



稳健医疗 (300888.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

医疗基因护航消费品业务，安全健康属性突出抢占心智

公司亮点

公司深耕医用敷料行业多年后切入消费品市场，其中棉柔巾、卫生巾拥有较强品牌力，截至 2023 年末消费品营收占比超 50%。公司消费品核心优势来源于医疗基因背书、高质量原材料供应与优秀营销策略。1) 公司卫生巾达到医护级别标准，而市场上其他主流品牌均没有医疗相关背景。2) 公司原材料采用顶级长绒棉，保障产品的安全和舒适性。3) 优秀营销策略建立消费者心智，截至 24H1，公司私域会员达 1400 万人，较 2020 年取得翻倍增长。

投资逻辑：

我们当前推荐公司主要看好全棉时代品牌心智破圈推动消费品业务快速成长以及医药板块在渠道拓展的背景下保持稳健增长：

消费品短期维度：消费者心智建设成效显著，亮眼数据持续性值得期待。公司推出超柔/悬挂式洗脸巾等新品叠加消费者教育背景下，24 年成为营收提速的拐点，消费品板块 2024 年 Q1-Q3 营收增速分别为 7.10%/13.53%/20.18%。同时在消费者对日用品安全性高要求背景下，公司凭借医疗背景的稀缺性获得较高的客户粘性，根据久谦数据，全棉时代 2024 年线上同比增长超 28%，尤其是 Q4/25 年 1 月在多重催化下线上同比增长超 50%/58%，公司凭借产品优势有望充分承接来自竞品的消费流量，数据爆发的持续性值得期待。

中长期维度：公司凭借高质量原材料/高生产标准抢占消费者心智，棉柔巾/卫生巾市占率有望持续提升。同时公司依靠私域流量建设带动婴童成人服饰等多品类发展。根据我们测算，三年维度中性假设下，棉柔巾/卫生巾市占率分别达到 2.9%/1.8%，三年 CAGR 分别为 16.54%/30.76%。

医疗板块短期维度：公司于 2024 年 9 月收购美国医疗耗材公司 GRI75.2% 的股权，GRI23 年营收 1.52 亿美元，净利润 894 万美元，公司通过并购 GRI 享有较大的关税优势，有利于拓展美国市场。

中长期维度：公司重点发力高端伤口敷料和健康个护产品，2B 出口端公司在并购隆泰后切入美国地区销售，未来美国地区客户有望稳健增长。2B 内销端 2023 年公司覆盖全国医院比例为 15.6%，未来仍有较大空间。2C 端 2023 年末已覆盖 OTC 药店 19 万余家，覆盖率约为 28.6%，呈现逐年提升趋势，我们看好医疗 2B 和 2C 业务共同发力带动医疗板块稳健成长。

盈利预测、估值和评级

我们预计 24-26 年公司 EPS 分别为 1.43/1.80/2.12，考虑到公司短期关注度大幅提升以及长期市场份额提升空间大，我们认为当前估值有所低估，并给予公司 2025 年 30 倍估值，目标价 54 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市占率提升不及预期、多品类增长不及预期、限售股解禁风险。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

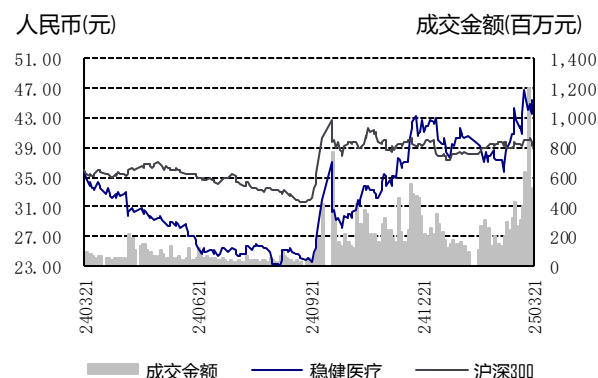
yangyuqin@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：45.26 元

目标价 (人民币)：54.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	9,132	11,402	12,767
营业收入增长率	41.23%	-27.89%	11.57%	24.86%	11.97%
归母净利润(百万元)	1,651	580	831	1,047	1,233
归母净利润增长率	33.18%	-64.84%	43.19%	26.02%	17.76%
摊薄每股收益(元)	3.870	0.976	1.427	1.798	2.118
每股经营性现金流净额	7.00	1.79	2.46	2.93	3.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.10%	5.03%	6.91%	8.27%	9.20%
P/E	18.47	38.15	29.49	23.40	19.87
P/B	2.61	1.92	2.04	1.94	1.83

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、医疗基因护航消费品业务发展，股权激励彰显信心.....	4
1.1、消费品业务稳健增长，股权激励彰显发展信心.....	4
1.2、24 年消费业务逐季提速，消费者心智建设成效显著.....	5
二、品质第一仍为行业基调，安全健康属性抢占消费者心智.....	6
2.1、消费环境：国际大牌出现信任危机背后，日用必选品安全性仍为第一.....	6
2.2、心智建设：医疗基因护航产品品质，安全健康属性抢占消费者心智.....	7
2.3、以点带面：棉柔巾已建立影响力，卫生巾、服装有望迎来加速增长.....	9
三、2B+2C 带动医疗板块稳健发展，收购 GRI 降低关税风险.....	11
3.1、B 端合作机构提升+C 端持续发力，医疗板块稳健发展.....	11
3.2、收购 GRI，公司享有关税优势.....	14
盈利预测与投资建议.....	14
投资建议及估值.....	17
风险提示.....	17

图表目录

图表 1：消费品板块成为公司主要业务（亿元）.....	4
图表 2：医用耗材板块的主要产品与营收（亿元）.....	4
图表 3：健康生活消费品板块的主要产品营收（亿元）.....	4
图表 4：本次激励目标（公司目标锚定总营收，医疗/消费品目标锚定各自板块营收）.....	5
图表 5：本次费用摊销情况（亿元）.....	5
图表 6：健康生活消费品 24 年迎来逐季提速（亿元）.....	5
图表 7：线上线下相互协同共驱营收增长.....	5
图表 8：国际卫生巾大牌出现用料不足问题.....	6
图表 9：不同消费品基于健康/安全性的分类.....	6
图表 10：卫生巾品牌近年发展对比（亿元）.....	7
图表 11：医护级产品相对标准更高.....	7
图表 12：2024 年 10 月长绒棉价格差表（元/吨）.....	7
图表 13：公司将品牌安全、健康、环保属性植入消费者心智.....	8
图表 14：央视网科普绵≠棉.....	8
图表 15：公司线上营收近年保持平稳（单位：亿元）.....	9
图表 16：全棉时代 2024 年线上销售迎来大幅提速.....	9
图表 17：近期全棉时代品牌热度大幅提升（截至 2025 年 3 月 9 日）.....	9



图表 18: 公司注重私域会员的培养	10
图表 19: 公司多品类保持快速增长 (单位: 亿元)	10
图表 20: 京东 12 月补贴明细	10
图表 21: 医疗板块各产品收入及占比 (亿元)	11
图表 22: 公司在国内合作医院数量稳健提升	12
图表 23: 公司国内医院覆盖情况 (单位: 家)	12
图表 24: 2023 年我国公立/民营医院分布	12
图表 25: 2023 年我国医院级别分布	12
图表 26: 公司在国内合作药店数量稳健提升 (单位: 亿元)	13
图表 27: 公司国内药店覆盖情况 (单位: 家)	13
图表 28: 2023 年 GRI 收入按地区分类	14
图表 29: 2023 年 GRI 收入按业务分类	14
图表 30: 对华 301 关税最终执行措施中公司业务相关税率	14
图表 31: 我国洗脸巾/卫生巾市场规模稳健提升	15
图表 32: 我国纯棉柔巾渗透率稳步提升	15
图表 33: 公司主要产品三年维度测算	15
图表 34: 公司收入拆分表 (亿元)	16
图表 35: 公司财务数据预测表 (亿元)	16
图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法)	17



