

稳健医疗（300888.SZ）

收购美国医疗耗材公司 GRI，看好医疗并购协同效益显现

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2024年9月24日，公司发布公告，公司以现金形式收购 Global Resources International, Inc.（简称“GRI”）75.2%的股权，对应交易对价约为1.2亿美元。

国信纺织观点：1) 标的概况：GRI 是一家全球性医疗耗材和工业防护企业，与稳健医疗在多维度形成优势互补、净利率 6%左右有较大提升空间，交易市盈率约为 16 倍；2) 风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险；3) 投资建议：看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升。公司的医疗和消费品业务长期竞争力较强，有较大市场份额提升的潜力，医疗业务具有较强的产品、渠道、规模优势，在收购 GRI 之后，填补了海外产能空白、业务形成互补，有助于北美业务规模扩大。今年上半年稳健医疗消费品业务增速好于预期，2024 年预计将新开 100 家左右门店驱动增长，聚焦优势品类、调整门店面积提升坪效提升等举措有利于推动盈利能力提升，同时消费品业务提出出海战略布局规划。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定而收缩，拖累业绩表现，第二季度防疫产品高基数影响基本消除，收入规模重回良性发展。中长期来看，外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。由于 GRI 已于 9 月 20 日完成交割同时并表，预计贡献约 3 个月的收入和利润，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 8.1/10.2/11.4 亿元（前值为 7.9/9.4/10.6 亿元），同比增长 40.1%/25.5%/11.9%。2025 年预计防疫用品高基数影响将消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，维持目标价 34-36 元，对应 2025 年 PE 20-21x，维持“优于大市”评级。

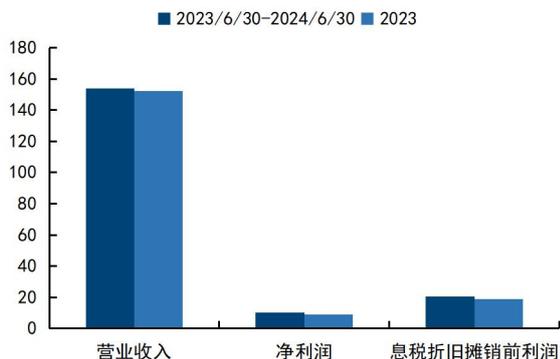
评论：

◆ 标的概况：GRI 与稳健医疗在多维度形成优势互补、净利率 6%左右有较大提升空间，交易市盈率约为 16 倍

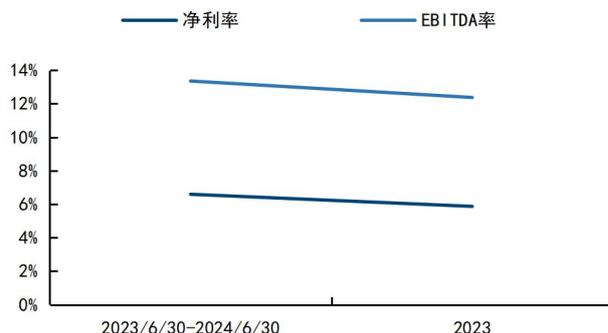
根据公司公告，公司以现金形式收购 Global Resources International, Inc.（简称“GRI”）75.2%的股权，对应交易对价约为 1.2 亿美元。2024 年 6 月 27 日，公司和相关主体签署了《合并协议》，2024 年 9 月 20 日，公司已完成了标的公司股权交割手续。公司已按照协议约定一次性支付全部交易对价约 1.2 亿美元。

标的公司是一家总部位于美国乔治亚州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%；按业务分类医疗耗材销售占约 55%，工业防护产品销售 20%，其他合同加工 25%；主要产品包括手术包、洞巾、铺单、容器、手术衣、工业防护服。标的公司生产基地遍布全球，包括中国、美国、越南、多米尼加等国家，总生产面积超 8 万平方米，并在美国与欧洲拥有销售与物流布局，总仓储面积超 7 万平方米。截至 2024 年 6 月 30 日，公司总资产 1.6 亿美元，净资产 6,700 万；2023/6/30-2024/6/30，公司营业收入为 1.5 亿美元，净利润 1015 万美元，净利率为 6.6%；息税折旧摊销前利润 2057 万美元，利润率为 13.4%。

从收购估值来看，标的公司估值约为 2 亿美元，股权估值约为 1.6 亿美元，对应的市盈率约为 16 倍。

图1: GRI 公司营业收入、EBITDA、净利润情况 (百万美元)


资料来源: 稳健医疗公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: GRI 公司利润率与变化情况


资料来源: 稳健医疗公司公告, 国信证券经济研究所整理

本次收购契合了稳健医疗打造“全球医疗耗材一站式解决方案”的发展战略，加强海外产能、销售渠道及本地化运营能力是公司坚定迈向全球化战略方向的重要举措。同时，双方将形成显著的规模与协同效应，提高公司的国际核心竞争力。具体来看：

- 1) 填补海外产能空白：**标的公司在美国、越南、多米尼加等海外国家拥有多个医疗耗材与工业防护产品生产、物流基地，本次收购直接填补了公司海外产能的空白，也满足了海外客户对于分散供应链风险的诉求。与自建产能相比，极大地缩短了建设周期，减少了相关建设、运营风险。未来协同方面，标的公司在越南、多米尼加的工厂将为公司带来劳动力成本优势，美国的工厂则带来本地化市场优势；公司也将输出自身的智能制造能力与数字化体系，携手标的公司打造可持续的新质生产力。
- 2) 有助于北美业务规模扩大：**美国是全球最大的医疗耗材销售市场之一，提高美国市场的本地化运营能力将助力公司北美业务规模的扩大。标的公司于 2000 年成立，在美国拥有完整的运营体系与管理团队，职能覆盖研发、生产、销售、物流、服务等关键环节。核心创始管理团队深耕美国市场超 30 年，在医疗耗材领域拥有丰富行业及管理经验；管理团队中亦有中美复合背景的成员，有利于未来双方的融合与发展。公司将秉持“产品领先、卓越运营”的理念与标的公司做好协同经营，更好地服务美国及全球客户。
- 3) 业务形成互补：**从丰富产品线及提升研发能力方面，标的公司能够与公司现有业务形成互补：其医疗注塑产品扩展了公司在医疗耗材品类的覆盖面；标的公司拥有行业领先的可水溶降解防护材料的研发、生产及处理能力，新材料的引入及协同研发将助力公司为国内外客户提供更优的基于创新基材和复合材料的产品解决方案。
- 4) 稳健医疗赋能下 GRI 利润率有较大提升空间：**GRI 利率较低原因主要是规模不够大；第二是薪酬提升和美国通胀导致过去两年管理费用提升较多。GRI 在生产流程、自动化方面有很多改善空间，稳健医疗将把流程管理经验赋能给 GRI，随着双方包括采购、研发等环节的协同，甚至可以把一些 GRI 总部职能考虑由一些低成本地区承接，GRI 毛利率、净利率，有望提升。

◆ 投资建议：看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升

公司的医疗和消费品业务长期竞争力较强，有较大市场份额提升的潜力，医疗业务具有较强的产品、渠道、规模优势，在收购 GRI 之后，填补了海外产能空白、业务形成互补，有助于北美业务规模扩大。今年上半年稳健医疗消费品业务增速好于预期，2024 年预计将新开 100 家左右门店驱动增长，聚焦优势品类、调整门店面积提升坪效提升等举措有利于推动盈利能力提升，同时消费品业务提出出海战略布局规划。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定而收缩，拖累业绩表现，第二季度防疫产品高基数影响基本消除，收入规模重回良性发展。中长期来看，外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。由于 GRI 已于 9 月 20 日完成交割同时并表，预计贡献约 3 个月的收入和利润，我们上调盈利预测预计 2024-2026 年归母净利润为 8.1/10.2/11.4 亿元（前值为 7.9/9.4/10.6 亿元），同比增长 40.1%/25.5%/11.9%。2025 年预计防疫用品高基数影响将消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，维持目标价 34-36 元，对应 2025 年 PE 20-21x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	8,789	10,464	11,366
(+/-%)	41.2%	-27.9%	7.4%	19.1%	8.6%
净利润(百万元)	1651	580	813	1020	1142
(+/-%)	33.2%	-64.8%	40.1%	25.5%	11.9%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.38	1.73	1.94
经营利润率	18.6%	10.2%	10.0%	10.8%	11.1%
净资产收益率(ROE)	14.1%	5.0%	6.8%	8.1%	8.6%
市盈率(PE)	6.7	26.4	18.7	14.9	13.3
EV/EBITDA	7.2	17.6	15.6	12.9	11.8
市净率(PB)	0.9	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
稳健医疗	优于大市	25.3	0.98	1.38	1.73	25.8	18.3	14.6	32.9%	0.56
中顺洁柔	无评级	6.4	0.25	0.29	0.34	25.5	21.8	18.7	16.8%	1.30
振德医疗	无评级	20.2	0.74	1.51	1.90	27.2	13.4	10.7	59.7%	0.22
						26.4	17.6	14.7		0.76

