

稳健医疗（300888）

医疗+消费协同发展，多点开花激荡新元年

增持（首次）

2025年01月07日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	11351	8185	8705	10749	12172
同比（%）	41.23	(27.89)	6.36	23.48	13.24
归母净利润（百万元）	1,650.72	580.40	786.22	952.46	1,117.45
同比（%）	33.20	(64.84)	35.46	21.14	17.32
EPS-最新摊薄（元/股）	2.83	1.00	1.35	1.64	1.92
P/E（现价&最新摊薄）	13.93	39.62	29.25	24.14	20.58

投资要点

- 医疗+消费双板块布局，2024年业绩逐季提速。**公司成立于1991年，当前通过“Winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”实现医疗及消费板块协同发展（2023年医疗/消费/其他收入分别占比47%/52%/1%）。2023年营收81.9亿元/yoy-28%，归母净利润5.8亿元/yoy-65%，受高基数影响业绩下滑，下滑趋势延续至24Q1，24Q2起随基数回归常态，营收和归母净利润先后扭转连续多季度下滑趋势，恢复增长，Q3增长提速。分业务看，24Q1/Q2/Q3医疗板块收入分别同比-47%/+7%/+13%，消费板块分别同比+6%/+14%/+21%，医疗业务企稳回升，消费业务逐季提速，有望开启新增长元年。
- 医疗板块：赛道增长较快，稳健为国内行业龙头。**公司从代工医用纱布起家，2005年发展自有品牌“稳健医疗”，现已形成丰富的医用耗材产品矩阵（传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护和其他产品大类），并覆盖境外OEM、国内2B（医院）+2C（药店+电商）全渠道。2015-2023年国内低值医用耗材市场规模从373亿元增至1550亿元，CAGR为19.5%，在全球老龄化、慢病化进程加快等因素影响下行业需求旺盛、增长前景较好。公司为业内龙头，2017-2023年医用耗材收入从12.6亿元增至38.6亿元，CAGR20.5%，未来有望在境外拓展客户+国际并购增强竞争力、境内增加医院、药店及电商覆盖的带动下，延续较快增长趋势。
- 消费板块：产品优势突出，优化战略增长提速。**全棉时代背靠医疗背景，以全棉水刺无纺布为技术开端，逐步扩充干湿棉柔巾、卫生巾、婴童+成人服饰等品类。2017-2023年消费板块收入从21.4亿元增至42.6亿元，CAGR12.1%，在2020-2022年国内消费波动环境下保持逐年正增长，展现较强韧性，我们认为主要得益于公司独特的产品优势下持续吸引消费客群。2024年以来伴随优化线上新兴平台投放思路、持续调整线下门店结构，消费业务增长逐季提速。
- 盈利预测与投资评级：**公司以医用敷料代工起家，现布局医用耗材+健康生活两大业务板块。经过多年深耕，公司在医用耗材领域形成产能、产品、客户、渠道等优势，当前为国内医用耗材龙头；在健康生活消费品领域凭借“医疗背景、全棉理念、品质基因”的独特定位和优势与同行差异化竞争，波动环境不改持续增长趋势。公司2024年发布股权激励，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），展现公司对未来发展的信心。我们预计公司24-26年归母净利润分别为7.86/9.52/11.17亿元，分别同比+35.5%/+21.1%/+17.3%，对应PE分别为29/24/21X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**棉价波动，国内消费持续低迷，并购整合效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.49
一年最低/最高价	23.31/44.45
市净率(倍)	2.04
流通A股市值(百万元)	6,930.72
总市值(百万元)	22,996.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.32
资产负债率(% ,LF)	32.29
总股本(百万股)	582.33
流通A股(百万股)	175.51

相关研究

- 《稳健医疗(300888): 2021 季报点评: 消费品增长稳健, 医用耗材高基数承压》
2021-10-26
- 《稳健医疗(300888): 2021 中报点评: 消费品业务表现靓丽, 医用耗材高基数下回落》
2021-08-23

内容目录

1. 公司概况：医疗+消费双板块布局，2024 年业绩逐季提速	5
1.1. 公司简介：医用敷料代工起家，布局医疗+消费双板块.....	5
1.2. 历史业绩：整体呈向上趋势，2024 年在常态基数下逐季提速.....	6
1.3. 股权结构：集中稳定，股权激励充分.....	7
2. 医疗板块：赛道增长较快，稳健为国内行业龙头	8
2.1. 稳健医疗：代工起家发展自有品牌，产品矩阵不断完善.....	8
2.1.1. 产品：品类丰富，差异化品类展现成长性.....	8
2.1.2. 渠道：销售网络完善，境内增长快于境外.....	10
2.2. 医用耗材行业：增长前景较好，集中度较低.....	10
2.2.1. 行业规模：千亿市场，增长前景较好.....	10
2.2.2. 行业格局：集中度较低，公司为行业龙头.....	12
2.3. 增长驱动：境外、境内 2B+2C 同步发力.....	13
2.3.1. 境外：拓展客户+国际并购驱动持续增长.....	13
2.3.2. 境内：2B+2C 开拓新渠道，多元产品释放增量.....	14
3. 消费板块：产品优势突出，优化战略增长提速	15
3.1. 全棉时代：产品优势突出，全渠道驱动增长.....	15
3.1.1. 产品：背靠医疗背景，持续拓品类.....	15
3.1.2. 渠道：线上占比高于线下，全渠道收入扩张.....	16
3.2. 行业：市场空间广阔，细分领域具有成长性.....	17
3.2.1. 棉柔巾：强调原材料安全理念，赛道增长较快.....	17
3.2.2. 婴童服饰+成人服饰：空间广阔，公司市占率低.....	18
3.2.3. 卫生巾：价格驱动增长，公司份额有望持续提升.....	19
3.3. 增长驱动：线上平台多元化，线下拓店提效同步发力.....	20
3.3.1. 线上：平台多元化，有效沉淀私域流量.....	20
3.3.2. 线下：拓店提效双轮驱动.....	21
4. 盈利预测与投资建议	23
4.1. 盈利预测.....	23
4.2. 投资建议.....	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	公司主业分为医用耗材产品和健康生活消费品两大业务	5
图 2:	公司主营业务及主要产品演变过程	5
图 3:	除 2020-2022 年外, 营收呈向上扩张趋势	6
图 4:	除 2020-2022 年外, 归母净利润呈向上扩张趋势	6
图 5:	医用耗材收入波动较大 (单位: 百万元)	6
图 6:	2023 年健康生活业务收入占比略高于医用耗材	6
图 7:	24Q2 营收增长转正	7
图 8:	24Q3 扣非归母净利润增长转正	7
图 9:	创始人&董事长李建全为公司实控人 (截至 2024 年三季报)	7
图 10:	公司医用耗材业务主要产品示意图	9
图 11:	医用耗材业务分产品收入贡献 (2023 年)	9
图 12:	2017-2023 年高端伤口护理敷料产品收入 CAGR 最快	9
图 13:	医用耗材销售渠道	10
图 14:	2023 年医用耗材收入渠道分布情况	10
图 15:	2017-2023 年医院和电商渠道收入 CAGR 最快	10
图 16:	国内医用耗材市场规模超 3000 亿元	11
图 17:	国内低值医用耗材市场规模超 1000 亿元	11
图 18:	稳健医疗 (医疗板块)、振德医疗、奥美医疗营收及 YOY	12
图 19:	24 年前三季度公司医用耗材境外收入延续双位数增长, 占比回到接近 50%	13
图 20:	2023 年 GRI 营收及净利润	14
图 21:	2023 年 GRI 营收按国家和产品划分情况	14
图 22:	中国医院数量及公司覆盖医院数	15
图 23:	中国零售药店数量及公司覆盖药店数	15
图 24:	公司健康生活消费品业务主要产品示意图	16
图 25:	全棉时代各产品品牌定位、价格带、主要销售区域	16
图 26:	健康生活消费品业务产品分布 (2023 年)	16
图 27:	2017-2023 年成人服饰收入 CAGR26%	16
图 28:	健康生活消费品销售渠道	17
图 29:	电商+门店收入占比达 93%	17
图 30:	2017-2023 年商超渠道 CAGR27%	17
图 31:	国内棉柔巾市场呈快速扩张趋势	18
图 32:	国内儿童服饰市场规模达 2000+亿元	18
图 33:	国内成人服饰市场规模达 1.5+万亿元	19
图 34:	国内女性卫生护理用品市场规模稳步扩张	19
图 35:	2023 年女性卫生护理用品企业市场份额	20
图 36:	本土品牌挤进女性卫生护理用品市场前十	20
图 37:	近年来线上渠道收入占比超 60%	20
图 38:	全棉时代历年私域会员数	21
图 39:	全棉时代公众号、小程序示意	21
图 40:	全棉时代线下门店数量呈扩张趋势	21
图 41:	全棉时代线下门店示意图	21
图 42:	全棉时代线下门店结构调整	22

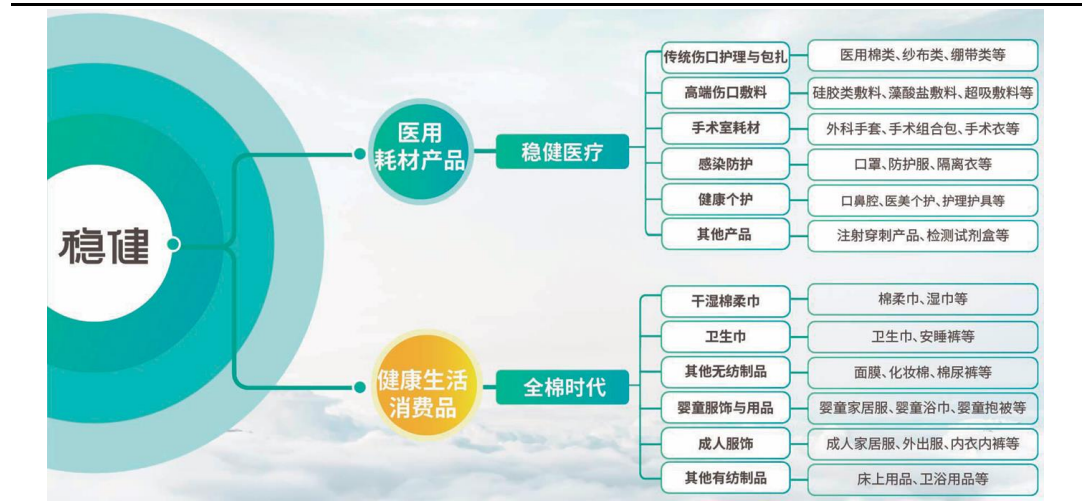
图 43: 2024H1 全棉时代直营门店坪效 (万元/平)	22
图 44: 2021 年以来门店总面积有所调整	22
图 45: 坪效较 2019 年以前水平有提升空间	22
表 1: 2024 年 11 月公司发布股权激励计划	8
表 2: 低值医用耗材大类产品市场规模情况	11
表 3: 稳健医疗、振德医疗、奥美医疗按市场划分收入和毛利率比较 (2023 年)	12
表 4: 稳健医疗、振德医疗、奥美医疗按产品划分收入和毛利率比较 (2023 年)	13
表 5: 2022 年以来并购公司扩充产品矩阵	15
表 6: 2024-2026 年分业务盈利预测 (单位: 百万元)	23
表 7: 可比公司估值	24

1. 公司概况：医疗+消费双板块布局，2024 年业绩逐季提速

1.1. 公司简介：医用敷料代工起家，布局医疗+消费双板块

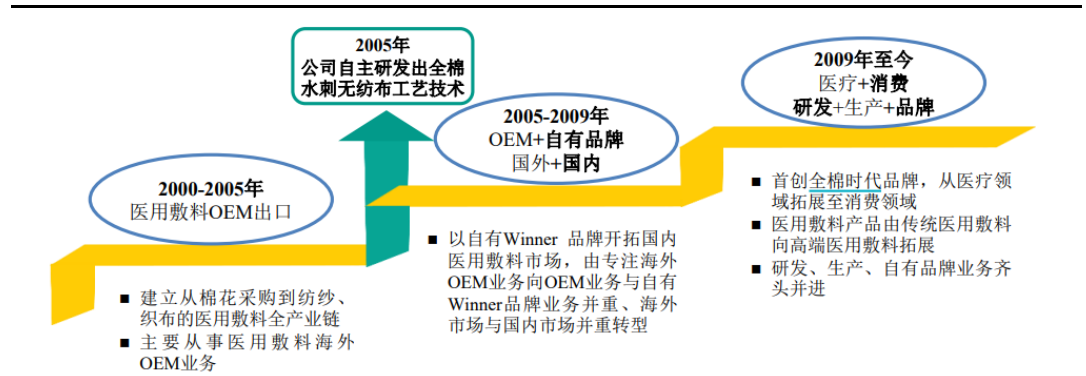
公司通过“Winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”实现医疗及消费板块协同发展。公司成立于 1991 年，是国内最早建立从棉花采购到灭菌后纱布成品全产业链并直接对外出口的企业之一，2005 年自主创立“Winner 稳健医疗”品牌进入国内市场，2009 年首创“Purcotton 全棉时代”品牌，从医疗领域拓展至消费领域。2023 年公司营收 81.9 亿元/yoy-28%，归母净利润 5.8 亿元/yoy-65%（业绩下滑主因 2022 年疫情环境导致高基数）。分业务看，2023 年医用耗材/健康生活/其他业务收入分别占比 47%/52%/1%。

图1：公司主业分为医用耗材产品和健康生活消费品两大业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司主营业务及主要产品演变过程

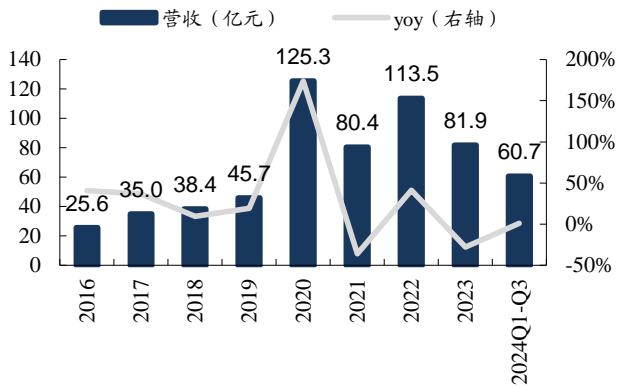


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 历史业绩：整体呈向上趋势，2024年在常态基数下逐季提速

历史业绩整体呈稳步向上趋势，2020-2022年期间疫情刺激业绩爆发，2023年以来回归常态化。2016-2023年公司营收从25.6亿元增至81.9亿元、CAGR18.1%，归母净利润从4.1亿元增至5.8亿元、CAGR5.1%，整体呈向上趋势。其中2020年疫情致医用物资需求激增，公司营收/归母净利润分别达125.3/38.1亿元，均为历史最高水平，2021年业绩有所回落、2022年反弹，2023年以来需求基本回归常态，业绩仍超疫情前水平。

图3：除2020-2022年外，营收呈向上扩张趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

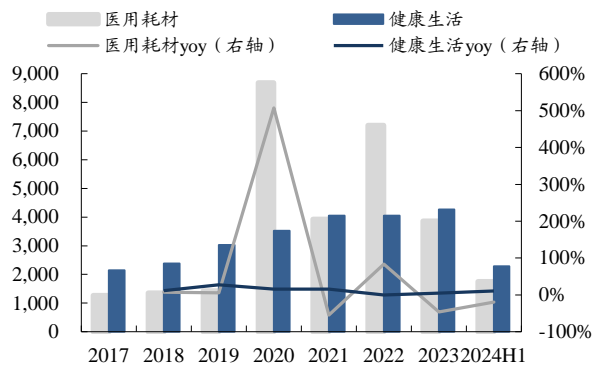
图4：除2020-2022年外，归母净利润呈向上扩张趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

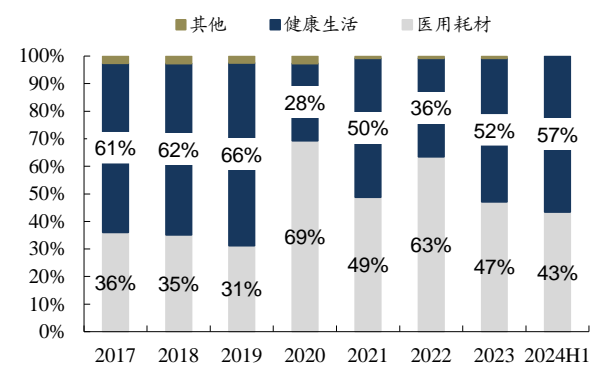
分业务看，疫情期间医用耗材收入爆发、2023年仍高于疫情前水平，健康生活业务则逐年增长。2017-2023年医用耗材收入从12.6亿元增至38.6亿元、健康生活业务收入从21.4亿元增至42.6亿元，CAGR分别为20.5%、12.1%。其中医用耗材业务2020、2022年受疫情影响收入激增，随疫情解封2023年以来有所回落，但仍高于疫情前水平；健康生活业务在外部波动环境下仍保持逐年增长态势，展现了较强的增长韧性。

图5：医用耗材收入波动较大（单位：百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023年健康生活业务收入占比略高于医用耗材



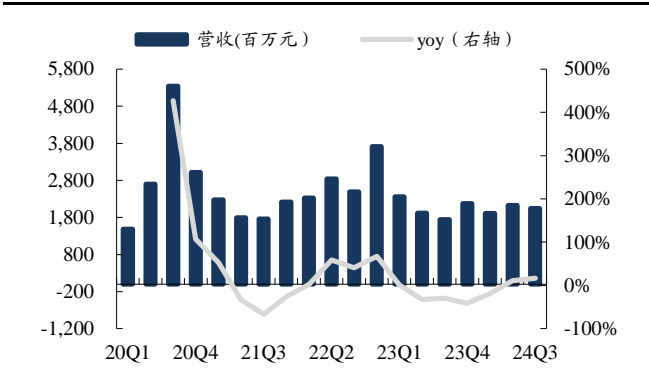
数据来源：Wind，东吴证券研究所

24年以来业绩拐点已现，重回稳健增长。分季度看，2024Q1/Q2/Q3营收分别同比-18.84%/+10.96%/+16.80%，归母净利润分别同比-51.6%/-33.79%/-88.49%，扣非归母净利润分别同比-53.46%/-23.94%/+104.55%（23Q3稳健工业园城市更新项目贡献资产处置收

益接近 13.6 亿元导致归母净利润同比下滑较多), 23 年在高基数影响下公司业绩持续下滑, 下滑趋势延续至 24Q1, 24Q2、Q3 随基数回归常态, 公司营收和归母净利润先后扭转连续多季度下滑趋势, 恢复增长, 且 Q3 增长提速。

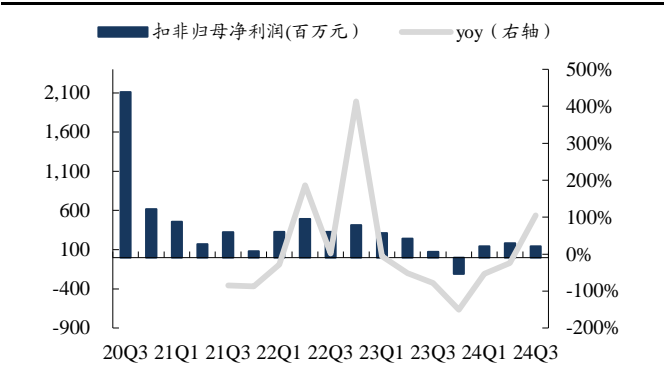
24Q2 医疗收入增长转正, 24 年消费业务持续正增长、逐季提速。分业务看, 24Q1- Q3 医疗/消费收入分别同比-12%/+14%, 单季度看, 24Q1/Q2/Q3 医疗板块收入分别同比-47%/+7%/+13%, 消费板块分别同比+6%/+14%/+21%。在 2024 年国内消费较弱环境下, 公司全棉时代业务逆势增长、逐季提速, 展现了较好的发展态势。

图7: 24Q2 营收增长转正



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 24Q3 扣非归母净利润增长转正

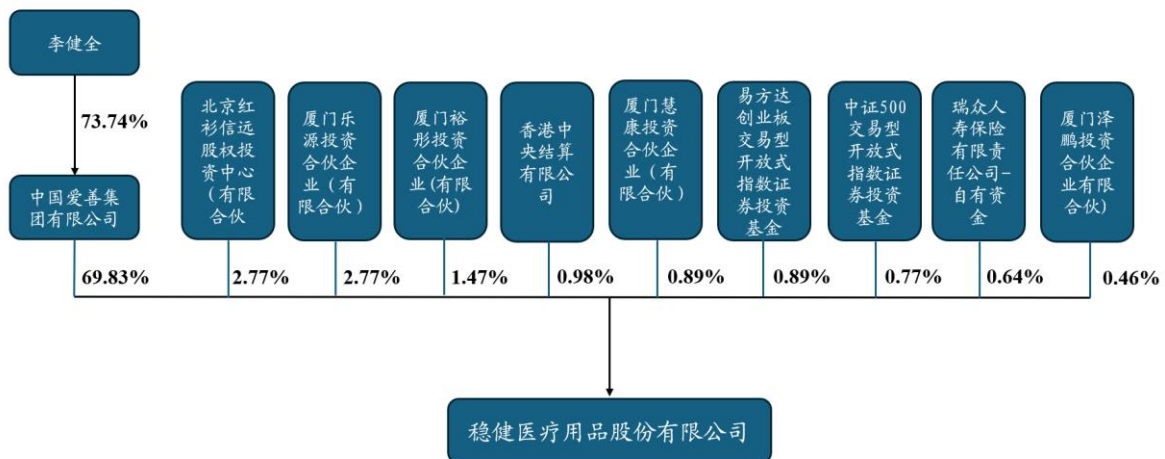


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 股权结构: 集中稳定, 股权激励充分

公司股权结构集中稳定。截至 24Q3 公司第一大股东为中国爱善集团有限公司(曾用名: 稳健集团有限公司), 持股 69.83%, 该集团由董事长兼总经理李建全及其妻子、儿子 100%控股, 李建全、谢平(妻)、李晓远(儿)分别持股 73.74%/18.07%/ 8.19%。同时设立厦门乐源、厦门裕彤、厦门慧康、厦门泽鹏四个员工持股平台, 合计持股 5.59%, 激励对象包括董监高及各级业务人员在内共计 178 位公司员工。

图9: 创始人&董事长李建全为公司实控人(截至 2024 年三季报)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

股权激励充分，彰显对公司发展的信心。2024年11月公司推出限制性股票激励计划，激励对象包括公司董事、高管及其他人员，授予价格为15.39元（2025/01/06收盘价39.49元）。股权激励考核目标为：2025/2026/2027年公司层面、医疗业务板块、消费品业务板块营收同比增速触发值均不低于13%、目标值均不低于18%（不同层面业绩考核目标针对不同部门、不同职责的员工）。

表1：2024年11月公司发布股权激励计划

姓名	职务	获授数量 (万股)	占授予总量的比例	占本激励计划公告日公司总股本的比例
方修元	董事、副总经理、财务总监	8	1.70%	0.0137%
张燕	董事	5	0.67%	0.0086%
廖美珍	董事	10	1.34%	0.0172%
陈惠选	副总经理、董事会秘书	4	0.54%	0.0069%
廖冠来	副总经理	10	1.34%	0.0172%
高月华	核心骨干	1	0.13%	0.0017%
CHEW WAI YEE	核心骨干	1	0.13%	0.0017%
其他人员（共计301人）	-	658.63	88.10%	1.1310%
预留	-	50	6.69%	0.0859%

数据来源：公司报告、东吴证券研究所

2. 医疗板块：赛道增长较快，稳健为国内行业龙头

2.1. 稳健医疗：代工起家发展自有品牌，产品矩阵不断完善

2.1.1. 产品：品类丰富，差异化品类展现成长性

从代工医用纱布起家，产品矩阵不断完善。公司最初从事医用敷料OEM业务，客户包括瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等知名医疗用品公司，主要出口欧美、日本等国家，2005年创立自有品牌“稳健医疗”发展国内市场。围绕市场需求，稳健医疗不断扩充完善产品矩阵，当前经营产品包含传统伤口护理与包扎（医用棉类、纱布类、绷带类）、高端伤口敷料（硅胶类敷料、藻酸盐敷料、超吸敷料等）、手术室耗材（外科手套、手术组合包、手术衣等）、感染防护（口罩、防护服、隔离衣、手套、脚套、帽子等）、健康个护（口鼻腔、医美个护、护理护具等）和其他产品（注射穿刺产品、检测试剂盒等），提供一站式医疗耗材解决方案。

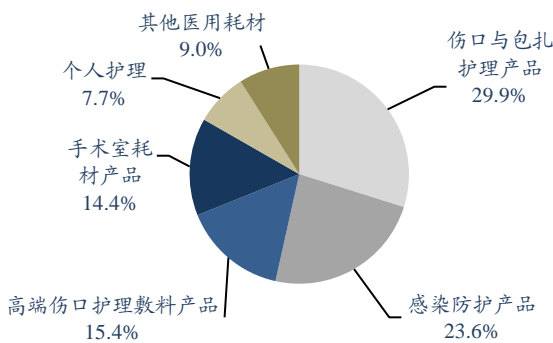
图10: 公司医用耗材业务主要产品示意图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

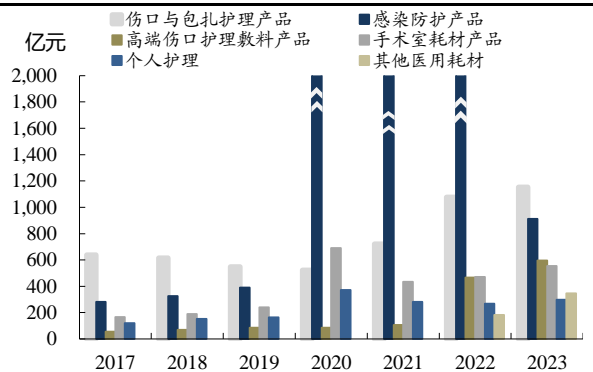
分产品看, 传统耗材(伤口护理包扎+感染防护)收入占比 54%, 常态下稳健增长, 高端敷料产品持续较快增长。按产品划分, 2023 年医用耗材业务中, 伤口护理与包扎产品、感染防护产品、高端伤口护理敷料产品、手术室耗材产品、健康个护产品分别占比 29.9%、23.6%、15.4%、14.4%、7.7%, 2017-2023 年上述产品收入 CAGR 分别为 10%、22%、49%、22%、17%, 传统耗材(伤口护理包扎+感染防护)收入占比 54%, 2020-2022 年期间感染防护产品收入激增, 常态下与伤口包扎护理产品作为传统医用耗材呈稳健增长态势, 高端敷料产品较传统敷料具有差异化、性能更优, 使用率提升带动增长较快。

图11: 医用耗材业务分产品收入贡献 (2023 年)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图12: 2017-2023 年高端伤口护理敷料产品收入 CAGR 最快



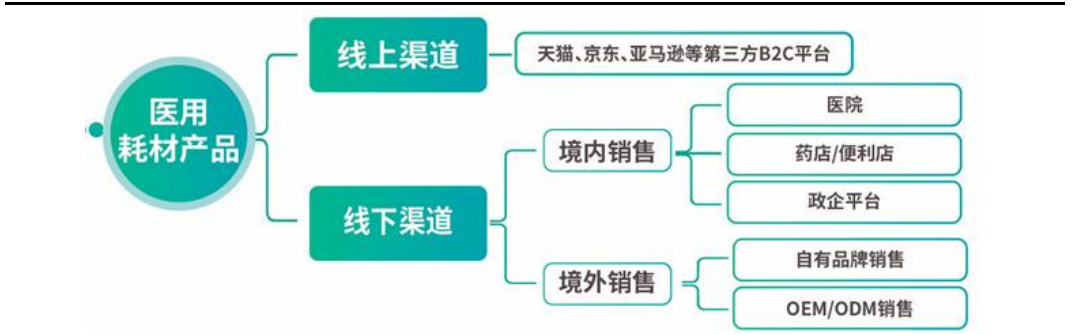
备注: 2020 年感染防护产品收入激增至 70 亿元以上, 为使其他指标显示清楚未按真实数值展示

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.1.2. 渠道：销售网络完善，境内增长快于境外

公司已建立境内、境外，线上、线下完善的销售网络。境外主要为 OEM/ODM 销售，境内则根据销售对象分为 2B 和 2C 两大渠道，其中 2B 主要为医院合作，2C 则主要包含线下药店和线上电商，截止 2023 年末境外市场覆盖欧洲、日本、美国等上百余个国家和地区，境内 2B 渠道已覆盖国内六千余家医疗机构、2C 渠道已覆盖 OTC 药店 19 万余家。

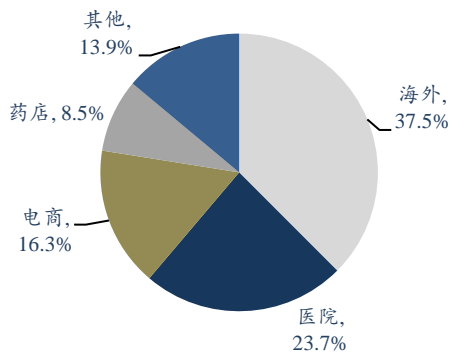
图 13：医用耗材销售渠道



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

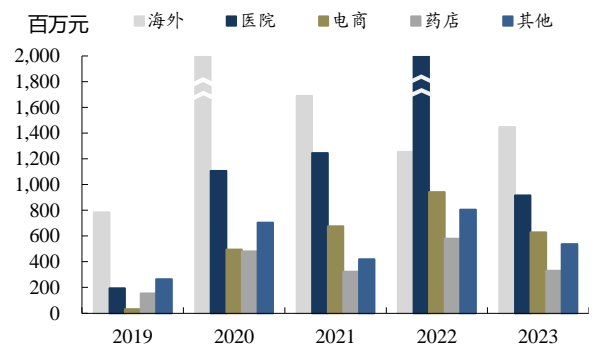
分渠道看，2019-2023 年境内收入增长迅速，医院、电商收入占比提升明显。2023 年海外市场、国内医院、国内电商、国内药店收入分别占医用耗材板块的 37.5%、23.7%、16.3%、8.5%，2019-2023 年上述渠道收入 CAGR 分别为 17%、48%、110%、21%，国内市场收入增长迅速，其中国内医院、电商收入占比较 2019 年有 10 个百分点以上提升。

图 14：2023 年医用耗材收入渠道分布情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 15：2017-2023 年医院和电商渠道收入 CAGR 最快



备注：2020 年海外、2022 年医院收入分别增至 59 亿元、36 亿元，为使其他指标显示清楚未按真实数值展示
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 医用耗材行业：增长前景较好，集中度较低

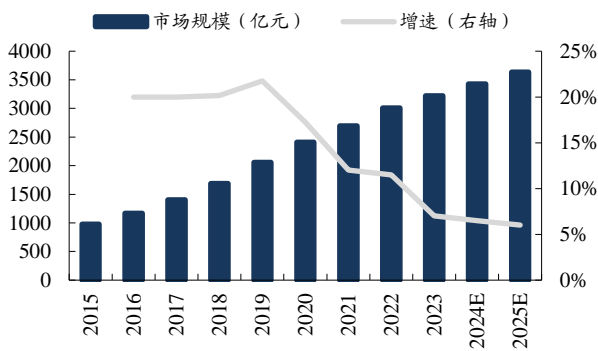
2.2.1. 行业规模：千亿市场，增长前景较好

医用耗材按价值分为高值和低值医用耗材。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，按价值可分为高值医用耗材和低值医用耗材。其中高值医用耗材一般直接作用于人体、对安全性有严格要求、临床使用量大、价格相对较高。低值医用耗材一般指单价相对低且无须植入或介入人体内的卫生材料，以注射穿刺类、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为主，使用广泛，进入门槛较低，市场竞争激烈。

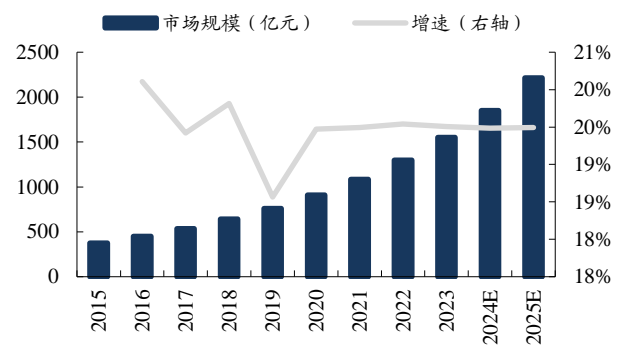
国内低值医用耗材持续快速增长。在全球医疗监管趋严，老龄化、慢病化进程加快等因素的影响下，国内医用耗材市场增长较快。据 IBM 数据，2015-2023 年国内医用耗材市场规模从 975 亿元增至 3218 亿元，CAGR 为 16.1%；其中低值医用耗材市场规模从 373 亿元增至 1550 亿元，CAGR 为 19.5%，增长快于整体医用耗材市场。据 IBM 预测，到 25 年国内低值医用耗材市场规模有望达 2213 亿元，占整体医用耗材的 61%。

图16: 国内医用耗材市场规模超 3000 亿元



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图17: 国内低值医用耗材市场规模超 1000 亿元



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

分大类来看，各类低值医用耗材市场空间广阔，预计增长前景较好。据 CMI 机构预测，到 2026 年预计全球手术室感染控制产品市场规模有望达 36.88 亿美元，2023-2026 年均复合增速 4.9%；定制化手术组合包能更好提高手术效率和安全性，增长前景较好，预计 2026 年全球市场规模达到 213 亿美元，2023-2026 年均复合增速 10.2%；高端伤口敷料产品性能较传统敷料优越，据 QYResearch 预计 2027 年全球市场规模有望达到 72.3 亿美元，2023-2027 年均复合增速 3.1%。

表2: 低值医用耗材大类产品市场规模情况

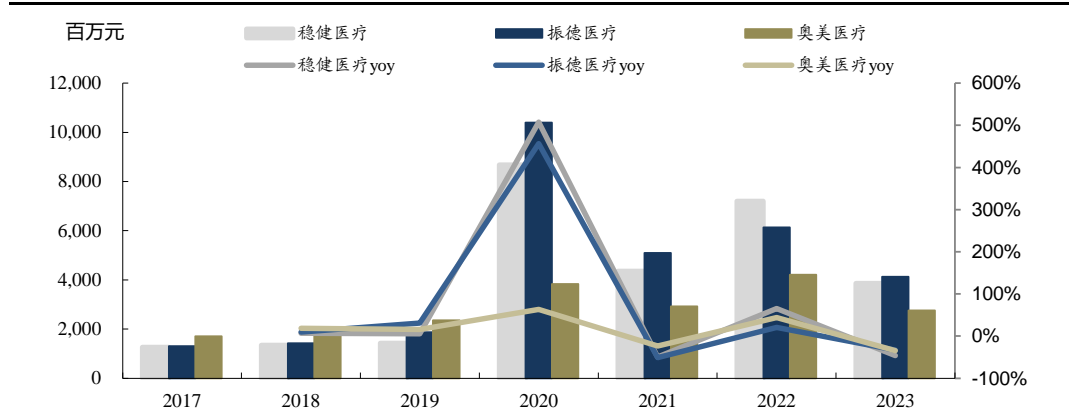
产品大类	市场规模	年均复合增速	统计/预测机构
手术室感染控制产品	全球 36.88 亿美元 (2026E)	4.9%	CMI 机构
定制化手术组合包	全球 213.47 亿美元 (2026E)	10.2%	CMI 机构
	国内 15.04 亿美元 (2026E)	12.2%	CMI 机构
高端伤口敷料产品	全球 72.30 亿美元 (2027E)	3.1%	QYResearch
注射穿刺器械	国内 367.5 亿元 (2026E)	/	QYResearch
医用乳胶手套	全球 98.29 亿美元 (2027E)	5.8%	QYResearch

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2.2. 行业格局：集中度较低，公司为行业龙头

中国医用敷料行业企业多、集中度较低，稳健医疗为行业龙头。我国医用敷料行业进入门槛较低，行业内生产企业众多，且大部分为规模很小的地区性小企业，行业集中度较低。稳健医疗、奥美医疗、振德医疗多年位居国内医用敷料出口前三名，23年三者营收（稳健医疗仅计算医疗板块）分别为38.6、41.3、27.6亿元，以2023年国内低值医用耗材市场规模1550亿元计算，三者市占率分别为2.5%、2.7%、1.8%。

图18：稳健医疗（医疗板块）、振德医疗、奥美医疗营收及YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

与振德医疗、奥美医疗相比，2023年稳健医疗（医疗板块）境内市场收入最高，产品最多元。按市场划分，2023年稳健医疗（医疗板块）境外/境内收入分别为14.5/24.1亿元、分别占比37.5%/62.5%，在三家龙头中公司境内收入规模最大。按产品划分，稳健医疗产品除传统的伤口护理包扎（医用棉类、纱布类等）、手术室耗材（手套、手术衣等）、感染防护产品（口罩、防护服等），还经营高端伤口敷料、健康个护及注射穿刺、检测试剂盒等品类，产品种类更多元化。

表3：稳健医疗、振德医疗、奥美医疗按市场划分收入和毛利率比较（2023年）

公司名称	市场	收入 (亿元)	占比	毛利率
稳健医疗 (医疗板块)	境外	14.50	37.5%	/
	境内	24.12	62.5%	/
	合计	38.62	100.0%	40.4%
振德医疗	境外	21.59	52.3%	26.8%
	境内	19.68	47.7%	43.4%
	合计	41.27	100.0%	34.7%
奥美医疗	境外	22.33	81.0%	29.7%
	境内	5.23	19.0%	20.3%
	合计	27.56	100.0%	27.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4: 稳健医疗、振德医疗、奥美医疗按产品划分收入和毛利率比较 (2023年)

公司名称	产品	收入 (亿元)	占比	毛利率
稳健医疗 (医疗板块)	传统伤口护理与包扎产品	11.53	29.9%	34.4%
	高端伤口敷料产品	5.95	15.4%	55.0%
	手术室耗材产品	5.55	14.4%	44.9%
	感染防护产品	9.13	23.6%	44.7%
	健康个护产品	2.99	7.7%	39.1%
	其他产品	3.47	9.0%	18.0%
	医用耗材合计	38.62	100.0%	40.4%
振德医疗	造口与现代伤口护理产品	5.39	13.1%	46.0%
	手术感控产品	14.26	34.7%	32.9%
	感控防护产品	6.41	15.6%	44.2%
	基础伤口护理产品	10.72	26.1%	23.4%
	压力治疗与固定产品	4.27	10.4%	41.8%
	医用敷料合计	41.05	100.0%	34.9%
奥美医疗	外科与伤口护理产品	21.78	83.7%	29.5%
	高级敷料产品	0.62	2.4%	未披露
	感染防护产品	2.31	8.9%	未披露
	卫生护理产品	1.31	5.0%	未披露
	医疗器械合计	26.02	100.0%	28.7%

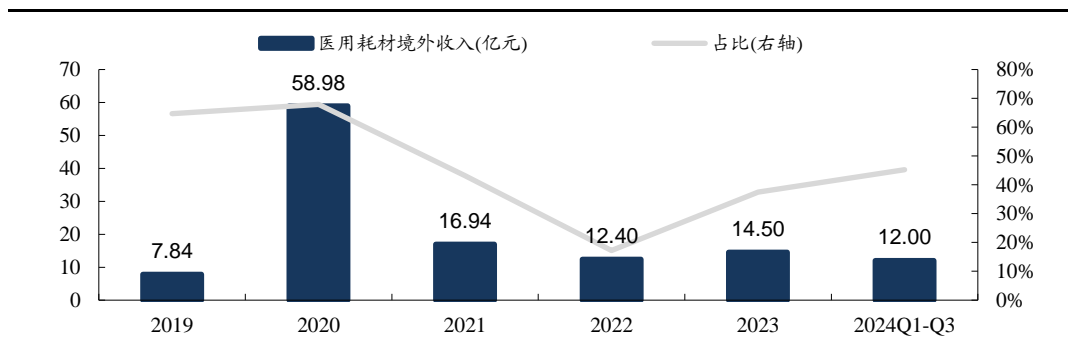
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 增长驱动: 境外、境内 2B+2C 同步发力

2.3.1. 境外: 拓展客户+国际并购驱动持续增长

境外以 OEM 业务为主, 为公司传统优势业务, 2023 年以来恢复双位数增长。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。2019-2023 年医用耗材境外收入从 7.84 亿元增至 14.5 亿元, 其中 2020 年全球疫情环境下海外防疫物资需求高增带动医用耗材境外收入飙升至 59 亿元, 2021-2022 年随海外陆续放开需求回落, 2023 年同比增长 16.9%, 2024 年前三季度同比增长 12.7%, 在拓展海外客户拓展+丰富产品矩阵带动下, 恢复双位数增长区间。

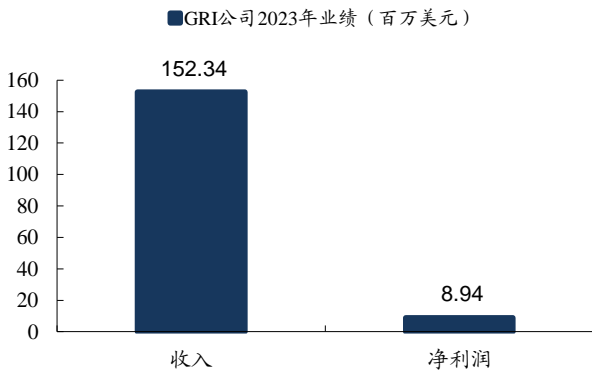
图19: 24 年前三季度公司医用耗材境外收入延续双位数增长, 占比回到接近 50%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

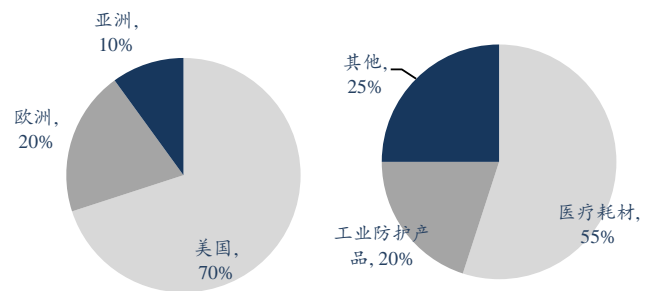
并购 GRI 与现有业务形成规模与协同效应，加强国际竞争力。2024 年 9 月，公司收购 Global Resources International 公司（总部位于美国，主营医疗耗材及工业防护产品）75.2%的股权，为公司首个国际控股权收购项目，有望与公司形成显著的规模与协同效应，有助加强公司海外产能、销售渠道及本地化运营能力，增强境外市场竞争力。2023 年 GRI 收入 1.52 亿美元、净利润 894 万美元、净利率 5.9%。按地区划分美国/欧洲/亚洲收入分别约占 70%/20%/10%，按业务划分医疗耗材/工业防护产品/其他分别约占 55%/20%/25%。GRI 生产基地遍布全球，包括中国、美国、越南、多米尼加等国家，并在美国与欧洲拥有销售与物流布局，总仓储面积超 7 万平方米。

图20: 2023 年 GRI 营收及净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21: 2023 年 GRI 营收按国家和产品划分情况



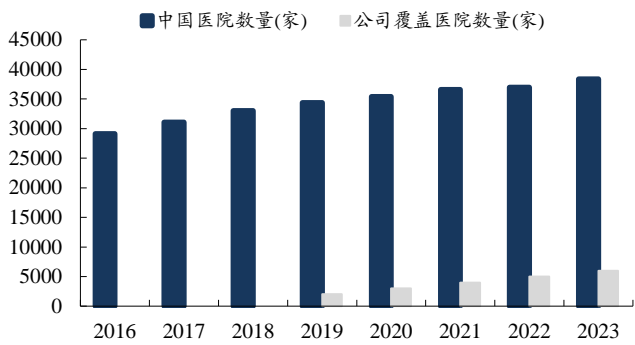
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.2. 境内：2B+2C 开拓新渠道，多元产品释放增量

2B: 覆盖医院数量持续攀升，待开拓空间仍充足。借助口罩和防护服为公司提升的品牌知名度及美誉度，“Winner 稳健医疗”品牌防护产品也得以迅速拓展医院和民用市场。近年来医院渠道的覆盖率有效提升，截至 23 年公司覆盖医疗机构 6000 余家，较 2020 的 3000 余家拓展效果明显，2019-2023 年医院渠道收入 CAGR48%，仅次于电商渠道。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。

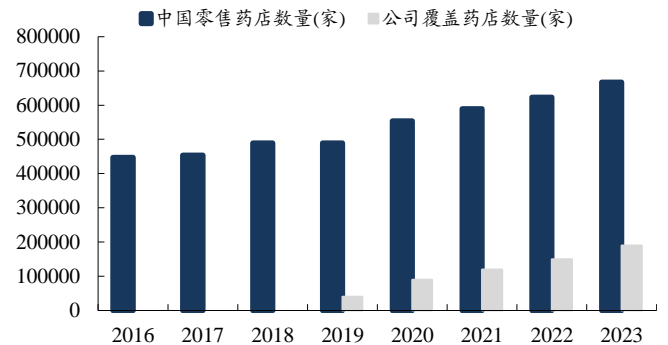
2C: 电商及药店渠道快速发展，药店覆盖率仍有较大提升空间。2019-2023 年 C 端药店、电商收入 CAGR 分别为 21%、110%，电商渠道在 2020 年以来防护物资需求刺激下发展迅速。**1) 电商:** 2023 年收入 6.3 亿元，公司已完成天猫、京东、唯品会等主流第三方电商平台布局，产品销售数据名列各大电商平台相关产品类目前列。**2) 药店:** 2023 年收入 3.3 亿元，截至 23 年底已覆盖 OTC 药店 19 万家，年内新增 4 万家，同年全国零售药店数量 666960 家，公司药店数量覆盖率约 30%，覆盖率仍有较大提升空间。

图22: 中国医院数量及公司覆盖医院数



数据来源: 中国卫生统计年鉴、公司年报、东吴证券研究所

图23: 中国零售药店数量及公司覆盖药店数



数据来源: 国家药品监督管理局、公司年报、东吴证券研究所

公司近年通过外延并购拓展医用耗材领域业务规模, 助力打造一站式医用耗材解决方案。2022 年公司先后收购隆泰医疗 55% 股权、稳健平安 68.7% 股权、稳健桂林 100% 股权, 增加高端伤口敷料、注射穿刺类耗材、乳胶手套、避孕套等领域产品线, 致力于打造一站式医用耗材解决方案, 丰富产品矩阵, 发掘更多产品端的增长机会。

表5: 2022 年以来并购公司扩充产品矩阵

并表时间	收购公司	收购股权	收购交易价值(万元)	主营业务	营收(万元)	净利率
2022.4.30	隆泰医疗	55.0%	72,754	高端伤口敷料 OEM 出口(硅胶泡沫、水胶体、硅凝胶、水凝胶、薄膜敷贴及造口)	35,469.24	24.4%
2022.6.30	稳健平安	68.7%	75,192	研发、生产及销售注射穿刺类产品(注射器、输液器、采血针、采血管、留置针)。	36,008.70	23.6%
2022.7.1	稳健桂林	100.0%	45,000	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	32,088.36	15.8%
2022.10.31	君健医疗	100.0%	19,200	医疗设备的销售	10,618.50	1.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所(备注: 君健医疗收入及利润数据为收购日至当年期末, 其他公司数据为 2021 年)

3. 消费板块: 产品优势突出, 优化战略增长提速

3.1. 全棉时代: 产品优势突出, 全渠道驱动增长

3.1.1. 产品: 背靠医疗背景, 持续拓品类

全棉时代背靠母公司三十三年医疗背景, 以全棉水刺无纺布为技术开端, 不断丰富产品品类, 消费场景已经从母婴拓展到女性、家居的整个家庭消费。健康生活消费品板块的产品类别分为干湿棉柔巾、卫生巾、其他无纺制品、婴童服饰及用品、成人服饰和其他有纺制品。由于具备“医疗背景、全棉理念、品质基因”三大核心优势, 品牌成立以来积累了广大高粘性客户群。

图24: 公司健康生活消费品业务主要产品示意图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

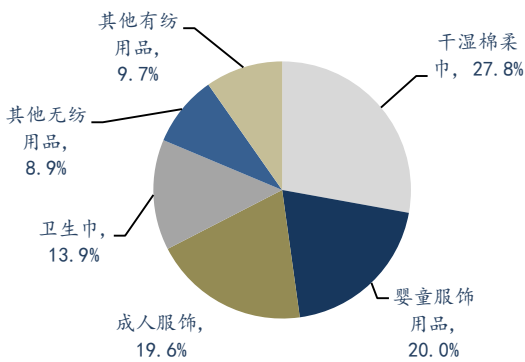
图25: 全棉时代各产品品牌定位、价格带、主要销售区域

主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别
棉柔巾	100%优质天然棉制成, 不含荧光增白剂, 温和不刺激, 满足消费者日常需求。	全年龄客群	5-30元/包(100片)	全国范围	全国二线城市及以上城市
卫生巾	100%全棉表层(表层、隔边、护翼表层)	适龄女性人群	1.5-4.99元/片	全国范围	全国二线城市及以上城市
棉尿裤	100%全棉面层, 市面独有, 来自天然棉花的呵护; 2mm超薄芯体、芯体28倍超高吸水量	育婴人群	2.45-5.45元/片	全国范围	全国二线城市及以上城市
湿巾	100%全棉材质, 柔软而不滑腻, 温和不伤肌肤	全年龄客群	20-40元/包	全国范围	全国二线城市及以上城市
婴童用品/服饰	100%全棉材质, 无荧光无甲醛添加, 独有的纱布面料提供更加舒适的呵护	待产妈妈、新生儿、婴儿、幼童	100-500元/件	全国范围	全国二线城市及以上城市
成人服饰/贴身衣物	全棉材质, 高配棉, 无荧光无甲醛添加, 触感柔软, 独有的纱布面料提供更加舒适的呵护	成人服饰: 适龄成人男女; 贴身衣物: 全年龄段客群	外出服: 150-800元/件; 家居服: 200-800元/件; 保暖内衣: 200-600元/件; 内裤: 58-108元/条(包); 袜子: 20-40元/双	全国范围	全国二线城市及以上城市
床品、卫浴用品	全棉材质, 高配棉, 无荧光无甲醛添加, 触感柔软, 独有的纱布面料提供更加舒适的呵护	待产妈妈、新生儿、婴儿、幼童及成人客群	儿童床品: 268-1698元/套; 幼儿床品: 198-1098元/套; 成人床品: 268-3198元/套; 卫浴用品: 38-398元/件	全国范围	全国二线城市及以上城市

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

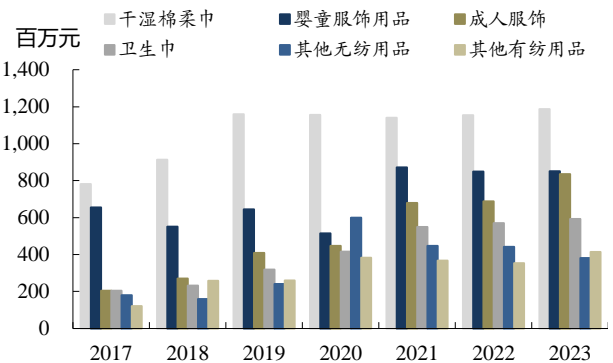
全品类收入扩张, 其中成人服饰 CAGR 最快。2017-2023 年干湿棉柔巾、婴童服饰、成人服饰、卫生巾、其他有纺制品、其他无纺制品收入占健康生活板块比重分别为 27.8%、20.0%、19.6%、13.9%、9.7%、8.9%, 2017-2023 年上述产品收入 CAGR 分别为 7%、4%、26%、20%、13%、23%, 成人服饰、卫生巾增速较快。其中成人服饰聚焦战略品类家居服、内裤等, 外出服聚焦主打舒适性的 T 恤、POLO 衫, 因产品具有突出的亲肤健康品质基因, 2020 年以来在国内波动的消费环境下持续逆势增长, 展现较强韧性。

图26: 健康生活消费品业务产品分布 (2023 年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 2017-2023 年成人服饰收入 CAGR26%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

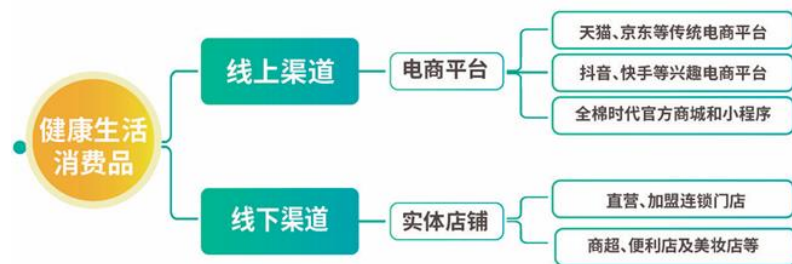
3.1.2. 渠道: 线上占比高于线下, 全渠道收入扩张

销售渠道以线上为主, 线下分为商超、门店、大客户三类渠道。1) 线上: 全平台

覆盖，截至 2023 年末全棉时代全域会员人数约 5242 万人，其中私域平台注册会员数量超 2600 万（门店超 1,200 万，官网和小程序超 1,400 万）。2) 线下：分为门店+商超+大客户三类销售渠道，截至 2023 年 12 月 31 日，全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 90 余个重点城市的中高端购物中心开设了 411 家线下门店(其中加盟店 74 家)。

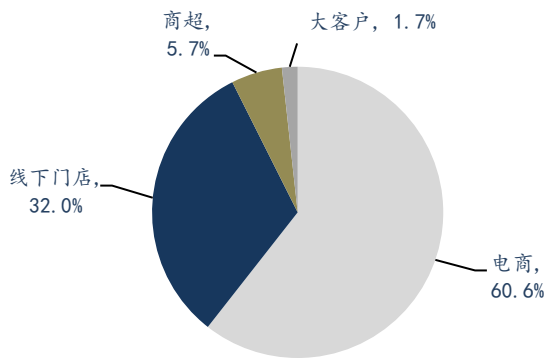
全渠道扩张，商超渠道增速较快。2023 年线上、门店、商超、大客户收入占健康生活板块比重分别为 60.6%、32.0%、5.7%、1.7%，2017-2023 年上述渠道收入 CAGR 分别为 11%、10%、27%、9%，全渠道扩张，其中商超渠道增速较快，主因增加商超渠道 SKU 铺设。

图28：健康生活消费品销售渠道



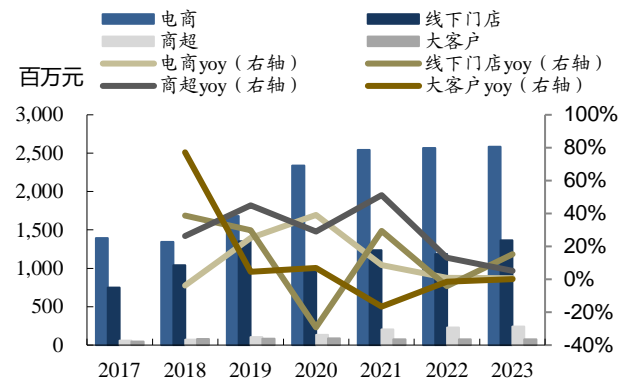
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：电商+门店收入占比达 93%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30：2017-2023 年商超渠道 CAGR27%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

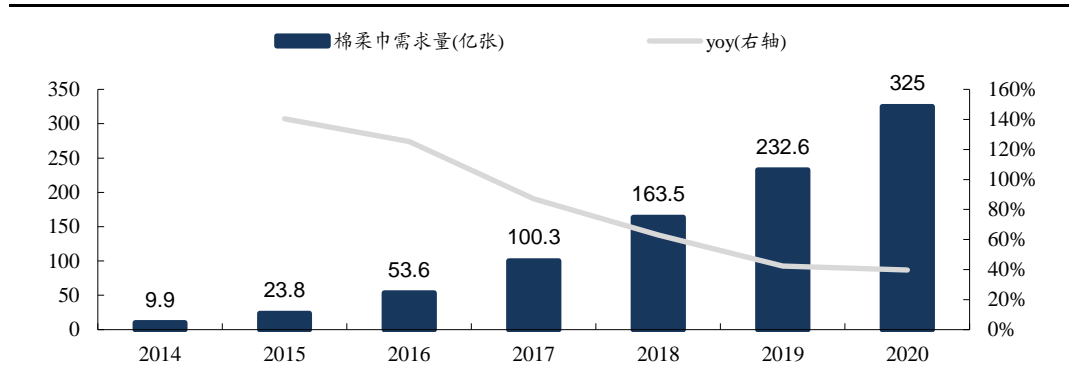
3.2. 行业：市场空间广阔，细分领域具有成长性

3.2.1. 棉柔巾：强调原材料安全理念，赛道增长较快

纯棉柔巾为全棉时代首创的革新性产品，市场需求快速扩张中。纯棉柔巾由公司创新开发，因更具环保性、不易致敏，可形成对传统纸品、毛巾的替代，纯棉柔巾市场渗透率不断提高，市场参与者迅速增多。2014-2020 年国内棉柔巾需求量从 9.9 亿张增至 325 亿张，CAGR 达 78.94%。根据 Euromonitor 统计数据，2023 年全球棉柔巾市场行业

零售规模约 610 亿片。

图31: 国内棉柔巾市场呈快速扩张趋势

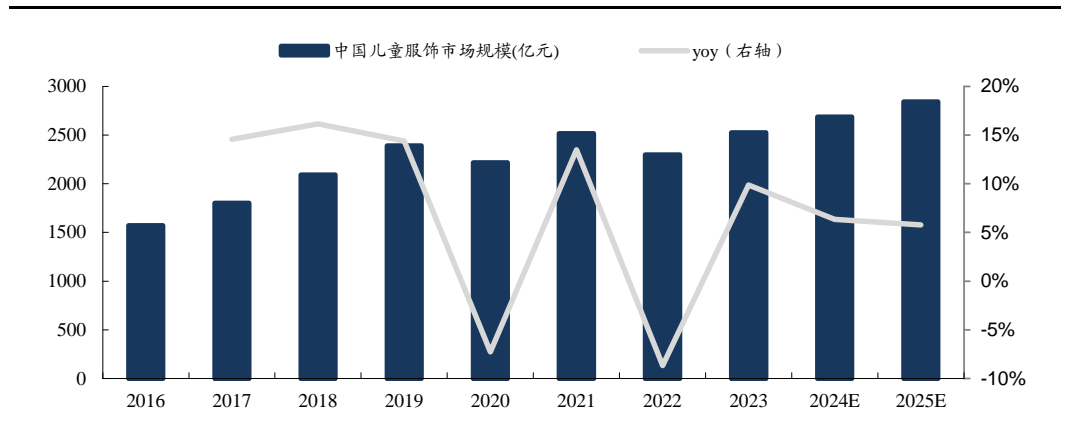


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

3.2.2. 婴童服饰+成人服饰: 空间广阔, 公司市占率低

国内婴童服饰行业规模超 2000 亿元。2016-2019 年国内童装保持中双位数增长, 2020-2022 年受疫情冲击有所波动, 2023 年国内童装市场规模 2526 亿元。公司采用纯棉材质替代传统化纤成分, 有效降低化学刺激, 在婴童市场广受欢迎。2023 年公司婴童服饰销售收入为 8.51 亿元, 市占率仅 0.34%, 提升空间较大(国内童装市占率第一大品牌巴拉巴拉市占率 5.2%)。

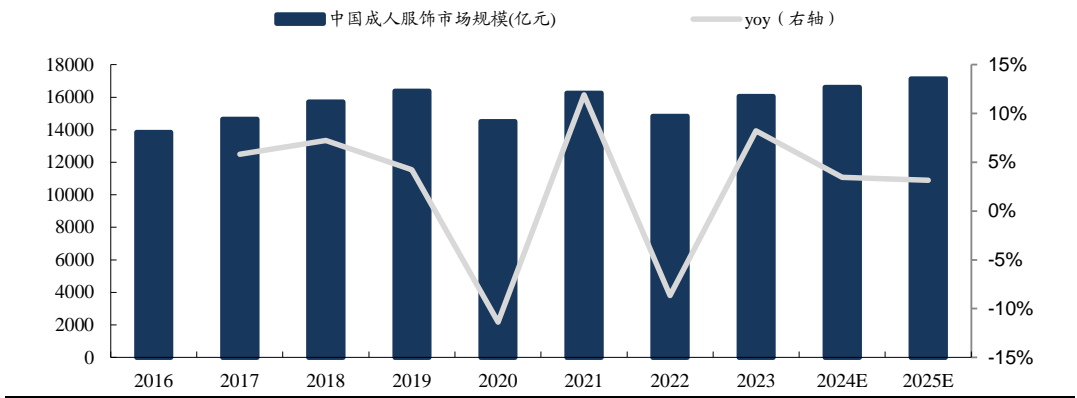
图32: 国内儿童服饰市场规模达 2000+亿元



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

成人服饰市场规模超万亿元, 空间广阔。2016-2019 年国内成人服饰市场规模呈中单位数增长趋势, 2020-2022 年受疫情影响有所波动, 2023 年同比增长 8%达 1.6 万亿元。2023 年公司成人服饰收入 8.36 亿元, 市占率仅 0.05%(国内男装/女装市占率第一大品牌海澜之家、优衣库, 市占率分别为 5%、1.9%)。

图33: 国内成人服饰市场规模达 1.5+万亿元

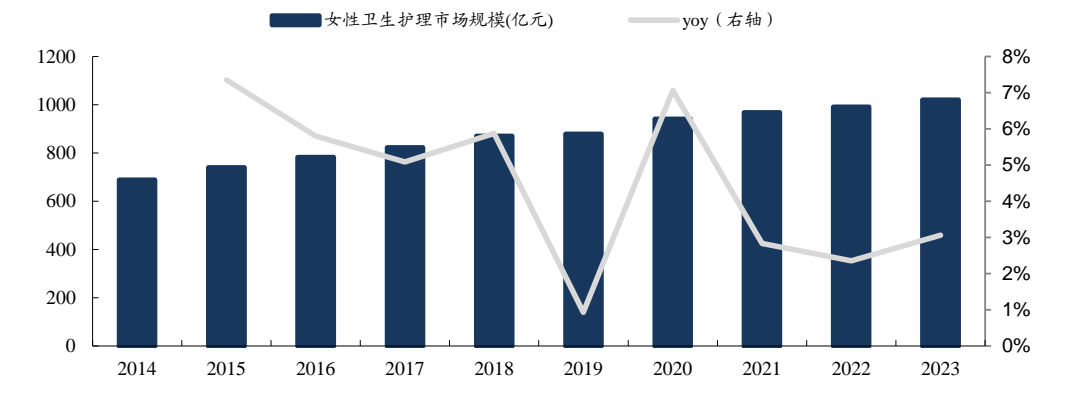


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

3.2.3. 卫生巾: 价格驱动增长, 公司份额有望持续提升

女性卫生护理用品市场规模超千亿元, 近三年保持低个位数增长。2014-2023 年我国女性卫生护理用品市场规模从 689 亿元增至 1021 亿元, CAGR 为 4.4%。

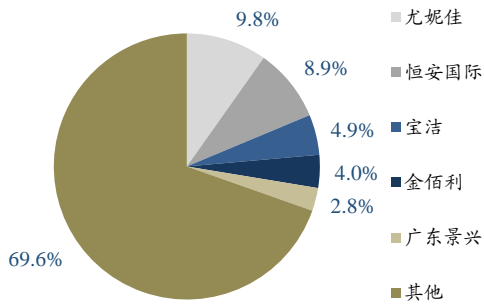
图34: 国内女性卫生护理用品市场规模稳步扩张



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

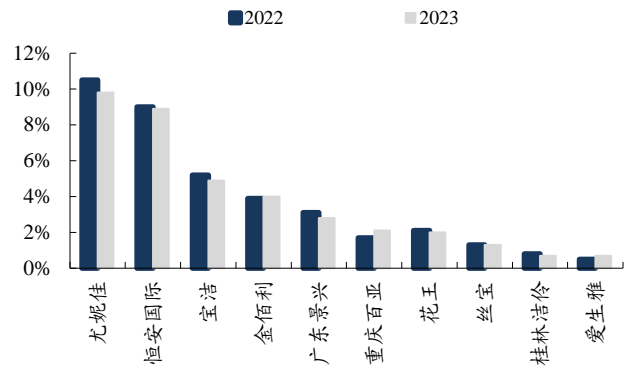
女性卫生护理用品市场较为集中, 市占率前十品牌中有 5 个本土品牌。2023 年国内女性卫生护理用品销售额 CR5 为 30.4%, 行业排名前十的企业中本土企业共有五家, 分别为恒安、景兴、洁伶、百亚、丝宝。公司推出的全棉表层卫生巾运用全棉材质, 替代传统化纤成分, 在安全性、舒适性上领先同行。2024 年 11 月国内“卫生巾塌房”事件促使女性对卫生巾产品材质、安全等级关注度大幅提升, 公司旗下“奈丝公主”卫生巾品牌标有医护级产品认证, 有望在本次事件中吸引更多女性消费者。

图35: 2023年女性卫生护理用品企业市场份额



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图36: 本土品牌挤进女性卫生护理用品市场前十



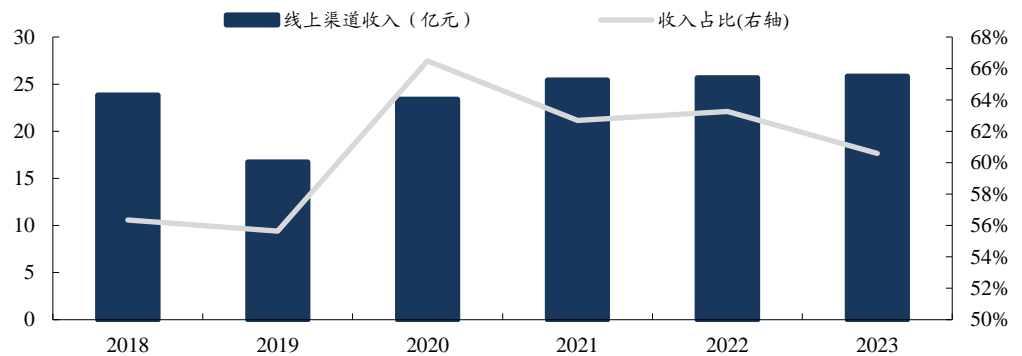
数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

3.3. 增长驱动: 线上平台多元化, 线下拓店提效同步发力

3.3.1. 线上: 平台多元化, 有效沉淀私域流量

线上渠道以传统货架电商为主, 2024年以来新兴平台抖音增长翻倍。目前全棉时代实现多元化布局线上渠道, 包括天猫(淘系平台占线上收入约50%, 后同)、京东(占比约20%)、唯品会等传统货架电商, 抖音(占比约10%)、小红书等兴趣电商平台以及官网、小程序(占比约15%)等自有平台。2020年以来健康生活消费品业务线上销售收入占比超过60%。24年前三季度线上渠道收入同比增长14%, 其中抖音渠道同比翻倍, 主因公司优化抖音平台投放思路, 相较以往更加重视内容输出和自播带货。

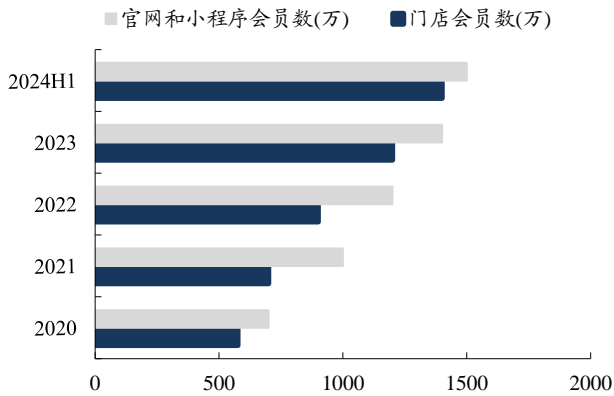
图37: 近年来线上渠道收入占比超60%



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

精心布局私域, 实现流量有效沉淀。全棉时代通过线上线下渠道融合, 线下消费者可通过线上渠道满足后续消费需求, 线上消费者亦可通过线下渠道进一步获得产品信息和服务体验, 渠道间相互引流, 有效沉淀私域流量。同时公司通过社群SOP、签到打卡、限量秒杀、知识科普和游戏互动等多种方式促活转化, 还利用小程序运营, 打造内容社区提高拉新转化率与老客复购率。截至24H1全棉时代私域注册会员数约2900万(门店约1,400万, 官网和小程序约1,500万)。

图38: 全棉时代历年私域会员数



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图39: 全棉时代公众号、小程序示意



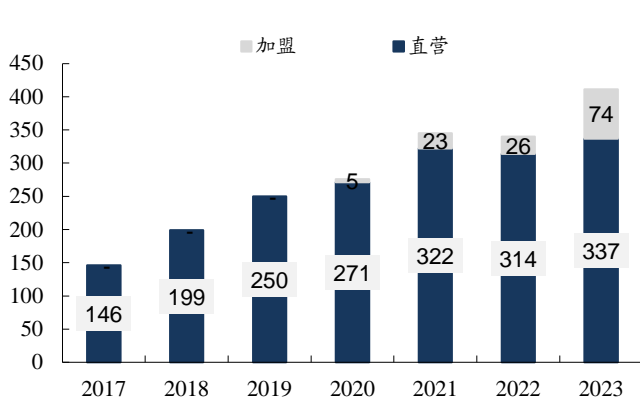
数据来源: 公司微信公众号、小程序, 东吴证券研究所

3.3.2. 线下: 拓店提效双轮驱动

线下渠道以门店为主。2023年线下门店、商超、大客户分别贡献收入13.64/2.42/0.74亿元, 占健康生活消费品板块收入32%/5.7%/1.7%, 线下渠道以门店为主。

线下门店以直营为主, 门店数量存在较大开店空间。公司将品牌理念融入店铺设计中, 聘请国内外知名设计师升级门店形象, 以兼具美观度与饱满度的展览式产品陈列方式提升客户的消费体验, 并增加体验区, 以此强化门店的展示性和消费者体验。截至2024H1, 公司已在深圳、上海、北京、广州等全国100余个重点城市的中高端购物中心开设了444家线下门店, 其中直营/加盟店分别360/84家, 占比分别为81%/19% (2019年以前全为直营店, 2020年5月起公司逐步引入加盟商)。与同行头部公司数千家门店相比, 公司门店数量较少, 开店空间广阔, 预计未来有望以每年新开100家、净开80家左右的速度拓店。

图40: 全棉时代线下门店数量呈扩张趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 全棉时代线下门店示意图

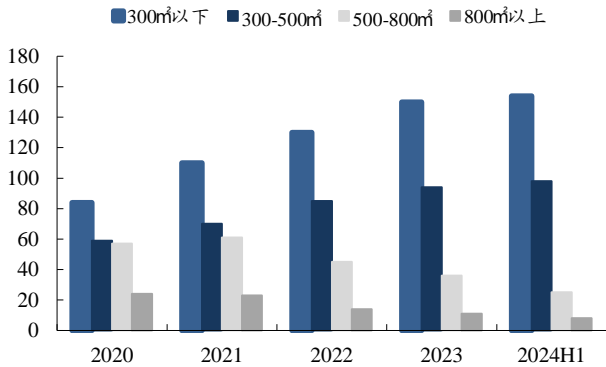


数据来源: 微信公众号, 东吴证券研究所

门店结构调整, 门店运营、盈利能力逐步回归。2020-2022年线下门店经营面临较

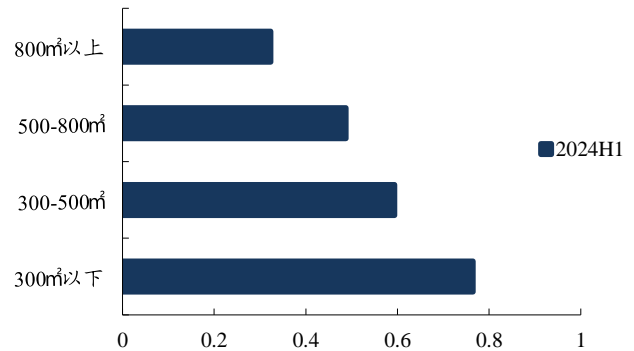
大挑战，公司在此期间对店铺结构进行调整。通过测试不同面积店型的单店盈利，300平、300-500平店型的坪效和盈利性高于500平以上大店，因此近几年公司重点拓展500平以下店铺。截至24H1全棉时代300平以下/300-500平/500-800平/800平以上门店分别154/98/25/8家，占线下门店总数54%/34%/9%/3%。2023年公司坪效1.1万元/平，较历史高点1.51万元/平仍有较大提升空间，随店型结构进一步调整，产品矩阵及品质优势进一步发挥效果，公司坪效有望逐步回升。

图42: 全棉时代线下门店结构调整



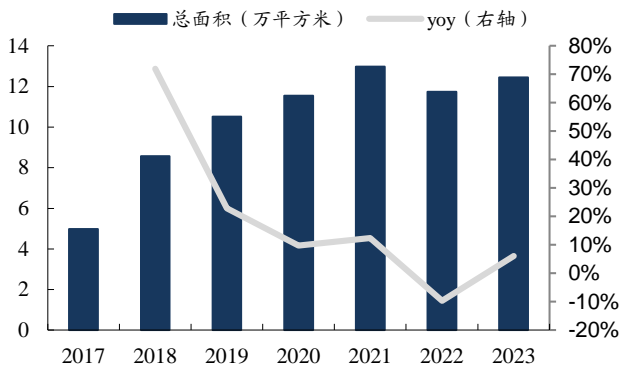
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图43: 2024H1 全棉时代直营门店坪效 (万元/平)



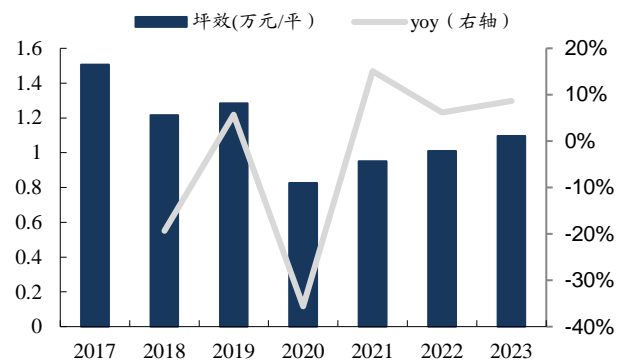
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图44: 2021年以来门店总面积有所调整



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图45: 坪效较2019年以前水平有提升空间



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

商超渠道聚焦高端及地区龙头超市,有效补充门店效率不足。在连锁商超渠道方面,公司根据全棉时代高品质消费品的产品定位,主要在全国知名连锁超市、高端精品超市、地区龙头超市和连锁便利店、美妆店、线下母婴店等进行布局,同时公司还设有专门的销售团队对企业客户的批量采购或定制采购需求进行覆盖。截至2022年全棉时代产品入驻商超如华润万家、大润发、Ole精品超市、山姆会员店、沃尔玛、永辉、天虹等主流连锁超市约11,000个网点,7-11、罗森、便利蜂、Today、每一天、红旗等连锁便利店超20,000家,屈臣氏、孩子王、爱婴岛等美妆店和线下母婴店超7500家。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

医用耗材: 2020-2023 年受国内外疫情影响业绩波动较大, 2024 年以来随基数效应消退 (感染防护产品 2023 年高基数) 同比增速逐季改善, 预计 2024 年营收小幅下滑、毛利率同比下降。2025-2026 年随基数恢复常态, 预计传统耗材恢复至个位数增长, 高端敷料、手术室耗材在差异化产品使用率提升带动下增长相对较快, 预计医用耗材整体收入 (不考虑 GRI 并表情况下) 2025-2026 年分别同比增长 13%/13%。

健康生活: 通过“绵≠棉”的消费者教育, 以及产品使用场景创新, 干湿棉柔巾预计迎来增长加速期, 预计 2024-2026 年分别同比增长 30%/25%/22%, 成人服饰、卫生巾延续双位数以上的较快增长趋势, 婴童服饰通过增加中大童服饰占比有望改善增长趋势, 预计 2024-2026 年同比增长中个位数。合计来看, 预计 2024-2026 年健康生活业务收入分别同比增长 14.5%/13.7%/13.3%, 毛利率基本保持稳定。

公司层面: 结合 GRI 并表, 预计 2024-2026 年公司营收分别同比+6.4%/+23.5%/+13.2% 至 87.1/107.5/121.7 亿元。

表6: 2024-2026 年分业务盈利预测 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	8,185.02	8,705.28	10,749.12	12,171.96
yoy	-27.89%	6.36%	23.48%	13.24%
毛利率	49.00%	48.48%	47.84%	47.99%
按行业划分				
医用耗材	3,861.75	3,451.38	3,900.12	4,409.10
yoy	-46.39%	-10.63%	13.00%	13.05%
占比	47.18%	39.65%	36.28%	36.22%
毛利率	40.43%	38.04%	38.39%	38.79%
其中: 伤口与包扎护理产品	1,152.98	1,210.63	1,307.48	1,412.08
yoy	7.00%	5.0%	8.0%	8.0%
感染防护产品	912.50	228.12	246.37	266.08
yoy	-80.73%	-75.0%	8.0%	8.0%
高端伤口护理敷料产品	595.39	714.47	857.36	1,028.84
yoy	27.68%	20.0%	20.0%	20.0%
手术室耗材产品	555.21	627.38	708.94	801.10
yoy	17.69%	13.0%	13.0%	13.0%
个人护理	298.89	358.67	430.40	516.48
yoy	11.17%	20.0%	20.0%	20.0%
其他医用耗材	346.78	312.11	349.56	384.51
yoy	89.46%	-10.0%	12.0%	10.0%
GRI 并表	1,060.00	1,123.60	1,191.02	1,345.85
yoy		6.0%	6.0%	13.0%

健康生活消费品	4,262.58	4,879.62	5,547.52	6,286.27
yoy	5.12%	14.48%	13.69%	13.32%
占比	52.08%	55.59%	50.95%	51.19%
毛利率	56.86%	56.65%	56.57%	56.51%
其中：干湿棉柔巾	1,187.13	1,543.27	1,929.08	2,353.48
yoy	2.77%	30.0%	25.0%	22.0%
婴童服饰用品	850.73	893.26	937.93	984.82
yoy	0.25%	5.0%	5.0%	5.0%
成人服饰	836.20	944.90	1,058.29	1,185.28
yoy	21.68%	13.0%	12.0%	12.0%
卫生巾	593.01	681.96	784.25	901.89
yoy	4.16%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4.2. 投资建议

公司以医用敷料代工起家，现布局医用耗材+健康生活两大业务板块。经过多年深耕，公司在医用耗材领域形成产能、产品、客户、渠道等优势，当前为国内医用耗材龙头；在健康生活消费品领域凭借“医疗背景、全棉理念、品质基因”的独特定位和优势与同行差异化竞争，波动环境不改持续增长趋势。公司 2024 年发布股权激励，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），展现公司对未来发展的信心。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 7.86/9.52/11.17 亿元，分别同比+35.5%/+21.1%/+17.3%，对应 PE 分别为 29/24/21X。

公司双业务齐头并进，业内可比公司较少，我们选取医用敷料企业振德医疗、生活用纸龙头中顺洁柔、卫生护理企业百亚股份进行比较，公司体量更大，预期增速在同行中较高，估值略低于百亚股份，首次覆盖，给予“增持”评级。

表7：可比公司估值

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY				PE			
			23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
603301.SH	振德医疗	56.09	1.98	4.39	4.97	6.16	-70.8%	121.3%	13.1%	24.0%	28.27	12.77	11.29	9.10
003006.SZ	百亚股份	96.00	2.38	3.24	4.22	5.38	27.2%	36.1%	30.1%	27.4%	40.29	29.60	22.75	17.86
002511.SZ	中顺洁柔	85.38	3.33	3.25	3.82	4.53	-4.9%	-2.4%	17.7%	18.5%	25.66	26.29	22.33	18.85
	平均值	79.15	2.56	3.63	4.34	5.36		41.4%	19.6%	23.5%	31.41	22.89	18.79	15.27
300888.SZ	稳健医疗	229.96	5.80	7.86	9.52	11.17	-64.8%	35.5%	21.1%	17.3%	39.62	29.26	24.16	20.59

数据来源：Wind，东吴证券研究所。交易数据日期为 2025/1/6，稳健医疗盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司来自 Wind 一致预测。

5. 风险提示

棉价波动：公司原材料主要为棉花，棉价波动可能导致利润率受影响。

终端消费持续低迷：国内消费环境偏弱，可能对健康生活消费品业务有一定影响。

并购企业整合效果不及预期：公司 2024 年新并购国际企业 GRI，当前仍处整合协同阶段，若整合效果不及预期可能影响短期业绩。

稳健医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,556	10,365	11,578	12,706	营业总收入	8,185	8,705	10,749	12,172
货币资金及交易性金融资产	7,556	7,408	8,260	9,121	营业成本(含金融类)	4,175	4,485	5,606	6,331
经营性应收款项	963	1,011	1,097	1,238	税金及附加	66	70	86	97
存货	1,434	1,345	1,569	1,660	销售费用	2,090	2,220	2,741	3,104
合同资产	0	0	0	0	管理费用	694	696	838	949
其他流动资产	602	601	652	688	研发费用	322	366	451	511
非流动资产	6,556	6,638	6,595	6,549	财务费用	(62)	(61)	(59)	(76)
长期股权投资	21	21	21	21	加:其他收益	101	104	129	146
固定资产及使用权资产	3,167	3,028	2,890	2,751	投资净收益	127	131	161	183
在建工程	985	1,085	1,185	1,285	公允价值变动	47	0	0	0
无形资产	995	986	975	960	减值损失	(389)	(155)	(155)	(155)
商誉	864	864	864	864	资产处置收益	32	0	0	0
长期待摊费用	131	131	131	131	营业利润	818	1,010	1,220	1,429
其他非流动资产	394	523	530	537	营业外净收支	(68)	(15)	(15)	(15)
资产总计	17,112	17,003	18,173	19,255	利润总额	750	995	1,205	1,414
流动负债	4,271	3,969	4,397	4,608	减:所得税	121	149	181	212
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,717	1,366	1,166	966	净利润	629	845	1,024	1,202
经营性应付款项	1,433	1,433	1,791	2,022	减:少数股东损益	48	59	72	84
合同负债	193	174	215	243	归属母公司净利润	580	786	952	1,117
其他流动负债	928	996	1,225	1,377	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.00	1.35	1.64	1.92
非流动负债	731	761	761	761	EBIT	753	933	1,146	1,338
长期借款	170	170	170	170	EBITDA	1,348	1,116	1,331	1,526
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.00	48.48	47.84	47.99
租赁负债	292	292	292	292	归母净利率(%)	7.09	9.03	8.86	9.18
其他非流动负债	269	299	299	299	收入增长率(%)	(27.89)	6.36	23.48	13.24
负债合计	5,002	4,730	5,158	5,370	归母净利润增长率(%)	(64.84)	35.46	21.14	17.32
归属母公司股东权益	11,533	11,637	12,307	13,094					
少数股东权益	577	636	708	792					
所有者权益合计	12,110	12,273	13,015	13,886					
负债和股东权益	17,112	17,003	18,173	19,255					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,063	1,049	1,372	1,400	每股净资产(元)	19.40	19.98	21.13	22.49
投资活动现金流	1,030	(647)	(496)	(474)	最新发行在外股份(百万股)	582	582	582	582
筹资活动现金流	(1,785)	(1,056)	(525)	(566)	ROIC(%)	4.31	5.59	6.78	7.59
现金净增加额	307	(648)	352	360	ROE-摊薄(%)	5.03	6.76	7.74	8.53
折旧和摊销	595	182	185	188	资产负债率(%)	29.23	27.82	28.38	27.89
资本开支	(645)	(150)	(150)	(150)	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.62	29.25	24.14	20.58
营运资本变动	(414)	(63)	112	(11)	P/B(现价)	2.04	1.98	1.87	1.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>