

# 稳健医疗 (300888.SZ)

## 买入 (首次评级)

### 品牌向上，稳健而行

#### 投资要点:

#### ➤ 经营回归常态化，24年发布激励显信心，25年品牌向上

公司成立于1991年，目前已发展成为国内品牌力领先的医疗+消费大健康企业，旗下两大主品牌“winner 稳健医疗”品牌和“Purcotton 全棉时代”，业务范畴覆盖伤口护理、感染防护、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等领域。公司于24年底推出股权激励方案，考核收入不包括24年8月后并表标的，2025-2027年收入年增长触发值/目标值分别不低于13%/18%。2024年实现营收89.8亿元、同比+9.7%，归母净利6.95亿元、同比+19.8%，扣非净利同比+43.4%；1Q25营收、归母净利、扣非净利分别同比+36.5%、+36.3%、+62.5%，Q1医疗板块、消费品板块营收分别同比+46.3%、28.8%。至此，我们认为公司已逐步走出全球公共卫生事件基数影响，各业务板块未来经营有望恢复常态化化发展。

#### ➤ 消费品板块：爆品势能显现，打造“全棉全品类”品牌心智

Purcotton 全棉时代背靠母公司强大医疗背景，以全棉水刺无纺布为技术开端，不断丰富产品品类，消费场景覆盖母婴、女性、家居的整个家庭消费，构建“全棉材料科技”护城河，打造“全棉全品类”品牌心智。**产品方面**，核心爆品棉柔巾百亿级市场容量，1Q25增速38.6%保持向上势头，作为品类首创者，公司多年坚持纯棉品质、在消费者中已建立稳固品牌形象。卫生巾千亿级市场，1Q25实现73.5%高增，近期行业品质舆情频出，医护级属性的奈丝公主在各大电商平台排名脱颖而出，25年公司加大资源倾斜，有望打造另一款爆品。**渠道方面**，在消费渠道多元化的趋势下，公司多平台精细运营、线上线下融合、线下门店网络排布的渠道价值凸显，2024年公司线上收入+18.9%，抖音平台同比增近109%，线下以直营为主的实体门店实现近双位数增长，店效稳步提升。

#### ➤ 医疗板块：内生+外延并进，打造医用耗材一站式解决方案

Winner 稳健医疗深耕行业三十四年，经营表现强韧性。24年下半年以来，医疗板块剔除GRI内生营收增长约12%。外销方面，1Q25公司医疗板块外销同比+84.1%，占比56%，主要销往欧洲、日本，美国占比较小，随着美国GRI收购完成，公司在本土化产能、渠道与运营能力进一步强化，利于以较低风险拓展海外市场。渠道建设方面，在公共卫生事件以后，公司借助美誉度的普及以及品牌新势力的打造，公司在B端医院、C端药店&电商领域扩大增量，在此前多项收购对产品线、渠道的补全加持下，医疗板块有望恢复并保持稳中向上发展趋势。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

2025年公司医疗板块内生业务有望回归常态化叠加并购贡献，同时消费品大单品势能快速提升，我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为10.4亿元、12.4亿元、14.7亿元，分别同比+50.1%、+19.0%、+18.8%，目前股价对应25年PE为27X，略低于可比公司均值。考虑到公司医疗+消费、全棉+健康的业务模式与品牌属性稀缺，核心产品增长驱动强劲，首次覆盖给予“买入”评级。

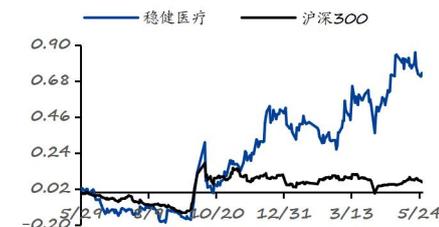
#### ➤ 风险提示

行业政策及标准变化的风险、原材料价格波动的风险、市场开拓及市占率提升不及预期风险、商誉的减值风险

#### 基本数据

日期	2025-05-28
收盘价:	48.72元
总股本/流通股本(百万股)	582.33/175.51
流通A股市值(百万元)	8,550.64
每股净资产(元)	19.60
资产负债率(%)	31.72
一年内最高/最低价(元)	54.80/23.31

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn	
分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	

#### 相关报告



财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,185	8,978	11,536	13,316	15,340
增长率	-28%	10%	28%	15%	15%
净利润（百万元）	580	695	1,044	1,242	1,475
增长率	-65%	20%	50%	19%	19%
EPS（元/股）	1.00	1.19	1.79	2.13	2.53
市盈率（P/E）	48.9	40.8	27.2	22.8	19.2
市净率（P/B）	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 正文目录

1 公司简介：品牌力领先的医疗+消费大健康企业	5
1.1 股权结构	6
1.2 财务分析	6
2 消费品板块：围绕一朵棉，从小而美到大而全	8
2.1 行业：个护强刚需，创新产品引领成长	8
2.1.1 棉柔巾及湿巾：百亿级市场规模，健康品质品牌领先	8
2.1.2 卫生巾：千亿级市场规模，产品与渠道助力弯道超车	10
2.2 公司：全棉时代进入加速向上期	11
2.2.1 产品：全棉品质护航，爆品大单品驱动增长	11
2.2.2 渠道：线下同店开店共驱，线上精细化运营	15
2.2.3 品牌：坚持长期主义，讲好品牌故事	17
3 医用耗材业务：内生+外延并重，产品渠道多点开花	18
3.1 行业：国内市场容量大，出口非美市场仍占较大份额	18
3.2 公司：品类布局完善，恢复常态化增长	20
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议	26
5 风险提示	27

## 图表目录

图表 1：公司主要发展历程	5
图表 2：公司主要产品示意图	5
图表 3：公司股权结构图（截止 1Q25）	6
图表 4：公司营业收入及同比增速	7
图表 5：公司归母净利润及同比增速	7
图表 6：公司单季度营业收入及同比增速	7
图表 7：公司单季度扣非归母净利润及同比增速	7
图表 8：公司分版块收入及增速	8
图表 9：公司分版块毛利率	8
图表 10：公司毛利率、归母净利率	8
图表 11：公司期间费用率	8
图表 12：中国棉柔巾市场需求量及增速	9
图表 13：中国湿巾行业零售额及增速	9
图表 14：中国湿巾行业零售量及增速	9
图表 15：2011-2024 年中国个人湿巾主要品类零售量	9
图表 16：2020 年我国棉柔巾销售额市占率	9
图表 17：消费者选购棉柔巾考虑因素	9
图表 18：中国卫生巾零售规模及增速	10
图表 19：中国卫生巾行业零售均价持续提升	10
图表 20：中国卫生巾零售渠道结构	10
图表 21：中国卫生巾行业格局（市占率%）	10
图表 22：消费者卫生巾选择原因排序	11
图表 23：公司健康生活消费品板块营收及增速	11
图表 24：公司健康生活消费品板块产品结构	11
图表 25：公司健康消费品板块主要产品介绍	12
图表 26：公司干湿棉柔巾营收及增速	13
图表 27：公司干湿棉柔巾类目分类细致	13
图表 28：公司干湿棉柔巾品质领先	13
图表 29：2024 年公司悬挂式棉柔巾爆品	13



图表 30:	公司卫生巾营收及增速	14
图表 31:	公司卫生巾出厂量价	14
图表 32:	公司在售 50 款卫生巾质检 100%合格	15
图表 33:	公司卫生巾主要系列示意图	15
图表 34:	公司健康生活消费品板块分渠道营收	15
图表 35:	公司消费品主要渠道收入增速	15
图表 36:	公司消费品主要所属品类线上化率较高	16
图表 37:	全棉时代全域会员人数持续提升	16
图表 38:	公司消费品板块线下门店数量	17
图表 39:	23 年公司既存门店平均店效恢复正增	17
图表 40:	公司直营店分面积数量占比	17
图表 41:	全棉时代线下门店示意图	17
图表 42:	全棉时代代言人	18
图表 43:	全棉时代品牌视频	18
图表 44:	我国医用耗材、低值医用耗材市场规模	19
图表 45:	2019 年我国低值医疗耗材细分市场结构	19
图表 46:	医疗耗材相关产品近年来出口情况	19
图表 47:	2024 年我国医用敷料产品出口主要市场	20
图表 48:	美国对中国部分医疗器材加征关税情况	20
图表 49:	公司医用耗材板块渠道结构	21
图表 50:	公司医用耗材板块营收及增长情况	22
图表 51:	公司医用耗材板块分产品营收结构	22
图表 52:	公司医用耗材板块分地区营收结构	22
图表 53:	2023 年美国 GRI 收入区域结构、产品结构	22
图表 54:	我国公立医院数量与医院总体数量	23
图表 55:	公司医用耗材药店渠道收入及进入药店数量	23
图表 56:	公司医用耗材板块近年收并购标的情况	23
图表 57:	业绩拆分预测表	25
图表 58:	可比公司估值表	26
图表 59:	财务预测摘要	28

## 1 公司简介：品牌力领先的医疗+消费大健康企业

稳健医疗是总部位于中国广东省深圳市的医疗大健康企业，通过“winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗板块及消费板块协同发展。稳健医疗持续创新和不断拓展产业边界，业务已覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多个领域。截至2024年12月31日，已在境内取得发明专利112项、实用新型专利802项、外观设计专利425项；在境外取得发明专利28项、实用新型专利8项。

目前，公司业务主要分为医用耗材板块与健康生活消费品板块。公司以医用耗材出口起家，产品获得欧盟CE认证、美国FDA认证以及日本厚生省认证，医用敷料销售至全球110余个国家，2005年“winner 稳健医疗”品牌防护产品进入国内医院和民用市场，获得国内外、政府单位和民众的一致好评。公司消费品品牌“全棉时代”于2009年成立，以全棉水刺无纺布为发展开端，以“医学贴近生活，全棉呵护健康”为品牌主张，以“医疗背景、全棉理念、品质基因”为核心竞争力的健康生活品牌，产品包括干湿棉柔巾、卫生巾、婴童服饰与用品、成人服饰、其他无纺/有纺织制品等。全棉时代线下门店与电商等渠道在国内广泛销售。