一、医疗基因护航消费品业务发展，股权激励彰显信心

1.1、消费品业务稳健增长，股权激励彰显发展信心

公司成立于 1991 年，创始人李建全依托自身在外贸公司医疗耗材领域的工作经验进入了医用敷料业务，建立了从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链，目前主要有医疗和消费品两大业务板块。

1) 医用耗材业务：公司产品先后获得欧盟 CE 认证、美国 FDA 认证以及日本厚生省认证，出口至欧美、日本等国家和地区。2005 年，“winner 稳健医疗”品牌进入国内市场，凭借优良的产品品质和服务，逐步在国内医院、电商和药店建立起良好的品牌和口碑。

2) 健康生活消费品：2009 年，公司创立“Purcotton 全棉时代”品牌，切入消费品市场，以自主研发的全棉水刺无纺布为基础材料，推出了全棉柔巾、卫生巾、婴童护理等系列产品。公司产品具备医疗背景，对比竞品更安全、高端，叠加持续进行品宣建设消费者心智，消费品业务快速发展。2023 年公司实现营收 81.85 亿元，归母净利润 5.8 亿元，近五年消费品业务占比除公共卫生事件年份外保持在 50%以上，其中棉柔巾为主要产品。

图表1：消费品板块成为公司主要业务（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
营业收入	45.75	125.34	80.37	113.51	81.85	60.70
yoy	19.16%	173.99%	-35.87%	41.23%	-27.89%	0.99%
归母净利润	5.46	38.10	12.39	16.51	5.80	5.53
yoy	28.64%	597.50%	-67.48%	33.18%	-64.84%	-74.25
医用耗材营收	11.89	86.84	39.22	72.03	38.62	26.6
占比	25.99%	69.29%	48.80%	63.45%	47.18%	43.82%
健康生活消费品营收	30.31	35.17	40.54	40.55	42.63	33.6
占比	66.26%	28.06%	50.44%	35.72%	52.08%	55.35%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：医用耗材板块的主要产品与营收（亿元）

产品类别	具体产品	2023 年收入
传统伤口护理与包扎	医用棉类、纱布类、绷带类等	11.53
高端伤口敷料	硅胶类敷料、藻酸盐敷料、超吸敷料等	5.95
手术室耗材	外科手套、手术组合包、手术衣等	5.55
感染防护	口罩，防护服，隔离衣，手套，脚套，帽子等	9.13
健康个护	口鼻腔、医美个护、护理护具等	2.99
其他产品	注射穿刺产品、检测试剂盒等	3.54

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：健康生活消费品板块的主要产品营收（亿元）

产品品类	具体产品	2023 年收入
干湿棉柔巾	棉柔巾、湿巾等	11.87
卫生巾	卫生巾、安睡裤等	5.93
其他无纺制品	面膜、化妆棉、棉尿裤、一次性内裤	3.81
婴童服饰及用品	婴童家居服、婴童外出服、婴童内衣内裤、婴童浴巾、婴童手帕、婴童抱被等	8.51
成人服饰	成人家居服、外出服、内衣内裤、鞋袜等	8.36
其他有纺制品	床上用品、卫浴用品等	4.14

来源：公司公告，国金证券研究所

股权激励营收目标中高双位数彰显发展信心。24 年 11 月，公司向董事及各级业务人员



等 308 位激励对象首次授予限制性股票 697.63 万股，占总股本的 1.28%，授予的价格为 15.39 元。针对激励对象设置 2025 年-2027 年营收增长 13%与 18%两档考核指标（公司管理层锚定总营收，消费/医疗板块成员锚定相应板块营收），完成两档目标分别解锁 80%/100%股权比例。本次激励费用预计为 1.24 亿元，分 5 年摊销，25/26 年分别有 0.58/0.37 亿元摊销费用。此次激励彰显公司发展信心。

图表4：本次激励目标（公司目标锚定总营收，医疗/消费品目标锚定各自板块营收）

归属期	触发值	目标值
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%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：本次费用摊销情况（亿元）

需要摊销的总费用	2024	2025	2026	2027	2028
1.24	0.10	0.58	0.37	0.16	0.04

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、24 年消费业务逐季提速，消费者心智建设成效显著

从公司近年营收情况来看，医疗业务受公共卫生事件影响波动较大，消费品业务始终保持稳健增长的趋势，2018-2023 年的复合增速为 12.33%。我们认为公司医疗基因赋能消费品业务产品力以及公司持续建设消费者心智，品牌力持续提升推动消费品业务快速增长。消费品板块 2024 年 Q1-Q3 营收增速分别为 7.33%/13.55%/20.15%，呈现逐季提速趋势，体现出品牌建设消费者心智卓有成效，其中线上相对线下表现更强，2024Q1-Q3 消费品业务线上营收增长 14%，拆分品类来看，24Q3 单季度棉柔巾/卫生巾/成人服饰分别增长 47.1%/17.1%/23.8%。

图表6：健康生活消费品 24 年迎来逐季提速（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3
健康生活消费品营收	30.31	35.17	40.54	40.55	42.63	10.40	12.42	10.78
yoy	27.16%	16.03%	15.27%	0.02%	5.12%	7.33%	13.55%	20.15%

来源：公司公告，国金证券研究所

线上渠道方面，全棉时代品牌已完成包括天猫、京东、拼多多、唯品会、亚马逊在内的主流第三方电商平台布局，截至 24H1 全域会员人数从 20 年的超 2500 万提升至超 5600 万，品牌受众显著提升。线下方面，公司保持开店节奏以扩大品牌影响力，门店数量从 2019 年 247 家提升至 444 家。从渠道协同来看，线下是品牌宣传和消费者体验的重要场所，对线上销售有促进作用，而公司开店选址会参考线上数据，在线上销售更多的区域开设门店，形成线上线下完全打通且互相导流的模式，两者共驱营收增长。

图表7：线上线下相互协同共驱营收增长

	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
全域会员数(万人)	-	超 2500	超 3500	约 4800	5242	超 5600
线下门店数量(家)	247	276	345	340	411	444

来源：公司公告，国金证券研究所



二、品质第一仍为行业基调，安全健康属性抢占消费者心智

2.1、消费环境：国际大牌出现信任危机背后，日用必选品安全性仍为第一

根据中消协 2024 年“双 11”消费维权舆情分析报告，近期多个国际大牌卫生巾存在产品实际长度小于外包装标明长度的现象。从红星资本局测试数据来看，除了卫生巾外表层外，各品牌内吸收层存在较为严重的用料不足的问题，其中 ABC 日用款内吸收层实际长度与包装标明长度差达到 66 毫米。此事件出现后负面舆情快速发酵，11 月 22 日，ABC 品牌创始人道歉，当月医用卫生巾词条频繁登上热搜。

