

2025年08月21日

线上及商超渠道高增，GRI 上半年并表

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)	245.45
最新收盘价:	42.15	自由流通市值(亿)	73.98
		自由流通股数(百万)	175.51

事件概述

25H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 52.96/4.92/4.61/3.40 亿元，同比增长 31.31%/28.07%/40.90%/75.82%，业绩符合市场预期；非经常性损益主要为政府补助 0.20 亿元，同比增长 20.89%、金融资产变动损益 0.31 亿元，同比下降 36.1%。经营现金流低于归母净利主要由于存货及应收增加。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 26.91/2.43/2.26 亿元、同比增长 26.66%/20.68%/23.89%，净利增速低于收入增速主要由于毛利率下降。

25H1 中期派息每 10 股派发现金红利 4.5 元，分红率为 53.26%，股息率为 2.14%。

分析判断:

医疗业务存在并表贡献，剔除并表影响医疗业务增长 13%。医疗业务收入 25.2 亿，同比增长 46%；其中 1) 国外/国内医院/国内 C 端分别为 14.3/4.1/4.5 亿元，同比增长 81%/16%/33%；海外高增包含 GRI 并表贡献 (5.7 亿元)，剔除并购后 25H 医疗收入/25Q1 医疗收入/25Q2 医疗收入/25H 海外收入增长 13%/11%/15%/10%。2) 分产品来看，海外业务中高端敷料/手术室耗材/健康个护业务于 25H1 内分别实现营业收入 4.8/7.4/2.3 亿元，分别同比增长 25.7%/193.5%/26.9%；剔除并表影响 25H 手术耗材增长 18%。

消费品高增来自线上及商超渠道驱动。消费品业务收入 27.5 亿，同比增长 20.3%；其中 1) 干湿棉柔巾/卫生巾/成人服饰/婴童服饰用品/其他无纺/其他有纺制品分别实现营业收入 8.13/5.33/5.21/4.65/2/2.14 亿元，分别同比增长 19%/68%/19%/4%/2%/5%，棉柔巾 Q2 放缓主要受到 315 事件影响。2) 分渠道来看，25H1 消费品板块线上/线下门店/商超收入分别为 17.08/7.24/2.4 亿元，同比增长 23.65%/2.75%/63.2%，其中全棉时代全域会员人数近 6,700 万人，较去年末增长 7.7%，品牌渗透持续出圈。25H1 直营/加盟门店数量分别为 380/104 家，同比增加 5.56%/23.81%，净增加 20/20 家。直营门店 300 平米以下/300-500 平/500-800 平/800 平以上门店分别有 188/96/20/6 家，营业收入为 2.86/2.01/0.55/0.17 亿元，平均店效同比降低 6.67%/4.91%/7.03%/9.69%。3) 棉柔巾/卫生巾产能利用率分别为 61.25%/99.6%，同比提升 11.3/25.8PCT。

25H1 净利率降幅低于毛利率主要由于销售费用率下降、资产减值损失冲回。(1) 25H1 公司毛利率为 48.3%、同比下降 0.4PCT，25H1 医用耗材/消费品毛利率分别为 37.29%/58.63%、同比提高-0.71/1.74PCT；医用/消费品 OPM 为 8.6%/14%，同比增长 0.9/1.2PCT，消费品提升主要受益于棉价下降及产品结构优化。分渠道来看，线上/线下毛利率分别为 55.48%/67.61%，同比提升 2.35/2.66PCT。(2) 25H1 净利率为 9.3%、同比下降 0.2PCT，净利率降幅低于毛利率主要由于销售费用率下降 2.5PCT、资产减值损失冲回 0.8PCT。(3) 25Q2 公司毛利率为 48.2%，同比下降 1.5PCT，净利率为 9.5%，同比下降 0.5PCT，净利率降幅低于毛利率主要由于销售费用率下降 2.1PCT、公允价值变动收益提升 0.5PCT、资产净值冲回 1.8PCT。

存货有所增加，存货周转天数下降。2025H1 存货为 19.46 亿元，同比增加 33.94%，存货周转天数 142 天、同比减少 6 天。应收账款为 12.05 亿元、同比增加 28.26%，应收账款周转天数为 37 天、同比减少 1 天。应付账款为 9.51 亿元、同比增长 14.21%，应付账款周转天数为 69 天、同比减少 16 天。

投资建议:

我们分析，目前市场主要担心 GRI 存在减值风险对业绩的扰动，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，1) 短期来看，抖音和 KA 渠道驱动下，卫生巾 25H1 实现了高增，我们预计棉柔巾/卫生巾全年仍有望增长 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 8 月 21 日收盘价 42.15 元对应 25-27 年 PE 为 25/20/17X, 维持“买入”评级。

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。

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	24.53	20.14	16.67

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

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:

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	12,965	14,997	净利润	741	1,065	1,297	1,566
YoY (%)	9.7%	25.3%	15.2%	15.7%	折旧和摊销	636	422	438	454
营业成本	4,730	5,893	6,752	7,765	营运资金变动	-268	297	-414	186
营业税金及附加	80	112	130	150	经营活动现金流	1,266	2,197	1,468	2,341
销售费用	2,264	2,721	3,112	3,599	资本开支	-875	-417	-416	-416
管理费用	674	731	862	1,002	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	467	540	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	1,606	1,936	现金净流量	-3,320	-348	430	1,395
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	1,581	1,910	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	1,566	净利润增长率	19.8%	43.9%	21.8%	20.8%
归属于母公司净利润	695	1,001	1,219	1,472	盈利能力 (%)				
YoY (%)	19.8%	43.9%	21.8%	20.8%	毛利率	47.3%	47.6%	47.9%	48.2%
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)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	3.8%	5.6%	5.9%	7.2%
货币资金	1,412	1,064	1,494	2,889	净资产收益率 ROE	6.2%	8.5%	9.8%	11.0%
预付款项	107	136	149	163	偿债能力 (%)				
存货	1,958	989	2,388	1,495	流动比率	1.53	1.58	1.56	1.93
其他流动资产	4,604	3,950	4,896	4,418	速动比率	1.06	1.19	1.04	1.47
流动资产合计	8,081	6,138	8,926	8,965	现金比率	0.27	0.27	0.26	0.62
长期股权投资	445	465	495	535	资产负债率	35.4%	30.0%	35.2%	30.2%
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	0.73
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	17,928	20,599	20,524	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	115	1,836	407	每股经营现金流	2.17	3.77	2.52	4.02
其他流动负债	1,715	1,890	2,113	2,372	每股股利	0.65	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,272	3,874	5,719	4,648	估值分析				
长期借款	53	53	53	53	PE	35.42	24.53	20.14	16.67
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	5,379	7,243	6,192					
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	17,928	20,599	20,524					

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。

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。