

消费品业务引领增长，25Q1 实现开门红

核心观点

- 公司 2024 年实现收入 89.8 亿，同比增长 9.7%，实现归母净利润 6.95 亿，同比增长 19.8%。25Q1 收入和归母净利润分别同比增长 36.5%和 36.3%。2024 全年预计分红率为 54.4%，同比提升。
- **医用耗材业务：剔除感染防护产品影响，业务维持较快增长。**2024 年实现收入 39.1 亿，同比增长 1%，增长来源主要源自于高端伤口敷料产品（同比增长 31%）、手术室耗材产品（同比增长 49%）和健康个护产品（同比增长 35%），弥补了感染防护产品对收入的拖累（同比下滑 61%），若剔除该影响医用耗材业务同比增长 20.4%。公司 2024 年 9 月并购了美国医用耗材公司 GRI，产品品类集中于手术室耗材，年内贡献收入 2.9 亿。毛利率方面，2024 年医用耗材毛利率同比下降 3.9pct 至 36.5%，主要受到感染防护产品拖累。
- **消费品业务：品牌势能开始向上。**2024 年实现收入 49.9 亿，同比增长 17%，其中核心爆品干湿棉柔巾销售额引领全品类显著增长，同比增长 31.2%，卫生巾和成人服饰也实现较好表现，分别同比增长 18%和 15.4%。渠道方面，2024 年线上和线下渠道收入分别同比增长 18.9%和 9.3%，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%）。截至 2024 年底，全棉时代全域会员人数近 6,100 万人，较去年末增长 15.8%，品牌渗透持续拓圈。
- **25Q1 公司业绩实现开门红。**拆分来看：1) 医用耗材业务收入同比增长 46.3%，其中新并购公司 GRI 营业收入为 3 亿元，核心品类手术室耗材、高端敷料、健康个护品类的收入同比分别增长 196.8%、21.1%及 39.8%；渠道方面，海外渠道和国内 C 端业务增速较快，分别同比增长 84%和 40%+。2) 消费品业务收入同比增长 28.8%，品类方面，奈丝公主卫生巾收入高速增长，同比增长 73.5%，引领全品类发展；核心品类干湿棉柔巾与成人服饰的收入同比分别增长 38.6%和 23.4%。

盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整盈利预测并引入 2027 年盈利预测，预测 25-27 年 EPS 为 1.75、2.11 和 2.45 元（原 25-26 年为 1.69 和 1.99 元），参考可比公司，给予 2025 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 52.5 元，维持“增持”评级

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、价格持续波动等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,185	8,978	11,165	12,891	14,645
同比增长(%)	-27.9%	9.7%	24.4%	15.5%	13.6%
营业利润(百万元)	818	915	1,307	1,602	1,874
同比增长(%)	-58.6%	11.8%	42.8%	22.6%	17.0%
归属母公司净利润(百万元)	580	695	1,019	1,228	1,427
同比增长(%)	-64.8%	19.8%	46.5%	20.6%	16.2%
每股收益(元)	1.00	1.19	1.75	2.11	2.45
毛利率(%)	49.0%	47.3%	47.0%	46.7%	46.2%
净利率(%)	7.1%	7.7%	9.1%	9.5%	9.7%
净资产收益率(%)	5.0%	6.1%	8.7%	9.7%	10.5%
市盈率	50.6	42.2	28.8	23.9	20.6
市净率	2.5	2.6	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年05月15日）	50.45 元
目标价格	52.5 元
52 周最高价/最低价	54.8/22.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	58,233/17,551
A 股市值（百万元）	29,379
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.31	12.61	33.18	71.15
相对表现%	-0.1	8.73	33.99	63.4
沪深 300%	1.41	3.88	-0.81	7.75



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

业绩超预期，收购 GRI 提升公司国际竞争力	2024-10-29
感染防护产品拖累业绩，城市改造项目带来一次性收益	2023-10-30
感染防护产品需求下降，消费品业务稳健增长	2023-08-18

根据年报，我们调整盈利预测并引入 2027 年盈利预测（上调了收入和费用率），预测 25-27 年 EPS 为 1.75、2.11 和 2.45 元（原 25-26 年为 1.69 和 1.99 元），参考可比公司，给予 2025 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 52.5 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 5 月 14 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中顺洁柔	002511	6.83	0.06	0.20	0.24	0.25	114	34	29	27
百亚股份	003006	32.20	0.67	0.87	1.14	1.45	48	37	28	22
可靠股份	301009	12.05	0.11	0.12	0.14	0.15	105	97	88	79
华利集团	300979	55.18	3.29	3.64	4.20	4.81	17	15	13	11
安踏体育	02020	88.21	5.56	4.84	5.46	6.06	16	18	16	15
调整后平均								30	24	21

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、价格持续波动等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,706	1,412	2,984	4,086	5,385	营业收入	8,185	8,978	11,165	12,891	14,645
应收票据、账款及款项融资	841	1,083	1,347	1,555	1,767	营业成本	4,175	4,730	5,915	6,873	7,879
预付账款	122	107	133	154	175	销售费用	2,090	2,264	2,529	2,791	3,031
存货	1,434	1,958	2,448	2,845	3,262	管理费用	694	674	816	942	1,070
其他	3,452	3,521	3,566	3,602	3,639	研发费用	322	348	433	500	568
流动资产合计	10,556	8,081	10,479	12,242	14,227	财务费用	(62)	(99)	(3)	0	23
长期股权投资	21	445	445	445	445	资产、信用减值损失	389	242	242	242	242
固定资产	2,749	3,354	3,056	2,617	2,134	公允价值变动收益	47	3	30	30	30
在建工程	985	1,075	1,260	1,408	1,527	投资净收益	127	75	50	50	50
无形资产	995	1,096	1,031	967	902	其他	67	18	(6)	(22)	(37)
其他	1,806	4,340	3,632	3,574	3,545	营业利润	818	915	1,307	1,602	1,874
非流动资产合计	6,556	10,311	9,424	9,011	8,553	营业外收入	17	12	12	12	12
资产总计	17,112	18,392	19,903	21,254	22,780	营业外支出	85	18	20	20	20
短期借款	1,493	1,969	1,969	1,969	1,969	利润总额	750	908	1,298	1,594	1,866
应付票据及应付账款	1,433	1,588	1,986	2,307	2,645	所得税	121	168	240	294	344
其他	1,345	1,715	1,759	1,794	1,830	净利润	629	741	1,059	1,299	1,521
流动负债合计	4,271	5,272	5,714	6,071	6,444	少数股东损益	48	45	40	71	94
长期借款	170	53	53	53	53	归属于母公司净利润	580	695	1,019	1,228	1,427
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.00	1.19	1.75	2.11	2.45
其他	561	1,192	1,192	1,192	1,192						
非流动负债合计	731	1,245	1,245	1,245	1,245	主要财务比率					
负债合计	5,002	6,516	6,959	7,315	7,689		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	577	724	765	836	930	成长能力					
实收资本(或股本)	594	582	582	582	582	营业收入	-27.9%	9.7%	24.4%	15.5%	13.6%
资本公积	3,908	3,371	3,379	3,379	3,379	营业利润	-58.6%	11.8%	42.8%	22.6%	17.0%
留存收益	7,029	7,200	8,219	9,141	10,200	归属于母公司净利润	-64.8%	19.8%	46.5%	20.6%	16.2%
其他	2	(3)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	12,110	11,876	12,944	13,938	15,091	毛利率	49.0%	47.3%	47.0%	46.7%	46.2%
负债和股东权益总计	17,112	18,392	19,903	21,254	22,780	净利率	7.1%	7.7%	9.1%	9.5%	9.7%
						ROE	5.0%	6.1%	8.7%	9.7%	10.5%
						ROIC	4.4%	4.7%	7.2%	8.2%	9.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	29.2%	35.4%	35.0%	34.4%	33.8%
净利润	629	741	1,059	1,299	1,521	净负债率	0.0%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	282	372	846	913	958	流动比率	2.47	1.53	1.83	2.02	2.21
财务费用	(62)	(99)	(3)	0	23	速动比率	2.08	1.16	1.41	1.55	1.70
投资损失	(127)	(75)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	(129)	36	(384)	(304)	(312)	应收账款周转率	9.6	10.3	10.1	9.8	9.7
其它	471	291	(138)	(30)	(30)	存货周转率	2.3	2.6	2.7	2.6	2.6
经营活动现金流	1,063	1,266	1,331	1,828	2,111	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(766)	(1,043)	(500)	(500)	(500)	每股指标(元)					
长期投资	2	(419)	0	0	0	每股收益	1.00	1.19	1.75	2.11	2.45
其他	1,795	(2,650)	731	80	80	每股经营现金流	1.79	2.17	2.29	3.14	3.62
投资活动现金流	1,030	(4,112)	231	(420)	(420)	每股净资产	19.81	19.15	20.92	22.50	24.32
债权融资	177	270	0	0	0	估值比率					
股权融资	29	(548)	7	0	0	市盈率	50.6	42.2	28.8	23.9	20.6
其他	(1,992)	(199)	3	(306)	(392)	市净率	2.5	2.6	2.4	2.2	2.1
筹资活动现金流	(1,785)	(478)	10	(306)	(392)	EV/EBITDA	26.8	23.4	12.9	11.1	9.7
汇率变动影响	(2)	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	36.8	34.1	21.3	17.4	14.7
现金净增加额	307	(3,320)	1,572	1,102	1,299						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有稳健医疗(300888，增持)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。