图表 1: 公司主要发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 2: 公司主要产品示意图

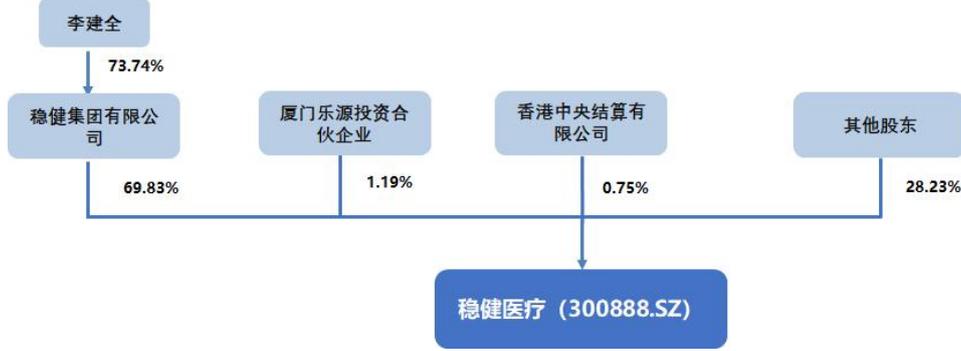


数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 1.1 股权结构

实控人持股比例高，员工持股共享企业发展成果。截止 2025 年一季度，公司实控人为创始人李建全，通过稳健集团有限控制了公司 69.83% 股权，实控人持股比例较高。公司员工持股平台厦门乐源持股 1.19%。

图表 3: 公司股权结构图 (截止 1Q25)



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

发布新一期股权激励计划，触发值/目标值为 13%/18%。公司 2024 年 10 月发布新一期股权激励方案，授予的限制性股票数量为 747.63 万股，约占公司公告时股本总额的 1.28%，其中首次授予 697.63 万股。激励计划首次授予的限制性股票的授予价格为 15.39 元/股，首次授予的激励对象包括公司董事、高级管理人员，以及公司董事会认为需要激励的其他人员。

公司层面业绩考核触发值/目标值分别为 2025-2027 年各年营业收入同比增速分别不低于 13%/18%，医疗板块业绩考核触发值/目标值分别为 2025-2027 年各年医疗板块营业收入同比增速分别不低于 13%/18%，消费品板块业绩考核触发值/目标值分别为 2025-2027 年各年消费品板块营业收入同比增速分别不低于 13%/18%。同时，上述“营业收入”及业绩目标不包括 2024 年 8 月以后及未来三年新并入公司数据。公司股权激励费用约 1.1 亿元，将在 2024-2027 年预计分别产生成本摊销，各年摊销金额分别约 885 万元、5311 万元、3362 万元、1476 万元。

### 1.2 财务分析

过去几年业绩受全球疫情影响波动较大，2024 年公司业绩全面企稳、逐季提升。2013-2019 年公司营收 CAGR 约 24%，归母净利 CAGR 约 36%，过往业绩在医用耗材板块稳步发展、健康生活消费品板块快速扩容的驱动下表现亮眼。

2024 年起公司业务开始全面走出疫情基数效应。营收端自 Q2 开始转正，2Q24、3Q24、4Q24、1Q25 单季度分别同比+11%、+17%、33.7%、36.5%。25 年单 Q1 医用耗材板块及消费品板块营收均恢复至较快双位数增长，盈利端 Q1 实现归母净利润

2.5 亿元，同比+36.3%，实现扣非归母净利 2.3 亿元，同比+62.5%。

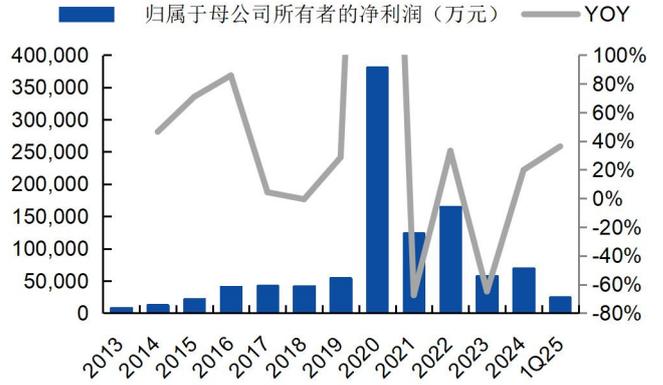
2024 年受上年医疗耗材板块感染防护用品影响医用耗材业务整体毛利率拉低 3.9pct 至 36.5%，对整体的盈利造成影响；消费品板块全棉时代 2024 年实现营业利润率 12.1%同比+0.7pct，板块盈利能力逐步恢复至常态化较好水平。

图表 4：公司营业收入及同比增速



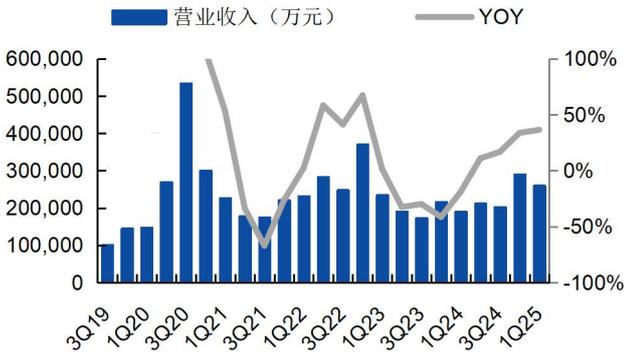
数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 5：公司归母净利润及同比增速



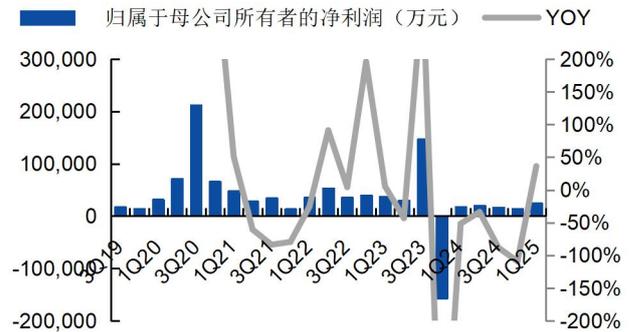
数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 6：公司单季度营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 7：公司单季度扣非归母净利润及同比增速



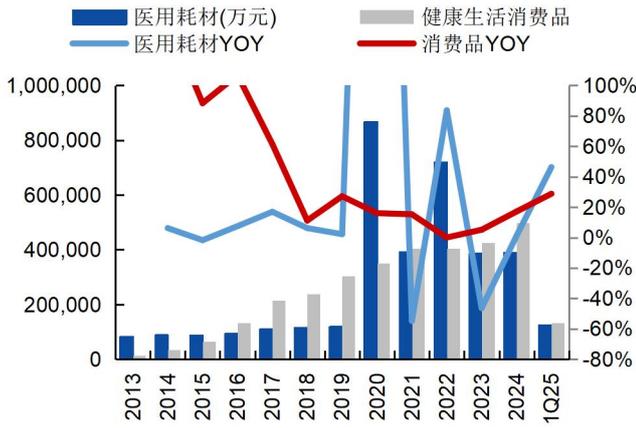
数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

近年来，公司整体毛利率变动主要由于医疗耗材板块感染防护产品，而消费品板块毛利率相对稳定。期间费用率方面，近年来除 2020、2022 年营收大幅变动导致费用率波动外，公司各年期间费用率基本稳定。

公司净利率变动基本与毛利率变动方向一致，2023 年净利率较低，主要由于 3Q23 公司确认城市更新改造项目处置收益 13.6 亿元，而 4Q23 更新项目暂缓推进，重新冲回前述项目处置收益，同时 2023 年公司评估结果为稳健平安与稳健桂林分别发生商誉减值 1.6 亿元及 0.3 亿元，减少当期利润约 1.88 亿元。

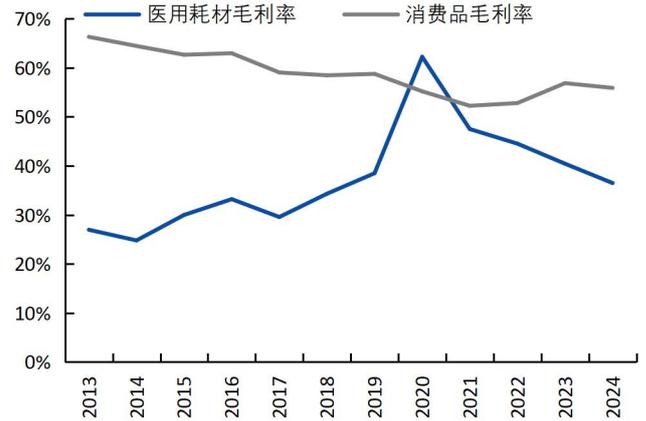
2024 年公司净利率仍受减值影响。公司 2022 年并购的稳健桂林在其报告期内主营产品市场需求下降，存在商誉减值迹象，评估结果为稳健桂林发生商誉减值 9074 万元。2025 年，稳健桂林将引入 2 条先进生产线，提升产能先进性，降低成本。

图表 8: 公司分版块收入及增速



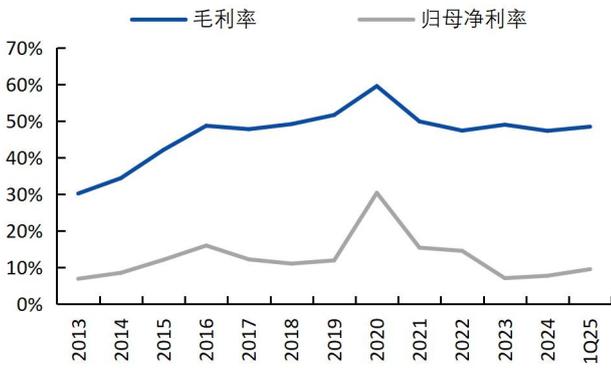
数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 9: 公司分版块毛利率



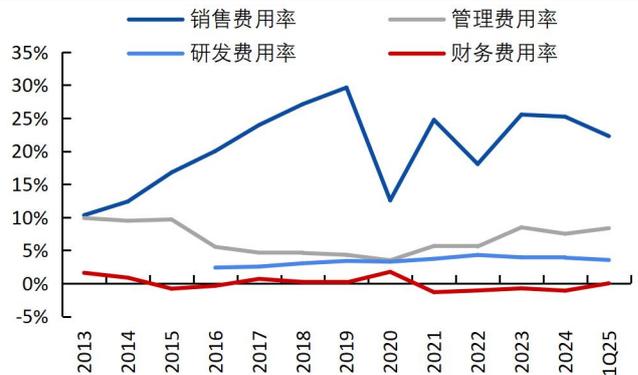
数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 10: 公司毛利率、归母净利率