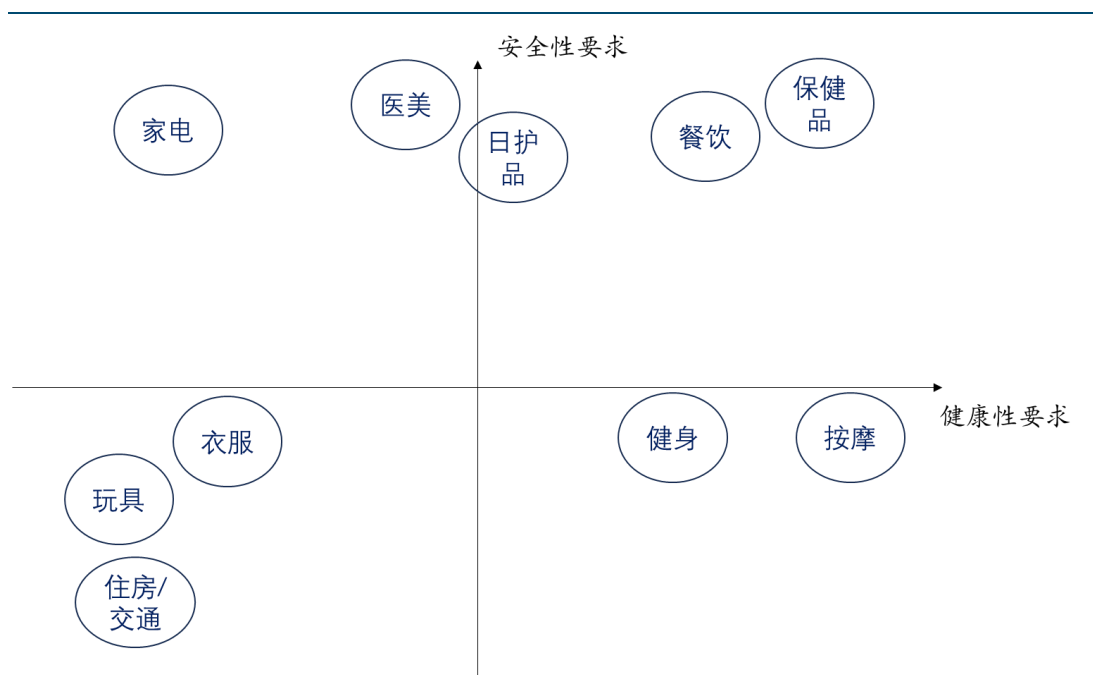
图表8：国际卫生巾大牌出现用料不足问题

	苏菲	七度空间	护舒宝	高洁丝	ABC	乐而雅	自由点
日用款长度差	-3mm	-3mm	相同	相同	-6mm	-2mm	-1mm
夜用款长度差	相同	-4mm	-1mm	-2mm	相同	-3mm	相同
日用款内吸收层长度差	-22mm	-25mm	-53mm	-35mm	-66mm	-37mm	-30mm

来源：红星新闻，国金证券研究所

为什么此次事件会产生较大反响？我们认为消费者对产品安全、健康性的要求从未降低。近年来看，消费者对产品性价比的追求提升，部分公司依靠高性价比优势取得快速发展，我们认为消费者对于不同分类产品，产品质量和价格有不同权重，对于安全性、健康性突出的产品或消费行为品质要求更高，反之则价格因素占比更高。比如保健品、餐饮等质量权重最高，而卫生巾作为必选贴身产品，消费者对产品安全性的要求较高，因此产品质量权重也较高。

图表9：不同消费品基于健康/安全性的分类



来源：国金证券研究所

因此近年个护产品消费环境并未改变，消费者对品牌产品品质要求高且具有高粘性。从各品牌近年数据对比来看，全棉时代/百亚股份旗下卫生巾业务保持快速增长，2019-2023 年 4 年 CAGR 分别为 16.82%/26.24%，市占率保持扩张。某国产品牌 A 旗下卫生巾品牌从 21 年开始相继爆出有针头、虫卵等问题，近年营收持续下滑。我们认为各品牌发展分化的背后反映出消费者对产品安全问题的低容忍态度，只有拥有过硬质量产品且持续建立消费者心智的品牌可以脱颖而出。


图表10：卫生巾品牌近年发展对比（亿元）

	2020	2021	2022	2023	四年 CAGR
全棉时代卫生巾	4.16	5.48	5.69	5.93	-
yoy	30.80%	31.69%	3.81%	4.16%	16.82%
百亚股份卫生巾	9.47	11.84	13.58	19.05	-
yoy	26.27%	25.03%	14.70%	40.28%	26.24%
国产品牌 A 卫生巾	66.55	61.17	61.56	61.78	-
yoy	2.59%	-8.09%	0.65%	0.36%	-1.21%

来源：ifind，国金证券研究所

2.2、心智建设：医疗基因护航产品品质，安全健康属性抢占消费者心智

医疗基因护航产品品质。公司从医用敷料切入消费品业务，产品背后医疗器械级别的生产标准有力保障了产品的安全性，而市场上其他主流品牌均没有医疗相关背景，公司产品优势主要有生产环境、原材料等两个维度的体现。

1) 消费品生产环境参照医疗车间。公司消费品生产车间均参照医用敷料的生产车间进行管理，能够较为严格地控制初始污染菌及各类污染源。此外，公司还将医疗器械检验中的微生物指标检测运用于全棉时代产品检验中，使得贴身衣物、婴童服饰等灭菌包装的服装消费品在细菌菌落总数等方面达到医疗器械的灭菌标准，比如全棉时代卫生巾等产品达到医护级别标准。

图表11：医护级产品相对标准更高

	细菌菌落总数	真菌菌落总数	增塑剂	重金属
医护级	≤20CFU/g	不得检出	≤0.1%	限量标准
普通级	≤200CFU/g	≤100CFU/g	无要求	无要求

来源：天猫稳健旗舰店，国金证券研究所

2) 原材料采用顶级长绒棉，保障产品的安全和舒适性。从原材料来，一般可分为普通棉（纤维长度在 20mm+）和长绒棉（纤维长度在 32mm+），根据中国棉花协会数据，24 年 11 月 137 级长绒棉报价 22850 元/吨，高于普通棉均价 49%。公司在原材料选择上坚持高标准，采用美国、澳洲、新疆等地 1-2 级长绒棉花，相较其他低等级长绒棉纤维长度更长、马克隆值更优、异性纤维含量更低，因此终端产品更不易掉毛，可加工性更强。

图表12：2024 年 10 月长绒棉价格差表（元/吨）

品级	价差	长度	价差	马克隆值	价差	异性纤维含量	价差
1	700	39	700	A 级	300	无	500
2	300	38	500	B 级	0	低	0
		37	300				
3	0	36	0			中	-400
		35	-400				
4	-600	34	-1500	C1 级	-650	高	-700
5	-1600	33	-1900	C2 级	-300		

来源：中国棉花协会，国金证券研究所

对比竞品，公司产品的特点是高品质，高单价。根据江苏省消费者权益保护委员会 2024 年 11 月抽检的 50 批次各品牌(包括全棉时代、尔木萄、清风、德佑以及中小品牌等)产品来看，有 33 批次产品在有害物质检测、纤维含量、内装量、以及产品使用说明等方面均达标准要求，达标率为 66%。在这 33 个品牌中，只有 9 个品牌是 100%全棉产品，占比 27%。



全棉产品中价格最低的是棉乐家婴儿纯棉柔巾，单片价格为 0.098 元，价格最高的是全棉时代棉柔巾，单片价格为 0.305 元。公司凭借用料高端、差异化医护级产品抢占消费者心智，高端品牌形象已较好树立。

产品品质保障品牌发展下限，消费者心智建设亦不可或缺。1) 公司层面强调产品安全性和宣扬品牌价值。全棉时代品牌以医护级全棉制品为标签，通过直营门店、品牌巡展、明星代言、新媒体等多种传播手段，持续地向消费者传达“医学贴近生活，全棉呵护健康”的品牌主张，并强调产品对敏感肌、婴儿皮肤更友好，突出安全、健康属性。此外公司亦重点宣传环保属性，并把全棉生活方式作为一种消费文化进行输出，从而培育消费者对品牌的感知度和忠诚度。

