

2025年07月04日

棉柔巾及奈丝公主共振，线上发力弯道超车

稳健医疗(300888)

投资建议

我们分析，公司前期股价下跌主要受到 315 事件对棉柔巾和卫生巾的扰动影响，但我们认为公司基于医用背书、在棉花方面的产品优势、通过线上发力实现弯道超车的趋势不变，继续推荐：1) 短期来看，抖音和 KA 渠道驱动下，两大单品棉柔巾/卫生巾 25Q1 实现了 38.6%/73.5%高增，尽管棉柔巾 Q2 受到 315 事件影响、奈丝公主基数抬升，但我们预计全年仍有望增长 25%/80%；而棉价下跌有望给公司贡献额外的利润弹性；2) 中期来看，国内棉柔巾/卫生巾市场在 100/1000 亿元左右，公司份额有望凭借产品和渠道优势持续提升、并带动净利率提升；3) 长期来看，公司有望实现医疗+消费双轮驱动，收购 GRI 虽然对短期利润增厚不明显、但中长期有望实现净利率改善，并有望实现贸易战背景下的份额提升。维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入分别为 112.50/129.65/149.97 亿元，归母净利润分别为 10.01/12.19/14.72 亿元，EPS 分别为 1.72/2.09/2.53 元。2025 年 7 月 4 日收盘价 40.2 元对应 25-27 年 PE 为 23/19/16X，维持“买入”评级。

棉柔巾：短期扰动无碍长期市场渗透率提升+提份额

1) 行业：主要关注渗透率提升。根据华经产业研究院数据，2022 年中国棉柔巾市场需求量为 600 亿张，2015-2022 年的 CAGR 为 58.6%。根据欧睿数据，2024 年全球棉柔巾市场行业零售规模约 780 亿张，同比增长 27.9%，市场上棉柔巾单张价格在 0.07-0.18 元区间，按 0.12 元/张价格计算，2024 年全球棉柔巾零售额在 93.6 亿元。2) 公司棉柔巾在 2017-2019 年高增，20-23 年放缓至个位数增长，2024 年随着线上直播平台兴起重回高速增长(+31%)，25Q1 棉柔巾增长 38.6%。

卫生巾：受益于舆情事件，奈丝公主快速增长

1) 行业：行业规模由 2015 年的 740 亿元增长至 2024 年的 1050 亿元，2015-2024 年 CAGR 为 4%，19-23 年卫生巾零售单片均价 CAGR 为 4%，价格驱动为主。2) 公司卫生巾收入 2017-2024 年 CAGR 为 19.3%，公司快速应对卫生巾行业舆情事件，发力 KA 和抖音，25Q1 公司卫生巾营收为 3.1 亿元，同比高增 73.5%。

医用耗材：公司战略性收购 GRI，提供新增量

1) 行业：国内医用耗材市场从 2015 年 373 亿元增至 2024 年 1852 亿元，CAGR 为 19.5%。2) 公司医疗耗材近年来业绩波动主要由于受到 2020-2022 年疫情影响，2024 年已经消化疫情高基数影响，全年医疗板块实现收入 39.1 亿元，同比提升 1.1%。3) 收购 GRI，提供新增量。

风险提示：原材料价格波动；市场竞争加剧；中美贸易摩擦影响；宏观经济波动；存货减值风险；商誉减值风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	40.2
股票代码：	300888
52 周最高价/最低价：	54.8/23.31
总市值(亿)	234.10
自由流通市值(亿)	70.55
自由流通股数(百万)	175.51



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

分析师：李佳妮
邮箱：lijn@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524120003
联系电话：

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%	43.9%	21.8%	20.8%
毛利率 (%)	49.0%	47.3%	47.6%	47.9%	48.2%
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	41.02	33.78	23.39	19.21	15.90

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 棉柔巾：市场需求量快速提升，公司市占率领先.....	4
1.1. 棉柔巾行业：行业增速快，CAGR58.6%	4
1.2. 公司作为棉柔巾开拓者，龙头优势明显	5
2. 卫生巾：受益于舆情事件及抖音驱动，奈丝公主高增长	7
2.1. 卫生巾行业：2015-2024 CAGR 4%，主要为零售单价提升驱动	7
2.2. 公司卫生巾板块：25Q1 实现高增，成为公司又一增长曲线.....	9
3. 医用耗材：公司战略性收购 GRI，提供新增量	10
3.1. 市场规模超千亿，增长较快	10
3.2. 公司医疗板块：收购 GRI 提供新增量	12
4. 棉价下跌有望贡献额外利润弹性	13
5. 盈利预测和投资建议	15
5.1. 盈利预测	15
5.2. 投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 中国棉柔巾需求量	4
图 2 天猫平台各品牌棉柔巾市占率	4
图 3 公司干湿棉柔巾历年收入及增速	6
图 4 公司棉柔巾销售量及单价	6
图 5 中国卫生巾行业规模及增速	7
图 6 中国卫生巾渠道销售结构	7
图 7 中国卫生巾行业零售均价	8
图 8 公司卫生巾营业收入及增速	10
图 9 公司卫生巾销售量及销售单价	10
图 10 公司在售 50 款卫生巾全部检测 100%合格	10
图 11 奈丝公主卫生巾产品材料及科技展示	10
图 12 中国医用耗材市场规模及增速	11
图 13 中国低值医用耗材市场规模及增速	11
图 14 中国低值医用耗材市场结构	12
图 15 中国低值医用耗材市场规模及增速	12
图 16 公司医疗耗材板块收入及增速	13
图 17 公司医疗耗材分产品收入	13
图 18 公司医疗耗材渠道结构	13
图 19 公司毛利率及棉花价格（元/吨）变动图	14
表 1 代表性棉柔巾品牌的产品	5
表 2 不同棉柔巾材质特点比较	5
表 3 棉柔巾和绵柔巾的区别	6
表 4 中国卫生巾市场行业竞争格局	8
表 5 代表性卫生巾品牌的产品	9
表 6 美国对中国部分医疗器材加关税情况	12
表 7 公司不同原材料占比情况	14
表 8 公司原材料采购价格	15
表 9 公司成本拆分	15
表 9 收入拆分	16
表 10 可比公司估值	18

稳健医疗主要包括“Winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”即医疗和消费业务，医疗/棉柔巾/卫生巾/服饰及其他收入占比分别为 43.5%/17.4%/7.8%/31.4%，毛利率分别为 36.5%/48.0%/66.9%/42.9%；其中消费品线上/线下占比 67%/33%，高增长来自线上的抖音渠道和线下的 KA 渠道。

公司在 2020-2022 年医疗业务受益于公共卫生事件高增长，此后则在 2023-2024Q2 消化医疗业务基数，24Q3 迎来拐点；品牌业务方面，棉柔巾和卫生巾在 24Q3 迎来高增，主要受益于新渠道（抖音等）及舆情事件，公司也在 24 年 10 月推出股权激励，行权条件为 2025-2027 年公司层面、两大业务板块营收同比增速均不低于 13%或 18%（不含 2024 年 8 月以后及未来 3 年新并入公司数据）。但近期股价下跌主要受 25 年 315 事件对棉柔巾的影响，以及奈丝公主由于基数抬升略有放缓，但我们预计全年仍有望维持 25%/80%增速。

1. 棉柔巾：市场需求量快速提升，公司市占率领先

1.1. 棉柔巾行业：行业增速快，CAGR58.6%

棉柔巾需求量增速较快，市场渗透率有望持续提升。根据华经产业研究院数据，2022 年中国棉柔巾市场需求量为 600 亿张，2015-2022 年的 CAGR 为 58.6%，处于快速增长期。根据欧睿数据，2024 年全球棉柔巾市场行业零售规模约 780 亿张，同比增长 27.9%，市场上棉柔巾单张价格在 0.07-0.18 元区间，按 0.12 元/张价格计算，2024 年全球/中国棉柔巾零售额在 93.6/72 亿元。棉柔巾是纸巾的升级产品，材质具有安全性、环保性、舒适性且不易致敏，全棉棉柔巾柔软性、透气性更好，棉柔巾市场渗透率有望持续提升。

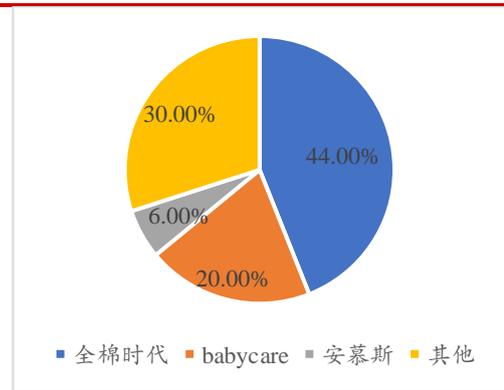
全棉时代棉柔巾市占率领先。根据前瞻经济学人数据，天猫平台棉柔巾市占率中，全棉时代以 44%占比第一，babycare/安慕斯占比分别为 20%/6%。全棉时代首创纯棉柔巾品类，由可降解棉花加工而成，率先提出以全棉替代化纤、远离化学品刺激的产品创新，向消费者提供健康舒适环保的棉柔巾。虽现在棉柔巾的效仿品牌较多，但公司龙头地位稳固。

图 1 中国棉柔巾需求量



资料来源：华经产业研究院、共研网，华西证券研究所

图 2 天猫平台各品牌棉柔巾市占率



资料来源：前瞻经济学人，华西证券研究所

表 1 代表性棉柔巾品牌的产品

	全棉时代	心相印	安慕斯	德佑	Babycare	得宝
成立时间	2009 年	1996 年	2017 年	2018 年	2014 年	1929 年
产品系列	婴儿超柔超厚棉柔巾	心相印柔巾	婴儿珍珠纹绵柔巾	悬挂式洗脸巾/医护级全棉洗脸巾	干湿两用新生棉柔巾	悬挂式洗脸巾
推出时间	2024 年	2024 年	2024 年	2024 年	2024 年	2024 年
规格	150*200mm	200*200mm	200*200mm	150*200mm	200*200mm	200*200mm
单抽价格(元/张)	0.121	0.122	0.07	0.139/0.115	0.093	0.187
材质	100%棉	100%粘胶纤维	100%粘胶纤维	100%粘胶纤维/100%棉	100%粘胶纤维	100%粘胶纤维
核心品类月销量	100w+	30w+	100w+	100w+	10w+	50w+
粉丝数量(万人)	1774	492	307	833	2166	503
单粉丝消费	87.79	247.29	-	-	-	-

资料来源：天猫，华西证券研究所

表 2 不同棉柔巾材质特点比较

材质	特点
棉	柔软性好，透气性好，亲肤性强
粘胶纤维	透气性好，亲肤性较差，耐久性差，受潮变形
聚酯纤维	价格较低，耐久性和弹性良好，吸水、透气性较差，清洁性与舒适度不如纯棉

资料来源：澎湃新闻，华西证券研究所

1.2.公司作为棉柔巾开拓者，龙头优势明显

棉柔巾开创者，24 年棉柔巾收入重回高增长。公司棉柔巾在 2017-2019 年受益于品类渗透率提升以及线上红利期，凭借品牌优势实现收入高增，20-23 年受线上传统平台流量红利减弱及线下零售疲弱影响，棉柔巾仅有个位数增长，2024 年随着线上直播平台兴起，棉柔巾收入重回高速增长(+31%)、25Q1 棉柔巾增长 38.6%。从棉柔巾销售量及销售单价来看，销售量由 2019 年的 13528 万包持续提升至 2024 年的 23887 万包，CAGR 为 12.1%，而销售单价基本维持稳定。

行业龙头优势明显。公司作为棉柔巾品类的开创者，2005 年自主研发成功了全棉水刺布技术，后续持续打磨，在全球 30 余个国家和地区获得专利授权。公司在全棉领域形成专利布局和竞争壁垒。公司 2021 年末作为第一起草单位主导制定《柔巾》的国家标准，行业地位得到了进一步确立，并主导参与了多项国家级标准制定，专利数量、产品注册证数量保持领先，以“产品领先”夯实行业话语权。

高粉丝量形成竞争壁垒，巩固公司头部行业地位。截至 2025 年 6 月 27 日全棉时代天猫官方旗舰店拥有 1774 万粉丝，全棉时代卫生用品京东官方旗舰店拥有 808 万粉丝，仅低于同业中的 **babycare**，但远超其他同业竞争对手。

