

稳健医疗（300888.SZ）

健康消费引领增长，医疗耗材持续向上

两大业务基本面同步改善，2025 年期待业绩快速释放。2024 年公司基本面企稳并逐步向好，2025 年业绩有望实现快速增长。1) 消费品业务：2024 年以来同比快速增长，主要得益于产品推新、精准营销等措施逐渐取得成效，伴随着品牌心智逐步建立，未来有望迈入高质量增长、渠道利润率持续改善的阶段，我们预计 2024~2026 年业务收入 CAGR 约 14%。2) 医用耗材业务过去收入及利润波动较大，影响公司报表业绩表现，2024 年逐步进入正常轨道，未来主业预计健康增长，同时收购 GRI 为中长期海外业务打开空间。综合来看，我们期待未来两大业务协同发展，预计共同驱动 2024 年公司收入增长 11%/归母净利润增长 30%左右，预计 2025 年收入增长 22%/归母净利润增长 40%左右。

此前公司发布股权激励计划，有望激发中长期业绩潜力。发布股权激励计划草案，针对 2025~2027 年设置业绩目标。此前公司发布股权激励计划草案，考核年度为 2025~2027 年，针对公司层面、医疗业务、消费品业务的营业收入指标分别进行考核，分为目标值和门槛值（以上一年营业收入为基数，目标值增速为 18%，门槛值增速为 13%）。目前公司基本面稳健向好，我们判断激励计划有望激发员工团队潜力、促进业务持续发展。

消费品业务：品牌向上、价值回归，核心品类卫生巾、棉柔巾等带动增长。消费品业务（2023 年收入占比 52%）2025 年有望延续健康增长，同时渠道利润率有望稳中有升。1) 产品：公司聚焦核心爆品，围绕消费者需求痛点，坚持产品研发和迭代推新，通过“绵柔巾 ≠ 棉柔巾”的科学营销有效进行市场教育，抢占棉柔巾市场份额，我们预期干湿棉柔巾销售保持亮眼表现；医护级概念卫生巾取得消费者认可，我们判断 2024Q4 以来卫生巾销售高速增长。2) 渠道：目前已形成全渠道覆盖的布局，坚持优化线下门店结构，我们判断能够有效贡献销售、优化渠道利润率、触达消费者并引流线上。

医用耗材业务：丰富产品品类、优化产品结构，中长期海外业务具备空间。医用耗材业务（2023 年收入占比 48%）早期以 OEM 代工出口海外为主；后来 2020~2022 年行业机遇带动公司将业务中心转向自有品牌（winner 稳健医疗）及国内市场；2024 年公司收购 GRI 公司，预计中长期继续发力境外业务。1) 分品类：常规医用耗材 2024Q1~Q3/单 Q3 收入分别同比+10%/+14%，我们判断未来高端敷料、手术包等产品有望继续快速增长、占比预计持续提升。2) 分业务：自有 winner 品牌美誉度持续提升，国内渠道加深渗透；此前公司并购隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶，2024 年 9 月份收购 GRI（总部位于美国的全球性医疗耗材公司，有望在渠道等方面与稳健医疗形成互补），为海外业务打开中长期发展空间。

投资建议。我们略调整盈利预测，预计 2024~2026 年公司营业收入有望分别为 90.92/111.20/125.16 亿元，同比分别+11.1%/+22.3%/+12.6%。归母净利润分别 7.48/10.59/12.29 亿元，同比分别增长 28.9%/41.6%/16.0%；目前公司总市值为 218 亿元，对应 2025 年 PE 为 21 倍；我们判断目标市值 280 亿元左右，对应 2025 年/2026 年 PE 分别为 26/23 倍，空间 25%~30%，维持“买入”评级。

风险提示：下游消费需求波动；国内市场竞争加剧风险；门店扩张不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,351	8,185	9,092	11,120	12,516
增长率 yoy（%）	41.2	-27.9	11.1	22.3	12.6
归母净利润（百万元）	1,651	580	748	1,059	1,229
增长率 yoy（%）	33.2	-64.8	28.9	41.6	16.0
EPS 最新摊薄（元/股）	2.83	1.00	1.28	1.82	2.11
净资产收益率（%）	13.7	5.2	6.1	8.4	9.4
P/E（倍）	13.2	37.5	29.1	20.5	17.7
P/B（倍）	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

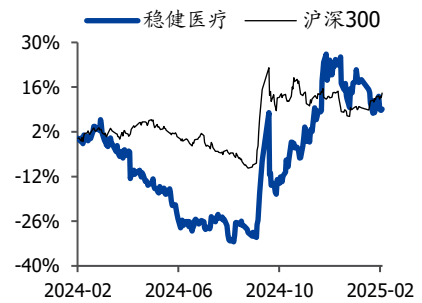
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	个护用品
前次评级	买入
02 月 21 日收盘价（元）	37.37
总市值（百万元）	21,761.66
总股本（百万股）	582.33
其中自由流通股（%）	30.14
30 日日均成交量（百万股）	4.26

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号：	S0680520070003
邮箱：	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号：	S0680523080004
邮箱：	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号：	S0680524060004
邮箱：	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《稳健医疗（300888.SZ）：健康消费、医用耗材双轮驱动，期待 2025 年业绩释放》 2025-01-19
- 2、《稳健医疗（300888.SZ）：消费品延续快速增长，医疗海外业务中长期具备空间》 2024-12-07
- 3、《稳健医疗（300888.SZ）：发布股权激励计划，期待医疗+消费共同驱动增长》 2024-10-30

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12126	10556	11109	11649	11887
现金	4527	4706	3754	3833	3710
应收票据及应收账款	984	812	704	1150	936
其他应收款	236	219	287	332	364
预付账款	229	122	268	209	328
存货	1559	1434	2061	2217	2549
其他流动资产	4591	3263	4035	3908	3999
非流动资产	6127	6556	6563	6978	7241
长期投资	22	21	24	26	29
固定资产	2313	2749	2859	3280	3475
无形资产	1033	995	1101	1230	1372
其他非流动资产	2759	2791	2579	2442	2366
资产总计	18253	17112	17673	18627	19128
流动负债	5487	4271	4400	5060	5011
短期借款	2295	1493	1493	1493	1493
应付票据及应付账款	1144	1433	1577	2106	1997
其他流动负债	2048	1345	1330	1460	1521
非流动负债	568	731	697	666	633
长期借款	0	170	136	105	73
其他非流动负债	568	561	561	561	561
负债合计	6055	5002	5097	5726	5645
少数股东权益	478	577	591	616	648
股本	426	594	594	594	594
资本公积	4546	4381	4381	4381	4381
留存收益	7246	7029	7503	8128	8821
归属母公司股东权益	11720	11533	11984	12286	12835
负债和股东权益	18253	17112	17673	18627	19128

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2983	1063	595	1391	1174
净利润	1674	629	763	1083	1262
折旧摊销	340	370	356	409	415
财务费用	-123	-62	4	-40	-57
投资损失	-51	-127	-76	-89	-86
营运资金变动	495	-449	-414	71	-320
其他经营现金流	648	703	-37	-44	-40
投资活动现金流	-3818	1030	-1022	-564	-643
资本支出	1199	753	4	412	260
长期投资	-1161	1588	-3	-2	-2
其他投资现金流	-3779	3371	-1021	-154	-385
筹资活动现金流	1118	-1785	-524	-748	-655
短期借款	2295	-802	0	0	0
长期借款	0	170	-34	-31	-32
普通股增加	0	168	0	0	0
资本公积增加	-3	-165	0	0	0
其他筹资现金流	-1174	-1156	-490	-717	-623
现金净增加额	282	307	-952	79	-124

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11351	8185	9092	11120	12516
营业成本	5973	4175	4875	5966	6647
营业税金及附加	98	66	78	93	105
营业费用	2050	2090	2006	2453	2761
管理费用	634	694	771	942	1061
研发费用	488	322	403	493	555
财务费用	-123	-62	4	-40	-57
资产减值损失	-363	-394	-136	-33	-38
其他收益	84	101	5	5	0
公允价值变动收益	32	47	37	44	40
投资净收益	51	127	76	89	86
资产处置收益	4	32	0	0	0
营业利润	1977	818	938	1317	1532
营业外收入	11	17	9	11	12
营业外支出	68	85	51	56	65
利润总额	1920	750	896	1272	1479
所得税	245	121	133	188	217
净利润	1674	629	763	1083	1262
少数股东损益	24	48	14	24	33
归属母公司净利润	1651	580	748	1059	1229
EBITDA	2263	1081	1220	1661	1874
EPS (元)	2.83	1.00	1.28	1.82	2.11

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	41.2	-27.9	11.1	22.3	12.6
营业利润(%)	33.9	-58.6	14.6	40.4	16.3
归属于母公司净利润(%)	33.2	-64.8	28.9	41.6	16.0
获利能力					
毛利率(%)	47.4	49.0	46.4	46.3	46.9
净利率(%)	14.5	7.1	8.2	9.5	9.8
ROE(%)	13.7	5.2	6.1	8.4	9.4
ROIC(%)	11.4	4.3	5.2	7.4	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.2	29.2	28.8	30.7	29.5
净负债比率(%)	-13.0	-19.8	-13.3	-13.8	-12.5
流动比率	2.2	2.5	2.5	2.3	2.4
速动比率	1.8	2.0	1.9	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	12.9	9.1	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	6.2	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.83	1.00	1.28	1.82	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	5.12	1.83	1.02	2.39	2.02
每股净资产(最新摊薄)	20.13	19.81	20.58	21.10	22.04
估值比率					
P/E	13.2	37.5	29.1	20.5	17.7
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.4	16.2	14.4	10.6	9.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 02 月 21 日收盘价

内容目录

1. 公司简介：消费品持续扩张，医用业务近年波动	5
2. 消费品：运营提升，折扣优化，有望持续高质量增长	8
2.1 产品：经营提升，盈利优化，预计持续高质量增长	9
2.2 渠道：线下新开优质门店，盈利质量有望持续优化	15
2.3 消费品业务盈利预测	16
3. 医用耗材：主业良性增长，收购 GRI 进一步扩张业务版图	17
3.1 渠道：国内业务过去波动，未来海外业务增长可期	18
3.2 产品：高端医用敷料、手术包等品类值得期待	19
3.3 并购：收购 GRI，为建设全球一站式耗材平台奠定基础	20
3.4 医疗耗材业务盈利预测	20
4. 盈利预测与投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司上市以来总市值 (亿元) 及 PE (NTM) (截至 2025 年 2 月 21 日收盘)	5
图表 2: 2019-2023 年主营收入及其 YOY (百万元, %)	6
图表 3: 2019-2023 年主营收入分产品类别占比 (%)	6
图表 4: 稳健医疗股权结构穿透图 (占比 1%以上股东, 截至 2025/2/20)	6
图表 5: 稳健医疗股权激励目标 (公司营业收入/医疗业务营业收入/消费品业务营业收入)	7
图表 6: 健康生活消费品业务 2023 年收入及过去增速驱动拆解 (亿元)	8
图表 7: 2019-2023 健康生活消费品收入及其 YOY (百万元, %)	9
图表 8: 2023 年健康生活消费品板块分产品收入占比	9
图表 9: 2020Q1-2024Q3 单季度健康生活消费品业务收入及 YOY (亿元, %)	9
图表 10: 公司消费品业务覆盖品类范围广泛	10
图表 11: 清洁纸品购物用户数同比增幅 TOP 产品类型	10
图表 12: 清洁纸品潜力趋势关键词	10
图表 13: 棉纤维/粘胶纤维/聚酯纤维材质性能对比	11
图表 14: 江苏省消保委柔巾比较试验分析部分产品单价及实测纤维含量	11
图表 15: 全棉时代在商品页面进行“绵柔巾≠棉柔巾”的科学营销	11
图表 16: 2017 年~2024Q1~Q3 干湿棉柔巾产品收入及 YOY (亿元)	12
图表 17: 2019-2023 年消费品业务毛利率	12
图表 18: 公司在奈丝公主品牌卫生巾宣传中突出“医护级”概念	12
图表 19: 2017 年~2024Q1~Q3 卫生巾产品收入及 YOY (亿元)	12
图表 20: 2010~2020 年中国卫生巾消费量 (亿片)	13
图表 21: 2011~2020 年中国卫生巾和经期裤/卫生巾及卫生护垫市场规模 (亿元)	13
图表 22: 2023 年中国卫生巾十大品牌	13
图表 23: 全棉时代卫生巾业务收入空间展望 (亿元)	13
图表 24: 全棉时代主要核心品类及场景产品	14
图表 25: 婴童用品及服饰/成人服饰/其他纺织品销售收入及 YOY (亿元)	14
图表 26: 2019-2023 年消费品分渠道收入 (亿元)	15
图表 27: 2019-2023 年消费品分渠道收入占比	15
图表 28: 2019-2023 年消费品线下门店数量 (家)	15
图表 29: 2019-2023 年消费品线下门店收入及 YOY (百万元)	15
图表 30: 2022A-2026E 公司健康生活消费品业务拆分及预测 (亿元, %)	16
图表 31: 医用耗材业务 2023 年收入及过去增速驱动拆解 (亿元)	17
图表 32: 2019-2023 医用耗材收入及 YOY (万元, %)	18
图表 33: 医用敷料板块主要产品	18
图表 34: 2019-2023 年医用业务分渠道收入 (万元)	19
图表 35: 2019-2023 年医用业务分渠道收入占比	19

图表 36:	2023 年医用耗材业务分产品营业收入占比	19
图表 37:	2019-2023 年医用耗材业务毛利率	19
图表 38:	隆泰医疗/平安医械/桂林乳胶/GRI 主营业务情况	20
图表 39:	2022A-2026E 医疗耗材业务拆分及预测 (亿元, %)	21
图表 40:	2022A-2026E 公司营业收入拆分及预测 (亿元)	22
图表 41:	2022A-2026E 公司盈利质量拆分及预测	22
图表 42:	2022A-2026E 公司核心财务指标 (百万元, %, 倍)	22
图表 43:	公司上市以来 PE (NTM) (截至 2025 年 2 月 21 日收盘)	23
图表 44:	可比公司盈利预测及估值水平 (亿元)	23

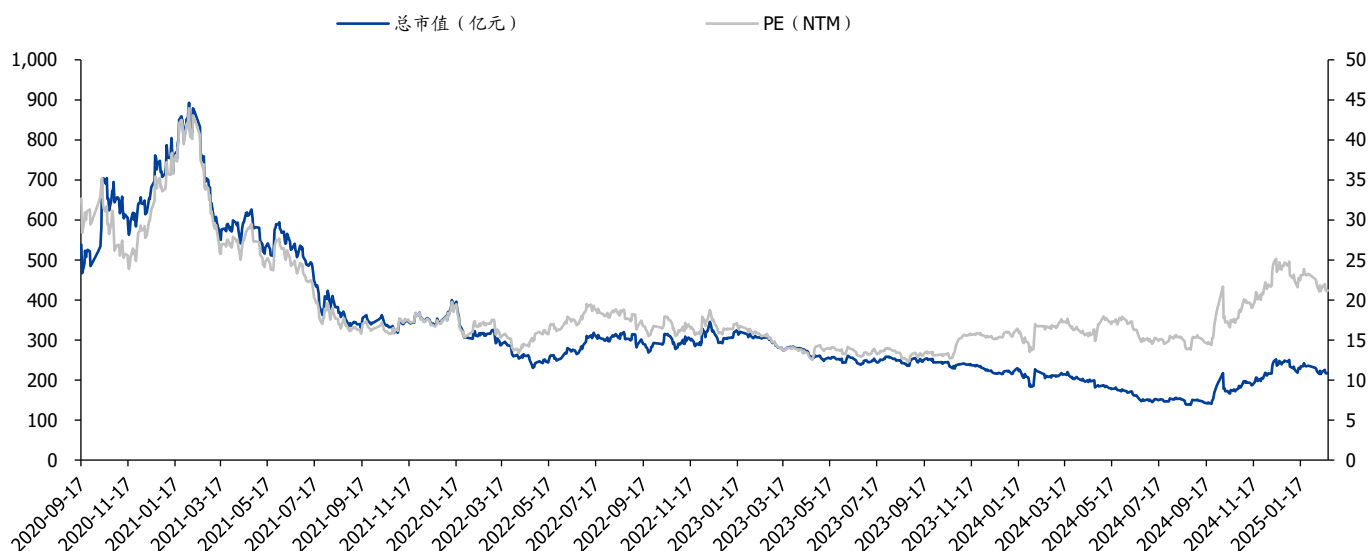
1. 公司简介：消费品持续扩张，医用业务近年波动

稳健医疗是大健康消费龙头公司之一。主业包括：1) 健康生活消费品业务，主要经营“全棉时代”品牌，为消费者提供健康、安全、环保的生活方式体验。2) 医用耗材业务，OEM+自有品牌并重，为客户提供伤口护理的综合解决方案。

2024 年公司基本面企稳：医用耗材业务逐步进入正常轨道，同比开启健康增长；消费品业务前期产品推新、精准营销取得成效，近期零售快速增长。**2025 年**两大主业有望协同高质量发展，期待公司业绩持续释放。当下我们梳理公司过去经营变化，并对未来业务趋势作出展望：

- **近期基本面趋势强劲：2025 年期待医用耗材+消费品两大业务协同发展，带动业绩持续释放。**1) 回顾 2024 年：消费品业务产品推新、精准营销、高效运营等措施取得成效，零售端同比呈现快速增长，医疗耗材收购 GRI 后预计同比高速增长，综合来看我们估计 2024Q4 公司收入有望快速增长，综合带动公司 2024 年收入预计增长 10%~15%/归母净利润有望增长 30%左右。2) 展望 2025 年：我们判断消费品业务基本面强劲表现预计持续；医疗业务中长期海外业务具备空间。
- **股价表现上：过去公司市值波动较大，主要系业务基本面受行业环境影响。**1) 上市初期股价震荡上行，总市值高达接近 900 万元（2021 年 2 月）。2) 后续在 2021 年~2022Q1 期间，国内消费环境良好，疾病防护需求较少，公司股价震荡下行至 230 亿元左右（2022 年 4 月）。3) 2022 年卫生事件管控需求增加带动市场对于公司医用耗材业务的预期，总市值高点时超过 320 亿（2023 年 1 月）。4) 2023 年~2024Q1 期间，公司因医用耗材业务销售下降、资产减值、商誉减值等因素导致利润预期下降，带动总市值下降。5) 2024 年 9 月公司公告收购 GRI，同期消费品产品及营销调整有成效、业务收入加速增长，基本面强势带动公司股价上涨。

图表1：公司上市以来总市值（亿元）及 PE（NTM）（截至 2025 年 2 月 21 日收盘）

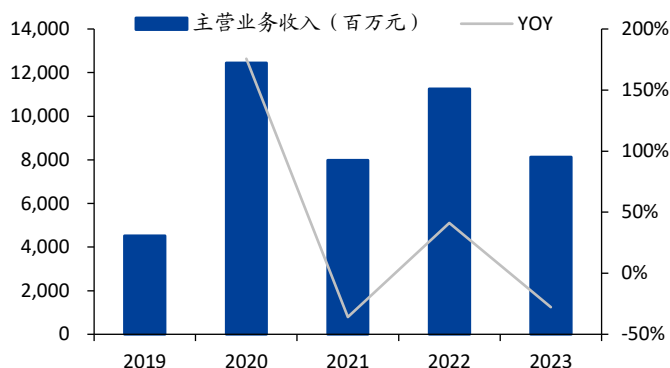


资料来源：Wind，国盛证券研究所

复盘过去几年公司经营表现驱动因素：公司主营业务主要包括两大模块，消费品业务（2023 年收入占比 52%）、医用耗材业务（2023 年收入占比 48%）。

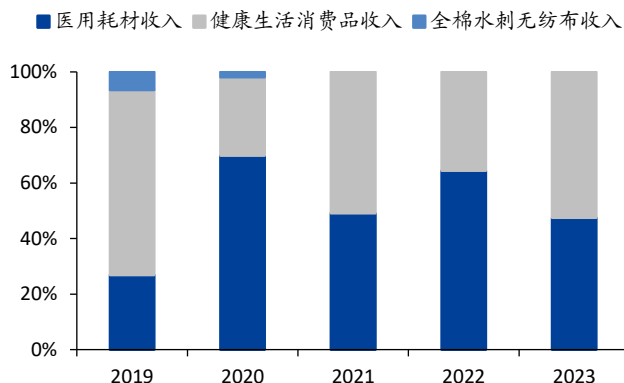
- **2017-2019 年：消费品业务拉动增长。**2017-2019 年公司主营业务收入 34.4/37.9/45.1 亿元，CAGR 为 14.6%。其中消费品业务创收 21.4/23.8/30.3 亿元，CAGR 为 18.9%，占主营业务收入比例由 62.4%提升至 67.2%。
- **2020-2023 年：防疫事件频发使得医用耗材板块业绩大幅波动。**2020 全年医用板块高速增长 616.4%，带动同期公司收入增长 174%；2021、2022、2023 医用耗材业务收入同比分别减少 55%/增加 85%/减少 47%。
- **2024Q2 以来：消费品业务零售端同比增长提速，医疗耗材业务基数恢复正常、同**比开始稳健增长。

图表2: 2019-2023 年主营收入及其 YOY (百万元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

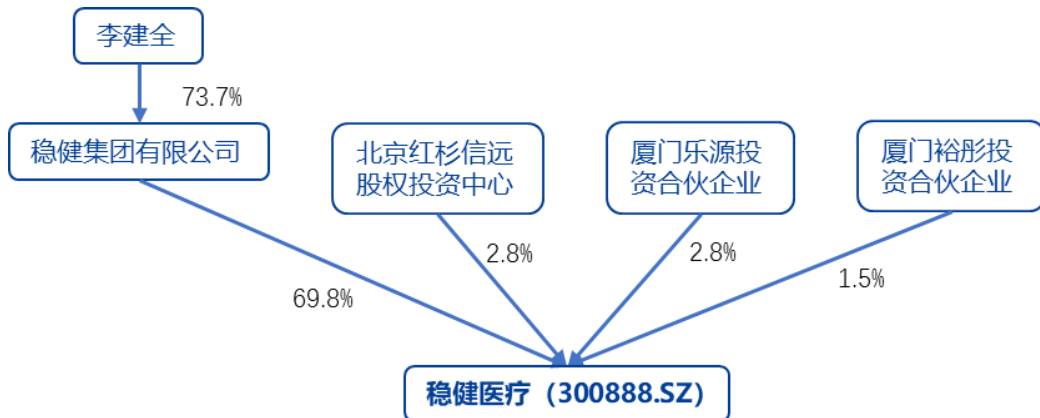
图表3: 2019-2023 年主营收入分产品类别占比 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

公司实控人持股比例高，管理层团队建设完备，此前发布股权激励计划，有望激发中长期业绩潜力。1) 公司实际控制人李建全先生间接持有公司 51.5% 的股份，过去持股比例相对稳定。2) 管理团队建设完备，此前公司发布股权激励计划，有望激发核心员工积极性，促进两大业务业绩持续发展：①授予限制性股票 747.63 万股，约占总股本的 1.28%。首次授予的激励对象为 308 人，授予价格为 15.39 元/股。②激励计划考核年度为 2025~2027 年，分别针对公司层面、医疗业务、消费品业务的营业收入指标分别进行考核，分为目标值和门槛值（以上一年营业收入为基数，目标值增速为 18%，门槛值增速为 13%，不包括 2024 年 8 月以后及未来三年新并入公司数据）。

图表4: 稳健医疗股权结构穿透图 (占比 1%以上股东, 截至 2025/2/20)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 稳健医疗股权激励目标 (公司营业收入/医疗业务营业收入/消费品业务营业收入)

	归属期	触发值 (Am)	目标值 (An)
首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票 (若预留部分 在2024年授予)	第一个归属期	以2024年业绩为基数, 2025年营业收入增长率为13%	以2024年业绩为基数, 2025年营业收入增长率为18%
	第二个归属期	以2025年业绩为基数, 2026年营业收入增长率为13%	以2025年业绩为基数, 2026年营业收入增长率为18%
	第三个归属期	以2026年业绩为基数, 2027年营业收入增长率为13%	以2026年业绩为基数, 2027年营业收入增长率为18%
预留授予的限制性股票 (若预留部分在2025年授予)	第一个归属期	以2025年业绩为基数, 2026年营业收入增长率为13%	以2025年业绩为基数, 2026年营业收入增长率为18%
	第二个归属期	以2026年业绩为基数, 2027年营业收入增长率为13%	以2026年业绩为基数, 2027年营业收入增长率为18%
各归属期对应公司层面可归属比例 X1			
$A \geq A_n$			$X1 = 100\%$
$A_m \leq A < A_n$			$X1 = 80\%$
$A < A_m$			$X1 = 0$
注: ①公司分别针对 公司合并报表层面、医疗耗材业务、消费品业务的营业收入指标分别进行考核, 公司将按业绩达成情况分别确认相应的归属比例, 并为满足归属条件的激励对象办理归属事宜。			
② 上述“营业收入”及业绩目标 不包括2024年8月以后及未来三年新并入公司数据;			
③上述业绩考核目标不构成公司对投资者的业绩预测和实质承诺。			

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2. 消费品：运营提升，折扣优化，有望持续高质量增长

公司健康生活消费品业务主要经营“全棉时代”品牌，过去持续拓展细分产品品类，线下门店稳健扩张，共同驱动业务增长。1) 2023 年业务收入规模达到 42.6 亿元，过去 6 年 CAGR (2017~2023 年，下同) 为 12.1%。2) 2024Q1~Q3 收入同比+14%至 33.6 亿元 (其中 Q3 同比+21%，业务增长进一步提速)，我们判断 2024Q4 以来业务保持稳健快速增长趋势。拆分公司消费品业务收入过去增长驱动因素如下：

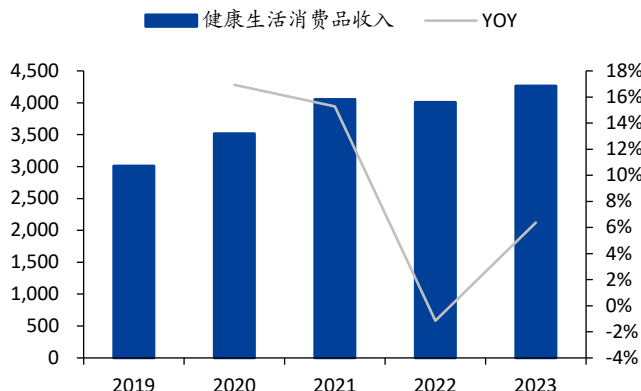
- 分产品来看，消费品业务产品可分为无纺、有纺两大类，囊括产品众多。早期业务以棉柔巾为核心产品，后期完善全品类布局。1) 过去增速较快的主要系卫生巾品类 (近 6 年 CAGR 为 19.5%)、成人服饰品类 (近 6 年 CAGR 为 26.4%)，干湿棉柔巾 (近 6 年 CAGR 为 7.2%)、婴童用品及服饰 (近 6 年 CAGR 为 4.5%) 则以稳健增长为主。2) 展望未来，我们预计卫生巾业务受益于行业机遇持续快速增长，预计棉柔巾品类在精准营销、新品迭代带动下稳健快速增长，预计有纺服饰品类在线下拓展的带动下稳健增长。
- 分渠道来看，消费品业务以电商渠道为主 (2023 年占比 60%+)、以线下门店及商超渠道为辅 (2023 年占比接近 40%)。1) 过去增速较快的主要系线下门店渠道 (近 6 年 CAGR 为 13.2%，我们判断主要系公司持续扩张线下门店数量规模)、商超渠道 (近 6 年 CAGR 为 27.3%，但目前占比仍相对较小)。2) 展望未来，我们预计线下门店结构调整有望带动渠道费用率优化，进而预计带动业务盈利质量稳中有升。

图表6：健康生活消费品业务 2023 年收入及过去增速驱动拆解 (亿元)

	2023年收入 (亿元)	2017-2020CAGR	2020-2023CAGR	2017-2023CAGR
健康生活消费品业务	42.6	17.9%	6.6%	12.1%
分渠道				
电子商务	25.8	18.8%	3.4%	10.8%
线下门店	13.6	13.8%	12.6%	13.2%
商超渠道	2.4	33.2%	21.6%	27.3%
大客户	0.7	25.6%	-6.2%	8.5%
分产品				
干湿棉柔巾	11.87	13.9%	0.9%	7.2%
卫生巾	5.93	26.9%	12.5%	19.5%
其他无纺品	3.81	49.6%	-14.0%	13.4%
婴童用品及服饰	8.51	-0.5%	9.7%	4.5%
成人服饰	8.36	29.8%	23.1%	26.4%
其他纺织品	4.14	27.8%	18.2%	22.9%

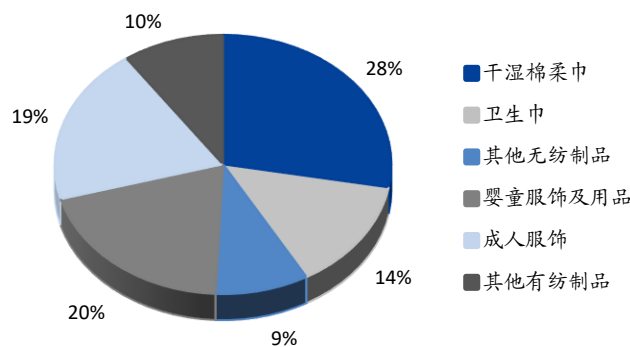
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表7: 2019-2023 健康生活消费品收入及其 YOY (百万元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

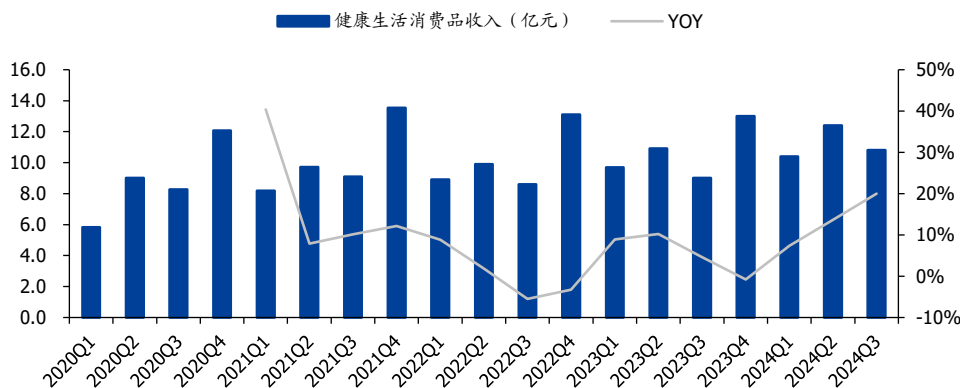
图表8: 2023 年健康生活消费品板块分产品收入占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

展望未来: 业务规模预计继续稳步扩张, 同时渠道结构调整有望带来费用优化、高毛利率品类占比预计提升, 有望综合带动业务利润率稳步上行。1) 收入层面, 消费品业务 2024Q3 同比快速增长, 我们判断主要得益于产品推新、精准营销、高效运营等措施带来市场份额的上升, 未来趋势具备延续性。我们预计 2024~2026 年消费品业务收入分别为 49.8/57.4/65.0 亿元, 同比分别+16.9%/+15.2%/+13.2%。2) 盈利质量层面, 考虑品类及渠道结构优化, 我们估计未来业务毛利率或有望继续提升。

图表9: 2020Q1-2024Q3 单季度健康生活消费品业务收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2.1 产品: 经营提升, 盈利优化, 预计持续高质量增长

公司聚焦核心爆品, 坚持产品研发和迭代推新, 通过“绵柔巾≠棉柔巾”的科学营销有效进行市场教育, 医护级概念卫生巾取得消费者认可, 我们估计 2024Q4 以来卫生巾销售高速增长、干湿棉柔巾销售保持亮眼表现。

公司全棉时代业务品类广泛, 覆盖多个行业。健康生活消费品业务产品主要包括无纺+有纺两大类。其中无纺主要包括干湿棉柔巾 (占比 28%, 2023 年数据, 下同)、卫生巾 (占比 14%) 等; 有纺主要包括婴童服饰 (占比 20%)、成人服饰 (占比 20%) 等纺织类消费品。1) 公司是棉柔巾品类龙头, 棉柔巾用途广泛、使用便捷、环保健康, 有望抢占生活用纸 (尤其是对湿韧强度有一定要求的面巾纸) 原有市场。2) 卫生巾、湿巾赛道市场规模平稳, 公司凭借舒适、安全、环保的产品和品牌理念, 持续抢占市场份额。3) 在内衣家居服、床上用品等领域中, 公司凭借多品类的优势打造一体化、全方位的“健

康生活方式”。

图表10: 公司消费品业务覆盖品类范围广泛

品类	主要品牌	公司是否为排名前十品牌	行业集中度
棉柔巾	purcotton/全棉时代、damah、心相印、bc babycare、tempo/得宝、honeymate、德佑、艾特美、kub/可优比、vinda/维达	是，排名第一	高
卫生巾	whisper/护舒宝、sofy/苏菲、七度空间、高洁丝、laurier/乐而雅、abc、freemore/自由点、lodycare/洁婷、m.password/棉密码、purcotton/全棉时代	是	低
湿巾	心相印、vinda/维达、兴洛、乐智屋	否	低
内衣家居服	南极人、恒源祥、派森斯、miow/猫人、uniqlo/优衣库、ubras、bananain/蕉内	否	中
床上用品	南极人、水星、罗莱、博洋、富安娜、梦洁	否	中

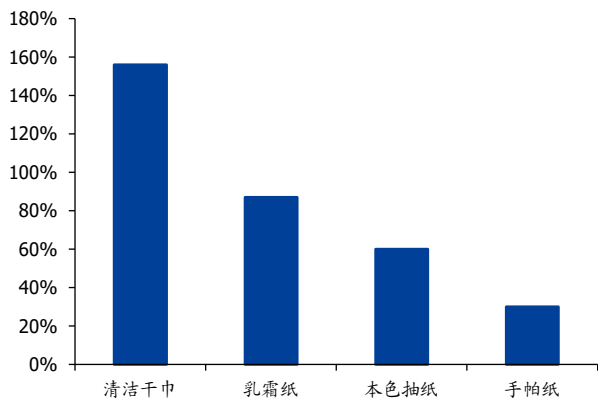
资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

1、棉柔巾品类：精准营销有成效，产品品质逐步得到市场认可。

全棉时代是棉柔巾领域的龙头，早期规模及先发优势突出。棉柔巾是消费者首次接触全棉时代品牌的重要品类。该产品主要针对的消费需求有二：1）女性洁面方面，棉柔巾常用于脸部清洁及后续的护肤、化妆全套步骤中。2）婴儿护理方面，初生婴儿的皮肤较为娇嫩、敏感，棉柔巾在婴儿护理中常用于日常清洁擦拭脸部及其他身体部位，以及婴幼儿进食及活动过程中的辅助清洁。

一次性的全棉棉柔巾具有卫生、无菌、柔软、便捷的优点，契合消费需求。相较于传统毛巾及纸巾，棉柔巾品类：1）解决了传统毛巾长期湿润状态容易滋生细菌等微生物、多次重复洗涤后柔软度欠佳的问题；2）避免了普通纸巾容易出现的掉毛、湿润时易烂的缺点。3）相对含化学成分较多的湿巾而言更加安全、健康。据京东《2024 生活用纸行业消费趋势报告：功能细分、功效创新、专纸专用趋势明显》，在消费者购买清洁纸品的时候，一次性洗脸巾、杀菌卫生、100%全棉等成为受关注的潜力趋势。

图表11: 清洁纸品购物用户数同比增幅 TOP 产品类型



资料来源：京东消费及产业发展研究院，国盛证券研究所

图表12: 清洁纸品潜力趋势关键词



资料来源：京东消费及产业发展研究院，国盛证券研究所

由于低价竞品抢占份额，2020-2022 年间公司棉柔巾销售表现平淡，业务毛利率表现也相对较弱。1）伴随着棉柔巾市场规模持续扩张，2020~2022 年间陆续有新品牌入场参与市场竞争，目前其他主要品牌包括洁柔、babycare、洁丽雅、棉花秘密、好孩子、

子初、可优比等等。2) 其中部分品牌推出低价产品抢占份额: 市场上的低价产品多以化学纤维为原材料, 但在宣传中采用“绵柔巾”、“全绵”等概念, 容易使消费者产生混淆, 竞争格局恶化使得公司棉柔巾销售及折扣曾经承受压力, 2021/2022 年公司棉柔巾收入分别仅同比-1%/+1%, 消费品业务毛利率分别为 52%/53%。

图表13: 棉纤维/粘胶纤维/聚酯纤维材质性能对比

材质	性能	价格
棉纤维	柔软细腻, 吸水能力强, 韧性好、不易变形, 生产过程化学助剂添加少, 更加天然安全等	高
粘胶纤维	手感柔软、吸湿性好, 但在湿态时强度会下降	低
聚酯纤维	手感稍硬, 吸湿性较差但强度较高	低

资料来源: 江苏省消保委, 中国质量新闻网, 国盛证券研究所

图表14: 江苏省消保委柔巾比较试验分析部分产品单价及实测纤维含量

品牌	单价 (元/张)	实测纤维含量
子初	0.07	53%聚酯纤维, 47%粘纤
MINISO	0.074	100%粘纤
洁丽雅	0.11	100%再生纤维素纤维
植护	0.112	100%粘纤
Babycare	0.116	58%粘纤, 42%聚酯纤维
优可舒	0.12	100%粘纤
清风	0.125	100%粘纤
好孩子	0.133	100%棉
尔木萄	0.166	100%再生纤维素纤维
得宝	0.188	100%粘纤
全棉时代	0.305	100%棉

资料来源: 江苏省消保委, 中国质量新闻网, 国盛证券研究所

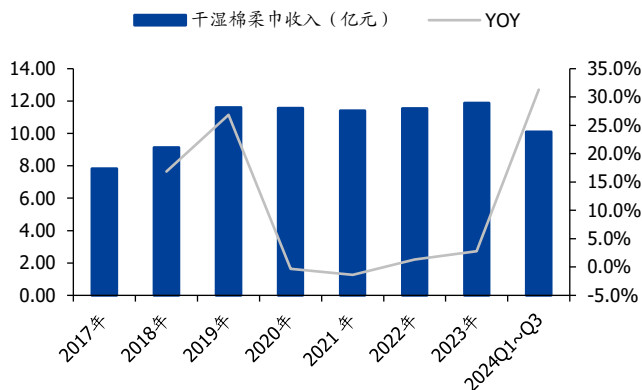
近年来, 公司通过“绵柔巾≠棉柔巾”的科学营销, 有效进行市场教育, 品牌及产品市场认可度得到提升, 进而通过控制折扣实现盈利质量的优化。公司坚持以经典款为主持续创新, 打造热销爆款单品, 在科学营销的作用下, 产品终端销售取得优秀表现, 2024 年双十一期间, 全棉时代延续第三季度增长提速的态势, 全渠道销售额同比超 20%, 其中重点品类棉柔巾/洗脸巾、婴童浴巾、婴童抱被/抱毯等 7 个大单品销售额在天猫及京东平台同类目中均排第一。

图表15: 全棉时代在商品页面进行“绵柔巾≠棉柔巾”的科学营销



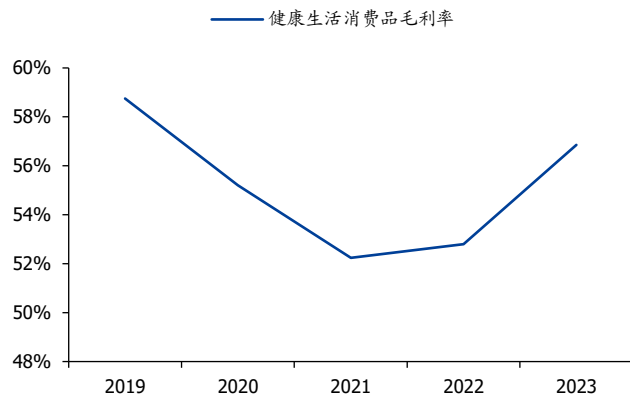
资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表16: 2017 年~2024Q1~Q3 干湿棉柔巾产品收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 2019-2023 年消费品业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2、卫生巾品类: 抓住行业流量红利快速成长, 中长期具备空间。

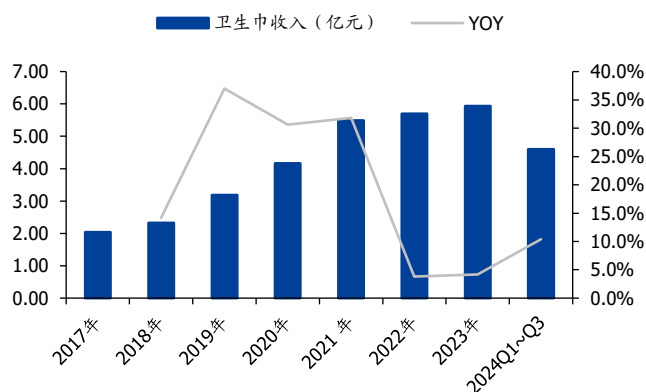
近期公司卫生品品类(奈丝公主, 主打医护级卫生巾)销售大幅增长, 中长期成长空间可观。针对市场上存在的女性卫生巾质量及标准问题, 公司以高标准医学级质控、无菌检测水准推出亲肤健康的全棉卫生巾, 2024Q1~Q3 卫生巾品类销售收入达到 4.6 亿元, 同比增 10.4%; 据公司公告, 2024 年 11 月卫生巾行业舆情事件后, 公司承接流量红利, 凭借优质的产品品质与消费者的高度认可, 奈丝公主 2024 年 12 月在各电商平台销售大幅增长, 我们判断中长期有望跻身品类前列。

图表18: 公司在奈丝公主品牌卫生巾宣传中突出“医护级”概念



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

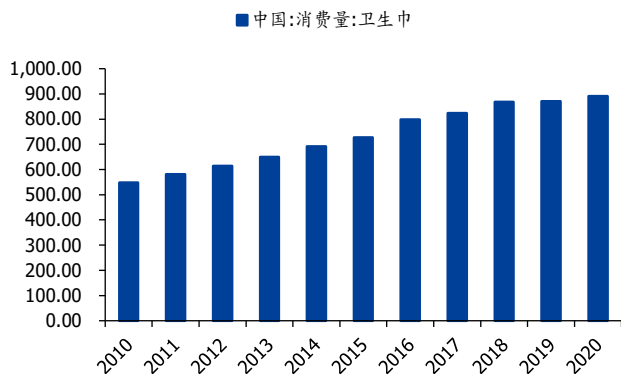
图表19: 2017 年~2024Q1~Q3 卫生巾产品收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

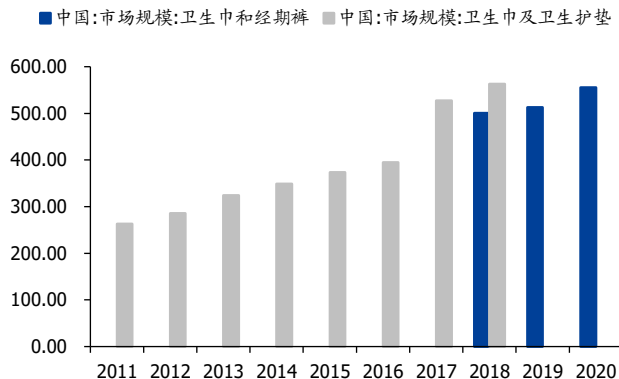
我国卫生巾市场规模高达近千亿人民币, 增速不快, 品类消费升级驱动单价提升。1) 市场规模: 2017 年卫生巾在中国渗透率已达 100%, 近年市场规模以平稳/略有增长为主, 据华经情报网数据, 2022 年我国卫生巾行业市场规模 991 亿元 (同比增长 2%)。2) 量价拆分: 据中国生活用纸年鉴和 华经情报网信息我们判断, 近年来中国卫生巾市场消费量基本保持平稳 (2020 年为 890 亿片)/零售单价则稳步提升 (2022 年为 0.85 元/片)。

图表20: 2010~2020 年中国卫生巾消费量 (亿片)



资料来源: Wind, 中国生活用纸年鉴, 国盛证券研究所

图表21: 2011~2020 年中国卫生巾和经期裤/卫生巾及卫生护垫市场规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国生活用纸年鉴, 国盛证券研究所

公司有望把握行业竞争格局优化的机遇, 预计未来全棉时代卫生巾品类销售仍有数倍增长空间。

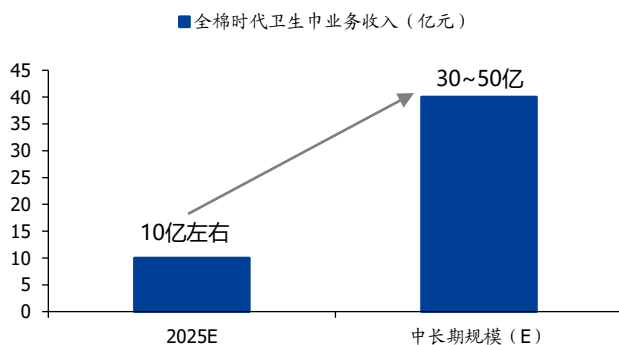
- 我国卫生巾市场龙头目前仍以国际品牌为主, 但近年国产品牌份额逐步提升。2023 年市场份额前三分别为日本集团旗下品牌苏菲、美国宝洁集团旗下品牌护舒宝、中国恒安集团旗下品牌七度空间, 肩部品牌之间市占率差别不大 (估计多在 1%到百分之低单位数之间)。
- 受益于消费者对于卫生巾安全问题的重视度提升, 我们判断公司有望凭借医疗级产品品质、卓越的品牌口碑持续提升份额, 我们判断公司卫生巾业务中长期有数倍增长空间: ①2023 年全棉时代卫生巾业务收入 5.93 亿元, 我们估算占卫生巾行业市占率仅约 0.5%~0.6%。②假设未来全棉时代卫生巾品牌市占率能够提升至前列, 假设市占率为 3%~5%, 对应品类零售额约 30~50 亿元之间 (以华经情报网披露的 2022 年市场规模数据测算)。

图表22: 2023 年中国卫生巾十大品牌

排序	品牌	所属企业	所属国别
1	苏菲SOFY	日本尤妮佳集团	日本
2	护舒宝Whisper	美国宝洁	美国
3	七度空间SPACE7	恒安集团	中国
4	乐而雅Laurier	日本花王	日本
5	ABC	景兴卫生	中国
6	洁婷Ladycare	丝宝股份	中国
7	高洁丝Kotex	美国金佰利	美国
8	安尔乐anerle	恒安集团	中国
9	自由点	百亚股份	中国
10	Free飞	景兴卫生	中国

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表23: 全棉时代卫生巾业务收入空间展望 (亿元)



资料来源: 国盛证券研究所预测, 仅供参考

注: 由于目前公司以直营渠道为主, 暂不考虑零售与收入之间的差异。

3、其他无纺及有纺产品品类: 公司始终坚持产品创新, 针对消费者需求痛点, 不断推出受市场欢迎的新产品, 相关消费者连带购买意愿强。

公司多品类模式满足消费者需求，全渠道融合提供“一站式”购物体验。公司围绕多个核心场景推出品类丰富的产品，过去几年内，公司有纺品类收入基本保持持续增长，2021~2023 年成人服饰销售收入同比+51.8%/+1.1%/+21.7%，婴童用品及服饰销售收入同比+35.1%/-2.6%/+0.2%，2023 年有纺类产品占公司消费品业务比例已达到 49%。

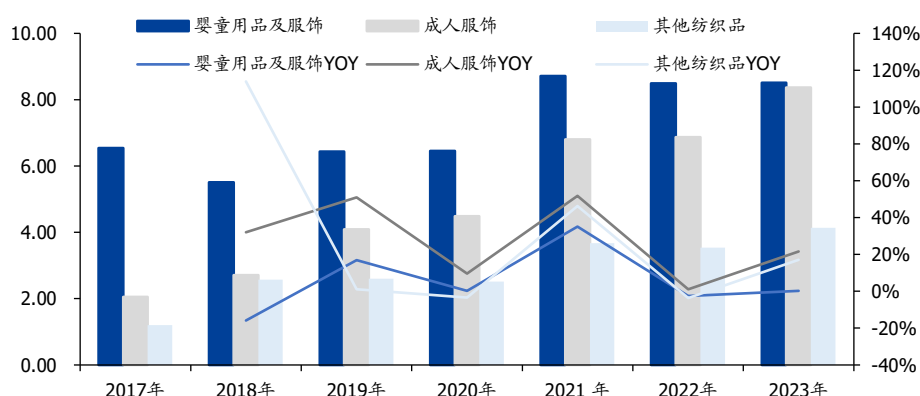
- **坚持创新：**针对消费者需求痛点持续迭代改进推出丰富的新产品，获得市场欢迎。例如：在棉柔巾品类内推出悬挂式棉柔巾，解决空间不足及包装容易打湿的痛点；针对不用用户需求，推出不同厚薄和纹路的棉柔巾；“好运棉棉”红品棉柔巾在春节期间销售表现良好。
- **品类齐全：**围绕核心场景婴童、女性、家居等，为消费者提供场景式消费体验。在持续的创新更迭中，公司不断拓展产业边界，在无纺消费领域深耕创新的同时向纺织消费领域拓展，打造并完善了囊括众多品类的一体化全棉健康生态。
- **品质卓越：**母婴用品、内衣及家居消费者对产品质量及安全性要求更高、品牌粘性更强，公司也同样坚持将医疗标准等级的质量控制、灭菌检测用于消费品业务生产中，产品认可度及品牌信任度高，为中长期的会员积淀、消费复购奠定基础。

图表24：全棉时代主要核心品类及场景产品



资料来源：天猫，国盛证券研究所

图表25：婴童用品及服饰/成人服饰/其他纺织品销售收入及 YOY（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

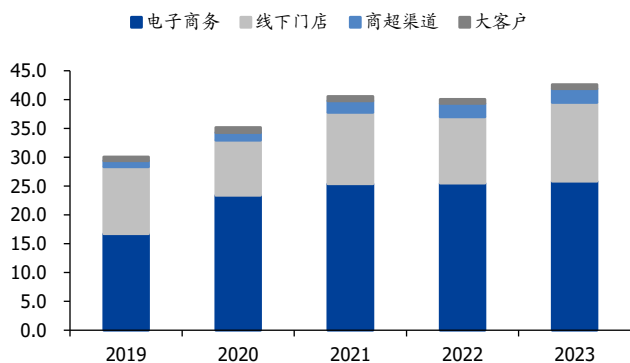
2.2 渠道：线下新开优质门店，盈利质量有望持续优化

目前全棉时代已经形成线上、线下全覆盖的渠道布局，优化渠道结构以提升盈利质量。

1) 线上具体包括天猫、京东、唯品会等传统第三方平台，抖音兴趣电商平台以及官网、小程序等自有平台。2) 线下包括门店\商超及大客户渠道。2023 年全棉时代线上收入 25.8 亿元（占比 61%），线下收入 16.8 亿元（占比 39%，包含门店、商超、大客户渠道）。

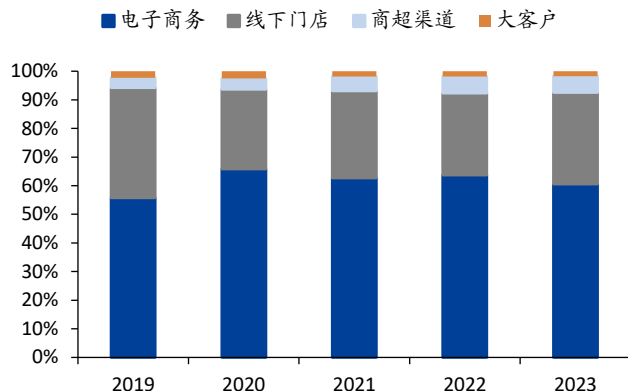
2024Q1~Q3 线上渠道收入同比增长 14%/线下门店增长接近双位数。

图表26: 2019-2023 年消费品分渠道收入（亿元）



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表27: 2019-2023 年消费品分渠道收入占比

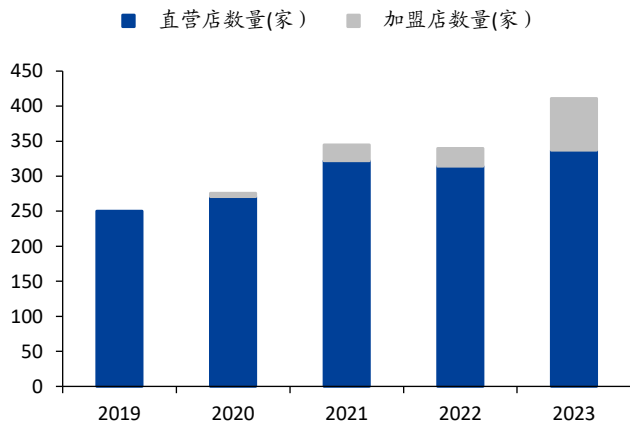


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

公司优化线下门店结构：关闭低效店铺，拓展优质中型直营店及加盟店，我们判断能够有效贡献销售、改善盈利质量、触达消费者并引流线上。

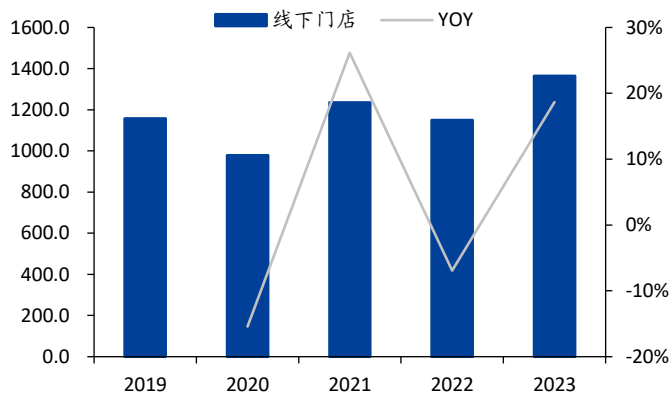
- 我们判断公司过去线下门店以品牌宣传、消费者触达为主，门店面积较大，但同时费用较重、门店利润率较弱。
- 我们判断公司近年来公司调整线下门店结构，以盈利性较好的中型门店为主，关闭大型亏损门店，以此实现渠道利润率的改善。未来公司规划仍是稳步拓展线下门店，之前以直营为主，未来预计逐步拓展加盟。2023 年末公司全棉时代线下门店数量为 411 家，其中直营 337 家/加盟 74 家，我们根据业务情况判断 2024 年及 2025 年均有望新增 100 家左右。对于全棉时代来说，线下门店不仅是销售终端的角色，其引入流量、培育会员的作用也相当显著（例：消费者线上以无纺产品购买为主，线下以有纺产品购买为主，门店与线上有望实现流量的有效转化），2023 年公司线下门店坪效同比增长 15%。

图表28: 2019-2023 年消费品线下门店数量（家）



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表29: 2019-2023 年消费品线下门店收入及 YOY（百万元）



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 消费品业务盈利预测

- **营业收入：**卫生巾、棉柔巾、成人服饰品类预计共同带动业务收入增长。我们预计 2024~2026 年消费品业务收入分别为 49.8/57.4/65.0 亿元，同比分别 +16.9%/+15.2%/+13.2%。我们估计近期公司消费品业务零售仍保持快速增长，主要系公司产品推新、精准营销等措施取得成效，后续在销售端有望持续体现。分拆品类来看，我们估计 2024~2026 年卫生巾品类有望快速增长/棉柔巾品类稳健增长。
- **盈利质量：**业务毛利率、利润率中长期有望稳中有升。我们预计 2024~2026 年消费品业务毛利率分别 54.0%/55.0%/55.5%。消费品业务严格管控终端折扣，产品及品类结构持续优化，有望带动中长期毛利率持续改善。考虑公司同时积极调整线下店铺、费用率端有望节省，我们判断在价值回归的各项措施下公司消费品业务利润率有望稳健有升。

图表30: 2022A-2026E 公司健康生活消费品业务拆分及预测 (亿元, %)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
健康生活消费品业务	40.5	42.6	49.8	57.4	65.0
YOY	0.0%	5.1%	16.9%	15.2%	13.2%
毛利率	52.8%	56.9%	54.0%	55.0%	55.5%
干湿棉柔巾	11.6	11.9	15.4	17.7	19.9
YOY	1%	3%	30%	15%	12%
卫生巾	5.7	5.9	7.7	10.0	12.0
YOY	4%	4%	30%	30%	20%
其他无纺布	4.4	3.8	4.0	4.2	4.4
YOY	-1%	-14%	5%	5%	5%
婴童用品及服饰	8.5	8.5	8.8	9.2	9.7
YOY	-3%	0%	3%	5%	5%
成人服饰	6.9	8.4	9.4	11.2	13.5
YOY	1%	22%	12%	20%	20%
其他纺织品	3.5	4.1	4.6	5.0	5.5
YOY	-4%	17%	10%	10%	10%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

3. 医用耗材：主业良性增长，收购 GRI 进一步扩张业务版图

医用耗材业务过去波动相对较大，主要系其中感染防护产品影响，其他常规产品稳健快速增长。公司医疗耗材业务产品包含传统伤口护理与包扎产品、高端敷料、手术室耗材、感染防护产品等，在境内、境外均进行销售。2023 年业务收入 38.6 亿元，过去 6 年（2017-2023 年）CAGR 为 23.4%；2024Q1~Q3 业务收入同比-12%至 26.6 亿元（其中 Q3 同比+13%，高基数带来的影响消除，重新恢复良性增长）。

- 分产品来看：我们判断其中感染防护产品在 2020 年及 2022 年销售规模、销售毛利率均较高，致使公司医用耗材业务收入及利润近年波动较大。剔除感染防护产品后，我们估计常规产品销售近年基本保持稳健增长。
- 分渠道来看：过去得益于行业机遇，公司加深在国内医院及药店的渠道覆盖，近年来境内业务增速快于境外，过去 6 年（2017-2023 年）境内/境外销售 CAGR 分别为 43.2%/10.1%。

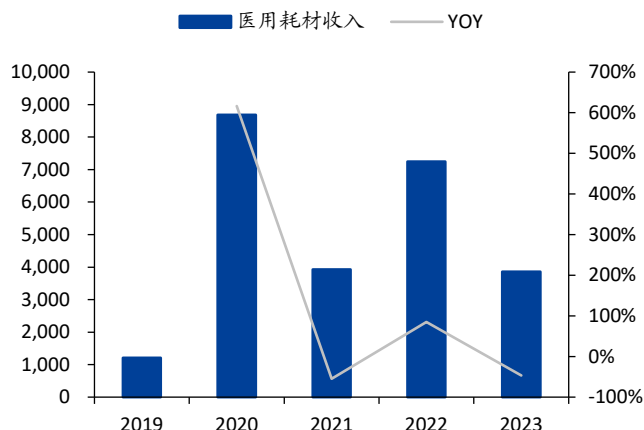
展望未来：我们判断公司收购 GRI 后有望在产能、物流、渠道等方面达成协同，为公司境外业务打开成长空间；同时高端敷料产品、手术室耗材产品预计继续保持快速增长，其他产品估计以稳健表现为主。综合以上，我们预计 2024~2026 年医疗耗材业务收入分别为 40.5/53.2/59.6 亿元，同比分别+4.8%/+31.3%/+12.0%

图表31：医用耗材业务 2023 年收入及过去增速驱动拆解（亿元）

	2021	2022	2023	2017-2020CAGR	2020-2023CAGR	2017-2023CAGR
医用耗材业务	39.2	72.5	38.6	99.4%	-23.7%	23.4%
分地区						
境外销售	15.2	12.4	14.5	93.4%	-37.4%	10.1%
境内销售	24.1	60.1	24.1	115.2%	-4.7%	43.2%
分产品						
传统伤口护理与包扎产品	9.2	10.8	11.5	-	-	-
高端伤口敷料产品	1.0	4.7	6.0	-	-	-
手术室耗材产品	3.2	4.7	5.6	-	-	-
感染防护产品	23.8	47.4	9.1	-	-	-
健康个护产品	2.0	3.2	3.0	-	-	-
其他业务	0.0	1.8	3.5	-	-	-

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表32: 2019-2023 医用耗材收入及 YOY (万元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表33: 医用敷料板块主要产品

产品类别	具体产品
传统伤口护理与包扎	医用棉类、纱布类、绷带类等
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、隔离衣等
健康个护	口鼻腔、医美个护、护理护具等
其他产品	注射穿刺产品、检测试剂盒等

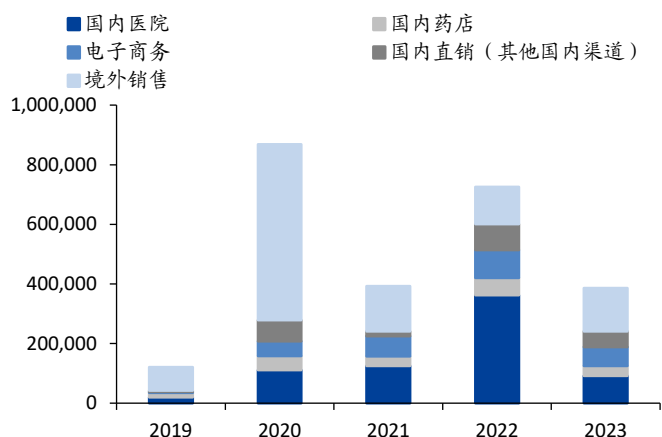
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.1 渠道: 国内业务过去波动, 未来海外业务增长可期

早期医用耗材业务以 **OEM** 代工出口海外为主, 后来 **2020~2022** 年行业机遇带动公司将业务中心转向自有品牌 (**winner 稳健医疗**) 及国内市场, **2024** 年公司收购 **GRI** 公司, 预计中长期继续发力境外业务。从占比上来看, **2023** 年国外销售占比 **38%**, 国内销售占比超过 **60%**。从增速上来看, **2023** 年国外销售同比增长至 **14.5 亿**/国内销售在高基数下同比大幅下滑。**2024Q1~Q3** 外销售渠道收入同比增长 **12.7%**至 **12.0 亿元**/境内业务则在高基数下同比表现略有压力、后续估计改善。

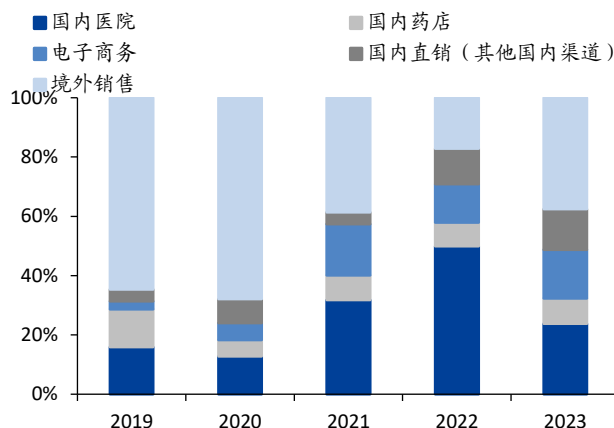
- **国内:** 以自有“winner 稳健医疗”品牌进行销售, 主要面向线下医院和 **OTC** 药店, 线上渠道为辅。过去几年内在行业机遇带动下, 公司国内渠道加深渗透, 品牌知名度大幅提升, **2023** 年末已覆盖零售药店 **19 万余家**、年内新增 **4 万余家**, 有望助力中长期业务稳健增长。
- **海外:** 以为下游品牌商提供 **OEM** 加工业务为主, 我们估计业务区域覆盖欧洲、日本等, 收购 **GRI** 后有希望加大美国市场覆盖。同时也有一些自有品牌销售, 但占比估计相对较小。

图表34: 2019-2023 年医用业务分渠道收入 (万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 2019-2023 年医用业务分渠道收入占比



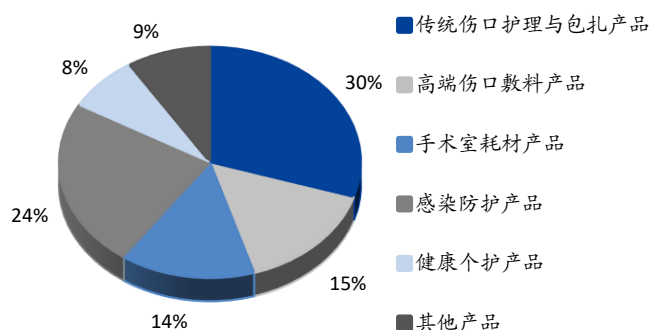
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 产品: 高端医用敷料、手术包等品类值得期待

传统敷料产品稳健发展, 同时积极探索高端医用敷料、组合手术包等领域, 产品结构持续优化。从占比上来看, 2023 年传统伤口护理与包扎产品占比 30%, 高端伤口敷料占比 15%, 手术室耗材产品占比 14%, 感染防护产品占比 24%。从增速上来看, 近年感染防护产品销售及利润大幅波动, 但除此之外的常规品销售保持稳健增长。

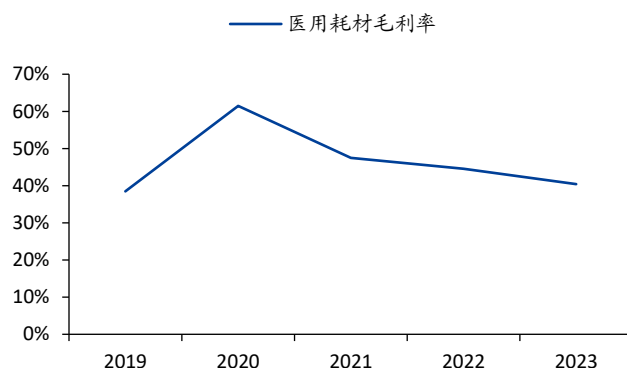
- 高端敷料、手术包是未来医用耗材业务中的核心成长品类, 毛利率也相对较高, 有望带动未来业务收入、毛利率稳健向好。1) 手术包品类在国内的成熟度在逐步提升, 由于外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强, 国内手术室感染控制产品市场呈持续增长态势。2) 高端敷料国内渗透水平较低, 较全球市场有广阔的提升空间。公司医用耗材业务中高端敷料产品收入 2021 年仅 1.0 亿元/占比 2.5%, 2023 年则达到 6.0 亿元/占比 15%。2024Q1~Q3 高端敷料实现营业收入 5.7 亿元同比增长 33.5%, 增长势头良好, 我们判断未来有望持续。

图表36: 2023 年医用耗材业务分产品营业收入占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 2019-2023 年医用耗材业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 并购：收购 GRI，为建设全球一站式耗材平台奠定基础

在修炼内功的同时，公司也积极通过外延并购的方式拓展医用耗材业务：此前公司依次并购隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶、GRI，计划打造全球一站式医用耗材平台。

- 2022 年公司通过并购隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶公司，丰富了在高端伤口敷料、注射穿刺类和外科手套类产品线的布局。
- 2024 年 9 月公司收购 GRI 75.2% 的股权。GRI 是一家全球性医疗耗材和工业防护企业（医疗耗材约占 55%，工业防护产品 20%，其他合同加工 25%），70% 产品销往美国，在中国、美国、越南、多米尼加等国家拥有生产基地，2023 年营业收入 1.52 亿美元/净利润 0.09 亿美元。其在美国的渠道、产能及相关产品资格证等资源有望帮助稳健发力美国市场。

图表38：隆泰医疗/平安医械/桂林乳胶/GRI 主营业务情况

	交易时间	交易对价金额 (收购+增资)	公司持有 股权比例	业务概况
隆泰医疗	2022年	7.3亿元	55%	总部位于浙江省湖州市，是一家以高端伤口敷料OEM出口为主的企业主要研发、生产及销售的产品包括硅胶泡沫、水胶体、硅凝胶、水凝胶、薄膜敷贴及造口等，销往美洲、欧洲等多个国家和地区。同时，隆泰医疗也积极拓展国内市场，分为自有品牌Innomed销售和国内OEM生产。
平安医械	2022年	7.5亿元	68.70%	主要从事注射穿刺类医用耗材（包括注射器、输液器、采血管、采血针、留置针等产品）的研发、生产和销售，其中在湖南省医院市场拥有领先的市占率。
桂林乳胶	2022年	4.5亿元	100%	主营业务为医用乳胶外科手套、医用检查手套、乳胶避孕套的生产及销售。
GRI	2024年	1.2亿美元	75.20%	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，收入按地区分类美国约占70%，欧洲20%，亚洲10%；按业务分类医疗耗材销售约占55%，工业防护产品销售20%，其他合同加工25%；主要产品包括手术包、洞巾、铺单、容器、手术衣、工业防护服。生产基地遍布全球，包括中国、美国、越南、多米尼加等国家，总生产面积超8万平方米，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。

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

3.4 医疗耗材业务盈利预测

- **营业收入：**我们预计 2024~2026 年医疗耗材业务收入分别为 40.5/53.2/59.6 亿元，同比分别+4.8%/+31.3%/+12.0%。1) 分品类来看，高端辅料、手术室耗材品类预计保持快速增长，其他常规产品估计以稳健增长为主，收购 GRI 估计将使得 2025 年业务报表收入增速相对较高，实际可比口径下我们判断稳健增长。2) 分渠道来看，我们估计收购 GRI 有望为中长期公司境外业务打开成长空间。
- **盈利质量：**公司医用耗材业务整体发展稳健，考虑产品及品类结构变化，我们预计 2024~2026 年医疗耗材业务毛利率分别为 37%/37%/38%。

图表39: 2022A-2026E 医疗耗材业务拆分及预测 (亿元, %)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
医用耗材业务收入	72.5	38.6	40.5	53.2	59.6
YOY	84.9%	-46.7%	4.8%	31.3%	12.0%
毛利率	45%	40%	37%	37%	38%
高端伤口敷料产品*	4.7	6.0	7.1	8.9	11.2
YOY	372%	28%	20%	25%	25%
手术室耗材产品*	4.7	5.6	6.7	8.3	10.4
YOY	47%	18%	20%	25%	25%
其他医疗耗材产品*	63.1	27.1	24.2	24.9	26.0
YOY	80%	-57%	-11%	3%	4%
GRI 并表收入	-	-	2.5	11.0	12.0

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

注: 加*代表不包含 GRI 并表收入, 不加*则包含。

4. 盈利预测与投资建议

营业收入：综合以上消费品业务及医用耗材业务分部盈利预测，我们综合估计 **2024~2026 年公司营业收入有望分别为 90.92/111.20/125.16 亿元，同比分别 +11.1%/+22.3%/+12.6%。**

图表40: 2022A-2026E 公司营业收入拆分及预测（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	113.51	81.85	90.92	111.20	125.16
增长率	41.2%	-27.9%	11.1%	22.3%	12.6%
医用耗材收入（亿元）	72.5	38.6	40.5	53.2	59.6
增长率	84.9%	-46.7%	4.8%	31.3%	12.0%
消费品业务收入（亿元）	40.5	42.6	49.8	57.4	65.0
增长率	0.0%	5.1%	16.9%	15.2%	13.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

盈利质量：考虑消费品业务盈利质量有望持续提升，医用耗材业务则预计保持稳健，我们估计 **2024~2026 年公司毛利率分别为 46.4%/46.3%/46.9%，净利率分别为 8.2%/9.5%/9.8%。**

图表41: 2022A-2026E 公司盈利质量拆分及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	47.4%	49.0%	46.4%	46.3%	46.9%
毛利率同比变动	-	1.61 pct	-2.62 pct	-0.03 pct	0.54 pct
净利率	14.5%	7.1%	8.2%	9.5%	9.8%
净利率同比变动	-	-7.45 pct	1.14 pct	1.30 pct	0.29 pct

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

综合以上，我们估计公司 **2024~2026 年归母净利润分别 7.48/10.59/12.29 亿元，同比分别增长 28.9%/41.6%/16.0%，EPS 分别为 1.28/1.82/2.11 元，目前价对应 2025 年 PE 为 21 倍，维持“买入”评级。**

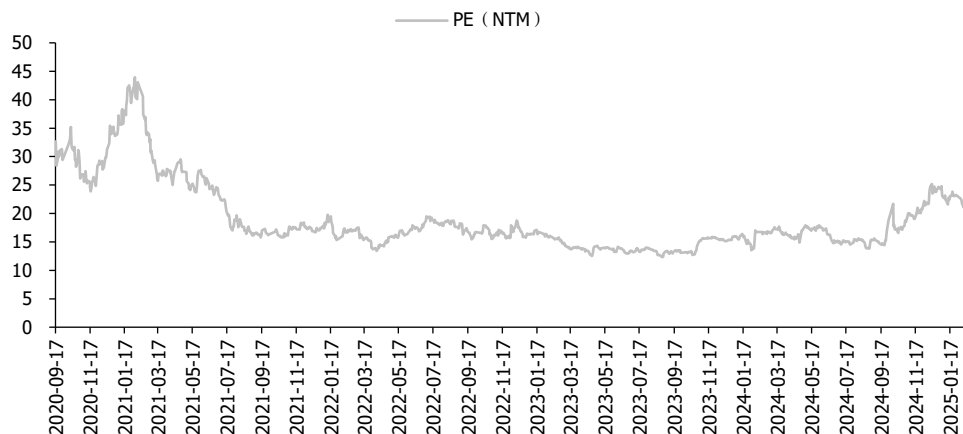
图表42: 2022A-2026E 公司核心财务指标（百万元，%，倍）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,351	8,185	9,092	11,120	12,516
增长率 YoY（%）	41.2	-27.9	11.1	22.3	12.6
归母净利润（百万元）	1,651	580	748	1,059	1,229
增长率 YoY(%)	33.2	-64.8	28.9	41.6	16.0
EPS（元）	2.83	1.00	1.28	1.82	2.11
净资产收益率（%）	13.7	5.2	6.1	8.4	9.4
P/E（倍）	13.2	37.6	29.1	20.6	17.7
P/B（倍）	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测 截至 2025/2/21 收盘价

估值与投资建议：公司所覆盖品类较多，囊括母婴、家居、个护等多个品类。分别与可比公司对比来看：①个护公司百亚股份目前对应 2025 年 PE 为 25 倍；②医用耗材公司振德医疗目前对应 2025 年 PE 为 12 倍；③母婴公司爱婴室目前对应 2025 年 PE 为 22 倍。综合来看，目前稳健医疗总市值为 218 亿元，对应 2025 年 PE 为 21 倍；我们判断目标市值 280 亿元，对应 2025 年/2026 年 PE 分别为 26/23 倍，空间 25%~30%。

图表43: 公司上市以来 PE (NTM) (截至 2025 年 2 月 21 日收盘)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表44: 可比公司盈利预测及估值水平 (亿元)

公司代码	公司简称	所属细分行业	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300888.SZ	稳健医疗	-	218	7.48	10.59	12.29	29	21	18
003006.SZ	百亚股份	个护	99	2.85	4.02	5.19	35	25	19
603301.SH	振德医疗	医用敷料	57	4.28	4.87	5.99	13	12	10
603214.SH	爱婴室	婴童	29	1.12	1.30	1.48	26	22	19
				平均			26	20	16

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: 其中稳健医疗归母净利润预测数据系国盛证券研究所预测, 其余公司系 wind 一致预测; 数据截至 2025/2/21 收盘价。

风险提示

下游消费需求波动：公司消费品业务所经营的品类属于可选消费，下游消费需求环境波动或会对公司零售及终端折扣表现带来影响。

国内市场竞争加剧风险：棉柔巾等行业赛道竞争加剧，或对公司零售表现带来风险。

门店扩张不及预期风险：公司消费品业务未来线下计划稳健开店，门店扩张及运营情况将直接影响公司线下业务销售及利润。

海外业务拓展不及预期风险：公司医用耗材业务海外业务开拓如果不及预期，或对公司业务规模及利润表现带来影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com