

稳健医疗（300888.SZ）

Q2 收入正增长，收购 GRI 助力海外布局

核心观点：

- **24H1 业绩持续承压，24Q2 单季收入实现正增长。**2024H1 公司实现营收 40.34 亿元，同比-5.47%，归母净利 3.84 亿元，同比-43.64%，扣非归母净利 3.27 亿元，同比-40.57%。其中 Q2 实现营收 21.24 亿元，同比+10.96%，归母净利 2.02 亿元，同比-33.79%，扣非归母净利 1.83 亿元，同比-23.94%。
- **24H1 利润率承压，费用增加，在公司持续降本增效要求下，下半年费用率有望得到控制。**2024H1 公司毛利率/净利率/扣非净利率分别为 48.72%/10.07%/8.10%，同比-2.74/-6.48/-4.79pct，毛利率下降主要系一是感染防护类产品毛利率显著下降，二是上半年原材料棉花价格上升；净利率降幅更大主要系医疗业务进行了产品结构调整，推广费用增加，且跨境电商业务费用率较高。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.17%/7.67%/3.55%/-0.93%，同比+3.66/+0.88/-1.01/0.31pct。
- **公司力求打造全球医疗耗材一站式解决方案，收购美国 GRI 控股权，布局海外产能、销售渠道及本地化运营。**根据 2024/9/23 公司对外股权投资公告，公司以 1.2 亿美元现金收购 GRI 75.2%股权，GRI 是一家总部位于美国乔治亚州的全球性医疗耗材和工业防护企业。此次收购，有利于提高公司的国际核心竞争力，一是 GRI 在美国、越南、多米尼加等国家有生产基地，可弥补公司海外产能的空白，二是有助于公司持续扩北美市场业务，三是有助于形成规模效应，发挥协同作用，丰富产品线、提升公司研发能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24-26 年 EPS 分别为 1.41/1.62/1.88 元/股。公司消费与医疗耗材成长性强，参考可比公司，给予公司 24 年 25 倍 PE 估值，对应合理价值 35.25 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动、下游需求不及预期风险，原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11351	8185	8606	9458	10398
增长率（%）	41.2%	-27.9%	5.1%	9.9%	9.9%
EBITDA（百万元）	2664	1433	1527	1664	1807
归母净利润（百万元）	1651	580	830	953	1105
增长率（%）	33.2%	-64.8%	42.9%	14.8%	16.0%
EPS（元/股）	3.87	0.98	1.41	1.62	1.88
市盈率（P/E）	18.47	38.15	21.62	18.83	16.23
ROE（%）	14.1%	5.0%	6.4%	6.6%	6.8%
EV/EBITDA	10.81	13.69	9.77	8.16	6.68

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

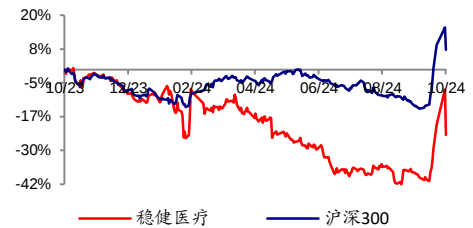
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	30.49 元
合理价值	35.25 元
前次评级	买入
报告日期	2024-10-10

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002

021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001

SFC CE No. BSE791



021-38003540



zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

请务必阅读末页的免责声明

一、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设：

主营收入：我们预计2024-2026年公司收入分别达86.06/94.58/103.98亿元，YOY分别为+5.15%/+9.89%/+9.94%。分拆业务看：**（1）无纺消费品：**预计2024-2026年收入分别为23.12/24.68/26.38亿元，YOY分别为+6.95%/+6.74%/+6.88%，维持稳健增长，主要受益全棉时代品牌力提升，通过代言人、原创优质内容打造、线下巡展及高校活动等形式，持续向消费者传达“棉”具备的环保、可持续发展等多重优势，提升消费者对品牌的感知度和忠诚度。**（2）有纺消费品：**预计2024-2026年收入分别为22.69/24.28/26.00亿元，YOY分别为+7.98%/+7.03%/+7.08%，受益于全棉时代品牌力持续提升，加速拓展线下门店以及店均提升；线上渠道聚焦新品、爆款矩阵，加强品类之间互相渗透，努力提高拉新转化率与老客复购率，有纺业务有望持续稳健增长。**（3）医用耗材：**预计2024-2026年收入分别为39.65/45.02/51.00亿元，YOY分别为+2.68%/+13.53%/+13.28%，2023年公司医疗业务中还有部分防疫物资，预计2024年医用耗材业务小幅增长，2025-2026年恢复稳健增长，主要系公司不断完善低值耗材产品矩阵，打造医疗手术包，B端、出口、C端业务共同发力。**（4）其他：**预计2024-2026年公司其他收入分别为0.61/0.61/0.61亿元，有望维持2023年水平。

