

稳健医疗 (300888.SZ)

消费品业务延续较快增长，医疗业务保持稳健

公司 2024 年收入同比增长 9.7%至 89.8 亿元，消费品业务同比增长 17%至 49.9 亿，医疗业务同比增长 1%至 39.1 亿元。2025Q1 收入同比增长 36.5%至 26 亿，其中消费品和医疗业务收入同比增速分别为 29%、46%。消费品业务自 2023 年开启的包括组织架构调整、营销方式创新、新渠道开拓、产品升级等改革措施效果逐渐显现。当前市值对应 25PE29X，维持强烈推荐投资评级。

- 2024 年收入 89.8 亿，同比增长 9.7%（剔除感染防护产品，公司实现收入 86.2 亿元，同比增长 18.6%）。全年实现归母净利润 7.0 亿，扣非归母净利润 5.9 亿元，同比分别增长 19.8% 和 43.4%。2024 年度累计现金分红 3.79 亿（含税），占 2024 年归母净利润的 54.43%。

分季度看：2024Q4 收入同比增长 33.72%至 29.08 亿元，归母净利润同比增长 109%至 1.42 亿元，扣非归母净利润同比增长 157%至 1.19 亿元。2025Q1 营业收入同比增长 36.47%至 26.05 亿元，归母净利润同比增长 36.26%至 2.49 亿元，扣非归母净利润同比增长 62.46%至 2.34 亿元。

- 医疗板块：高端伤口敷料表现亮眼，GRI 并表提升弹性

1) 2024 年医疗板块稳健增长：2024 年医疗板块战略清晰、打法明确，全年收入 39.1 亿元，同比增长 1.1%。医疗板块的产品类别分为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。传统伤口护理与包扎收入同比增长 3.64%至 11.95 亿元。高端敷料、手术室耗材及健康个护业务，分别实现收入 7.8 亿元、8.3 亿及 4.0 亿元，同比分别增长 31.2%、48.8% 及 35.0%。

2) 2025Q1 医疗板块受并表 GRI 影响收入快速增长。医疗板块整体收入为 12.5 亿元（其中：新并购公司 GRI 营业收入为 3.0 亿元，归类在手术室耗材），同比增长 46.3%。核心品类得到快速发展：手术室耗材、高端敷料、健康个护品类，分别实现营业收入 3.7 亿、2.2 亿及 1.2 亿，同比分别增长 196.8%、21.1%及 39.8%。

- 健康生活消费品业务受益于棉柔巾及卫生巾拉动，呈现较快增长

1) 2024 年健康生活消费品业务实现收入 49.9 亿，同比增长 17.1%。消费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。核心爆品干湿棉柔巾实现收入 15.6 亿，同比增长 31.2%。卫生巾实现收入 7.0 亿，同比增长 18%。婴童服饰以及成人服饰各实现收入 9.63 亿元、9.65 亿元，同比增速分别为 13%、15%。

2) 健康生活消费品业务 2025Q1 实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 28.8%，延续了快速增长态势。奈丝公主卫生巾收入 3.1 亿元，同比

强烈推荐（维持）

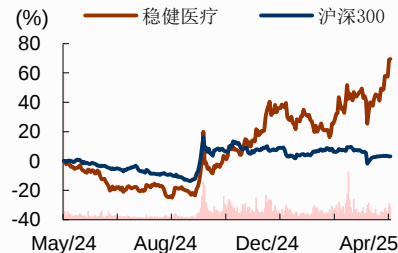
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：52.22 元

基础数据

总股本（百万股）	582
已上市流通股（百万股）	176
总市值（十亿元）	30.4
流通市值（十亿元）	9.2
每股净资产（MRQ）	19.6
ROE（TTM）	6.7
资产负债率	31.7%
主要股东	稳健集团有限公司
主要股东持股比例	69.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	65	69
相对表现	18	69	65



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《稳健医疗（300888）—健康生活消费品改革显效，线上延续快速增长》2025-02-16
- 2、《稳健医疗（300888）—Q3 防疫产品业绩承压，全棉时代国内稳健进军海外》2023-10-25
- 3、《稳健医疗（300888）—Q2 医疗承压消费增长，爆品策略显成效》2023-08-16