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 11: 公司期间费用率



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

## 2 消费品板块: 围绕一朵棉, 从小而美到大而全

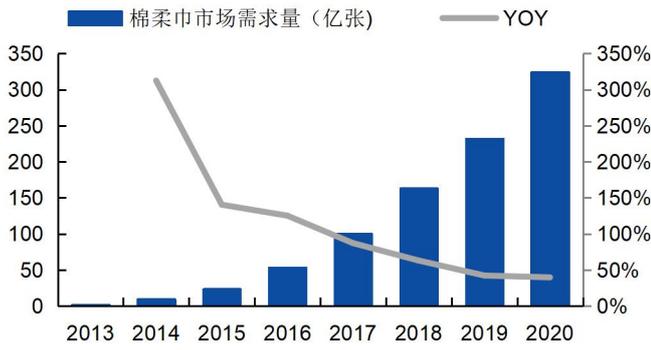
### 2.1 行业: 个护强刚需, 创新产品引领成长

#### 2.1.1 棉柔巾及湿巾: 百亿级市场规模, 健康品质品牌领先

棉柔巾及湿巾受益消费者健康卫生意识提升, 近年零售量保持较好增长。①棉柔巾方面, 纯棉柔巾是公司首创的新型干巾品类, 是纸巾的升级产品, 由可降解的棉花物理加工而成, 化学刺激少, 可重复使用, 具有舒适性、安全性和环保性, 因其更具环保性、不易致敏, 可形成对传统纸品、毛巾的替代。据观研天下, 2020年我国棉柔巾市场需求量达 325 亿张, 另据公司年报援引 Euromonitor, 2022 年我国棉柔巾市场零售量达约 488 亿片, 市场仍处于快速增长阶段。

②湿巾方面, 据欧睿, 2024 年我国个人湿巾零售量达 433 亿片, 近 5 年 CAGR 达 7%, 2024 年零售额达 90.4 亿元, 近 5 年 CAGR 达 7.7%。目前湿巾行业以婴儿用湿巾、通用型湿巾为主, 女性卫生湿巾、卸妆湿巾、居家清洁湿巾等品类占比较小, 可开发的市场空间较大。

图表 12: 中国棉柔巾市场需求量及增速



数据来源: 观研天下, 华福证券研究所

图表 13: 中国湿巾行业零售额及增速



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表 14: 中国湿巾行业零售量及增速



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

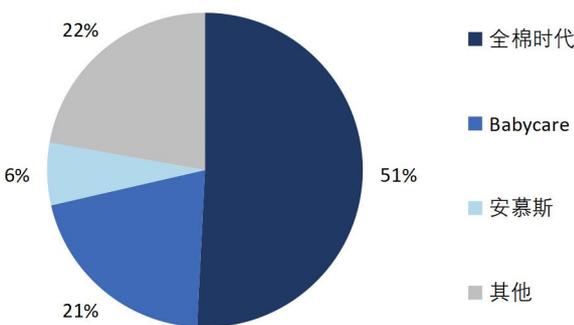
图表 15: 2011-2024 年中国个人湿巾主要品类零售量



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

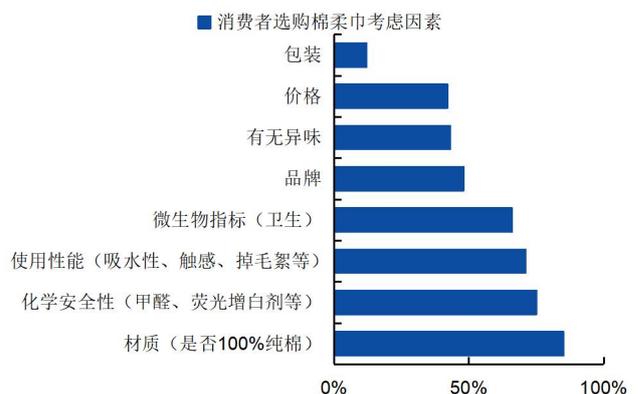
品类首创、坚持全棉品质, 公司棉柔巾份额领先。据观研天下 2020 年全棉时代销售额市占率为 51%。公司率先提出以全棉替代化纤、远离化学品刺激的革新性产品理念, 向消费者提供健康舒适环保的生活消费品, 并以自研“全棉水刺无纺布技术”为基础, 开发出行业首创的纯棉柔巾。虽然目前国内市场上棉柔巾的效仿品牌众多, 但具备自主研发能力的企业较少, 龙头公司品牌仍地位稳固。

图表 16: 2020 年我国棉柔巾销售额市占率



数据来源: Wind, 观研天下, 华福证券研究所

图表 17: 消费者选购棉柔巾考虑因素



数据来源: 南方都市报, 华福证券研究所



### 2.1.2 卫生巾：千亿级市场规模，产品与渠道助力弯道超车

行业产品品质升级、零售单价提升驱动规模增长。卫生巾消费具有高频次、高粘性的特征，目前，我国卫生巾市场的渗透率较高，产品升级是卫生巾行业发展的主要驱动力之一。作为刚需产品，随着我国女性消费者对健康和舒适需求的提高，消费者不仅注重产品的品质、舒适程度等用户体验，还更关注产品的卫生标准、安全性、健康性。据欧睿，2019年-2024年我国卫生巾零售均价 CAGR 约 3%，预计未来行业均价也将保持 2.7% 左右的增长，拉动我国卫生巾零售规模持续扩大。

卫生巾零售线上化率提升，助推品牌弯道超车。据欧睿，2015年至2024年我国卫生巾销售线上化率自 10% 提升至 32%，商超、本地杂货渠道占比有所下降，便利店、美妆店渠道占比稳中有增。截止 2024 年商超、本地杂货店、便利店、美妆店、电商渠道占比分别为 47.2%、12.5%、4.8%、3.4%、32%。

近年来，消费者的消费习惯、消费观念、购物方式和交流方式的转变带来了零售业态的变革，消费品零售线上线下融合趋势愈加明显。品牌依托线上渠道扩大品牌声量、销量，协同品牌升级与线下销售，渠道结构的变迁为卫生巾品牌提供了弯道超车的机遇。近年来随着渠道、产品创新的变化，我国卫生巾公司的竞争格局变动较大，特别是在电商渠道快速扩容的疫情后，传统龙头如苏菲（2024 年经期用品零售份额约 8.9%）、七度空间（8.3%）、护舒宝（4.2%）全渠道市场份额有所下滑，而部分卫生巾公司如自由点（2.8%）、奈丝公主（0.6%）等凭借高增渠道及高附加值产品创新，份额有望稳中有增。

图表 18: 中国卫生巾零售规模及增速



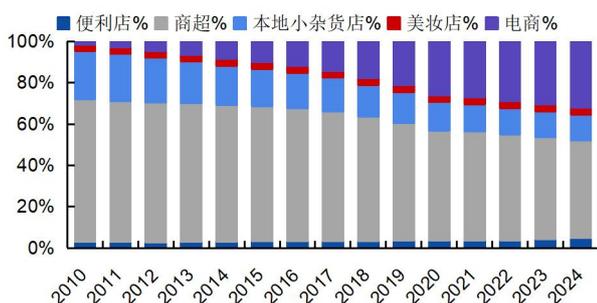
数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 19: 中国卫生巾行业零售均价持续提升



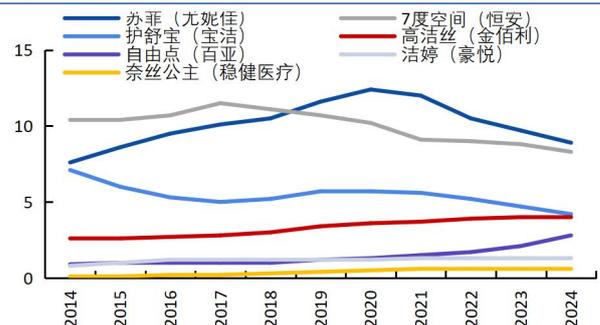
数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 20: 中国卫生巾零售渠道结构



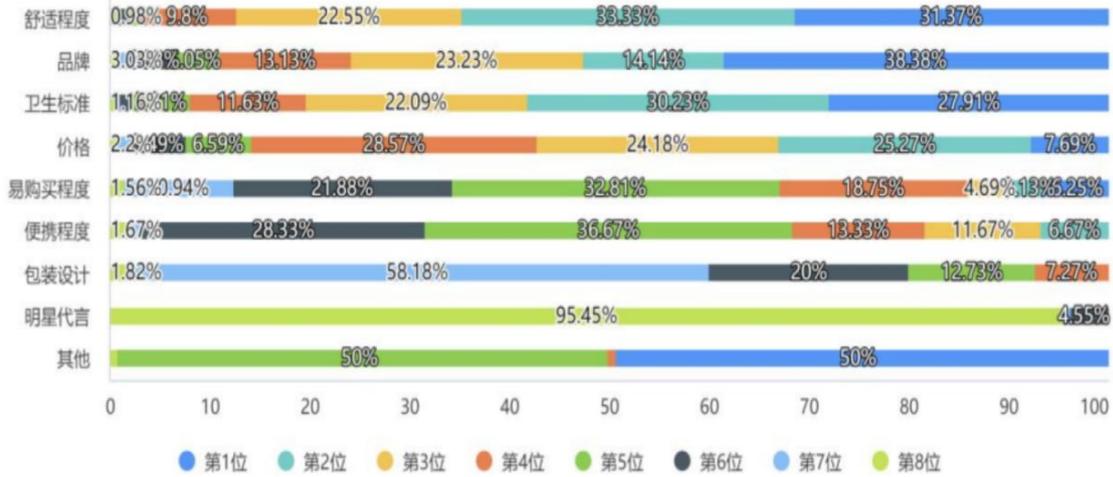
数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 21: 中国卫生巾行业格局 (市占率%)



