

# 稳健医疗 (300888.SZ)

## 深耕消费，突围医疗

历经二十载，打磨出稳健医疗、全棉时代两大品牌。公司以医用业务为起点拓展消费品业务，分别打造稳健医疗、全棉时代两大品牌。1) 疫情前：2019年两大业务收入占比分别26%/67%，全棉时代是主要增长引擎（2017-2019年医用/消费收入CAGR分别18.9%/4.2%）。2) 疫情后：医用业务2020Q1-Q3收入暴发同增681%至69.3亿元，OEM、自主品牌业务先后接力增长，带动公司收入/业绩同增205%/679%至95.2/31.5亿元。我们预计2020年医用/消费业务收入占比约70%/30%，长期来看两大业务并驾齐驱发展。

**医用业务：产品渠道向外延展，2C市场广阔。**行业：国内市场增速高，2014-2018年CAGR 13.2% (vs 全球 2.3%) 且高端敷料渗透率较低 (vs 全球 48%) 有较大空间。①疫情上拓市场空间，公司短期境外OEM业务暴发，我们估算2020年医用业务境内/境外占比分别30%/70%；②我们认为疫情给境内渠道、品牌带来扩张机遇，后续有望驱动境内自有品牌业务接力快速增长，我们预计2021年医用业务境内占比提升至60%左右。公司：1) 产品端拓展至覆盖医用耗材领域，质控体系通过美国FDA、中国GMP认证，获70余个国家准入资格，拥有包括多种高端敷料制造方法的专利共454项。2) 渠道渗透加深，自有品牌业务建设加速。截至2019年winner品牌入驻全国约4万家药店、2000家医院，疫情下积极拓展政府采购、商超、电商渠道，境内业务有望快速增长。

**全棉时代：产品/品牌为王、全渠道扩张。**以首创棉柔巾为起点，多品类扩张潜力待发，开创“全品类生活方式”的经营模式先河，“安全”、“健康”、“环保”多方位把握消费痛点：1) 品牌定位于“一体化健康生活方式打造者”，将医疗器械级别的高标准质控、灭菌检测用于消费品生产。首创棉柔巾品类打响知名度，棉柔巾2019年天猫平台市占率超65%，个人护理/母婴等多品类集群效应明显。2) 全渠道发展，2019年消费品线上/线下收入占比分别55%/45%。未来增长来自于：①门店下沉加速并强势引流、店效增长潜力足。我们测算品牌开店上限约545家（目前246家）仍有较大空间；随门店面积位置优化、科技赋能，中长期店均收入有望提升至600+万元/家。②电商优化后发力，预计保持20%以上高速增长。

**首次覆盖给予“买入”评级。**公司医用业务覆盖范围延展、境内自主品牌蓄势待发，全棉时代品类创新打造健康生活方式、全渠道加速扩张，我们认为公司中长期收入能够快速增长，预计2020-2022年归母净利润分别37.8/18.0/21.7亿元，当前股价199.25元，对应2020-2022年PE分别为22/47/39倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**新冠疫情超预期不利消费品终端销售；市场竞争加剧风险；品类扩张风险；海外业务拓展不及预期；外汇波动风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,839	4,575	12,484	10,196	12,350
增长率 yoy (%)	9.8	19.2	172.9	-18.3	21.1
归母净利润 (百万元)	425	546	3,777	1,803	2,171
增长率 yoy (%)	-0.6	28.6	591.4	-52.3	20.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.00	1.28	8.86	4.23	5.09
净资产收益率 (%)	25.7	17.3	54.5	20.6	19.9
P/E (倍)	200.1	155.6	22.5	47.1	39.1
P/B (倍)	51.5	26.9	12.2	9.7	7.8

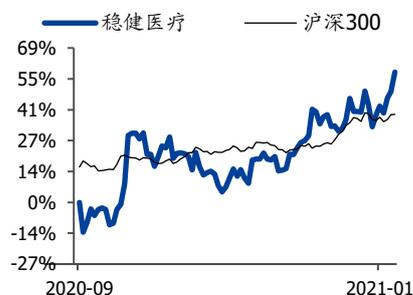
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	纺织制造
最新收盘价	199.25
总市值(百万元)	84,978.59
总股本(百万股)	426.49
其中自由流通股(%)	10.29
30日日均成交量(百万股)	2.70

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

#### 相关研究

1、《稳健医疗 (300888.SZ)：一文拆解稳健医疗招股说明书》2020-09-06



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1182	2675	6605	7919	11697
现金	329	481	4252	4035	8287
应收票据及应收账款	302	416	1664	35	2023
其他应收款	62	596	0	315	108
预付账款	32	97	6	120	42
存货	436	992	605	3363	1176
其他流动资产	21	92	79	51	61
<b>非流动资产</b>	1119	1857	3005	1987	2280
长期投资	5	9	14	19	24
固定资产	762	1275	2298	1349	1592
无形资产	75	132	149	171	185
其他非流动资产	277	442	544	448	479
<b>资产总计</b>	2301	4531	9611	9905	13977
<b>流动负债</b>	612	1187	2509	1025	2948
短期借款	60	120	68	82	70
应付票据及应付账款	368	736	1854	620	2210
其他流动负债	184	331	588	323	669
<b>非流动负债</b>	36	181	154	127	100
长期借款	0	134	107	81	54
其他非流动负债	36	47	47	47	47
<b>负债合计</b>	647	1368	2663	1152	3049
少数股东权益	2	3	10	13	17
股本	368	376	376	376	376
资本公积	657	949	949	949	949
留存收益	626	1835	5619	7425	9600
归属母公司股东权益	1651	3160	6937	8741	10912
<b>负债和股东权益</b>	2301	4531	9611	9905	13977

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	450	600	5174	-878	4810
净利润	425	547	3784	1806	2175
折旧摊销	0	155	264	458	388
财务费用	8	6	-62	-101	-143
投资损失	-1	14	9	8	7
营运资金变动	0	-97	1197	-3028	2408
其他经营现金流	17	-25	-17	-21	-25
<b>投资活动现金流</b>	-298	-420	-1404	574	-663
资本支出	288	447	1144	-1024	288
长期投资	0	0	-5	-5	-5
其他投资现金流	-10	27	-265	-455	-380
<b>筹资活动现金流</b>	-22	-98	1	88	104
短期借款	40	60	-52	14	-12
长期借款	0	134	-27	-27	-27
普通股增加	0	8	0	0	0
资本公积增加	-7	292	0	0	0
其他筹资现金流	-55	-593	80	101	143
<b>现金净增加额</b>	132	84	3771	-217	4252

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3839	4575	12484	10196	12350
营业成本	1952	2212	5191	4960	5674
营业税金及附加	41	40	128	102	122
营业费用	1041	1356	2089	2187	2845
管理费用	176	197	414	542	780
研发费用	117	155	299	448	604
财务费用	8	6	-62	-101	-143
资产减值损失	-20	-22	-63	-50	-62
其他收益	22	22	16	19	20
公允价值变动收益	-8	11	2	2	2
投资净收益	1	-14	-9	-8	-7
资产处置收益	-2	62	15	19	23
<b>营业利润</b>	496	642	4512	2141	2566
营业外收入	7	4	9	6	6
营业外支出	2	7	6	5	5
<b>利润总额</b>	500	638	4516	2142	2568
所得税	75	91	732	336	393
<b>净利润</b>	425	547	3784	1806	2175
少数股东损益	1	1	7	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	425	546	3777	1803	2171
EBITDA	494	795	4719	2483	2777
EPS (元/股)	1.00	1.28	8.86	4.23	5.09

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	9.8	19.2	172.9	-18.3	21.1
营业利润 (%)	-4.0	29.5	603.1	-52.6	19.9
归属母公司净利润 (%)	-0.6	28.6	591.4	-52.3	20.4
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	49.2	51.6	58.4	51.4	54.1
净利率 (%)	11.1	11.9	30.3	17.7	17.6
ROE (%)	25.7	17.3	54.5	20.6	19.9
ROIC (%)	24.0	15.8	51.9	19.0	18.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	28.1	30.2	27.7	11.6	21.8
净负债比率 (%)	-14.0	-5.4	-57.6	-43.4	-74.0
流动比率	1.9	2.3	2.6	7.7	4.0
速动比率	1.1	1.3	2.4	4.3	3.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.9	1.3	1.8	1.0	1.0
应收账款周转率	13.7	12.7	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	7.1	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.00	1.28	8.86	4.23	5.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.06	1.41	12.13	-2.06	11.28
每股净资产 (最新摊薄)	3.87	7.41	16.27	20.49	25.59
<b>估值比率</b>					
P/E	200.1	155.6	22.5	47.1	39.1
P/B	51.5	26.9	12.2	9.7	7.8
EV/EBITDA	151.3	94.1	15.1	28.7	24.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 公司概况：传承医疗基因，领军健康消费 .....	6
1.1 从医用业务拓展切入消费赛道 .....	6
1.2 股权结构稳定 .....	6
1.3 主营业务：消费品持续扩张，医用业务短期暴发 .....	7
2. 医用业务：变局迭生，尽占机遇 .....	8
2.1 行业：疫情下迎大变局，市场空间上拓 .....	8
2.2 公司：打造大医疗消费板块，2C 渠道蓄势待发 .....	12
2.2.1 业务模式：原以 OEM 为主，疫情下拓展自有品牌 .....	12
2.2.2 竞争优势：渠道优势、龙头地位自成壁垒 .....	15
2.2.3 未来增长：从敷料到大医疗板块、从 2B 向 2C 蓝图广阔 .....	16
3. 全棉时代：健康生活方式打造者 .....	18
3.1 行业：全方面消费升级 .....	18
3.2 公司：品牌为王、全渠道扩张，打造全品类新生活方式 .....	21
3.2.1 业务模式：“全棉时代”品牌开展健康业务 .....	21
3.2.2 竞争优势之产品及品牌端：创品类先河，抢跑多条优质赛道，“医转民”品牌为王 .....	24
3.2.3 竞争优势之渠道端：全渠道融合带来强爆发力 .....	33
4. 财务：规模持续扩张，盈利质量改善 .....	36
4.1 营业收入：中长期增速可观 .....	36
4.2 营业成本及毛利率：毛利率稳中提升 .....	37
4.3 期间费用：消费品销售费用率高 .....	38
4.4 净利率：保持相对稳定 .....	38
4.5 存货及营运能力：周转变慢，库龄健康 .....	39
5. 盈利预测与估值投资建议 .....	40
5.1 盈利预测 .....	40
5.2 估值与投资建议 .....	42
6. 风险提示 .....	44

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 公司股权结构 (IPO 前) .....	7
图表 3: 公司股权结构 (IPO 后) .....	7
图表 4: 2017-2020E 主营收入及 YOY (亿元, %) .....	8
图表 5: 2017-2022E 主营收入分产品类别占比 (%) .....	8
图表 6: 2016 年全球医疗器械行业销售规模前十名企业 .....	9
图表 7: 2014-2019 年医用敷料出口金额及占比 (亿美元, %) .....	9
图表 8: 2014-2022E 全球高端敷料市场规模及占比 (亿美元, %) .....	9
图表 9: 2017-2019 年国内医用敷料出口前三名企业 .....	9
图表 10: 2014-2019 年国内医用敷料市场规模及 YOY (亿元, %) .....	10
图表 11: 2017-2019 年国内医用敷料龙头市场份额 (%) .....	10
图表 12: 2015-2021E 中国口罩行业产值及 YOY (亿元, %) .....	10
图表 13: 2019 中国大陆地区口罩产业产值构成 (%) .....	10
图表 14: 2018-2020 年部分医疗器械相关政府文件 .....	11

图表 15: 各国家及地区口罩出口相关政策 .....	12
图表 16: 2020H1 及 2020Q1-Q3 行业/龙头出口金额 YOY (%) .....	12
图表 17: 2017-2019 年中国医用敷料出口领域龙头市场份额 (%) .....	12
图表 18: 医用敷料板块主要产品.....	12
图表 19: 2017-2022E 医用业务收入及 YOY (亿元, %) .....	13
图表 20: 2017-2019 年医用业务收入分产品类别占比 (%) .....	13
图表 21: 2020E-2022E 年医用业务收入分类别占比 (%) .....	13
图表 22: 2017-2022E 医用业务境内/境外收入占比 (亿元, %) .....	14
图表 23: 2017-2022E 境内医用业务收入分销售模式占比 (%) .....	14
图表 24: 2017-2019 年医用业务前五大客户占比 (%) .....	14
图表 25: 2019 年医用业务前五大客户销售金额及占比 (万元, %) .....	14
图表 26: 各国家及地区医用敷料监管部门及相关法律法规.....	15
图表 27: 2013-2019 年医用业务收入及其 YOY (亿元, %) .....	16
图表 28: 2017-2019 年医用业务境内/境外收入及占比 (亿元, %) .....	16
图表 29: 2017-2019 年公司研发费用及研发费用率 (亿元, %) .....	16
图表 30: 2019 年公司研发人员数量及占比 (人, %) .....	16
图表 31: 2017-2019 年公司医用业务分产品占比 (%) .....	17
图表 32: 2017-2019 年公司医用业务线上收入及 YOY (亿元, %) .....	17
图表 33: 稳健医疗&全棉时代品牌渠道协同 .....	18
图表 34: 2015/01-2020/08 各类社零累计同比 (%) .....	18
图表 35: 2009-2018 年国内卫生巾/湿巾市场规模 (亿元) .....	18
图表 36: 国内生活用纸市场规模及人均消费量 (亿元, 千克) .....	19
图表 37: 2015-2018 年国内生活用纸及面巾纸消费量 (万吨) .....	19
图表 38: 日用消费品行业主要品牌 (上) .....	19
图表 39: 日用消费品行业主要品牌 (下) .....	20
图表 40: 2010-2020E 中国母婴市场容量 (亿元) .....	20
图表 41: 2020E 中国母婴市场容量细分品类占比 (%) .....	20
图表 42: 母婴用品行业主要品牌.....	20
图表 43: 2017-2020E 健康生活消费品收入及其 YOY (亿元, %) .....	21
图表 44: 2017-2019 年健康生活消费品收入分产品类别占比 (%) .....	21
图表 45: 健康生活消费品板块主要产品.....	22
图表 46: 2017-2019 年消费品直销/分销收入及占比 (亿元, %) .....	22
图表 47: 2017-2019 年消费品线上/线下收入及占比 (%) .....	22
图表 48: 2017-2019 年消费品电商收入及占比 (亿元, %) .....	23
图表 49: 2017-2019 年电商细分渠道收入占比 (%) .....	23
图表 50: 2019 年公司各渠道收入及占健康生活品收入比重 (亿元, %) .....	23
图表 51: 2017-2019 年消费品电商主要平台占比 (%) .....	23
图表 52: 2019 年消费品天猫/京东平台销售模式别收入 (万元, %) .....	23
图表 53: 2017-2019 年消费品线下直营收入及占比 (亿元, %) .....	24
图表 54: 2017-2019 年线下渠道细分收入拆分 (%) .....	24
图表 55: 公司研发端/生产端所获部分专利及资格认证 .....	24
图表 56: 棉柔巾品类市场主要消费需求.....	25
图表 57: 棉柔巾/传统毛巾/纸巾/湿巾品类特点 .....	25
图表 58: 2013-2019 年中国棉柔巾行业需求量及 YOY (亿张, %) .....	26
图表 59: 中国棉柔巾市场空间测算 (亿张) .....	26
图表 60: 2020 年天猫平台棉柔巾品牌市占率 (%) .....	26
图表 61: 2020/01-2020/12 天猫平台棉柔巾品牌及单品数 (个) .....	26

图表 62: 2020/12 全棉时代/DAMAH 品牌棉柔巾大单品占比 (%)	27
图表 63: 全棉时代棉柔巾经典大单品	27
图表 64: 全棉时代“健康生活方式”产品生态(上)	27
图表 65: 全棉时代“健康生活方式”产品生态(下)	28
图表 66: 2020 年双十一中国哺乳内衣累积预售情况(截至 2020 年 10 月 31 日)	28
图表 67: 中国用户购买孕妇装主要考虑因素	29
图表 68: 中国用户婴童产品顺带购买意愿 (%)	29
图表 69: 公司研发端/生产端所获部分专利及资格认证	29
图表 70: 全棉时代部分品牌荣誉	30
图表 71: 消费者对回收再生产品的购买比例 (%)	30
图表 72: 2011-2015 阿里平台绿色消费额(亿元)	30
图表 73: 2020 年 6 月线上购买药品/健康器械渗透情况 (%)	31
图表 74: 绿色环保产品溢价水平 (%)	31
图表 75: 全棉时代品牌部分营销活动	32
图表 76: 2017 至今“新国货”关键词百度指搜索数趋势	32
图表 77: 中国网民关于“新国牌”态度的调查(2019 年 5 月, N=1705)	32
图表 78: 全棉时代主要产品价格同业比较	33
图表 79: 公司分平台线上业务情况(亿元, %)	33
图表 80: 2017-2019 年消费品线下直营收入(亿元)	34
图表 81: 2018-2019 年线下直营收入增量拆分(亿元, %)	34
图表 82: 全棉时代门店分布一览表	34
图表 83: 全国地区开店数量测算(家)	35
图表 84: 2017-2019 年门店数量及店均面积(家, 平方米)	35
图表 85: 2017-2019 年门店平均收入(万元/家)	35
图表 86: 无印良品中国区新增门店数及店均收入增速(家, %)	36
图表 87: 2017-2019 年爱婴室门店数及店均收入(家, 万元)	36
图表 88: 2013-2019 年营业收入及 YOY(亿元, %)	36
图表 89: 2013-2019 年归母净利润及 YOY(亿元, %)	36
图表 90: 2017-2019 年生产成本构成 (%)	37
图表 91: 2017-2019 年分产品毛利率 (%)	37
图表 92: 医用敷料行业产品毛利率 (%)	37
图表 93: 水刺无纺布行业产品毛利率 (%)	37
图表 94: 2017-2019 年公司期间费用率 (%)	38
图表 95: 2017-2019 年分产品销售费用率 (%)	38
图表 96: 2017-2019 年公司毛利率/净利率/销售费用率 (%)	38
图表 97: 2017-2019 年可比公司净利率 (%)	38
图表 98: 2013-2019 年存货周转天数(天)	39
图表 99: 2017-2019 年存货结构 (%)	39
图表 100: 2013-2019 年应收账款周转天数(天)	39
图表 101: 2017-2019 年应收账款及 1 年以内账款占比(亿元, %)	39
图表 102: 医用业务收入拆分及预测表	40
图表 103: 健康生活消费品业务收入拆分及预测表	41
图表 104: 毛利率拆分及预测表	42
图表 105: 毛利率及费用率拆分及预测表	42
图表 106: 公司绝对估值敏感性	43
图表 107: 可比公司估值表(股价截至 2021/01/23)	43

## 1. 公司概况：传承医疗基因，领军健康消费

### 1.1 从医用业务拓展切入消费赛道

作为大健康领军企业，公司从医用领域无缝切入消费赛道，以全棉时代/稳健医疗两大品牌分别开展消费/医用业务：**1）医用业务方面，过往 OEM 模式发展稳健。疫情利好国内龙头，公司国内外渠道及品类获得历史性拓宽机遇，未来“winner”自有品牌/B2C/高端敷料潜力充足，有望快速增长。****2）消费品业务方面，全棉时代品牌开创“打造全品类生活方式”的经营模式先河，以“安全”、“健康”、“环保”、“医学级”为特征，精准覆盖日常消费需求的时代痛点。经由线上/线下全渠道的平衡发展，全棉时代当下已成为日常消费领域知名的国民品牌，未来多场景、全品类的延伸预计将持续带动高增长。**

**历史沿革：**1) 发展初期，深耕医用敷料领域。2) 2009年“Purcotton 全棉时代”品牌成立，以全棉水刺无纺布为基础，推出棉柔巾、纯棉卫生巾等产品，业务逐渐向消费品领域延伸。3) 全棉时代迅速成长为知名消费品牌，目前全国直营门店超过 240 家，电商销售额在天猫、京东等多平台位于所在类目首位，会员数量突破 2000 万。4) 疫情给医用业务带来新机遇，公司业务布局拓展覆盖至医用耗材领域，同时全棉时代渠道融合、数字化进程加速。