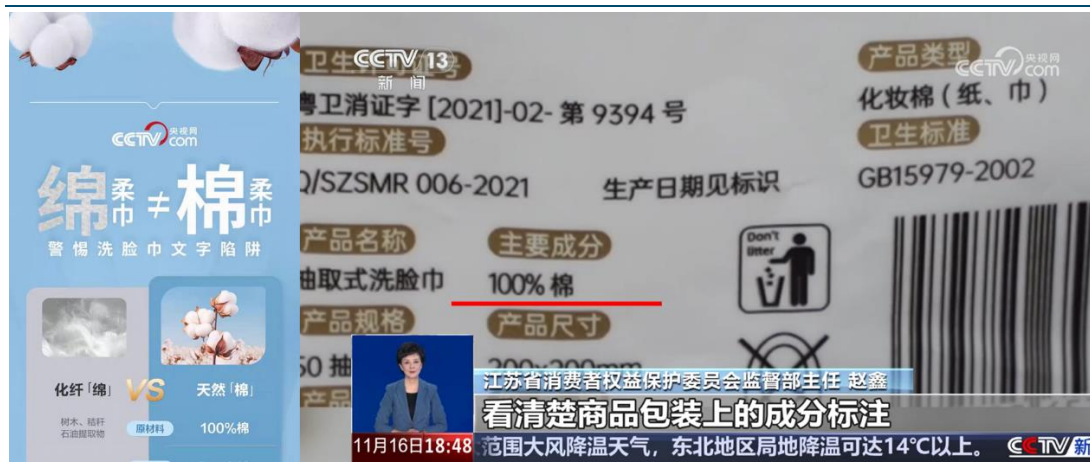
图表13：公司将品牌安全、健康、环保属性植入消费者心智



来源：天猫稳健旗舰店，国金证券研究所

2) 央视官方助攻增加背书，纯棉标签效应进一步增强。央视网在 2024 年 10 月和 11 月连续发布两条名为《科普：绵柔巾≠棉柔巾，警惕洗脸巾文字陷阱》和《棉柔巾≠绵柔巾，如何选购合适的柔巾？纤维成分、执行标准、是否有添加剂都应注意》，针对市场乱象进行底层原材料拆解，并给出几条主要结论与建议：①市场上大部分绵柔巾不含一点棉。②敏感肌肤洗脸更推荐 100%棉材质洗脸巾。③选购时一看包装背后产品成分。二摸柔软是棉，假滑不是。三闻无味是棉，有味不是。我们认为央视官方科普直接助力消费者教育，提升消费者对于纯棉产品的辨别力，抢占消费者心智。官方背书有望达到事半功倍效果，进一步加强公司纯棉、安全的标签。

图表14：央视网科普绵≠棉



来源：央视网，国金证券研究所

从心智建设效果上来看，24 年线上销售大幅提速，未来持续性值得期待。2023 年公司棉柔巾销售量为 1.81 亿包，按 50 片/包计算约为 90 亿片。根据 Euromonitor 统计数据，2023 年我国棉柔巾市场行业零售规模约 610 亿片，公司在我国棉柔巾市场市占率约为 15%。



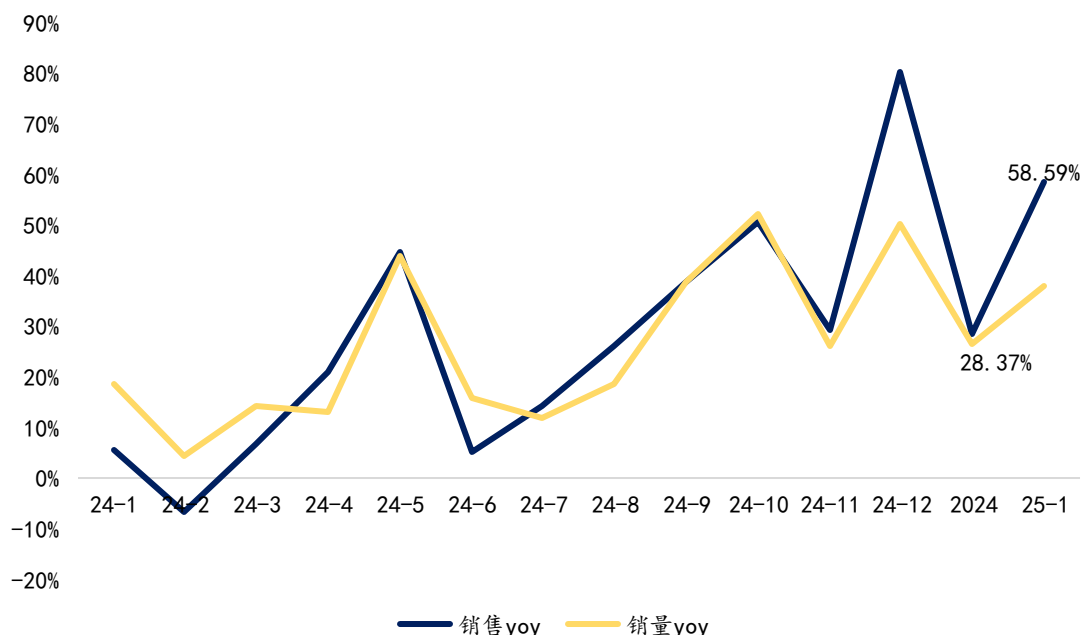
2023 年我国洗脸巾市场（包括棉柔巾和非棉柔巾）规模为 540 亿元，公司在国内市占率约为 2.2%。2022-2023 年公司线上销售整体稳健，2024 年开始迎来大幅提速。根据久谦数据，全棉时代 2024 年线上同比增长超 28%，尤其是 Q4 在多重催化下迎来大幅增长。2025 年 1 月全棉时代线上增速维持超 58% 的增长，我们认为随着近期消费者对产品质量问题关注度显著提升，公司凭借产品优势有望充分承接来自竞品的消费流量，数据持续性值得期待。

图表15：公司线上营收近年保持平稳（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
线上营收	13.43	16.81	23.38	25.41	25.65	25.83
yoy	-	25.12%	39.09%	8.69%	0.93%	0.68%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：全棉时代 2024 年线上销售迎来大幅提速



来源：久谦，国金证券研究所

图表17：近期全棉时代品牌热度大幅提升（截至 2025 年 3 月 9 日）



来源：微信指数，国金证券研究所

2.3、以点带面：棉柔巾已建立影响力，卫生巾、服装有望迎来加速增长

多品类：受益于连带率增加，未来空间较大。从渠道方面看，公司采用稳开店，开小店的策略，通过线上与线下营销配合获取更多私域流量，让品牌忠实会员在小程序/网店上下单，充分发挥日护产品高标准性/购买便捷的特点，同时节省运营成本。截至 24H1，公司



私域会员较 2020 年取得翻倍增长。

图表18: 公司注重私域会员的培养

	2020	2021	2022	2023	2024H1
门店私域会员(万人)	576	700	1100	1200	1400
官网/小程序私域会员(万人)	700	1000	1300	1400	1500
门店数量(家)	276	345	353	411	444
门店平均面积(m²)	418	376	330	303	287

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司棉柔巾已建立了较高的市场认可度, 近年公司针对不同生活场景提供整体解决方案, 依托棉柔巾等爆品建立起来的流量优势向卫生巾、婴儿成人睡衣、床品等进行导流。从 2024 年 12 月全棉时代小程序活动来看, 公司推出 15 周年特制爱心棉棉卡和好运棉棉卡等活动。即消费者通过充值可享有四件套、被毯、儿童袜等产品。从近年情况来看, 公司其他品类均保持较为快速的发展节奏, 我们认为公司推出相关导流活动将大幅提升其他消费产品的曝光度, 带动多品类共同成长。

图表19: 公司多品类保持快速增长 (单位: 亿元)

产品	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
卫生巾	3.18	4.16	5.48	5.69	5.93	3.20
yoy	36.99%	30.80%	31.69%	3.81%	4.16%	7.60%
婴童服饰及用品	6.44	5.14	8.71	8.49	8.51	4.49
yoy	16.95%	-20.19%	69.61%	-2.62%	0.25%	4.31%
成人服饰	4.09	4.48	6.80	6.87	8.36	4.36
yoy	51.00%	9.47%	51.92%	1.06%	21.68%	8.93%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

国补促进多品类增长。京东平台从 9 月开始对各种品类进行补贴, 每个月的补贴品类都有差异, 以 24 年 12 月份为例, 补贴力度为 15%, 补贴品类包括童车童床、婴童寝具、婴童洗护、孕妈好物等。公司婴童、成人服饰业务有较多品类参与活动。从补贴影响来看, 根据国金数字未来实验室数据, 2024 年 1-11 月京东平台 gmV 约占公司线上收入的 39%。

我们认为补贴对线上流水有拉动的同时作为一个流量入口对公司多品类曝光度的提升有较大作用, 有助于公司转化更多私域流量。从补贴范围来看, 京东补贴目前仍在持续, 天猫对于婴童等品类的补贴局限于部分的品牌, 未来有望进一步拓展。

图表20: 京东 12 月补贴明细

详细说明	
补贴对象	京东 APP 用户
补贴地区	全国各省市均可领
补贴范围	童车童床、婴童寝具、婴童洗护、孕妈好物等
补贴规则	1. 国家补贴 15%, 单个用户最高补贴 2000 元 2. 在支付时可以使用优惠 3. 家纺类只可享受一次政府补贴, 提交订单一单一件, 不能和其他订单一起使用 4. 如发生退货, 当天撤销订单, 当日恢复补贴资格, 次日退货不退补贴资格
婴童补贴品牌 (只有大牌的特定产品参与补贴)	全棉时代: 婴儿睡袋、婴儿衣服、婴儿棉被、婴儿被芯 无印良品: 枕头、床垫、被子、毛毯 可优比: 儿童被、儿童毛毯、婴儿防摔床、婴儿床笠 Babycare: 儿童被、床品套件 贝肽斯: 婴儿睡袋



详细说明	
妈妈好物补贴品牌 (只有大牌的特定产品参与补贴)	威尔贝鲁：婴儿睡袋
	欧孕：婴儿被、婴儿睡袋、儿童枕头、儿童毛毯
	全棉时代：孕妇睡衣等
	Babycare：喂奶抱枕、孕妇睡衣
	多米贝贝：孕妇护腰枕
	嫚熙：孕妇睡衣
	佳韵宝：喂奶枕、孕妇枕
	婧麒：孕妇睡衣、孕妇护腰枕
	十月结晶：孕妇睡衣、喂奶枕

来源：京东，国金证券研究所

三、2B+2C 带动医疗板块稳健发展，收购 GRI 降低关税风险

3.1、B 端合作机构提升+C 端持续发力，医疗板块稳健发展

公司医疗板块主要包括六大产品品类，业务模式由 OEM 与自主品牌双轮驱动。公共卫生事件带来的营收高基数已基本消化，公司聚焦战略品类深耕迭代，以海外业务、严肃医疗、消费医疗的精细化运营保障医疗板块发展，当前公司的重点发力的品类是高端伤口敷料和健康个护产品，2024 年前三季度高端伤口敷料/健康个护营收为 5.7/2.9 亿元，同比增长 33.5%/36.2%。

图表21：医疗板块各产品收入及占比（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
医用耗材总计	11.89	86.84	39.22	72.03	38.62	17.18
yoy	2.20%	630.36%	-54.84%	83.66%	-46.38%	-20.93%
传统伤口护理与包扎	5.49	5.23	7.22	10.78	11.53	5.82
yoy	-10.58%	-4.79%	38.05%	49.19%	7.00%	2.22%
占比	46.21%	6.02%	18.42%	14.96%	29.85%	33.88%
高端伤口敷料	0.85	0.87	1.07	4.66	5.95	-
yoy	20.50%	2.38%	23.04%	337.83%	27.68%	-
占比	7.11%	1.00%	2.72%	6.47%	15.42%	-
手术室耗材	0.00	0.00	0.00	4.72	5.55	-
yoy	-	-	-	-	17.69%	-
占比	0.00%	0.00%	0.00%	6.55%	14.38%	-
感染防护	3.90	77.02	28.12	47.35	9.12	-
yoy	19.92%	1873.07%	-63.50%	68.42%	-80.73%	-
占比	32.83%	88.69%	71.69%	65.74%	23.63%	-
健康个护	0.00	0.00	0.00	2.69	2.99	-
yoy	-	-	-	-	11.17%	-
占比	0.00%	0.00%	0.00%	3.73%	7.74%	-

来源：公司公告，国金证券研究所

B 端业务受益于高端敷料业务增长&国内合作机构增加。海外方面，公司主要以 OEM 代工模式出口到欧洲、日本市场和美洲市场，2023 年海外渠道实现营收 14.5 亿元，其中高端敷料业务增长势头良好，2024 年前三季度高端敷料营收同比增长了 34%，占到整个医疗板块收入的 20%以上，且绝大部分销售在境外。根据观研报告，2020 年全球高端伤口敷料市场规模达到 58 亿美元，预计 2027 年将达到 72 亿美元。未来随着公司产品质量提升一方面拓展老客户订单。另一方面公司在并购隆泰后切入美国地区销售，未来美国地区客户有



望稳健增长。

国内方面，公共卫生事件中公司的积极应对收获政府、医疗机构、民众的良好口碑，集采背景下公司较高的生产效率和产品质量成为竞争优势。近年来公司业务医院渠道覆盖率有效提升，截至 2023 年末已覆盖医疗机构 6000 余家，全年实现营业收入 9.2 亿元，占医疗板块收入比重 23.7%。

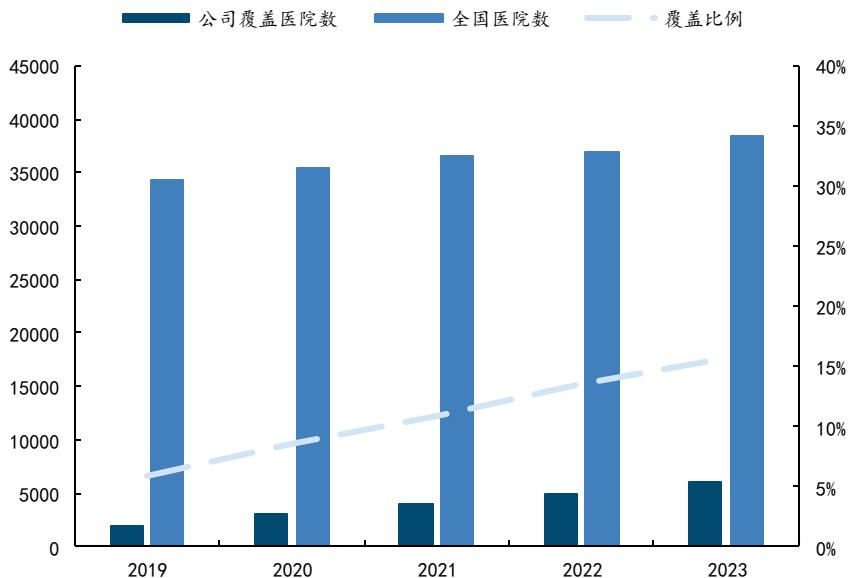
图表22：公司在国内合作医院数量稳健提升

	2019	2020	2021	2022	2023
2B 国内医院营收	1.9	11.1	12.5	36.2	9.2
yoy	-	418.4%	24.6%	190.5%	-74.6%
合作医院数量	-	3000+	4000+	5000+	6000+

