

2025 年 05 月 06 日

消费品业务加速成长，线上新渠道表现强劲

稳健医疗(300888)

评级：	买入	股票代码：	300888
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	54.8/23.31
目标价格：		总市值(亿)	296.23
最新收盘价：	50.87	自由流通市值(亿)	89.28
		自由流通股数(百万)	175.51

事件概述

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年实现营收 89.78 亿元，同比+9.69%；归母净利润 6.95 亿元，同比+19.81%；扣非后归母净利为 5.91 亿元，同比 43.40%。分季度看，Q4 单季度营收 29.08 亿元，同比+33.72%；归母净利润 1.42 亿元，较三季度减少 0.26 亿元（第四季度收入增长但利润下跌，主要系第四季度稳健桂林主营产品市场需求下降，存在商誉减值迹象，计提商誉减值损失 9074 万元）。2025Q1 实现营收 26.05 亿元，同比+36.47%，其中医疗板块同比增长 46.3%，消费品板块同比增长 28.8%；归母净利润 2.49 亿元，同比+36.26%；扣非后归母净利为 2.34 亿元，同比+62.46%。2025Q1 营收和利润双增长的亮眼表现，主要系奈丝公主销售收入高速增长和 GRI 并表。公司稳步提升核心品类的行业排名，有效的品牌活动推动全棉时代品牌声量持续提高，因此我们预计稳健医疗集团整体呈现稳中向好的积极发展态势。

分析判断：

► 收入端：高基数下医疗业务韧性增长，全渠道+爆品战略驱动消费板块强势突围

总体来看，2024 年实现营收 89.78 亿元，同比+9.69%；2025Q1 实现营收 26.05 亿元，同比+36.47%，增长趋势向好。

分业务看，医疗业务：高端敷料、手术室耗材及健康个护业务于 24 年内分别实现营业收入 7.81 亿元、8.26 亿元及 4.03 亿元，同比分别增长+31.21%、+48.83%及+34.98%，在 Q1 感染防护产品（6.2 亿元）带来的高基数的情况下，全年同比仍然保持了正增长（同比增长 1.1%），体现出业务发展的长期韧性。消费品业务：24 年干湿棉柔巾/卫生巾/成人服饰/婴童服饰用品分别实现营业收入 15.57、7.00、9.65、9.63 亿元，分别同比+31.19%、+18.03%、+15.39%、+13.21%，25Q1 干湿棉柔巾/成人服饰实现营业收入 3.7、2.5 亿元分别同比+38.6%、+23.4%，核心爆品引领全品类显著增长。

分渠道来看，24 年消费品板块线上/线下门店/商超收入分别为 30.70、14.87 及 3.2 亿元，同比+18.87%、+9.24%及+33.4%，其中全棉时代全域会员人数近 6,100 万人，较去年末增长 15.8%，品牌渗透持续出圈；25Q1 线上/商超收入分别同比+34.0%/+70.9%，根据蝉妈妈数据全棉时代、奈丝公主品牌抖音销售额分别同增 111.86%和 338.21%，增长态势优势明显。公司聚焦品类之间互相渗透，品牌活动、内容社群、会员体系等精细化运作，因此我们预计稳健医疗将会把握线上销售模式如抖音等渠道红利延续强劲增长。

► 盈利端：棉价波动及并购扰动毛利率，运营提效+整合优化驱动净利率提高

盈利能力方面，公司 2024 年毛利率/净利率分别为 47.32%/8.25%，同比-1.68pct/+0.57pct，其中全棉时代实现毛利率 55.9%，同比-1.0pct，主要系受棉花价格波动影响。2025Q1 毛利率/净利率分别为 48.46%/10.05%，同比+0.84pct/-0.09pct，主要系新并购公司的收入贡献和两大板块的收入增加。

费用方面，2024 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 25.22%/7.50%/-1.11%/3.88%，同比-0.32pct/-0.97pct/-0.35pct/-0.05pct，预计主要系运营提效带来费用端优化。2025Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别-2.75pct/+0.40pct/+0.78pct/-0.44pct，其中管理费用率上升预计主要系 2024 年并购产生，财务费用率上升主要系本期利息收入减少及并购公司增加的利息费用。面对收购海外项目中业务协同效应不及预期、整合导致费用增加的情况，公司将进一步强化合规管理和统筹规划经营计划，以降低并购带来的潜在冲击。