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 22: 消费者卫生巾选择原因排序



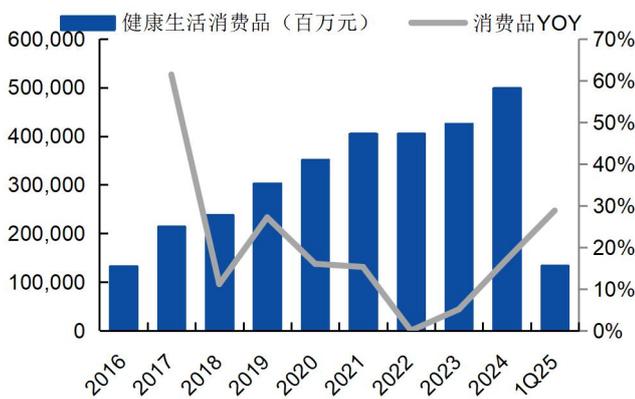
数据来源: 第一财经, 华福证券研究所

## 2.2 公司: 全棉时代进入加速向上期

### 2.2.1 产品: 全棉品质护航, 爆品大单品驱动增长

围绕“一朵棉花、一种纤维”，构建差异化的产品矩阵。公司健康生活消费品板块核心品牌全棉时代创立于2009年，全棉时代背靠母公司三十余年医疗背景，以全棉水刺无纺布为技术开端，不断丰富产品品类，消费场景已经从母婴拓展到女性、家居的整个家庭消费。目前，公司消费品板块主要分为无纺产品与有纺产品，其中无纺产品包括干湿棉柔巾（2024年占消费品板块31%）、卫生巾（14%）两大单品，有纺产品包括婴童服饰用品（19%）、成人服饰（19%）。1Q25公司消费品板块实现营收13.4亿元，同比+28.8%，占公司整体营收的51%，公司聚焦战略品，稳步提升核心品类的行业排名，有效的品牌营销活动推动全棉时代品牌声量持续提高。

图表 23: 公司健康生活消费品板块营收及增速



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 24: 公司健康生活消费品板块产品结构



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 25: 公司健康消费品板块主要产品介绍

商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别
全棉时代	棉柔巾	100%优质天然棉制成, 不含荧光增白剂, 温和不刺激, 满足消费者日常需求	全年龄客群	5-30 元/包 (100 片)	全国范围	全国二三线及以上城市
奈丝公主	卫生巾	100%全棉表层 (表层、隔边、护翼表层)	适龄女性人群	1.5-4.99 元/片	全国范围	全国二三线及以上城市
奈丝宝宝	棉尿裤	100%全棉面层, 市面独有, 来自天然棉花的呵护; 2mm 超薄芯体、芯体 28 倍超高吸尿量	育婴人群	2.45-5.45 元/片	全国范围	全国二三线及以上城市
全棉时代	湿巾	100%全棉材质, 柔软而不滑腻, 温和不伤肌肤	全年龄客群	20-40 元/包	全国范围	全国二三线及以上城市
全棉时代	婴童用品/服饰	100%全棉材质, 无荧光无甲醛添加, 独有的纱布面料提供更加舒适的呵护	待产妈妈、新生儿、婴儿、幼童	100-500 元/件	全国范围	全国二三线及以上城市
全棉时代	成人服饰/ 贴身衣物	全棉材质, 高配棉, 无荧光无甲醛添加, 触感柔软, 独有的纱布面料提供更加舒适的呵护	成人服饰: 适龄成人男女; 贴身衣物: 全年龄段客群	外出服: 150-800 元/件; 家居服: 200-800 元/件; 保暖内衣: 200-600 元/件; 内裤: 58-108 元/条(包); 袜子: 20-40 元/双	全国范围	全国二三线及以上城市
全棉时代	床品、 卫浴用品	全棉材质, 高配棉, 无荧光无甲醛添加, 触感柔软, 独有的纱布面料提供更加舒适的呵护	待产妈妈、新生儿、婴儿、幼童及成人客群	儿童床品: 268-1698 元/套; 幼儿床品: 198-1098 元/套; 成人床品: 268-3198 元/套; 卫浴用品: 38-398 元/件	全国范围	全国二三线及以上城市

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

**2024 年-1Q25 消费品板块恢复双位数增长, 棉柔巾、卫生巾大单品引领增长。**

公司 2024 年在消费品产品端聚焦战略品, 通过研发创新及整合营销, 提升核心品类的行业排名。其中, 核心爆品干湿棉柔巾销售额引领全品类显著增长, 2024 年累计实现收入 15.6 亿元, 同比+31.2%, 卫生巾、婴童服饰用品、成人服饰三大品类分别实现营业收入 7 亿元、9.6 亿元、9.6 亿元, 分别同比+18%、+13.2%、+15.4%。2025 年一季度公司干湿棉柔巾 (1Q25 营收同比+38.6%)、卫生巾 (+73.5%)、成人服饰 (+23.4%) 等核心爆品延续快速增长态势。

①棉柔巾坚守品质、深耕品类，逐渐步入收获期。市场上大部分品牌使用化纤材料，全棉时代坚持使用 100%全棉，经过多年与消费者的沟通，逐渐获得市场认可。另外，根据公司的市场调研，消费者对全棉和化纤材料的认知仍有提升空间，特别是大学生和宝妈群体；同时，棉柔巾洗脸巾大盘仍处快速发展阶段。作为品类的首创者，公司对品质的坚守、对消费者健康心智的播种有望逐步迎来收获期。

另外，公司在核心爆品棉柔巾领域持续深耕品类，充分做透使用场景与人群。例如在成人干湿棉巾类目中，根据包装方式可以分为抽式中、悬挂式中、便携式等，根据使用场景分为经典常规、洗脸巾、清洁湿巾、湿厕巾、家庭清洁巾等等。

图表 26: 公司干湿棉柔巾营收及增速



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 27: 公司干湿棉柔巾类目分类细致



数据来源: 全棉时代天猫旗舰店, 华福证券研究所

公司持续在产品使用体验、使用场景精益求精。①棉柔巾≠绵柔巾。据央视新闻网，市场中部分企业宣称棉柔巾材质为纯棉、但实为粘纤的“绵柔巾”。两者的主要差异除原材料以外，制作流程方面棉柔巾是以物理流程，而绵柔巾则是化学流程使用中有一定的气味。在消费者体验感与健康性上，棉柔巾都优于绵柔巾。公司作为品类的首创者、同时坚持全棉品质，保持行业份额领先。②悬挂式棉柔巾爆品。2024 年公司在棉柔巾领域成功打造了过亿级爆品悬挂式棉柔巾，针对洗脸巾的使用场景，将棉柔巾的包装方式改进为悬挂式，虽然这只是包装上的小创新，凭借对用户的细致洞察一推向市场就成为爆款。

图表 28: 公司干湿棉柔巾品质领先

图表 29: 2024 年公司悬挂式棉柔巾爆品



数据来源：全棉时代天猫旗舰店，华福证券研究所



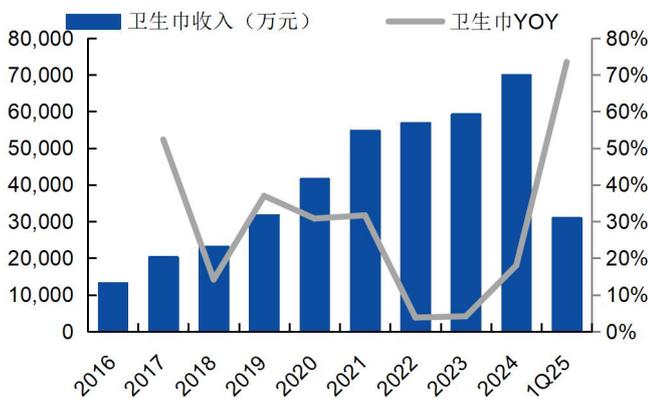
数据来源：数英，华福证券研究所

②近期卫生巾舆情频出，医护级属性的奈丝公主有望脱颖而出。①2024年11月卫生巾行业舆情事件发生后，奈丝公主凭借过硬的产品品质和稳健医疗的安心洁净车间的生产环境，承接流量红利，多年来积累的产品品质得到了用户和零售商的认可，近期在各大电商平台的市场排名显著提升。②2025年315卫生巾二次舆情事件后，公司第一时间组建专项小组对相关事项展开全面自查，3月21日，全棉时代在官方微博连发数条内容，公开其产品质检结果和残次料处理升级措施，过去三年，针对全棉时代、奈丝公主卫生巾等各类产品，全国各地市场监管部门抽检共522次，检测合格率100%，315后，主动将在售全系列近50款奈丝公主卫生巾送至广检、深圳计量院检测。目前收到543页检测报告，已检项目检测结果100%合格。

另外，公司也公开了卫生巾原材料供应商及生产线情况，其中原材料合作方均为行业内头部供应商，包括中华棉花集团有限公司、中纺棉国际贸易有限公司等；生产线则为30万级净化车间，全自动化生产，全程无手触，确保消费者是第一个接触产品的人。

公司在315舆情后积极、透明、坦诚地与消费者沟通，有效强化了消费者对奈丝公主的品牌认知，奈丝公主凭借医护级的可靠品质有望在竞争激烈的卫生巾赛道中脱颖而出。2025年一季度公司卫生巾实现营收3.1亿元，同比显著增长73.5%，公司2025年也将倾斜资源投入，奈丝公主有潜力成为公司另一个爆品。

图表 30: 公司卫生巾营收及增速



数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 31: 公司卫生巾出厂量价



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 32: 公司在售 50 款卫生巾质检 100%合格



数据来源: 新浪财经, 华福证券研究所

图表 33: 公司卫生巾主要系列示意图



数据来源: 奈丝公主天猫旗舰店, 华福证券研究所

2.2.2 渠道: 线下同店开店共驱, 线上精细化运营

2024 年公司线上抖音突破式增长, 线下开店提效提速。目前, 公司消费品板块已实现线下、线上渠道的全面布局。2024 年公司消费品板块电商、线下门店、商超、大客户渠道占比分别为 61.5%、30%、6.4%、2.2%。从增长情况看, 2024 年公司电商渠道实现 18.9% 同比增长, 其中兴趣电商实现突破性增长, 抖音同比增长近 109%, 对整体拉动效果显著; 线下门店实现 9.3% 同比增长。

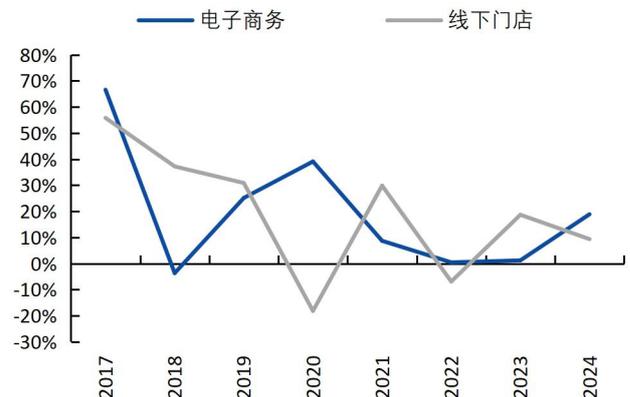
2025 年一季度公司电商延续高增态势, 占消费品板块营收约 59.9%。商超渠道快速增长, 一季度实现营业收入 1.5 亿元, 同比增长 70.9%。

图表 34: 公司健康生活消费品板块分渠道营收



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 35: 公司消费品主要渠道收入增速



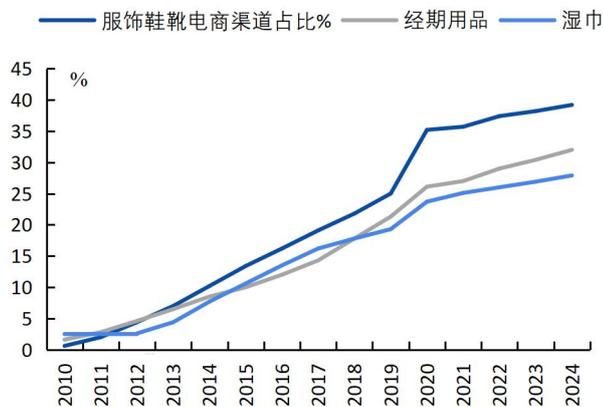
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

目前公司消费品板块的线上渠道占比较高, 而在公司涉及的服饰、湿巾、经期用品零售行业线上化率 2024 年均已达到约 30% 的较高水平。公司消费品板块在电商渠道也享受行业线上化率提升的红利, 在历史上每年基本保持了正向增长。



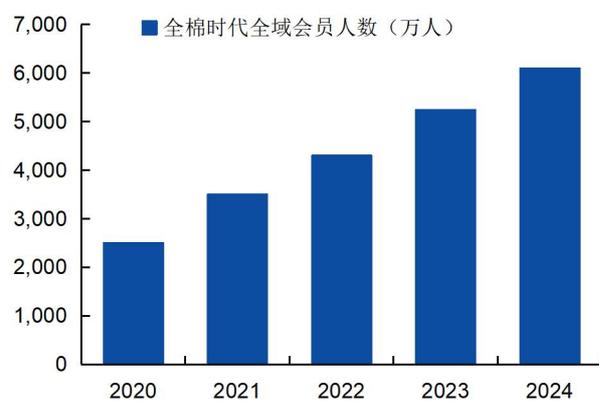
在主要品类行业的线上化率达到较高水平发展阶段，线上的多平台运营、精细化运营、线上线下融合、会员沉淀是品牌增长的要素。①线上平台布局方面，公司坚持多元化策略，在天猫、京东、唯品会等传统第三方电商平台，抖音、小红书等兴趣电商平台以及官网、小程序等自有平台全面布局，2024 年全棉时代电商渠道增长优于线下，特别是抖音和传统电商增速引领全渠道，凸显了多渠道布局的优势。②精细化运营方面，公司线上渠道聚焦新品、爆款矩阵，加强品类之间互相渗透，努力提高拉新转化率与老客复购率。③线上线下融合方面，公司深刻洞察线上线下全渠 融通的发展趋势，将各渠道资源进行深度优化整合，打通了线下门店、商超店铺与线上小程序、到家平台（美团、京东到家、饿了么等）之间的流量融合和销售互通，从而进一步提升自身经营效率和业绩。会员沉淀方面，截止 2024 年，全棉时代全域会员人数近 6,100 万人，同比+15.8%，品牌渗透持续拓圈。

图表 36: 公司消费品主要所属品类线上化率较高



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 37: 全棉时代全域会员人数持续提升

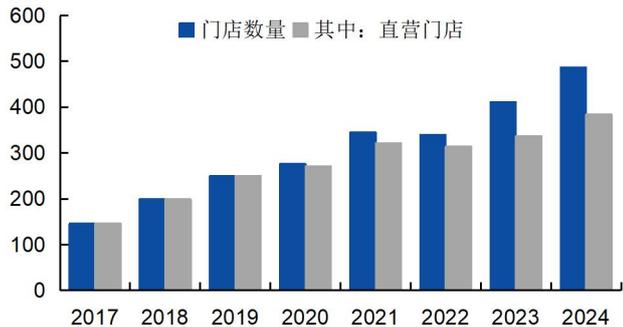


数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司线下门店以一二线城市直营加密，核心三四线城市加盟为策略，2023 年以来既存店效提升。截止 2024 年，公司存量门店 487 家（其中直营店 384 家，加盟店 103 家），年内新开门店 92 家（新开直营店 62 家、加盟店 30 家）。全棉时代线下门店提速发展，在努力提升盈利能力的同时，积极开拓线下门店。

2020 年-2022 年，公司线下既存门店（存续 12 个月以上门店）平均店效受疫情防控影响波动较大。2023 年线下市场加速恢复，线下门店成为拉动全棉时代营收增长的主力渠道。同时公司积极拥抱数字化变革，利用智能货架等工具，依据店铺类型的不同调整陈列，以柜效、品效为抓手，逐步探索坪效提升方式，年内门店坪效取得 15.5% 的同比增长（剔除当年既存缩减的门店）。2024 年公司既存门店坪效同比+2.02%，仍保持了健康向上增长。

图表 38: 公司消费品板块线下门店数量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

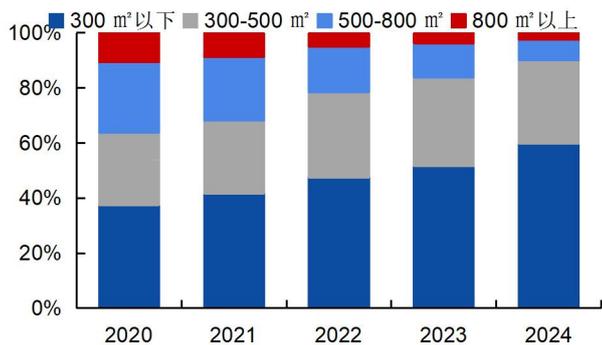
图表 39: 23 年公司既存门店平均店效恢复正增



数据来源：公司公告，华福证券研究所

从公司近年直营门店数量结构看，500 m<sup>2</sup>以上大型直营门店数量占比有所缩减，而中小型门店数量占比持续提升。公司在门店端将品牌理念融入店铺设计中，聘请国内外知名设计师升级门店形象，以兼具美观度与饱满度的展览式产品陈列方式提升客户的消费体验，并增加体验区，以此强化门店的展示性和消费者体验，提高公司销售收入的同时进一步提高品牌知名度。

图表 40: 公司直营店分面积数量占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 41: 全棉时代线下门店示意图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 2.2.3 品牌：坚持长期主义，讲好品牌故事

公司始终坚持“品牌优先于速度，质量优先于利润，社会价值优先于企业价值”的经营原则。2016年起公司线下直营门店开始盈利，直至全棉时代创立11年后的2020年才开始放开加盟，截至目前直营门店的营收额仍然占到绝大比例。全棉时代稳步拓展、不急于求成的线下门店经营态度可以看出对于品牌、品质和服务的重视。

在品牌建设方面，全棉时代以全棉制品为标签，塑造了品质过硬的“新国货”品牌形象，奠定了在母婴领域、生活用品领域的强大口碑，并形成有效的竞争壁垒和强大的产品附加值。在品牌打造方面，实行独具特色的差异化策略，整合直营门店、品牌巡展、明星代言、赛事赞助、新媒体、广告等多种传播手段，持续地向消费者传达“医学贴近生活，全棉呵护健康”的品牌主张和“全棉改变世界”的品牌愿景，将品牌营销拓展为全棉生活方式的消费文化输出，使品牌整体传递的信息更加丰满，



材市场中的占比分别为 30%、22%、16%，是市场规模较大的三大品类。

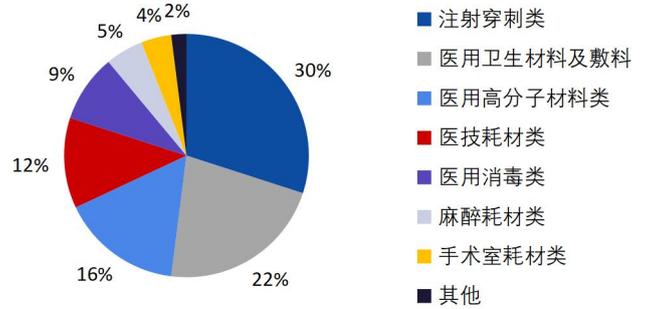
从竞争格局角度看，相比高值医用耗材，低值医用耗材进入门槛较低，市场竞争相对激烈。且在敷料细分领域，国产医用敷料以传统伤口护理类产品为主，产品同质化严重，国内企业多在低端市场内进行低价竞争，品牌识别度和影响力较低。

图表 44: 我国医用耗材、低值医用耗材市场规模



数据来源:《2021-2026 年中国医用耗材行业市场现状与投资前景调查报告》、《中国医疗器械蓝皮书》、中国医药报、Magna Information Centre、IBM 报告公司公告、公司公告、华福证券研究所

图表 45: 2019 年我国低值医疗耗材细分市场结构



数据来源: 医疗器械研究院、中商产业研究院, 华福证券研究所

**出口市场: 我国为全球最大医用敷料出口国。**自 20 世纪 90 年代至今, 随着发达国家的劳动力成本不断提高, 大型跨国医疗器械公司逐渐将医用敷料中劳动力需求较大、技术含量较低的传统伤口护理产品 (例如纱布、绷带等) 的生产环节转移至亚洲、南美等地区和国家, 保留研发和营销环节, 在市场上以自主品牌进行销售。凭借人力成本优势和产业链优势, 我国逐渐形成了一批为国际大型医用敷料品牌商从事贴牌生产 (OEM)、以出口为主的医用敷料生产企业。目前, 中国已成为全球最大的医用敷料出口国。

**我国低值医疗耗材出口经过疫情大幅波动, 已回归常态。**从我国低值医疗耗材部分品类的出口情况看, 2017-2024 年我国医用敷料出口金额 CAGR 约 7.6%, 总体呈稳步增长趋势, 而其中高端医用敷料出口金额增速更快, 2017-2024 年 CAGR 约 13%。其他低值医用耗材出口方面, 在 2020 年-2022 年的全球卫生事件期间, 手套、医用防护服、口罩等防疫类产品出口金额呈现较大幅度的波动, 截止 2024 年上述产品出口已基本恢复常态。

图表 46: 医疗耗材相关产品近年来出口情况

		出口金额 (亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
伤口护理产品	胶粘敷料及其他有胶粘涂层的物品(300510)	医用敷料	13.5	14.3	15.6	18.6	20.0	23.1	19.9	22.4
	其他软填料及类似物品(300590)									
	未列名胶粘敷料及其他有胶粘涂层的物品(30051090)		其中: 高端敷料	3.7	4.0	4.7	4.6	6.0	7.7	7.3
感染防护产品	硫化橡胶制医疗、外科、牙科或兽医用分指手套、连指手套及露指手套(40151200)	橡胶手套						11.4	11.3	15.3
	聚氯乙烯制手套(39262011)	PVC 手套	13.1	13.7	9.9	39.1	36.3	11.9	8.9	10.7
	化纤毡呢或无纺布制服装(62101030)	医用防护服	8.1	8.7	8.7	107.3	21.4	10.6	7.1	7.6
	口罩(63079010)	口罩						29.4	7.6	5.0

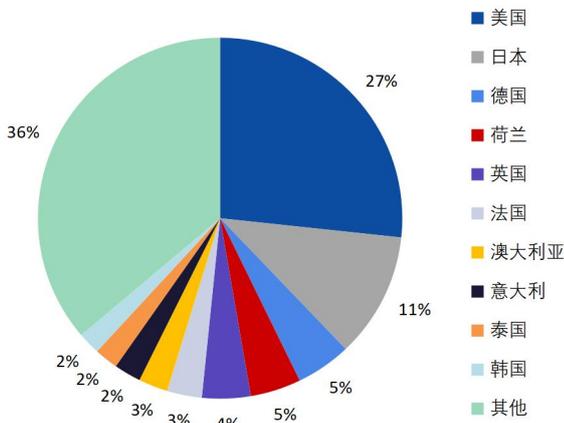
		合计	34.7	36.7	34.2	165.0	77.7	86.4	54.7	61.1
--	--	----	------	------	------	-------	------	------	------	------

数据来源: iFind, 华福证券研究所

低值医用耗材出口美国面临高额关税成本, 但非美市场仍占绝大体量。我国医用敷料产品主要出口国家分别为美国(占出口金额约27%)、日本(11%)及其他欧洲发达国家, 且我国对非美市场的出口也占据了70%以上的体量。若美国持续对我国低值医用耗材征收高额关税, 则非美市场仍具有较大需求支撑韧性。另外, 具有全球化、本土化产能布局的企业在关税冲击下也有望凸显优势。

美国对我国低值医用耗材多次加征关税, 主要涉及注射器和针头、口罩和手套。美国于2024-2025年对我国医用耗材存在多次加征关税。2024年5月美国对我国医用耗材加征关税范围主要包括注射器和针头、口罩等个人防护装备、医用橡胶手套。2024年9月美国贸易代表办公室在对华301关税最终措施发布的公告对上述产品关税进一步提高至50%-100%, 其中对医用口罩的关税提高到50%, 2026年生效; 对医用手套的关税提高至100%, 2026年生效; 针头和注射器关税提高至100%, 2024年生效。2025年4月美国对我国所有商品加征高额“对等关税”, 特别是部分医用耗材叠加美国政府过往无理加税措施, 关税已达极高水平。截止5月12日惩罚性关税暂时取消。

图表 47: 2024 年我国医用敷料产品出口主要市场



数据来源: 中国医药保健品进出口商会, 华福证券研究所

图表 48: 美国对中国部分医疗器材加征关税情况

时间	加征关税情况	
2024-05	注射器和针头	在2024年从0%提高到50%
	口罩、部分呼吸器在内的个人防护装备	在2024年从0%-7.5%提高到25%
	医用橡胶手套	在2026年从7.5%提高到25%
2024-09	注射器和针头	在2024年提高至100%
	口罩、部分呼吸器在内的个人防护装备	在2026年提高至50%
	医用橡胶手套	在2026年提高至100%
2025	美国政府宣布对包括中国在内的所有贸易伙伴征收所谓“对等关税”。绝大部分医用耗材、敷料、医疗设备及其零部件、康复用品等产品均受影响, 特别是部分产品叠加美国政府过往无理加税措施, 关税已达极高水平。截止5月12日惩罚性关税暂时取消。	

数据来源: 21世纪经济报道, 新华网, 中国医药保健品进出口商会网站, 医药魔方, 华福证券研究所

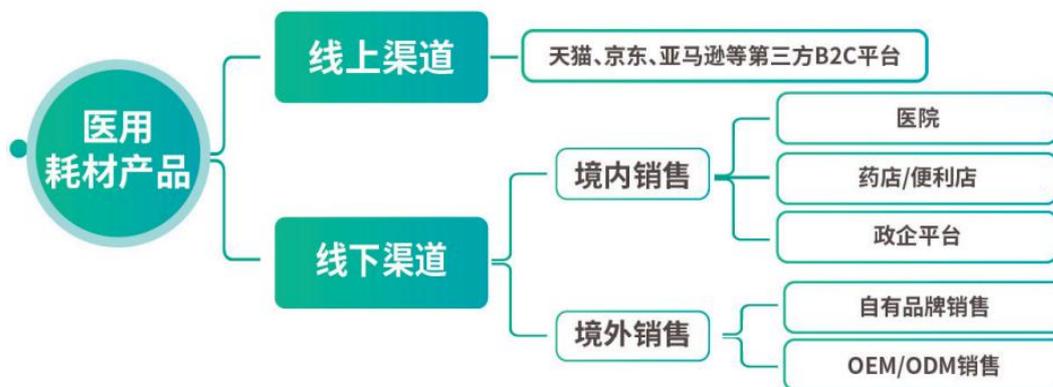
### 3.2 公司: 品类布局完善, 恢复常态化增长

公司在医用耗材领域, 公司是国内最早建立从采购到研发、生产、到直接对外出口的全产业链医用耗材企业之一。公司在行业内较早建立起医疗级的质量管理体系并通过ISO13485医疗器械质量管理体系认证, 产品质量符合欧洲、美国、日本和

中国标准。医用耗材自主品牌“winner”拥有较高的产品认可度和知名度。

2005年“winner 稳健医疗”品牌进入国内市场，凭借优良的产品品质和服务，逐步在国内医院、电商和药店建立起良好的品牌和口碑。2020年公共卫生事件发生后，更多“winner”品牌防护产品进入医院和民用市场，并公开承诺不涨价、产品质量过硬，获得国内外、政府单位和民众的一致好评，品牌美誉度和知名度大幅提升，也为公司持续深耕国内市场打下了坚实的品牌基础，有助于公司在激烈的市场竞争中提高客户粘性、稳定产品价格、扩大市场份额，从而保障盈利能力的持续性与稳定性。

图表 49：公司医用耗材板块渠道结构



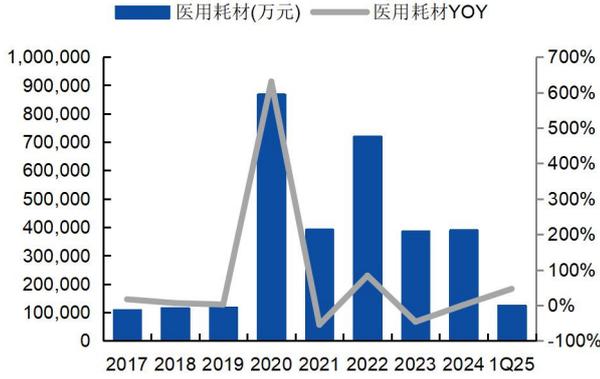
数据来源：公司公告，华福证券研究所

**2024年行业扰动趋于平稳，医用耗材板块增长回正。**近年来公司医疗耗材板块营收波动较大，主要由于全球卫生事件对境内外销售均造成较大的影响，近年公司该板块中的疾控防护产品收入也随之产生较大波动，对公司整体营收造成扰动。2024年医疗板块全年实现营收 39.1 亿元，在 1Q23 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 1.1%正向增长。

**2025年一季度核心品类带动板块实现双位数增长。**1Q25 公司医疗板块实现收入 12.5 亿元同比+46.3%，若剔除新并购 GRI 约 3 亿元收入板块营收增速达约 11.1%。核心品类手术室耗材、高端敷料、健康个护品类，营收同比分别增长 196.8%、21.1% 及 39.8%。

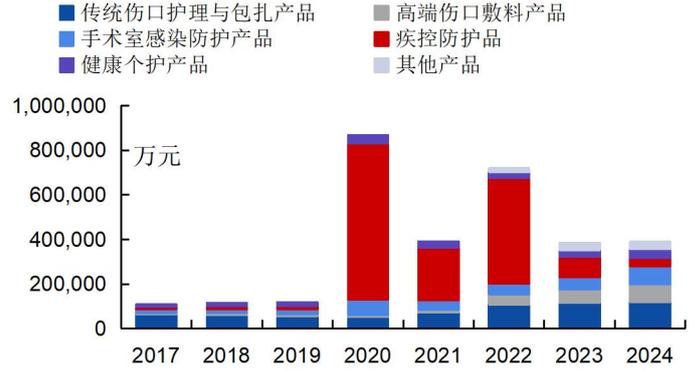
**产品覆盖医用耗材全领域、多场景。**公司产品已涵盖高端伤口敷料产品、传统伤口护理与包扎产品、手术室耗材产品、感染防护产品及健康个护产品，使用场景覆盖临床医疗机构及家庭，可以较好地满足客户\用户一站式采购需求。除传统伤口护理与包扎产品外，针对难以愈合的慢性伤口，公司亦开发出硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫、疤痕贴等具有代表性的高端湿性敷料，产品布局进一步拓展；另外，公司在高端伤口敷料领域的技术水平已位于行业前列，有望成为稳健医疗发展的核心产品。

图表 50: 公司医用耗材板块营收及增长情况



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 51: 公司医用耗材板块分产品营收结构

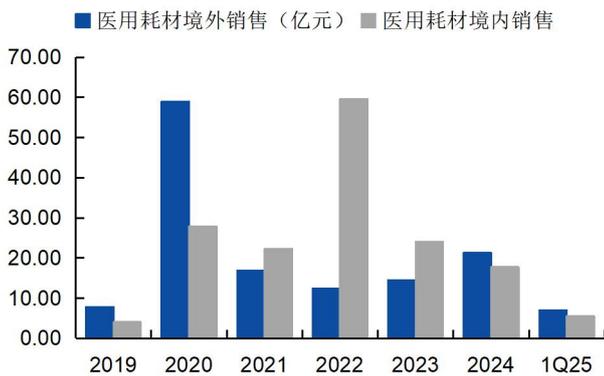


数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

外销恢复健康增长, 收购美国 GRI 强化海外本土化能力。据公司 2022-2023 年报, 公司已连续多年稳居中国医用敷料出口前三名, 公司医用耗材销售至 110 个国家, 主要为欧洲、日本和美国等发达国家和地区, 其中海外销售以欧洲和日本为主要市场, 美国市场占比较小, 加征关税对医疗板块影响相对有限。

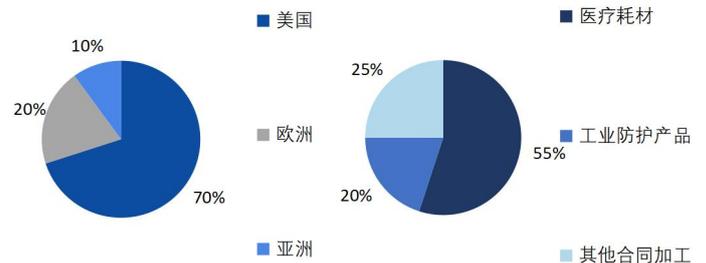
1Q25 公司医用耗材板块国外销售渠道累计收入 7 亿元, 同比+84.1%, 占医用耗材业务收入比重约 56%, 收购美国 GRI 对板块外销营收有较大贡献。公司于 2024 年 9 月公告拟以约 1.2 亿美元现金收购美国 GRI 75.2% 股权, GRI 为美国本土的全球性医疗耗材和工业防护企业, 2023 年收入超 1.5 亿美元, 收入按地区分类美国占约 70%, 欧洲 20%, 亚洲 10%, 且生产基地遍布中国、美国、越南、多米尼加等国家, 能够有效对冲中美关税风险, 并与公司在海外产能、销售渠道及本地化运营能力等多方面有效协同。

图表 52: 公司医用耗材板块分地区营收结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 53: 2023 年美国 GRI 收入区域结构、产品结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

渠道 C 端与 B 端并重, 均衡发展扩大增量。公司医用耗材板块在 B 端-医院、C 端-电商、C-端药店三大渠道均有覆盖。在电商领域, 公司在国内电商、跨境电商均有布局。

1) 国内医院渠道稳步拓展。国内严肃医疗方面, 院线是公司业务的基本盘。截

止 2023 年公司已覆盖医疗机构六千余家。据统计 2022 年我国医院数量约 36,976 家，公立医院数量 11,746 家。未来，公司在国内医院渠道仍有较大的拓展空间，将进入重点和战略医院拓展渠道。

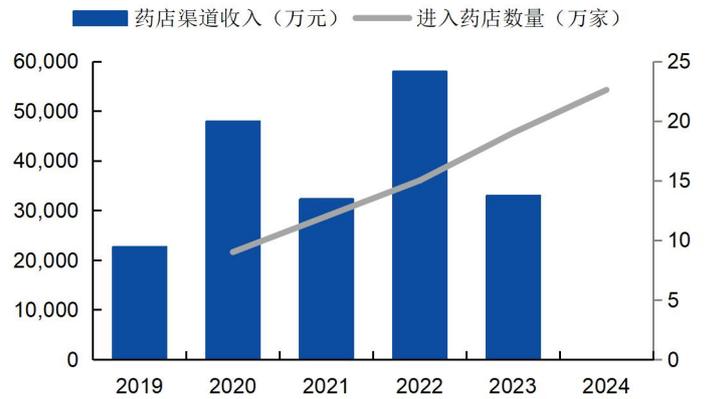
2) 国内 C 端药店及国内外电商积极发展，巩固品牌美誉度。截止 2024 年公司 C 端已覆盖国内 OTC 药店 22.6 万家。在公共卫生事件以后，借助美誉度的普及以及品牌新势力的打造，目前公司该板块会员累计超过 1700 万。海外在跨境电商亚马逊平台上核心大单品类目排名持续保持领先。1Q25 公司 C 端业务（国内药店、电子商务渠道）同比增速超过 40%。

图表 54: 我国公立医院数量与医院总体数量



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 55: 公司医用耗材药店渠道收入及进入药店数量



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

近年来，公司通过积极有效的收并购丰富产品与渠道矩阵。为了打造医疗耗材一站式解决方案，2022 年-2024 年，公司先后收购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林、君健医疗、洪松医疗、稳健荆州、美国 GRI 等公司以完善公司产业链布局，通过并购持续协同丰富产品品类和销售渠道。

2025 年稳健医疗将坚持“品牌向上、提质增效、内生外延、快速发展”的经营方向，聚焦核心品类全面提升产品力、营销力、运营力，加强海内外协同、强化 B/C 端产品布局、借力数字化赋能，全力做大做强自有品牌；同时积极推动 GRI 整合工作，提高其全球化产能分布的利用效率。

图表 56: 公司医用耗材板块近年收并购标的情况

收购标的	收购股权比例	收购日期	主要产品	购买日至期末被购买方收入 (亿元)	购买日至期末被购买方净利润 (亿元)
隆泰医疗	55%	2022 年 4 月 30 日	伤口护理、穿刺护理、造口护理、消毒系列、微创系列等系列产品	3.27	0.70
稳健桂林	100%	2022 年 6 月 30 日	医用手套、防护手套、避孕套等	2.40	0.45



稳健平安	68.70%	2022年7月1日	一次性使用无菌输注类医疗器械	1.46	0.18
君健医疗	100%	2022年10月31日	医用耗材销售	1.06	0.01
洪松医疗	60%	2023年4月30日	医用耗材销售	0.30	0.08
稳健荆州	100%	2023年7月1日	橡胶制品	0.02	-0.11
美国 GRI	75.20%	2024年9月23日公告	手术包、洞巾、铺单、容器、手术衣、工业防护服	2023年收入超1.5亿美元	2023年营业利润1459万美元，净利润近900万美元

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

- (1) **医疗耗材板块：**①传统伤口护理与包扎产品行业发展相对成熟，预计该产品营收 2025-2027 年保持中低个位数增长。②高端伤口敷料产品仍处于快速成长期，预计该产品营收 2025-2027 年维持 25%左右较快增长。③手术室感染防护产品 1Q25 营收同比+197%，主要受益于 GRI 并表，预计该产品 2025 年营收同比增长超 100%，2026-2027 年保持双位数增长。④疾控防护产品前期高基数压力于 2024 年逐步消化，预计 2025-2027 年该产品营收保持较为稳定的增长。⑤健康个护产品今年来依托公司 C 端渠道建设表现较好，1Q25 健康个护产品营收同比增长 39.8%，预计 2025-2027 年营收保持 30%左右较快增长。
- (2) **消费品板块：**①干湿棉柔巾作为公司核心爆款之一，产品健康、高质量形象在消费者心目中建设逐步完善，预计该产品 2025-2027 年保持较快增长。②卫生巾作为公司重点培育爆款产品，奈丝公主医护级属性驱动品牌势能向上，预计 2025-2027 年保持快速增长。③婴童、成人服饰预计保持稳态增长。

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 115 亿元、133 亿元、153 亿元，分别同比+28.5%、+15.4%、+15.2%。

- (3) **毛利率：**医疗耗材、消费品板块假设各产品毛利率相对平稳，由于毛利率相对较高的卫生巾单品实现较快速增长，对公司整体毛利率存在一定向上拉动作用，而 GRI 主要产品手术室耗材毛利率低于消费品板块、且



该板块 2025 年营收增幅较大，综合考虑下预计 2025 年公司毛利率基本平稳，2026-2027 年在消费品大单品带动下整体毛利率稳中有增。

- (4) **期间费用**：2025 年销售、研发费用率预计随着公司营收规模扩大费用率有所摊薄，2026-2027 年费率基本平稳。2025 年管理费用率考虑限制性股票费用摊销金额有所提升，2026-2027 年随着摊销下降有所优化。

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.4 亿元、12.4 亿元、14.7 亿元，分别同比+50.1%、+19.0%、+18.8%。

图表 57：业绩拆分预测表

单位：万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>医用耗材板块</b>	<b>720,277</b>	<b>386,175</b>	<b>390,558</b>	<b>541,263</b>	<b>613,350</b>	<b>699,909</b>
YOY		<b>-46.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>38.6%</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.1%</b>
传统伤口护理与包扎产品	107,756	115,298	119,490	123,834	127,549	131,376
YOY		7.0%	3.6%	3.6%	3.0%	3.0%
毛利率	33.0%	34.4%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
高端伤口敷料产品	46,633	59,539	78,121	97,651	122,064	152,580
YOY		27.7%	31.2%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	54.0%	55.0%	55.1%	55.1%	55.1%	55.1%
手术室感染防护产品	47,174	55,521	82,630	194,522	219,684	248,139
YOY		17.7%	48.8%	135.4%	12.9%	13.0%
毛利率	31.1%	44.9%	33.9%	33.5%	33.5%	33.5%
疾控防护品	473,525	91,250	35,442	38,277	41,339	44,646
YOY		-80.7%	-61.2%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	48.4%	44.7%	21.2%	21.5%	21.5%	21.5%
健康个护产品	26,885	29,889	40,344	52,448	68,182	88,636
YOY		11.2%	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	40.2%	39.1%	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%
其他产品	18,304	34,678	34,531	34,531	34,531	34,531
YOY		89.5%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.6%	18.0%	29.0%	24.9%	24.9%	24.9%
<b>健康生活消费品</b>	<b>405,499</b>	<b>426,258</b>	<b>499,089</b>	<b>604,223</b>	<b>710,136</b>	<b>825,965</b>
YOY		<b>5.1%</b>	<b>17.1%</b>	<b>21.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.3%</b>
干湿棉柔巾	115,514	118,713	155,741	194,676	233,611	280,334
YOY		2.8%	31.2%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	49.3%	52.8%	48.0%	48.1%	48.1%	48.1%
卫生巾	56,933	59,301	69,995	108,492	146,464	183,080
YOY		4.2%	18.0%	55.0%	35.0%	25.0%
毛利率	63.3%	66.3%	66.9%	67.0%	67.0%	67.0%
其他无纺用品	44,113	38,141	35,581	35,581	35,581	35,581
YOY		-13.5%	-6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	31.6%	39.5%	36.6%	36.6%	36.6%	36.6%
婴童服饰及用品	84,863	85,073	96,313	105,944	114,420	123,574
YOY		0.2%	13.2%	10.0%	8.0%	8.0%
毛利率	52.9%	57.5%	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
成人服饰	68,722	83,620	96,490	110,963	127,608	146,749



	YOY		21.7%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	58.7%	63.1%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
其他有纺用品		35,353	41,411	44,969	48,566	52,452	56,648
	YOY		17.1%	8.6%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	52.7%	56.9%	55.3%	55.3%	55.3%	55.3%
其他业务		9,358	6,070	8,138	8,138	8,138	8,138
	YOY		-35.1%	34.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	33.0%	42.2%	41.4%	41.4%	41.4%	41.4%
营业收入		1,135,133	818,502	897,785	1,153,625	1,331,624	1,534,012
	YOY	41.2%	-27.9%	9.7%	28.5%	15.4%	15.2%
毛利率		47.4%	49.0%	47.3%	46.8%	47.5%	48.0%
销售费用		205,018	209,049	226,415	276,870	318,258	365,095
	销售费用率%	18.1%	25.5%	25.2%	24.0%	23.9%	23.8%
管理费用		63,361	69,365	67,374	90,747	101,952	114,993
	管理费用率%	5.6%	8.5%	7.5%	7.9%	7.7%	7.5%
研发费用		48,758	32,205	34,816	42,107	49,270	56,758
	研发费用率%	4.3%	3.9%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%
财务费用		-12,257	-6,186	-9,921	-9,094	-9,223	-9,113
	财务费用率%	-1.1%	-0.8%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
归母净利润		165,072	58,040	69,538	104,361	124,173	147,474
	YOY	33.2%	-64.8%	19.8%	50.1%	19.0%	18.8%
净利率		14.5%	7.1%	7.7%	9.0%	9.3%	9.6%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 4.2 投资建议

2025 年公司医疗板块内生业务有望回归常态化叠加并购贡献，同时消费品大单品势能快速提升，目前公司股价对应 25 年 PE 为 27X 略低于可比公司均值，考虑到公司医疗+消费、全棉+健康的业务模式与品牌属性稀缺，核心产品增长驱动强劲，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 58：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE (倍)			
		2025-05-28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
003006.SZ	百亚股份	31.10	2.88	3.78	4.91	6.24	46.45	35.33	27.21	21.42	
001328.SZ	登康口腔	48.87	1.61	2.04	2.53	3.15	52.20	41.27	33.23	26.74	
603983.SH	丸美股份	47.20	3.42	4.56	5.80	7.26	55.40	41.52	32.64	26.06	
603193.SH	润本股份	40.08	3.00	3.93	4.96	6.16	54.02	41.25	32.66	26.31	
300677.SZ	英科医疗	22.40	14.65	15.32	17.17	22.35	9.88	9.45	8.43	6.48	
603301.SH	振德医疗	20.57	3.85	4.28	5.14	5.97	14.23	12.80	10.67	9.18	
	平均值						38.70	30.27	24.14	19.36	
300888.SZ	稳健医疗	48.72	6.95	10.44	12.42	14.75	40.80	27.19	22.85	19.24	

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（稳健医疗为华福证券研究所预测）

## 5 风险提示

**行业政策及标准变化的风险：**医疗器械行业直接影响到使用者的生命健康安全，属于国家重点监管行业。近年来，随着国家进一步深化医药卫生体制改革，相关政府部门陆续就行业标准、招投标、价格形成机制、流通体系等方面出台了一系列法规及政策，对医疗器械行业的发展具有广泛而深刻的影响。

**原材料价格波动的风险：**公司主要原材料为棉花及由棉花制成的棉纱、医用坯布等，棉花价格受播种面积、自然产量、库存周期、产地农产品价格政策、消费需求乃至期货价格等多重因素影响；此外，进口棉花价格还受国际贸易政策和汇率波动等其他因素的影响。未来如果棉花等原材料采购价格出现持续上涨的情况，将会对公司生产经营产生较大的成本压力。

**市场开拓及市占率提升不及预期风险：**公司消费品板块主要单品仍处于品牌势能释放较快增长期，若市场竞争环境或公司运营策略发生不利变化，则可能导致市场开拓及份额提升不及预期，进而导致公司业绩变化的风险。

**商誉的减值风险：**2022年以来公司先后收购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林、GRI等公司以完善产业链布局，截至2025年3月31日，商誉账面价值金额为12.51亿元，占归属于母公司所有者权益的比重为10.96%。公司于每年年终会对商誉进行减值测试，将根据减值测试结果进行减值准备的计提，故存在商誉减值的风险，对净利润产生负面影响。



图表 59: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,412	1,730	2,131	2,608	营业收入	8,978	11,536	13,316	15,340
应收票据及账款	1,015	1,118	1,191	1,333	营业成本	4,730	6,134	6,990	7,975
预付账款	107	181	209	222	税金及附加	80	97	114	130
存货	1,958	2,159	2,079	2,801	销售费用	2,264	2,769	3,183	3,651
合同资产	0	0	0	0	管理费用	674	907	1,020	1,150
其他流动资产	3,589	3,665	3,783	4,013	研发费用	348	421	493	568
流动资产合计	8,081	8,853	9,393	10,977	财务费用	-99	-91	-92	-91
长期股权投资	445	445	445	445	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	3,354	3,457	3,611	3,810	资产减值损失	-243	-130	-170	-200
在建工程	1,075	1,175	1,175	1,075	公允价值变动收益	3	0	0	0
无形资产	1,096	1,330	1,381	1,476	投资收益	75	85	80	70
商誉	1,251	1,251	1,251	1,251	其他收益	92	92	92	80
其他非流动资产	3,089	3,151	3,188	3,229	<b>营业利润</b>	<b>915</b>	<b>1,351</b>	<b>1,617</b>	<b>1,913</b>
非流动资产合计	10,311	10,810	11,051	11,286	营业外收入	12	12	12	12
<b>资产合计</b>	<b>18,392</b>	<b>19,663</b>	<b>20,444</b>	<b>22,263</b>	营业外支出	18	18	18	18
短期借款	1,969	1,868	1,515	2,003	<b>利润总额</b>	<b>908</b>	<b>1,344</b>	<b>1,611</b>	<b>1,906</b>
应付票据及账款	1,588	2,059	2,347	2,677	所得税	168	233	288	336
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>741</b>	<b>1,112</b>	<b>1,323</b>	<b>1,571</b>
合同负债	183	235	271	312	少数股东损益	45	68	81	96
其他应付款	517	517	517	517	<b>归属母公司净利润</b>	<b>695</b>	<b>1,044</b>	<b>1,242</b>	<b>1,475</b>
其他流动负债	1,015	1,129	1,184	1,248	EPS (按最新股本摊薄)	1.19	1.79	2.13	2.53
流动负债合计	5,272	5,807	5,833	6,757					
长期借款	53	53	53	53					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,192	1,192	1,192	1,192					
非流动负债合计	1,245	1,245	1,245	1,245					
<b>负债合计</b>	<b>6,516</b>	<b>7,052</b>	<b>7,078</b>	<b>8,002</b>					
归属母公司所有者权益	11,151	11,819	12,493	13,292					
少数股东权益	724	792	873	969					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,876</b>	<b>12,611</b>	<b>13,366</b>	<b>14,261</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,392</b>	<b>19,663</b>	<b>20,444</b>	<b>22,263</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,266</b>	<b>1,309</b>	<b>1,908</b>	<b>1,299</b>
现金收益	1,055	1,466	1,716	1,988
存货影响	-523	-201	80	-722
经营性应收影响	55	-47	68	45
经营性应付影响	80	471	288	331
其他影响	599	-380	-245	-343
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,112</b>	<b>-602</b>	<b>-679</b>	<b>-726</b>
资本支出	-1,210	-882	-690	-703
股权投资	-424	0	0	0
其他长期资产变化	-2,478	281	11	-23
<b>融资活动现金流</b>	<b>-478</b>	<b>-389</b>	<b>-829</b>	<b>-97</b>
借款增加	532	-102	-353	488
股利及利息支付	-413	-685	-791	-929
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-597	397	315	344

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	9.7%	28.5%	15.4%	15.2%
EBIT 增长率	17.6%	54.9%	21.1%	19.5%
归母公司净利润增长率	19.8%	50.1%	19.0%	18.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.3%	46.8%	47.5%	48.0%
净利率	8.3%	9.6%	9.9%	10.2%
ROE	5.9%	8.3%	9.3%	10.3%
ROIC	10.4%	14.5%	16.9%	17.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.4%	35.9%	34.6%	35.9%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	35	33	31	30
存货周转天数	129	121	109	110
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.19	1.79	2.13	2.53
每股经营现金流	2.17	2.25	3.28	2.23
每股净资产	19.15	20.30	21.45	22.82
<b>估值比率</b>				
P/E	41	27	23	19
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	78	56	48	41

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn