

稳健医疗（300888）

证券研究报告
2025年02月18日

全棉时代加速发展可期

2025 年全棉时代战略“产品领先、卓越运营、品牌向上、数智赋能”

产品方面，稳住四大核心战略品的创新力和竞争力。渠道方面，2024 年全棉时代电商渠道增长优于线下，特别是抖音和传统电商增速引领全渠道，2025 年预计将继续保持这一趋势。公司将发挥电商运作方面的能力和优势，把销售做好。

线下渠道方面，2024 年门店同店同比所有增长，2025 年公司要继续精进。展店计划方面，公司要继续寻找优质项目，2025 年目标新开百家左右新店。营销方面，公司提出“品牌向上”，要求更优质的内容和更精准的投放，获得用户共鸣，继续提升品牌势能。

奈丝公主 24 年 12 月电商快速增长

24 年 11 月卫生巾行业舆情事件发生后，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，承接住了流量红利，多年来积累的产品品质得到了用户和零售商的认可，12 月在各大电商平台市场排名显著提升。基于这样难得市场机会，公司希望中长期，无论在线上还是线下，总体目标是通过不断的努力，成为中国排名前列的卫生巾品牌。

首先从潜力来说，卫生巾的市场潜力比棉柔巾更大。中国卫生巾市场规模达 1000 亿，头部品牌可做到几十亿规模。如果奈丝公主能成为头部品牌，卫生巾是有潜力成为全棉时代第一大爆品的，公司需要抓住机遇努力奋斗。2025 年，卫生巾是重要的战略品类，公司将倾斜资源投入，包括供应链、营销和产品研发。供应链方面，公司积极采购设备，扩大产能，提升供给。

全棉时代会员数快速增长

会员增长方面，2024 年末全棉时代全渠道会员总量突破 6000 万，较去年末增长 16%。会员粘性方面，2024 年全年，全棉时代成交会员人数同增超 20%，反映了品牌受欢迎程度的提升和产品喜爱度的增加；高价值会员的复购率超 40%，他们的消费能力较强，复购次数保持在四次以上，是品牌的宝贵资产。2025 年公司将继续重视新会员的拉新，打好品牌的后续发展基础。同时，公司将提供更好的服务，增强高价值会员的粘性，鼓励他们参与品牌活动和新品体验，进一步稳固和增强与品牌的联系。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计 24-26 年归母净利润为 8.1 亿元、10.3 亿元、12.7 亿元，EPS 分别为 1.4、1.8 以及 2.2 元/股，PE 分别为 28x、22x、18x。

风险提示：市场竞争激烈，核心高管流失，发展不及预期

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)	13.66	38.85	27.83	21.80	17.77
市净率(P/B)	1.93	1.96	1.88	1.80	1.70
市销率(P/S)	1.99	2.75	2.70	2.30	1.95
EV/EBITDA	7.14	7.88	13.81	9.84	8.74

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.45 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)	21,808.25
流通 A 股市值(百万元)	6,572.69
每股净资产(元)	19.32
资产负债率(%)	32.29
一年内最高/最低(元)	44.45/23.31

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-公司点评:全棉时代可持续发展，医疗出海提供新机遇》 2024-12-14
- 《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

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
流动资产合计	12,125.91	10,551.48	9,124.73	10,856.09	11,767.63
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
非流动资产合计	6,111.84	6,556.16	8,551.21	8,467.15	8,515.60
资产总计	18,237.75	17,112.02	17,677.39	19,325.19	20,285.82
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
流动负债合计	5,487.47	4,271.01	4,011.20	5,332.13	5,402.12
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
非流动负债合计	567.51	730.69	1,050.58	787.51	937.70
负债合计	6,054.98	5,001.70	5,061.78	6,119.64	6,339.83
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)
股东权益合计	12,182.77	12,110.32	12,615.61	13,205.56	13,945.99
负债和股东权益总计	18,237.75	17,112.02	17,677.39	19,325.19	20,285.82

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
经营活动现金流	2,983.47	1,063.33	(1,231.58)	2,428.06	(173.49)
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)
投资活动现金流	(3,818.12)	1,030.28	(613.06)	(219.54)	(285.55)
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)
筹资活动现金流	1,117.51	(1,785.43)	481.28	(1,099.73)	634.31
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	282.86	308.18	(1,363.37)	1,108.79	175.28

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
营业收入	11,351.33	8,185.02	8,356.91	9,794.30	11,567.06
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)
营业利润	1,976.55	817.97	1,040.28	1,346.58	1,651.65
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
利润总额	1,919.51	749.85	994.27	1,284.62	1,589.56
所得税	245.30	121.30	159.18	206.82	255.76
净利润	1,674.20	628.55	835.09	1,077.80	1,333.80
少数股东损益	23.62	48.14	24.83	43.27	65.12
归属于母公司净利润	1,650.58	580.40	810.26	1,034.53	1,268.68
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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

营运能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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

每股指标(元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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

估值比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率	13.66	38.85	27.83	21.80	17.77
市净率	1.93	1.96	1.88	1.80	1.70
EV/EBITDA	7.14	7.88	13.81	9.84	8.74
EV/EBIT	7.77	9.32	17.23	11.91	10.40

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