

公司研究

Q1 业绩表现亮眼，医疗和消费品板块协同发力

——稳健医疗（300888.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

增持（维持）

当前价：52.22 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

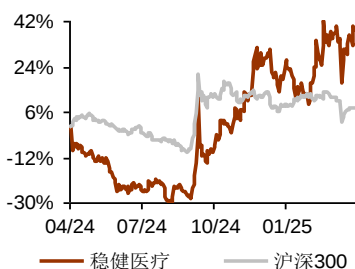
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.82
总市值(亿元):	304.09
一年最低/最高(元):	22.99/54.80
近 3 月换手率:	61.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.38	32.95	67.45
绝对	13.37	32.30	72.06

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩表现向好，发布股权激励草案、彰显发展信心——稳健医疗（300888.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-30）

要点

24 年收入/归母净利润同比+9.7%/+19.8%，25Q1 同比+36.5%/+36.3%

稳健医疗发布 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 89.8 亿元，同比增长 9.7%，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%，EPS（基本）为 1.19 元，拟每股派发现金红利 0.25 元（含税）、加上中期分红 24 年合计派息率为 54.6%。

24 年在毛利率及费用率均下降 1.7PCT 背景下，公司归母净利润增速快于收入主要系资产减值损失减少贡献，另外扣非归母净利润增速快于归母净利润主要系投资收益以及公允价值变动收益减少所致。分季度来看，24Q1~Q4 单季度收入同比-18.8%/+11.0%/+16.8%/+33.7%，归母净利润分别同比-51.6%/-33.8%/-88.5%/扭亏。

一季报方面，25Q1 公司实现收入 26.1 亿元，同比增长 36.5%，归母净利润 2.5 亿元，同比增长 36.3%，扣非归母净利润 2.3 亿元，同比增长 62.5%。

24 年医用耗材收入同比+1.1%/毛利率下降 3.9PCT，25Q1 收入+46.3%

24 年医用耗材收入占总收入的比重为 43.5%，收入同比增长 1.1%，其中 24 年 9 月收购的美国医用耗材公司 GRI 贡献收入 2.9 亿，剔除后收入同比下滑 6.4%；毛利率同比下降 3.9PCT 至 36.5%（感染防护产品毛利率同比下降 23.5PCT 至 21.2%，剔除后其他品类毛利率下降 1.1PCT），营业利润率同比下降 1.1PCT 至 7.6%；25Q1 收入同比增长 46.3%，剔除 GRI 并表影响同比增长 10.5%。

1) 分渠道来看：24 年海外渠道收入占比为 54.4%，收入同比增长 37.7%；25Q1 国外收入同比增长 84.1%，C 端业务（国内药店、电商）收入同比增长超 40%。

2) 分产品来看：感染防护产品 24 年收入占总收入比为 4.0%，收入同比下滑 61.2%，其他常规产品中传统伤口护理与包扎/高端伤口敷料/手术室耗材/健康个护产品收入占比为 13.3%/8.7%/9.2%/4.5%，收入同比+3.6%/+31.2%/+48.8%/+35.0%。25Q1 手术室耗材/高端伤口敷料/健康个护产品增速较快，分别同比+196.8%/+21.1%/+39.8%。

24 年健康生活消费品收入同比+17.1%/毛利率下降 1.0PCT，25Q1 收入+28.8%

24 年健康生活消费品业务收入占比为 55.6%，收入同比增长 17.1%，毛利率同比下降 1.0PCT 至 55.9%，营业利润率提升 0.7PCT 至 12.1%；25Q1 收入同比增长 28.8%。

1) 分渠道来看：24 年公司健康生活消费品中线上/线下门店收入占总收入比分别为 34.2%/16.6%，收入分别同比+18.9%/+9.3%，毛利率分别同比-1.1/+1.7PCT。截至 2024 年末，公司线下门店总计 487 家，同比净增加 76 家，净变化比例为+18.5%，直营/加盟门店各为 384/103 家，分别净增加 13.9%/39.2%。