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 研究助理

✉ wangxueyu@cmschina.com.cn

增长 73.5%；干湿棉柔巾与成人服饰，分别实现收入 3.7 亿元和 2.5 亿元，同比增长 38.6%和 23.4%。

□ 规模效应显现以及商誉减值减少，带动 2024 年盈利能力提升

1) 2024 年盈利能力稳中有升: 2024 年公司归母净利润率同比提升 0.65pct 至 7.75%。2024 年整体毛利率 47.32%，同比下降 1.68pct，其中医用耗材毛利率同比下降 3.94pct 至 36.49%，健康生活消费品毛利率同比下降 0.96pct 至 55.89%。销售费用率及管理费用率分别同比下降 0.32pct、0.97pct，至 25.22%、7.5%。资产减值损失 2.43 亿元（同比减少 1.51 亿元），其中存货跌价 1.44 亿元，商誉减值 9074 万元（为稳健桂林发生），均较 2023 年计提金额有所减少。

2) 2025 年 Q1 盈利能力稳定: 归母净利润率同比微降。毛利率同比提升 0.83pct 至 48.46%，销售费用率同比下降 2.75pct 至 22.28%，管理费用率同比提升 0.4pct 至 8.35%，财务费用率同比提升 0.77pct 至 0.01%。

□ 运营能力保持稳定，现金流充裕: 2024 年以及 2025Q1，公司存货周转天数基本保持在 130 天左右，应收账款周转天数 35 至 36 天。2024 年经营活动现金净流量同比增长 19%至 12.66 亿元，2025Q1 经营活动现金净流出 2.3 亿元，由于支付的应付货款和各项税费较去年同期增加所致。

□ 盈利预测及投资建议: 综合考虑以下因素: 1) 股权激励方案增长目标。2) 消费品业务改革效果逐步显现，棉柔巾和卫生巾两大品类呈现快速增长，同时品牌势能提升，带动婴童及成人服饰收入增长，带动消费品业务盈利能力提升。3) 医疗业务考虑 2024Q4 GRI 开始并表，增厚收入。综合以上假设，预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 115.06 亿、134.69 亿、157 亿，同比增速分别为 28%、17%、17%。预计归母净利润规模分别为 10.52 亿、12.27 亿、14.40 亿，同比增速分别为 51%、17%、17%。当前市值对应 25PE29X，维持强烈推荐投资评级。

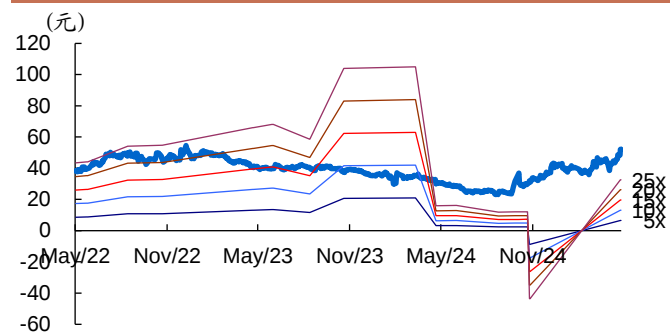
□ 风险提示: 1、消费品业务中的棉柔巾和卫生巾的竞争格局变差，价格战导致毛利率下行的风险，同时公司费用投放规模增加，导致利润增速不及预期的风险。2、医疗业务并购标的业绩增长不及预期，计提商誉减值的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8185	8978	11506	13469	15700
同比增长	-28%	10%	28%	17%	17%
营业利润(百万元)	818	915	1391	1624	1908
同比增长	-59%	12%	52%	17%	18%
归母净利润(百万元)	580	695	1052	1227	1440
同比增长	-65%	20%	51%	17%	17%
每股收益(元)	1.00	1.19	1.81	2.11	2.47
PE	52.4	43.7	28.9	24.8	21.1
PB	2.6	2.7	2.6	2.4	2.3

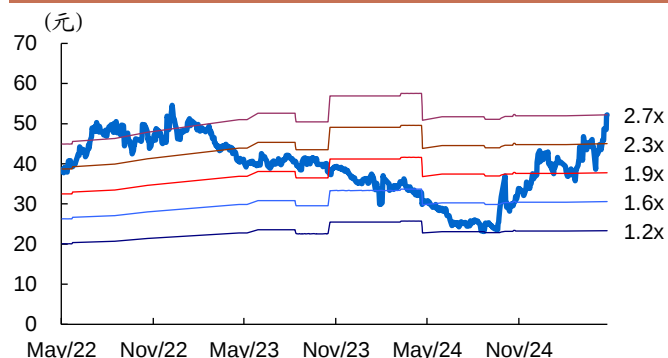
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 稳健医疗历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 稳健医疗历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10556	8081	11244	12365	13384
现金	4706	1412	4100	4500	4700
交易性投资	2850	2921	2921	2921	2921
应收票据	43	34	44	51	60
应收款项	769	981	1082	1266	1476
其它应收款	219	186	239	280	326
存货	1434	1958	2105	2465	2873
其他	535	589	753	882	1028
非流动资产	6556	10311	8516	8766	8991
长期股权投资	21	445	445	445	445
固定资产	2749	3354	3894	4377	4811
无形资产商誉	1860	2347	2112	1901	1711
其他	1927	4164	2065	2042	2024
资产总计	17112	18392	19761	21131	22375
流动负债	4271	5272	5898	6487	6811
短期借款	1493	1969	2550	2786	2708
应付账款	1433	1588	2019	2364	2756
预收账款	193	183	232	272	317
其他	1152	1532	1096	1065	1030
长期负债	731	1245	1245	1245	1245
长期借款	170	53	53	53	53
其他	561	1192	1192	1192	1192
负债合计	5002	6516	7142	7732	8055
股本	594	582	582	582	582
资本公积金	3908	3371	3371	3371	3371
留存收益	7031	7198	7872	8572	9399
少数股东权益	577	724	793	873	967
归属于母公司所有者权益	11533	11151	11825	12526	13353
负债及权益合计	17112	18392	19761	21131	22375

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1063	1266	1563	1415	1611
净利润	629	741	1121	1307	1534
折旧摊销	370	414	611	637	662
财务费用	(36)	(12)	9	(22)	(26)
投资收益	(127)	(75)	(148)	(143)	(143)
营运资金变动	200	195	(36)	(373)	(424)
其它	28	4	5	8	8
投资活动现金流	1030	(4112)	1329	(746)	(746)
资本支出	(753)	(901)	(889)	(889)	(889)
其他投资	1783	(3211)	2218	143	143
筹资活动现金流	(1785)	(478)	(204)	(268)	(665)
借款变动	(1055)	(342)	184	236	(78)
普通股增加	168	(12)	0	0	0
资本公积增加	(139)	(536)	0	0	0
股利分配	(810)	(297)	(379)	(526)	(614)
其他	50	710	(9)	22	26
现金净增加额	308	(3324)	2688	400	200

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8185	8978	11506	13469	15700
营业成本	4175	4730	6015	7042	8208
营业税金及附加	66	80	102	120	140
营业费用	2090	2264	2899	3394	3941
管理费用	694	674	851	997	1146
研发费用	322	348	345	418	487
财务费用	(62)	(99)	9	(22)	(26)
资产减值损失	(357)	(237)	(40)	(40)	(40)
公允价值变动收益	47	3	3	3	3
其他收益	101	92	70	65	65
投资收益	127	75	75	75	75
营业利润	818	915	1391	1624	1908
营业外收入	17	12	12	12	12
营业外支出	85	18	18	18	18
利润总额	750	908	1385	1617	1902
所得税	121	168	263	310	368
少数股东损益	48	45	69	80	94
归属于母公司净利润	580	695	1052	1227	1440

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-28%	10%	28%	17%	17%
营业利润	-59%	12%	52%	17%	18%
归母净利润	-65%	20%	51%	17%	17%
获利能力					
毛利率	49.0%	47.3%	47.7%	47.7%	47.7%
净利率	7.1%	7.7%	9.1%	9.1%	9.2%
ROE	5.0%	6.1%	9.2%	10.1%	11.1%
ROIC	4.2%	4.6%	7.6%	8.1%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	29.2%	35.4%	36.1%	36.6%	36.0%
净负债比率	11.0%	13.2%	13.2%	13.4%	12.3%
流动比率	2.5	1.5	1.9	1.9	2.0
速动比率	2.1	1.2	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.8	2.8	3.0	3.1	3.1
应收账款周转率	9.1	9.8	10.8	11.0	11.0
应付账款周转率	3.2	3.1	3.3	3.2	3.2
每股资料(元)					
EPS	1.00	1.19	1.81	2.11	2.47
每股经营净现金	1.83	2.17	2.68	2.43	2.77
每股净资产	19.81	19.15	20.31	21.51	22.93
每股股利	0.51	0.65	0.90	1.05	1.24
估值比率					
PE	52.4	43.7	28.9	24.8	21.1
PB	2.6	2.7	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	36.3	32.9	18.0	16.2	14.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。