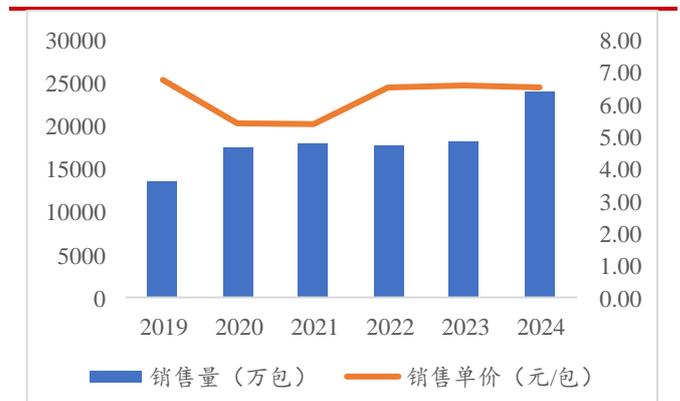
全棉时代坚持使用 100%全棉棉柔巾，坚守品质。今年央视新闻多次就棉柔巾“绵”不等于“棉”进行报道，对不同批次柔巾产品进行检测，检测报告显示多款产品纤维名称和含量不符合标准要求，棉柔巾主要原料来源于棉花，通过采摘、去籽、水刺等步骤，可以直接获得。从棉花到棉柔巾，主要是改变棉花的物理形态，更天然、更安全。而绵柔巾所使用的纤维原料主要有两种，一种是涤纶纤维，主要从石油中提取，另一种是粘胶纤维，其原料来源于树木、毛竹等。全棉时代坚持使用 100%全棉，经过多年与消费者沟通，及近期棉柔巾事件影响，公司棉柔巾有望占领消费者心智，迎来收获期。

图 3 公司干湿棉柔巾历年收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司棉柔巾销售量及单价



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 3 棉柔巾和绵柔巾的区别

	主要原料	生产加工属性	环保性	安全性	大约单张价格 (元/张)	火烧检验区别
棉柔巾	100%天然棉花	采用纯物理水刺工艺，整个生产过程无化学添加，环保安全，不会引入化学残留物。	可降解、可循环利用，环保性能更优	无化学残留，低致敏性	0.049-0.095	燃烧后为灰烬
绵柔巾	涤纶纤维、粘胶纤维	通常通过化学合成，涉及化学助剂，可能留下化学残留物，影响使用安全	因含有化学纤维，降解难度较大，环保性较差	长期使用可能刺激皮肤	0.098-0.305	燃烧后为硬块

资料来源：央视新闻，百度，华西证券研究所

2. 卫生巾：受益于舆情事件及抖音驱动，奈丝公主高增长

2.1. 卫生巾行业：2015-2024 CAGR 4%，主要为零售单价提升驱动

卫生巾市场较为成熟，零售单价提升驱动行业成长。中国卫生巾行业规模由2015年的740亿元增长至2024年的1050亿元，2015-2024年CAGR为4%，行业稳健增长，但竞争格局近年迎来较大变化：主要为国内品牌进口替代海外品牌，背后则为渠道发生深刻变化，即传统海外品牌由于进入早、深耕国内线下渠道，但在本轮电商转型、传统电商向直播电商转型中则动作较慢，为国内品牌留出空间。根据欧睿数据，2019年-2023年我国卫生巾零售单片均价由0.49元提升至0.9元/片，CAGR为4%，可见单价提升为卫生巾行业增长的主要驱动力，随着女性对卫生巾安全性、舒适性的追求提升，卫生巾单价有望持续提升，以驱动行业零售规模的稳健增长。

产品升级是卫生巾行业发展的主要驱动力之一。卫生巾消费具有高频次、高粘性的特点。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、安全性和健康性。

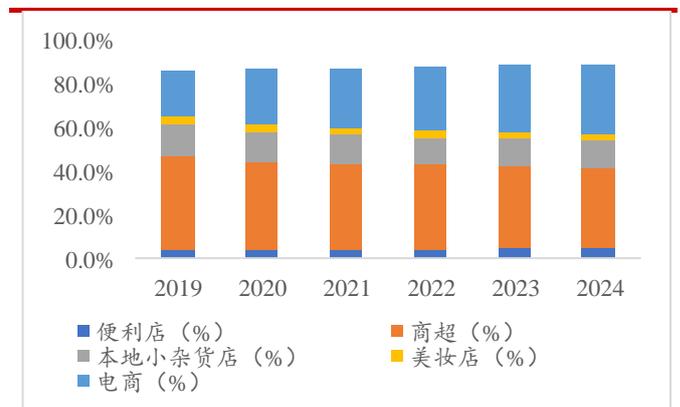
卫生巾销售渠道变革，线上零售渠道快速扩张。根据欧睿数据，2019年至2024年我国卫生巾销售线上渠道占比由21.3%提升至32.0%，而本地杂货店、商超渠道占比有所下降，便利店稳中有升，美妆店渠道稳定。2024年商超/本地杂货店/便利店/美妆店/电商渠道占比分别为36.3%/12.5%/4.7%/3.4%/32.0%。

图5 中国卫生巾行业规模及增速



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图6 中国卫生巾渠道销售结构



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 7 中国卫生巾行业零售均价



资料来源：欧睿，观研天下，华西证券研究所

成熟品牌份额逐年下降，国产品牌有望抢占市场份额。卫生巾行业还处于竞争较为激烈阶段，竞争格局变动较大，卫生巾行业 CR10 由 2019 年的 39.9% 降至 2024 年的 35.2%。根据欧睿数据，龙头苏菲、七度空间、护舒宝份额均有所下降，2020-2024 年份额分别-3.5/-1.9/-1.5 pct。高洁丝、自由点、洁婷、薇尔、奈丝公主依靠电商渠道以及差异化产品实现份额提升。

表 4 中国卫生巾市场行业竞争格局 (单位: %)

品牌名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额变化
苏菲 (尤妮佳)	11.6	12.4	12.0	10.5	9.7	8.9	-3.5
七度空间 (恒安)	10.7	10.2	9.1	9.0	8.8	8.3	-1.9
护舒宝 (保洁)	5.7	5.7	5.6	5.2	4.7	4.2	-1.5
高洁丝 (金佰利)	3.4	3.6	3.7	3.9	4.0	4.0	0.4
自由点 (百亚)	1.2	1.3	1.5	1.7	2.1	2.8	1.5
ABC (景兴健护)	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.6	-0.6
乐而雅 (花王)	2.3	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7	-0.6
洁婷 (丝宝)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	0.1
薇尔 (维达)	-	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	0.6
Free (景兴健护)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0
奈丝公主 (稳健医疗)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.1
CR 10	39.9	40.7	39.7	37.9	36.6	35.2	-5.5

国内品牌占比	16.9	16.7	16.1	16.2	16.2	16.3	-0.3
外资品牌占比	23.0	24.0	23.6	21.7	20.3	18.8	-5.2

资料来源：欧睿，华西证券研究所

表 5 代表性卫生巾品牌的产品

	全棉时代	苏菲	七度空间	护舒宝	高洁丝	自由点	ABC	乐而雅	
									
品牌	成立时间	2009 年	1995 年	2002 年	1991 年	1920 年	2002 年	1998 年	1978 年
	代表产品	五超体感	裸感 S	少女超薄	液体卫生巾	纯棉	益生菌	KMS 纤薄	零触感
	推出时间	2021 年	2024 年	2003 年	2016 年	2013 年	2023 年	1998 年	2021 年
产品	规格	245mm	250mm	245mm	240mm	240mm	240mm	240mm	250mm
	单片价格 (元/片)	0.69	0.71	0.86	1.77	0.55	0.38	0.62	0.89
	材质	100%全棉	普通原棉	100%天然纯棉	FlexFoam 棉线纤维	纯棉	天然棉	天然棉	超细纤维

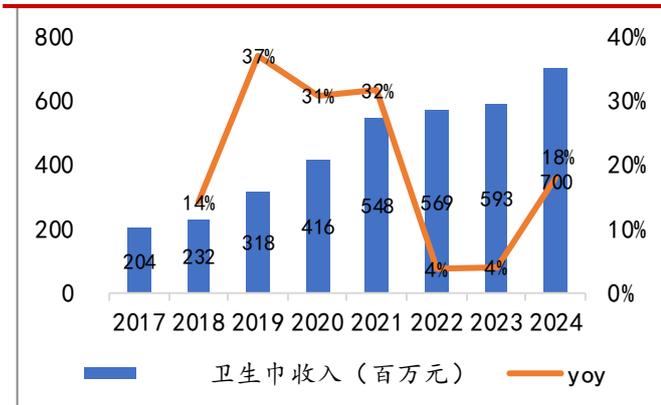
资料来源：各品牌天猫旗舰店（数据为截至 2025 年 6 月 27 日），华西证券研究所

2.2.公司卫生巾板块：25Q1 实现高增，成为公司又一增长曲线

卫生巾 25Q1 高增。公司卫生巾收入由 2017 年的 2.4 亿元提升至 2024 年的 7 亿元，CAGR 为 19.3%，从卫生巾销售量及销售单价来看，销售量由 2019 年的 39434 万片持续提升至 2024 年的 92446 万片，CAGR 为 18.6%，销售单价基本维持稳定。2025 年 Q1 公司卫生巾营收为 3.1 亿元，同比大增 73.5%。

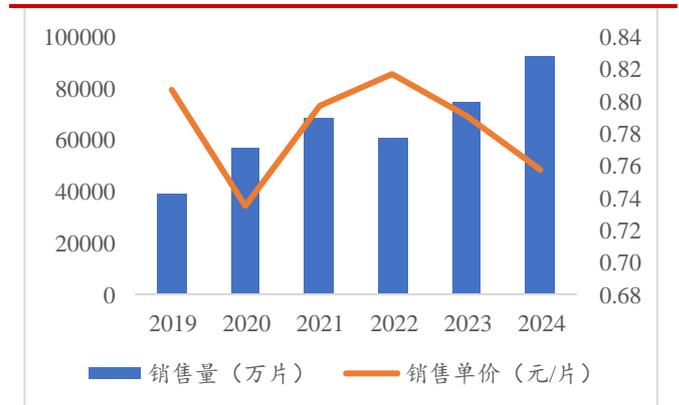
近期卫生巾安全舆情频出，奈丝公主凭借医疗背书有望维持高增。2024 年 11 月卫生巾行业关于安全及检测标准的舆情事件发生后，奈丝公主卫生巾凭借稳健医疗的背书、过硬的产品质量，承接流量红利，销售显著提升。2025 年 315 卫生巾舆情又一次爆发后，公司第一时间组建专项小组对相关事项展开全面自查，3 月 21 日，全棉时代在官方微博发布内容，公开其品质检测结果和残次料处理升级措施，以及过去几年全国各地市场监管部门抽检共 522 次，检测合格率 100%。2025 年 5 月 28 日世界月经日，奈丝公主联合央视网举办“奈丝公主美好予她”主题发布会，品牌声量创新高，抢夺消费者心智，提升消费者对公司产品的信心及品牌影响力，奈丝公主有望凭借医护级背书在卫生巾竞争激烈的卫生巾赛道中脱颖而出，成为公司另一增长曲线。

图 8 公司卫生巾营业收入及增速



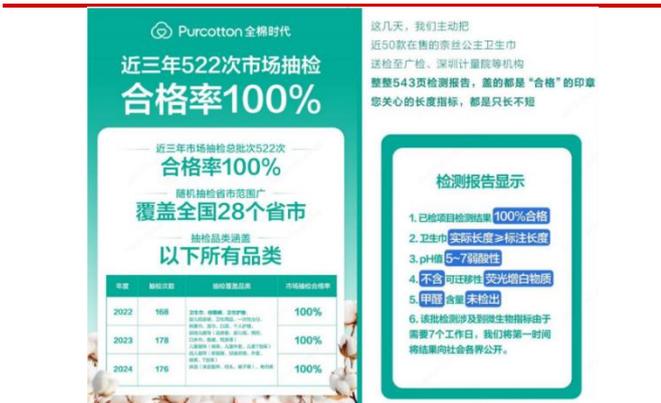
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 公司卫生巾销售量及销售单价



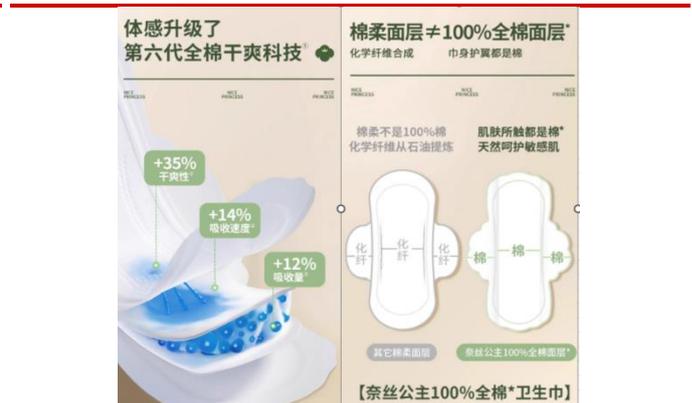
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 10 公司在售 50 款卫生巾全部检测 100%合格