公司持续拓展产业边界，目前已构建多领域健康消费产品集群，其产品体系包括：**1）医用业务产品；2）健康生活消费品板块下的无纺日常消费品、婴童用品、家纺服饰等；3）工业中间品全棉水刺无纺布。**2019年公司收入/业绩分别 45.7/5.5 亿元，2017-2019年 CAGR 分别 14%/13%。疫情催生疾控防护产品需求暴发，医用业务行业直接受益，公司 2020 年前三季度收入/业绩分别同增 205%/679%至 95.2/31.5 亿元。

图表 1: 公司发展历程

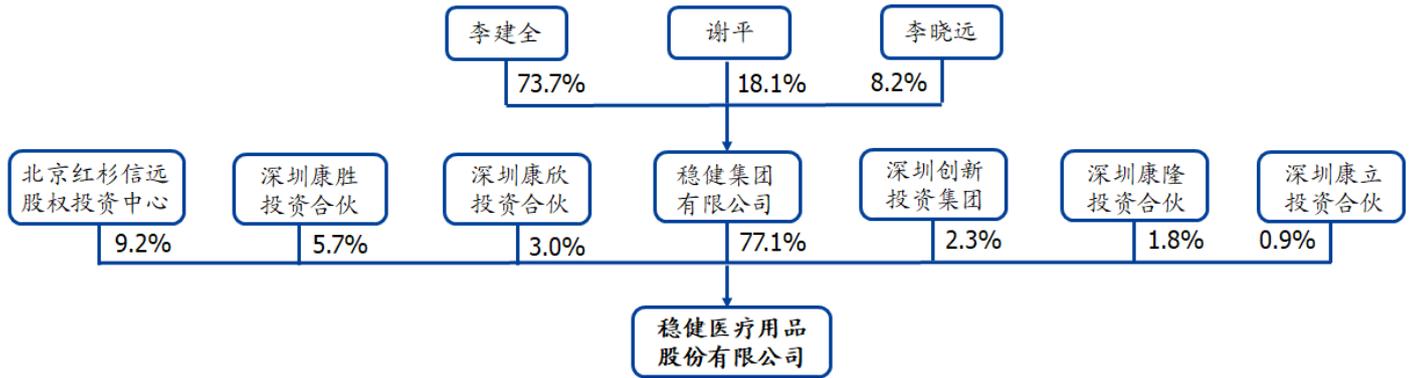
年份	大事记
2000	稳健公司成立并逐步发展成为中国医用敷料行业领军企业
2005	发明全棉水刺无纺布工艺技术
2009	全棉时代成立，并在深圳开设三家门店
2010	全棉时代开拓电商业务
2012	全棉时代开拓商超渠道业务
2013	全棉时代制定五年发展战略，确立“全棉改变世界”的品牌愿景
2014	全棉时代超额完成五年战略规划制定的阶段目标，实现销售翻番增长
2016	全棉时代官方旗舰店双十一销售额突破 2.6 亿元，创母婴用品三连冠
2017	首家千平大店落地苏州，电商销售额在天猫、京东等平台居同类目首位
2019	全棉时代门店数量超过 240 家，会员数量突破 2000 万
2020	新冠疫情下医用业务迎来新机遇

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

### 1.2 股权结构稳定

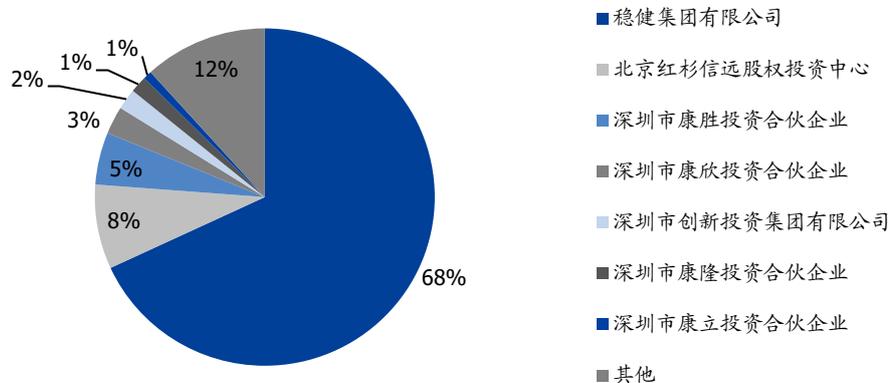
公司股权结构稳定，员工持股比例合理。IPO 前，1) 公司实际控制人李建全通过稳健集团有限公司（现更名为中国爱善集团有限公司）间接控制公司 77.1% 股份。2) 公司员工通过持股平台康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资合计持有股份比例为 11.4%，较为合理。IPO 后，实际控制人李建全仍间接控制公司 68.1% 的股份，股权结构稳定。

图表 2: 公司股权结构 (IPO 前)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司股权结构 (IPO 后)



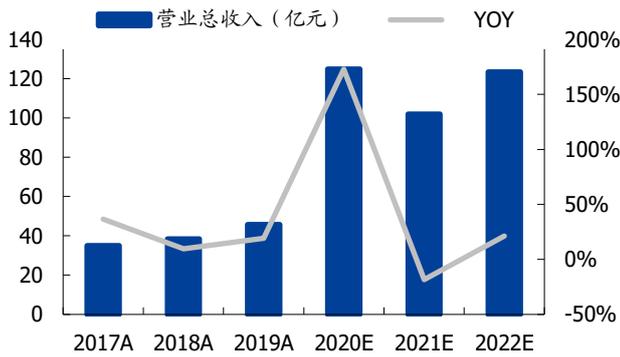
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3 主营业务: 消费品持续扩张, 医用业务短期暴发

公司的主营业务是健康生活消费品、医用业务、全棉水刺无纺布三大板块产品的生产及销售, 2019 年三项业务占比分别 67%/26%/7%。2019 年末起新冠疫情肆虐, 医疗板块业务暴发拉动收入高速增长。

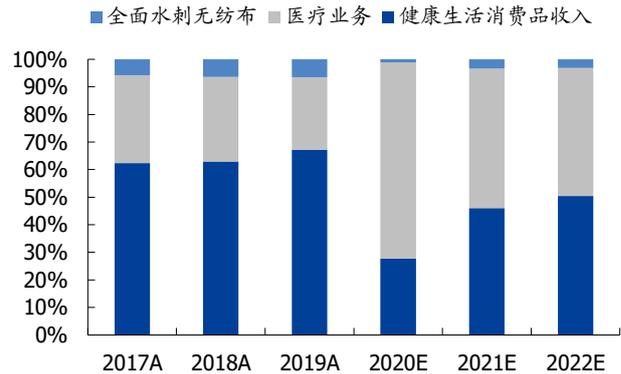
- 疫情前: 2017-2019 年消费品业务拉动增长。2017-2019 年公司主营业务收入 34.4/37.9/45.1 亿元, CAGR 为 14.6%。1) 其中消费品业务是增长主要引擎, 2017-2019 年收入分别为 21.4/23.8/30.3 亿元, CAGR 为 18.9%, 2019 年占比 67.2%。2) 医用业务稳定增长, 2017-2019 年收入分别为 11.0/11.6/11.9 亿元, CAGR 为 4.2%。疫情期间医用业务收入暴发增长, 2020 年前三季度同增 681%至 69.3 亿元。3) 全棉水刺无纺布是公司棉柔巾、卫生巾等产品的主要原材料, 公司在满足自产需求后, 将产能富余部分对外销售, 2017-2019 年分别为 2.0/2.4/2.9 亿元。
- 疫情后: 2020 年疫情驱动医疗板块业务暴发, 后续预计回落。公司 2020 年前三季度医用业务板块同增 681%至 69.3 亿元, 带动收入同比增长 205%至。我们估算: 2020 全年医用业务板块能够达到 600%+的高增长, 占比由 2019 年 26%一跃提升至 2020 年 70%左右, 预计带动收入增 180%左右。疫情驱动的高增长持续性不强, 后续 2021~2022 年基于疫情逐步向好恢复的预期, 医用业务板块收入预计将回落, 占比预计将呈现下降态势。

图表4: 2017-2020E 主营收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表5: 2017-2022E 主营收入分产品类别占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

## 2. 医用业务: 变局迭生, 尽占机遇

### 2.1 行业: 疫情下迎大变局, 市场空间上拓

**全球医用敷料市场:** 1) 疫情前: 全球市场发展成熟稳定, 头部领域主要由欧美跨国大型药企占领, 以稳健医疗为代表的一批发展中国家企业则为其提供 OEM 生产服务。2) 疫情后: 差异化疫情迫使行业上游资源向中国聚集, 短期动荡之下实力强劲的龙头受益。

**1、疫情前, 全球医用敷料行业成熟稳定, 高端敷料渗透率高, 大型跨国企业占据全球市场, 中国市场催生出 OEM 供应商。** 1) 全球医用敷料市场已进入缓慢发展的成熟时期, 据 BMI 数据, 2014-2019 年医用敷料全球市场规模估算由 111.0 亿美元缓慢增长至 124.8 亿美元。2) 医用敷料包括天然/合成纤维类敷料等传统产品, 和硅胶泡沫敷料、水胶体敷料等高端产品。据 BMI 数据, 全球市场中高端产品渗透率较高, 近年基本保持在 48% 左右, 预计 2022 年全球高端敷料市场规模将达 70.15 亿美元。而国内市场以低端产品为主, 相较之下高端敷料产品渗透率仍有很大提升空间。

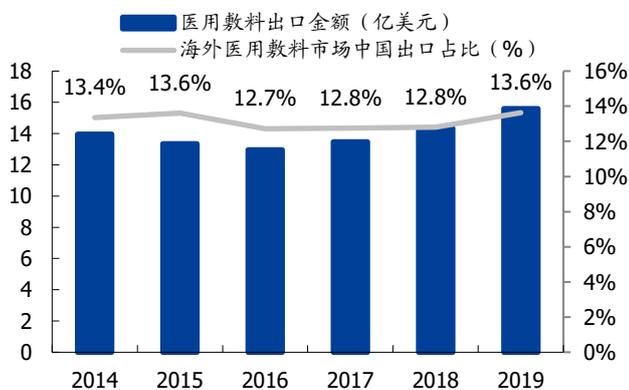
- **欧美大型跨国药企占据全球市场。** 欧美等发达经济体拥有众多全球知名的大型医药跨国企业, 全球市场占有率、知名度均较高, 包括 3M 公司、瑞典墨尼克 (公司常年前五大客户之一)、英国施乐辉、丹麦康乐保、美国康维德等, 医用敷料仅是其众多产品线中的一种, 公司则为这些企业或其医用敷料供应商提供 OEM 生产服务。
- **低端产品生产环节向亚洲、南美等区域迁移。** 随着发达国家劳动力成本提高, 知名大型跨国医疗器械公司逐渐将技术含量较低的传统伤口护理产品的生产环节转移至亚洲、南美等地区和国家, 仅保留高端产品业务及低端产品的研发、营销环节。目前中国成为全球最大的医用敷料出口国, 出口金额占海外医用敷料市场比重在 12%-14% 之间, 2019 年出口额达 27.16 亿美元。

图表 6: 2016 年全球医疗器械行业销售规模前十名企业

排名	企业名	国籍	销售额 (十亿美元)	增长率	市场份额
1	Medtronic	美国	29.71	3.16%	7.68%
2	Johnson&Johnson	美国	25.1	-0.10%	6.49%
3	Siemens	德国	15.5	4.73%	4.01%
4	Philips	荷兰	13.1	3.15%	3.39%
5	Roche	瑞士	11.6	3.57%	3.00%
6	BectonDickinson	美国	11.4	23.91%	2.95%
7	Stryker	美国	11.3	14.14%	2.92%
8	AbbottLaboratories	美国	9.9	3.13%	2.56%
9	GeneralElectric	美国	9.8	3.16%	2.53%
10	BostonScientific	美国	8.4	12.00%	2.17%

资料来源: 公司公告, EvaluateMedTech, 国盛证券研究所

图表 7: 2014-2019 年医用敷料出口金额及占比 (亿美元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2014-2022E 全球高端敷料市场规模及占比 (亿美元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 由此中国出现了一批为国际大型医用敷料品牌商 **OEM**、以出口为主的医用敷料生产企业, 公司正是个中翘楚, 多年来与奥美医疗、振德医疗占据医用敷料出口前三名的地位。公司凭借稳定的质量输出积淀行业口碑, 产品销往欧洲、日本、美国等 70 余个国家及地区, 2017-2019 年医用敷料外销收入分别为 8.16/8.07/7.84 亿元。

图表 9: 2017-2019 年国内医用敷料出口前三名企业

排名	2019 年	2018 年	2017 年
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

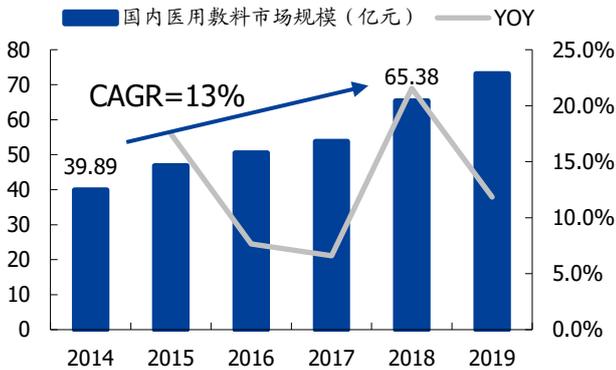
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国内市场受到医疗升级驱动加速扩张, 高端敷料潜力巨大。相较全球医用敷料市场, 国内市场仍然以低端传统产品为主、规模基数小, 行业龙头排位稳定。长期来看, 医疗消费升级带动国内市场较快扩张, 行业集中度逐步上行, 高端敷料空间广阔。

- 国内市场规模扩张快于全球市场。随医疗服务水平升级、居民健康意识提高, 国内市场近年快速扩张。据 BMI 数据, 2014-2019 年我国医用敷料市场规模由 39.89 亿元增长至预计值 73.12 亿元, CAGR 达 13.15%(同期全球市场规模 CAGR 仅 2.3%)。

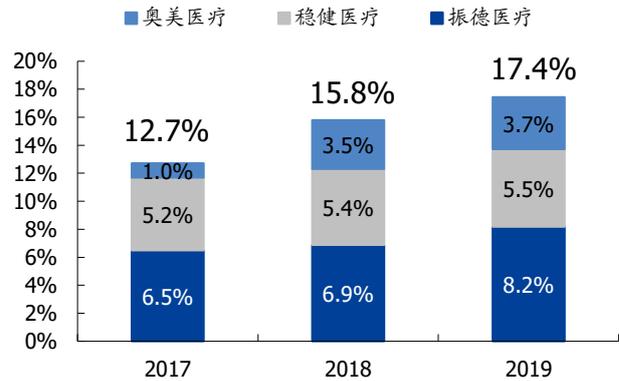
- **高端敷料空间广阔。**相较全球医用敷料市场，国内市场仍然以低端传统产品为主。据BMI数据，全球市场中高端产品渗透率较高，近年基本保持在48%左右，相较之下高端敷料产品渗透率仍有很大提升空间。
- **行业龙头排位稳定，规模优势领先。**行业领军企业振德医疗/稳健医疗/奥美医疗2019年所占国内市场份额分别为8.2%/5.5%/3.7%，合计占比从2017年12.7%提升至2019年17.4%。国内医用敷料企业中内销收入达到亿元级别的企业较少，公司2017-2019年医用敷料内销收入分别为2.80/3.56/4.05亿元，行业地位稳固。

图表 10: 2014-2019 年国内医用敷料市场规模及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2017-2019 年国内医用敷料龙头市场份额 (%)

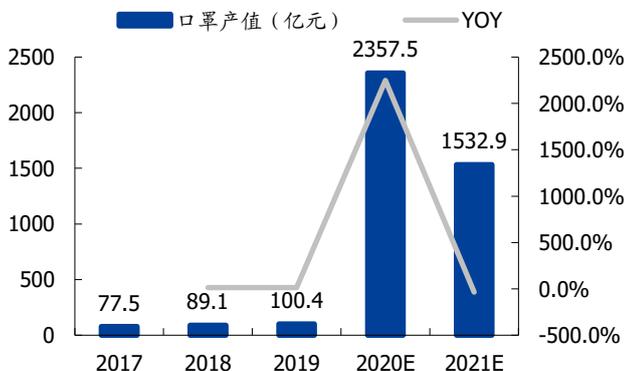


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**2、后疫情时代：国内医用敷料市场成为开疆拓土的重要版图。**①疫情催生消费者习惯改变，医用板块市场规模加速上拓。②利好政策出台的同时监管趋严，市场动荡下行业资源洗牌，实力强劲的头部品牌优势明显。如公司积极拓展全新渠道客户、原有存量客户对防疫物资需求增加，自有“winner 稳健”品牌业务得到快速发展。

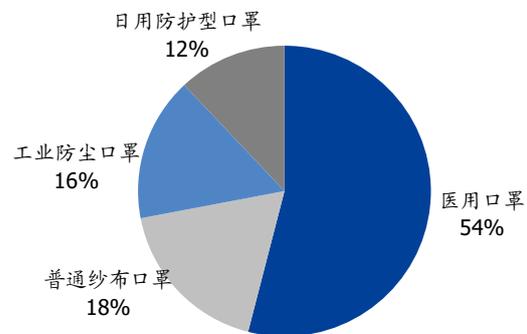
- **疾控防护用品的配备使用逐渐日常化，加速上拓市场规模。**1) 疫情催生社会防护意识及消费者习惯改变。随着疾控防护用品逐渐成为日常消费之一，医用敷料渗透率得以提升，进而拔高国内市场规模天花板上限。据艾媒研究院预测，2020年中国口罩行业产值预计猛增22.5倍至2357.5亿元，随疫情影响逐渐消弭，2021年行业产值有所回落预计达到1532.9亿元，但仍远远高于2019年100.4亿元水平。2) 疫情为行业发展按下快进键，未来疫情逐渐结束带来行业压缩时，中国医用敷料行业也将面临多方位优化调整，专业化、品牌化将成为大势所趋。

图表 12: 2015-2021E 中国口罩行业产值及 YOY (亿元, %)



资料来源: 艾媒网, 国盛证券研究所

图表 13: 2019 中国大陆地区口罩产业产值构成 (%)



资料来源: 艾媒网, 国盛证券研究所

- 政府鼓励与监管政策并行，头部品牌优势明显。**1) 疫情暴发以来政府相关政策出台密度加大，支持医疗器械行业同时监管趋严。2020年3月商务部、海关总署、国家药监局联合发布《关于有序开展医疗物资出口的公告》引导支持医疗物资出口，2020年7月国家药监局发布《关于进一步加强医疗器械强制性行业标准管理有关事项的通知》加强行业监管。2) 疫情之下终端政府采购大规模增加，医院、药店等渠道开始严格管理医用敷料采购，对于品牌、产品质量的重视利好龙头发展。**我们认为政策环境和市场环境的双重作用下，行业受到支持的同时得以规范肃清，叠加市场动荡下行业资源洗牌，实力较弱的中小品牌与临时入场的企业加速合规化出清，而行业龙头依赖多年品牌沉淀及严格的准入门槛攫取市场份额，国内市场集中度有望加速提升。**

图表 14: 2018-2020 年部分医疗器械相关政府文件

日期	部门	文件	类型
2020-07	国家药监局	《关于进一步加强药品不良反应监测评价体系和能力建设意见》	监管类
2020-07	国家药监局	《关于进一步加强医疗器械强制性行业标准管理有关事项的通知》	监管类
2020-06	国家药监局	《医疗器械生产质量管理规范独立软件现场检查指导原则》	监管类
2020-05	国家药监局	《2020 年国家医疗器械抽检产品检验方案的通知》	监管类
2020-04	国家药监局	《关于做好疫情防控期间药品出口监督管理的通知》	监管类
2020-03	商务部、海关总署、国家药监局	《关于有序开展医疗物资出口的公告》	鼓励类
2020-03	国家药监局	《医疗器械质量抽查检验管理办法》	监管类
2019-06	国务院	《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》	鼓励类
2018-11	国家药监局	《关于印发医疗器械临床试验检查要点及判定原则的通知》	监管类
2018-11	国家药监局	《关于贯彻落实国务院“证照分离”改革要求做好药品监管相关审批工作的通知》	鼓励类
2018-02	国家药监局	《医疗器械网络销售监督管理办法》	监管类

资料来源：国家药监局等政府部门网站，国盛证券研究所

**全球市场方面，疫情形势差异催生中国崛起成为短期主力军。**2020Q2 起国内疫情初步缓和，复工复产加速。同时疫情席卷海外，部分疫区经济活动停滞的同时对口罩等防护物资需求激增，各国家出台相关管制政策限制口罩等防控物资出口。形势差异之下我国医用敷料出口大幅增长，并有望借由此次契机攫取渠道资源成为市场长期主力。2020 年前三季度我国对外出口医用敷料金额累计 13.1 亿美元，较去年同期增长 14.4%，其中 2020 年 4-10 月出口 11.9 亿美元，较去年同期增长 26.0%。**我们认为全球市场对中国防疫产品的高度依赖只体现在短期：**随着各国防疫用品产业链的逐步建立，我们认为全球市场需求迫切程度相对疫情初期有所下降，未来我国医用敷料出口增速或回落。**但我国医用敷料出口业务中，公司差异化表现背后或存在市占率提升机会。**

- 疫情冲击下小型企业渠道、客户、品牌拓展有限，需求的暴发更多由实力雄厚的大型企业承担。**龙头公司疫情期间表现出的强大生产供应、管理能力获国内外市场肯定，把握市场需求暴发机遇的同时提升品牌影响力，表现远远优于行业整体。2020 年 H1 公司外销收入（基本为医用业务）同增 163.1%至 11.3 亿元（同期我国对外出口医用敷料总额增长 10.2%），另一龙头振德医疗前三季度外销收入同增 612.1%至 61.0 亿元（同期我国对外出口医用敷料总额增长 14.4%）。
- 我们判断疫情下龙头与中小企业的差异化表现背后存在龙头市占率提升的机会，**2017-2019 年振德医疗/稳健医疗（医用业务）/奥美医疗外销收入合计占我国医用敷料出口额比重保持在 38%左右，预计未来我国医用敷料出口领域的集中度会在此基础上有明显提升。

图表 15: 各国家及地区口罩出口相关政策

国家	口罩出口相关政策
韩国	2月26日宣布, 要求将口罩出口量控制在生产总数的10%以内。 3月6日起全面禁止口罩出口, 要求全国生产商将80%以上口罩上交到官方。 10月20日宣布, 将取消对医用口罩的出口管制, 23日起全面允许口罩出口。
法国	3月4日, 颁布法令将在全国范围内征用医用防护口罩。
德国	3月4日, 德国内政部宣布, 即日起禁止对外出口医用口罩。
俄罗斯	3月4日, 俄罗斯政府发布公告, 即日起至2020年6月1日, 俄罗斯将禁止部分医疗物资的出库, 包括口罩、绷带、呼吸机等。
泰国	2月中下旬, 限制口罩出口, 500只以上口罩出口需上报内贸厅审核。 8月11日, 全面解除国内口罩销售限制规定, 出口限制规定仍维持不变。
俄罗斯	3月4日, 俄罗斯政府发布公告, 即日起至2020年6月1日, 俄罗斯将禁止部分医疗物资的出库, 包括口罩、绷带、呼吸机等。

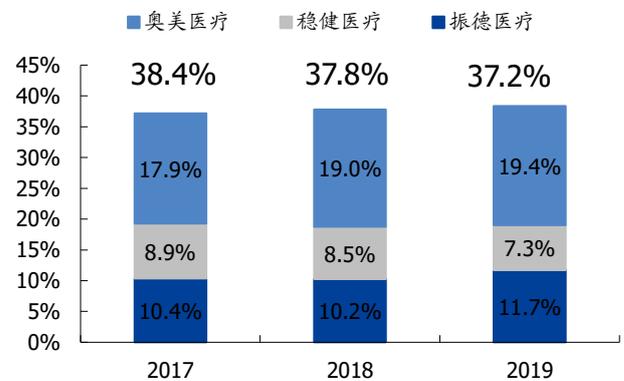
资料来源: 新闻报道, 国盛证券研究所

图表 16: 2020H1 及 2020Q1-Q3 行业/龙头出口金额 YOY (%)

	2020H1	2020Q1-Q3
医用敷料出口金额 YOY	10.2%	14.4%
稳健医疗外销收入 YOY	163.1%	-
振德医疗外销收入 YOY	400.3%	612.14%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所  
注: 报告期稳健医疗外销收入中绝大部分为医用业务收入。

图表 17: 2017-2019 年中国医用敷料出口领域龙头市场份额 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2 公司: 打造大医疗消费板块, 2C 渠道蓄势待发

### 2.2.1 业务模式: 原以 OEM 为主, 疫情下拓展自有品牌

公司原先医疗板块业务以医用敷料为主。一般而言, 狭义的医用敷料是指伤口护理覆盖物(即伤口护理产品), 在伤口愈合过程中起到暂时性屏障作用、提供有利于愈合的环境, 包括低端产品如纱布片、绷带以及高端敷料包括泡沫敷料、海藻酸敷料、水胶体敷料等。疫情给公司带来机遇变革, 其医疗板块主要业务逐渐扩张至医用低值耗材范畴, 产品重点向医用防护产品、手术室感染防护产品、家庭及医院清洁护理产品等倾斜。

图表 18: 医用敷料板块主要产品

产品门类	细分类别	具体产品及公司对应业务近况
伤口护理产品	伤口护理-传统产品	纱布片、无纺布片、绷带等, 工艺相对简单。
	伤口护理-高端敷料	硅胶敷料、藻酸盐敷料等, 为伤口提供湿性愈合环境, 降低二次损伤, 对研发生产水平要求较高。
感染防护产品	手术室感染控制产品	手术组合包、手术衣等, 用于预防手术室感染。
	疾控防护产品	口罩、防护服等, 疫情期间暴发增长。
消毒清洁产品	消毒清洁产品	棉签、酒精棉片等, 占公司业务比重较小。

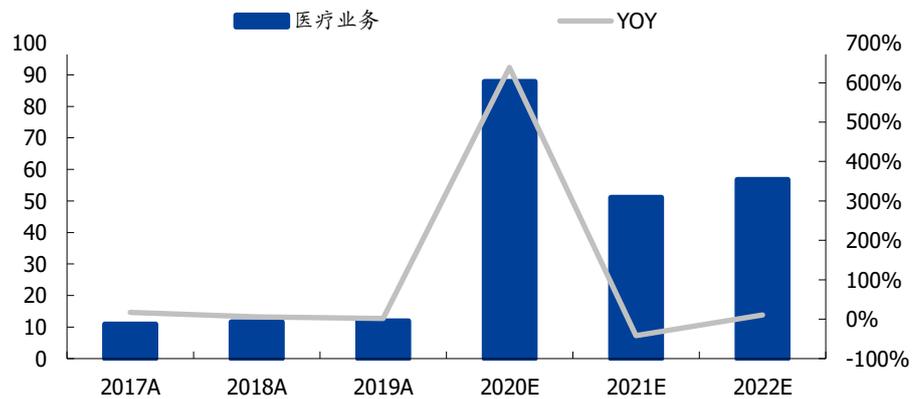
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1)从增长的态势来看,医用板块业务在疫情期间爆发式增长,其中防疫产品占比较大,但是我们认为防护意识提高的过程中,周边产品同样迎来快速增长,并且防护意识的提高会常态化。

公司医用业务过往增速稳定,疫情期间大幅增长。1)2017-2019年公司医用业务收入CAGR为4.2%,2019年达到11.9亿元,其中66%来自于境外,由于人民币贬值、生产效率提升至毛利率走高,2019年达到38.5%。2)疫情期间医用业务收入暴发增长,2020年前三季度同增681%至69.3亿元。

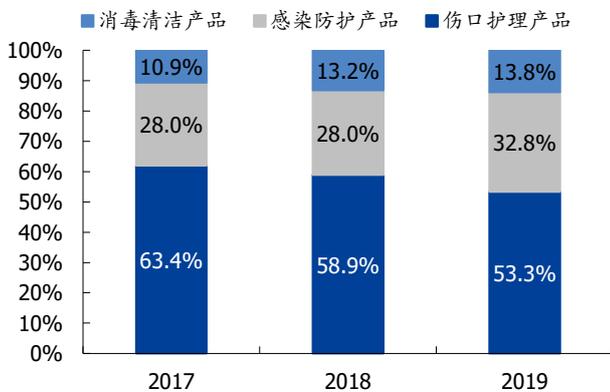
疾控防护用品疫情期间暴发增长,预计占医用板块业务比重七成左右。公司医用敷料产品以自主生产为主,委托加工及外购成品的方式为辅,分产品来看:公司医用敷料产品包括:1)感染防护产品,其中疾控防护产品如口罩、防护服等,疫情期间暴发增长。2020/01-2020/05防疫期间公司合计向社会供应疾控防护产品口罩近6亿只、防护服近650万件。我们估计2020全年防疫用品占医用业务比重将超过70%、占全公司收入比重在60%左右,2021~2022年占比预计将随着疫情好转有一定回落。2)伤口护理产品,疫情前占医用业务比重六成,以传统产品为主,高端敷料比重不断提升,2017-2019年伤口护理产品销售收入分别6.39/6.15/5.49亿元。3)消毒清洁产品,主要是棉签、棉片、棉球等,占比较低,过往收入保持稳定增长。

图表 19: 2017-2022E 医用业务收入及 YOY (亿元, %)



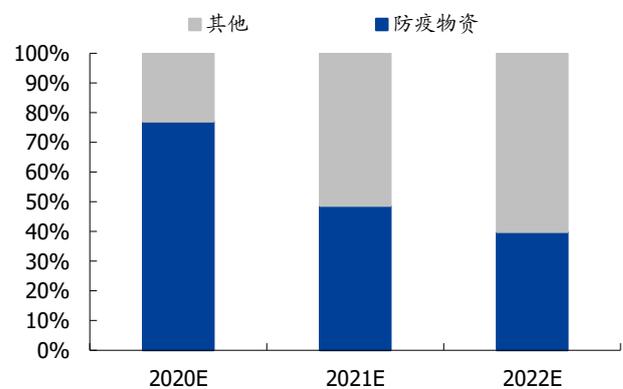
资料来源:公司公告,国盛证券研究所测算

图表 20: 2017-2019 年医用业务收入分产品类别占比 (%)



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 21: 2020E-2022E 年医用业务收入分类别占比 (%)

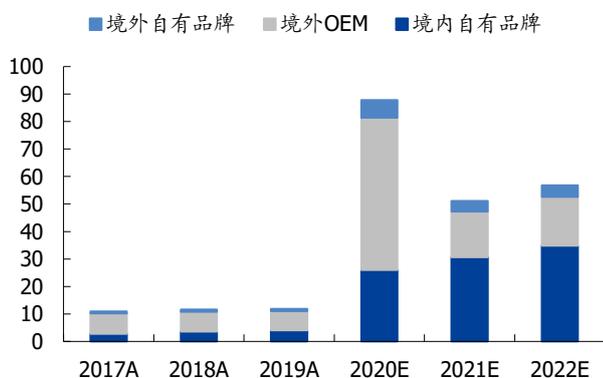


资料来源:国盛证券研究所测算

2)按照业务模式划分:公司的境外业务分为OEM代加工及“winner”自有品牌两大方面,而境内业务均为自有品牌业务。

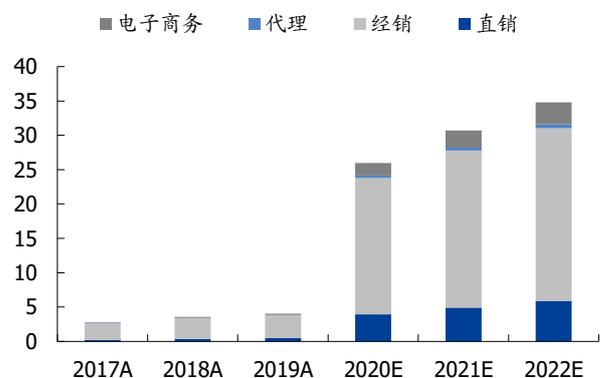
- 原以境外 **OEM 直销** 为主。①公司境内以自有“winner 稳健医疗”品牌进行销售，以线下为主，主要面向医院和 OTC 药店，与经销商深度合作拓展医院、药店等销售渠道，同时佐以天猫旗舰店、京东旗舰店等线上渠道。2018-2019 年医用业务境内收入同比分别+27.3%/+13.6%至 3.56/4.05 亿元。②境外医用业务分为 OEM 代加工+自有品牌业务，主要为品牌商提供 OEM 加工业务（直销）。区域覆盖欧洲、日本和美国；同时通过自有品牌“winner”开拓中东、亚洲等新兴经济市场。2019 年境外 OEM/自有品牌业务分别-4.6%/+13.2%至于 4.93/0.91 亿元。
- 后续境内业务增长动力充足：①受益于海内外疫情差异 **OEM 业务短期暴发增长**，后续随着各国防疫用品产业链的逐步建立，我们预计公司 OEM 出口业务受影响而有所回落。②公司加大自有“winner”品牌建设，品牌知名度大幅提升，我们认为后续境内自有“winner 稳健”品牌业务有望快速发展。疫情机遇下拓展并巩固境内全新渠道客户，如政府采购、商超、电商等，据我们追踪，2020 年全年天猫平台“winner 稳健”品牌口罩销售额达 4.71 亿元。

图表 22: 2017-2022E 医用业务境内/境外收入占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

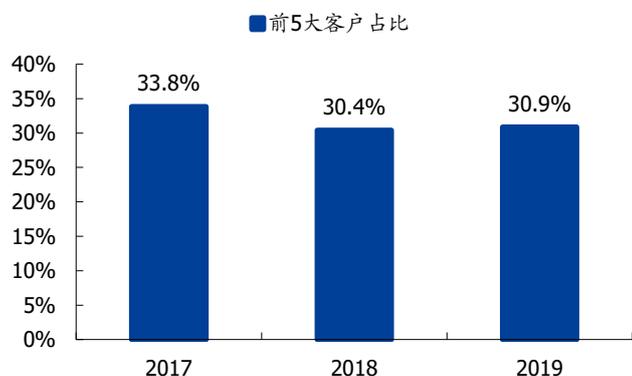
图表 23: 2017-2022E 境内医用业务收入分销售模式占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

疫情下新增政府部门等优质大客户，订单稳定性较高。①公司往年医用业务前五大客户较为稳定，占比在三成左右 2017-2019 前五大客户（均以 OEM 模式进行销售）占医用业务收入比重分别 33.8%/30.4%/30.9%，除了 2019 年公司取消和海外客户 Covidien 合作之外，与其余大客户的合作基本保持稳定，我们认为长期来看稳定深度的客户关系有望带来医用业务的稳健增长。②短期疫情之下，因政府部门采购防疫产品，公司医用业务前五大客户新增了国药控股湖北有限公司、深圳市市场监督管理局等。公司以强大的供应链能力、优质的产品质量等得到政府部门、医院等认可，相关客户稳定性较高。

图表 24: 2017-2019 年医用业务前五大客户占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 2019 年医用业务前五大客户销售金额及占比 (万元, %)

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占医用敷料收入比重
1	Sakai Shoten Co., Ltd. (日本酒井医疗)	10,587.05	8.9%
2	Mölnlycke Health Care AB. (瑞典墨尼克)	10,330.52	8.7%
3	Richardson Health care Ltd. Lohmann & Rauscher GmbH & Co. KG (德国罗曼)	6,891.12	5.8%
4		4,695.87	4.0%
5	AESCULAPCHIFASP.ZO.O.	4,189.93	3.5%
	合计	<b>36,694.49</b>	<b>30.9%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2.2 竞争优势：渠道优势、龙头地位自成壁垒

医用敷料行业竞争格局稳定，公司作为龙头享受行业红利。相较于其他行业，医用敷料行业龙头地位稳固。公司依靠过硬产品质量及多年稳定输出积淀行业口碑，业务近年基本平稳增长，2013-2019年收入CAGR为5.7%。

**1) 研发端：医用敷料行业准入门槛高**，公司在产品质控认证方面较为领先，同时研发方面拥有较高护城河，为公司医疗板块品类扩张打下基础。防疫产品的暴发增长带动周边相关产品销售，例如手术耗材、酒精棉片等，我们认为其高速持续增长来全社会防护意识的提升，而多品类的认证让公司得以抓住疫情机遇，拓展医疗板块品类的生产。

- 研发实力卓越，公司研发中心获国家认可委员会 CNAS 实验室认可证书，所获专利授权覆盖美、欧、日等 30 余个国家及地区。
- 质控水平领先，医用敷料的医用属性决定了其质量控制准入门槛较高，如我国医用敷料进入欧盟市场须取得 CE 认证、进入美国须通过 FDA 认证、进入日本须通过厚生省认证等。公司质控水平享誉医用敷料行业，先后被邀请参与多项国家标准及行业标准的制定，质量管理体系通过 ISO13485、美国 FDA 21CFR820、中国医疗器械 GMP 等要求，目前产品已经获得欧盟、日本、美国等多个国家和地区的准入资格，为业务构建起硬性壁垒。

图表 26：各国家及地区医用敷料监管部门及相关法律法规

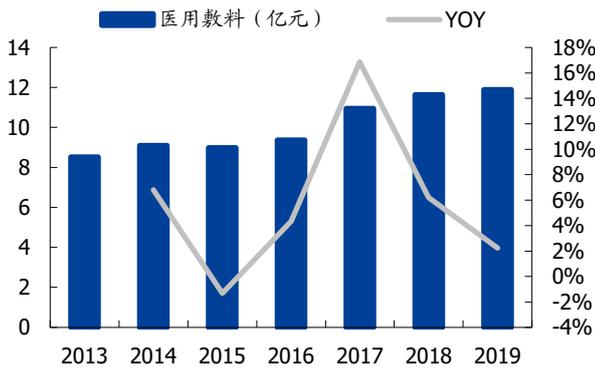
国家/地区	监管部门	生产厂商质量管理体系	相关法律法规
美国	FDA 的器械和放射卫生中心	QSR (近似 ISO9000)	《医疗器械安全法案》、《医疗器械质量体系规范》、《食品、药品和化妆品法案》
欧盟	审批阶段欧盟管理，临床与上市后由各国部门管理	ISO13485	《医疗器械指令》
日本	厚生劳动省药务局的医疗器械课	ISO13485	《医疗器械管理办法》、《医疗用具质量体系》

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**2) 渠道端：渗透优势难以复制，OEM 加工业务短期暴发，自有品牌趁疫情开拓渠道、建设品牌、蓄势待发。**

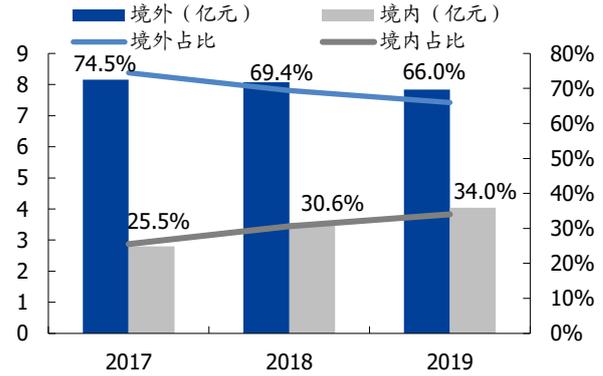
- 海外业务触角遍布全球，产品已获多国家及地区准入资格。2017-2019年医用业务境外收入分别为 8.16/8.07/7.84 亿元，收入下降系公司停止与部分低毛利率境外客户合作。**1) 海外 2B 业务方面**，公司以 OEM 直销的方式为优质国际品牌商提供生产服务，多年稳居中国医用敷料出口前三名，产品销往欧洲、日本、美国等 70 余个国家及地区。医用产品对安全性的高标准要求带来上下游客户的高稳定性，业内客户高度重视品牌口碑沉淀、产品质量水平，龙头原有规模优势、品牌优势自成壁垒。**2) 海外 2C 业务方面**，公司通过自有品牌“winner”以自由品牌开拓中东等新兴经济市场。
- 国内渠道网络渗透深入，借助全棉时代助力拓宽渠道。国内的医用业务以经销为主，主要面向医院和 OTC 药店。公司在境内已建立广触角、全覆盖的渠道网络，其自有品牌“winner 稳健医疗”目前已入驻全国 2000 余家医院、约 40000 家药店，并在海王星辰等多家知名连锁药店开设品牌专柜。由于国内敷料市场规模更快扩张，公司医用业务国内业务增速更高。2019 年公司境内/境外医用业务收入分别为 4.05/7.84 亿元，占比较 2017 年分别+8.5/-8.5pcts 至 34%/66%。

图表 27: 2013-2019 年医用业务收入及其 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 2017-2019 年医用业务境内/境外收入及占比 (亿元, %)



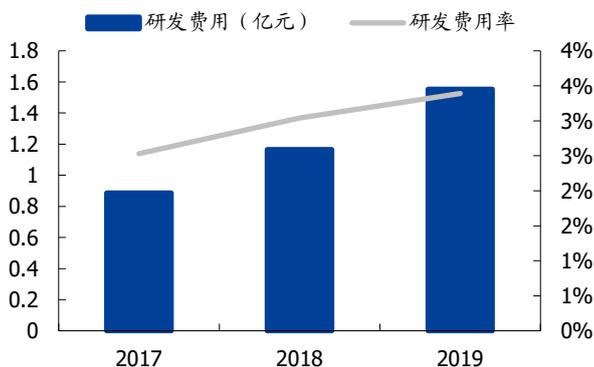
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2.3 未来增长: 从敷料到大医疗板块、从 2B 向 2C 蓝图广阔

1) 产品端: 传统敷料领域持续推出新单品的同时, 积极探索高端医用敷料领域, 产品的多样化带来更强的业务延展性, 逐步拓展至覆盖医疗耗材板块。

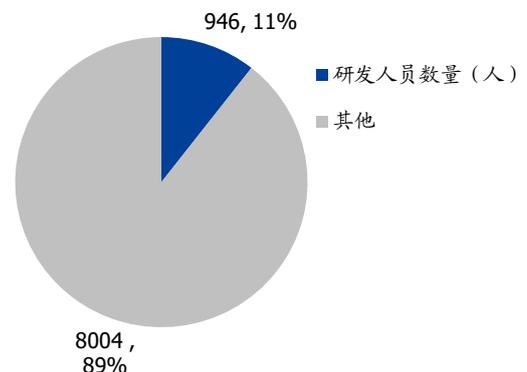
➢ 高端敷料国内市场空间广阔, 公司研发水平强势独占优势。1) 国内医疗升级进行时, 高端敷料市场潜力充足。我国正处于医疗水平升级时期, 高端敷料渗透率基数较低, 市场成长潜力尚足。而 2014-2019 年全球高端敷料渗透率基本维持在 48% 左右, 国内高端敷料渗透水平与之相比有广阔的提升空间。2) 高端产品门槛高, 原有龙头企业受益。区别于工艺简单、价格低廉的传统敷料, 高端敷料产品研发、生产门槛较高, 全球市场被龙头企业寡头垄断, 国内高端敷料大多依赖进口。公司多年深耕硅胶类医用敷料、泡沫敷料、抗菌工艺等领域, 所获成果斐然, 医用业务逐步向高端产品拓展, 2017-2019 年医用业务中高端敷料占比从 5.0% 提升至 7.1%。3) 公司持续创新夯实实力, 强势研发构建竞争壁垒, 2019 年研发费用率提升至 3.4%、研发人员占比 10.6%, 专利授权覆盖美、欧、日等 30 余国家地区, 目前境内专利包括海藻酸盐、聚氨酯泡棉等高端敷料制造方法共计 454 项。高端敷料产品具有高单价、高毛利率的特征, 其占比提升有望持续改善公司盈利质量。

图表 29: 2017-2019 年公司研发费用及研发费用率 (亿元, %)



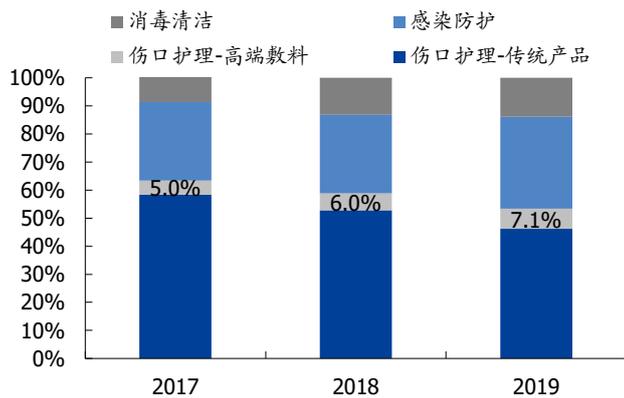
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 2019 年公司研发人员数量及占比 (人, %)



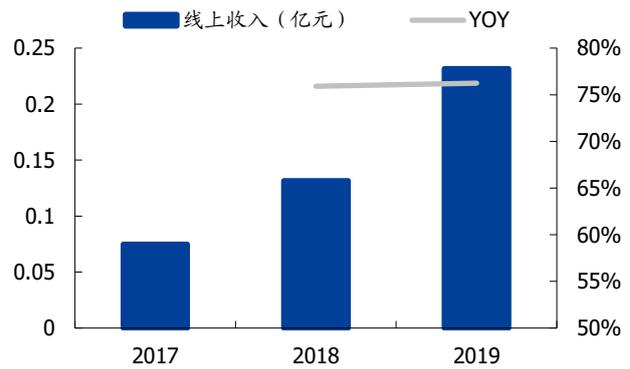
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 2017-2019 年公司医用业务分产品占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 2017-2019 年公司医用业务线上收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ 除此之外,公司在传统敷料的基础上,推出契合消费者防护意识升级、医疗消费升级各类单品。1) 面向医疗机构,产品从单品产品形式逐渐转为科室手术包系列产品形式,范围覆盖心脑、腹腔、五官等多个科室。一次性的手术包避免了重复利用带来的可能存在的感染问题,同时保留了环保、安全的优点。2) 面向家庭护理领域,推出家庭护理包等产品,将临床专业产品以便携化多样包装提供给消费者。

**2) 业务变革与扩张: 疫情给行业带来机遇,我们认为公司作为国产龙头有望借由此次契机扩展国内外渠道资源、建设自有品牌,为后续长期 2C 业务的扩张储备势能。**

**境外 OEM 业务短期暴发, 2C 业务拓宽渠道:** 疫情催生行业格局变迁,形势差异之下我国医用敷料出口大幅增长。据我们追踪,2020 年 H1 公司外销收入(基本为医用业务)同增 163.1%至 11.3 亿元,其中 2C 业务增势更为强劲。我们认为公司通过防疫产品打响“winner”品牌、打通渠道以后,疫情结束后其他非防疫产品仍会继续接力增长。

**境内自主品牌业务接力增长:** 疫情期间公司培育建设自主品牌并拓宽渠道,拓展政府采购、医院采购等稳定大客户,同时电子商务、天猫京东、小程序等线上零售渠道大幅增长。据我们追踪,公司借助消费品业务“全棉时代”成熟的品牌及渠道优势,大力拓展 2C 业务、培育“winner 稳健医疗”品牌成长,在全棉时代天猫旗舰店内售卖标有“winner 稳健医疗” & “Purcotton 全棉时代” LOGO 的口罩,在品牌和渠道协同效应下产品受到消费者欢迎。2C 业务中公司作为一体化品牌制造商,享受的品牌溢价、定价话语权较高,蓄势待发的 2C 业务有望给公司带来强劲而高质量的业绩增长点。

图表 33: 稳健医疗&全棉时代品牌渠道协同



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

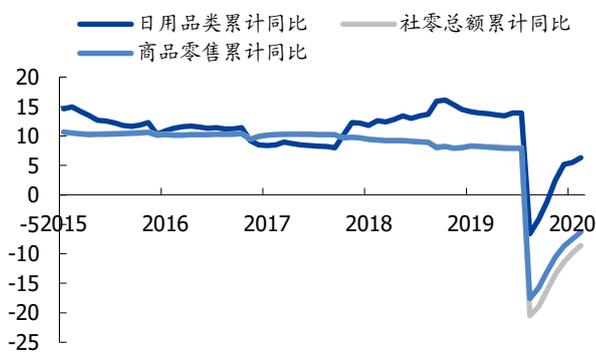
### 3. 全棉时代: 健康生活方式打造者

#### 3.1 行业: 全方面消费升级

**1、日常消费品行业: 品质化、健康化趋势明显。**国内居民可支配收入不断增长及消费转型的社会背景下,消费升级、品质需求旺盛成为日用消费行业时代特征之一,2018年以来,国内日用品类社会零售额累计同比增速显著高于商品零售/社零总额累计同比增速。公司日用消费品业务覆盖棉柔巾、卫生巾、湿巾等多个品类,以舒适、安全、环保的全棉水刺无纺布为原料,构建高品质消费品集群。

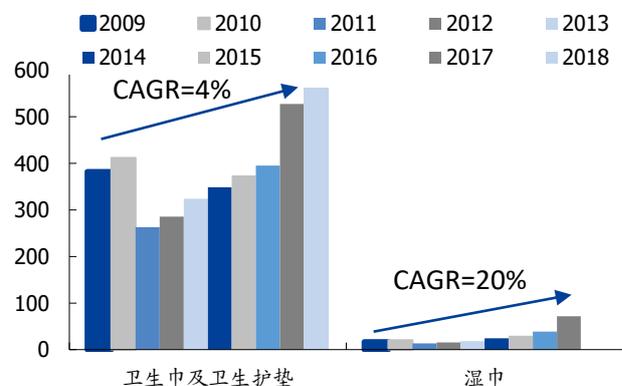
- 卫生巾及卫生护垫国内市场规模稳步增长至2018年563亿元,规模增速相对缓慢近10年CAGR约4%。2017年卫生巾国内渗透率达到了100%,意味着其目前已成为必需消费品,市场规模扩张速度相对稳定。
- 湿巾市场规模绝对值相对较小,2017年为71.8亿元,但消费结构升级驱动湿巾市场扩张迅速,2009-2017年市场规模CAGR达20%。

图表 34: 2015/01-2020/08 各类社零累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2009-2018 年国内卫生巾/湿巾市场规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

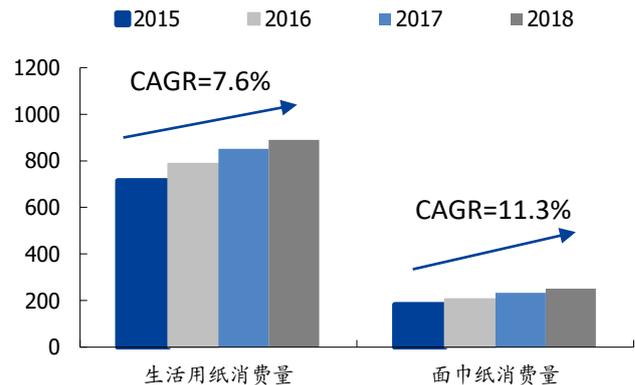
➤ **生活用纸市场高端化趋势明显，棉柔巾品类成长空间广阔。**1) 棉柔巾作为逐渐获取市场认可的新品类，用途广泛、使用便捷、环保健康，在消费升级驱动下抢占生活用纸（尤其是对湿韧强度有一定要求的面巾纸）原有市场。2) 消费升级过程中，近年来生活用纸市场规模稳步扩大的同时需求结构高端化，意味着棉柔巾品类成长空间广阔。2009-2018年生活用纸人均消费量由每年消耗3.1kg提升至2018年6.4kg。且生活用纸需求逐渐向其中较为高端的面巾纸等品类倾斜，2015-2018年面巾纸消费量CAGR达11.3%（同期生活用纸大类消费量CAGR仅7.6%）。3) 公司作为品类首创者享有绝对的先发及规模优势，天猫平台口径中其中全棉时代品牌2019年市占率超65%，这一品类业务占其消费品业务三成。

图表 36: 国内生活用纸市场规模及人均消费量 (亿元, 千克)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 2015-2018 年国内生活用纸及面巾纸消费量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**广覆盖日常消费行业，多品类打造产品集群。**全棉时代产品覆盖品类广泛，占据多项消费行业，其中在棉柔巾一细分领域凭借首创优势成为绝对的龙头品牌，在卫生巾领域中也比多个老牌卫生巾品牌比肩。而在湿巾、内衣家居服、床上用品等领域中，全棉时代与传统头部品牌深耕单一细分领域的打法不同，而是凭借多品类的优势打造一体化、全方位的“健康生活方式”。

图表 38: 日用消费品行业主要品牌 (上)

品类	主要品牌	是否为排名前十品牌	行业集中度
棉柔巾	purcotton/全棉时代、damah、心相印、bc babycare、tempo/得宝、honeymate、德佑、艾特柔、kub/可优比、vinda/维达	是，排名第一，市占率约50%	高
卫生巾	whisper/护舒宝、sofy/苏菲、七度空间、高洁丝、laurier/乐而雅、abc、freemore/自由点、ladycare/洁婷、m.password/棉密码、purcotton/全棉时代	是	中
湿巾	心相印、vinda/维达、兴洽、乐智屋	否	中

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 39: 日用消费品行业主要品牌(下)

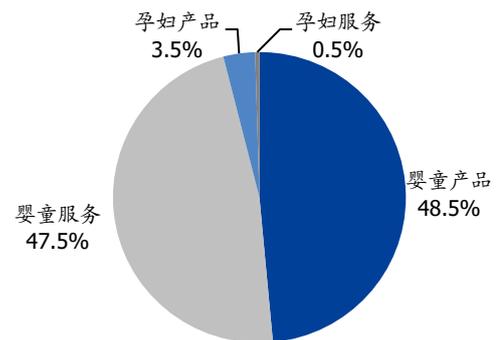
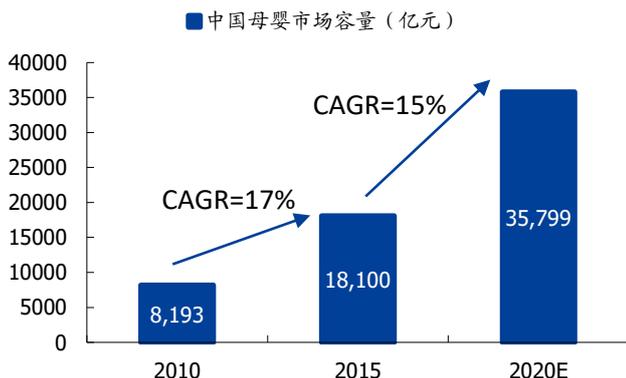
品类	主要品牌	是否为排名前十品牌	行业集中度
内衣家居服	南极人、恒源祥、派睿斯、miio/猫人、uniqlo/优衣库、ubras、bananain/蕉内	否	中高
床上用品	南极人、水星、罗莱、博洋、富安娜、梦洁	否	中高

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

**2、母婴用品行业: 加速扩张的优质赛道。短期生育政策开放二胎需求释放, 长期消费升级持续驱动母婴行业快速发展, 据罗兰贝格公开报告估算, 2015-2020年中国母婴市场容量 CAGR 达 15%, 预计在 2020 年达到 3.6 万亿。细分来看, 母婴行业中婴童产品行业占据大半江山, 根据罗兰贝格数据, 我们预计 2020 年婴童产品、婴童服务行业占比分别 48.5%/47.5%; 孕妇产子行业占比仅 4%, 起步相对较晚, 目前正处于持续高速增长中。**

图表 40: 2010-2020E 中国母婴市场容量(亿元)

图表 41: 2020E 中国母婴市场容量细分品类占比(%)



资料来源: 罗兰贝格, 国盛证券研究所

资料来源: 罗兰贝格, 国盛证券研究所

公司母婴相关的产品主要为婴儿抱被、连体服、哺乳文胸、孕期内裤等日常消费品。目前已经凭借卓越的产品及口碑在母婴领域成功打造品牌形象和知名度, 据天猫商城数据, 2020年12月天猫平台销售前十大婴童用品中, 全棉时代位列第六名。

图表 42: 母婴用品行业主要品牌

品类	主要品牌	是否为排名前十品牌	行业集中度
婴童用品	pigeon/贝亲、bc babycare、kub/可优比、goodbaby/好孩子、红色小象、purcotton/全棉时代	是	中
孕妇产子	kangaroo mommy/袋鼠妈妈、十月结晶、emxee/嫫嫫、米度丽、medela/美德乐、子初	否	中

资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

### 3.2 公司：品牌为王、全渠道扩张，打造全品类新生活方式

纵观当前消费升级趋势，消费者对健康、环保的产品诉求愈发明显。全棉时代以纯棉为载体，以首创品类棉柔巾为起点，开创“打造全品类生活方式”的经营模式先河，以“安全”、“健康”、“环保”、“医学级”为特征，精准击中日常消费需求的时代痛点。目前全棉时代作为大健康业务领军品牌，产品覆盖个人护理、孕育护理、服装服饰、家居生活等多个场景，线上线下全渠道蓄势待发。

#### 3.2.1 业务模式：以“全棉时代”品牌开展健康业务

公司健康生活消费品主要系“全棉时代”品牌产品，凭借其医疗级的产品品质、“舒适、健康、环保”的产品理念，从母婴用品切入消费品大类，销量获高速增长。2018-2019年收入分别同增11.2%/27.2%至23.8/30.3亿元，占主营收入逾六成且占比逐年提升，由2017年62.4%提升4.8pcts至2019年67.2%。2020年由于受到疫情影响，全棉时代业务收入增速有所放缓，预计2021~2022年将恢复至30%左右高速增长。

生产模式方面，公司消费品以自主生产为主，按月以销定产。其主要原材料如全棉水刺无纺布由公司提供，仅部分低附加值工序交由代工企业完成，以达到节约成本的目的。

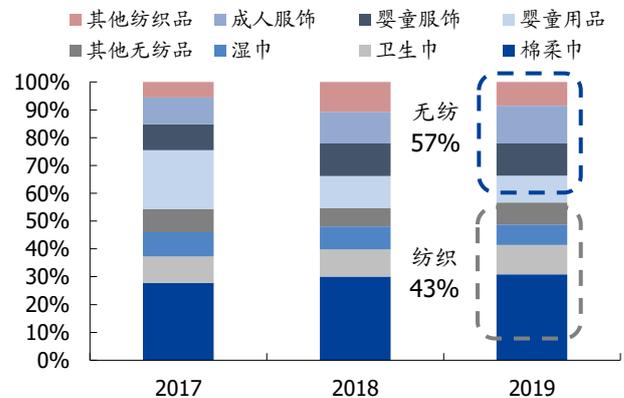
**1、首创品类棉柔巾占比超三成。**分产品来看，公司健康生活消费品业务产品可分为三大类：1)棉柔巾、卫生巾为主的无纺日常消费品，2018/2019年分别同增12.1%/31.7%至13.1/17.2亿元。2)包括无纺婴童用品、纺织婴童服饰在内的婴童产品，3)内衣为主、家居服及床上用品等为辅的服装及家纺产品。公司产品中棉柔巾最受欢迎，系公司首创品类，占消费品比重三成，因其环保性、不易致敏形成对传统纸品的部分替代，2017-2019年收入CAGR为25.4%。服饰类产品高速增长，2017-2019年婴童服饰、成人服饰收入CAGR分别32.4%/41.2%（消费品业务收入CAGR为18.9%）。

图表 43: 2017-2020E 健康生活消费品收入及其 YOY (亿元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

图表 44: 2017-2019 年健康生活消费品收入分产品类别占比 (%)



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 45: 健康生活消费品板块主要产品

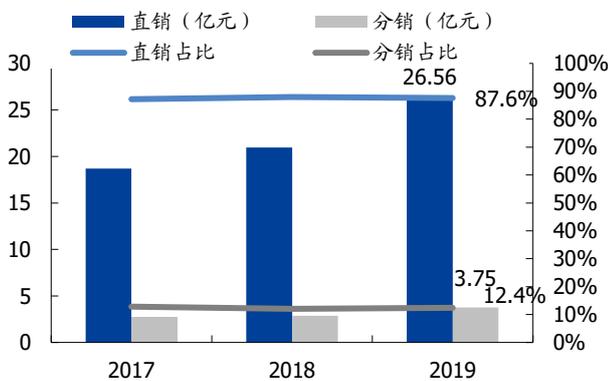
类别	产品品类	2019 年收入占比	2017-2019 年 CAGR	备注
无纺消费品	棉柔巾	30.9%	<b>25.4%</b>	以全棉水刺无纺布为原材料，全棉无纺消费品普及率不高、市场空间较大。其中棉柔巾系公司首创产品，因其环保性、不易致敏，逐渐形成对传统纸品的部分替代，实现品类创造性成功。
	湿巾	10.5%	25.1%	
	卫生巾	7.4%	9.5%	
	其他无纺消费品	7.9%	15.8%	
纺织消费品-婴童	婴童用品	9.6%	-19.8%	婴童浴巾、婴童手帕等
	婴童服饰	11.6%	<b>32.4%</b>	婴童内衣裤、家居服为主
纺织消费品-成人及家纺	成人服饰	13.5%	<b>41.2%</b>	成人内衣裤、家居服为主，外出服为辅
	其他纺织消费品	8.6%	47.0%	床上用品、卫浴用品等
合计		100%	<b>18.9%</b>	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2、以直销为主、线上天猫旗舰店+线下直营门店是增长主力。

