

## “医疗+消费”双龙头，“全棉”引领健康标杆（更新）

——稳健医疗首次覆盖报告

公司深度

### ● 稳健医疗：“消费”+“医疗”双轮驱动，未来成长可期

公司主要从事纯棉产品的研发、生产与销售；旗下两大品牌“winners 稳健”、“全棉时代”实现协同发展。近五年来，业绩保持稳健增长，收入复合增速 25.35%，归母净利润复合增长 37.80%。今年受新冠疫情影响，防疫物资用品销售大幅增长增厚公司全年业绩预期。

### ● 主营所处行业分析：医用敷料高端产品替代趋势，棉柔巾市场空间广阔

(1) **医用敷料**：国内市场方面，随着我国基础医疗设施建设加快以及居民生活水平和健康意识不断提高，医用敷料行业进入快速发展时期。根据 BMI Research 统计，在 2014-2019 年，我国医用敷料市场规模由 39.89 亿元增长至 73.12 亿元，复合增长率 10.63%，预计 2020 年我国医用敷料市场规模将扩容至 82.25 亿元，同比增长 12.49%，增长水平明显快于全球医用敷料市场。

(2) **健康生活消费品**：棉柔巾市场公司天猫市占率第一。全棉时代品牌约占 44%；babycare 占比 20%；安慕斯占比 6%。伴随二胎政策放开、母婴市场前景乐观以及国家对环保行业的支持，棉柔巾市场份额将进一步扩大。卫生巾市场渗透率近 100%，市场发展较为成熟，预计未来市场规模将以 3-5% 的增速成长。

### ● 公司核心竞争优势分析：较强的品牌溢价、产品矩阵丰富、渠道协同性强

(1) **品牌价值高**：全棉制品替代理念与中高端产品定位全力打造差异化的品牌形象，目前在市场上具有较高的知名度，已形成有效的竞争壁垒。

(2) **医疗级品质、品类丰富**：OEM 医用敷料起家，加码大健康生活消费用品，矩阵丰富，满足多元化消费场景；独家无纺技术构建核心竞争优势，实现全品类拓展打造一站式购物体验模式。

(3) **线上线下渠道协同互补**：“全棉时代”全渠道布局，2019 年线上与线下分别占比 55% 与 45%，线上以直营旗舰店为主，线下门店加速扩张，目前已超过 250 家且覆盖全国 50 余个重点城市。

### ● 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 139.75 亿元、125.78 亿元、136.47 亿元；归母净利润分别为 36.29 亿元、27.22 亿元、30.94 亿元，EPS 分别为 8.51 元、6.38 元、7.26 元，对应估值为 16.4X、21.9X、19.3X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示**：1) 市场竞争加剧 2) 客户拓展不达预期；3) 线下门店扩张低于预期；4) 原材料价格大幅上升；5) 经济恢复缓慢导致需求放缓。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,839	4,575	13,975	12,578	13,647
增长率(%)	9.8	19.2	205.5	-10.0	8.5
净利润(百万元)	425	546	3,629	2,722	3,094
增长率(%)	-0.6	28.6	564.2	-25.0	13.7
毛利率(%)	49.2	51.6	60.0	57.2	58.1
净利率(%)	11.1	11.9	26.0	21.6	22.7
ROE(%)	16.0	17.3	53.5	28.7	24.6
EPS(摊薄/元)	1.00	1.28	8.51	6.38	7.26
P/E	140.4	109.1	16.4	21.9	19.3
P/B	22.4	18.9	8.8	6.3	4.7

资料来源：Wind、新时代证券研究所（截止至 2020 年 11 月 25 日收盘价）

## 推荐（首次评级）

赵汐雯（分析师）

zhaoxiwen@xsdzq.cn

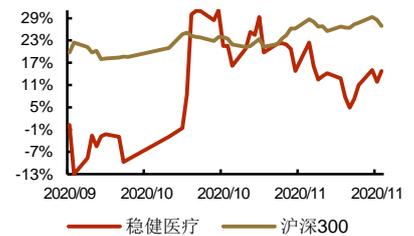
证书编号：S0280520020001

### 市场数据

时间 2020.11.25

收盘价(元):	144.56
一年最低/最高(元):	103.7/181.77
总股本(亿股):	4.26
总市值(亿元):	616.54
流通股本(亿股):	0.44
流通市值(亿元):	63.43
近 3 月换手率:	787.81%

### 股价一年走势



### 相关报告

## 目 录

1、 稳健医疗：“医疗+消费”双轮驱动，打造全棉高端品牌.....	5
1.1、 发展历程：医用敷料 OEM 起家，实现业务和品牌多元化.....	5
1.2、 股权结构：控制权集中，员工激励充分.....	5
1.3、 主营业务：以“棉”为核心，“医疗+消费”协同发展.....	6
2、 公司主营业务所处行业分析.....	9
2.1、 医用敷料：国内集中度提升空间大，高端领域前景向好.....	9
2.1.1、 我国是全球医用敷料最大出口国，发展速度快于海外市场.....	9
2.1.2、 需求端拉动市场扩容，高端领域具有国产替代空间.....	10
2.1.3、 产业政策、医保体系与需求迭代助力医用敷料行业进一步扩容.....	12
2.2、 健康生活消费品：纯棉柔巾快速成长，一次性卫生用品潜力大.....	13
2.2.1、 居民购买力提升激发消费活力，电商助力行业高速发展.....	13
2.2.2、 棉柔巾消费热度升温，集中度向头部聚集.....	14
2.2.3、 卫生巾渗透率近 100%，湿巾纸受疫情催化迎来长期发展机遇.....	16
3、 公司核心竞争力分析.....	19
3.1、 消费品为增长主力，医用敷料协同并行.....	19
3.2、 研发创新能力突出，产品开发持续发力.....	21
3.3、 品牌知名度提升，宣传营销活动多元化.....	21
3.3.1、 稳健医疗：医用敷料领导者，国内外广泛认可.....	21
3.3.2、 全棉时代：多形式品宣推进影响力提升.....	22
3.4、 多渠道协同发展，线上线下深度融合.....	23
3.4.1、 线上渗透能力突出，实现大规模消费群体覆盖.....	23
3.4.2、 线下门店稳定增长，终端商超覆盖面广.....	24
4、 财务分析.....	25
4.1、 盈利能力稳中有升，健康生活用品销售费用上升.....	25
4.2、 资产负债率下降，应收账款周转良好.....	26
5、 关键假设与盈利预测.....	26
6、 估值水平与评级.....	27
7、 风险分析.....	28

## 图表目录

图 1： 公司创立以来，历年重大发展进程.....	5
图 2： 公司股权结构集中，下设 13 家子公司.....	5
图 3： 以“棉”为核心，“医疗+消费”双轮驱动.....	7
图 4： 公司主营业务以医用敷料+消费品为主.....	7
图 5： 近五年营收复合增速 25.35%.....	8
图 6： 近五年归母净利润复合增速 37.80%.....	8
图 7： 医用敷料贡献下降，消费品等占比提升.....	8
图 8： 健康日用消费品绝对量持续增加.....	8
图 9： 日用消费品毛利润贡献持续增加.....	9
图 10： 日用消费品平均毛利率维持在 60%.....	9
图 11： 2014-2019 年全球医用敷料市场 CAGR1.97%.....	9
图 12： 2014-2019 年我国医用敷料市场 CAGR10.63%.....	9
图 13： 2016 年开始，我国医用敷料出口规模持续增长.....	10

图 14:	中国医用敷料出口占全球市场比重 20%以上.....	10
图 15:	医疗敷料行业壁垒: 技术研发、进入标准、规模、客户粘性.....	11
图 16:	全球高端医用敷料市场规模稳步提升, 2022 年有望至 70.15 亿美元.....	11
图 17:	2010-2019 年全国卫生总费用复合增长 12.55%.....	13
图 18:	全国医疗卫生机构入院人数逐年增长.....	13
图 19:	我国居民人均可支配收入以 8% 以上的速度增长.....	13
图 20:	2019 年, 社会消费品零售总额突破 40 万亿元.....	13
图 21:	我国网络购物市场交易规模占社会消费品零售总额的比重持续上升.....	14
图 22:	2019 年全棉时代天猫市占率 44%.....	15
图 23:	我国棉柔巾价格 0.14-0.20 元/张占 68%.....	15
图 24:	棉柔巾市场需求量大幅增加.....	15
图 25:	棉柔巾渗透率由 0.8% 提升到 19 年的 7.2%.....	15
图 26:	我国吸收性卫生用品市场规模突破 1200 亿元.....	16
图 27:	女性卫生用品与婴儿纸尿裤占比超过 95%.....	16
图 28:	我国卫生巾市场规模实现平稳增长.....	16
图 29:	我国卫生巾市场呈现供大于求的局面.....	16
图 30:	我国卫生巾市场渗透率已接近 100%.....	17
图 31:	我国卫生巾前三大品牌市占率 27%.....	17
图 32:	2012-2019 年湿巾市场规模增速保持 10% 以上.....	19
图 33:	2019 年中国与欧美湿巾消费规模对比.....	19
图 34:	健康生活消费品主要经营棉柔巾、卫生巾、湿巾、婴童服饰等产品.....	19
图 35:	2019 年健康生活消费品收入同比增长 27.14%.....	20
图 36:	棉柔巾收入贡献占比较高.....	20
图 37:	公司医用敷料板块涉及伤口护理、感染防护与消毒清洁.....	20
图 38:	医用敷料板块收入增速放缓.....	20
图 39:	医用敷料板块中伤口护理占比超过 50% 以上.....	20
图 40:	公司研发费用率逐年增长.....	21
图 41:	依托全面水刺无纺布技术的销售额及占比.....	21
图 42:	公司获得全国抗击新冠肺炎疫情先进集体荣誉.....	22
图 43:	公司广告宣传费稳步提升.....	22
图 44:	全棉时代明星代言.....	22
图 45:	公司三大板块销售模式.....	23
图 46:	健康生活消费品电商销售收入持续提升.....	24
图 47:	2019 年健康生活消费品电商销售收入结构.....	24
图 48:	医用敷料境内收入增长稳定, 境外有所下滑.....	24
图 49:	2019 年末, 公司线下门店增长至 250 家.....	25
图 50:	公司线下直营门店数持续增长.....	25
图 51:	公司毛利率与净利率水平稳中有升.....	25
图 52:	公司扣非后平均 ROE 水平有所放缓.....	25
图 53:	销售费用率有所提升.....	25
图 54:	健康消费品销售费用率逐年增加.....	25
图 55:	2017 年开始, 公司资产负债率水平持续下降.....	26
图 56:	公司现金流状况良好.....	26
表 1:	公司管理层核心高管履历.....	6
表 2:	公司主要产品分类.....	7
表 3:	2017-2019 年我国医用敷料出口企业排名.....	10

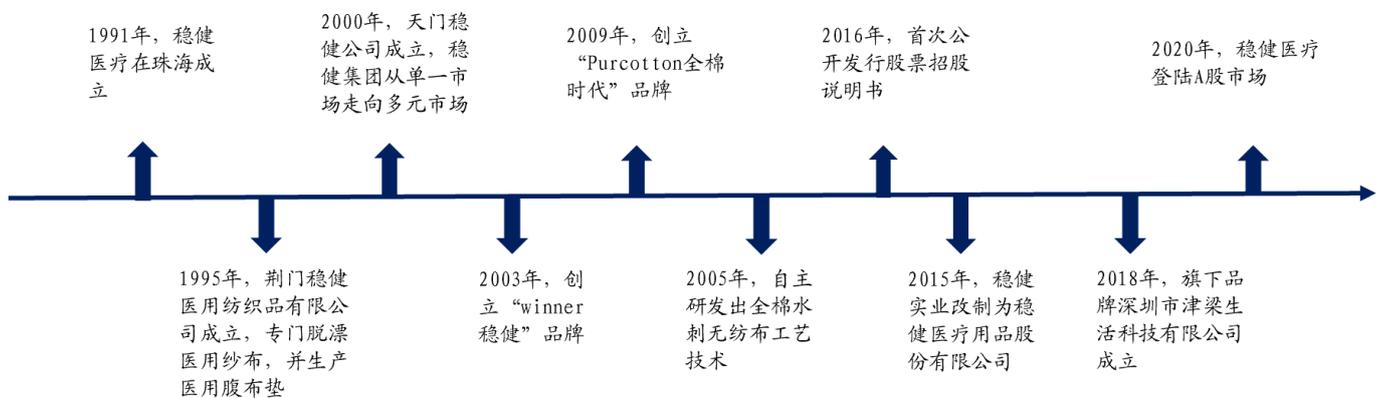
表 4: 自 2015 年开始, 国家出台多项政策支持医用敷料行业持续发展 .....	12
表 5: 我国棉柔巾市场领先品牌及其价格 .....	14
表 6: 国内卫生巾十大品牌盘点 .....	17
表 7: 湿巾的分类与主要用途 .....	18
表 8: 公司发行筹集资金拟投资项目 .....	21
表 9: 公司主营业务收入拆分 .....	26
表 10: 可比公司估值 .....	28

## 1、稳健医疗：“医疗+消费”双轮驱动，打造全棉高端品牌

### 1.1、发展历程：医用敷料 OEM 起家，实现业务和品牌多元化

公司前身成立于 1991 年，起步于纱布、棉签等医用敷料的研发、生产与销售，以医用敷料 OEM 出口业务为主。2003 年创立“winner 稳健”品牌后逐渐开拓国内市场，实现 OEM 与自有品牌并驾齐驱。2009 年创立“Purcotton 全棉时代”品牌，成功实现了医用敷料产品向家用产品的拓展，“医疗+消费”协调发力。2018 年，深圳市津梁生活科技有限公司成立，2019 年 7 月推出“PureH2B 津梁生活”品牌，致力于打造能够覆盖美妆、个护、运动等的健康美丽生活需求的一站式零售平台。2020 年突发新冠疫情，医疗健康用品需求激增，公司品牌知名度提升与销售渠道拓宽，成功登陆 A 股市场。

图1：公司创立以来，历年重大发展进程



资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

### 1.2、股权结构：控制权集中，员工激励充分

公司股权相对集中，实际控制人为李建全家族。公司上市后，董事长李建全持有控股股东稳健集团 73.74% 的股权，其妻谢平持有 18.07% 的股权，其子李晓远持有 8.19% 的股权，三人对稳健医疗的持股比例合计达 68.10%，为实际控制人。公司股权集中度较高，有利于长期发展战略的贯彻与执行。公司员工持股平台康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资分别持有公司的股份比例为 5.01%、2.66%、1.60%、0.82%，员工持股充分绑定员工与公司利益，激发积极和创造性，增强企业竞争力。

图2：公司股权结构集中，下设 13 家子公司



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**表1: 公司管理层核心高管履历**

姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	工作经历
李建全	总经理	2018/6/28	大专	1957	1994年11月至2000年2月,任海南建和纺织有限公司总经理;2000年创办公司至今一直担任公司董事长兼总经理。曾担任武汉纺织大学客座教授、中山大学国际商学院职业发展导师;目前还担任深圳全棉时代董事长兼总经理,津梁生活董事长兼总经理,前海全棉时代董事长,稳健集团、荣瑞控股、荣瑞有限、香港稳健、马来西亚稳健、全棉里物董事;中国医药保健品进出口商会医用敷料分会会长,中国人民大学深圳校友企业家商会副会长,武汉纺织大学校友会名誉会长,中国产业用纺织品行业协会副会长,深圳市质量促进会副会长。
方修元	副总经理、财务总监	2018/6/28	大专	1968	1988年7月至1998年4月,任湖北省医药保健品进出口公司财务科科长;1998年5月至1999年1月,任珠海宏桥高科技有限公司财务部经理;2000年至今,任稳健医疗用品股份有限公司及其前身董事、副总经理、财务总监。
尹文岭	副总经理	2018/6/28	本科	1973	1996年7月至1997年2月,任湖北汽车集团汉阳特种汽车制造厂工程师;1997年3月至1999年1月,任广东惠而浦微波制品有限公司质量工程师、车间主任;1999年1月至2002年7月,任优比仕电子(深圳)有限公司资材课长;2002年7月至2011年3月,任深圳迈瑞医疗电子股份有限公司生产理、计划物流总监;2011年3月至2012年8月,任深圳蓝韵实业股份有限公司供应链系统总监;2012年8月至2014年2月,任多喜爱股份有限公司营运副总;2014年1月至2019年6月,任深圳市易码软件有限公司监事;2014年7月至2015年10月,任深圳市思普电子技术有限公司制造中心总经理;2015年10月至今,任稳健医疗用品股份有限公司副总经理、生产副总裁。
陈惠选	副总经理、董事会秘书	2018/6/28	硕士	1982	2007年2月至2009年6月,任美国飞利凯睿证券有限公司分析师助理;2009年9月至2015年5月,任稳健实业(深圳)有限公司投资管理部经理、投资者关系部专员;2015年5月至今,任稳健医疗用品股份有限公司董事会秘书、副总经理。

资料来源:公司招股说明书,新时代证券研究所

### 1.3、主营业务:以“棉”为核心,“医疗+消费”协同发展

公司是一家以“棉”为核心,通过“winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗及消费板块协同发展的医疗健康企业。公司从早期以OEM出口业务为主的医用敷料生产企业转型成为同时拥有自主品牌,以“棉”为核心,医疗和消费板块协同发展的自主创新企业。

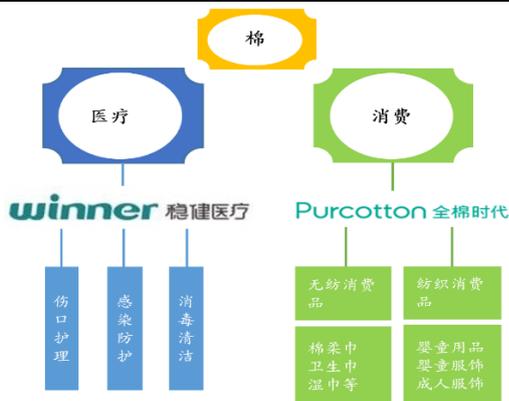
公司主营业务分为医用敷料、健康生活消费品和全棉水刺无纺布三大领域。其中,医用敷料领域产品包括伤口护理产品、感染防护产品及消毒清洁产品;健康生活消费品包括棉柔巾、纯棉湿巾、卫生巾等无纺消费品及婴童用品、婴童服饰、成人服饰等纺织消费品;同时,2005年,公司自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术,将其作为工业中间品向个人护理、家庭护理、医疗器械、工业擦拭等领域的下游生产商进行销售。

表2: 公司主要产品分类

板块	产品门类	产品类别	具体产品	部分产品图示
医用敷料 板块	伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品	纱布片、无纺布片、绷带等	
		高端伤口敷料产品	硅胶类敷料、藻酸盐敷料等	
	感染防护产品	手术室感染控制产品	手术组合包、手术衣等	
		疾控防护产品	口罩、防护服等	
消毒清洁产品	消毒清洁产品	棉签、棉片、棉球、酒精棉片等		
健康生活 消费品	无纺消费品	棉柔巾		
		湿巾		
		卫生巾		
		其他无纺消费品	棉签、化妆棉、一次性内裤等	
健康生活 消费品	纺织消费品	婴童用品	婴童浴巾、婴童手帕、婴童抱被等	
		婴童服饰	婴童家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	
		成人服饰	成人家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	
		其他纺织消费品	床上用品、卫浴用品等	
全棉水刺 无纺布	全棉水刺无纺布	全棉水刺无纺布	全棉水刺无纺布	

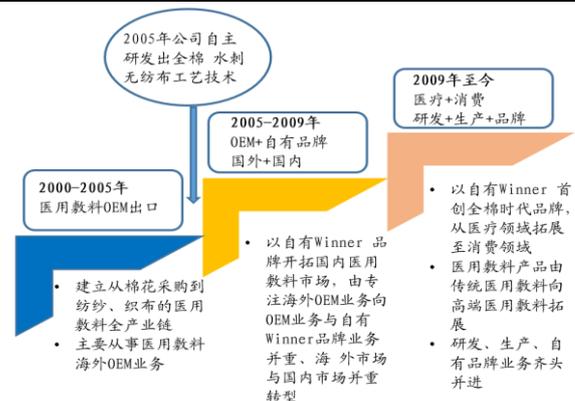
资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

图3: 以“棉”为核心, “医疗+消费”双轮驱动



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 公司主营业务以医用敷料+消费品为主



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

健康生活消费品板块收入占比逐年增长，是公司营收增长的重要推动力。2019年，公司主营业务收入为45.12亿元，近五年复合增速达25.35%；归母净利润实现5.46亿元，近五年复合增速37.80%。其中，健康生活消费品收入贡献最大为30.31亿元，且逐年上升，由2017年的62.37%增加至2019年的67.18%；其次为医用敷料，占比有逐年下降趋势，由2017年的31.86%下降至2019年的26.35%，收入为11.89亿元；目前，公司自创的全棉水刺无纺布占比仅6%左右，收入达2.92亿元，在市场上处于领先地位。

图5: 近五年营收复合增速 25.35%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图6: 近五年归母净利润复合增速 37.80%



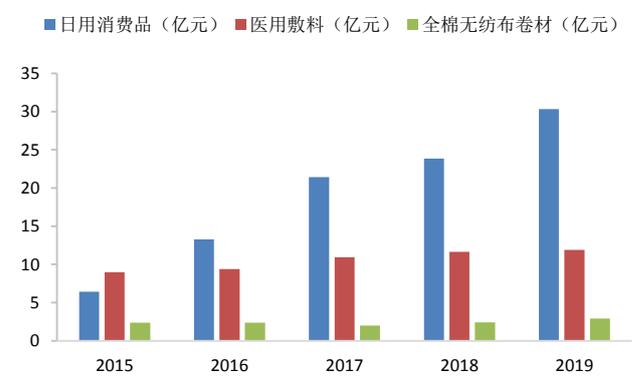
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图7: 医用敷料贡献下降, 消费品等占比提升



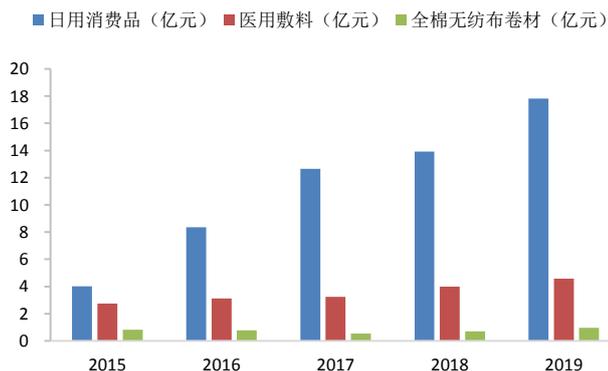
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图8: 健康日用消费品绝对量持续增加

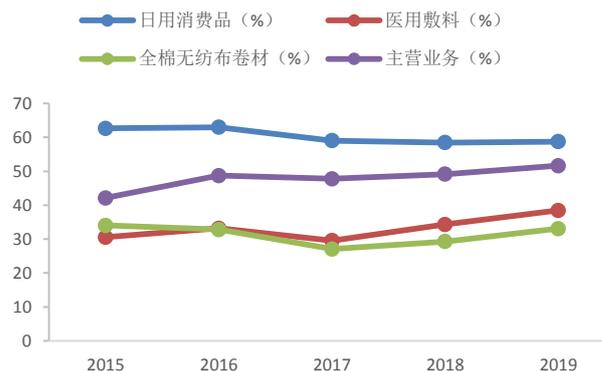


资料来源: wind, 新时代证券研究所

盈利能力上，公司日用消费品贡献绝大多数毛利润，毛利率近五年来维持在60%上下，但近三年来，医用敷料与全面水刺无纺布毛利率逐年显著提升，分别由2017年的29.55%、27.06%提升至2019年的38.48%、33.10%。公司总体毛利率自2017年开始稳步提升，目前达到51.65%。

**图9: 日用消费品毛利润贡献持续增加**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图10: 日用消费品平均毛利率维持在 60%**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 2、公司主营业务所处行业分析

### 2.1、医用敷料: 国内集中度提升空间大, 高端领域前景向好

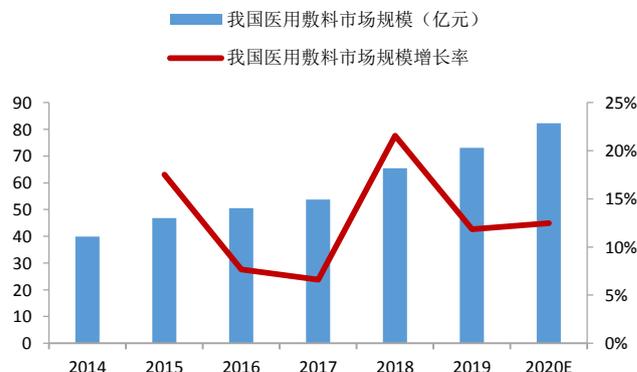
#### 2.1.1、我国是全球医用敷料最大出口国, 发展速度快于海外市场

全球市场来看, 医用敷料市场规模保持稳定。根据 BMI Research 的统计, 2014-2019 年, 全球医用敷料市场规模由 111.00 亿美元增长至 124.83 亿美元, 复合增长率 1.97%, 预计 2020 年全球医用敷料市场规模有望达到 132.84 亿元, 同比增长 6.42%。其中, 美国、欧洲和日本等发达经济体是全球最主要的医用敷料消费市场, 凭借技术、人才优势拥有众多全球知名的大型医药跨国企业, 涵盖种类繁多, 产品销往多个国家和地区, 品牌、企业知名度及市场占有率较高, 涉及医用敷料领域的国际知名医疗器械公司包括 3M 公司、瑞典墨尼克、英国施乐辉、丹麦康乐保、美国康维德等。

国内市场方面, 随着我国基础基础设施建设加快以及居民生活水平和健康意识不断提高, 医用敷料行业进入快速发展时期。根据 BMI Research 统计, 在 2014-2019 年, 我国医用敷料市场规模由 39.89 亿元增长至 73.12 亿元, 复合增长率 10.63%, 预计 2020 年我国医用敷料市场规模将扩容至 82.25 亿元, 同比增长 12.49%, 增长水平明显快于全球医用敷料市场。

**图11: 2014-2019 年全球医用敷料市场 CAGR1.97%**

资料来源: BMI Research, 新时代证券研究所

**图12: 2014-2019 年我国医用敷料市场 CAGR10.63%**

资料来源: BMI Research, 新时代证券研究所

我国医用敷料竞争格局较为分散，头部企业具备强劲的发展空间。就目前国内市场来看，由于我国医用敷料行业进入门槛较低，虽然市场容量大且增长较快，但行业内生产企业众多，且大部分为规模很小的地区性企业，造成行业集中度较低。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相对较低。

随着发达国家劳动力成本提高，大型跨国医疗器械公司逐渐将医用敷料中劳动力需求大、技术含量低的传统伤口护理产品（例如纱布、绷带）的生产环节转移至亚洲、南美等地区，保留研发和营销环节，以自主品牌进行销售。凭借人力成本和产业链优势，中国承接了此轮产业转移浪潮，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，例如稳健医疗、奥美医疗、振德医疗等。

目前，中国已成为全球最大的医用敷料出口国，2019年出口额达27.2亿美元，同比增长4.21%。2020年1-9月中国医用敷料出口量为16万吨，同比增长0.5%，出口额为13.14亿美元，同比增长14.5%。传统的伤口护理类产品质量已达到世界领先水平，但在产品创新、研发投入、人才和技术水平、装备水平、全球营销网络的建设等方面与发达国家相比仍有提升空间。

表3: 2017-2019年我国医用敷料出口企业排名

排名	2017	2018	2019
1	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗
2	稳健医疗	稳健医疗	稳健医疗
3	振德医疗	振德医疗	振德医疗
4	普尔德医疗	普尔德医疗	施洁医疗
5	施洁医疗	施洁医疗	普尔德医疗

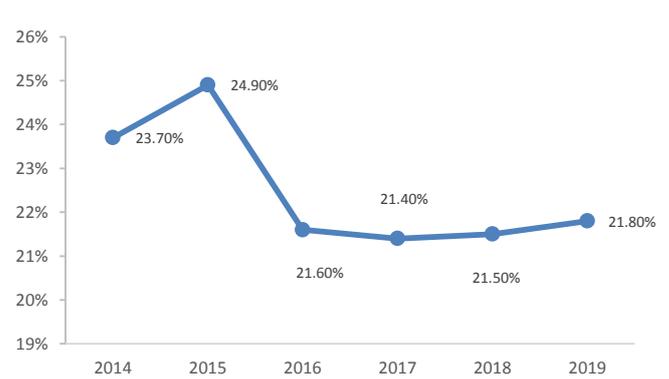
资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

图13: 2016年开始，我国医用敷料出口规模持续增长



资料来源：中国医保商会，新时代证券研究所

图14: 中国医用敷料出口占全球市场比重20%以上



资料来源：中国医保商会，新时代证券研究所

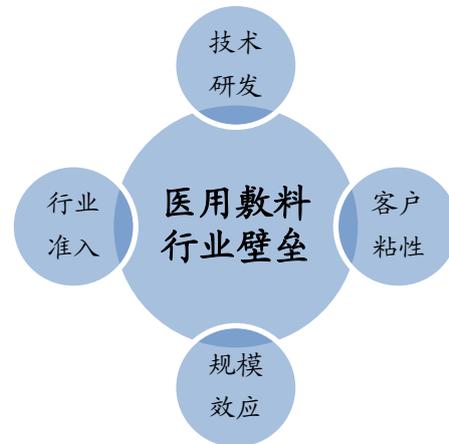
### 2.1.2、需求端拉动市场扩容，高端领域具有国产替代空间

国内外医用敷料市场需求稳步攀升，预计行业市场规模将继续扩大。随着人口老龄化问题日益突出和由此带来的溃疡、褥疮等病症患者的增加，医用敷料市场需求将持续增长。BMI Research 预计，全球医用敷料市场销售收入规模将于2020年达到132.84亿美元，我国医用敷料市场规模将达到82.25亿元。

**医用无纺布渗透率增长空间大。**医用无纺布与传统的纯棉机织制品相比具有尘埃过滤性高、术后感染率低、消毒灭菌方便、易于与其它材料复合等优势。美国、加拿大等发达国家医用无纺布已较为普及，而我国目前一次性的医用无纺布渗透率仍处于非常低的水平，国内未来的市场空间巨大。

**进入医用敷料行业的主要壁垒包括行业准入、技术研发、客户粘性和规模标准。**首先，医用敷料属于医疗用品，与生命健康安全息息相关，不同国家和地区均制定了严格的监管政策。其次，医用敷料的研究涉及临床医学、材料学等多学科的理论 and 实践，对企业的综合技术能力有较高的要求。同时，国内大型医用敷料公司已积累了稳定的品牌商客户，品牌商对于医用敷料产品质量的要求非常严格，对于生产商的选择较为慎重，若不出现重大的产品质量问题，生产商与品牌客户间的合作稳定，粘性较高。最后，生产规模较大的企业具备成本领先优势，形成规模壁垒。

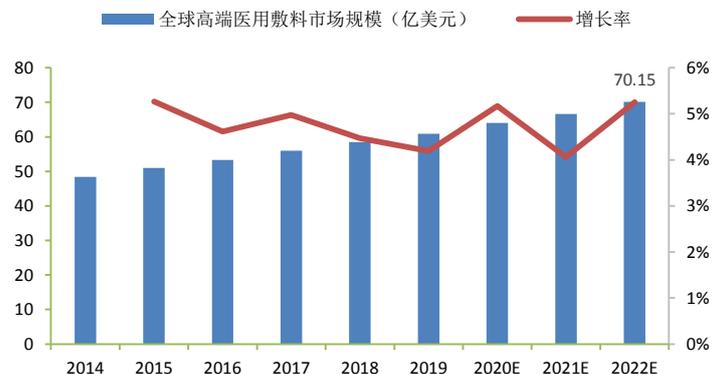
**图15： 医疗敷料行业壁垒：技术研发、进入标准、规模、客户粘性**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**高端医用敷料领域发展前景良好，具有较大的国产替代空间。**从全球来看，下游市场对多功能、新材质、高附加值的医用敷料需求日渐提升，高端医用敷料产业迎来良好的发展机遇。目前，医用敷料领域的 3M、Acelity、V.A.C. Therapy 等国际厂商研发实力和产业基础较强，产品以高价高品质路线为主。根据 BMI 的统计，全球高端敷料市场规模预计将于 2022 年达到 70.15 亿美元。此外，国内医用敷料正由传统敷料向高端敷料发展将成为国内市场发展的驱动力，随着国内厂商在技术与品质上的不断进步及相关政府部门和机构制定的法律法规与行业政策出台落实，高端医用敷料领域未来有较大的国产替代空间。

**图16： 全球高端医用敷料市场规模稳步提升，2022 年有望至 70.15 亿美元**



资料来源：BMI Research，新时代证券研究所

### 2.1.3、产业政策、医保体系与需求迭代助力医用敷料行业进一步扩容

国内产业支持政策的推进为医用敷料行业提供广阔的发展前景。自 2015 年开始，国家出台多项政策支持医用敷料行业发展，从国家战略高度为行业持续发展提供了坚实的保障，有利于我国医用敷料行业整体发展水平和国际竞争力的提高。医药卫生体制改革深化和行业监管制度的逐步完善将有利于国内大中型医用敷料企业的持续发展壮大，淘汰生产力落后的小企业，提高行业集中度。

**表4: 自 2015 年开始，国家出台多项政策支持医用敷料行业持续发展**

发布时间	政策	发布机构	主要内容
2015 年 8 月	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国务院	建立更加科学、高效的药品医疗器械审评审批制度体系，使批准上市药品医疗器械的有效性、安全性、质量可控性达到或接近国际先进水平。
2016 年 7 月	《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	突出解决重大慢病防控、人口老龄化应对等影响国计民生的重大问题，以提升全民健康水平为目标，系统加强生物数据、临床信息、样本资源的整合、统筹推进国家临床医学研究中心和疾病协同研究网络建设，促进医研企结合开展创新和集成性研究，加快推动医学科技发展。
2016 年 12 月	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院	到 2020 年，普遍建立比较完善的公共卫生服务体系和医疗服务体系、比较健全的医疗保障体系、比较规范的药品供应体系和综合监管体系、比较科学的医疗卫生机构管理体制和运行机制。建立基本覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度、实现人人享有基本医疗卫生服务、基本适应人民群众多层次的医疗卫生需求，主要健康指标居于中高收入国家前列，个人卫生支出占卫生总费用的比重下降到 28% 左右。
2017 年 5 月	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	科技部	先进医疗器械是健康保障体系建设的重要基础，是推进医学诊疗技术进步的主要动力，是优化医疗服务供给的核心引擎，也是引领医学模式转变的变革性力量，具有高度的战略性、带动性和成长性，其战略地位受到世界各国的普遍重视，是一个国家科技进步和全民健康保障能力的重要标志。
2017 年 10 月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的建议》	国务院	促进药品医疗器械产业结构调整和科技创新，提高产业竞争力，满足公众临床需求。
2017 年 11 月	《国家发展改革委全面深化价格机制改革的意见》	国家发改委	取消医用耗材加成，优化调整医疗服务价格；加快新增医疗服务价格项目受理审核，促进医疗新技术研发应用；扩大按病种、按服务单元收费范围和数量。
2018 年 1 月	《医疗器械标准规划（2018 年-2020 年）》	国家食药监局	提高医疗器械标准水平，加快标准制的监督检查，助推医疗器械创新发展。
2018 年 4 月	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	国务院	健全“互联网+医疗健康”服务体系，完善“互联网+医疗健康”支撑体系，加强行业监管和安全保障。
2018 年 11 月	《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局	明确将卫生材料及敷料列入生物产业大类项目下的其它生物医用材料及用品制造产业项目中。