2) 分产品来看：24 年干湿棉柔巾/卫生巾/婴童服饰及用品/成人服饰收入占总收入比为 17.4%/7.8%/10.7%/10.8%，收入同比+31.2%/+18.0%/+13.2%/+15.4%，其中干湿棉柔巾/婴童服饰及用品/成人服饰毛利率分别同比-4.8/+1.4/+1.8PCT；25Q1 卫生巾/干湿棉柔巾/成人服饰收入增速较快，同比+73.5%/+38.6%/+23.4%。

24 年毛利率和费用率双降，存货、应收账款、经营净现金流均有增加

毛利率：24 年毛利率同比下降 1.7PCT 至 47.3%。分季度来看，24Q1~25Q1 单季度毛利率分别同比-3.3/-2.4/持平/-0.1/+0.8PCT。

费用率：24 年期间费用率同比下降 1.7PCT 至 35.5%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.2%/7.5%/3.9%/-1.1%，分别同比-0.3/-1.0/-0.1/-0.3PCT。25Q1 期间费用率同比下降 2.0PCT，主要系销售费用率下降 2.8PCT 贡献。

其他财务指标：1) **存货** 24 年末同比增加 36.5%至 19.6 亿元，25 年 3 月末较年初持平，同比增加 34.1%，存货周转天数 24 年/25Q1 分别为 129 天/131 天、同比持平/+1 天。2) **应收账款** 24 年末同比增加 27.6%至 9.8 亿元，25 年 3 月末较年初增加 14.3%，同比增加 26.5%，应收账款周转天数 24 年/25Q1 分别为 35/36 天、同比-2/-3 天。3) **资产减值损失** 24 年为 2.4 亿元，同比减少 38.3%，主要系商誉减值及存货跌价损失计提减少；25Q1 为 3324 万元，同比增加 87.3%，主要系存货跌价损失增加。4) **经营净现金流** 24 年为 12.7 亿元，同比增加 19.0%；25Q1 净流出 2.3 亿元，净流出幅度同比扩大 40.9%。

25Q1 业绩表现亮眼，医疗和消费品板块协同发力

公司医用耗材业务和消费品业务板块协同发力，其中医用耗材业务通过内生+外延驱动发展，24 年 9 月收购美国医用耗材公司 GRI，补充海外产能；消费品业务全棉时代主打爆品策略，核心爆品干湿棉柔巾引领增长，并多元化布局线上、线下渠道，抖音 24 年同比增长近 109%。

考虑公司健康生活消费品需求较旺盛，公司渠道开拓速度较快，我们上调公司 25~26 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别上调 17%/18%），新增 27 年盈利预测，对应 25~27 年归母净利润分别为 10.19/12.14/14.31 亿元，EPS 分别为 1.75/2.08/2.46 元，PE 分别为 30/25/21 倍，维持“增持”评级。

风险提示：医用耗材板块国内外需求疲软、行业政策变化等；消费品板块需求疲软、电商渠道流量增长放缓、获客成本上升；中美贸易摩擦影响；棉价或汇率大幅波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,185	8,978	11,168	13,037	15,095
营业收入增长率	-27.89%	9.69%	24.40%	16.73%	15.79%
归母净利润（百万元）	580	695	1,019	1,214	1,431
归母净利润增长率	-64.84%	19.81%	46.60%	19.08%	17.85%
EPS（元）	1.00	1.19	1.75	2.08	2.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.03%	6.24%	8.48%	9.60%	10.69%
P/E	52	44	30	25	21
P/B	2.7	2.7	2.5	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,185	8,978	11,168	13,037	15,095
营业成本	4,175	4,730	5,844	6,777	7,809
折旧和摊销	316	356	423	445	463
税金及附加	66	80	99	116	134
销售费用	2,090	2,264	2,783	3,236	3,745
管理费用	694	674	838	976	1,130
研发费用	322	348	432	503	581
财务费用	-62	-99	-58	-50	-42
投资收益	127	75	75	75	75
营业利润	818	915	1,311	1,556	1,828
利润总额	750	908	1,311	1,556	1,828
所得税	121	168	242	287	337
净利润	629	741	1,069	1,269	1,491
少数股东损益	48	45	50	55	60
归属母公司净利润	580	695	1,019	1,214	1,431
EPS(元)	1.00	1.19	1.75	2.08	2.46