来源：公司公告，国金证券研究所

未来公司计划拓展更多民营、医院渠道，市场空间较大。公司计划从原先聚焦一二线城市或三级医院逐步进入民营医院（如眼科和医美领域）、基层医院（如三甲以下医院）。据国家卫健委发布的《2023 年我国卫生健康事业发展统计公报》，2023 年全国医院数量 3.8 万家，其中民营医院总数达到 2.7 万家，年内新增 1353 家，增长速度较快。2023 年公司覆盖全国医院比例为 15.6%，呈现逐年提升趋势，未来仍有较大空间。

图表23：公司国内医院覆盖情况（单位：家）



来源：卫生健康委网站，公司公告，国金证券研究所

图表24：2023 年我国公立/民营医院分布

图表25：2023 年我国医院级别分布



来源：国家卫健委，国金证券研究所

来源：国家卫健委，国金证券研究所

C 端业务积极突破。国内方面，2023 年电子商务及国内药店分别实现营业收入 6.3 亿元及 3.3 亿元，占医疗板块收入比重合计 24.7%。线上电商爆品策略逐步清晰与聚焦，截至 2023 年累计粉丝数近 1700 万；线下药店覆盖率高速提升，2023 年末已覆盖 OTC 药店 19 万余家，年内新增 4 万余家，拓展效果显著。据艾媒咨询数据显示，2023 年中国医药电商市场交易规模为 2714.0 亿元，同比增长 9.2%，未来公司将延续爆品策略，强化自主品牌，提升电商平台产品市占率，抢占更大的市场份额。

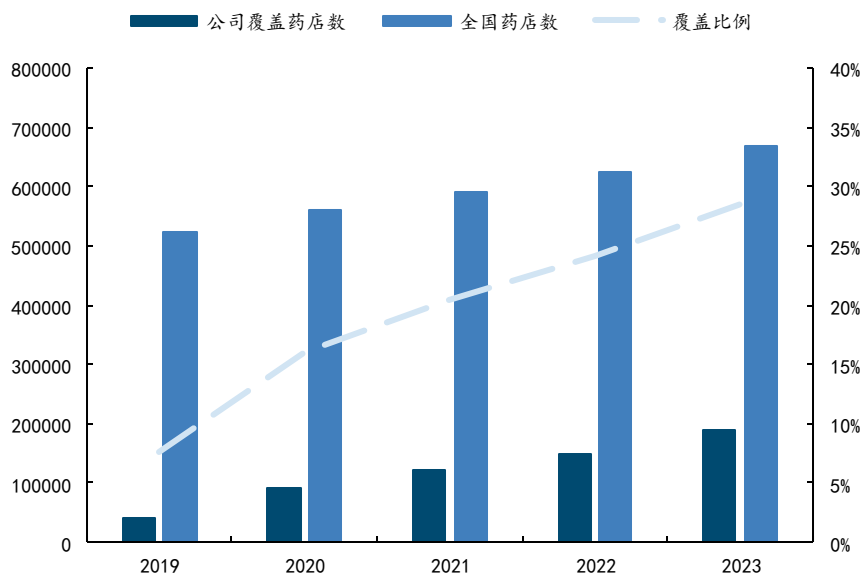
海外方面，公司在跨境电商亚马逊平台核心大单品类目排名持续领先，产品海外出价率不断提高。未来公司将投入更多精力到海外市场，自主品牌出海将成为公司新的发力点，公司希望在美洲区域扩大市场份额，并扩展到欧洲和其他区域。

图表26：公司在国内合作药店数量稳健提升（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023
2C 国内电商营收	0.33	4.94	6.8	9.4	6.3
yoy	-	1412%	37%	39%	-33%
电商粉丝数量(人)	-	-	925	1344	1700
2C 国内营收	1.55	4.8	3.3	5.8	3.3
yoy	-	210%	-32%	77%	-43%
合作药店数量(家)	-	9+	12+	15+	19+

来源：国家药监局，公司公告，国金证券研究所

图表27：公司国内药店覆盖情况（单位：家）



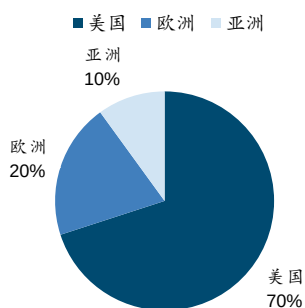


来源：国家药监局，公司公告，国金证券研究所

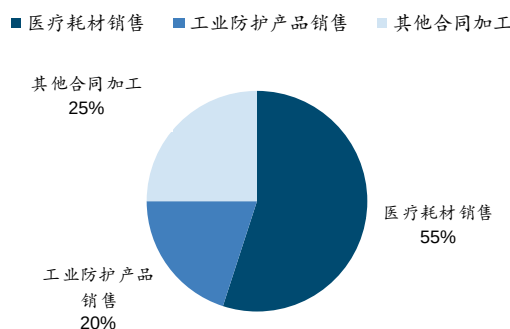
3.2、收购 GRI，公司享有关税优势

收购 GRI，公司进行全球化布局。2024 年 9 月，公司以约 1.2 亿美元对价现金收购美国医疗耗材公司 GRI 75.2%的股权，北美市场有望进一步扩大。GRI 总部位于美国乔治亚州，主要经营医疗耗材和工业防护业务，2023 年营收 1.52 亿美元，净利润 894 万美元。GRI 按业务分类医疗耗材销售占约 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、工业防护服等。按地区分类收入主要来源于美国。其生产基地遍布全球，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。

图表28：2023 年 GRI 收入按地区分类



图表29：2023 年 GRI 收入按业务分类



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

收购 GRI 助力公司拥有关税优势。收购 GRI 是公司全球化战略的关键一步，有效应对了关税风险。9 月 13 日，美国贸易代表办公室（USTR）宣布美对华加征 301 关税四年期复审最终修订结果，进一步提高对中国部分商品的关税，尤其针对医疗用品（注射器和针头、口罩和呼吸器、医用橡胶手套等）和特定高科技产品，到 2026 年均加征 50%-100%的关税。公司通过并购 GRI，在美国实现产销一体化运营，可享有较大的关税优势。

图表30：对华 301 关税最终执行措施中公司业务相关税率

	2024	2025	2026
纺织制呼吸器和非一次性口罩	25%	—	50%
一次性纺织制口罩	—	25%	50%
橡胶医用和外科手套	—	50%	100%

来源：USTR 官网，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

我们从三年维度测算公司主要产品的增长空间，测算分为保守、中性、乐观三个维度：

1) 23 年我国洗脸巾市场规模为 540 亿元，四年 CAGR 为 7.2%，洗脸巾主要包括棉柔巾和非棉柔巾。洗脸巾增速较卫生巾更快的原因主要是目前渗透率还有较大提升空间，在洗脸/婴童用/清洁等方面仍处于替代传统卫生纸、毛巾的过程。根据欧睿数据，我国棉柔巾零售规模为 610 亿张，我们假设单片价格在 0.1 元/张（根据 2.2 章草根调研，纯棉柔巾单片价格在 0.098-0.305 元之间，考虑到草根调研为零售价，平时双十一等大促活动更优惠）。得出当前中国纯棉柔巾市场约为 61 亿元，占洗脸巾市场 12%，渗透率从 2020 年开始保持稳步提升趋势，公司目前棉柔巾产品在我国洗脸巾市场市占率为 2.2%，在我国棉柔巾市场市占率约 15%。

23 年我国卫生巾市场规模为 655 亿元，四年 CAGR 为 3.8%，公司 23 年卫生巾营收为 5.93 亿元，在我国市占率约为 0.9%。


图表31：我国洗脸巾/卫生巾市场规模稳健提升

	2019	2020	2021	2022	2023	四年 CAGR
我国洗脸巾市场规模	409.26	422.57	468.37	493.19	540.43	-
yoy	-	3.25%	10.84%	5.30%	9.58%	7.2%
我国卫生巾市场规模	563.78	603.61	620.71	635.34	654.80	-
yoy	0.93%	7.07%	2.83%	2.36%	3.06%	3.8%

来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表32：我国纯棉柔巾渗透率稳步提升

	2020	2021	2022	2023
中国纯棉柔巾市场规模(按数量:亿片)	325	-	488	610
yoy	39.72%	-	-	25.10%
市场规模(按金额:亿元)	32.5	-	48.8	61.0
相对洗脸巾渗透率	7.69%	-	9.89%	11.29%

来源：Euromonitor，国金证券研究所

2) 中性预期方面，我们假设未来洗脸巾市场保持 6% 的增速规模，预计 2026 年末洗脸巾市场达到 644 亿元。参照洗脸巾渗透率历史爬坡速度，预计 2026 年末棉柔巾渗透率达到 15%，假设公司在棉柔巾行业内市占率不变，预计 2026 年末公司棉柔巾在洗脸巾行业市占率达到 2.9%，对应营收 18.79 亿元，三年 CAGR 为 16.54%。

2023 年公司卫生巾市占率为 0.9%，前七大品牌分别为苏菲、七度空间、护舒宝、高洁丝、ABC、乐而雅和自由点。竞品舆论事件催化公司卫生巾销量大幅提升，24 天猫双十一公司卫生巾销量排名第七，25 年 3 月京东卫生巾品牌排行榜公司销量第三，我们认为此次舆论事件有望重塑行业格局。预计 2026 年末公司卫生巾市占率将达到 1.8%（根据前瞻产业研究院，2023 年卫生巾市场前三大品牌市占率为 12%、10% 和 6%）。对应营收为 13.26 亿元，三年 CAGR 为 30.76%。

3) 乐观预期下，我们预计棉柔巾有望加速替代洗脸巾，且在央视进行消费者教育背景下棉柔巾渗透率提升有望超预期，预计 2026 年末公司棉柔巾有望实现收入 22.52 亿元，三年 CAGR 为 23.80%。卫生巾市场每年符合增速为 5%，公司市占率加速爬升，对应 26 年末营收为 16.68 亿元，三年 CAGR 为 41.15%。

保守预期下，我们预计 2026 年末公司棉柔巾有望实现收入 16.56 亿元，三年 CAGR 为 11.74%。卫生巾 26 年末营收为 10.73 亿元，三年 CAGR 为 21.87%。

图表33：公司产品三年维度测算

棉柔巾	22 年	23 年	保守	中性	乐观
洗脸巾市场规模(亿元)	493	540	608	644	681
洗脸巾市场规模增速假设	-	四年 CAGR 7%	每年增长 4%	每年增长 6%	每年增长 8%
市占率	2.34%	2.2%	2.7%	2.9%	3.3%
市占率假设	棉柔巾渗透率 7%	棉柔巾渗透率 12%	棉柔巾渗透率 14%	棉柔巾渗透率 15%	棉柔巾渗透率 17%
公司棉柔巾营收	11.55	11.87	16.56	18.79	22.52
三年 CAGR	-	-	11.74%	16.54%	23.80%
卫生巾	22 年	23 年	保守	中性	乐观
卫生巾市场规模(亿元)	635	655	759	797	836
卫生巾市场规模增速假设	-	四年 CAGR 4%	每年增长 3%	每年增长 4%	每年增长 5%
市占率	0.88%	0.90%	1.50%	1.80%	2.20%
公司卫生巾营收	5.69	5.93	10.73	13.26	16.68
三年 CAGR	-	-	21.87%	30.76%	41.15%

来源：Euromonitor，ifind，国金证券研究所



医用耗材类业务：公司医疗业务消化高基数影响，2B+2C 驱动稳健增长，其中核心产品高端伤口敷料和健康个护产品保持快速增长。我们预计公司 2024-2026 年医用耗材类业务营收分别为 37.28/41.83/46.81 亿元，同比-3.46%/12.22%/11.88%。从毛利率来看，因为 2024 年原材料棉花价格有所提升，预计 2024 年医用耗材毛利率有所下降，24-26 年医用耗材毛利率预计为 38.70%/39.34%/39.89%。

健康生活消费品业务：公司积极扩张线下门店，同时加强线上营销布局将推动收入的快速增长，预计公司健康生活消费品业务 2024-2026 年营收分别为 50.80/60.16/68.25 亿元，同比增长 19.18%/18.41%/13.46%。预计 24-26 年健康生活消费品毛利率分别为 56.09%/56.02%/55.92%。

GRI 业务：我们预计公司收购 GRI 后，GRI 营收有望保持稳健增长，24 年只并表 4 季度，预计为 2.75 亿元，25-26 年预计分别为 11.55/12.13 亿元。由于 GRI2023 年营业利润率为 9.58%，我们假设 24-26 年 GRI 业务毛利率为 20%。

总营收和毛利率：2023 年公司营收受卫生事件高基数影响，当前公司各渠道收入结构恢复到更加均衡、合理的状态，未来有望实现稳健增长。我们预计 2024-2026 年公司营收分别达 88.57/102.48/115.54 亿元，同比增长 8.21%/15.70%/12.75%。预计 24-26 年总毛利率为 47.89%/46.23%/46.62%，有所下降主要因为低毛利业务 GRI 占比增加。

图表34：公司收入拆分表（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	113.51	81.85	88.57	102.48	115.54
yoy	41.23%	-27.89%	8.21%	15.70%	12.75%
总毛利率	47.38%	49.00%	47.89%	46.23%	46.62%
医用耗材	72.03	38.62	37.28	41.83	46.81
yoy	83.65%	-46.39%	-3.46%	12.22%	11.88%
医用耗材毛利率	44.52%	40.43%	38.70%	39.34%	39.89%
健康生活消费品	40.55	42.63	50.80	60.16	68.25
yoy	0.02%	5.12%	19.18%	18.41%	13.46%
消费品毛利率	52.80%	56.86%	56.09%	56.02%	55.92%
其他	0.94	0.61	0.49	0.49	0.49
yoy	52.91%	-35.14%	-20.00%	0.00%	0.00%

来源：ifind，国金证券研究所

费用率：我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 24.98%/23.70%/23.65%，逐步下降主要因为 GRI 业务销售费用率较低。预计 2024-2026 年管理费用率分别为 7.30%/7.10%/7.10%。我们预计公司将保持研发费用率，2024-2026 年的研发费用率分别为 3.40%/3.40%/3.40%。

图表35：公司财务数据预测表（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	113.51	81.85	91.32	114.02	127.67
yoy	41.23%	-27.89%	11.57%	24.86%	11.97%
毛利率	47.38%	49.00%	48.75%	49.19%	49.41%
销售费用率	18.06%	25.54%	24.98%	23.70%	23.65%
管理费用率	5.58%	8.47%	7.30%	7.10%	7.10%
研发费用率	4.30%	3.93%	3.40%	3.40%	3.40%
营业利润率	17.41%	9.99%	10.61%	10.70%	11.26%
净利润	16.51	5.80	8.31	10.47	12.33
净利润率	14.54%	7.09%	9.10%	9.18%	9.66%
yoy	33.2%	-64.8%	43.23%	25.94%	17.77%

来源：ifind，国金证券研究所



投资建议及估值

我们预计 24-26 年公司 EPS 分别为 1.43/1.80/2.12, 我们选取医用耗材领域的英科医疗, 消费品领域的百亚股份作为可比公司。考虑到公司短期关注度大幅提升以及长期市场份额提升空间大, 我们认为当前估值有所低估, 并给予公司 2025 年 30 倍估值, 目标价 53.10 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表36: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS				PE			
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
003006.SZ	百亚股份	25.29	0.44	0.56	0.76	0.99	1.26	33.28	25.54	20.07
300677.SZ	英科医疗	26.68	0.95	0.58	1.88	2.40	2.90	14.19	11.12	9.20
平均值								23.74	18.33	14.64
300088.SZ	稳健医疗	43.90	3.87	0.98	1.42	1.80	2.12	29.48	23.40	19.87

来源: ifind, 国金证券研究所 (以上公司均采用国金预测数据, 股价截至 3 月 17 日收盘)

风险提示

市占率提升不及预期: 我们的预测基于棉柔巾/卫生巾市占率提升的逻辑。若市占率提升不及预期, 可能对公司收入与利润的增长产生影响。

多品类增长不及预期: 公司多品类依靠营销、补贴等流量曝光与棉柔巾等产品连带销售, 存在增长不及预期的可能。

限售股解禁风险: 2025 年 9 月 16 日, 公司将有 4.07 亿股份解禁, 占解禁前流通股的 231.68%, 流通股数量大幅增加可能对公司股价形成一定影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,037	11,351	8,185	9,132	11,402	12,767
增长率		41.2%	-27.9%	11.6%	24.9%	12.0%
主营业务成本	-4,028	-5,973	-4,175	-4,759	-6,131	-6,815
%销售收入	50.1%	52.6%	51.0%	52.1%	53.8%	53.4%
毛利	4,009	5,379	4,010	4,373	5,272	5,952
%销售收入	49.9%	47.4%	49.0%	47.9%	46.2%	46.6%
营业税金及附加	-65	-98	-66	-81	-101	-114
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,989	-2,050	-2,090	-2,281	-2,680	-3,024
%销售收入	24.7%	18.1%	25.5%	25.0%	23.5%	23.7%
管理费用	-454	-634	-694	-653	-775	-843
%销售收入	5.7%	5.6%	8.5%	7.2%	6.8%	6.6%
研发费用	-298	-488	-322	-310	-388	-434
%销售收入	3.7%	4.3%	3.9%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	1,202	2,109	838	1,047	1,328	1,537
%销售收入	15.0%	18.6%	10.2%	11.5%	11.6%	12.0%
财务费用	107	123	62	66	67	76
%销售收入	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-101	-427	-389	-216	-204	-202
公允价值变动收益	58	32	47	0	0	0
投资收益	103	51	127	30	30	30
%税前利润	7.1%	2.7%	17.0%	3.1%	2.3%	2.0%
营业利润	1,476	1,977	818	983	1,277	1,497
营业利润率	18.4%	17.4%	10.0%	10.8%	11.2%	11.7%
营业外收支	-13	-57	-68	0	0	0
税前利润	1,463	1,920	750	983	1,277	1,497
利润率	18.2%	16.9%	9.2%	10.8%	11.2%	11.7%
所得税	-225	-245	-121	-139	-181	-212
所得税率	15.4%	12.8%	16.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	1,237	1,674	629	843	1,096	1,284
少数股东损益	-2	24	48	12	49	51
归属于母公司的净利润	1,239	1,651	580	831	1,047	1,233
净利率	15.4%	14.5%	7.1%	9.1%	9.2%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,237	1,674	629	843	1,096	1,284
少数股东损益	-2	24	48	12	49	51
非现金支出	534	982	984	594	663	743
非经营收益	-194	-160	-135	192	45	61
营运资金变动	-706	487	-414	-169	-63	-37
经营活动现金净流	872	2,983	1,063	1,460	1,741	2,051
资本开支	-552	-1,136	-645	-868	-887	-887
投资	847	-2,838	1,441	0	0	0
其他	184	156	234	30	30	30
投资活动现金净流	479	-3,818	1,030	-838	-857	-857
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-150	2,127	-650	241	969	219
其他	-1,260	-1,009	-1,135	-389	-495	-586
筹资活动现金净流	-1,410	1,118	-1,785	-148	474	-367
现金净流量	-61	282	307	474	1,358	827

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,274	4,527	4,706	5,117	6,390	7,114
应收款项	1,115	1,313	1,060	1,324	1,653	1,851
存货	1,597	1,559	1,434	1,614	1,995	2,218
其他流动资产	3,360	4,727	3,356	3,238	3,295	3,324
流动资产	10,346	12,126	10,556	11,292	13,334	14,507
%总资产	78.0%	66.5%	61.7%	62.1%	64.6%	65.5%
长期投资	17	70	134	134	134	134
固定资产	1,693	3,078	3,734	4,087	4,367	4,572
%总资产	12.8%	16.9%	21.8%	22.5%	21.2%	20.6%
无形资产	440	2,210	1,991	2,064	2,049	2,034
非流动资产	2,921	6,112	6,556	6,877	7,307	7,655
%总资产	22.0%	33.5%	38.3%	37.9%	35.4%	34.5%
资产总计	13,267	18,238	17,112	18,169	20,641	22,162
短期借款	216	2,511	1,717	1,939	2,908	3,127
应付款项	1,215	1,715	2,024	2,015	2,538	2,824
其他流动负债	644	1,261	530	725	912	1,040
流动负债	2,075	5,487	4,271	4,679	6,358	6,991
长期贷款	0	0	170	170	170	170
其他长期负债	505	568	561	699	815	911
负债	2,580	6,055	5,002	5,548	7,343	8,073
普通股股东权益	10,675	11,705	11,533	12,032	12,660	13,400
其中：股本	426	426	594	594	594	594
未分配利润	5,538	6,811	6,609	7,107	7,736	8,476
少数股东权益	12	478	577	589	638	689
负债股东权益合计	13,267	18,238	17,112	18,169	20,641	22,162

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.906	3.870	0.976	1.427	1.798	2.118
每股净资产	25.030	27.444	19.404	20.662	21.741	23.011
每股经营现金净流	2.044	6.995	1.789	2.456	2.929	3.450
每股股利	0.900	1.900	0.500	0.559	0.705	0.830
回报率						
净资产收益率	11.61%	14.10%	5.03%	6.91%	8.27%	9.20%
总资产收益率	9.34%	9.05%	3.39%	4.57%	5.07%	5.57%
投入资本收益率	9.32%	12.41%	4.97%	6.05%	6.90%	7.53%
增长率						
主营业务收入增长率	-35.87%	41.23%	-27.89%	11.57%	24.86%	11.97%
EBIT 增长率	-75.58%	75.45%	-60.28%	24.97%	26.79%	15.79%
净利润增长率	-67.48%	33.18%	-64.84%	43.19%	26.02%	17.76%
总资产增长率	2.03%	37.47%	-6.17%	6.18%	13.60%	7.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.8	27.5	37.9	37.9	37.9	37.9
存货周转天数	127.5	96.4	130.9	125.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	66.2	56.7	97.8	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	67.1	74.4	122.6	130.2	118.1	115.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.26%	-52.49%	-46.82%	-46.42%	-46.34%	-47.32%
EBIT 利息保障倍数	-11.2	-17.2	-13.5	-15.9	-19.7	-20.3
资产负债率	19.44%	33.20%	29.23%	30.54%	35.57%	36.43%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	10	19	32	76
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	地址：北京市东城区建内大街26号	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心



紫竹国际大厦 5 楼

新闻大厦 8 层南侧

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究