

# 稳健医疗 (300888.SZ)

## 第三季度收入增长 17%，消费与医疗板块增长均提速

优于大市

### 核心观点

**第三季度收入同比增长 17%，毛利率持平。**2024 年第三季度摆脱了去年感染防护产品带来的高基数影响，营业收入同比+16.8%至 20.4 亿元。毛利率为 47.0%，同比持平。公司严控费率，销售费用率和管理费用率分别同比-2.3/-0.3 个百分点。主要受益于费用率改善，扣非归母净利润同比+104.6%至 1.4 亿元，扣非归母净利率同比+3.1 个百分点至 7.1%。由于去年同期稳健工业园城市更新项目贡献的资产处置收益接近 13.6 亿元，资产处置收益占收入比例为 91.6%，进而导致今年三季度归母净利润同比-88.5%至 1.7 亿元。由于 GRI 收购后并入资产负债表，库存增加，期末存货金额同比+35.7%，存货周转天数同比增加 10 天。

**医疗业务增长提速，并购 GRI 后协同效应将逐渐显现。**疫情基数影响消除后，第三季度收入增长提速至双位数，同比+13.1%至 9.4 亿元，其中常规医用耗材产品同比增长 14.3%至 8.5 亿元。渠道方面，前三季度海外销售渠道累计同比+12.7%至 12.0 亿元，占比 45.2%。第三季度医疗 C 端销售发展较好，国内药店及电商渠道同比+21.6%至 1.9 亿元。GRI 利润表将于四季度并入，贡献业绩增量；中长期看，稳健医疗与其将在生产制造、销售网络、产品等多方面协同，同时稳健医疗赋能下 GRI 利润率有较大提升空间。

**消费品业务核心品类和渠道发力，实现稳健增长。**第三季度全棉时代营业收入同比+20.6%至 10.8 亿元。核心品类干湿棉柔巾/卫生巾/成人服饰第三季度分别实现同比增长 47.1%/17.1%/23.8%。渠道方面，线上渠道前三季度累计实现 14.0%增长，线下门店累计增长近双位数，商超渠道取得突破性进展，奈斯公主作为第一个国产卫生巾品牌进驻山姆。

**公司发布限制性股票激励计划（草案）。**业绩考核目标为 2025-2027 年，医疗板块、消费板块各自每年营收同比增速触发值为 13%，目标值为 18%。体现公司对未来稳健发展的信心，并有望激发员工动力、提振资本市场信心。

**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：看好医疗与消费品板块共同驱动增长。**前三季度消费品业务增速好于预期。医疗板块方面，第三季度开始防疫产品高基数影响已经消除，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 8.0/10.3/11.6 亿元，同比增长 38.4%/27.8%/13.1%。2025 年防疫用品高基数影响消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，维持目标价 34-36 元，对应 2025 年 19-21x PE，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	8,892	10,731	11,766
(+/-%)	41.2%	-27.9%	8.6%	20.7%	9.6%
净利润(百万元)	1651	580	804	1027	1161
(+/-%)	33.2%	-64.8%	38.4%	27.8%	13.1%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.37	1.75	1.97
EBIT Margin	18.6%	10.2%	9.7%	10.6%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	14.1%	5.0%	6.7%	8.1%	8.7%
市盈率 (PE)	8.2	32.7	23.4	18.3	16.2
EV/EBITDA	8.3	20.8	18.6	15.2	13.7
市净率 (PB)	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4

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

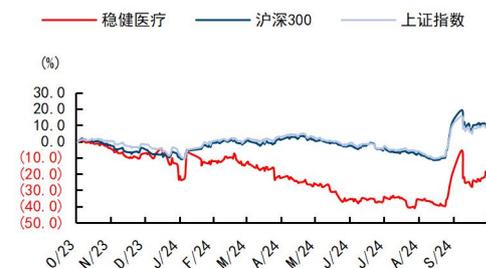
#### 纺织服饰·服装家纺

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	31.90 元
总市值/流通市值	18576/5599 百万元
52 周最高价/最低价	40.90/23.31 元
近 3 个月日均成交额	105.81 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) - 收购美国医疗耗材公司 GRI，看好医疗并购协同效益显现》——2024-09-25
- 《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》——2024-09-03
- 《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》——2024-08-31
- 《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

图1: 公司营业收入与变化情况 (单位: 亿元、%)



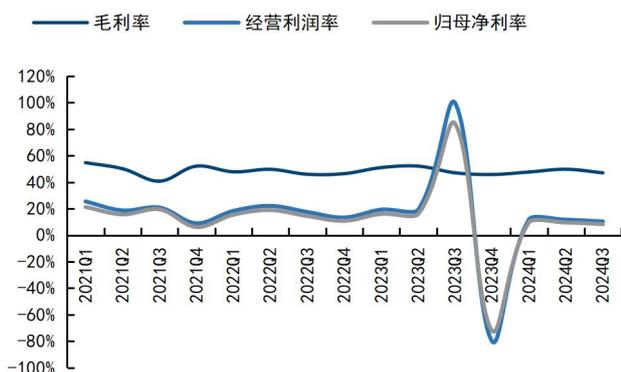
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润与变化情况 (单位: 亿元、%)



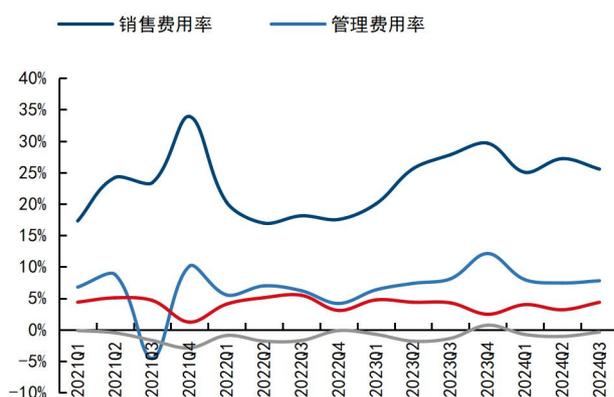
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率、经营利润率、归母净利率与变化情况



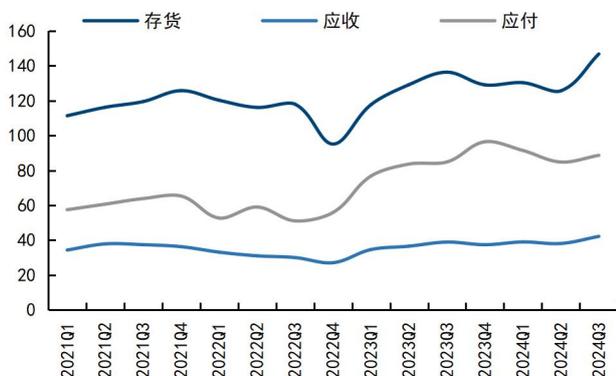
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司四项费用率与变化情况



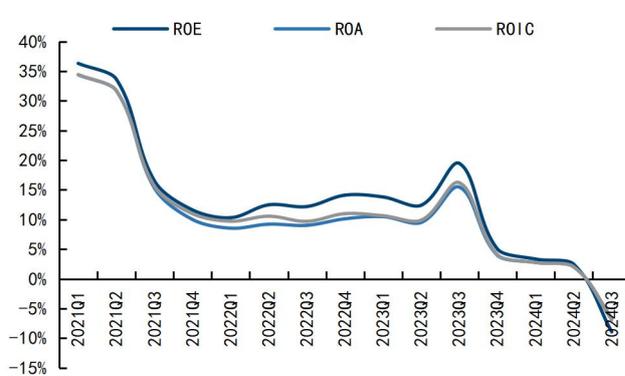
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 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6: 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

## 投资建议：看好医疗与消费品板块共同驱动增长

前三季度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、提升坪效等举措有利于推动盈利能力提升。医疗板块方面,第三季度开始防疫产品高基数影响已经消除,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8.0/10.3/11.6亿元,同比增长38.4%/27.8%/13.1%。2025年防疫用品高基数影响消退,消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现,维持目标价34-36元,对应2025年19-21x PE,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	8,892	10,731	11,766
(+/-%)	41.2%	-27.9%	8.6%	20.7%	9.6%
净利润(百万元)	1651	580	804	1027	1161
(+/-%)	33.2%	-64.8%	38.4%	27.8%	13.1%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.37	1.75	1.97
经营利润率	18.6%	10.2%	9.7%	10.6%	10.9%
净资产收益率(ROE)	14.1%	5.0%	6.7%	8.1%	8.7%
市盈率(PE)	8.2	32.7	23.4	18.3	16.2
EV/EBITDA	8.3	20.8	18.6	15.2	13.7
市净率(PB)	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4