表1：收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
无纺消费品销售额（万元）	211,819	216,154	231,184	246,766	263,756
YOY	-0.8%	2.0%	7.0%	6.7%	6.9%
毛利率	51.2%	54.1%	54.2%	54.3%	54.4%
有纺消费品销售额（万元）	188,938	210,104	226,861	242,803	260,002
YOY	-1.5%	11.2%	8.0%	7.0%	7.1%
毛利率	55.0%	59.6%	59.7%	59.8%	59.8%
医用耗材销售额（万元）	725,018	386,175	396,534	450,169	509,959
YOY	81.1%	-46.7%	2.7%	13.5%	13.3%
毛利率	44.5%	40.4%	40.3%	40.7%	41.2%
其他业务（万元）	9,358	6,070	6,070	6,070	6,070
YOY	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%
毛利率	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%
营业总收入（万元）	1,135,133	818,502	860,649	945,807	1,039,786
YOY	39.8%	-27.9%	5.2%	9.9%	9.9%
毛利率	47.1%	49.0%	49.2%	49.2%	49.2%

数据来源：公司财报，广发证券研究中心

毛利率：预计2024-2026年公司毛利率分别为49.2%/49.2%/49.2%。其中：**（1）无纺消费品：**预计2024-2026年毛利率分别达54.2%/54.3%/54.4%，主要系公司坚持核心产品干湿棉柔巾及卫生巾的产品定位，严控产品折扣。**（2）有纺消费品：**

预计2024-2026年毛利率分别达59.7%/59.8%/59.8%，主要系公司持续严控折扣，全棉时代线上电商平台增长高于整体业务增长，线上渠道利润率高于线下渠道。

（3）医用耗材：预计2024-2026年毛利率分别达40.3%/40.7%/41.2%，因防疫物资处理，预计2024年毛利率微降，2025-2026年呈小幅提升，主要系毛利较高的高端敷料业务增速快于医用耗材整体业务。**（4）其他业务：**预计2024-2026年毛利率分别为44.3%/44.3%/44.3%，预计其他业务毛利率维持稳定。

费用率：预计2024-2026年销售费用率分别为25.04%/24.94%/24.84%，公司一直严控费率，内部持续要求降本增效，预计销售费用率呈小幅下降趋势。预计2024-2026年管理费用率分别为7.97%/7.87%/7.77%，预计管理费用率小幅下降，主要系公司内部持续要求降本增效，利润导向。预计2024-2026年研发费用率分别为3.93%/3.93%/3.93%，公司一向注重研发，预计研发费用率整体保持相对平稳。

综上，预计2024-2026年公司营业收入分别达86.06/94.58/103.98亿元，同比分别增长+5.1%/+9.9%/+9.9%。归母净利润分别为8.30/9.53/11.05亿元，同比增长分别为+42.9%/+14.8%/+16.0%。

（二）投资建议

综上，预计2024-2026年公司EPS分别为1.41/1.62/1.88元/股。公司业务可分为医疗业务、无纺业务及有纺业务三类，A股无纺业务完全相似的可比公司，分业务选取可比公司。公司兼具消费与医疗业务，消费业务24H1在外部消费环境疲软情况下，仍实现正增长，医疗耗材业务成长性强，参考可比公司，给予公司24年25XPE估值，对应合理价值35.25元/股，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值情况（2024年10月10日）

分业务	股票代码	股票简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
医疗业务	603301.SH	振德医疗	22.40	0.74	1.52	1.91	32.90	15.01	11.96
无纺业务	003006.SZ	百亚股份	26.03	0.55	0.76	0.98	27.32	36.04	27.96
	002511.SZ	中顺洁柔	7.26	0.25	0.29	0.34	40.11	24.77	21.34
有纺业务	002563.SZ	森马服饰	6.74	0.42	0.47	0.53	13.86	13.78	12.10
	301276.SZ	嘉曼服饰	21.72	1.67	2.00	2.48	14.63	10.80	8.710

数据来源：iFind，广发证券研究中心

注：以上盈利预测均为 iFind 一致预期

二、风险提示

（一）宏观经济波动，下游需求不及预期风险

若宏观经济形势较为低迷、或国民人均可支配收入或购买力下降，有可能影响消费

者对高品质产品的消费意愿和消费能力，进而影响稳健医疗下游的需求，对公司经营业绩造成不利影响。

（二）上游原材料价格波动风险

公司主要原材料为棉花及由棉花制成的棉纱、医用坯布等，进口棉花价格还会受国际贸易政策和汇率波动等因素的影响，若上游棉花原材料价格持续上涨，将对公司盈利能力造成不利影响。

（三）行业竞争加剧风险

公司健康生活消费品板块的产品如因婴童服饰、成人服饰等面临着专注于各单一细分赛道的竞争者，市场份额较小，若公司无法不断提升自身的技术优势，提高设计研发能力，可能面临业绩增速不及预期的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,126	10,556	10,850	11,917	13,113
货币资金	4,527	4,706	5,378	6,232	7,129
应收及预付	1,213	934	981	1,079	1,186
存货	1,559	1,434	1,503	1,586	1,742
其他流动资产	4,827	3,482	2,988	3,021	3,056
非流动资产	6,127	6,556	8,393	8,711	8,990
长期股权投资	22	21	22	24	25
固定资产	2,313	2,749	3,040	3,418	3,761
在建工程	765	985	985	985	985
无形资产	1,033	995	948	897	843
其他长期资产	1,994	1,806	3,397	3,387	3,377
资产总计	18,253	17,112	19,243	20,628	22,103
流动负债	5,487	4,271	4,399	4,162	3,849
短期借款	2,295	1,493	1,500	1,000	400
应付及预收	1,144	1,433	1,501	1,650	1,812
其他流动负债	2,048	1,345	1,398	1,512	1,637
非流动负债	568	731	1,251	1,251	1,251
长期借款	0	170	350	350	350
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	568	561	901	901	901
负债合计	6,055	5,002	5,650	5,413	5,100
股本	426	594	588	588	588
资本公积	4,546	4,381	4,381	4,381	4,381
留存收益	7,246	7,029	8,449	9,993	11,689
归属母公司股东权益	11,720	11,533	12,947	14,491	16,187
少数股东权益	478	577	646	725	817
负债和股东权益	18,253	17,112	19,243	20,628	22,103

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11351	8185	8606	9458	10398
营业成本	5973	4175	4374	4807	5280
营业税金及附加	98	66	70	77	84
销售费用	2050	2090	2155	2359	2583
管理费用	634	694	686	745	808
研发费用	488	322	339	372	409
财务费用	-123	-62	-1	-30	-81
资产减值损失	-363	-394	-107	-114	-125
公允价值变动收益	32	47	0	0	0
投资净收益	51	127	86	95	104
营业利润	1977	818	1082	1241	1438
营业外收支	-57	-68	-10	-10	-10
利润总额	1920	750	1072	1231	1428
所得税	245	121	173	199	231
净利润	1674	629	898	1032	1197
少数股东损益	24	48	69	79	92
归属母公司净利润	1651	580	830	953	1105
EBITDA	2664	1433	1527	1664	1807
EPS (元)	3.87	0.98	1.41	1.62	1.88

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,983	1,063	1,939	1,604	1,677
净利润	1,674	629	898	1,032	1,197
折旧摊销	555	595	545	565	575
营运资金变动	487	-414	73	-62	-133
其它	267	254	423	68	39
投资活动现金流	-3,818	1,030	-1,363	-173	-130
资本支出	-1,136	-645	-176	-276	-243
投资变动	-2,838	1,441	318	-2	-2
其他	156	234	-1,505	105	114
筹资活动现金流	1,118	-1,785	95	-577	-649
银行借款	2,277	2,153	187	-500	-600
股权融资	0	0	-6	0	0
其他	-1,159	-3,939	-85	-77	-49
现金净增加额	282	307	672	854	897
期初现金余额	4,089	4,371	4,706	5,378	6,232
期末现金余额	4,371	4,677	5,378	6,232	7,129

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	41.2%	-27.9%	5.1%	9.9%	9.9%
营业利润	33.9%	-58.6%	32.3%	14.7%	15.9%
归母净利润	33.2%	-64.8%	42.9%	14.8%	16.0%
获利能力					
毛利率	47.4%	49.0%	49.2%	49.2%	49.2%
净利率	14.8%	7.7%	10.4%	10.9%	11.5%
ROE	14.1%	5.0%	6.4%	6.6%	6.8%
ROIC	12.2%	4.9%	5.2%	5.4%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	29.2%	29.4%	26.2%	23.1%
净负债比率	49.6%	41.3%	41.6%	35.6%	30.0%
流动比率	2.21	2.47	2.47	2.86	3.41
速动比率	1.88	2.11	2.10	2.45	2.91
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.48	0.45	0.46	0.47
应收账款周转率	12.17	10.65	10.65	10.65	10.65
存货周转率	7.28	5.71	5.73	5.96	5.97
每股指标 (元)					
每股收益	3.87	0.98	1.41	1.62	1.88
每股经营现金流	7.00	1.79	3.30	2.73	2.85
每股净资产	27.48	19.40	22.01	24.63	27.51
估值比率					
P/E	18.47	38.15	21.62	18.83	16.23
P/B	2.60	1.92	1.39	1.24	1.11
EV/EBITDA	10.81	13.69	9.77	8.16	6.68

广发纺织服装行业研究小组

廖韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。