资料来源：全棉时代官方微博，华西证券研究所

图 11 奈丝公主卫生巾产品材料及科技展示



资料来源：天猫旗舰店，华西证券研究所

3. 医用耗材：公司战略性收购 GRI，提供新增量

3.1. 市场规模超千亿，增长较快

国内医用耗材市场规模超千亿元，增长较快。医用耗材是指是指用于诊断、治疗、保健、康复的消耗性器件设备。根据《中国医疗器械蓝皮书》和《2021-2026 年中国医用耗材行业市场现状与投资前景调查报告》数据，国内医用耗材市场从 2015 年 373 亿元增至 2024 年 1852 亿元，CAGR 为 19.5%，预计到 2025 年，市场规模将达到 2213 亿元。

低值耗材规模大增速快。按照价值分类，医用耗材可分为高值医用耗材和低值医用耗材。低值医用耗材价格较低，普遍应用于常规医疗服务中，具有一次性、刚需、

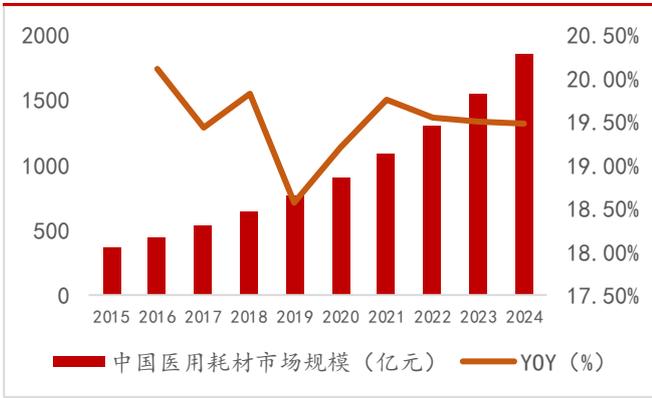
频繁性等特点；而高值医疗耗材价格较高，主要用于复杂手术或特殊治疗。根据智研咨询数据，国内低值医用耗材市场规模从2015年373亿元增至2024年的1470亿元，CAGR为16.5%，预计到2025年，市场规模将达到1600亿元，占整体医用耗材比例的72.3%。低值医疗耗材更刚需且应用广泛，成长性较好。

注射穿刺类、医用卫生材料及辅料类、医用高分子类占比为68%。从品类角度来看，低值医用耗材以注射穿刺类、医用卫生材料及敷料类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类和医技耗材七大类为主。其中排名前三的分别为注射穿刺类、医用卫生材料及辅料类、医用高分子类，占比为28%/25%/15%。

国内低值医用耗材市场高度分散，竞争激烈。传统低端产品受带量采购等政策冲击，价格竞争激烈，中小企业利润承压，头部企业则依托规模与成本优势，加速提升行业集中度。具备研发实力的企业在进行中高端转型，提升产品附加值及利润率。

我国医用耗材出口美国面临较高关税，美国市场占比26.7%。我国医用敷料产品主要出口国家分别为美国（26.7%）、日本（11.2%）、德国等西欧发达国家，且我国出口的主要份额在非美市场出口占据绝大部分份额。美国对我国出口低值医用耗材产品进行多轮关税，主要涉及注射器、针头、个人防护装备和医用橡胶手套。2024年5月，美国将注射器与针头关税从0%提升至50%，口罩等防护装备税率从0-7.5%统一上调至25%，医用手套税率从7.5%升至25%；2024年9月通过301关税最终措施进一步加码：注射器及针头税率翻倍至100%（2024年生效），个人防护装备税率升至50%（2026年生效），医用手套税率跃升至100%（2026年生效）。2025年4月，美国单边推行“对等关税”政策，覆盖绝大多数医用耗材、敷料及设备零部件，导致部分产品（如注射器、手套）因叠加此前关税，综合税率突破100%。截至2025年5月12日，相关关税已暂停实施。

图 12 中国医用耗材市场规模及增速



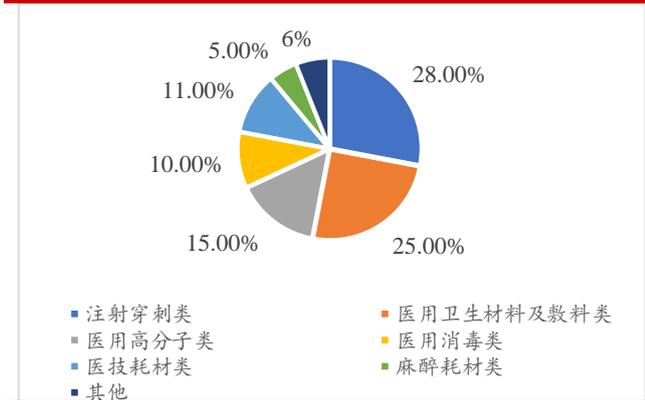
资料来源：《2021-2026年中国医用耗材行业市场现状与投资前景调查报告》、《中国医疗器械蓝皮书》、中国医药报、IBM报告、稳健医疗年报，华西证券研究所

图 13 中国低值医用耗材市场规模及增速



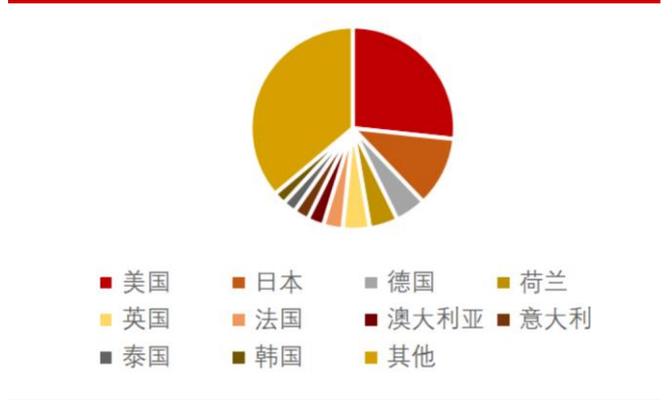
资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 14 中国低值医用耗材市场结构



资料来源：观研天下，华西证券研究所

图 15 中国低值医用耗材市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

表 6 美国对中国部分医疗器材加关税情况

		加征关税情况
2024 年五月	注射器、针头	0%提高到 50%
	个人防护装备（口罩、呼吸器）	0-7.5%提高到 25%
	医用橡胶手套	7.5%提高到 25%
2024 年九月	注射器、针头	50%提高到 100%
	个人防护装备（口罩、呼吸器）	25%提高到 50%
	医用橡胶手套	25%提高到 100%
2025 年	美国政府宣布对所有贸易伙伴（包括中国）征收单边“对等关税”。该政策覆盖了绝大多数医用耗材、敷料、医疗设备及其零部件、康复用品等医疗器械及相关产品。值得注意的是，部分产品因叠加了此前的额外关税，综合税率已处于高位。截至 5 月 12 日，相关惩罚性关税被暂停征收。	