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	31.9	0.98	1.37	1.75	32.7	23.4	18.3	33.7%	0.69
中顺洁柔	无评级	7.2	0.25	0.26	0.31	28.8	27.5	23.5	10.6%	2.59
振德医疗	无评级	22.5	0.74	1.58	1.90	30.2	14.2	11.8	59.8%	0.24
						29.5	20.9	17.7		1.41

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	6105	6748	7522	营业收入	11351	8185	8892	10731	11766
应收款项	1220	1030	1119	1351	1481	营业成本	5973	4175	4777	5951	6474
存货净额	1559	1434	1611	2015	2193	营业税金及附加	98	66	71	86	94
其他流动资产	441	530	576	696	763	销售费用	2050	2090	2128	2306	2535
<b>流动资产合计</b>	<b>12126</b>	<b>10556</b>	<b>12266</b>	<b>13665</b>	<b>14814</b>	管理费用	1177	1090	1089	1295	1416
固定资产	3078	3734	2256	2232	2202	财务费用	(123)	(62)	(71)	(86)	(94)
无形资产及其他	1033	995	955	916	876	投资收益	51	127	53	64	71
投资性房地产	1979	1806	1806	1806	1806	资产减值及公允价值变动	(391)	(310)	(68)	(82)	(90)
长期股权投资	22	21	21	21	21	其他收入	140	175	129	147	157
<b>资产总计</b>	<b>18238</b>	<b>17112</b>	<b>17304</b>	<b>18639</b>	<b>19718</b>	营业利润	1977	818	1012	1308	1478
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	1609	2013	2191	利润总额	1920	750	1012	1308	1478
其他流动负债	1832	1122	1338	1602	1750	<b>所得税费用</b>	<b>245</b>	<b>121</b>	<b>152</b>	<b>196</b>	<b>222</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5487</b>	<b>4271</b>	<b>3947</b>	<b>4615</b>	<b>4940</b>	少数股东损益	24	48	57	85	95
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	804	1027	1161
其他长期负债	568	561	561	561	561						
<b>长期负债合计</b>	<b>568</b>	<b>731</b>	<b>731</b>	<b>731</b>	<b>731</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>6055</b>	<b>5002</b>	<b>4678</b>	<b>5346</b>	<b>5671</b>	<b>净利润</b>	1651	580	804	1027	1161
少数股东权益	478	577	611	662	719	资产减值准备	326	(38)	1553	24	(14)
股东权益	11705	11533	12015	12631	13328	折旧摊销	266	316	396	458	493
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18238</b>	<b>17112</b>	<b>17304</b>	<b>18639</b>	<b>19718</b>	公允价值变动损失	391	310	68	82	90
						财务费用	(123)	(62)	(71)	(86)	(94)
关键财务与估值指标						营运资本变动	193	(69)	1635	(63)	(63)
每股收益	3.87	0.98	1.37	1.75	1.97	其它	(302)	86	(1519)	27	71
每股红利	0.94	1.38	0.55	0.70	0.79	<b>经营活动现金流</b>	<b>2525</b>	<b>1185</b>	<b>2937</b>	<b>1554</b>	<b>1738</b>
每股净资产	27.44	19.40	20.42	21.47	22.66	资本开支	0	(550)	(500)	(500)	(500)
ROIC	20%	7%	7%	11%	12%	其它投资现金流	(1248)	1524	0	0	0
ROE	14%	5%	7%	8%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1253)</b>	<b>976</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
毛利率	47%	49%	46%	45%	45%	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%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(401)	(822)	(321)	(411)	(465)
收入增长	41%	-28%	9%	21%	10%	其它融资现金流	(216)	(678)	(717)	0	0
净利润增长率	33%	-65%	38%	28%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1019)</b>	<b>(1982)</b>	<b>(1038)</b>	<b>(411)</b>	<b>(465)</b>
资产负债率	36%	33%	31%	32%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>253</b>	<b>179</b>	<b>1399</b>	<b>643</b>	<b>774</b>
息率	2.1%	4.3%	1.7%	2.2%	2.5%	货币资金的期初余额	4274	4527	4706	6105	6748
P/E	8.2	32.7	23.4	18.3	16.2	货币资金的期末余额	4527	4706	6105	6748	7522
P/B	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	399	2268	857	1023
EV/EBITDA	8.3	20.8	18.6	15.2	13.7	权益自由现金流	0	(109)	1560	894	1070

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