投资建议

稳健医疗以“棉”为核心，通过医疗背书+高品质产品+线上线下渠道发力，构建强大护城河。公司将继续推进“产品领先、卓越运营”的核心战略，聚焦主业，坚持医疗与消费并驾齐驱，内生与外延协同发展。考虑到公司占比较高的感染防护产品疫后市场需求和价格大幅下降，我们调整此前盈利预测，公司 2025-2027 年营业收入分别为 112.50/129.65/149.97（前值 124.44/-/-）亿元，2025-2027 年 EPS 分别为 1.72/2.09/2.53（前值 3.37/-/-）元，对应 2025 年 5 月 6 日 50.87 元/股收盘价，PE 分别为 30/24/20 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

线下门店拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,185	8,978	11,250	12,965	14,997
YoY (%)	-27.9%	9.7%	25.3%	15.2%	15.7%
归母净利润(百万元)	580	695	1,001	1,219	1,472
YoY (%)	-64.8%	19.8%	44.0%	21.8%	20.7%
毛利率 (%)	49.0%	47.3%	48.8%	49.7%	49.9%
每股收益 (元)	0.98	1.19	1.72	2.09	2.53
ROE	5.0%	6.2%	8.5%	9.8%	11.0%
市盈率	51.91	42.75	29.59	24.30	20.13

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

华西轻工&纺服团队联合覆盖

分析师：唐爽爽

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,978	11,250	12,965	14,997	净利润	741	1,065	1,297	1,565
YoY (%)	9.7%	25.3%	15.2%	15.7%	折旧和摊销	636	422	438	454
营业成本	4,730	5,756	6,525	7,508	营运资金变动	-268	301	-441	196
营业税金及附加	80	112	130	150	经营活动现金流	1,266	2,201	1,442	2,350
销售费用	2,264	2,756	3,202	3,704	资本开支	-875	-417	-416	-416
管理费用	674	787	933	1,080	投资	-3,430	-20	-30	-40
财务费用	-99	29	33	25	投资活动现金流	-4,112	-2,007	-403	-411
研发费用	348	405	480	555	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-243	-100	-80	-70	债务募资	212	-80	-80	120
投资收益	75	11	13	15	筹资活动现金流	-478	-538	-635	-535
营业利润	915	1,324	1,607	1,935	现金净流量	-3,320	-344	403	1,404
营业外收支	-7	-25	-25	-26	主要财务指标				
利润总额	908	1,299	1,582	1,909	成长能力				
所得税	168	234	285	344	营业收入增长率	9.7%	25.3%	15.2%	15.7%
净利润	741	1,065	1,297	1,565	净利润增长率	19.8%	44.0%	21.8%	20.7%
归属于母公司净利润	695	1,001	1,219	1,472	盈利能力				
YoY (%)	19.8%	44.0%	21.8%	20.7%	毛利率	47.3%	48.8%	49.7%	49.9%
每股收益	1.19	1.72	2.09	2.53	净利率	7.7%	8.9%	9.4%	9.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	3.8%	5.6%	5.9%	7.2%
货币资金	1,412	1,068	1,471	2,875	净资产收益率 ROE	6.2%	8.5%	9.8%	11.0%
预付款项	107	132	144	158	偿债能力				
存货	1,958	920	2,342	1,412	流动比率	1.53	1.60	1.57	1.95
其他流动资产	4,604	3,950	4,896	4,418	速动比率	1.06	1.21	1.05	1.50
流动资产合计	8,081	6,070	8,853	8,863	现金比率	0.27	0.28	0.26	0.63
长期股权投资	445	465	495	535	资产负债率	35.4%	29.7%	34.9%	29.8%
固定资产	3,354	3,043	2,735	2,421	经营效率				
无形资产	1,096	1,186	1,276	1,366	总资产周转率	0.51	0.62	0.68	0.73
非流动资产合计	10,311	11,790	11,672	11,559	每股指标 (元)				
资产合计	18,392	17,860	20,525	20,422	每股收益	1.19	1.72	2.09	2.53
短期借款	1,969	1,869	1,769	1,869	每股净资产	19.15	20.20	21.45	22.96
应付账款及票据	1,588	75	1,810	359	每股经营现金流	2.17	3.78	2.48	4.04
其他流动负债	1,715	1,862	2,065	2,318	每股股利	0.65	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,272	3,806	5,644	4,546	估值分析				
长期借款	53	53	53	53	PE	42.75	29.59	24.30	20.13
其他长期负债	1,192	1,452	1,472	1,492	PB	2.20	2.52	2.37	2.22
非流动负债合计	1,245	1,505	1,525	1,545					
负债合计	6,516	5,310	7,169	6,090					
股本	582	582	582	582					
少数股东权益	724	788	866	960					
股东权益合计	11,876	12,550	13,356	14,331					
负债和股东权益合计	18,392	17,860	20,525	20,422					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。