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,063	1,266	1,097	1,418	1,643
净利润	580	695	1,019	1,214	1,431
折旧摊销	316	356	423	445	463
净营运资金增加	-369	539	654	1,025	643
其他	536	-325	-999	-1,265	-893
投资活动产生现金流	1,030	-4,112	76	-122	-122
净资本支出	-645	-875	48	-150	-150
长期投资变化	21	445	0	0	0
其他资产变化	1,654	-3,682	28	28	28
融资活动现金流	-1,785	-478	-575	-438	-1,068
股本变化	168	-12	0	0	0
债务净变化	-625	532	-487	100	-413
无息负债变化	-429	982	206	383	423
净现金流	307	-3,320	598	858	453

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.0%	47.3%	47.7%	48.0%	48.3%
EBITDA 率	20.8%	18.2%	16.2%	16.2%	16.1%
EBIT 率	16.3%	13.6%	12.4%	12.8%	13.0%
税前净利润率	9.2%	10.1%	11.7%	11.9%	12.1%
归母净利润率	7.1%	7.7%	9.1%	9.3%	9.5%
ROA	3.7%	4.0%	5.6%	6.3%	7.1%
ROE (摊薄)	5.0%	6.2%	8.5%	9.6%	10.7%
经营性 ROIC	14.3%	9.0%	10.0%	11.3%	12.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	29%	35%	33%	33%	32%
流动比率	2.47	1.53	1.83	1.93	2.12
速动比率	2.14	1.16	1.37	1.45	1.57
归母权益/有息债务	6.11	4.61	6.22	6.23	8.26
有形资产/有息债务	7.92	6.52	8.58	8.72	11.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	17,112	18,392	19,035	20,198	21,001
货币资金	4,706	1,412	2,010	2,868	3,321
交易性金融资产	2,850	2,921	2,921	2,921	2,921
应收账款	769	981	1,046	1,222	1,414
应收票据	43	34	43	50	58
其他应收款 (合计)	219	186	204	239	276
存货	1,434	1,958	2,321	2,636	2,990
其他流动资产	408	136	136	136	136
流动资产合计	10,556	8,081	9,145	10,552	11,618
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	21	445	445	445	445
固定资产	2,749	3,354	3,283	3,140	2,942
在建工程	985	1,075	866	710	592
无形资产	995	1,096	1,123	1,150	1,177
商誉	864	1,251	1,054	1,054	1,054
其他非流动资产	105	2,012	2,012	2,012	2,012
非流动资产合计	6,556	10,311	9,890	9,645	9,383
总负债	5,002	6,516	6,235	6,718	6,728
短期借款	1,493	1,969	1,482	1,582	1,170
应付账款	1,117	1,156	1,403	1,627	1,874
应付票据	316	432	526	610	703
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	20	21	21	21	21
流动负债合计	4,271	5,272	4,991	5,473	5,483
长期借款	170	53	53	53	53
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	130	544	544	544	544
非流动负债合计	731	1,245	1,245	1,245	1,245
股东权益	12,110	11,876	12,799	13,480	14,273
股本	594	582	582	582	582
公积金	4,801	3,799	3,799	3,799	3,799
未分配利润	6,609	6,780	7,654	8,280	9,013
归属母公司权益	11,533	11,151	12,025	12,651	13,384
少数股东权益	577	724	774	829	889

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	25.54%	25.22%	24.92%	24.82%	24.81%
管理费用率	8.47%	7.50%	7.50%	7.48%	7.48%
财务费用率	-0.76%	-1.11%	-0.52%	-0.38%	-0.28%
研发费用率	3.93%	3.88%	3.87%	3.86%	3.85%
所得税率	16%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.65	1.01	1.20	1.41
每股经营现金流	1.79	2.17	1.88	2.44	2.82
每股净资产	19.40	19.15	20.65	21.72	22.98
每股销售收入	13.77	15.42	19.18	22.39	25.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	52	44	30	25	21
PB	2.7	2.7	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	17.0	19.8	16.9	14.6	12.6
股息率	1.0%	1.2%	1.9%	2.3%	2.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP