

25年开局靓丽，多元化增长发力

投资要点

- 业绩摘要：**公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年公司实现营收89.8亿元，同比+9.7%（剔除感染防护产品，实现营收86.2亿元，同比+18.6%）；实现归母净利润7.0亿元，同比+19.8%；实现扣非净利润5.9亿元，同比+43.4%。2025Q1实现营收26.1亿元，同比+36.5%；实现归母净利润2.5亿元，同比+36.3%；实现扣非净利润2.3亿元，同比+62.5%。消费品板块增长加速、医疗板块高基数消化，业绩增长亮眼。
- 费用率同比下降，盈利能力稳中向好。**2024年公司整体毛利率为47.3%，同比-1.7pp。其中医疗/消费板块毛利率36.5%/55.9%，同比-3.9pp/-1.0pp。医疗板块毛利率回落主要受感染防护产品促销以及23年同期高基数影响；消费板块毛利率主要受棉花价格波动影响。费用率方面，24年总费用率为35.5%，同比-1.7pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为25.2%/7.5%/-1.1%/3.9%，同比-0.3pp/-1pp/-0.3pp/-0.1pp；综合来看，24年净利率为7.7%，同比+0.7pp。2025Q1毛利率为48.5%，同比+0.8pp；总费用率为34.2%，同比-2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为22.3%/8.3%/0%/3.5%，同比-2.8pp/+0.4pp/+0.8pp/-0.4pp；综合来看，25Q1净利率为9.5%，同比保持稳定。
- 医用耗材业务：感染防护产品回归常态，“内生+外延”双重驱动。**2024年医疗板块实现营收39.1亿元（同比+1.1%），营收占比为43.5%（同比-3.7pp）。分产品来看，1）感染防护产品市场需求回归常态，全年实现营收3.5亿元（同比-61.2%）。2）核心品类快速发展，高端敷料/手术室耗材/健康个护分别实现营收7.8/8.3/4.0亿元，分别同比+31.2%/+48.8%/+35.0%。3）传统伤口护理与包扎产品稳健增长，24年实现营收11.9亿元（同比+3.6%）。渠道方面，海外（含跨境电商）在GRI并购营收贡献2.9亿元增量加持下，24年实现营收21.3亿元（同比+37.7%），占医疗板块收入比重54.4%。国内渠道稳步拓展，24年实现营收17.8亿元。截至24年年末，已覆盖OTC药店22.6万家。
- 健康生活消费品业务：全棉产品构筑差异化，核心爆品引领增长。**2024年消费板块实现营收49.9亿元（同比+17.1%），营收占比为55.6%（同比+3.5pp）。分产品来看，1）干湿棉柔巾引领全品类显著增长，24年实现营收15.6亿元（同比+31.2%）；2）“奈丝公主”卫生巾行业排名显著提升，24年实现营收收入7.0亿元（同比+18.0%）；3）成人服饰/婴童服饰及用品24年实现营收9.6/9.6亿元（同比+15.4%/+13.2%）。渠道方面，24年线上实现营收30.7亿元（同比+18.9%）；其中，兴趣电商平台实现突破性增长（例如抖音同比增长近109%）。积极开拓线下门店，截至24年年末，公司存量门店487家（其中直营店384家，加盟店103家），较23年年末净变化+76家（直营店+47家，加盟店+29家），24年线下门店实现营收14.9亿元，同比+9.3%。商超渠道积极发展，2024年实现营收3.2亿元（+33.4%）。
- 25Q1医疗+消费板块核心品类持续向好。**医疗板块实现营收12.5亿元（其中GRI营收3.0亿元），同比+46.3%。其中手术室耗材/高端敷料/健康个护品类，分别实现营收3.7/2.2/1.2亿元，分别同比+196.8%/+21.1%/+39.8%。

西南证券研究院

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn
联系人：沈琪
电话：023-67506873
邮箱：shenq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.82
流通A股(亿股)	1.76
52周内股价区间(元)	23.45-52.08
总市值(亿元)	303.28
总资产(亿元)	177.89
每股净资产(元)	19.60

相关研究

- 稳健医疗（300888）：全棉品牌稳中向好，常规医疗业务彰显韧性（2024-05-05）



医疗板块渠道方面：海外实现营收 7.0 亿元，同比+84.1%；C 端业务（国内药店、电子商务渠道）同比增速超 40%。消费板块，25Q1 实现营收 13.4 亿元，同比+28.8%。其中奈丝公主卫生巾实现营收 3.1 亿元，同比+73.5%，成长势能充足；干湿棉柔巾/成人服饰实现营收 3.7/2.5 亿元，同比+38.6%/+23.4%。消费板块渠道方面：电商渠道较好发展，占消费板块收入比重 59.9%；商超渠道实现营收 1.5 亿元，同比+70.9%。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.73 元、2.17 元、2.66 元，对应 PE 分别为 30 倍、24 倍、20 倍。考虑到公司消费品品牌力突出，医疗耗材板块基数回归常态，内生+外延驱动增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 原材料价格大幅波动的风险，收购业务协同效果不及预期的风险，渠道扩张不及预期的风险，汇率波动较大的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8977.85	11407.14	13540.87	15746.96
增长率	9.69%	27.06%	18.71%	16.29%
归属母公司净利润（百万元）	695.38	1006.87	1262.80	1548.51
增长率	19.81%	44.79%	25.42%	22.63%
每股收益 EPS（元）	1.19	1.73	2.17	2.66
净资产收益率 ROE	6.24%	8.56%	10.27%	11.91%
PE	44	30	24	20
PB	2.72	2.59	2.48	2.36

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：干湿棉柔巾品牌声量持续创新高，品牌势能持续释放，2025-2027 年干湿棉柔巾销量增速为 35%/20%/20%。

假设 2：奈丝公主有望凭借“五超”全棉体感科技（超净吸、超透气、超柔软、超环保、超方便）以及安全理念持续得到用户和零售商的认可，2025-2027 年卫生巾品类销量增速为 80%/60%/50%。