资料来源：21 世纪经济报道，新华网，中国医药保健品进出口商会网站，华西证券研究所

3.2. 公司医疗板块：收购 GRI 提供新增量

公司医疗耗材近年来业绩波动主要由于受到 2020-2022 年疫情影响，2024 年已经消化疫情高基数影响、24Q3 迎来拐点，全年医疗板块实现收入 39.1 亿元，同比提升 1.1%。公司医疗板块产品丰富，2024 年传统伤口护理/高端伤口敷料/手术室耗材产品/感染防护产品/健康个护产品分别同比增长 3.64%/31.2%/48.8%/-61.2%/34.98%，占医疗板块比重分别为 31%/20%/21%/9%/10%。

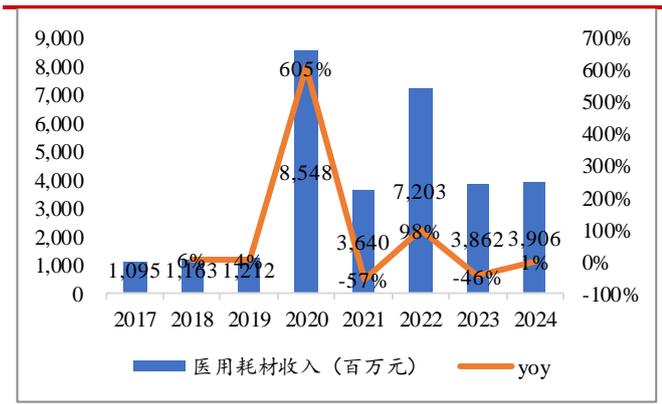
渠道布局广阔，线上线下全覆盖。国内药店方面，截至 2024 年底，公司已覆盖 OTC 药店 22.6 万家。国内电商平台爆品策略更加清晰与聚焦，公司注重线上销售，搭建健康个护品类矩阵，抓住医疗消费品新发展趋势，截至 2024 年末，累计粉丝数超 1,700 万。

收购 GRI，提供新增量。2024 年 9 月 23 日，公司宣布成功交割首个国际控股权收购项目，以 1.2 亿美元收购 GRI 75.2% 的股权，GRI 是全球性医疗耗材和工业防护企业，产品涵盖手术包、洞巾、铺单、容器、手术衣、工业防护服等，在全球拥有多个

生产基地，包括中国、美国、越南、多米尼加等。GRI 拥有自主研发团队，具备可水溶解的防护材料的研发、生产及处理等多项先进技术，与稳健医疗的技术创新和研发经验强强联合，将驱动双方在材料科学领域不断发展，本次收购是公司坚定迈向全球化战略方向的重要举措。

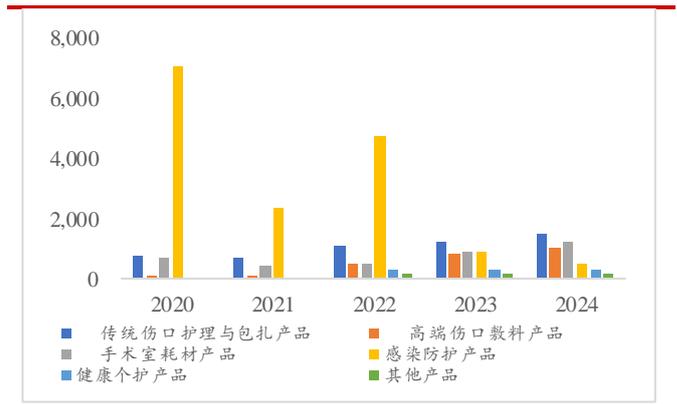
2023 年净利率较低，主要由于稳健平安与稳健桂林分别发生商誉减值 1.6 亿元及 0.3 亿元影响，2024 年稳健桂林由于主营产品市场需求下降，发生商誉减值 0.9 亿元。2025 年，稳健桂林将引入 2 条先进生产线，提升产能先进性，降低成本，公司将继续加大自动化改造升级提质增效，加速新产品验证，同时加快海外渠道的扩展。

图 16 公司医疗耗材板块收入及增速



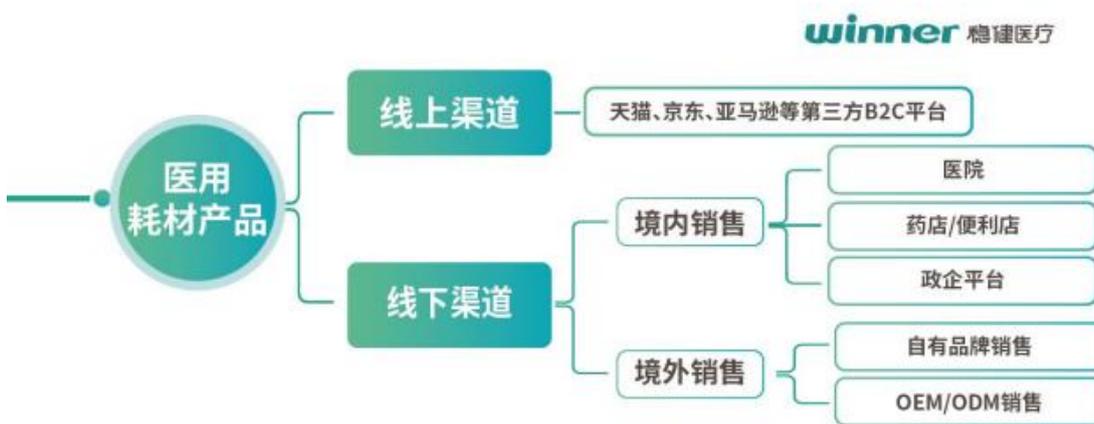
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 公司医疗耗材分产品收入 (百万元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 公司医疗耗材渠道结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 棉价下跌有望贡献额外利润弹性

(1) 公司消费品毛利率主要受产品结构、终端折扣、棉价波动影响，我们分析棉价下跌有望贡献额外利润弹性。消费品毛利率 17-19 年为高点 59%左右，主要受益于电商红利期，后下降至 22 年的 52.7%后开始回升，2024 年为 55.9%，相较高点毛利率仍有 2-3PCT 提升空间。(2) 医疗板块毛利率波动较大主要由于感染防护产品销售波动影响，2024 年感染防护产品需求回归常态化，在积极促动销的营销活动中，价格随行就市，24 年感染防护产品毛利率由 23 年的 44.7% 下降至 21.2%，将医用耗材业务整体毛利率拉低 3.9PCT。

从和棉价的关系来看，公司棉花年采购量 3-4 万吨、储备周期约半年左右，公司成本中直接材料占比过半，而直接材料中棉花占比超过 50%。棉价自 2021 年 10 月后持续回落，我们分析有望贡献额外的利润弹性。

图 19 公司毛利率及棉花价格（元/吨）变动图



资料来源：公司公告、wind，华西证券研究所

表 7 公司不同原材料占比情况（万元）

原材料及委托加工	2017		2018		2019	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
棉花	8436.57	50.26	12664.89	57.42	15257.22	54.97
棉纱	605.90	3.61	1065.75	4.83	245.01	0.88
化纤无纺布	1018.06	6.07	1115.00	5.06	669.06	2.41
包装材料	2171.75	12.94	1904.56	8.64	1495.15	5.39
其他原辅材料	2419.12	14.41	1876.30	8.51	2199.64	7.93
委托加工物资	2133.16	12.71	3428.95	15.55	7887.31	28.42
合计	16784.56	100.00	22055.45	100.00	27753.39	100.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 8 公司原材料采购价格

项目		2017	2018	2019
棉花	平均采购价格 (元/千克)	14.88	15.50	14.78
	采购数量 (吨)	34785.02	25617.92	36351.53
棉纱	平均采购价格 (元/千克)	20.30	19.81	19.66
	采购数量 (吨)	9178.77	5678.08	6187.79
坯布	平均采购价格 (元/米)	0.65	0.62	0.70
	采购数量 (吨)	11334.55	10513.47	9873.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 9 公司成本拆分 (万元)

项目	2017		2018		2019	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
直接材料	110926.95	54.94	105601.39	51.26	121027.61	50.77
直接人工	18756.99	9.29	20495.18	9.95	23274.43	9.76
制造费用	20594.83	10.20	22548.24	10.94	25901.74	10.87
委托加工费	37431.53	18.54	30065.63	14.59	19283.34	8.09
外购产成品	14203.99	7.03	27303.93	13.25	48891.61	20.51

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

我们维持盈利预测，预计FY25-27公司收入分别为112.50/129.65/149.97亿元，同比增长25.3%/15.2%/15.7%，归母净利润分别为10.01/12.19/14.72亿元，同比增长43.9%/21.8%/20.8%，我们按业务对公司收入利润进行了拆分：

(一) 健康生活消费品：预计FY25-27健康生活消费品收入分别为62.86/75.31/88.03亿元，增速为26%/20%/17%，净利润分别为7.02/9.29/11.24亿元，增速为11.2%/12.3%/12.8%，我们继续按照产品对健康生活消费品收入进行拆分：

1) **干湿棉柔巾：**预计FY25-27干湿棉柔巾收入分别为19.31/24.14/28.97亿元，增速为24%/25%/20%，净利润分别为2.86/3.62/4.35亿元，净利率为15%/15%/15%。

2) **卫生巾：**预计FY25-27卫生巾收入分别为12.60/16.13/19.35亿元，增速为20%/28%/20%，净利润分别为2.77/4.03/5.03亿元，净利率为22%。

3) **其他无纺用品：**预计FY25-27其他无纺用品收入分别为3.63/4.17/4.80亿元，增速为2%/15%/15%，净利润分别为0.16/0.19/0.24亿元，净利率为5%。

4) **婴童服饰及用品：**预计FY25-27婴童服饰及用品收入分别为10.83/11.91/13.10亿元，增速为12%/10%/10%，净利润分别为0.49/0.54/0.59亿元，增速为5%/6%/6%。

5) **成人服饰：**预计FY25-27成人服饰收入分别为11.10/12.76/14.67亿元，增速为15%/15%/15%，净利润分别为0.50/0.57/0.66亿元，净利率为5%/5%/5%。

6) **其他有纺用品：**预计FY25-27其他有纺用品收入分别为5.40/6.21/7.14亿元，增速为20%/15%/15%，净利润分别为0.24/0.28/0.32亿元，净利率为5%/5%/5%。

二) 医用耗材：预计FY25-27医用耗材收入分别为48.83/53.71/59.08亿元，增速为25%/10%/10%，净利润分别为1.95/2.27/2.54亿元，净利率为4.0%/4.2%/4.3%。

三) 其他业务：预计FY25-27其他业务收入分别为0.81/0.81/0.81亿元，增速为34%/34%/34%，净利润分别为0.04/0.04/0.04亿元，净利率为5%/5%/5%。

表 10 收入拆分

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	89.78	112.50	129.65	149.97
YOY (%)	9.7%	25.3%	15.2%	15.7%
归母净利润 (亿元)	6.95	10.01	12.19	14.72
YOY (%)	19.8%	44.0%	21.7%	20.8%
一、健康生活消费品				
收入 (亿元)	49.91	62.86	75.31	88.03
YOY (%)	17%	26%	20%	17%

净利润 (亿元)	4.30	7.02	9.29	11.24
净利率 (%)	8.6%	11.2%	12.3%	12.8%
1、干湿棉柔巾				
总收入 (亿元)	15.57	19.31	24.14	28.97
YOY (%)	31%	24%	25%	20%
净利润 (亿元)	1.97	2.86	3.62	4.35
净利率 (%)	13%	15%	15%	15%
2、卫生巾				
总收入 (亿元)	7.00	12.60	16.13	19.35
YOY (%)	18%	80%	28%	20%
净利润 (亿元)	1.26	2.77	4.03	5.03
净利率 (%)	18%	22%	25%	26%
3、其他无纺用品				
总收入 (亿元)	3.56	3.63	4.17	4.80
YOY (%)	-7%	2%	15%	15%
净利润 (亿元)	0.14	0.16	0.19	0.24
净利率 (%)	4%	5%	5%	5%
4、婴童服饰及用品				
总收入 (亿元)	9.63	10.83	11.91	13.10
YOY (%)	13%	12%	10%	10%
净利润 (亿元)	0.37	0.49	0.54	0.59
净利率 (%)	4%	5%	6%	6%
5、成人服饰				
总收入 (亿元)	9.65	11.10	12.76	14.67
YOY (%)	15%	15%	15%	15%
净利润 (亿元)	0.39	0.50	0.57	0.66
净利率 (%)	4%	5%	5%	5%
6、其他有纺用品				
总收入 (亿元)	4.50	5.40	6.21	7.14
YOY (%)	9%	20%	15%	15%
净利润 (亿元)	0.18	0.24	0.28	0.32
净利率 (%)	4%	5%	5%	5%
二、医用耗材				
总收入 (亿元)	39.06	48.83	53.71	59.08
YOY (%)	1%	25%	10%	10%

