

# 稳健医疗（300888）

证券研究报告  
2024年12月14日

## 全棉时代可持续发展，医疗出海提供新机遇

### 全棉时代差异化定位或实现可持续增长

尽管市场环境承压，今年全棉时代表现良好，这应当归功于公司的长期积累以及三大核心优势：全棉理念、品质基因、医疗背景。“全棉理念”体现在：全棉时代坚持使用100%全棉，与市场上使用化纤的产品区分开来，通过更加精准的营销，找到了与消费者沟通的差异点。

全棉时代继承了稳健医疗对产品质量的高要求，选择最高等级的棉花原材料，并在加工过程中保持高质量标准。全棉时代拥有医疗背景，这在消费品行业中较为罕见，为品牌提供了独特的竞争优势。

在此基础上，近几年全棉时代在战术上进行了调整，包括价值回归、丰富产品应用场景、提升产品功能性，以及加强营销沟通。

全棉时代在战略上保持定力，战术上灵活调整，以适应市场和渠道的变化，一贯坚持的高品质也持续得到市场和消费者的认可。无论市场如何变化，全棉时代都坚持“产品领先，卓越运营”的核心战略。全棉时代销量的提升，是基于产品质量、营销水平和运营水平的本质提升，而非短期的市场行为，因此我们认为销售增长是可持续的。

### 医疗产能和品牌出海将为公司带来新的发展机遇

稳健医疗自33年前开始做出口业务，积累了丰富的市场经验。回归常态后2024Q1-3国外销售占医疗板块收入比重的45%。

公司2024年9月下公告并购GRI公司，该项目具有多方面战略意义：一方面，GRI在中国、美国、越南、多米尼加都有生产基地，稳健医疗将利用其全球生产基地优化产能布局；另一方面，通过GRI的渠道，我们有望让更多稳健医疗的产品进入美国市场。协同性方面，GRI的产品线与稳健医疗相似，主要集中在手术室耗材等产品，这有助于简化整合流程。公司还制定了投后百天计划，积极推动业务整合。

### 上调盈利预测，调整评级至“买入”

公司整体以“产品领先，卓越运营”为发展战略，注重产品质量，确保了销售增长的健康和可持续性。医疗板块已经从感染防护产品的高基数影响中恢复，这对公司的品牌知名度、渠道和销售增速产生了积极影响。并购GRI后，稳健医疗获得了更多潜在订单，增强对抗风险能力，客户对合作表现出极大兴趣和积极性。

全棉时代已回归到健康的可持续增长态势，不牺牲利润和毛利，注重产品质量，实现高质量增长。因此总结三点：公共卫生事件对医疗业务影响已过，全棉时代回归健康可持续发展，医疗产能和品牌出海将为公司带来新的发展机遇。

基于以上变化，我们调整盈利预测，并上调至“买入”评级；预计公司24-26年归母净利润为8.1/10.3/12.7亿元（原值为8.0、9.3以及10.8亿元），EPS分别为1.4、1.8以及2.2元/股（原值为1.4、1.6以及1.8元/股），PE分别为30x、24x、19x。

**风险提示：**市场竞争激烈，核心高管流失，发展不及预期

### 投资评级

行业	美容护理/个护用品
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	42.36元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	582.33
流通A股股本(百万股)	175.51
A股总市值(百万元)	24,667.49
流通A股市值(百万元)	7,434.42
每股净资产(元)	19.32
资产负债率(%)	32.29
一年内最高/最低(元)	42.90/23.31

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《稳健医疗-季报点评:全棉时代加速成长》2024-11-25
- 《稳健医疗-年报点评报告:长期发展韧性凸显》2024-05-13
- 《稳健医疗-半年报点评:医疗常规品快速增长，消费品稳步复苏》2023-09-10