资料来源：中商产业研究院，新时代证券研究所

**医疗保障体系的不断完善及医疗卫生支出增加将拉动医用敷料市场需求持续增长。**根据国家卫生健康委员会数据显示，2010-2019年，中国卫生总费用从19980亿元增长到了65196亿元，十年间复合增长率12.55%。医疗卫生支出增加将促进医疗消费规模上升，从而拉动医用敷料使用量增长。

**人口老龄化产生的护理需求是重要驱动力。**我国人口老龄化加剧，2019年65岁以上人口比重达12.60%，由此使与老年人相关的疾病患病率迅速增加。根据国家卫生健康委员会数据显示，2011-2019年，我国医疗机构入院人次由1.53亿人次增长至2.66亿人次。人口老龄化进程加速将使得我国医用敷料市场进一步扩容。

**图17: 2010-2019年全国卫生总费用复合增长12.55%**



资料来源：国家卫生健康委员会，新时代证券研究所

**图18: 全国医疗卫生机构入院人数逐年增长**



资料来源：国家卫生健康委员会，新时代证券研究所

## 2.2、健康生活消费品：纯棉柔巾快速成长，一次性卫生用品潜力大

### 2.2.1、居民购买力提升激发消费活力，电商助力行业高速发展

**居民购买力提升，消费品零售活力增强。**国家统计局数据显示，我国居民人均可支配收入由2013年的18310.8元/年上升至2019年的30733.0元/年，CAGR10.91%。2013-2019年，我国全体居民人均消费支出由13220.4元/年上升至21559.0元/年，年复合增长率10.27%，居民的品质生活及健康生活意识逐步增强。国内消费市场具备巨大的增长潜力。同时，我国社会消费品零售总额由2010年的9.36万亿元增长至2019年的41.16万亿元，年均复合增长率达11.16%，呈高速增长态势。

**我国中高收入人群占比明显提升，中产阶级的崛起催生大量中高端消费需求。**根据经济学人发布的数据显示，到2030年，中国将呈现出更多中产阶级社会的特点，中高收入以上人群占比将由2015年的10%上升至35%，中产阶级迅速成为主体消费力量，并更愿意为产品品质和文化内涵支付溢价。

**图19: 我国居民人均可支配收入以8%以上的速度增长**



**图20: 2019年，社会消费品零售总额突破40万亿元**



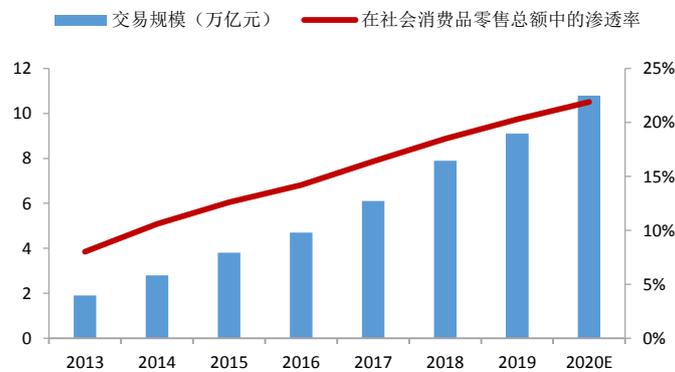
资料来源：wind，新时代证券研究所

资料来源：wind，新时代证券研究所

移动互联技术不断成熟，在线支付、物流运输等配套技术及产业完善，网购迎来爆发式增长。根据艾瑞咨询统计，我国网购市场交易规模由 2013 年的 1.9 万亿元上升至了 2018 年的 7.9 万亿元，年均复合增长率为 32.98%；在社会消费品零售总额中的渗透率由 8.0% 上升至 18.5%。

电商的发展同样也带动了纺织、服装及日用品行业的转型升级。根据中国纺织工业联合会统计，我国 2017 年纺织服装电子商务交易总额为 5.28 万亿元，占全国电子商务交易总额的 18.11%，是电子商务平台最活跃的交易品类。其中，纺织服装网络零售的规模为 11828 亿元，占实物商品网络零售总额的 21.58%。此外，根据商务大数据监测，2019 年，全国网络购物用户规模已达 7.1 亿人，较 2018 年底增长 1 亿人。从商品品类看，服装鞋帽针纺织品、日用品、家用电器和音像器材排名前三，分别占实物商品网络零售额的 24.5%、15.3% 和 12.4%。

**图21： 我国网络购物市场交易规模占社会消费品零售总额的比重持续上升**



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

### 2.2.2、棉柔巾消费热度升温，集中度向头部聚集

公司健康生活消费品业务主要包括无纺产品（纯棉柔巾、全面表层卫生巾、纯棉湿巾等）、有纺产品（婴童用品、婴童服饰、成人服饰）；产品主要品牌包括“全棉时代”、“奈丝公主”、“奈丝宝宝”。

近年来，纯棉柔巾市场认可度大幅提升，品类快速成长。棉柔巾是一种以 100% 纯天然棉花为原材料制作的棉巾，采用先进的全棉水刺无纺布工艺生产再经高压蒸汽灭菌处理后制作而成，具有柔软细腻、吸水性佳、不掉屑等特点，是纸巾、化妆棉、洗脸巾等产品的新环保型替代产品。由于以全棉时代为代表的棉柔巾受到市场热捧，在良好的预期下，国内大量棉柔巾品牌涌入市场，目前品牌数量超过 500 个。但众多品牌中，具有持续技术研发能力的企业较少，主要以贴牌生产为主，总体竞争状态较为激烈。

**表5： 我国棉柔巾市场领先品牌及其价格**

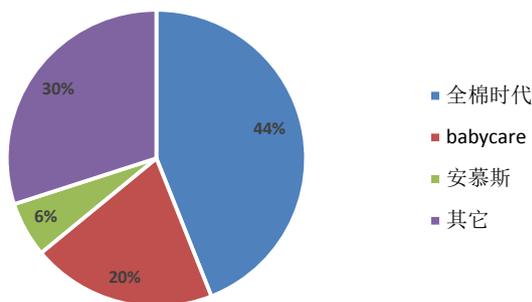
排名	品牌	单包价格 (元)	张数	尺寸 (mm)	每张价格 (元)
1	全棉时代 (PurCotton)	13.5	100	200*110	0.135
2	好孩子 (gb)	14.5	100	200*120	0.145
3	子初 (Springbuds)	18.9	100	200*100	0.189
4	好奇 (Huggies)	19.8	80	200*120	0.248
5	babycare	15.8	80	200*120	0.198

排名	品牌	单包价格(元)	张数	尺寸(mm)	每张价格(元)
6	棉花秘密(mimicotton)	15.5	100	200*150	0.155
7	十月结晶	13.9	100	200*120	0.139
8	Nuby	22	80	200*140	0.275
9	爱得利	10	100	200*150	0.100
10	Cottontree	19.9	80	200*120	0.249

资料来源: 立鼎产业研究网, 新时代证券研究所

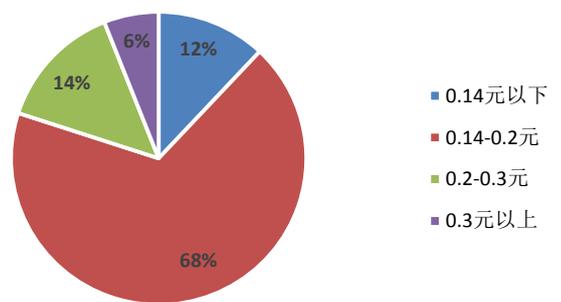
从市场格局角度, 根据 2019 年天猫平台棉柔巾品牌销售数据显示, 全棉时代、babycare 以及安慕斯三大品牌占平台销售额的 70% 左右。其中, 全棉时代品牌约占 44%; babycare 占比 20%; 安慕斯占比 6%。从主流市场价格段看, 目前国内棉柔巾价格在 0.14-0.2 元/张左右, 约占国内市场的 68% 左右, 其它价格段市场需求占比相对较小。我们认为, 伴随二胎政策的放开、母婴市场前景乐观以及国家对环保行业的支持, 棉柔巾能减少日常生活中的纸张使用量, 符合国家绿色环保政策, 棉柔巾的市场份额未来将会进一步扩大。

图22: 2019 年全棉时代天猫市占率 44%



资料来源: 立鼎产业研究网, 新时代证券研究所

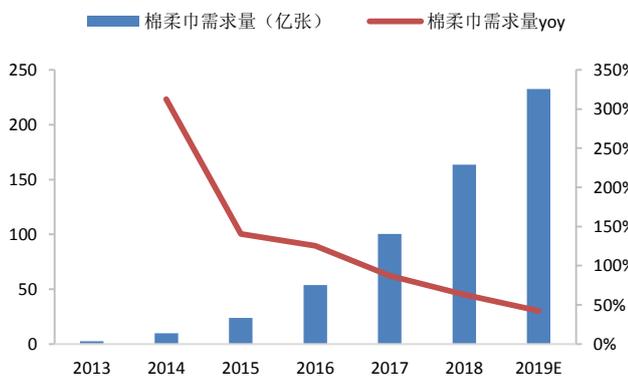
图23: 我国棉柔巾价格 0.14-0.20 元/张占 68%



资料来源: 立鼎产业研究网, 新时代证券研究所

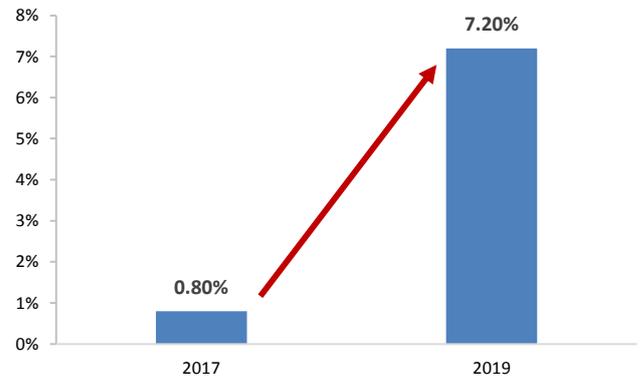
随着国家对环保行业支持力度加大, 以及消费升级下居民生活品质不断提高, 棉柔巾的市场需求在持续释放。2014 年, 我国棉柔巾行业需求量仅 9.9 亿张(抽), 2018 年需求量增至 163.5 亿张, 预计 2019 年达到 232.6 亿张, CAGR 达 92.21%。同时, 棉柔巾市场渗透率也不断提高, 从 2017 年的 0.8% 上涨到 2019 年的 7.2% 左右, 随着市场需求持续增加, 将带动其市场渗透率进一步提高。

图24: 棉柔巾市场需求量大幅增加



资料来源: 立鼎产业研究网, 新时代证券研究所

图25: 棉柔巾渗透率由 0.8% 提升到 19 年的 7.2%

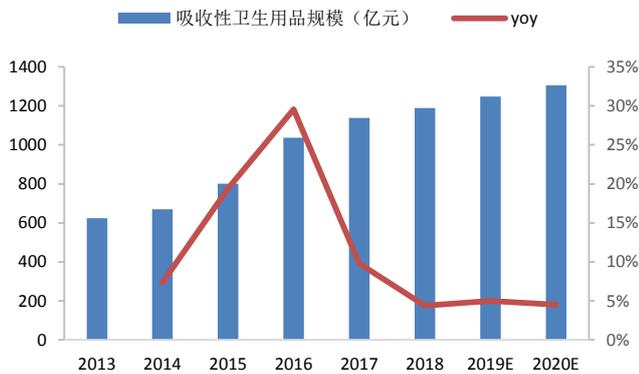


资料来源: 立鼎产业研究网, 新时代证券研究所

### 2.2.3、卫生巾渗透率近 100%，湿巾纸受疫情催化迎来长期发展机遇

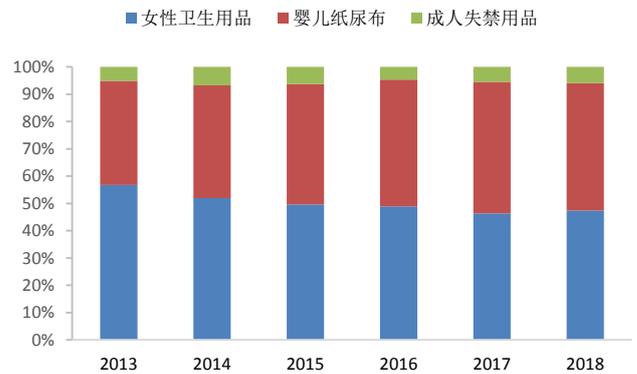
一次性卫生用品行业内，卫生巾市场发展成熟且渗透率水平较高，湿纸巾处于发展初期阶段但份额相对集中。2013-2018 年，我国吸收性卫生用品的市场规模 CAGR 为 13.7%，19 年市场规模突破 1200 亿元；其中女性卫生用品市场规模占比 47.36%；婴儿纸尿裤占比 46.72%；成人失禁用品占比仅 5.9%。

图26：我国吸收性卫生用品市场规模突破 1200 亿元



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

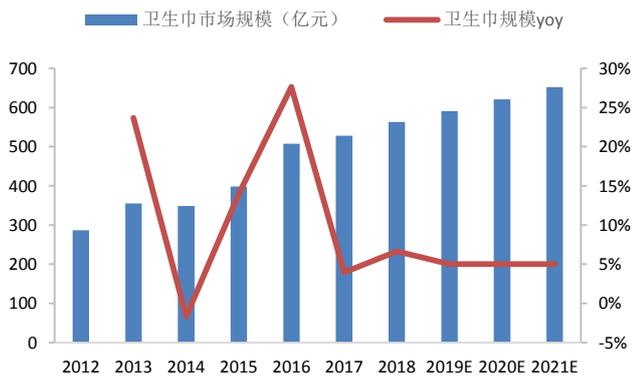
图27：女性卫生用品与婴儿纸尿裤占比超过 95%



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

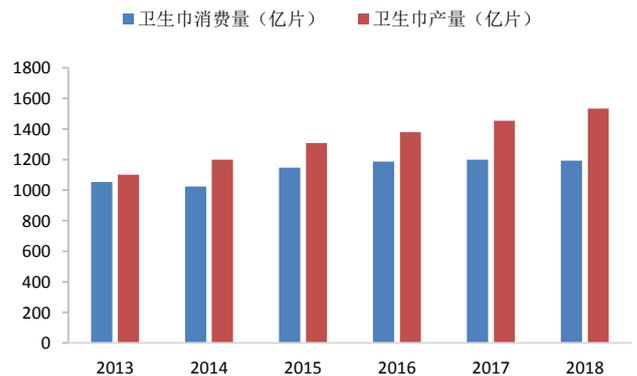
受益于经济中高速增长、女性健康意识提升与农村地区消费市场不断壮大，我国女性卫生巾市场规模逐年攀升，使用频次明显增加，形成了稳定增长的刚性需求。2013 年，卫生巾市场规模不足 300 亿元，供需基本平衡，市场渗透率略超 90%，经过城镇化推进与卫生习惯的培育，2018 年市场规模提升至 563 亿元，渗透率接近 100%，供需两端表现为供大于求。从近年来的增速水平，我们预计国内卫生巾市场将保持年均 5% 的增速，2020 年市场规模将达到 621 亿元。

图28：我国卫生巾市场规模实现平稳增长



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

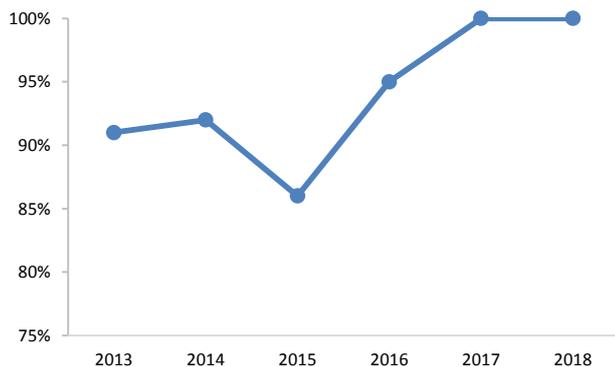
图29：我国卫生巾市场呈现供大于求的局面



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

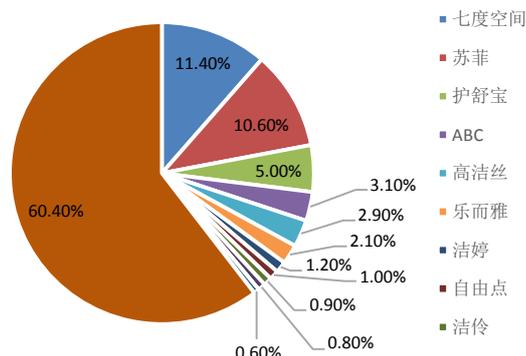
由于卫生巾市场发展相对成熟，属于充分竞争型行业，企业数量众多。根据生活用纸委员会统计，卫生巾生产企业或品牌商已突破 1000 家，主要集中在上海、福建、重庆、广东等地。中国卫生巾行业前三大品牌分别为七度空间（恒安国际）、苏菲（尤妮佳）、护舒宝（宝洁），市占率合计约 27%，其中七度空间市占率排名第一。在国内卫生巾市场前十大品牌中，国产品牌占据 6 家，市场份额占前十品牌的 75%。

图30: 我国卫生巾市场渗透率已接近 100%



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图31: 我国卫生巾前三大品牌市占率 27%



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

表6: 国内卫生巾十大品牌盘点

排名	品牌	产品系列	产品展示
1	七度空间	恒安集团面向年轻女性推出的卫生巾品牌, 主要有 245mm、275mm、338mm 三种不同长度, 分纯棉表层和绢爽网面两种类型, 产品分为少女系列、优雅系列、公主系列。	
2	苏菲	于日本开发, 隶属尤妮佳, 是由日本尤妮佳株式会社、上海家化(集团)有限公司、伊藤忠商事株式会社、伊藤忠(中国)集团有限公司四方出资组建的专业生产苏菲妇女生理用品以及妈咪宝贝婴儿纸尿裤这两个跨国品牌的中日合资企业; 提供优质的卫生巾、护垫产品。	
3	千金净雅	隶属于湖南千金卫生用品, 由千金药业于 2011 年投资设立, 致力于生产妇科专用棉巾。	
4	ABC	产品包括卫生巾、卫生湿巾、护理液等。自 1998 年创立以来, 便将消费群瞄准在 22-35 岁的年轻白领女性, 走差异化、高品质策略。	
5	Free	Free 飞个人护理用品系列产品之一, 专门为 12-23 岁的 Teenagers 群体量身定做的卫生用品品牌, 自 2004 年面世以来, 其卫生巾、卫生护垫、湿巾等受到越来越多 Teenagers 的喜爱。	
6	洁婷	1997 年创立, 隶属于丝宝集团的女性卫生护理品牌。以细分的产品设计理念和自信、聪慧、愉悦的品牌个性深受中国女性的喜爱。	
7	高洁丝	1920 年诞生于美国, 是世界上第一个妇女卫生巾品牌, 产品包括纯棉卫生巾、超薄卫生巾、日用卫生巾、夜用卫生巾、迷你卫生巾、夜安裤、护垫等女性卫生巾产品。	

8	安尔乐	恒安集团旗下妇女卫生用品品牌，定位中高端市场。市场占有率连续多年保持全国第一。值得关注的是，恒安集团旗下卫生巾的品牌有两个：安尔和安尔乐。作为不同市场背景下出现的产物，这两个品牌各自占据着不同的市场份额。	
9	自由点	归属重庆百亚国际集团旗下品牌之一，诞生于 2002 年，2006 年签约香港人气天后蔡卓妍（阿 SA）为形象代言人。自由点是一个追求时尚、潮流、活力的高档品牌。	
10	薇尔 VIA	是维达国际向个人护理用品领域进军、面向时尚女生的中高档护理品牌；其创新使用的 Air 棉时尚设计配合 One week 全周护理理念，为年轻女生带来 0 肌感的清新时尚体验。	

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

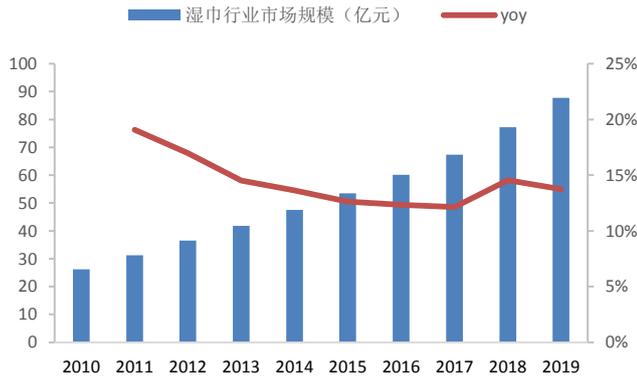
国内湿巾市场发展较晚，目前规模相对较小，消费认可度在提升阶段，但份额集中度较好。市场上的湿巾大致可以分为两类，一类是本身已经被消毒，但不能消毒其他物品，里面含有护肤的成分，只能做皮肤湿润保养。另一类是不仅本身被消毒，而且对其它物品也可起到消毒作用的消毒湿巾，可以用做皮肤擦伤、划伤等的消毒或杀菌。

表7：湿巾的分类与主要用途

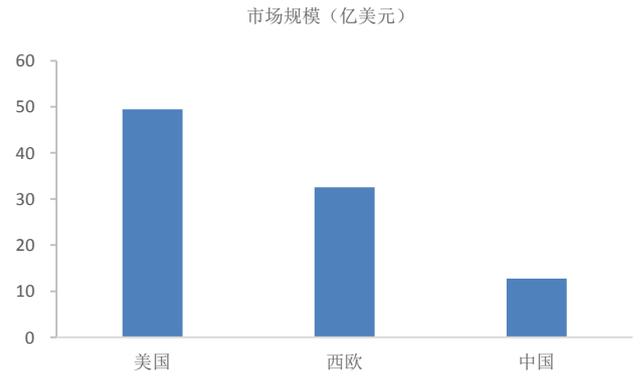
湿巾分类		产品用途
1	婴儿湿巾	以非织造布、织物、无尘纸或其他原料为载体，EDI 去离子水为生产用水，根据不同功能可分为卫生湿巾、手口湿巾、奶嘴湿巾等，分别带有消毒、抗菌、预防与清洁功能。
2	个人护理湿巾	以非织造布、织物、无尘纸或其他原料为载体，EDI 去离子水为生产用水，适当添加辅料，主要包括卸妆湿巾、护肤湿巾、卸甲湿巾以及成人护理湿巾。
3	清洁湿巾	以非织造布、织物、无尘纸或其他原料为载体，EDI 去离子水为生产用水，适当添加辅料，对手、皮肤黏膜或物体表面具有清洁卫生作用，主要包括日用湿巾、女性湿巾、餐饮湿巾。
4	功能性湿巾	以非织造布、织物、无尘纸或其他原料为载体，EDI 去离子水为生产用水，适当添加辅料，主要包括地板湿巾、眼镜湿巾、家居湿巾、宠物湿巾、玻璃湿巾、汽车湿巾等。

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

根据数据显示，2019 年中国湿巾行业市场规模达到 87.8 亿元，同比增长 13.73%，并在 2012-2019 年维持 10% 以上的增速，预计 2020 年将突破 100 亿元。国内湿巾业务虽取得长足发展，但与欧美发达国家相比，仅为美国市场规模的 25.7% 和欧洲的 39%。如果按人均消费金额比，差距更为明显，表明国内湿巾行业仍有巨大的发展空间，2020 年“新冠疫情”对中国湿巾行业带来二次催化。此外，根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计，2018 年包括全棉时代在内的排名前十的湿巾纸生产商所占市场份额约 50.8%，市场仍主要集中于少数几个全国性品牌企业。

**图32: 2012-2019年湿巾市场规模增速保持10%以上**

资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

**图33: 2019年中国与欧美湿巾消费规模对比**

资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

### 3、公司核心竞争力分析

#### 3.1、消费品为增长主力，医用敷料协同并行

公司健康生活消费品板块主要是全棉时代品牌，医用级产品质量奠定市场良好口碑。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，向消费者提供医疗级品质的健康生活消费品。全棉时代品牌已拥有较为全面的产品布局，覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家用纺织等多条产品线，为消费者提供高端一站式生活用品购物体验。

**图34: 健康生活消费品主要经营棉柔巾、卫生巾、湿巾、婴童服饰等产品**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2019年, 公司健康消费品收入达到30.3亿元, 同比增长27.14%, 占整个营业收入占比提升。具体来看, 棉柔巾贡献9.37亿元, 占消费品板块收入31%; 其次是成人服饰与婴童服饰分别占比13.5%、11.6%; 近年来, 卫生巾收入贡献占比持续提升, 2019年达到10.5%; 湿巾纸占比较2018年有小幅下降。

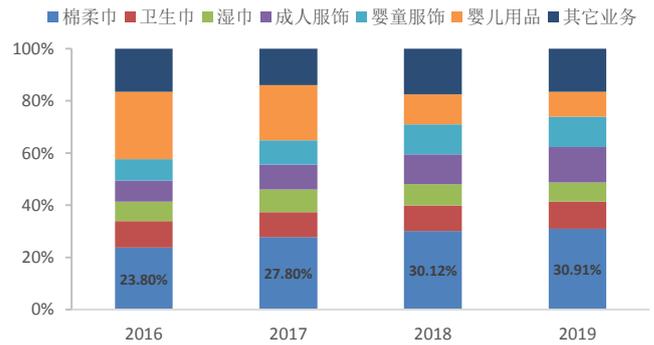
从收入增长情况来看, 细分业务均保持了中高速增长趋势, 特别是棉柔巾作为全棉时代推出的革新性产品, 2019年收入同比增长30%; 而卫生巾业务随着公司渠道不断完善与下沉, 预计收入会继续增长。同时, 湿巾品类受新冠疫情影响与消费者习惯的培育, 未来销售更趋于常态化, 预计将实现快速增长。纺织业务领域, 近年来公司弱化“母婴”标签, 向全品类进军。从婴童服饰与产品逐步拓展到成人服饰与床上及卫浴产品上, 致力于为消费者提供全品类服务。

图35: 2019年健康生活消费品收入同比增长27.14%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图36: 棉柔巾收入贡献占比较高



资料来源: wind, 新时代证券研究所

公司在我国医用敷料行业中具有综合领先优势。公司在早期以医用敷料 OEM 业务为主, 在行业内较早建立起医疗级的质量管理体系, 并实现从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链, 与奥美医疗、振德医疗占据着医用敷料出口前三名的地位, 领先优势明显。公司自有品牌“winner”产品主要销售至亚非拉等发展中国家和地区, 并服务瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等世界知名医疗用品公司。此外, 公司还通过全球范围内举办展会、主办和参加学术论坛及公益活动等进行进一步的品牌传播, 使得“winner 稳健医疗”品牌在业内享有很高的声誉。2019年, 公司医用敷料板块收入 11.89 亿元, 同比增长 2.24%, 较前几年增速持续放缓。其中, 伤口护理业务收入 6.34 亿元, 占比超过 50%。

图37: 公司医用敷料板块涉及伤口护理、感染防护与消毒清洁



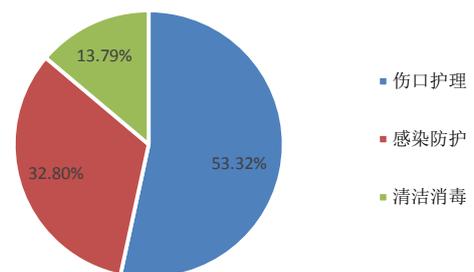
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图38: 医用敷料板块收入增速放缓



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图39: 医用敷料板块中伤口护理占比超过50%以上



资料来源: wind, 新时代证券研究所

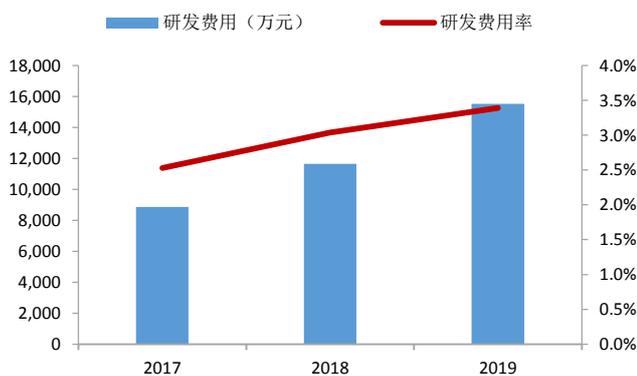
### 3.2、研发创新能力突出，产品开发持续发力

公司具有突出的技术研发和产品开发能力。公司于2005年自主研发了全棉水刺无纺布技术，围绕该技术十余年来不断投入和研发，已经打成一个完整的技术集群。凭借全棉水刺无纺布安全、环保、舒适的特性，公司在医用敷料领域开发出了仿纱布片、仿纱布垫等可替代纱布的产品。在消费品领域革新性地开发出了纯棉柔巾、纯棉湿巾、全棉表层卫生巾及棉尿裤等产品。公司先后被邀请参与多项国家标准和行业标准的制定。

公司在境内外取得多项专利。在强大的创新研发能力驱动下，截至2019年底，公司已在境内取得发明专利30项、实用新型专利295项、外观设计专利129项；在境外取得发明专利56项、实用新型专利4项。

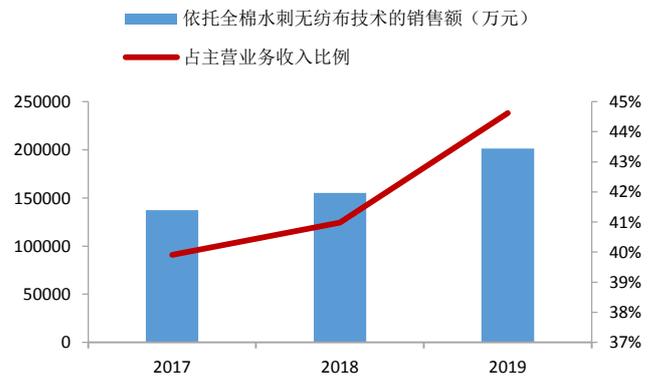
公司将推动数字化管理系统战略规划，拟投资数字化管理建设项目，全面推进“以消费者为中心，以新技术驱动为依托”的业务转型，全产业链自上而下来驱动和统领整体业务变革和创新，基于“产品+平台”双轮驱动商业模式朝着产业互联网方向发展，实现品牌的数字化建设和管理。

图40： 公司研发费用率逐年增长



资料来源：wind，新时代证券研究所

图41： 依托全面水刺无纺布技术的销售额及占比



资料来源：wind，新时代证券研究所

表8： 公司发行筹集资金拟投资项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟使用筹集资金 (万元)
1	高端敷料生产线建设项目	21685.86	21685.86
2	营销网络建设项目	70456.87	70456.87
3	研发中心建设项目	23542.15	23542.15
4	数字化管理系统项目	26881.05	26881.05
合计		142565.93	142565.93

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

### 3.3、品牌知名度提升，宣传营销活动多元化

#### 3.3.1、稳健医疗：医用敷料领导者，国内外广泛认可

打造医用敷料知名品牌，获得较高的国内外认可度。企业高度注重产品质量和服务，并通过全球范围内举办展会、主办和参加学术论坛及公益活动等进行进一步的品牌传播，使得“winner 稳健医疗”品牌在业内享有很高的声誉，产品受到国内外客户的广泛认可，医用敷料销售至全球70余个国家。公司自主品牌“winner”

已进入国内两千多家医院和近四万家药店，其中大多数医院为三级医院，并在海王星辰、老百姓大药房等多家知名连锁药店设有公司产品专柜。

**抗击新冠疫情期间履行社会责任。**2020年，新冠疫情发生后，公司向社会各界供应了大量防护物资，其中大部分物资直接供应到武汉和湖北各地。随着人民网、新华社、洛杉矶时报等海内外各主流媒体对疫情报道及对公司的采访，公司产品大幅曝光，知名度进一步提升。

**图42： 公司获得全国抗击新冠肺炎疫情先进集体荣誉**

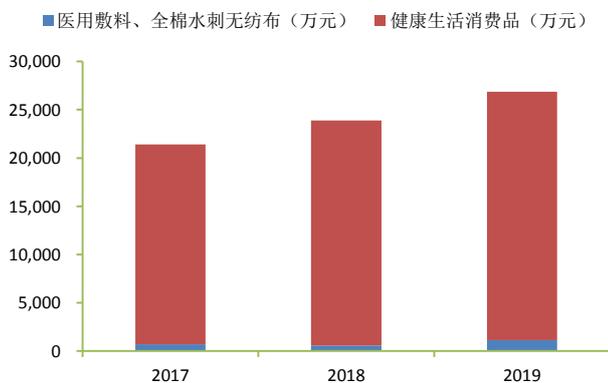


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

### 3.3.2、全棉时代：多形式品宣推进影响力提升

全棉时代整合直营门店、品牌巡展、明星代言、赛事赞助、新媒体等多种方式，持续向消费者传达“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。2014年起全棉时代在全国进行了30多场“全棉改变世界”城市巡展；2015年与中央电视台合作纪录片《布衣中国》，在宣传推广棉花价值和优势的同时，宣导公司品牌及理念；2016-2018年每年的世界地球日来临之际，全棉时代多渠道多形式发起环保生活多用棉的倡导；2019年，携手明星王俊凯举办线下见面会、全国品牌巡展、全国媒体答谢会，2020年官宣品牌代言人童瑶、携手董又霖打造品牌主题曲《棉》，品牌知名度进一步提升。

**图43： 公司广告宣传费稳步提升**



资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

**图44： 全棉时代明星代言**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

### 3.4、多渠道协同发展，线上线下深度融合

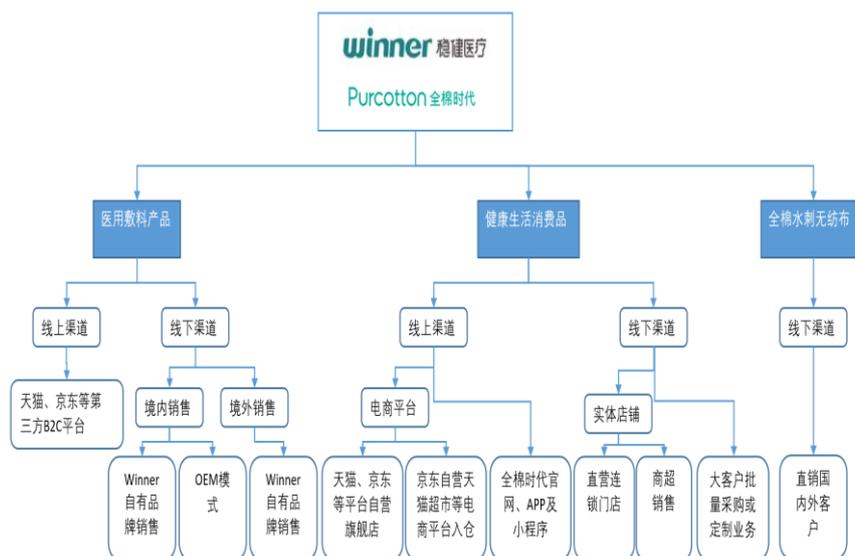
公司在销售渠道方面已经形成了线上和线下结合的全方位、立体化的营销渠道布局，实现对各类消费群体的深度覆盖。其中，医用敷料业务销售模式以境外 OEM 直销、境内经销为主，健康生活消费品以电商销售和直营连锁门店销售为主，全棉水刺无纺布业务以直销为主。

#### 3.4.1、线上渗透能力突出，实现大规模消费群体覆盖

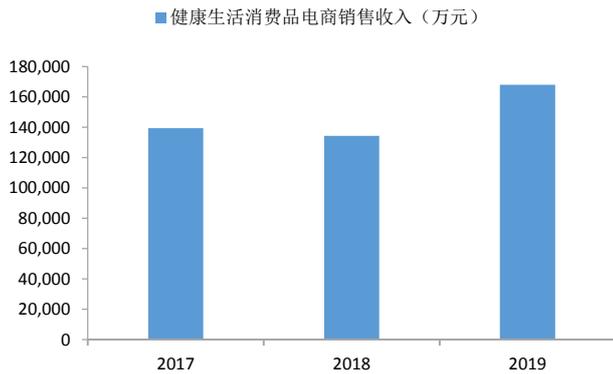
**两大品牌在第三方电商平台汇集用户流量。**公司“winner 稳健医疗”与“Purcotton 全棉时代”品牌已完成天猫、京东等主流第三方电商平台布局，凭借其汇集的巨大用户流量实现了对绝大多数网购消费者群体的覆盖，产品销售数据名列各大电商平台相关产品类目前列。2019 年，健康生活消费品电商收入突破 16 亿元。同时，全棉时代通过品牌专柜入驻等方式积极探索与社交类电商云集等新零售平台的合作，开辟新的销售增长渠道。

**全棉时代 APP、官方微信、小程序平台是公司营销渠道的重要组成部分。**全棉时代天猫渠道旗舰店销售收入金额由 9.65 亿元增长至 11.24 亿元；官方商城（含小程序、APP）销售收入由 3070.44 万元增长至 6820.81 万元。2019 年，全棉时代天猫及京东渠道日均独立访客数合计超过 45 万人次；2020 年 1-3 月稳健医疗天猫及京东渠道浏览量超过 2.75 亿次。在 2020 年 2 月疫情期间作为品牌类小程序位列阿拉丁指数（综合小程序人气、搜索、使用、分享四大指标）第一名，显示了全棉时代线上销售渠道强大的渗透能力。

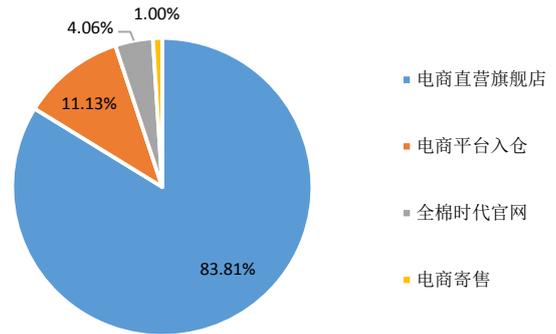
图45： 公司三大板块销售模式



资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

**图46: 健康生活消费品电商销售收入持续提升**

资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

**图47: 2019年健康生活消费品电商销售收入结构**

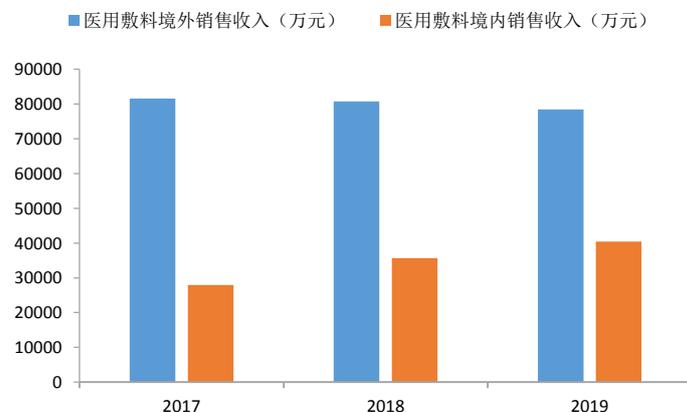
资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

### 3.4.2、线下门店稳定增长, 终端商超覆盖面广

**医用敷料经销商遍布国内外。**国内医疗业务医院市场经销商已覆盖全国 30 多个省(市、自治区)的 2000 多家医院; 零售药店市场的经销商已覆盖全国 20 多个省(市、自治区)的近 40000 家零售药店; 国外医疗业务的客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等 70 余个国家和地区。近年来, 医用敷料境外收入占比呈现下降趋势, 境内收入增长稳定。

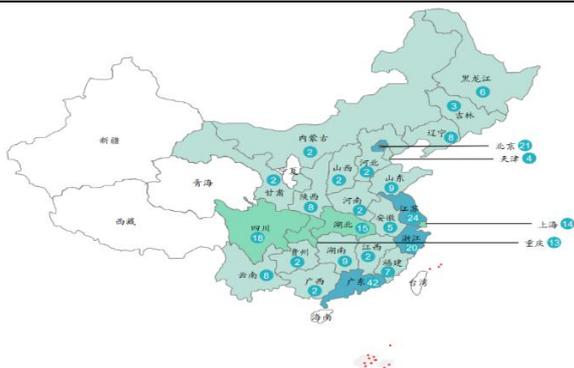
**线下直营门店数持续增长。**截至 2019 年末, 全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 50 余个重点城市的中高端购物中心开设 247 家线下门店, 津梁生活已在深圳、武汉开设 3 家线下门店, 共计 250 家线下门店。公司将品牌理念融入店铺设计中, 以兼具美观度与饱满度的展览式产品陈列方式提升客户的消费体验, 并增加体验区如全棉咖啡区、全棉定制区、Hello Kitty life 专区等, 以增强门店的展示性和体验性, 在提高公司销售规模的同时进一步提高品牌知名度。

**连锁商超等线下渠道终端覆盖面广。**公司根据全棉时代高品质消费品的产品定位, 主要在高端精品超市及地区龙头超市卖场进行布局, 纯棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾等核心产品已成功进驻 Ole 精品超市、山姆会员店等高端连锁商超, 并深入渗透华润万家、永辉超市、沃尔玛等主流线下渠道, 目前公司产品已覆盖上述商超的约 5000 个网点。

**图48: 医用敷料境内收入增长稳定, 境外有所下滑**

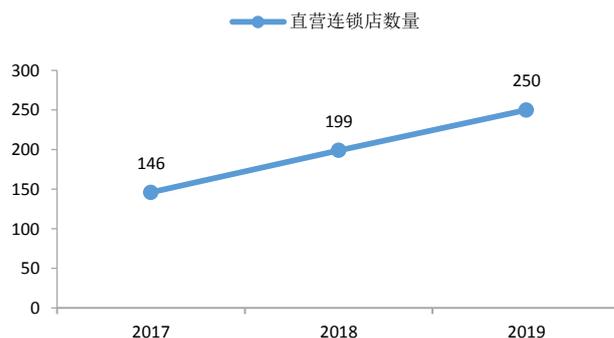
资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

图49: 2019年末,公司线下门店增长至250家



资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

图50: 公司线下直营门店数持续增长



资料来源: 公司招股说明书, 新时代证券研究所

## 4、财务分析

### 4.1、盈利能力稳中有升, 健康生活用品销售费用上升

近三年来,公司盈利水平稳中有升,毛利率与净利率水平均呈现持续上升趋势。费用端,期间费用率受销售费用率逐年提升带动呈现上扬趋势,主要原因是健康生活消费品板块“全棉时代”品牌建设、营销推广加大以及线下门店建设所产生的销售费用增加,2017-2019年分别为34.4%、39.2%、40.6%;医用敷料业务销售费用率近三年趋于稳定约9%左右;全面水刺无纺布营收规模较小且以境内销售为主,因此销售费用率整体偏低,近三年维持在5%左右。

图51: 公司毛利率与净利率水平稳中有升



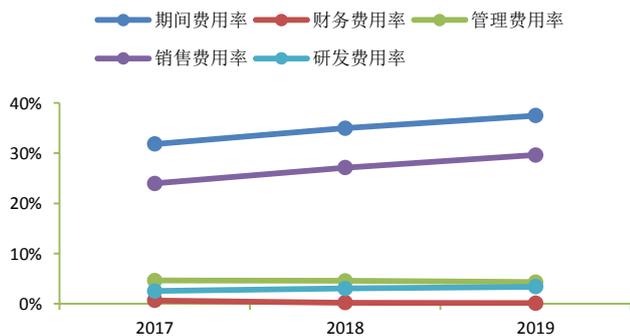
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图52: 公司扣非后平均ROE水平有所放缓



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图53: 销售费用率有所提升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图54: 健康消费品销售费用率逐年增加

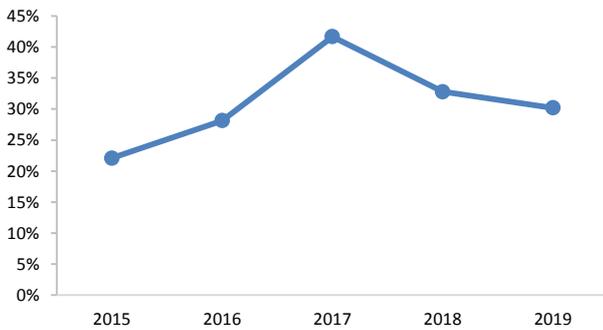


资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 4.2、资产负债率下降，应收账款周转良好

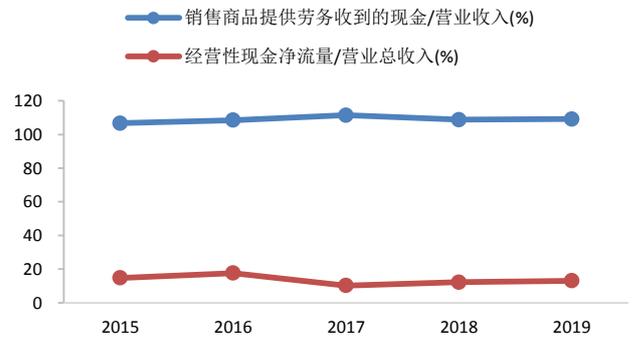
2017-2019年，公司应收账款周转率为10.69/9.7/10.23次/年，整体保持稳定。存货周转率为2.93/2.35/2.32次/年，主要原因是近年来门店数量快速增长、公司增加备货量以应对营业规模不断增长的趋势，存货周转率有所下降，但总体符合公司目前经营模式。同时，资产负债率自2017年开始持续改善，2019年资产负债率30.19%，显著优于振德医疗（47.56%）、奥美医疗（34.75%）。

图55： 2017年开始，公司资产负债率水平持续下降



资料来源：wind，新时代证券研究所

图56： 公司现金流状况良好



资料来源：wind，新时代证券研究所

## 5、关键假设与盈利预测

基于以上对公司的综合分析，我们做出以下关键假设来对未来盈利进行预测。

1) **收入端**：健康生活消费品维持中高速增长、医用敷料与全面水刺无纺布维持平稳增；

2) **毛利率端**：受益于健康生活消费品贡献加大与盈利情况较好，带动总体毛利率水平稳中有升；

3) **成本端**：目前，公司健康生活用品处于快速发展与建设期，研发与推广宣传等费用有所加大；医用敷料板块今年受疫情放量，考虑到成本会有增加；全面水刺无纺布维持平稳状态；

根据假设，我们预测公司2020-2022年营业收入为139.75亿元、125.77亿元、136.47亿元，同比增长分别为205.5%、-10%、8.50%；归母净利润分别为36.29亿元、27.22亿元、30.94亿元，同比增长分别为564.2%、-25%、13.7%。

表9： 公司主营业务收入拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3497.58	3838.92	4574.63	13975.48	12577.93	13647.06
营业收入同比增长 (%)	36.63	9.76	19.16	205.50	-10.00	8.50
营业成本 (百万元)	1826.70	1951.63	2211.93	5590.19	5381.35	5712.12
营业成本同比增长 (%)	39.12	6.84	13.34	152.73	-3.74	6.15
毛利润 (百万元)	1670.88	1887.28	2362.70	8385.29	7196.59	7934.94
毛利率 (%)	47.77	49.16	51.65	60.00	57.22	58.14
<b>健康生活消费品</b>						
营业收入 (百万元)	2144.42	2383.80	3031.28	4850.05	5723.06	6180.90
营业收入同比增长 (%)	61.42	11.16	27.16	60.00	18.00	8.00
营业成本 (百万元)	878.45	990.32	1250.41	1938.14	2228.86	2451.74

营业成本同比增长 (%)	78.53	12.74	26.26	55.00	15.00	10.00
毛利润 (百万元)	1265.97	1393.47	1780.87	2911.91	3494.20	3729.16
毛利率 (%)	59.04	58.46	58.75	60.04	61.05	60.33
<b>医用敷料</b>						
营业收入 (百万元)	1095.24	1163.31	1188.88	7133.28	3566.64	3744.97
营业收入同比增长 (%)	16.94	6.22	2.20	500.00	-50.00	5.00
营业成本 (百万元)	771.55	764.25	731.36	950.77	1236.00	1297.80
营业成本同比增长 (%)	23.32	-0.95	-4.30	30.00	30.00	5.00
毛利润 (百万元)	323.69	399.06	457.52	6182.51	2330.64	2447.17
毛利率 (%)	29.55	34.30	38.48	86.67	65.35	65.35
<b>全棉水刺无纺布</b>						
营业收入 (百万元)	198.48	241.02	292.20	336.03	369.63	406.60
营业收入同比增长 (%)	-16.23	21.43	21.24	15.00	10.00	10.00
营业成本 (百万元)	144.78	170.40	195.48	215.03	232.23	250.81
营业成本同比增长 (%)	-9.05	17.69	14.72	10.00	8.00	8.00
毛利润 (百万元)	53.70	70.62	96.72	121.00	137.40	155.79
毛利率 (%)	27.06	29.30	33.10	36.01	37.17	38.32

资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 6、估值水平与评级

公司主要从事棉制品的研发、生产与销售,通过“winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗及消费板块协同发展。近年来,公司业绩持续稳健增长,今年受疫情影响,防疫物资用品销售大幅增厚业绩。从行业角度看,棉柔巾、一次性卫生用品及医用敷料行业增长趋势明显,随着消费升级下高端产品渗透率不断提升,高端医用敷料产品进口替代趋势,我们预计公司各业务板块将持续受益。此外,公司依靠稳固的技术与研发壁垒、深厚的品牌优势及公司独创的棉柔巾等全棉水刺无纺布相关产品持续获得市场认可与好评,未来业绩有望加速提升。

公司业务主要涉及水刺无纺布、生活用纸、医用敷料与婴童服饰领域,因此我们选取相应行业中商业模式与业务想接近的公司进行估值分析与对比,分别选取诺邦股份、中顺洁柔、奥美医疗与金发拉比。与四家可比公司相比,稳健医疗“全棉时代”处于品牌放量与快速成长阶段,“winners 稳健”基于全球疫情与海外出口预期有望持续贡献业绩,消费与医疗板块双轮驱动下有望推动业绩再上一级。我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 139.75 亿元、125.78 亿元、136.47 亿元;归母净利润分别为 36.29 亿元、27.22 亿元、30.94 亿元, EPS 分别为 8.51 元、6.38 元、7.26 元,对应估值为 16.4X、21.9X、19.3X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

**表10: 可比公司估值**

代码	简称	收盘价/元	股本(亿股)	市值(亿元)	EPS(元)				PE				PB(MRQ)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
300888.SZ	稳健医疗	144.56	4.26	616.54	1.45	8.51	6.38	7.26	/	16.4	21.9	19.3	6.10
<b>可比公司</b>													
603238.SH	诺邦股份	33.96	1.24	42.00	0.69	1.80	1.83	2.20	51.63	19.19	18.89	15.69	3.95
002511.SZ	中顺洁柔	20.47	13.11	268.00	0.47	0.69	0.84	0.99	44.91	29.76	24.63	20.79	5.67
002950.SZ	奥美医疗	21.99	6.33	139.83	0.79	1.71	2.00	2.31	42.92	12.95	11.06	9.55	5.10
002762.SZ	金发拉比	5.66	3.54	20.68	0.13	0.12	0.12	0.14	44.36	24.69	20.83	18.16	2.11
平均值									45.96	21.65	18.85	16.05	4.21

资料来源: wind, 新时代证券研究所(截止于2020年11月25日)

## 7、风险分析

- 1) **市场竞争加剧:** OEM 代工厂商增多, 导致行业竞争压力加大, 平均利润率下滑, 从而对公司生产经营带来不利影响;
- 2) **客户拓展不及预期:** 电商获客难度加大, 若公司无法持续扩大客户群、无法有效降低获客成本, 可能对公司长期盈利能力造成不利影响;
- 3) **线下门店扩张低于预期:** 全棉时代加大线下直营门店下沉, 若未来新开门店数、店面运营能力等不及预期, 可能延缓新店盈利的周期, 对线下渠道收入造成不利影响。
- 4) **原材料价格大幅上升:** 公司主要原材料为棉花, 且占到营业成本的 50% 以上, 若棉花价格显著增长会对公司利润端形成压力;
- 5) **经济恢复缓慢导致需求放缓:** 经济增长不达预期, 居民购买力下降将会导致对高质量产品消费意愿不足, 从而影响公司销售收入。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)						
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
<b>流动资产</b>	<b>1939</b>	<b>2675</b>	<b>7741</b>	<b>6966</b>	<b>12967</b>	<b>营业收入</b>	<b>3839</b>	<b>4575</b>	<b>13975</b>	<b>12578</b>	<b>13647</b>	
现金	404	481	2056	5626	6806	营业成本	1952	2212	5590	5381	5712	
应收票据及应收账款合计	442	416	0	0	0	营业税金及附加	41	40	84	87	90	
其他应收款	101	596	1534	383	1697	营业费用	1041	1356	3075	3088	3474	
预付账款	70	97	413	46	452	管理费用	176	197	531	510	536	
存货	843	992	3646	819	3921	研发费用	117	155	419	394	421	
其他流动资产	79	92	92	92	92	财务费用	8	6	32	-45	-166	
<b>非流动资产</b>	<b>2019</b>	<b>1857</b>	<b>4587</b>	<b>3792</b>	<b>3746</b>	资产减值损失	-20	-22	-71	-63	-69	
长期投资	7	9	12	15	18	公允价值变动收益	-8	11	1	6	4	
固定资产	972	1275	3710	3032	2994	其他收益	22	22	12	15	18	
无形资产	132	132	139	145	153	投资净收益	1	-14	-6	-10	-8	
其他非流动资产	908	442	727	600	581	<b>营业利润</b>	<b>496</b>	<b>642</b>	<b>4334</b>	<b>3251</b>	<b>3679</b>	
<b>资产总计</b>	<b>3958</b>	<b>4531</b>	<b>12328</b>	<b>10758</b>	<b>16713</b>	营业外收入	7	4	11	9	7	
<b>流动负债</b>	<b>1256</b>	<b>1187</b>	<b>5290</b>	<b>1052</b>	<b>3956</b>	营业外支出	2	7	6	6	5	
短期借款	295	120	1709	120	120	<b>利润总额</b>	<b>500</b>	<b>638</b>	<b>4339</b>	<b>3255</b>	<b>3681</b>	
应付票据及应付账款合计	650	736	2766	605	2974	所得税	75	91	703	527	581	
其他流动负债	312	331	815	327	863	<b>净利润</b>	<b>425</b>	<b>547</b>	<b>3636</b>	<b>2727</b>	<b>3100</b>	
<b>非流动负债</b>	<b>42</b>	<b>181</b>	<b>188</b>	<b>138</b>	<b>101</b>	少数股东损益	1	1	8	5	6	
长期借款	5	134	141	91	55	<b>归属母公司净利润</b>	<b>425</b>	<b>546</b>	<b>3629</b>	<b>2722</b>	<b>3094</b>	
其他非流动负债	37	47	47	47	47	EBITDA	507	640	4639	3610	3937	
<b>负债合计</b>	<b>1298</b>	<b>1368</b>	<b>5478</b>	<b>1190</b>	<b>4058</b>	EPS(元)	1.00	1.28	8.51	6.38	7.26	
少数股东权益	4	3	11	16	21	<b>主要财务比率</b>						
股本	376	376	426	426	426	<b>成长能力</b>						
资本公积	949	949	949	949	949	营业收入(%)	9.8	19.2	205.5	-10.0	8.5	
留存收益	1332	1835	5398	8059	11068	营业利润(%)	-4.0	29.5	575.4	-25.0	13.1	
归属母公司股东权益	2657	3160	6839	9552	12634	归属于母公司净利润(%)	-0.6	28.6	564.2	-25.0	13.7	
<b>负债和股东权益</b>	<b>3958</b>	<b>4531</b>	<b>12328</b>	<b>10758</b>	<b>16713</b>	<b>获利能力</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>						<b>主要财务比率</b>						
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
<b>经营活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2937</b>	<b>4779</b>	<b>1436</b>	<b>成长能力</b>						
净利润	425	547	3636	2727	3100	营业收入(%)	9.8	19.2	205.5	-10.0	8.5	
折旧摊销	0	0	278	411	433	营业利润(%)	-4.0	29.5	575.4	-25.0	13.1	
财务费用	8	6	32	-45	-166	归属于母公司净利润(%)	-0.6	28.6	564.2	-25.0	13.7	
投资损失	-1	14	6	10	8	<b>获利能力</b>						
营运资金变动	0	0	-1003	1696	-1917	毛利率(%)	49.2	51.6	60.0	57.2	58.1	
其他经营现金流	-433	-567	-13	-21	-21	净利率(%)	11.1	11.9	26.0	21.6	22.7	
<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3002</b>	<b>395</b>	<b>-374</b>	ROE(%)	16.0	17.3	53.5	28.7	24.6	
资本支出	0	0	2727	-798	-49	ROIC(%)	17.1	18.5	55.1	64.8	49.2	
长期投资	0	0	-3	-3	-3	<b>偿债能力</b>						
其他投资现金流	0	0	-277	-407	-426	资产负债率(%)	32.8	30.2	44.4	11.1	24.3	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>51</b>	<b>-15</b>	<b>118</b>	净负债比率(%)	-2.4	-5.4	-1.8	-56.0	-52.0	
短期借款	-100	-175	0	0	0	流动比率	1.5	2.3	1.5	6.6	3.3	
长期借款	5	129	7	-50	-36	速动比率	0.8	1.3	0.7	5.7	2.1	
普通股增加	8	0	50	0	0	<b>营运能力</b>						
资本公积增加	292	0	0	0	0	总资产周转率	1.0	1.1	1.7	1.1	1.0	
其他筹资现金流	-205	45	-6	35	154	应收账款周转率	9.9	10.7	0.0	0.0	0.0	
<b>现金净增加额</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>5158</b>	<b>1180</b>	应付账款周转率	2.8	3.2	0.0	0.0	0.0	
						<b>每股指标(元)</b>						
						每股收益(最新摊薄)						
						1.00						
						每股经营现金流(最新摊薄)						
						0.39						
						每股净资产(最新摊薄)						
						6.23						
						<b>估值比率</b>						
						P/E						
						140.4						
						P/B						
						22.4						
						EV/EBITDA						
						117.6						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**赵汐雯**，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕苒琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>