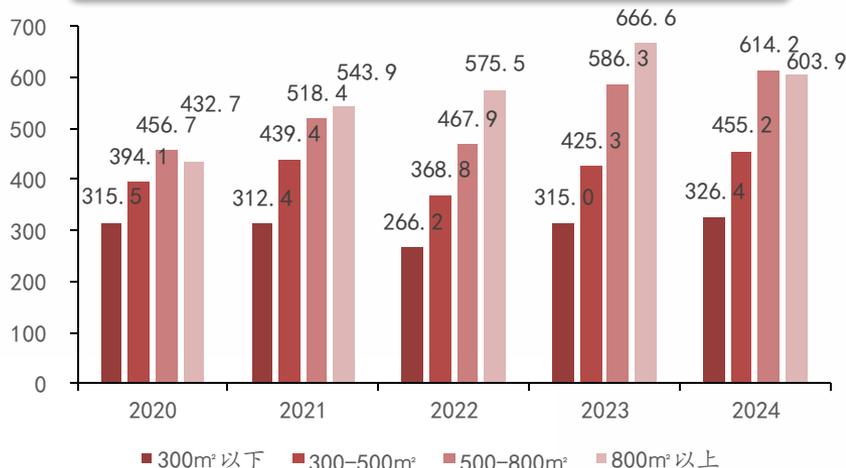
# 消费品：门店结构调整，店效坪效全面跃升

□ 门店：结构调整，店效坪效全面跃升。2024年300m<sup>2</sup>以下/300-500m<sup>2</sup>/500-800m<sup>2</sup>/800m<sup>2</sup>以上店铺门店数占比为59.8%/30.2%/7.4%/2.6%，分别同比+8.3pp/-2.1pp/-5pp/-1.2pp。300m<sup>2</sup>以下门店占比提升显著。通过店铺结构的调整，2024年300m<sup>2</sup>以下/300-500m<sup>2</sup>/500-800m<sup>2</sup>/800m<sup>2</sup>以上店铺店效同比+3.6%/+7.0%/+4.8%/-9.4%，坪效同比+9.5%/+7.3%/+1.2%/-21.1%，800m<sup>2</sup>以下门店店效坪效得到较大提高。公司在合理规划门店面积，优化位置的同时推动数字化转型，全面提升运营效率，推动店效坪效跃升。