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351.33	8,185.02	8,356.91	9,794.30	11,567.06
增长率(%)	41.23	(27.89)	2.10	17.20	18.10
EBITDA(百万元)	3,309.63	2,043.33	1,240.32	1,578.06	1,902.81
归属母公司净利润(百万元)	1,650.58	580.40	810.26	1,034.53	1,268.68
增长率(%)	33.18	(64.84)	39.60	27.68	22.63
EPS(元/股)	2.83	1.00	1.39	1.78	2.18
市盈率(P/E)	14.94	42.50	30.44	23.84	19.44
市净率(P/B)	2.11	2.14	2.05	1.96	1.86
市销率(P/S)	2.17	3.01	2.95	2.52	2.13
EV/EBITDA	7.14	7.88	15.52	11.19	9.86

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,526.88	4,706.13	3,342.76	4,451.55	4,626.83
应收票据及应收账款	983.64	811.57	792.53	1,056.15	1,127.14
预付账款	229.23	122.28	165.84	183.05	249.16
存货	1,558.92	1,434.33	1,376.19	1,807.38	2,117.88
其他	4,827.24	3,477.17	3,447.41	3,357.96	3,646.62
<b>流动资产合计</b>	<b>12,125.91</b>	<b>10,551.48</b>	<b>9,124.73</b>	<b>10,856.09</b>	<b>11,767.63</b>
长期股权投资	21.75	20.88	20.88	20.88	20.88
固定资产	2,312.98	2,749.02	3,457.81	3,690.83	3,928.79
在建工程	765.01	984.57	626.74	424.05	284.43
无形资产	1,033.11	995.23	1,108.25	1,113.99	1,102.26
其他	1,978.99	1,806.47	3,337.53	3,217.41	3,179.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,111.84</b>	<b>6,556.16</b>	<b>8,551.21</b>	<b>8,467.15</b>	<b>8,515.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>18,237.75</b>	<b>17,112.02</b>	<b>17,677.39</b>	<b>19,325.19</b>	<b>20,285.82</b>
短期借款	2,295.22	1,493.24	2,166.98	1,628.12	2,676.58
应付票据及应付账款	1,144.33	1,432.71	471.26	1,843.84	1,135.80
其他	2,047.92	1,345.07	1,372.96	1,860.17	1,589.75
<b>流动负债合计</b>	<b>5,487.47</b>	<b>4,271.01</b>	<b>4,011.20</b>	<b>5,332.13</b>	<b>5,402.12</b>
长期借款	0.00	170.00	266.26	150.00	276.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	567.51	560.69	784.32	637.51	660.84
<b>非流动负债合计</b>	<b>567.51</b>	<b>730.69</b>	<b>1,050.58</b>	<b>787.51</b>	<b>937.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,054.98</b>	<b>5,001.70</b>	<b>5,061.78</b>	<b>6,119.64</b>	<b>6,339.83</b>
少数股东权益	478.16	577.10	601.92	645.19	710.31
股本	426.49	594.39	582.33	582.33	582.33
资本公积	4,546.25	4,381.13	3,940.37	3,940.37	3,940.37
留存收益	11,777.41	11,410.17	11,431.36	11,978.04	12,653.35
其他	(5,045.55)	(4,852.46)	(3,940.37)	(3,940.37)	(3,940.37)
<b>股东权益合计</b>	<b>12,182.77</b>	<b>12,110.32</b>	<b>12,615.61</b>	<b>13,205.56</b>	<b>13,945.99</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,237.75</b>	<b>17,112.02</b>	<b>17,677.39</b>	<b>19,325.19</b>	<b>20,285.82</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,674.20	628.55	810.26	1,034.53	1,268.68
折旧摊销	339.90	370.32	246.02	273.93	302.39
财务费用	(43.80)	(35.60)	(45.99)	(42.45)	(51.24)
投资损失	(51.47)	(127.34)	(94.02)	(90.94)	(104.10)
营运资金变动	1,068.94	(1,393.31)	(2,172.69)	1,209.73	(1,654.34)
其它	(4.30)	1,620.72	24.83	43.27	65.12
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,983.47</b>	<b>1,063.33</b>	<b>(1,231.58)</b>	<b>2,428.06</b>	<b>(173.49)</b>
资本支出	3,405.21	758.96	486.37	456.82	365.67
长期投资	4.80	(0.87)	0.00	0.00	0.00
其他	(7,228.12)	272.19	(1,099.43)	(676.36)	(651.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,818.12)</b>	<b>1,030.28</b>	<b>(613.06)</b>	<b>(219.54)</b>	<b>(285.55)</b>
债权融资	2,511.17	1,886.67	2,651.75	1,997.42	3,173.85
股权融资	(120.55)	92.60	64.50	42.45	51.24
其他	(1,273.11)	(3,764.69)	(2,234.98)	(3,139.60)	(2,590.78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,117.51</b>	<b>(1,785.43)</b>	<b>481.28</b>	<b>(1,099.73)</b>	<b>634.31</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>282.86</b>	<b>308.18</b>	<b>(1,363.37)</b>	<b>1,108.79</b>	<b>175.28</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>11,351.33</b>	<b>8,185.02</b>	<b>8,356.91</b>	<b>9,794.30</b>	<b>11,567.06</b>
营业成本	5,972.80	4,174.60	4,337.24	5,044.06	5,899.20
营业税金及附加	98.09	66.41	77.72	95.00	100.63
销售费用	2,050.18	2,090.49	2,122.65	2,448.57	2,718.26
管理费用	633.61	693.65	768.84	783.54	1,041.04
研发费用	487.58	322.05	335.95	395.69	497.38
财务费用	(122.57)	(61.86)	(45.99)	(42.45)	(51.24)
资产/信用减值损失	(362.87)	(393.76)	(185.77)	(185.77)	(185.77)
公允价值变动收益	32.15	46.68	0.00	0.00	0.00
投资净收益	51.47	127.34	94.02	90.94	104.10
其他	534.34	301.45	(188.03)	(181.89)	(208.20)
<b>营业利润</b>	<b>1,976.55</b>	<b>817.97</b>	<b>1,040.28</b>	<b>1,346.58</b>	<b>1,651.65</b>
营业外收入	10.57	16.62	11.08	7.85	8.46
营业外支出	67.61	84.74	57.09	69.82	70.55
<b>利润总额</b>	<b>1,919.51</b>	<b>749.85</b>	<b>994.27</b>	<b>1,284.62</b>	<b>1,589.56</b>
所得税	245.30	121.30	159.18	206.82	255.76
<b>净利润</b>	<b>1,674.20</b>	<b>628.55</b>	<b>835.09</b>	<b>1,077.80</b>	<b>1,333.80</b>
少数股东损益	23.62	48.14	24.83	43.27	65.12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,650.58</b>	<b>580.40</b>	<b>810.26</b>	<b>1,034.53</b>	<b>1,268.68</b>
每股收益(元)	2.83	1.00	1.39	1.78	2.18