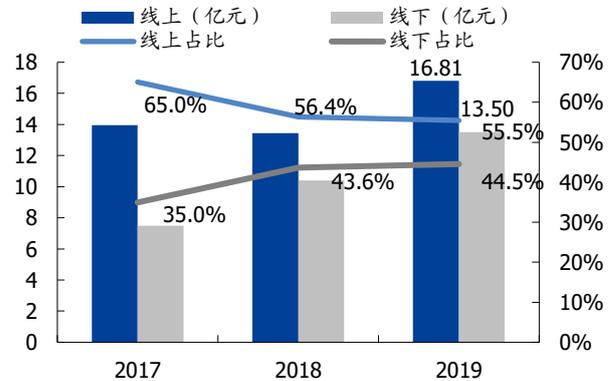
- 按销售模式分拆，公司消费品以直销为主，2018/2019 年消费品直销收入分别同增 12.2%/26.7%至 20.97/26.56 亿元，占消费品收入比重维持在 85%+。
- 按渠道业态分拆，消费品销售线上占比略高于线下，2019 年分别 16.81/13.50 亿元占 55.5%/44.5%。线下占比由 2017 年 35.0%升至 2019 年 44.5%，主要系线下直营店增速拉动。线上收入 2018 年小幅下降系公司取消与部分 B2C 平台合作所致，2019 年恢复增长同增 25.2%至 16.81 亿元。

图表 46: 2017-2019 年消费品直销/分销收入及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 2017-2019 年消费品线上/线下收入及占比 (%)

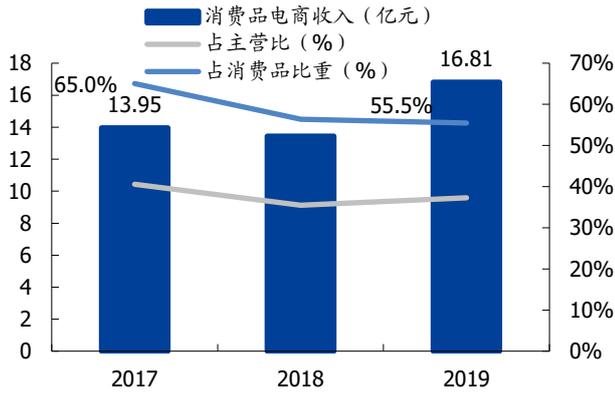


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### ①线上: 天猫、京东平台覆盖九成(主要为直营旗舰店)。电商渠道占全渠道比重过半, 2019 年创收 16.81 亿元占比 55.5%。

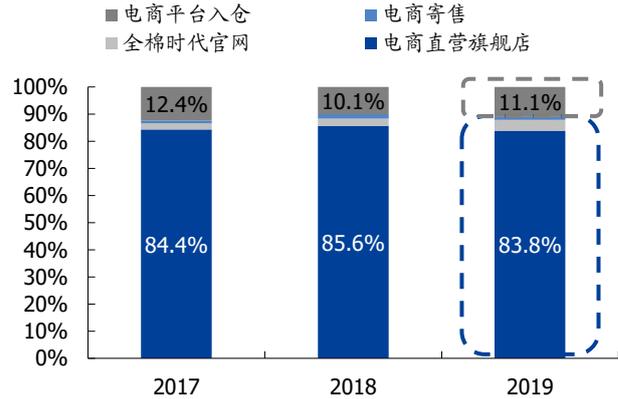
- 分具体销售模式来看，直销模式中的电商直营旗舰店系最主要的电商业模式，2017-2019 年占电商渠道比重超过八成。**1**线上直营包括品牌直营旗舰店(46.5%，系 2019 年该渠道收入占消费品收入比例，下同)、全棉时代官网及 APP、小程序(2.3%)、电商寄售(0.6%)，合计占比近五成。**2**线上分销为 B2C 电商平台入仓模式分销(6.2%)，2018 公司与唯品会取消传统入仓模式合作，致使该渠道收入有所下降。

图表 48: 2017-2019 年消费品电商收入及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 2017-2019 年电商细分渠道收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

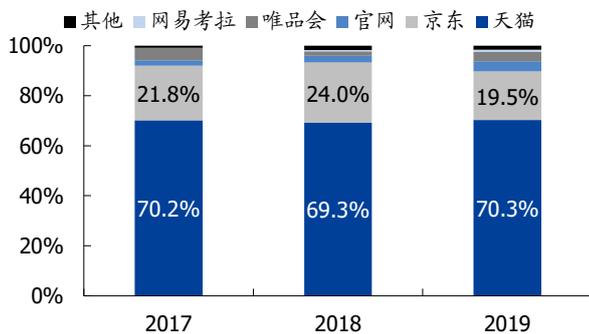
图表 50: 2019 年公司各渠道收入及占健康生活品收入比重 (亿元, %)

	直销		分销		线上/线下合计	
	渠道	收入 (亿元)	占比	渠道		
线上	B2C 平台自营店	14.1	46.5%	B2C 平台 分销	1.9	6.2%
	寄售	0.2	0.6%			
	官网、APP、小程序	0.7	2.3%			
线下	线下直营店	11.6	38.3%	大客户	0.8	2.8%
				商超	1.0	3.4%
	直销合计	26.6	87.6%	分销合计	3.8	12.4%
						<b>30.31</b> <b>100.0%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 商超渠道中有少部分系公司直销, 此处全部计入分销渠道。

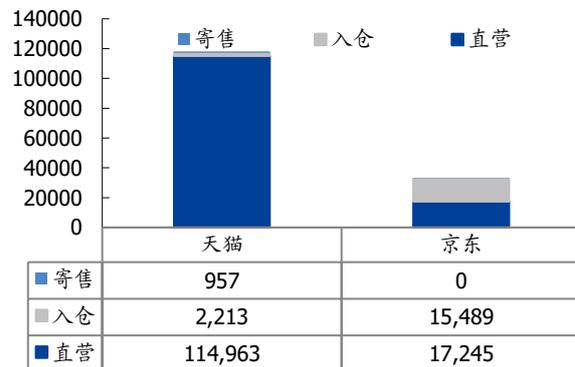
- 分具体平台来看, 公司开展线上业务的主要电商平台包括天猫、京东、全棉时代官网、唯品会、网易考拉等。前两大平台天猫、京东业务覆盖九成电商业务: 与天猫平台的合作占消费品电商业务比重维持在 70%左右, 京东平台占比约两成, 其余平台业务合计占比约一成。具体到各平台合作模式, 天猫合作业务中 97%系直销 (直营旗舰店) 业务, 而京东合作业务中直销 (直营)/分销 (入仓) 分别占比 53%/47%。

图表 51: 2017-2019 年消费品电商主要平台占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

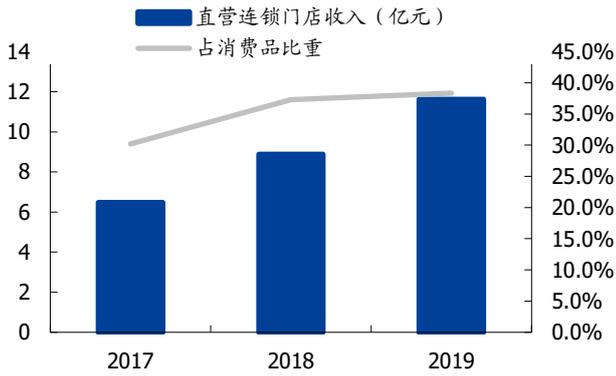
图表 52: 2019 年消费品天猫/京东平台销售模式别收入 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

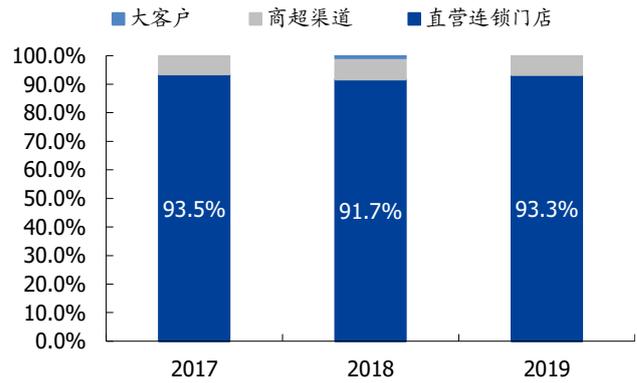
- ②线下: 连锁直营门店是全棉时代业务过往最主要的增长引擎。1) 线下直销即线下直营连锁门店 2017-2019 年收入分别为 6.47/8.88/11.62 亿元, 占消费品比重 30.2%/37.3%/38.3%, 近 2 年 CAGR 达 34%远高于公司营收 CAGR 14%, 是公司近年最主要的增长引擎。2) 线下分销包括商超渠道 (3.4%, 包括部分直销)、大客户分销或定制采购渠道 (2.8%)。

图表 53: 2017-2019 年消费品线下直营收入及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 2017-2019 年线下渠道细分收入拆分 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**拓展业务边界, 孵化美妆、个护零售平台“津梁生活”。**2018 年公司成立全资子公司津梁生活, 并于 2019 年 7 月起以“PureH2B 津梁生活”品牌从事护肤品、化妆品、个人护理产品的销售, 目前在深圳、武汉开设 3 家线下门店。津梁生活一脉相承公司的天然、环保理念, 旨在通过优选全球天然健美好物, 打造覆盖美妆、个护、运动的一站式零售平台。当下津梁生活业务处于初步运营孵化阶段, 2019 年亏损 0.13 亿元。目前已在北京、杭州开设 3 家门店, 在数字化运营、会员、部分健康消费产品方面与全棉时代业务进行信息共享, 我们预计随着津梁生活平台运营逐渐成熟、品牌知名度提升, 未来将与全棉时代协同互补、为业绩贡献新的增长点。

图表 55: 公司研发端/生产端所获部分专利及资格认证

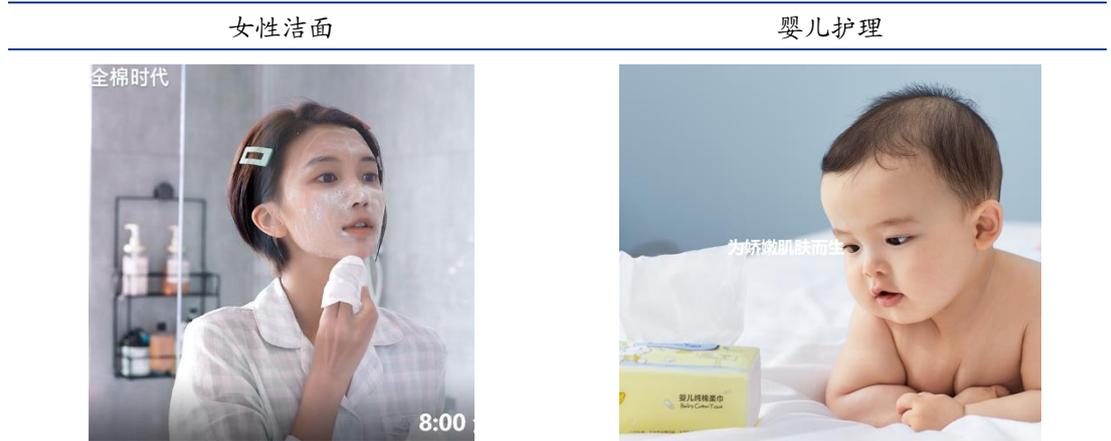


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

### 3.2.2 竞争优势之产品及品牌端: 创品类先河, 抢跑多条优质赛道, “医转民”品牌为王

**1、首创棉柔巾开创品类先河, 一举打开高品质消费市场、打响品牌知名度。**全棉时代作为棉柔巾领域的绝对龙头, 先发及规模优势突出。棉柔巾主要针对的消费需求有二: 婴幼儿日常护理及女性洁面所需。1) 女性洁面方面, 棉柔巾常用于脸部清洁及后续的护肤、化妆全套步骤中。2) 婴儿护理方面, 初生婴儿的皮肤较为娇嫩、敏感, 棉柔巾在婴儿护理中常用于日常清洁擦拭脸部及其他身体部位, 以及婴幼儿进食及活动过程中的辅助清洁。

图表 56: 棉柔巾品类市场主要消费需求



资料来源: 官网, 国盛证券研究所

**棉柔巾品类优势及特点显著:**一次性的全棉棉柔巾具有卫生、无菌、柔软、便捷的优点,解决了传统毛巾长期湿润状态容易滋生细菌等微生物、多次重复洗涤后柔软度欠佳的问题,同时避免了普通纸巾容易出现的掉毛、湿润时易烂的缺点,相对含化学成分较多的湿巾而言更加安全、健康。

- 例如参考有调评测样本数据,我们认为一定程度上而言,传统毛巾使用过程中容易残留或滋生微生物,其卫生程度显著低于一次性棉柔巾:有调评测通过检测三磷酸腺苷(ATP)来表明样品中微生物与其他生物的残余量,一条使用三个月左右、洗涤清洁后的毛巾使用ATP检测仪显示的检测结果为873 RLU,而一次性棉柔巾的检测结果在10 RLU左右(ATP荧光检测仪是卫生监督机构、食品加工企业、医疗系统等对常规清洁度进行补充判断的工具,以RLU即相对光单位数值显示结果,RLU数值越大一般意味着微生物残余量越多。按照上海市《DB31/2024-2014 食品安全地方标准集体用餐配送膳食生产配送卫生规范》标准,检测结果≤50 RLU为良好,≤100 RLU为合格)。

图表 57: 棉柔巾/传统毛巾/纸巾/湿巾品类特点

棉柔巾	传统毛巾	纸巾	湿巾
卫生、安全无细菌、柔软、便捷、环保	重复使用易导致微生物等残留;湿润环境易滋生细菌;多次洗涤后柔软性欠佳;便捷性欠佳	易掉毛;湿水易烂;相对而言不够环保	含有化学成分较多,相对更刺激

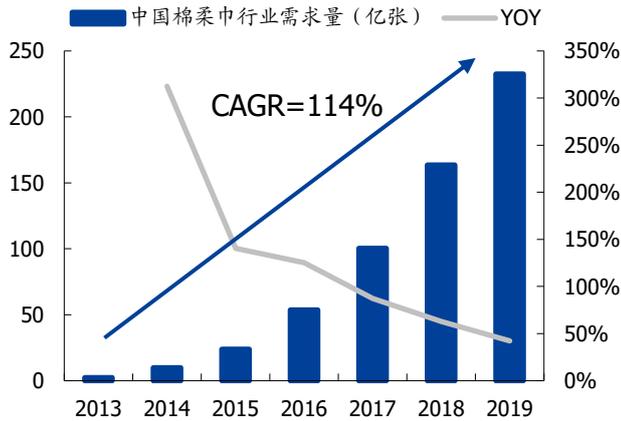
资料来源: 国盛证券研究所

**市场规模扩张空间广阔,其动力来自棉柔巾品类渗透率的提升。**公司首创品类“棉柔巾”自上市销售以来引发市场积极反响。生活用纸需求高频、刚性、量大,而棉柔巾借助卫生、便捷的品类优势,逐渐形成对部分传统纸品的替代,2019年全棉时代旗舰店棉柔巾GMV超过维达旗舰店、洁柔旗舰店等抽纸类知名品牌GMV。

- 据立鼎产业研究中心数据,中国棉柔巾行业需求量近年来高速增长,以114%的CAGR增长至2019年232.6亿张。
- 我们测算当前棉柔巾渗透率低于**10%**,预计未来渗透率提升将持续驱动市场规模增长。我们按照婴幼儿护理和女性洁面两大方面来粗略估算中国棉柔巾市场需求空间,假设未来出生人口数量及人口结构保持不变(事实上,我国出生人口数量近年来以0.8%左右的CAGR呈现缓慢下降趋势,人口结构随之滞后有相应变化,但考虑其变化幅度较小、棉柔巾渗透率提升较快,我们此处忽略其变化)、假设棉柔巾主要面向0~1岁婴幼儿及14~49岁女性人群,我们初步估算中国棉柔巾市场空间为3270.3亿张(按照0.1元/张的单价即约330亿元),以此计算的2019年棉柔巾渗

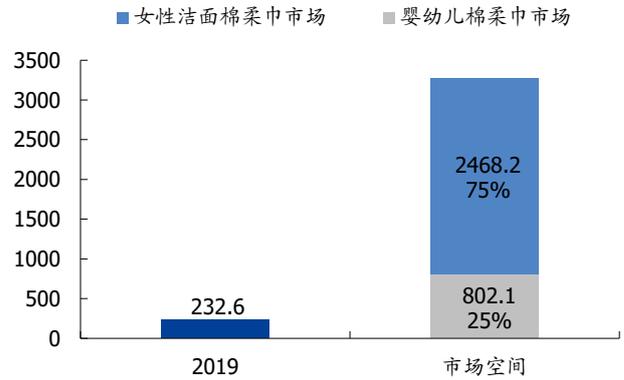
透率仅 7.1%左右，我们认为这一新兴品类的渗透率仍有广阔的提升空间。

图表 58: 2013-2019 年中国棉柔巾行业需求量及 YOY (亿张, %)



资料来源: 立鼎产业研究中心, 国盛证券研究所

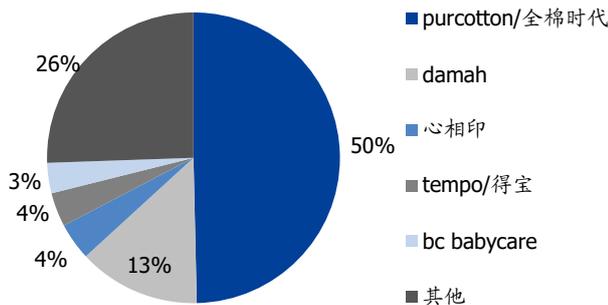
图表 59: 中国棉柔巾市场空间测算 (亿张)



资料来源: 立鼎产业研究中心, 国盛证券研究所测算

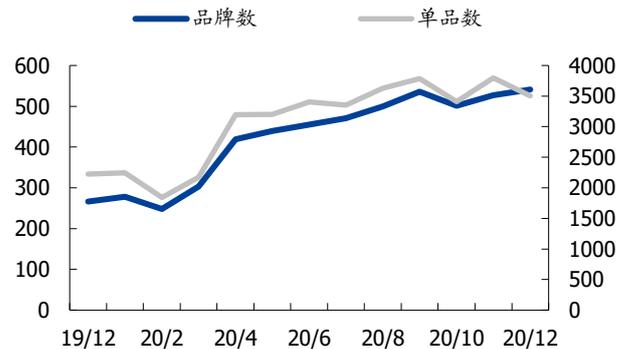
全棉时代作为棉柔巾品类代名词，在这一领域享有绝对的规模优势及品牌优势。随棉柔巾市场认可度提升，天猫在纸品分类中新增棉柔巾品类，其中全棉时代品牌 2019 年市占率超 65%，2020 年市占率有所下降但仍占据着半壁规模江山（48%），远超排名第二/第三的品牌 DAMAH（13%）/心相印（4%）。我们认为棉柔巾作为迅速扩张的新兴品类，不断有新品牌入场抢占份额是行业成长的必然趋势。天猫平台棉柔巾品牌数量由 2019 年末 266 个迅速增长至 2020 年末 541 个，店铺数量由 2223 家达到了 3502 家。我们认为：全棉时代品牌市场份额数值的下降并不意味着其竞争优势的削弱，而是市场快速扩张带来的稀释结果，全棉时代作为棉柔巾品类的首创者及不二龙头，仍能从高速成长的市场中持续获利。

图表 60: 2020 年天猫平台棉柔巾品牌市占率 (%)



资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

图表 61: 2020/01-2020/12 天猫平台棉柔巾品牌及单品数 (个)

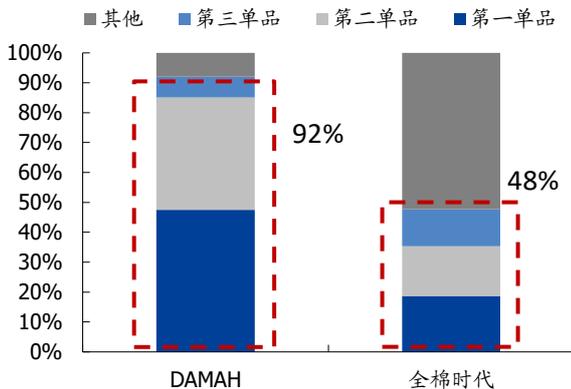


资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

全棉时代大单品策略表现出色，高增长带动终端，1) 棉柔巾高频、低价的日用消费品性质决定了大单品策略的适用性。以 2020 年 12 月天猫平台销售数据为例，全棉时代棉柔巾产品销售额前三名合计占品牌棉柔巾销售额的 48%，依靠直播“大 V”李佳琦带货而走红的 DAMAH 品牌（2020 年天猫平台棉柔巾品牌市占率 13%排名第二）产品高度集中表现更为明显，前三名大单品占销售额比重超 90%。我们认为大单品的增长潜力直接决定品牌的未来走势。2) 全棉时代以经典款为主打造热销爆款单品，终端销售优异，包括婴儿款棉柔巾、经典款棉柔巾、加厚抽取式棉柔巾等大单品，常年位于天猫旗舰店销量榜前列。全棉时代品牌产品以标品为主、非标品为辅，2017-2019 年全棉时代业务收入

分别为 21.44/23.84/30.31 亿元，CAGR 达 18.9%，其中棉柔巾一项品类占三成左右，2017-2019 年收入分别 5.96/7.18/9.37 亿元。

图表 62: 2020/12 全棉时代/DAMAH 品牌棉柔巾大单品占比 (%)



资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

图表 63: 全棉时代棉柔巾经典大单品



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

**2、母婴及内衣家居等品类: 多品类抢跑优质赛道, 打造一体化生活方式, 创新性产品迭出。**公司借助首创棉柔巾打开的高品质健康生活消费市场, 针对消费者痛点 (尤其是女性、婴童群体), 革新性推出了一系列多场景适用的全棉理念消费品, 涵盖母婴、个护、内衣家居等, 打造安全、健康、环保的一体化全棉生活方式。如: 1) 针对市场上存在的女性卫生巾质量导致生理疾病的问题, 以高标准医学级质控、无菌检测水准推出亲肤健康的全棉卫生巾; 2) 针对差旅出行需求提供男女款便捷出行旅行包、全棉一次性内裤; 3) 面向女性卸妆护肤需求, 推出氨基酸泡泡洗脸巾, 一举解决洁面+补水两阶段操作; 4) 推出湿厕巾、抗菌洗碗巾、亲肤透气的内衣家居服等家居用品, 致力于提供舒适健康的居家体验; 5) 疫情期间防护需求大增, 全棉时代推出杀菌率大于 99% 的便携装酒精棉片。在持续的创新更迭中, 公司不断拓展产业边界, 在无纤消费领域深耕创新的同时向纺织消费领域拓展, 打造并完善了囊括众多品类的一体化全棉健康生态。

图表 64: 全棉时代“健康生活方式”产品生态 (上)



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 65: 全棉时代“健康生活方式”产品生态(下)



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

母婴用品、内衣消费者对产品质量及安全性要求更高、品牌粘性更强, 公司将医疗标准等级的质量控制、灭菌检测用于消费品业务生产中, 精准把握市场需求心态。1) 受行业产品用途性质影响, 母婴消费者对产品安全性要求较一般消费品更高。据易观智库数据, 中国用户购买孕妇产装主要考虑因素中, 前三大因素分别为产品安全性(97%)、用户口碑评价(58%)、品牌知名度(46%), 价格(33%)、款式(8%)因素排名仅分别第四、第七。2) 消费升级的现象更加明显, 高端品牌占比大。据艾媒数据, 2020年双十一哺乳内衣截至10月31日累计预售排名前六的品牌中, 四个为单件均价较高的海外品牌。这一细分市场对于质量口碑双优的高端产品需求较高, 公司将医疗标准等级的质量控制、灭菌检测用于消费品业务生产中, 成功打造医学级的品牌形象, 深契母婴市场需求特征。

图表 66: 2020年双十一中国哺乳内衣累积预售情况(截至2020年10月31日)

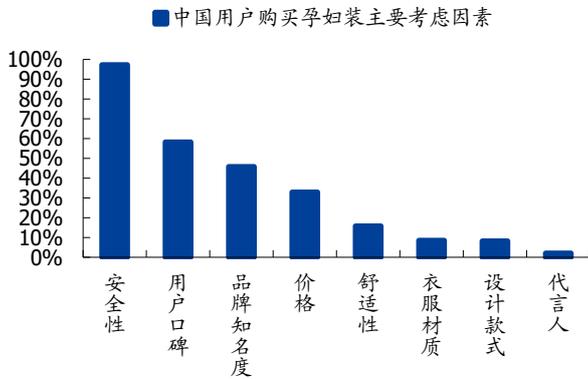
品牌名称	累积预售额(元)	单件均价(元)	品牌所属地
EMXEE/嫚熙	6,451,967	258.4	英国
MEDELA/美德乐	3,796,364	361.8	瑞士
bc babycare	3,018,635	199.4	中国
Infansys/幻曦	1,273,760	274.9	中国
JOYNCLEON/婧麒	1,083,614	271.4	意大利
Inujirushi/犬印本铺	549,938	294.7	日本
Loveloveloc	513,758	257.5	中国
Soffny/诺棉	474,792	219.0	中国
十月皇后	218,424	130.8	中国
Purcotton/全棉时代	173,018	225.9	中国

资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所

消费者连带购买意愿强, 公司多品类模式满足消费者需求, 全渠道融合提供“一站式”购物体验。1) 据罗兰贝格2016年消费者调查结果, 在购买母婴类别产品时, 消费者对于其他婴童服装/婴童易耗品几乎每次或经常顺带的比率分别达到37%/25%。公司产品覆盖母婴服饰、母婴护理、个人护理、内衣家居等多样品类, SKU品类繁多。2) 疫情下积极推进门店、官网、小程序的渠道融合, 当下已经形成了零售新生态, 我们估算小程

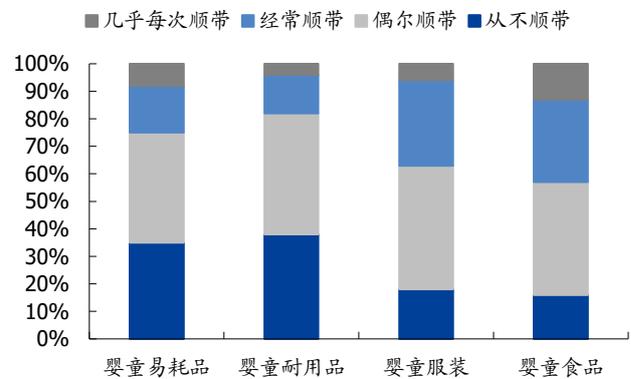
序销售额占新零售板块占比 10%，2020 年前三季度销售额接近 3 个亿，同时私域流量的会员增长突飞猛进，当前会员数量接近 1200 万，线上、线下全渠道为消费者提供购物的一站式体验。

图表 67: 中国用户购买孕妇装主要考虑因素



资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

图表 68: 中国用户婴童产品顺带购买意愿 (%)



资料来源: 罗兰贝格, 国盛证券研究所

**3、品牌产品优势一：“医用”转“民用”优势突出。**公司的质控、研发水平享誉医用敷料行业，进军消费品领域具有绝对性降维优势。公司质量管理体系通过 ISO13485、美国 FDA 21CFR820、中国医疗器械 GMP 等要求，研发中心获国家认可委员会 CNAS 实验室认可证书，所获专利授权覆盖美、欧、日等 30 余个国家及地区，其产品获多国家地区准入。公司将医疗器械级别的高标准质量控制、灭菌检测用于消费品的生产中，“医”转“民”在产品方面有着先天绝对优势。当下健康消费多维延伸、医疗用品向日常渗透成趋势，全棉时代作为先驱者，先发优势、降维优势突出。

图表 69: 公司研发端/生产端所获部分专利及资格认证



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

**差异化全棉时代品牌定位，成功打造医学级消费品品牌。**高度的医疗行业认可为医学级消费品牌的打造带来先天优势：1) 各国家医用敷料行业监管政策下严格，只有高质量保障、高质控水准的企业才能取得产品认证，同时多地区的产品准入资格也成为品牌形象的有效背书。2) 公司将医疗器械级别的高标准质量控制、灭菌检测用于消费品的生产中，获得“2019 年全国质量诚信标杆典型企业”、“2019 年全国质量检验稳定合格产品”等荣誉称号，成功将全棉时代打造成专业、安全、环保的医学级消费品品牌。

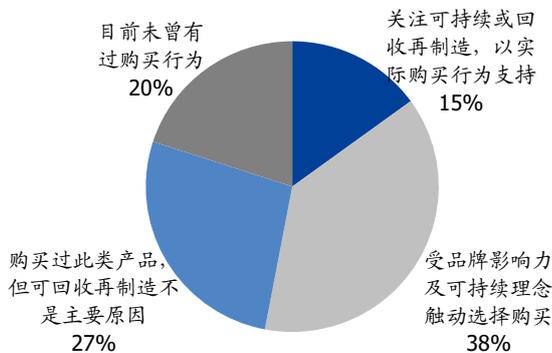
图表 70: 全棉时代部分品牌荣誉

全棉时代部分品牌荣誉
2019 年全国质量诚信标杆典型企业称号
全国产品和服务质量诚信示范企业
2019 年全国产品和服务质量诚信示范企业称号
2019 年全国零售行业质量领先企业称号
2019 年全国质量检验稳定合格产品称号
CCTV70 年 70 品牌奖杯
中国连锁品牌成长潜力 20 强称号
中国母婴企业公益行动杰出贡献奖
2018-2019 中国零售业“年度最具价值新锐品牌”
2017 年度母婴影响力品牌

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

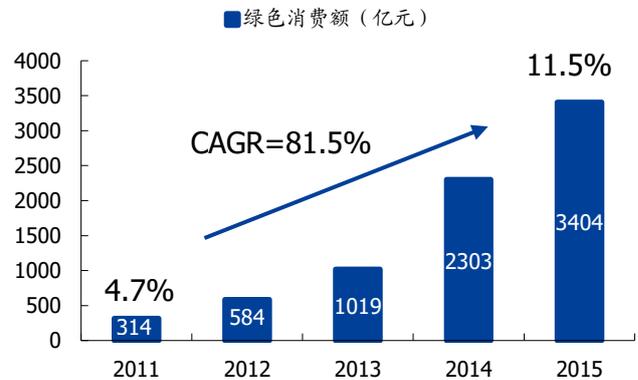
**品牌产品优势二: 紧抓当下消费的“健康”“环保”主题。**1) 当下消费环境升级体现在多方面, 消费者愿意为健康及环保理念买单或支付更多的溢价。据 CBN 调研数据显示, 80%的消费者购买过可回收再生产品, 超过 50%的消费者的购买行为受品牌可持续理念的驱动, 超过四分之一的消费者在线购买过药品、健康器械。据阿里研究院数据显示, 2011-2015 年阿里平台绿色相关概念产品消费额 CAGR 高达 81.5%, 同时这些绿色环保概念的产品较同类普通产品能够享受较高的溢价, 个人护理/孕妇用品/婴幼儿用品/床上用品溢价水平分别为 32%/11%/34%/37%。2) 全棉时代是典型的环保属性品牌之一, 产品均采用棉花制造, 具有天然、安全、环保、可持续的特点。公司以“一朵棉花改变世界”为口号, 将使用全棉时代产品的行为与保护地球的愿景相连接, 基于“环保”的宏大主题, 呼吁消费者选择全棉时代品牌产品, 有效的面向市场打造了绿色环保的品牌形象, 引流和品牌建设效果显著。

图表 71: 消费者对回收再生产品的购买比例 (%)



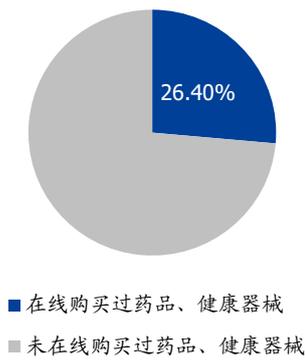
资料来源: CBN Data, 国盛证券研究所

图表 72: 2011-2015 阿里平台绿色消费额 (亿元)



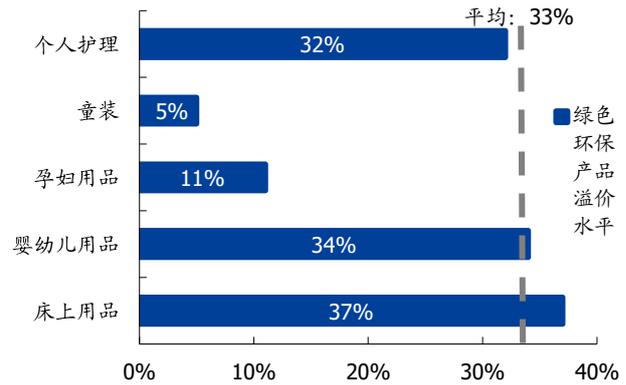
资料来源: 阿里研究院, 国盛证券研究所

图表 73: 2020年6月线上购买药品/健康器械渗透情况(%)



资料来源: CBN Data, 国盛证券研究所

图表 74: 绿色环保产品溢价水平(%)



资料来源: 阿里研究院, 国盛证券研究所

**营销端, 绑定“健康”“环保”概念, 全力品牌营销。**公司将品牌与“健康的生活”相捆绑, 将营销拓展为“棉”文化输出、健康生活方式及可持续环保理念的传递, 培养市场对于全棉时代“健康、环保、安全”的品牌印象与品牌感知。

- **多方式、全渠道的广角营销打造品牌营销。**除借助直营门店、明星代言、广告等传统营销方式之外, 公司通过展会、合作纪录片、举办比赛、合作单曲等多样方式进行内容化营销, 丰富品牌形象内涵: 1) 公司 2014 年至今举办 30 余场“全棉改变世界”城市巡展; 2) 2015 年与央视合作契合品牌形象的纪录片《布衣中国》进行文化输出; 3) 2018 年与国家地理中文网合作启动“棉·自然·人”百万摄影大赛; 4) 2019 年十周年主题营销活动, 携手明星王俊凯举办线下见面会及全国品牌巡展; 5) 2020 年与歌手董又霖共创主题曲《棉》。
- **将品牌与“健康的生活方式”、“保护环境”等行为特征相绑定, 利用品牌定位填补追求品质生活的消费需求。**1) 将医疗器械级别的质量控制、灭菌检测用于消费品的生产中, 宣扬“医学贴近生活, 全棉呵护健康”的理念, 强化传承医疗基因的消费品牌定位。2) 在各类讲述品牌故事的场景中, 着力强化全棉时代“健康、安全、品质生活”的品牌印象, 利用品牌定位填补追求品质生活的消费需求。消费者愿意为之买单的并不仅仅是日用产品本身, 更是产品背后代表的健康的生活方式、可持续发展的理念。

图表 75: 全棉时代品牌部分营销活动

全棉时代与歌手董又霖共创主题曲《棉》，发起全棉K歌大赛，传递品牌温度。

棉·自然·人 全棉时代 2020 品牌巡展。该系列展会已举办 7 年，走过中国 20 多座城市。



携手日本摄影师上田义彦深入新疆棉田拍摄纪录片。

宣扬通过棉产品回归自然、探索可持续发展理念，“把一个天然，无污染的环境还给世界”。



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

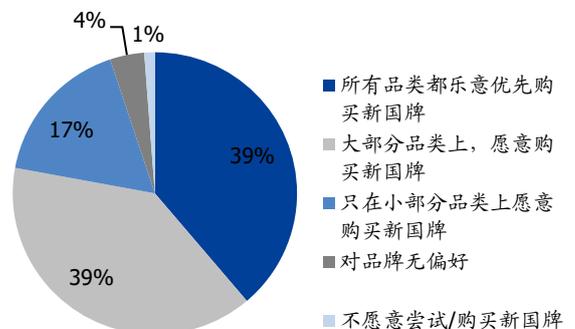
**品牌及产品优势三：坚守民族品牌定位，乘“国牌崛起”之东风。**1) 当下本土消费市场当前持续释放利好国民品牌信号。市场上新国货、国潮等概念持续高热度不减，关键词“新国货”的百度搜索指数 2017 年以来持续震荡上行。消费群体对国民品牌的消费意愿变高，据艾媒咨询调查数据，近 40% 网民表示“所有品类都乐意优先购买新国牌”，另外近 40% 网民表示“在大部分品类上愿意购买新国牌”。2) 全棉时代秉持国民品牌定位，坚持用环保健康的棉花、优质的工艺、医疗标准的质量，打造消费者信任的国货品牌。我们认为国货的崛起来自消费者民族自信心的提升+国产品牌形象质量的改善，全棉时代作为国牌崛起风气的贡献者和受益者，其消费者认可度未来将继续改善。

图表 76: 2017 至今“新国货”关键词百度指搜索数趋势



资料来源：百度指数，国盛证券研究所

图表 77: 中国网民关于“新国牌”态度的调查(2019 年 5 月, N=1705)



资料来源：艾媒咨询，国盛证券研究所

品类及品牌的各项优势为全棉时代产品带来一定溢价。1) 婴童用品、卫生巾、内衣等贴肤用品对于产品温和性、安全性比较敏感，市场愿意为高质量、高安全性产品的溢价买单。2) 当下“消费升级”和“消费惰性”并存，棉柔巾、卫生巾等产品的高频、低单价性质，带来了消费者行为的高度粘性。3) “健康”、“环保”等品牌标签的成功打造，也为全面是滴啊产品带来了一定程度的溢价权利。全棉时代婴儿连体服单价 139 元（行业平均 118.5 元）、卫生巾单价 12.4 元（行业平均 8.9 元）均高于行业水平，但其棉柔巾作为打造知名度的引流单品，采用较低定价以拓展市场。

图表 78: 全棉时代主要产品价格同业比较

棉柔巾	元/张	卫生巾	元/包	婴儿连体服	元/件
全棉时代	<b>0.150</b>	全棉时代	<b>12.4</b>	全棉时代	<b>139.0</b>
babycare	0.132	护舒宝	7.8	丽婴房	87.0
棉上	0.232	自由点	7.8	拉比	158.0
洁丽雅	0.148	苏菲	7.5	巴拉巴拉	89.9
平均	<b>0.165</b>	平均	<b>8.9</b>	平均	<b>118.5</b>

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

### 3.2.3 竞争优势之渠道端: 全渠道融合带来强爆发力

公司始终坚持线上线下同步平衡发展的渠道方针，目前其全棉时代消费品业务已经形成全覆盖的销售网络：线上业务经调整后恢复高速增长，线下门店下沉持续扩张、店效增长潜力后置释放。疫情形势推动线上线下融合加速，渠道一体化水到渠成，加上前期产品端、物流端、会员端等的数字化转型有效提效，我们预计接下来将会迎来全渠道的强势增长。

线上：渠道拓宽优化，疫情下承受更多流量。1) 2019 年线上业务收入 16.81 亿元占比 55.5%。2018 年收入小幅下降系公司基于利润业绩考虑，取消当年与天猫电商平台的超级品牌日活动合作、与唯品会的传统入仓合作，同时不断尝试网易考拉等新平台业务。2019 年线上收入恢复正增长，同增 25.2% 至 16.81 亿元。2) 疫情成为渠道融合的催化剂。疫情期间线下消费受压，流量拥挤至线上渠道，大形势一举推动线上线下全渠道融合进程。据我们追踪，公司全棉时代品牌线上业务扩张迅速，其中小程序带来的私域流量翻几番暴发增长。我们认为经由前期业务结构调整优化+当下疫情催化消费流量结构性迁移线上，消费品线上业务未来有望继续保持双位数高速增长。

图表 79: 公司分平台线上业务情况 (亿元, %)

平台	2019 年收入及占比	备注
天猫	11.8 亿元 (70.3%)	其中 97% 为公司自营, 2018 年取消超级品牌日活动合作致使收入同降 3.7%, 2019 年恢复高增速 25.1%。
京东	3.3 亿元 (19.5%)	其中 53% 自营, 近两年无增长; 47% 分销, 近两年 CAGR 为 9%。
官网	0.7 亿元 (4.1%)	占比较小, 高速增长, 近两年 CAGR 为 49%。
唯品会	0.6 亿元 (3.7%)	其中 87% 为公司直营, 高速增长近两年 CAGR 为 43.2%; 入仓合作 2018 年取消影响收入。
其他	0.4 亿元 (2.5%)	占比较小, 高速增长

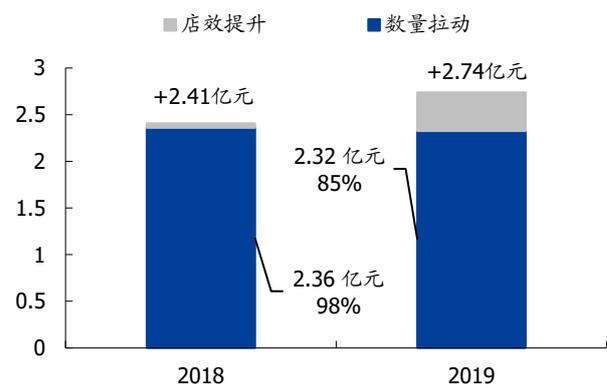
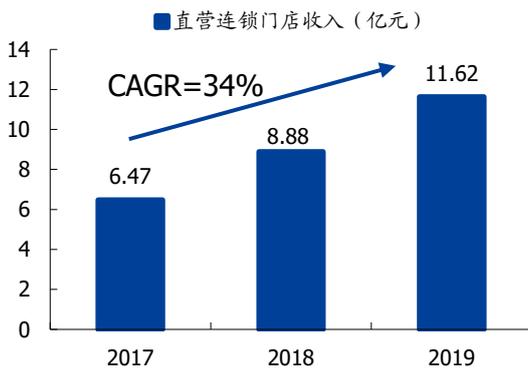
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线下：引流作用明显，开店空间充足，店效增长潜力后置释放。近年业绩来看，线下连锁直营门店是公司最主要的增长引擎。消费品线下直营店收入 2017-2019 年分别为 6.47/8.88/11.62 亿元，占消费品收入比重为 30.2%/37.3%/38.3%，近 2 年 CAGR 达 34% 远高于公司营收 CAGR 14%。高速增长主要系渠道数量增长驱动，公司战略性聚焦渠道扩张，我们认为未来随门店位置优化、面积提升、科技赋能，店效后期有望得到提升。

- 量价拆分来看，线下直营门店收入增长主要系数量驱动。2018/2019年线下直营店收入分别为8.88/11.62亿元，同增37.2%/30.8%，主要系数量增长驱动：2018/2019年线下直营门店数量增加53/51家至199/250家，东南、东部沿海城市分布较密集。
- 我们认为公司消费品覆盖的棉柔巾、卫生巾、婴童用品、成人内衣等品类市场空间广阔、赛道优质，渠道扩张是抢占市场份额的必要战略性步骤。据招股说明书披露，首次公开发行募集资金中7.05亿元（49%）将用于营销网络建设项目，主要用于在开设直营门店，开店规划集中在一二线城市及较发达的沿海三四线城市。疫情期间公司优化渠道结构，未来将重点聚焦500平米左右的中型门店，并邀请国际设计师协助优化店面形象及产品陈列。我们判断未来公司将继续下沉夯实完善渠道，并借新零售之势巩固竞争力。

图表 80: 2017-2019 年消费品线下直营业收入 (亿元)

图表 81: 2018-2019 年线下直营业收入增量拆分 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 82: 全棉时代门店分布一览图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

- 我们测算开店上限约545家，较目前门店数量246家仍有较大空间。公司渠道战略性下沉，近年新增门店向柳州、淄博等三线城市拓展。据官网披露的店铺信息，全棉时代目前线下直营门店共计246家覆盖50个城市，其中175家（71%）位于人均GDP超过10万元的发达城市（以2019年数据为准，共计23个），低线城市

覆盖广度、部分高线城市覆盖深度尚有不足。据第一财经发布《2020城市商业魅力排行榜》，将国内当前城市分为四个层级：一线城市（4个）、新一线城市（15个）、二线城市（30个）、三线城市（70个）、四线城市（90个）、五线城市（128个）。参照目前全棉时代在布局成熟地区店数，我们估计一线/二线/三线城市开店上限分别约25/15/5/1家，由此预估全国范围内品牌开店上限约545家，较目前246家仍有较大空间。

图表 83: 全国地区开店数量测算(家)

一线	目前数量 (家)	预计空间 (家)	新一线	目前数量 (家)	预计空间 (家)	二线城市	目前数量 (家)	预计空间 (家)	三线预计空间 (家)
北京	23	25*4	成都	16	15*15	昆明	8	5*30	1*70
上海	12		重庆	13		哈尔滨	6		
广州	5		杭州	14		厦门	5		
深圳	34		武汉	12		大连	4		
合计								545	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所测算

- **扩张拓店为先, 未来店效增长可期。**公司店效基本平稳略有增长, 在营门店平均收入2018/2019年9分别同增0.7%/4.2%至446.4/464.9万元/家, 门店店均面积增加53/51平方米/家至199/250平方米。1) 门店面积高速扩张, 以容纳不断拓宽的SKU种类, 为消费者提供一站式购物体验。2) 店效水平基本近年无明显增长, 主要系目前渠道战略聚焦于“扩张”以抢占市场扩大品牌影响力而非“提效”, 随公司对部分门店形象改装升级、调整店铺位置、新增300平米以上的中型店, 积极拥抱新零售赋能门店, 我们认为门店店效有充足的上升潜力。

图表 84: 2017-2019 年门店数量及店均面积(家, 平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

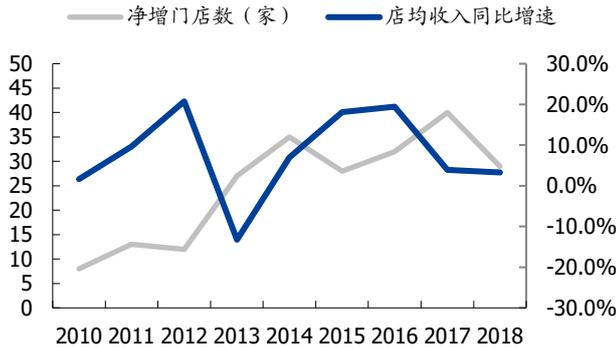
图表 85: 2017-2019 年门店平均收入(万元/家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

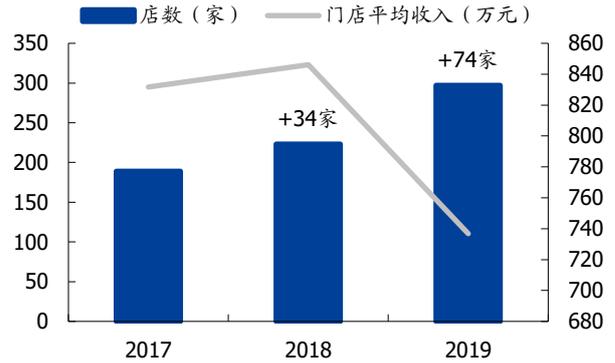
- **我们认为中长期店均年收入有望提升至600-700万元/家。**1) 2017-2019年公司店均面积有明显扩大, 店效基本无提升, 我们认为店效短期受压系公司“扩张式”渠道策略所致。追溯无印良品中国区拓店情况, 2012年、2014-2016年门店净增数量较大同时店效增速有所下滑, 整体来看每年净增网点数量与门店平均收入大致呈现负相关关系; 再看连锁母婴龙头爱婴室2019年展店加速的同时, 店均收入同样出现滑坡, 因此我们认为店效表现受压属高速拓店时期正常特征。2) 公司门店系为全棉时代品牌店, 销售产品覆盖无纺日常消费品、婴儿用品、内衣家居服及床上用品等品类, 一站式购物模式利于客单价、连带率指标提升。我们认为随公司店铺扩容增加SKU、位置及形象优化, 中长期店均收入有望提升至600-700万元。

图表 86: 无印良品中国区新增门店数及店均收入增速 (家, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 87: 2017-2019 年爱婴室门店数及店均收入 (家, 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

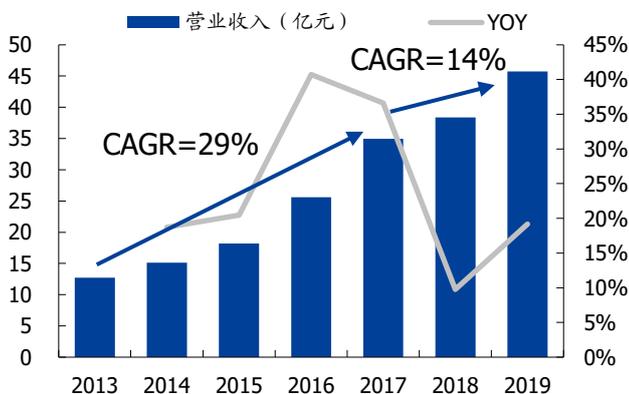
对于全棉时代来说, 线下门店不仅是销售终端的角色, 其引入流量、培育会员的作用也相当显著。1) 据我们判断, 会员中有相当大一部分来自线下门店, 疫情期间私域流量带来的销售额(主要表现为小程序收入)大幅增长也正得益于原有线下流量向线上的迁移。截至 2019 年底全棉时代品牌会员人数逾 2000 万人, 疫情期间会员数量更是出现大幅增长。2) 公司注重会员培育与维护, 为会员提供积分抵现、折扣等价格优势服务, 并通过“棉·自然·人”主题展、“422 环保主题”等活动, 组织会员参加以家庭育儿形式为主的品牌趣味活动, 包括手工 DTY、棉类知识科普等, 加深消费者与品牌情感联系。

## 4. 财务: 规模持续扩张, 盈利质量改善

### 4.1 营业收入: 中长期增速可观

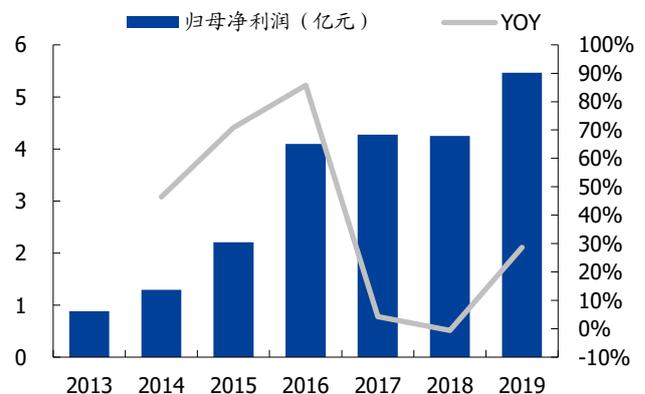
中长期收入/业绩规模稳步增长, 2018/2019 年公司收入分别同增 9.8%/19.2%至 38.39/45.75 亿元, 归母净利润同比同减 0.6%/同增 28.6%至 4.25/5.46 亿元。公司经高速发展到稳定扩张: 1) 2013-2017 年公司处于高速发展期, 营收 CAGR 达 29%; 2) 2017-2019 年增速放缓, 营收 CAGR 为 14%。短期疫情催生医用敷料需求, 公司对应业务直接受益。2020H1 公司收入/业绩分别同增 98.5%/348.9%至 41.8/10.3 亿元, 主要系口罩、防护服收入暴发增长 29 倍拉动, 剔除该产品后收入同增 5.4%至 21.2 亿元。

图表 88: 2013-2019 年营业收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 89: 2013-2019 年归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

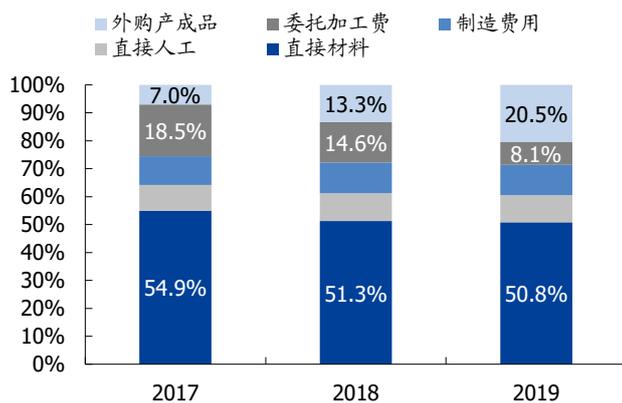
## 4.2 营业成本及毛利率：毛利率稳中提升

**营业成本中约五成为直接材料成本。**公司生产成本随业务规模扩大不断增长，其中直接材料成本占比五成，故直接材料如棉花等价格变动对与营业成本影响较大。2018年起公司调整采购模式，将部分委托加工产品转为成品采购模式，委托加工费占比由2017年18.5%降10.4pcts至2019年8.1%，相应的外购产成品成本占比由2017年7.0%升13.5pcts至20.5%。

**高毛利的消费品占比增加拉动主业毛利率提升。**2019年主营业务毛利率51.8%较2017年49.2%提升2.6pcts，主要原因系健康生活消费品毛利率较高，占比提升拉高毛利率。分产品来看：

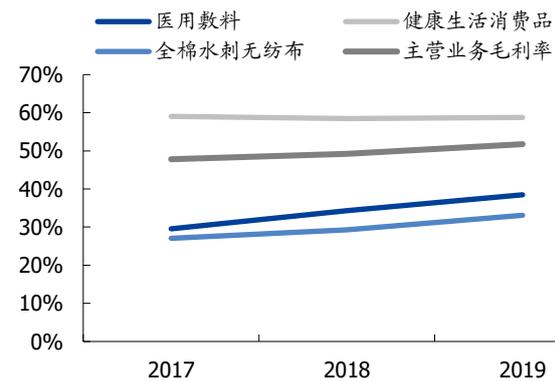
- 占比最大的健康生活消费品毛利率最高，近三年稳定在58%-59%之间，其中又以服饰类毛利率产品较高。
- 医用业务毛利率随人民币贬值、生产效率提升、高端产品占比增加而逐渐走高，由2017年29.6%增加8.9pcts至38.5%，目前高于行业平均水平。
- 全棉水刺无纺布毛利率2019年为33.1%，较2017年提升3.8pcts，系销售单价提升叠加材料采购成本降低所致。毛利率高于同业系可比公司诺邦股份等所产水刺无纺布以化纤原料为主，相比之下公司所产全棉水刺无纺布环保、产品附加值更高。

图表 90：2017-2019 年生产成本构成（%）



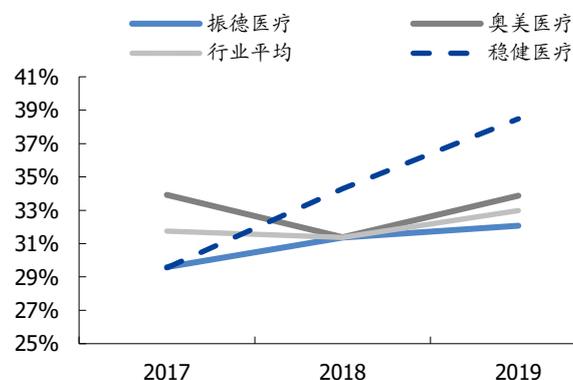
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 91：2017-2019 年分产品毛利率（%）



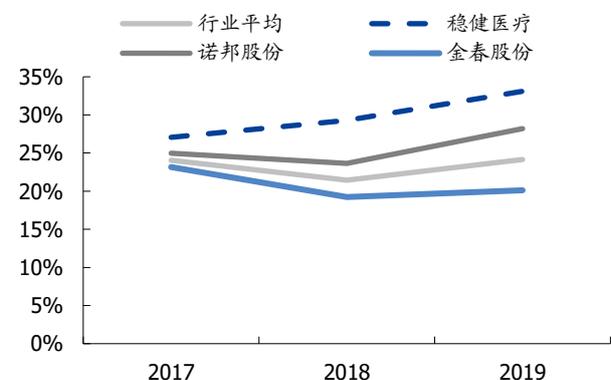
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 92：医用敷料行业产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 93：水刺无纺布行业产品毛利率（%）



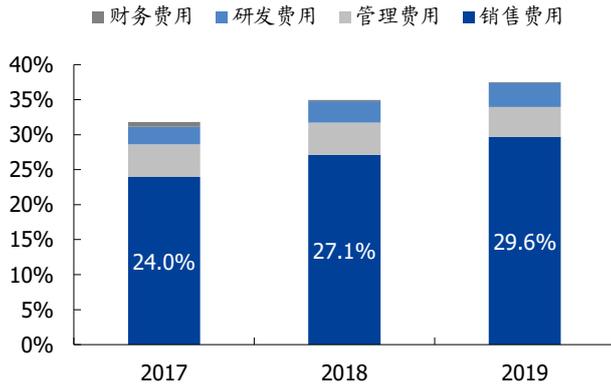
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 4.3 期间费用：消费品销售费用率高

期间费用率由 2017 年 31.8% 提升至 2019 年 37.5%，主要系销售费用率提升所致。

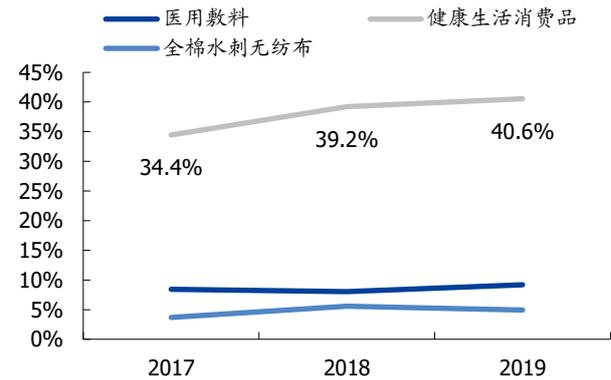
- **销售费用率：**分产品来看，1) 健康生活消费品销售费用率较高且有提升趋势，2017-2019 年销售费用率分别为 34.4%/39.2%/40.6%。消费品品牌“全棉时代”品牌建设与渠道推广占用较多广告与宣传费用，2019 年仅电商平台推广费达 1.69 亿元。且随着“全棉时代”消费品线下直营门店的迅速扩张，职工薪酬、租赁费提升迅速，主要系扩大业务经营需要。2) 医用业务以境外 OEM 直销、境内经销为主，销售费用率 8.5% 左右。3) 全棉水刺无纺布业务以境内直销为主，销售费用率中低单位数。

图表 94：2017-2019 年公司期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 95：2017-2019 年分产品销售费用率 (%)



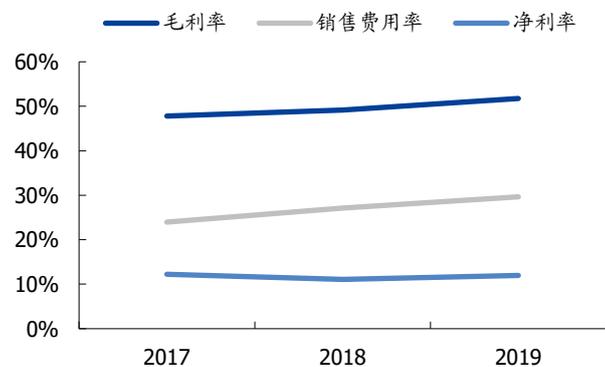
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **管理费用率稳定：**与恒安国际、金发拉比、安奈儿、诺邦股份等可比公司管理费用率水平相比，公司管理费用处于中等偏低位置，近年来相对稳定在 7.5% 左右。**研发费用率提升：**公司注重产品工艺的研发创新，研发费用增长迅速，2017-2019 年分别为 0.89/1.17/1.55 亿元，CAGR 达 32.3%，占收入比重从 2.5% 增加至 3.4%。

### 4.4 净利率：保持相对稳定

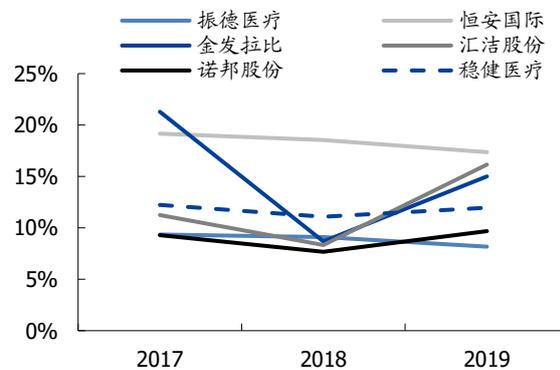
销售费用率走高，从 2017 年 24.0% 提升至 2019 年 29.6%，同时消费品占比增加拉动毛利率提升，净利率得以保持相对稳定，2017-2019 年分别 12.2%/11.1%/12.0%，较婴童用品、日常消费品、医用敷料等可比公司，公司净利率处于中等水平。

图表 96：2017-2019 年公司毛利率/净利率/销售费用率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 97：2017-2019 年可比公司净利率 (%)



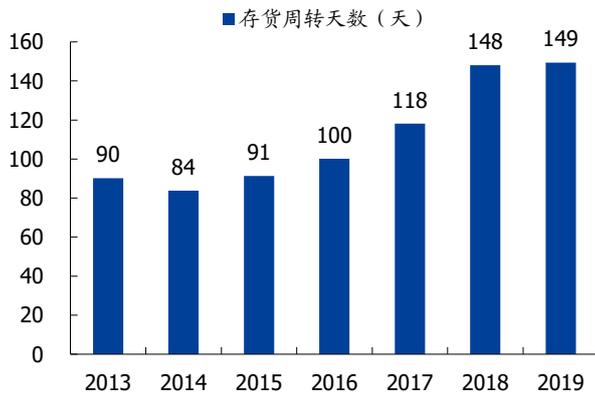
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

#### 4.5 存货及营运能力：周转变慢，库龄健康

公司存货主要由库存商品构成，库龄健康。2013-2017年高速发展期期间存货规模增速较快；2017-2019年增速放缓但仍高于主营业务成本增速，2018/2019年存货规模分别同增10.6%/17.7%至8.43/9.92亿元，存货周转天数同增30/1天至148/149天。

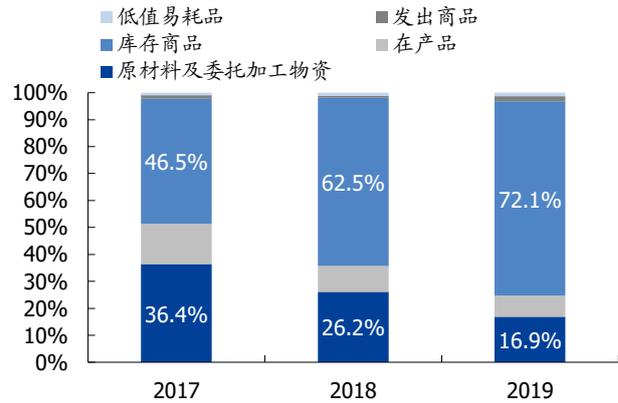
- 分存货结构来看，库存商品、原材料占比大。1) 公司为满足销售规模需要大量备货，库存商品2017-2019年占比分别46.5%/62.5%/72.1%。2) 受棉花进口配额制影响公司需提前一年采购棉花，原材料存货占比较大。近年随着部分委托加工产品转外购，原材料占比不断下降，2017-2019年分别为36.4%/26.2%/16.9%。
- 分库龄来看，公司存货绝大多数库龄在1年以内。仅消费品小部分存货库龄超过1年，系婴童服饰、成人服饰等产品季节性提前备货、门店铺货等经营需要。

图表 98: 2013-2019 年存货周转天数 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

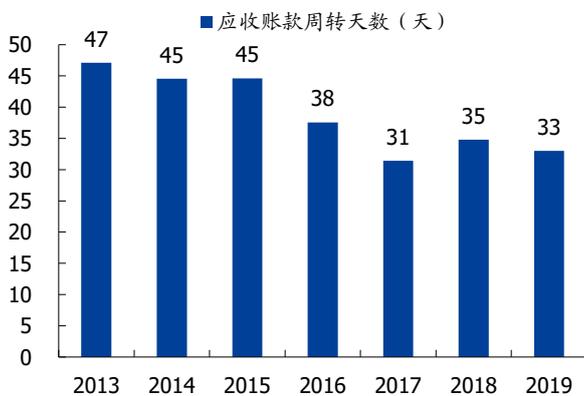
图表 99: 2017-2019 年存货结构 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

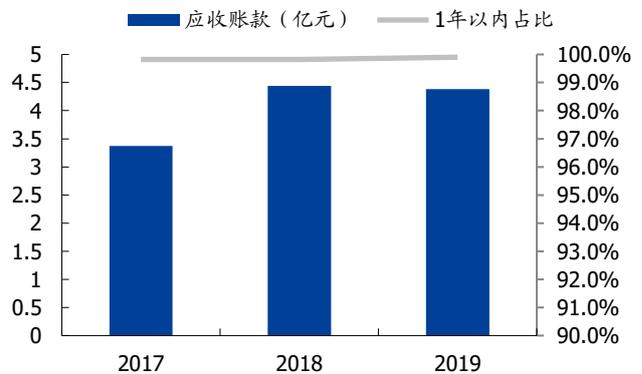
公司应收账款账龄健康、营运改善。公司应收账款主要来自京东自营（消费品电商入仓客户）、国外 OEM 客户（医用业务客户）和恒安国际（全棉水刺无纺布客户）。应收账款账龄情况健康，近年来 1 年以内应收账款占比维持在 99.8% 以上。

图表 100: 2013-2019 年应收账款周转天数 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 101: 2017-2019 年应收账款及 1 年以内账款占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测与估值投资建议

### 5.1 盈利预测

收入端：我们预测公司 2020~2022 年收入同比分别+172.9%/-18.3%/+21.1%至 124.8/102.0/123.5 亿元，归母净利润同比分别+591.4%/-52.3%/+20.4%至 37.8/18.0/21.7 亿元。

医用业务：短期受疫情影响业绩暴发，我们预计 2020 全年医用业务收入增长 6 倍+，2021-2022 年有一定回落；长期来看这部分业务增速向好。我们预计 2020-2022 年收入同比分别+638.7%/-41.8%/+11.4%至 87.8/51.2/56.8 亿元。我们将医用业务拆分为：境内（自有品牌）业务、境外 OEM 业务、境外自有品牌业务。

- 境外业务受益于海内外疫情差异，我们预计 2020 年 OEM 业务短期暴发增长，后续 2021~2022 年随着各国防疫用品产业链的逐步建立，我们预计公司 OEM 出口业务受影响而有所回落。
- 境外业务公司加大自有“winner”品牌建设，疫情机遇下拓展并巩固境内全新渠道客户，如政府采购、商超、电商等，品牌知名度大幅提升，我们估计 2020 年后境内自有品牌业务有望快速发展。

我们估算 2020~2022 年医用业务中其中防疫物资分别 67.6/24.9/22.6 亿元，我们估计除了防疫物资（主要为口罩、防护服、隔离衣三类产品）之外的其他医用敷料业务，受益于疫情契机之下打开的渠道及迅速扩张的品牌力，预计 2020 年收入增速能够达到 70%以上，2021~2022 年有望继续维持较快速度增长。

图表 102: 医用业务收入拆分及预测表

医用业务	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (万元)	<b>109,523.6</b>	<b>116,331.3</b>	<b>118,888.0</b>	<b>878,200.6</b>	<b>511,510.8</b>	<b>567,988.6</b>
YOY	16.94%	6.22%	2.20%	638.68%	-41.75%	11.04%
占营收比%	31.31%	30.30%	25.99%	70.35%	50.17%	45.99%
其中：防疫产品	-	-	-	676,090.9	248,768.2	226,423.3
防疫产品占比	-	-	-	76.99%	48.63%	39.86%
境内收入 (万元)	<b>27,957.8</b>	<b>35,603.4</b>	<b>40,457.4</b>	<b>259,890.8</b>	<b>306,834.4</b>	<b>347,834.0</b>
占比%	25.53%	30.61%	34.03%	29.59%	59.99%	61.24%
YOY	-	27.35%	13.63%	542.38%	18.06%	13.36%
直销	2,227.2	3,692.9	4,929.9	39,439.1	49,298.9	59,158.7
YOY	-	65.81%	33.50%	700.00%	25.00%	20.00%
经销	24,272.9	30,042.0	33,098.8	198,592.6	228,381.4	251,219.6
YOY	-	23.77%	10.17%	500.00%	15.00%	10.00%
代理	749.1	713.3	395.2	3,557.1	4,446.3	5,335.6
YOY	-	-4.79%	-44.59%	800.00%	25.00%	20.00%
电子商务	708.6	1,155.2	2,033.6	18,302.0	24,707.8	32,120.1
YOY	0.00%	63.04%	76.03%	800.00%	35.00%	30.00%
境外收入 (万元)	<b>81,565.9</b>	<b>80,727.9</b>	<b>78,430.6</b>	<b>618,309.8</b>	<b>204,676.3</b>	<b>220,154.7</b>
占比%	74.47%	69.39%	65.97%	70.41%	40.01%	38.76%
YOY	-	-1.03%	-2.85%	688.35%	-66.90%	7.56%
境外 OEM	74,617.6	72,657.7	69,295.6	554,365.0	166,309.5	177,951.2
占比%	68.13%	62.46%	58.29%	63.13%	32.51%	31.33%
境外自有品牌	6,948.3	8,070.2	9,135.0	63,944.7	38,366.8	42,203.5
占比%	6.34%	6.94%	7.68%	7.28%	7.50%	7.43%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

**消费品业务：持续高速扩张，我们预计 2020-2022 年消费品业务收入分别同增 12.8%/35.8%/32.9%至 34.2/46.4/61.7 亿元。**

- **线上方面**，2018 年公司调整电商渠道结构致使线上收入同降 3.7%，2019 年恢复高速增长 25.1%，我们预计 2020-2022 年线上业务增速保持 20%-35% 的高速增长。
- **线下方面**，1) 公司渠道下沉持续，其 IPO 募集资金中 7.05 亿元（49%）计划用于营销网络建设项目，我们判断疫情下开店节奏有调整。我们预计 2020 年净增加门店 45 家，2021 年拓店快于 2020 年。2) 预计店效 2021~2022 年平稳略有增长，公司仍处于高速扩店时期，考虑新店爬坡等因素整体店效规模受压。长期来看，我们认为随公司店铺扩容增加 SKU、位置及形象优化，5-7 年内随渠道逐渐成熟店均收入预计提升至 600-700 万元/家。

图表 103: 健康生活消费品业务收入拆分及预测表

健康生活消费品	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入 (万元)</b>	<b>214,441.7</b>	<b>238,379.7</b>	<b>303,127.8</b>	<b>341,875.5</b>	<b>464,336.7</b>	<b>617,034.8</b>
YOY	61.42%	11.16%	27.16%	12.78%	35.82%	32.89%
占营收比%	61.31%	62.10%	66.26%	27.38%	45.54%	49.96%
<b>线上 (万元)</b>	<b>139,482.6</b>	<b>134,346.5</b>	<b>168,099.3</b>	<b>195,019.4</b>	<b>254,286.3</b>	<b>331,676.5</b>
YOY		-3.68%	25.12%	16.01%	30.39%	30.43%
占比%	65.04%	56.36%	55.45%	57.04%	54.76%	53.75%
电商直营旗舰店	117,702.2	115,017.3	140,879.0	162,010.8	210,614.1	273,798.3
YOY		-2.28%	22.48%	15.00%	30.00%	30.00%
电商平台入仓	17,303.9	13,519.4	18,713.9	21,520.9	27,977.2	36,370.4
YOY		-21.87%	38.42%	15.00%	30.00%	30.00%
全棉时代官网	3,070.4	3,661.3	6,820.8	9,549.1	13,368.8	18,716.3
YOY		19.24%	86.29%	40.00%	40.00%	40.00%
电商寄售	1,406.1	2,148.5	1,685.7	1,938.6	2,326.3	2,791.5
YOY		52.80%	-21.54%	15.00%	20.00%	20.00%
<b>线下 (万元)</b>	<b>74,959.1</b>	<b>104,033.2</b>	<b>135,028.5</b>	<b>146,856.0</b>	<b>210,050.4</b>	<b>285,358.3</b>
YOY		38.79%	29.79%	8.76%	43.03%	35.85%
占比%	34.96%	43.64%	44.55%	42.96%	45.24%	46.25%
直营连锁门店	64,745.7	88,832.0	116,235.5	127,022.8	187,089.5	258,728.2
YOY		37.20%	30.85%	9.28%	47.29%	38.29%
店效 (万元/家)	518.9	520.8	528.9	486.6	535.2	615.5
YOY		0.37%	1.56%	-8.00%	10.00%	15.00%
直营店数量(家)	146	199	250	295	395	475
净增加 (家)		53	51	45	100	80
商超渠道 (万元)	5,684.2	7,180.6	10,402.7	11,442.9	13,731.5	16,477.8
YOY		26.33%	44.87%	10.00%	20.00%	20.00%
大客户 (万元)	4,529.3	8,020.5	8,390.3	8,390.3	9,229.3	10,152.3
YOY		77.08%	4.61%	0.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

其中全棉水刺无纺布业务预计继续保持稳定增速，考虑疫情影响，我们预计 2020-2022 年收入分别 1.46/3.36/3.88 亿元。

**毛利率端：**我们预计 2020-2022 年综合毛利率分别 58.4%/51.4%/54.1%。

- **医用业务方面：**我们预计 2020-2022 年毛利率分别 58.5%/43.5%/46.5%。1) 短期疫情催生大量医用业务订单，口罩、防护服等高毛利率产品需求暴发，规模效应下公司采购成本具备优势，我们预计 2020 年医用业务毛利率有较大提升、2021 年有所回落。2) 中长期来看，随高毛利的国内 2C 业务占比提升、高端敷料渗透率提升、

业务毛利率呈现逐年提升趋势。

- **健康消费品业务方面:**我们预计 2020-2022 年毛利率分别为 59.8%/61.3%/62.3%。公司调整产品结构,拓展婴童服饰(爬行服等)、成人服饰(以内衣、家居服为主)等毛利率较高的细分板块,拉动消费品毛利率提升。

图表 104: 毛利率拆分及预测表

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
综合毛利率 (%)	47.8%	49.2%	51.7%	58.4%	51.4%	54.1%
消费品 (%)	59.0%	58.5%	58.8%	59.8%	61.3%	62.3%
医疗板块 (%)	29.6%	34.3%	38.5%	58.5%	43.5%	46.5%
全棉水刺无纺布 (%)	27.1%	29.3%	33.1%	35.1%	36.1%	37.1%

资料来源:公司公告,国盛证券研究所测算

**费用端:**我们预计 2020-2022 年期间费用率分别 20.0%/26.9%/29.6%。1)销售费用方面,职工薪酬/租赁费占比较高,目前全棉时代处于拓店时期,我们假设其增速分别与消费品业务收入/消费品线下业务收入增速相匹配,假设广告与宣传费等其他费用与收入增速一致,综合考虑我们预测 2020-2022 年销售费用率分别为 16.7%/21.4%/23.0%。2)历年管理费用率较为稳定,研发费用率逐年略有提升,我们假设其趋势持续,并考虑 2020 年收入暴发增长的非常规情况有所调整。

**利润端:**综合考虑收入端、毛利率端、费用端预测情况,我们预计归母净利润同比分别 +591.4%/-52.3%/+20.4%至 37.8/18.0/21.7 亿元。

图表 105: 毛利率及费用率拆分及预测表

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (万元)	349,758.1	383,891.7	457,462.6	1,248,418.7	1,019,647.2	1,234,988.1
YOY	36.63%	9.76%	19.16%	172.90%	-18.32%	21.12%
综合毛利率 (%)	47.8%	49.2%	51.7%	58.4%	51.4%	54.1%
期间费用率	29.4%	32.1%	34.1%	20.0%	26.9%	29.6%
销售费用率	24.0%	27.1%	29.6%	16.7%	21.4%	23.0%
管理费用率	4.7%	4.6%	4.3%	3.3%	5.3%	6.3%
研发费用率	2.5%	3.0%	3.4%	2.4%	4.4%	4.9%
归母净利润 (万元)	42,720.5	42,468.5	54,629.4	377,707.1	180,309.0	217,138.9
YOY	-	-0.59%	28.64%	591.40%	-52.26%	20.43%

资料来源:公司公告,国盛证券研究所测算

## 5.2 估值与投资建议

**绝对估值:**按照 DCM 模型 FCFF 估值法,假设永续增长率为 1.5%、市场预期收益率为 10%、β 值为 1.1, WACC 为 10.42%,再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析,得出估值区间 174.2~242.0 元,对应 2022 年 PE 为 34~48 倍。

图表 106: 公司绝对估值敏感性

永续增长率 g WACC	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%
<b>7.12%</b>	314.6	324.9	337.3	352.4	371.1	394.8	425.5	466.8	524.9
<b>7.83%</b>	274.8	282.4	291.4	302.2	315.4	331.7	352.4	379.2	415.3
<b>8.61%</b>	241.0	246.6	253.2	261.1	270.5	282.0	296.2	314.2	337.6
<b>9.47%</b>	212.3	216.4	221.3	227.0	233.8	242.0	251.9	264.2	279.8
<b>10.42%</b>	187.5	190.6	194.2	198.4	<b>203.4</b>	209.2	216.3	224.9	235.5
<b>11.46%</b>	166.2	168.5	171.2	174.2	177.9	182.1	187.1	193.2	200.6
<b>12.61%</b>	147.7	149.4	151.4	153.7	156.3	159.4	163.0	167.3	172.5
<b>13.87%</b>	131.6	132.9	134.3	136.0	138.0	140.2	142.8	145.9	149.6
<b>15.26%</b>	117.5	118.5	119.6	120.8	122.2	123.9	125.8	128.0	130.6

资料来源: 国盛证券研究所测算

**相对估值:** 2020/2021/2022 年稳健医疗估值对应 P/E 为 22/47/39 倍, 可比公司对应 P/E 均值为 19/23/20 倍。考虑到稳健医疗行业领先的高成长性和盈利能力、所处赛道优质, 我们认为可以在行业中值基础上给予公司一定的估值溢价。

图表 107: 可比公司估值表 (股价截至 2021/01/23)

公司代码	公司简称	所属行业	股价	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300888.SZ	稳健医疗	-	199.3	1.28	8.86	4.23	5.09	-	22	47	39
1044.HK	恒安国际	无纺日用	55.4	3.29	3.88	4.18	4.14	14	12	11	11
603301.SH	振德医疗	医用敷料	70.7	1.12	12.58	6.02	5.80	63	6	12	12
002950.SZ	奥美医疗	医用敷料	22.4	0.79	1.82	2.09	2.40	28	12	11	9
603214.SH	爱婴室	婴童	20.6	1.10	0.98	1.32	1.63	19	21	16	13
002762.SZ	金发拉比	婴童	4.9	0.13	0.12	0.12	0.14	38	41	40	36
行业平均								-	19	23	20

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所测算

注: 恒安国际股价单位为港元, 除稳健医疗外其他公司预测 EPS 为 Wind 一致预期数据。

**首次覆盖, 给予“买入”评级:** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润同比分别+591.4%/-52.3%/+20.4%至 37.8/18.0/21.7 亿元。当前股价对应 2022 年 PE 为 39 倍。结合 DCF 模型及公司相对估值水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**新冠疫情超预期不利消费品终端销售：**疫情持续发展不利于公司消费品业务线下门店收入实现，同时对线上业务物流也会带来一定冲击。

**市场竞争加剧风险：**1) 医用业务出口面临来自东南亚等劳动力成本较低地区的竞争压力。2) 消费品业务方面，棉柔巾品类系公司首创，随后较多企业生产同类产品挤占市场，且棉柔巾产品占公司收入比重较大，市场竞争格局变化带来公司业务发展风险。

**品类扩张风险：**公司不断扩大产业边界，消费品产品覆盖范围向成人服饰等业务领域扩张，服饰领域竞争更为激烈，品类扩张的高度不确定性带来公司业务风险。

**海外业务拓展不及预期：**目前公司医用业务部分收入来自于海外，海外市场变化具有一定的不确定性。

**外汇波动风险：**海外收入受到外汇波动影响，给公司业务带来风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com