资料来源:wind, 彭博, 国信证券经济研究所。注:无评级公司的EPS预测值来自wind一致预测

◆ 风险提示

海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险。

相关研究报告:

- 《稳健医疗(300888.SZ)-第二季度收入增速转正,消费品业务表现亮眼》——2024-09-03
- 《稳健医疗(300888.SZ)-防疫产品需求常态化,2023年收入下降28%》——2024-04-28
- 《稳健医疗(300888.SZ)-防疫产品需求常态化,2023年收入预减27%-29%》——2024-02-02
- 《稳健医疗(300888.SZ)-收入受防疫高基数影响,全棉时代积极营销推广》——2023-10-25

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4527	4706	6108	6751	7514	营业收入	11351	8185	8789	10464	11366
应收款项	1220	1030	1106	1317	1431	营业成本	5973	4175	4677	5766	6219
存货净额	1559	1434	1575	1948	2100	营业税金及附加	98	66	70	84	91
其他流动资产	441	530	570	678	737	销售费用	2050	2090	2130	2262	2460
流动资产合计	12126	10556	12213	13549	14637	管理费用	1177	1090	1077	1264	1370
固定资产	3078	3734	2256	2233	2205	财务费用	(123)	(62)	(70)	(84)	(91)
无形资产及其他	1033	995	955	916	876	投资收益	51	127	53	63	68
投资性房地产	1979	1806	1806	1806	1806	资产减值及公允价值变动	(391)	(310)	(67)	(80)	(87)
长期股权投资	22	21	21	21	21	其他收入	140	175	128	144	153
资产总计	18238	17112	17252	18525	19544	营业利润	1977	818	1018	1298	1452
短期借款及交易性金融负债	2511	1717	1000	1000	1000	营业外净收支	(57)	(68)	0	0	0
应付款项	1144	1433	1573	1946	2098	利润总额	1920	750	1018	1298	1452
其他流动负债	1832	1122	1319	1557	1683	所得税费用	245	121	153	195	218
流动负债合计	5487	4271	3892	4503	4781	少数股东损益	24	48	52	83	93
长期借款及应付债券	0	170	170	170	170	归属于母公司净利润	1651	580	813	1020	1142
其他长期负债	568	561	561	561	561						
长期负债合计	568	731	731	731	731	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6055	5002	4623	5233	5512	净利润	1651	580	813	1020	1142
少数股东权益	478	577	608	658	714	资产减值准备	326	(38)	1553	25	(12)
股东权益	11705	11533	12021	12633	13318	折旧摊销	266	316	396	458	493
负债和股东权益总计	18238	17112	17252	18525	19544	公允价值变动损失	391	310	67	80	87
						财务费用	(123)	(62)	(70)	(84)	(91)
关键财务与估值指标						营运资本变动	193	(69)	1635	(58)	(57)
每股收益	3.87	0.98	1.38	1.73	1.94	其它	(302)	86	(1522)	25	68
每股红利	0.94	1.38	0.55	0.69	0.78	经营活动现金流	2525	1185	2944	1551	1720
每股净资产	27.44	19.40	20.43	21.47	22.64	资本开支	0	(550)	(500)	(500)	(500)
ROIC	20%	7%	7%	11%	12%	其它投资现金流	(1248)	1524	0	0	0
ROE	14%	5%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(1253)	976	(500)	(500)	(500)
毛利率	47%	49%	47%	45%	45%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	10%	10%	11%	11%	负债净变化	0	170	0	0	0
EBITDA Margin	21%	14%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(401)	(822)	(325)	(408)	(457)
收入增长	41%	-28%	7%	19%	9%	其它融资现金流	(216)	(678)	(717)	0	0
净利润增长率	33%	-65%	40%	26%	12%	融资活动现金流	(1019)	(1982)	(1042)	(408)	(457)
资产负债率	36%	33%	30%	32%	32%	现金净变动	253	179	1402	643	764
息率	2.6%	5.4%	2.1%	2.7%	3.0%	货币资金的期初余额	4274	4527	4706	6108	6751
P/E	6.7	26.4	18.7	14.9	13.3	货币资金的期末余额	4527	4706	6108	6751	7514
P/B	0.9	1.3	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	399	2275	858	1012
EV/EBITDA	7.2	17.6	15.6	12.9	11.8	权益自由现金流	0	(109)	1567	896	1060

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032