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	41.23%	-27.89%	2.10%	17.20%	18.10%
营业利润	33.95%	-58.62%	27.18%	29.44%	22.66%
归属于母公司净利润	33.18%	-64.84%	39.60%	27.68%	22.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.38%	49.00%	48.10%	48.50%	49.00%
净利率	14.54%	7.09%	9.70%	10.56%	10.97%
ROE	14.10%	5.03%	6.74%	8.24%	9.59%
ROIC	63.31%	13.06%	15.20%	16.58%	24.21%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.20%	29.23%	28.63%	31.67%	31.25%
净负债率	-16.55%	-23.28%	-5.48%	-18.58%	-10.42%
流动比率	2.21	2.47	2.28	2.04	2.18
速动比率	1.93	2.14	1.93	1.70	1.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	12.91	9.12	10.42	10.60	10.60
存货周转率	7.19	5.47	5.95	6.15	5.89
总资产周转率	0.72	0.46	0.48	0.53	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.83	1.00	1.39	1.78	2.18
每股经营现金流	5.12	1.83	-2.11	4.17	-0.30
每股净资产	20.10	19.81	20.63	21.57	22.73
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.94	42.50	30.44	23.84	19.44
市净率	2.11	2.14	2.05	1.96	1.86
EV/EBITDA	7.14	7.88	15.52	11.19	9.86
EV/EBIT	7.77	9.32	19.36	13.54	11.72

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com