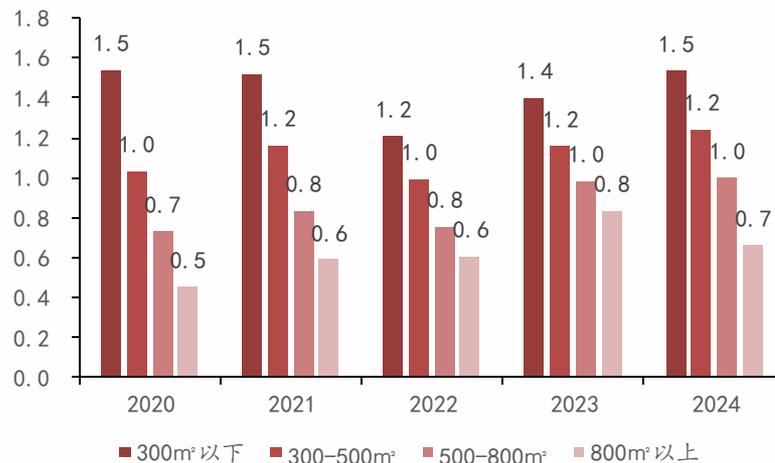
### 2020-2024年全棉时代线下门店结构



### 2020-2024年全棉时代店效（万元/家）



### 2020-2024年全棉时代坪效（万元/平方米）



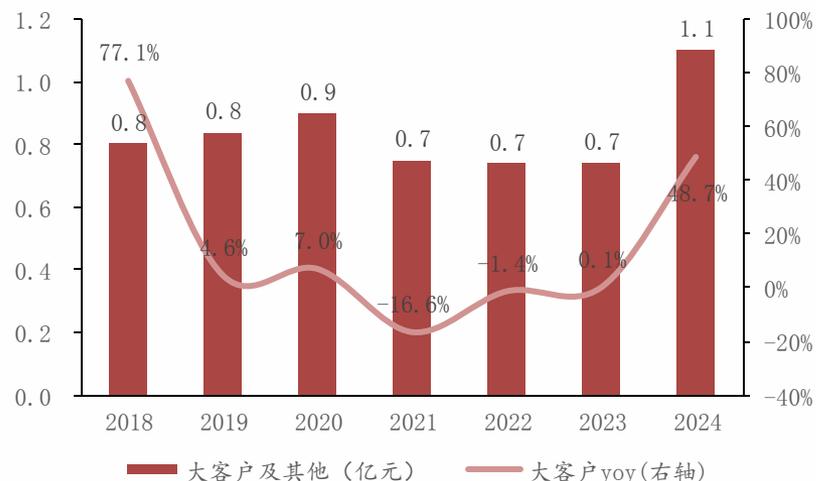
## 消费品：线下门店直营为主，商超及大客户渠道稳步拓展

- **线下渠道：商超渠道25Q1高增，大客户及其他渠道稳步扩展。**商超渠道积极发展，进驻品牌商超与全国知名连锁超市，24年实现收入3.2亿元，同比+32.4%，占健康生活消费品板块收入6.4%；2018-2024年商超渠道营收CAGR为28.0%。2025年Q1商超渠道实现营收1.5亿元，同比+70.9%。
- 大客户及其他渠道24年实现营收1.1亿元，同比+48.7%，占健康生活消费品板块收入2.2%，2018-2024年大客户渠道营收CAGR为13.5%。

### 2018-2024年商超渠道营收及增速



### 2018-2024年大客户及其他渠道营收及增速



数据来源：稳健医疗公告，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

---

◆ **公司概况：医疗+消费双轮驱动，企稳回升开启增长元年**

◆ **医疗板块：深耕医用耗材领域，内生外延打造一站式解决方案**

◆ **消费板块：核心爆品引领增长，差异化竞争品牌优势凸显**

◆ **盈利预测与估值**

# 盈利预测与估值

## 关键假设：

- 假设1：干湿棉柔巾品牌声量持续创新高，品牌势能持续释放，2025-2027年干湿棉柔巾销量增速为35%/20%/20%。
- 假设2：奈丝公主有望凭借“五超”全棉体感科技（超净吸、超透气、超柔软、超环保、超方便）以及安全理念持续得到用户和零售商的认可，2025-2027年卫生巾品类销量增速为80%/60%/50%。
- 假设3：GRI产品品类集中于手术室耗材品类，伴随24年下半年GRI并表，以及国内外市场有序拓展，2025-2027年手术室耗材收入增速为80%/20%/15%。

基于以上假设，我们预测公司2025-2027年分业务收入成本如下表：

表：分业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	8977.9	11407.1	13540.9	15747.0
yoy	9.7%	27.1%	18.7%	16.3%
营业成本	4729.6	5923.0	6887.8	7876.2
毛利率	47.3%	48.1%	49.1%	50.0%
日用消费品				
收入	4990.9	6446.9	7956.2	9587.2
yoy	17.1%	29.2%	23.4%	20.5%
成本	2201.3	2814.9	3425.2	4091.4
毛利率	55.9%	56.3%	56.9%	57.3%
医用耗材				
收入	3905.6	4874.8	5494.9	6065.5
yoy	1.1%	24.8%	12.7%	10.4%
成本	2480.6	3057.7	3409.6	3729.3
毛利率	36.5%	37.3%	37.9%	38.5%
其他				
收入	81.4	85.5	89.7	94.2
yoy	34.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	47.7	50.4	52.9	55.6
毛利率	41.4%	41.0%	41.0%	41.0%

# 盈利预测与估值

- **盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年EPS分别为1.73元、2.18元、2.68元，对应PE分别为30倍、24倍、20倍。考虑到公司消费品品牌力突出，医疗耗材板块基数回归常态，内生+外延驱动增长，维持“买入”评级。

**表：盈利预测与估值**

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8977.85	11407.14	13540.87	15746.96
增长率	9.69%	27.06%	18.71%	16.29%
归属母公司净利润（百万元）	695.38	1009.74	1270.93	1561.29
增长率	19.81%	45.21%	25.87%	22.85%
每股收益EPS（元）	1.19	1.73	2.18	2.68
净资产收益率ROE	6.24%	8.59%	10.33%	11.99%
PE	44	30	24	20
PB	2.72	2.63	2.51	2.39

数据来源：Wind，数据截至2025年6月3日，西南证券

- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，收购业务协同效果不及预期的风险，渠道扩张不及预期的风险，汇率波动较大的风险，国际贸易摩擦的风险。



分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：沈琪  
电话：023-67506873  
邮箱：shenq@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司  
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业  
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究院

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.c
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广深销售主管	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn
					林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn