

2025年05月05日

稳健医疗 (300888)

——两大业务均加速增长，分红率稳步提升

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025年04月30日

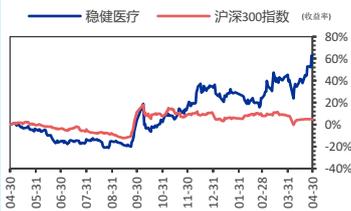
收盘价(元)	52.22
一年内最高/最低(元)	54.80/23.31
市净率	2.7
息率(分红/股价)	1.72
流通A股市值(百万元)	9,165
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	19.60
资产负债率%	31.72
总股本/流通A股(百万)	582/176
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeis@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupeis@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 2024 年报及 25 年一季报，一季报利润表现超预期。**2024 年收入 89.8 亿元，同比增长 9.7% (剔除感染防护产品，收入 86.2 亿元，同比增长 18.6%)；归母净利润 7.0 亿元，同比增长 19.8%。扣非归母净利润 5.9 亿元，同比增长 43.4%，表现符合预期。扣非净利润增速更高主要因 23 年计提的商誉减值金额较大，外置感染防护产品及相关设备的损失较大导致。25Q1 收入同比增长 36%至 26.1 亿元，归母净利润同比增长 36%至 2.5 亿元，利润表现好于预期，主要得益于消费品利润的大幅增长。分红方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元 (含税)，叠加中期股息每 10 股 4 元，合计派发分红 3.79 亿元，分红率 54.4%，相比 23 年的 50%进一步提升。
- **消费品业务延续亮眼表现，一季度加速增长。**24 年全棉时代消费品收入 49.9 亿元，同比增长 17.1%，体现出较强的发展韧性。核心爆品干湿棉柔巾引领全品类显著增长，全年收入 15.6 亿元，同比增长 31.2%；卫生巾收入 7.0 亿元，同比增长 18.0%。成人服饰聚焦内裤及家居服等贴身品类，实现收入 9.6 亿元，同比增长 15.4%。25Q1 消费品板块收入同比增长 28.8%至 3.1 亿元，延续亮眼表现。其中卫生巾收入增长 73.5%，干湿棉柔巾与成人服饰收入分别为 3.7 亿元和 2.5 亿元，同比增长 38.6%和 23.4%。24 年受棉花价格波动影响，消费品毛利率 55.9%，同比下降 1.0pct；但营业利润率同比提升 0.7 pct 至 12.1%，主要受益于产品结构优化、折扣管控、降本增效、精细化运营。
- **线上渠道快速增长，门店持续拓展。**24 年全棉时代线上渠道收入 30.7 亿元，同比增长 18.9%。线下门店收入 14.9 亿元，同比增长 9.3%。商超收入 3.2 亿元，同比增长 33.4%。线上线下双渠道稳定增长。截止到 24 年末，门店共 487 家 (直营 384 家，加盟 103 家)，直营店净增 47 家、加盟店净增 29 家，实现门店稳步拓展。
- **医疗业务走出高基数压力，三大核心品类引领高增。**医疗业务 24 年收入 39.1 亿元，同比增长 1.1%，在 23Q1 感染防护产品 (6.2 亿元) 带来的高基数的情况下，全年仍然保持了正增长，体现出发展韧性。高端敷料、手术室耗材及健康个护分别实现收入 7.8 亿元、8.3 亿元及 4.0 亿元，同比增长 31.2%、48.8% 及 35.0%，势头良好。25Q1 医疗板块同比增长 46.3%，延续高增趋势，其中，手术室耗材、高端敷料、健康个护分别实现收入 3.7 亿元、2.2 亿元及 1.2 亿元，同比增长 196.8%、21.1% 及 39.8%。医疗业务中感染防护产品毛利率较高，24 需求回归常态、旧有库存促销，导致感染防护产品毛利率从 23 年的 44.7%下降至 21.2%，将医用业务毛利率拉低 3.9pct 至 36.5%。剔除该影响，医疗业务毛利率下降 1.1pct 至 38.0%，预计 25 年消费品及医疗业务毛利率均会企稳回升。
- **盈利能力上短期仍有波动，经营质量稳健。**24 年公司毛利率同比下降 1.7pct 至 47.3%，主要因棉花原材料价格波动及医疗业务毛利率阶段性下降影响，25Q1 已同比 0.8pct 至 48.5%。24 年销售费用率同比下降 0.3pct 至 25.2%，25Q1 同比下降 2.8pct 至 22.3%；24 年管理费用率 (含研发) 同比下降 1pct 至 11.4%，25Q1 同比持平，稳定在 11.9%。最终 24 年归母净利率提升 0.7pct 至 7.7%，25Q1 进一步提升至 9.5%，同比持平。
- **公司两大业务“医疗+消费”协同发展，以高品质与持续创新的产品不断获得用户认可。**公司两大业务当前均呈现逐季向好势头，消费品业务核心爆品引领高增，医疗业务从高基数压力中走出后恢复增长，拐点显现，并购 GRI 发展海外业务，成长可期。考虑到当前宏观经济趋势仍有不确定性，谨慎起见我们维持 25-26 年并新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 10.3/11.6/13.5 亿元，对应 PE 为 30/26/23 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧，新品表现不及预期，存货增加风险，关注深交所关注函。**

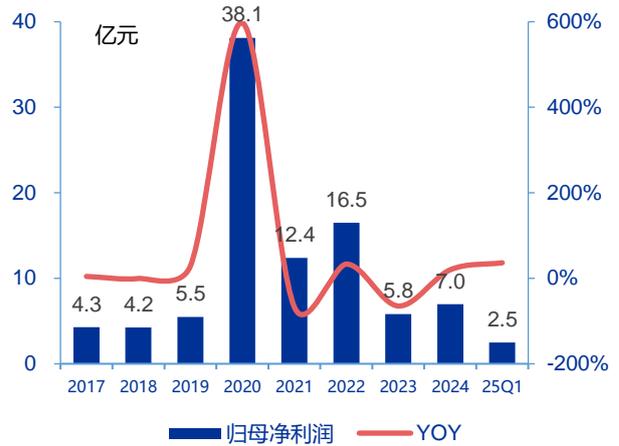
财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	8,978	2,605	10,779	12,193	13,892
同比增长率 (%)	9.7	36.5	20.1	13.1	13.9
归母净利润 (百万元)	695	249	1,026	1,162	1,350
同比增长率 (%)	19.8	36.3	47.5	13.2	16.2
每股收益 (元/股)	1.19	0.43	1.76	1.99	2.32
毛利率 (%)	47.3	48.5	48.3	48.6	48.9
ROE (%)					
市盈率	44		30	26	23

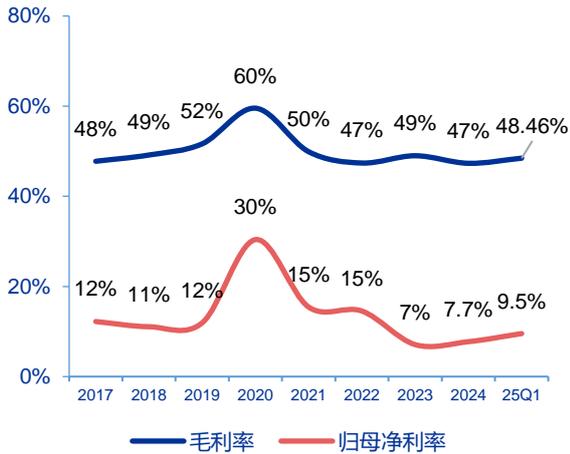
注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 25Q1 收入同比增长 36.5%至 26.1 亿元


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润同比上升 36.3%至 2.5 亿元


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: 25Q1 毛利率上升 0.8pct 至 48.5%，归母净利率保持稳定为 9.5%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 25Q1 销售费用率同比下降 2.8pct 至 22.3%，管理费用（含研发）持平在 11.9%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,185	8,978	10,779	12,193	13,892
其中: 营业收入	8,185	8,978	10,779	12,193	13,892
减: 营业成本	4,175	4,730	5,573	6,267	7,099
减: 税金及附加	66	80	96	109	124
主营业务利润	3,944	4,168	5,110	5,817	6,669
减: 销售费用	2,090	2,264	2,587	2,926	3,362
减: 管理费用	694	674	787	891	1,014
减: 研发费用	322	348	398	455	556
减: 财务费用	-62	-99	35	26	-7
经营性利润	900	981	1,303	1,519	1,744
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	5	0	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-394	-243	-100	-130	-100
加: 投资收益及其他	228	167	167	167	167
营业利润	818	915	1,377	1,562	1,817
加: 营业外净收入	-68	-7	0	0	0
利润总额	750	908	1,377	1,562	1,817
减: 所得税	121	168	262	299	351
净利润	629	741	1,115	1,263	1,467
少数股东损益	48	45	89	101	117
归属于母公司所有者的净利润	580	695	1,026	1,162	1,350

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。