净利润 (亿元)	1.56	1.95	2.42	2.66
净利率 (%)	4.0%	4.0%	4.5%	4.5%

三、其他业务

总收入 (亿元)	0.81	0.81	0.81	0.81
YOY (%)	34%	34%	34%	34%
净利润 (亿元)	0.04	0.04	0.04	0.04
净利率 (%)	5%	5%	5%	5%

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

5.2. 投资建议

我们分析，公司前期下跌主要受到 315 事件对棉柔巾和卫生巾的扰动影响，但我们认为公司基于医用背书、在棉花方面的产品优势、通过线上发力实现弯道超车的趋势不变，继续推荐：1) 短期来看，抖音和 KA 渠道驱动下，两大单品棉柔巾/卫生巾 25Q1 实现了 38.6%/73.5%高增，尽管棉柔巾 Q2 受到 315 事件影响、奈丝公主基数抬升，但我们预计全年仍有望增长 25%/80%；而棉价下跌有望给公司贡献额外的利润弹性；2) 中期来看，国内棉柔巾/卫生巾市场在 100/1000 亿元左右，公司份额有望凭借产品和渠道优势持续提升、并带动净利率提升；3) 长期来看，公司有望实现医疗+消费双轮驱动，收购 GRI 虽然对短期利润增厚不明显、但中长期有望实现净利率改善，并有望实现贸易战背景下的份额提升。维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入分别为 112.50/129.65/149.97 亿元，归母净利润分别为 10.01/12.19/14.72 亿元，EPS 分别为 1.72/2.09/2.53 元。2025 年 7 月 4 日收盘价 40.2 元对应 25-27 年 PE 为 23/19/16X，维持“买入”评级。

表 11 可比公司估值

公司名称	总市值 (亿元)	2025E EPS	2026E EPS	2027E EPS	2025E PE	2026E PE	2027E PE	2025E 净利增速 (%)	2025E PEG
稳健医疗	234.10	1.72	2.09	2.53	23.39	19.21	15.90	43.9	0.53
百亚股份	115.58	0.88	1.14	1.45	30.70	23.66	18.59	30.85	1.00
登康口腔	79.01	1.19	1.48	1.85	38.72	31.01	24.78	26.60	1.46
英科医疗	165.45	2.24	2.75	3.42	11.41	9.31	7.49	-1.09	-10.51
润本股份	122.11	0.97	1.23	1.53	31.15	24.63	19.79	30.66	1.02
振德医疗	56.17	1.61	1.93	2.24	13.12	10.82	9.31	11.18	1.16

平均值	24.8	24.0	16.1
-----	------	------	------

资料来源：wind，华西证券研究所，注：收盘价和 PE 数据截至 2025 年 7 月 4 日

6. 风险提示

原材料价格波动；市场竞争加剧；中美贸易摩擦影响；宏观经济波动；存货减值风险；商誉减值风险

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,978	11,250	12,902	14,711	净利润	741	1,065	1,358	1,588
YoY (%)	9.7%	25.3%	14.7%	14.0%	折旧和摊销	636	422	438	454
营业成本	4,730	5,893	6,720	7,617	营运资金变动	-268	297	-404	205
营业税金及附加	80	112	129	147	经营活动现金流	1,266	2,197	1,540	2,381
销售费用	2,264	2,721	3,032	3,494	资本开支	-875	-417	-416	-416
管理费用	674	731	839	956	投资	-3,430	-20	-30	-40
财务费用	-99	29	33	23	投资活动现金流	-4,112	-2,007	-403	-411
研发费用	348	405	464	530	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	1,323	1,682	1,962	现金净流量	-3,320	-348	501	1,435
营业外收支	-7	-25	-25	-26	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	908	1,298	1,657	1,936	成长能力				
所得税	168	234	298	348	营业收入增长率	9.7%	25.3%	14.7%	14.0%
净利润	741	1,065	1,358	1,588	净利润增长率	19.8%	43.9%	27.6%	16.9%
归属于母公司净利润	695	1,001	1,277	1,492	盈利能力				
YoY (%)	19.8%	43.9%	27.6%	16.9%	毛利率	47.3%	47.6%	47.9%	48.2%
每股收益	1.19	1.72	2.19	2.56	净利率	7.7%	8.9%	9.9%	10.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	3.8%	5.6%	6.2%	7.3%
货币资金	1,412	1,064	1,566	3,001	净资产收益率 ROE	6.2%	8.5%	10.2%	11.1%
预付款项	107	136	148	160	偿债能力				
存货	1,958	989	2,371	1,437	流动比率	1.53	1.58	1.57	1.96
其他流动资产	4,604	3,950	4,886	4,380	速动比率	1.06	1.19	1.05	1.51
流动资产合计	8,081	6,138	8,971	8,978	现金比率	0.27	0.27	0.27	0.66
长期股权投资	445	465	495	535	资产负债率	35.4%	30.0%	35.0%	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	0.67	0.71
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	17,928	20,643	20,537	每股收益	1.19	1.72	2.19	2.56
短期借款	1,969	1,869	1,769	1,869	每股净资产	19.15	20.20	21.55	23.10
应付账款及票据	1,588	115	1,827	374	每股经营现金流	2.17	3.77	2.64	4.09
其他流动负债	1,715	1,890	2,105	2,335	每股股利	0.65	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,272	3,874	5,701	4,578	估值分析				
长期借款	53	53	53	53	PE	42.75	29.60	23.20	19.85
其他长期负债	1,192	1,452	1,472	1,492	PB	2.20	2.52	2.36	2.20
非流动负债合计	1,245	1,505	1,525	1,545					
负债合计	6,516	5,379	7,225	6,122					
股本	582	582	582	582					
少数股东权益	724	788	870	965					
股东权益合计	11,876	12,550	13,417	14,414					
负债和股东权益合计	18,392	17,928	20,643	20,537					

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在最新状态。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跨部门、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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。