假设 3：GRI 产品品类集中于手术室耗材品类，伴随 24 年下半年 GRI 并表，以及国内外市场有序拓展，2025-2027 年手术室耗材收入增速为 80%/20%/15%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	8977.9	11407.1	13540.9	15747.0
yoy	9.7%	27.1%	18.7%	16.3%
营业成本	4729.6	5923.0	6887.8	7876.2
毛利率	47.3%	48.1%	49.1%	50.0%
日用消费品				
收入	4990.9	6446.9	7956.2	9587.2
yoy	17.1%	29.2%	23.4%	20.5%
成本	2201.3	2814.9	3425.2	4091.4
毛利率	55.9%	56.3%	56.9%	57.3%
医用耗材				
收入	3905.6	4874.8	5494.9	6065.5
yoy	1.1%	24.8%	12.7%	10.4%
成本	2480.6	3057.7	3409.6	3729.3
毛利率	36.5%	37.3%	37.9%	38.5%
其他				
收入	81.4	85.5	89.7	94.2
yoy	34.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	47.7	50.4	52.9	55.6
毛利率	41.4%	41.0%	41.0%	41.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8977.85	11407.14	13540.87	15746.96	净利润	740.71	1069.41	1346.84	1648.92
营业成本	4729.56	5922.99	6887.77	7876.22	折旧与摊销	413.71	348.97	378.80	397.96
营业税金及附加	79.91	98.04	116.68	108.65	财务费用	-99.21	83.02	78.57	51.98
销售费用	2264.15	2874.60	3466.46	4094.21	资产减值损失	-242.90	10.00	10.00	10.00
管理费用	673.74	1197.75	1435.33	1684.92	经营营运资本变动	-87.15	-404.24	-216.02	-201.79
财务费用	-99.21	83.02	78.57	51.98	其他	540.60	-146.68	-107.77	-106.00
资产减值损失	-242.90	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	1265.76	960.48	1490.43	1801.07
投资收益	75.39	88.41	102.62	94.91	资本支出	-1115.33	-200.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	2.86	17.47	12.60	14.22	其他	-2996.69	451.35	115.22	109.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4112.03	251.35	-34.78	9.13
营业利润	914.86	1326.62	1661.27	2030.10	短期借款	475.81	367.80	-274.90	-441.54
其他非经营损益	-6.51	-27.28	-19.80	-22.53	长期借款	-117.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	908.35	1299.34	1641.48	2007.57	股权融资	-1014.64	0.00	0.00	0.00
所得税	167.64	229.93	294.63	358.65	支付股利	-524.10	-461.28	-718.10	-919.59
净利润	740.71	1069.41	1346.84	1648.92	其他	702.41	-477.15	-78.57	-51.98
少数股东损益	45.33	62.54	84.05	100.41	筹资活动现金流净额	-477.52	-570.62	-1071.57	-1413.11
归属母公司股东净利润	695.38	1006.87	1262.80	1548.51	现金流量净额	-3320.24	641.20	384.07	397.10
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1412.09	2053.29	2437.36	2834.45	成长能力				
应收和预付款项	1308.34	1641.68	1950.39	2276.86	销售收入增长率	9.69%	27.06%	18.71%	16.29%
存货	1957.81	2190.76	2661.56	3081.09	营业利润增长率	11.85%	45.01%	25.23%	22.20%
其他流动资产	3402.90	3160.31	3201.69	3214.12	净利润增长率	17.84%	44.38%	25.94%	22.43%
长期股权投资	445.36	445.36	445.36	445.36	EBITDA 增长率	9.14%	43.05%	20.47%	17.06%
投资性房地产	2.36	2.36	2.36	2.36	获利能力				
固定资产和在建工程	4429.26	4398.77	4288.45	4108.97	毛利率	47.32%	48.08%	49.13%	49.98%
无形资产和开发支出	2347.02	2242.92	2138.83	2034.73	三费率	31.62%	36.43%	36.78%	37.03%
其他非流动资产	3086.72	3072.33	3057.95	3043.56	净利率	8.25%	9.37%	9.95%	10.47%
资产总计	18391.86	19207.79	20183.94	21041.49	ROE	6.24%	8.56%	10.27%	11.91%
短期借款	1969.04	2336.85	2061.95	1620.40	ROA	4.03%	5.57%	6.67%	7.84%
应付和预收款项	2020.39	2306.76	2768.68	3199.61	ROIC	8.92%	14.13%	16.29%	18.80%
长期借款	53.00	53.00	53.00	53.00	EBITDA/销售收入	13.69%	15.42%	15.65%	15.75%
其他负债	2473.75	2024.74	2185.13	2323.97	营运能力				
负债合计	6516.18	6721.35	7068.76	7196.98	总资产周转率	0.51	0.61	0.69	0.76
股本	582.33	582.33	582.33	582.33	固定资产周转率	2.94	3.24	3.61	4.16
资本公积	3378.54	3378.54	3378.54	3378.54	应收账款周转率	9.96	10.68	10.67	10.47
留存收益	7200.33	7745.92	8290.62	8919.54	存货周转率	2.61	2.65	2.70	2.62
归属母公司股东权益	11151.28	11699.51	12244.20	12873.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.58%	—	—	—
少数股东权益	724.39	786.93	870.98	971.39	资本结构				
股东权益合计	11875.67	12486.44	13115.18	13844.51	资产负债率	35.43%	34.99%	35.02%	34.20%
负债和股东权益合计	18391.86	19207.79	20183.94	21041.49	带息债务/总负债	31.03%	35.56%	29.92%	23.25%
					流动比率	1.53	1.65	1.76	1.92
					速动比率	1.16	1.25	1.30	1.40
					股利支付率	75.37%	45.81%	56.87%	59.39%
					每股指标				
					每股收益	1.19	1.73	2.17	2.66
					每股净资产	19.15	20.09	21.03	22.11
					每股经营现金	2.17	1.65	2.56	3.09
					每股股利	0.90	0.79	1.23	1.58
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1229.36	1758.61	2118.65	2480.04					
PE	43.61	30.12	24.02	19.59					
PB	2.72	2.59	2.48	2.36					
PS	3.38	2.66	2.24	1.93					
EV/EBITDA	20.71	14.10	11.39	9.39					
股息率	1.73%	1.52%	2.37%	3.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn