

## 稳健医疗 (300888.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 商誉减值及汇兑拖累净利润，但品牌势能仍持续向上

受消费品较快增长以及医疗板块并购影响，2025 年公司收入同比增长 22% 至 109 亿元；但受商誉减值以及汇兑损失影响，归母净利润同比增长 10% 至 7.68 亿元，慢于收入。2026Q1 收入同比增长 3% 至 26.79 亿元，归母净利润同比增长 1% 至 2.51 亿元。当前市值对应 26PE19X，虽然增速放缓，但品牌势能仍在持续提升，维持强烈推荐评级。

□ 2025 年收入实现较快增长，主要来自消费品业务的较好表现以及医疗板块中的 GRI 并表贡献，但净利润受商誉减值影响增速慢于收入。2025 年营收 109.49 亿元/同比+22%，归母净利润 7.68 亿元/同比+10%，扣非归母净利润 7.06 亿元/同比+19%。25Q4 营收 30.52 亿元/同比+5%，归母净利润 0.36 亿元/同比-75%，扣非归母净利润 0.27 亿元/同比-78%。2026Q1 收入、归母净利润、扣非归母净利润规模分别为 26.79 亿元、2.51 亿元、2.27 亿元，同比分别+3%/+1%/-3%。

□ 消费品业务：2025 年核心品类增长提速，渠道多元布局，把握新兴电商渠道红利，增长趋势向好。2026Q1 放缓至持平状态。2025 年消费品业务营收同比+15% 至 57.49 亿元。分品类：2025 年干湿棉柔巾/卫生巾/成人服饰/婴童服饰收入分别同比+13%/+45%/+18%/+3% 至 17.61/10.18/11.34/9.91 亿元。分渠道：线上渠道实现收入 36.4 亿，同比增 18.7%，占比 63%。线下门店实现营业收入 15.1 亿，同比增 1.2%，占比 26%。商超渠道提速发展，全年贡献收入 4.6 亿，同比增 42%，占比 8%。2026Q1 消费品实现营业收入 13.4 亿元，同比持平。分品类看：成人服饰收入实现双位数增长，婴童服饰及用品保持增长。渠道方面，商超渠道聚焦山姆、胖东来等优质合作伙伴，收入实现双位数增长；线下门店收入保持平稳，电商渠道受去年同期高基数影响基本持平。

□ 医疗业务：GRI 并表贡献增量。25 年医疗业务营收同比+31% 至 51.14 亿元，若剔除 2024 年 8 月以后 GRI 并表影响，则收入同比增长 7.6%。分品类：传统伤口护理与包扎产品收入同比下降 5.4% 至 11.3 亿，高端伤口辅料同比增 20% 至 9.37 亿，手术室耗材（含 GRI 并表）收入同比增 83% 至 15 亿，感染防护产品收入同比增 27% 至 4.5 亿，健康个护产品收入同比增 17% 至 4.73 亿。2026Q1 收入 13.2 亿，同比增 5.4%，核心品类手术室耗材、高端敷料主营收入有所增长。

□ 毛利率提升，费用控制加强，但商誉计提导致 2025 年净利润承压。2025 年毛利率同比+0.32pct 至 47.64%，其中消费品业务毛利率达 57.3%（同比+1.4pct），主因棉花价格回落及产品结构优化。医疗业务毛利率达 37.1%，同比提升 0.61pct。2025 年销售/管理/研发费用率分别同比-1.17pct/+0.31pct/-0.13pct 至 24.05%/7.81%/3.75%，运营提效推动期间费用率同比微增 0.18pct。受计提商誉减值影响（计提平安医疗及其子公司商誉减值准备 1.79 亿元），全年归母净利润同比增长 10% 至 7.68 亿元，慢于收入

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

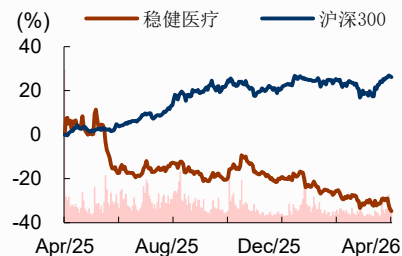
当前股价：31.15 元

## 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 总股本（百万股）    | 582      |
| 已上市流通股（百万股） | 580      |
| 总市值（十亿元）    | 18.1     |
| 流通市值（十亿元）   | 18.1     |
| 每股净资产（MRQ）  | 20.2     |
| ROE（TTM）    | 6.6      |
| 资产负债率       | 32.1%    |
| 主要股东        | 稳健集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 69.83%   |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -2 | -18 | -31 |
| 相对表现 | -9 | -20 | -57 |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《稳健医疗 (300888) — 消费医疗双板块增长，盈利能力提升》  
2025-10-29
- 《稳健医疗 (300888) — 消费品业务延续较快增长，医疗业务保持稳健》  
2025-05-03
- 《稳健医疗 (300888) — 健康生活消费品改革显效，线上延续快速增长》  
2025-02-16

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王雪玉 S1090525070005

wangxueyu@cmschina.com.cn

增速，净利率同比-0.82pct 至 7.44%。2026Q1 毛利率及净利润同比稳定。

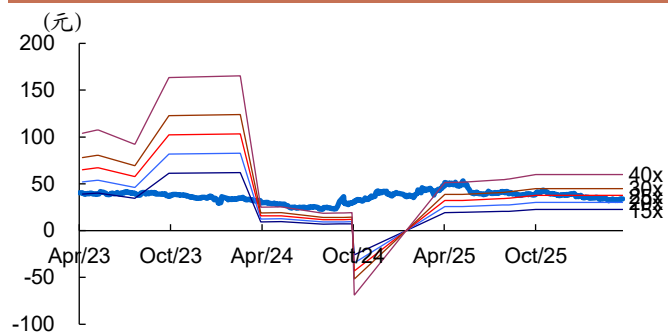
- 盈利预测及投资建议：**考虑到卫生巾和棉柔巾基数高，以及竞争格局变差，下调消费品业务收入增速预期。同时医疗业务 2025 年仍进行了商誉减值导致净利润低于预期。我们下调 2026 年-2028 年公司的收入以及归母净利润预测。预计 2026 年-2028 年收入规模分别为 118 亿元、127 亿元、135 亿元，同比增速分别为 8%、7%、6%。预计 2026 年-2028 年归母净利润规模分别为 9.43 亿元、10.82 亿元、11.82 亿元，同比增长 23%、15%、9%。当前市值对应 26PE19X，考虑到品牌势能仍处于上行阶段，维持强烈推荐评级。
- 风险提示：**消费品业务中的棉柔巾和卫生巾竞争格局变差，收入下行的风险。医疗业务商誉减值的风险。棉花等 原材料价格波动的风险。

财务数据与估值

| 会计年度       | 2024 | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 8978 | 10949 | 11827 | 12707 | 13505 |
| 同比增长       | 10%  | 22%   | 8%    | 7%    | 6%    |
| 营业利润(百万元)  | 915  | 1068  | 1311  | 1503  | 1642  |
| 同比增长       | 12%  | 17%   | 23%   | 15%   | 9%    |
| 归母净利润(百万元) | 695  | 768   | 943   | 1082  | 1182  |
| 同比增长       | 20%  | 10%   | 23%   | 15%   | 9%    |
| 每股收益(元)    | 1.19 | 1.32  | 1.62  | 1.86  | 2.03  |
| PE         | 26.1 | 23.6  | 19.2  | 16.8  | 15.3  |
| PB         | 1.6  | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |

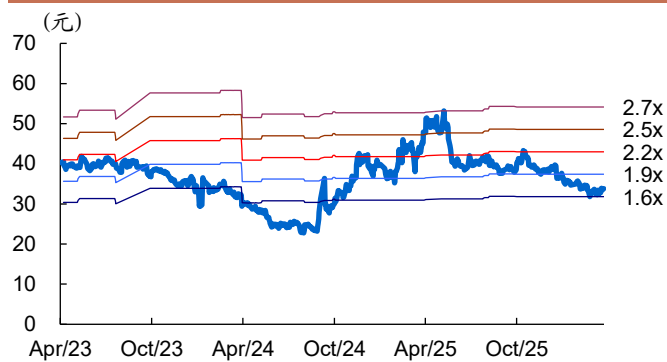
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 稳健医疗历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 稳健医疗历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 8081         | 8466         | 8697         | 9012         | 9306         |
| 现金             | 1412         | 1594         | 1500         | 1500         | 1500         |
| 交易性投资          | 2921         | 2825         | 2825         | 2825         | 2825         |
| 应收票据           | 34           | 39           | 43           | 46           | 49           |
| 应收款项           | 981          | 1041         | 1124         | 1208         | 1284         |
| 其它应收款          | 186          | 204          | 221          | 237          | 252          |
| 存货             | 1958         | 2016         | 2178         | 2331         | 2477         |
| 其他             | 589          | 746          | 806          | 865          | 919          |
| <b>非流动资产</b>   | 10311        | 9939         | 10461        | 10933        | 11360        |
| 长期股权投资         | 445          | 479          | 479          | 479          | 479          |
| 固定资产           | 3354         | 4200         | 4956         | 5636         | 6248         |
| 无形资产商誉         | 2347         | 2071         | 1863         | 1677         | 1509         |
| 其他             | 4164         | 3189         | 3162         | 3141         | 3124         |
| <b>资产总计</b>    | <b>18392</b> | <b>18405</b> | <b>19157</b> | <b>19945</b> | <b>20666</b> |
| <b>流动负债</b>    | 5272         | 4869         | 5058         | 5170         | 5180         |
| 短期借款           | 1969         | 1837         | 2063         | 2034         | 1908         |
| 应付账款           | 1588         | 1662         | 1796         | 1922         | 2043         |
| 预收账款           | 183          | 170          | 184          | 196          | 209          |
| 其他             | 1532         | 1200         | 1017         | 1018         | 1020         |
| <b>长期负债</b>    | 1245         | 1243         | 1243         | 1243         | 1243         |
| 长期借款           | 53           | 50           | 50           | 50           | 50           |
| 其他             | 1192         | 1193         | 1193         | 1193         | 1193         |
| <b>负债合计</b>    | <b>6516</b>  | <b>6112</b>  | <b>6301</b>  | <b>6413</b>  | <b>6422</b>  |
| 股本             | 582          | 582          | 582          | 582          | 582          |
| 资本公积金          | 3371         | 3386         | 3386         | 3386         | 3386         |
| 留存收益           | 7198         | 7549         | 8056         | 8666         | 9307         |
| 少数股东权益         | 724          | 776          | 833          | 898          | 969          |
| 归属于母公司所有者权益    | 11151        | 11517        | 12023        | 12634        | 13275        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>18392</b> | <b>18405</b> | <b>19157</b> | <b>19945</b> | <b>20666</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2024          | 2025       | 2026E       | 2027E    | 2028E    |
|----------------|---------------|------------|-------------|----------|----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1266          | 1666       | 1397        | 1606     | 1790     |
| 净利润            | 741           | 814        | 1000        | 1147     | 1253     |
| 折旧摊销           | 414           | 464        | 657         | 707      | 752      |
| 财务费用           | (12)          | (3)        | 50          | 51       | 49       |
| 投资收益           | (75)          | (53)       | (137)       | (127)    | (107)    |
| 营运资金变动         | 195           | 472        | (178)       | (177)    | (162)    |
| 其它             | 4             | (29)       | 5           | 5        | 4        |
| <b>投资活动现金流</b> | (4112)        | (276)      | (1044)      | (1054)   | (1074)   |
| 资本支出           | (901)         | (648)      | (1182)      | (1182)   | (1182)   |
| 其他投资           | (3211)        | 372        | 137         | 127      | 107      |
| <b>筹资活动现金流</b> | (478)         | (1180)     | (447)       | (551)    | (715)    |
| 借款变动           | (109)         | (570)      | 40          | (29)     | (126)    |
| 普通股增加          | (12)          | 0          | 0           | 0        | 0        |
| 资本公积增加         | (536)         | 14         | 0           | 0        | 0        |
| 股利分配           | (530)         | (641)      | (437)       | (472)    | (541)    |
| 其他             | 710           | 16         | (50)        | (51)     | (49)     |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(3324)</b> | <b>210</b> | <b>(94)</b> | <b>0</b> | <b>0</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 8978  | 10949 | 11827 | 12707 | 13505 |
| 营业成本             | 4730  | 5733  | 6193  | 6628  | 7044  |
| 营业税金及附加          | 80    | 94    | 101   | 109   | 116   |
| 营业费用             | 2264  | 2634  | 2839  | 3050  | 3214  |
| 管理费用             | 674   | 855   | 900   | 955   | 1015  |
| 研发费用             | 348   | 411   | 420   | 439   | 453   |
| 财务费用             | (99)  | 7     | 50    | 51    | 49    |
| 资产减值损失           | (237) | (261) | (150) | (100) | (80)  |
| 公允价值变动收益         | 3     | (24)  | 10    | 10    | 0     |
| 其他收益             | 92    | 84    | 74    | 64    | 54    |
| 投资收益             | 75    | 53    | 53    | 53    | 53    |
| <b>营业利润</b>      | 915   | 1068  | 1311  | 1503  | 1642  |
| 营业外收入            | 12    | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出            | 18    | 28    | 28    | 28    | 28    |
| <b>利润总额</b>      | 908   | 1048  | 1291  | 1483  | 1622  |
| 所得税              | 168   | 234   | 291   | 336   | 369   |
| 少数股东损益           | 45    | 46    | 57    | 65    | 71    |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 695   | 768   | 943   | 1082  | 1182  |

主要财务比率

|                | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 10%   | 22%   | 8%    | 7%    | 6%    |
| 营业利润           | 12%   | 17%   | 23%   | 15%   | 9%    |
| 归母净利润          | 20%   | 10%   | 23%   | 15%   | 9%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 47.3% | 47.6% | 47.6% | 47.8% | 47.8% |
| 净利率            | 7.7%  | 7.0%  | 8.0%  | 8.5%  | 8.8%  |
| ROE            | 6.1%  | 6.8%  | 8.0%  | 8.8%  | 9.1%  |
| ROIC           | 4.6%  | 5.7%  | 7.1%  | 7.8%  | 8.1%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 35.4% | 33.2% | 32.9% | 32.2% | 31.1% |
| 净负债比率          | 13.2% | 11.3% | 11.0% | 10.4% | 9.5%  |
| 流动比率           | 1.5   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.8   |
| 速动比率           | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| 存货周转率          | 2.8   | 2.9   | 3.0   | 2.9   | 2.9   |
| 应收账款周转率        | 9.8   | 10.5  | 10.5  | 10.5  | 10.4  |
| 应付账款周转率        | 3.1   | 3.5   | 3.6   | 3.6   | 3.6   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.19  | 1.32  | 1.62  | 1.86  | 2.03  |
| 每股经营净现金        | 2.17  | 2.86  | 2.40  | 2.76  | 3.07  |
| 每股净资产          | 19.15 | 19.78 | 20.65 | 21.70 | 22.80 |
| 每股股利           | 0.65  | 0.75  | 0.81  | 0.93  | 1.02  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 26.1  | 23.6  | 19.2  | 16.8  | 15.3  |
| PB             | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |
| EV/EBITDA      | 21.3  | 16.6  | 11.6  | 10.4  | 9.6   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。