

# 消费+医疗双轮驱动，后疫情时代迎来更大机遇



## 核心观点

- **稳健医疗是国内领先的大健康消费企业。**公司以棉为核心，成功创办“稳健医疗”和“全棉时代”两大龙头品牌，分别主打医用敷料和消费品领域。2005年，公司于美国 OTCBB 挂牌，2009 年于纽交所上市，2010 年转板至纳斯达克，2012 年退市。最终于 2020 年 9 月登陆 A 股创业板。
- **医用敷料：受疫情催化，公司面临历史性发展机遇。**1) 口罩、防护服及其他医用低值耗材需求将维持高位。后疫情时代，得益于政府、医院以及民众对医用低值耗材的重视程度提升（2019 年国内市场规模为 758 亿），我们预计未来市场需求将维持在较高水平。得益于疫情期间的品牌曝光度，公司目前新客户和渠道扩展顺利，已占得先机。2) 国内高端医用敷料需求增加。高端敷料技术壁垒高，行业增速较快，全球高端医用敷料占总体市场比重接近 50%，而国内渗透率低，未来空间大，稳健医疗的研发能力行业领先，有望承接大量高端医用敷料产能。3) 集中度提升利好头部企业。从出口和内销两个维度，医用敷料行业集中度均有进一步提升空间，利好行业龙头之一稳健医疗。
- **健康生活消费：产品力和品牌力俱佳，全渠道数字化运营。**1) 产品力：全棉时代卓越的产品力源于：a. 医用产品制造和管理经验输出；b. 严选优质原材料；c. 全程采取医疗级品质管控。2) 品牌力：全棉时代的产品迎合了母婴品类消费升级的趋势，是初期成功的关键，但是公司并不局限于母婴，而是有意打造成平台式品牌，扩充其延展性和可塑性，此外，公司持续强化输出“全棉生活方式”，为消费者提供品质生活方式。3) 渠道力：公司通过数字化建设加强线上线下渠道融合，提升整体运营效率。线下方面，公司将通过优化门店结构（发力 300-500 平米的中型店），加速加盟门店扩张，提升整体盈利能力；线上方面，公司将发力微信小程序，并加大对天猫自营、猫超、京东等渠道的市场推广，未来线上收入占比将维持高位（预计 70%+）。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 8.98、4.68、5.66 元，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 31 倍的 PE，对应目标价为 145.08 元，首次给予公司“增持”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧，客户拓展、毛利率不及预期，品类扩张不及预期

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,839	4,575	12,816	11,902	13,701
同比增长(%)	9.8%	19.2%	180.2%	-7.1%	15.1%
营业利润(百万元)	496	642	4,466	2,331	2,817
同比增长(%)	-4.0%	29.5%	595.8%	-47.8%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	425	546	3,831	1,998	2,415
同比增长(%)	-0.6%	28.6%	601.3%	-47.8%	20.9%
每股收益(元)	1.00	1.28	8.98	4.68	5.66
毛利率(%)	49.2%	51.6%	59.8%	50.8%	51.3%
净利率(%)	11.1%	11.9%	29.9%	16.8%	17.6%
净资产收益率(%)	18.3%	18.8%	75.5%	25.0%	23.7%
市盈率	139.5	108.4	15.5	29.6	24.5
市净率	22.3	18.7	8.5	6.6	5.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年03月24日)	134.05 元
目标价格	145.08 元
52周最高价/最低价	217.58/103.7 元
总股本/流通A股(万股)	42,649/4,685
A股市值(百万元)	57,171
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年03月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.7	-17.76	-23.05	
相对表现	4.36	-10.59	-28.85	
沪深300	-5.06	-7.17	5.8	18.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 施红梅  
021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

**证券分析师** 赵越峰  
021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001  
香港证监会牌照：BPU173

**联系人** 朱炎  
021-63325888\*6107  
zhuyan3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

稳健医疗：国内领先的大健康消费企业 .....	5
医用敷料：受疫情催化，公司面临历史性发展机遇 .....	12
口罩、防护服及其他医用低值耗材需求预计维持高位 .....	13
国内高端医用敷料需求增加 .....	14
集中度提升利好头部企业 .....	15
健康生活消费：产品力和品牌力俱佳，全渠道数字化运营 .....	18
产品：医疗背景背书，产品力获得保障 .....	18
品牌：母婴品类切入，打造平台式品牌 .....	19
渠道：全渠道运营，数字化建设全面提效 .....	21
线下渠道：重视客户体验和线上引流，未来盈利能力有望获得提升 .....	22
线上渠道：发力微信小程序，收入占比预计将维持高位 .....	24
全棉水刺：技术领先，自用为主，外销为辅 .....	26
盈利预测与投资建议 .....	28
盈利预测 .....	28
投资建议 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 稳健医疗公司发展历程 .....	5
图 2: 公司营业收入及增速 (百万元) .....	6
图 3: 公司归母净利润及增速 (百万元) .....	6
图 4: 公司毛利率逐年提升 .....	6
图 5: 公司净利率趋于稳定 .....	6
图 6: 公司营业收入拆分 .....	7
图 7: 公司主要业务毛利率变化 .....	7
图 8: 医用敷料业务收入及增速 (百万元) .....	7
图 9: 医用敷料业务收入按产品拆分 .....	7
图 10: 医用敷料业务收入按区域拆分 .....	8
图 11: 医用敷料业务收入按渠道拆分 (2019) .....	8
图 12: 健康生活消费品业务收入及增速 (百万元) .....	8
图 13: 健康生活消费品业务收入按产品品类拆分 (2019) .....	8
图 14: 健康生活消费品业务收入按产品拆分 (2019) .....	9
图 15: 健康生活消费品业务收入按渠道拆分 .....	9
图 16: 全棉水刺无纺布业务收入及增速 (百万元) .....	9
图 17: 全棉水刺无纺布业务单价 (万元/吨) .....	9
图 18: 全棉水刺无纺布业务收入按销售区域拆分 .....	10
图 19: 全棉水刺无纺布业务收入按销售模式拆分 .....	10
图 20: 公司主要销售渠道拆分 .....	10
图 21: 公司股权结构 (截至 2020 年底, IPO 后持股比例) .....	11
图 22: 全球医用敷料市场规模保持稳定 (十亿美元) .....	12
图 23: 中国医用敷料市场规模增速较快 (十亿元) .....	12
图 24: 2020 年全球口罩市场规模预测 (亿美元) .....	13
图 25: 中国大陆口罩总产值 (亿元) .....	13
图 26: 中国医用低值耗材各领域占比情况 .....	13
图 27: 中国医用低值耗材市场规模 (亿元) .....	13
图 28: 全球高端医用敷料增速较快 (十亿美元) .....	14
图 29: 全球市场高端敷料 vs 一般医用敷料占比 .....	14
图 30: 国内市场中国产敷料占比较高 .....	17
图 31: 健康生活用品关键质量控制环节 .....	19
图 32: 母婴家庭平均每月育儿花销占比 .....	19
图 33: 疫情后母婴人群行为态度变化 .....	19

图 34: 全棉时代全时使用场景示例 .....	20
图 35: 全棉时代线下举办世界地球日活动 (2017 年) .....	21
图 36: 全棉时代携手王俊凯举办十周年见面会 (2019 年) .....	21
图 37: 全棉时代线上产品收入拆分 (2019) .....	21
图 38: 全棉时代线下产品收入拆分 (2019) .....	21
图 39: 公司数字化管理系统募投项目 .....	22
图 40: 全棉时代线下门店布局 (截至 2019 年) .....	22
图 41: 全棉时代期末门店数 .....	23
图 42: 全棉时代店均面积和期末坪效对比 .....	23
图 43: 全棉时代电商收入及增速 (百万元) .....	24
图 44: 全棉时代双十一收入及增速 (百万元) .....	24
图 45: 全棉时代双十一收入占电商收入比重逐年上升 .....	24
图 46: 全棉时代电商平台推广费及占比 .....	24
图 47: 全棉时代线上收入占比将维持高位 .....	25
图 48: 线上及线下渠道母婴品类销售额增速 .....	26
图 49: 公司水刺无纺布整体产能 (吨) .....	26
图 50: 中国全棉水刺无纺布产能市占率 (2018) .....	26
图 51: 公司水刺无纺布产销率变化 .....	27
图 52: 公司水刺无纺布产能利用率变化 .....	27
图 53: 公司全棉水刺无纺布外销比例 .....	27
图 54: 全棉水刺无纺布前五大外销客户 (2019) .....	27
表 1: 公司核心管理层 .....	11
表 2: 公司参与制定的国家和行业标准 .....	15
表 3: 中国医用敷料出口排名 .....	16
表 4: 与医用敷料质量管理相关的法律法规 .....	17
表 5: 全棉时代大事记 .....	18
表 6: 全棉时代门店拓展募投计划 .....	23
表 7: 天猫双十一母婴品牌排行榜 (2015-2019) .....	24
表 8: 行业可比公司估值 (截止 2020 年 3 月 24 日) .....	29

## 稳健医疗：国内领先的大健康消费企业

公司以棉为核心，成功创办“稳健医疗”和“全棉时代”两大龙头品牌，分别主打医用敷料和消费品领域。公司发展历程主要分为三个阶段：

1) 2000-2005 年：医用敷料 OEM 出口阶段；

2) 2005-2009 年：OEM+自有品牌，国外+国内，在此阶段公司成功创立稳健医疗 Winner 品牌，开始逐步重视国内市场开拓；

3) 2009 年至今：医疗+消费，研发+生产+品牌，公司于 2009 年开创全棉时代品牌，将业务拓展至消费品领域，此外，公司着力于研发、生产和自有品牌业务齐头并进，为未来长远发展打下基础。

公司辗转在多个交易所上市。2005 年，公司于美国 OTCBB 挂牌，2009 年于纽交所上市，2010 年转板至纳斯达克，2012 年退市。最终于 2020 年 9 月，成功登陆 A 股创业板。

图 1：稳健医疗公司发展历程



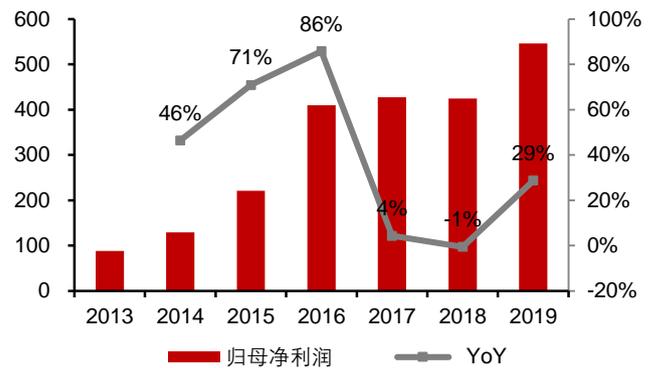
数据来源：公司公告，东方证券研究所

从营业收入来看，2013-2019 复合增速为 24%，其中 2016 和 2017 年增速较快，主要由健康生活消费品业务驱动，2019 年公司实现营业收入 45.7 亿元，同比增长 19%。从归母净利润来看，2013-2019 复合增速为 36%，2019 年公司实现归母净利润 5.46 亿元，同比增长 29%。从毛利率来看，公司毛利率逐年提升，从 2013 年的 30.2% 提升至 2019 年的 51.6%，主要系高毛利率的健康生活消费品业务占比提升所致，从净利率来看，2017 年后趋于稳定，维持在 11%-12% 左右。

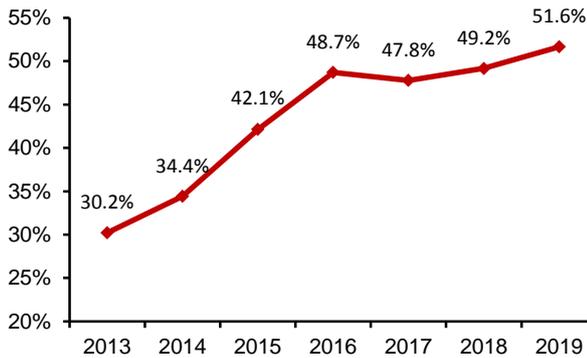
公司发布 2020 年业绩预告，受疫情催化，公司营业收入预计同比增长 151%-195% 至 115-135 亿元，归母净利预计同比增长 568%-623% 至 36.5-39.5 亿元。

**图 2：公司营业收入及增速（百万元）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 3：公司归母净利润及增速（百万元）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

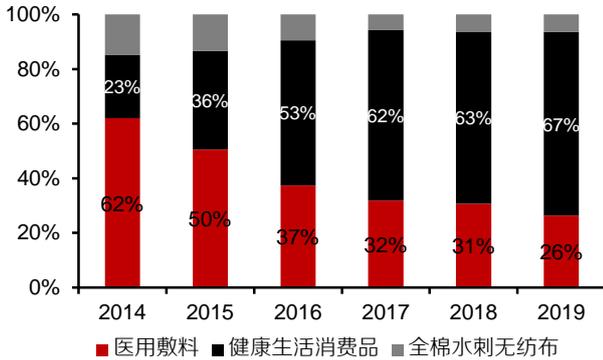
**图 4：公司毛利率逐年提升**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

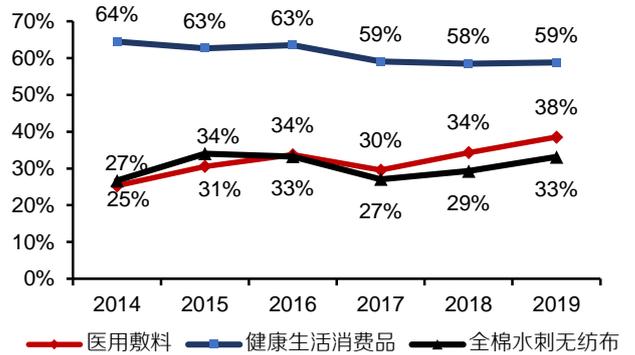
**图 5：公司净利率趋于稳定**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

从收入拆分来看，公司业务可分为医用敷料、健康生活消费品和全棉水刺无纺布三部分，2019 年收入占比分别为 26%、67%和 6%，从 2014-2019 年的变化趋势来看，健康生活消费品业务占比逐年上升，而医用敷料和全棉水刺无纺布占比则逐年下降，2020 年受疫情影响，医用敷料业务实现爆发性增长，预计占比将大幅提升至 70%。从毛利率拆分来看，健康生活消费品的毛利率相对稳定，2017 年后维持在 58-59%左右，医用敷料和全棉水刺无纺布自 2017 年后逐年上升，2020 年医用敷料毛利率实现大幅上升，我们预计将超过 60%。

**图 6：公司营业收入拆分**


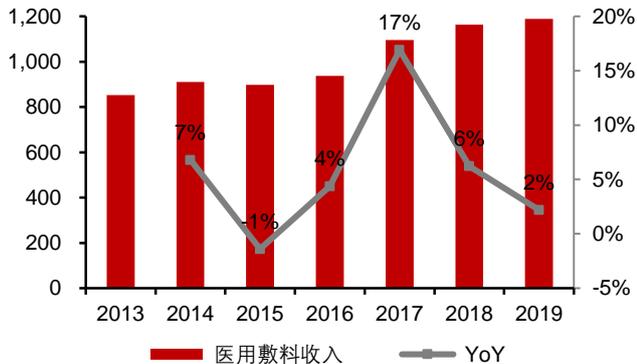
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 7：公司主要业务毛利率变化**


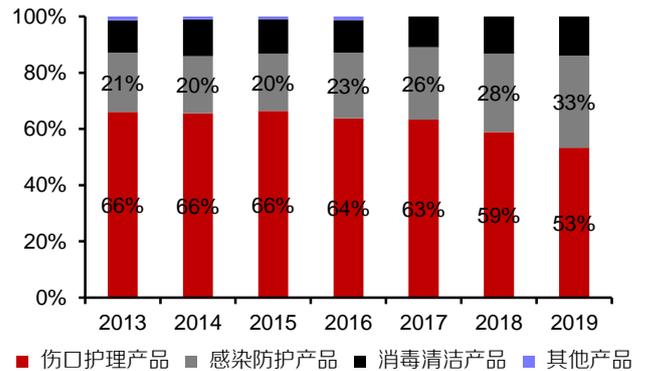
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司目前有三大主营业务版块：**

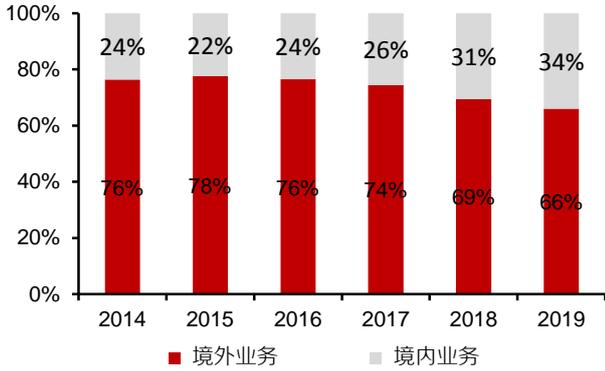
**1) 医用敷料业务 (2019 年收入占比为 26%)：**2019 年，公司医用敷料业务实现营业收入 11.9 亿，同比增长 2%，2013-2019 复合增速为 5.7%。**按产品分类来看**，公司主要产品分为伤口护理、感染防护和消毒清洁三类，2019 年占比分别为 53%、33%和 14%，其中感染防护类产品占比逐年增加，而伤口护理产品则逐年减少。**按地域划分来看**，境外业务占大头，2019 年占比为 66%，但境内业务占比在逐年增加，从 2014 年的 24%提升至 2019 年的 34%。**按渠道拆分来看**，公司以直销为主，2019 年占比为 57%，其余经销、代理和电子商务渠道占比分别为 30%、11%和 2%。

**图 8：医用敷料业务收入及增速 (百万元)**


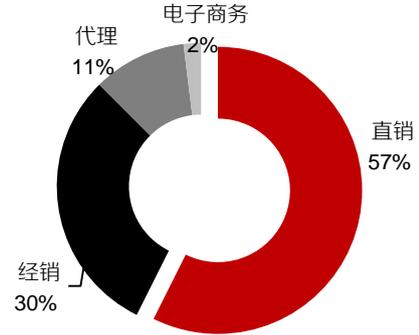
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 9：医用敷料业务收入按产品拆分**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

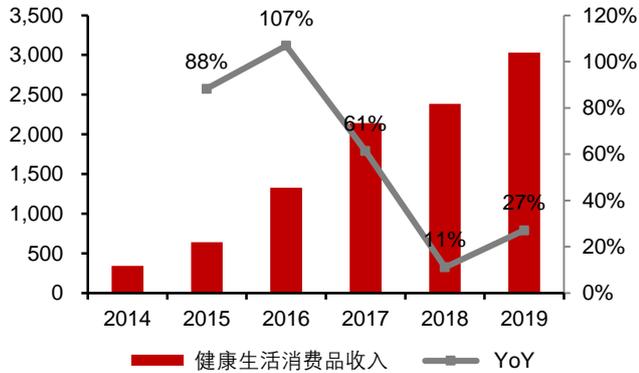
**图 10：医用敷料业务收入按区域拆分**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

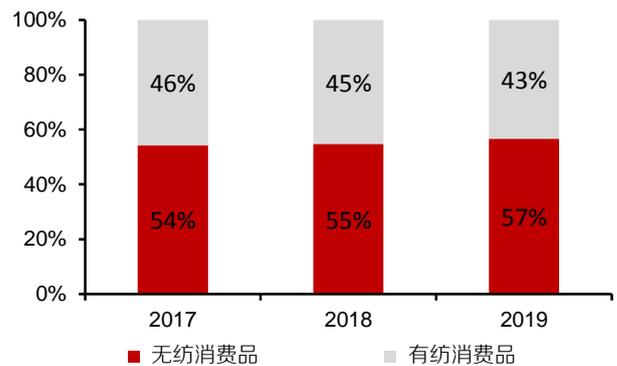
**图 11：医用敷料业务收入按渠道拆分（2019）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

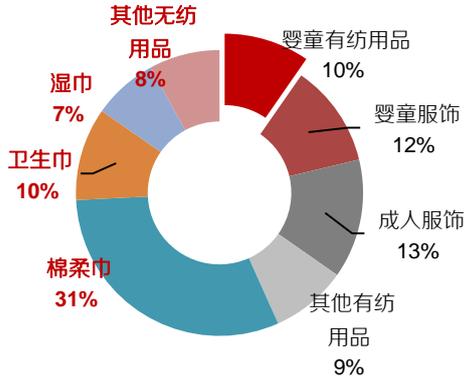
**2) 健康生活消费品（2019 年收入占比为 67%）：**2019 年，公司健康生活消费品业务实现营业收入 30.3 亿，同比增长 27%，2014-2019 复合增速为 54.8%。**按产品分类来看**，2019 年无纺消费品和有纺消费品各占 57%和 43%，无纺消费品占比在过去三年实现小幅增长。无纺消费品中，主要产品为棉柔巾（31%）、卫生巾（10%）、湿巾（7%）；有纺消费品中，主要产品为成人服饰（13%）、婴童服饰（12%）和婴童有纺用品（10%）。**按渠道拆分来看**，公司以电商销售为主，2019 年收入占比达 55%，其余直营连锁门店、商超渠道和大客户分别占比为 38%、3%和 3%。

**图 12：健康生活消费品业务收入及增速（百万元）**


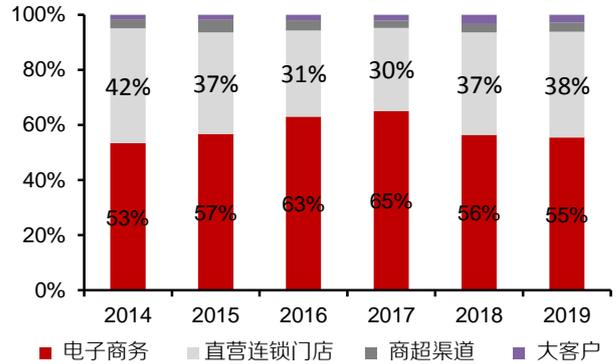
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 13：健康生活消费品业务收入按产品品类拆分（2019）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所。注：标红为无纺消费品

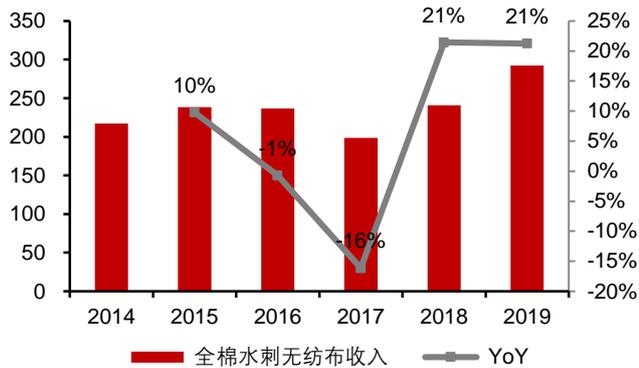
**图 14：健康生活消费品业务收入按产品拆分（2019）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

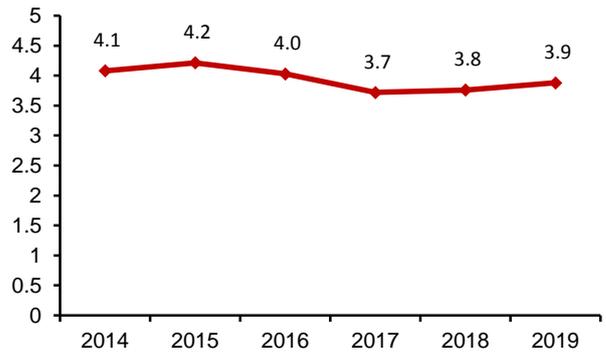
**图 15：健康生活消费品业务收入按渠道拆分**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

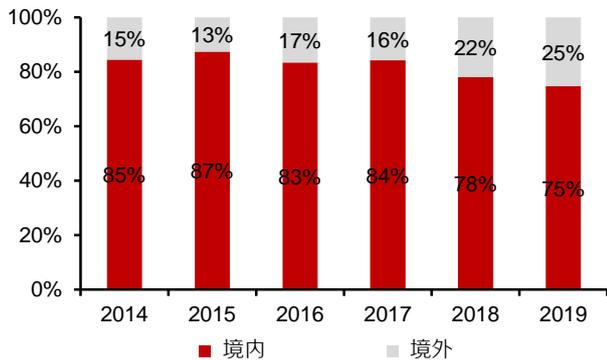
**3) 全棉水刺无纺布（2019 年收入占比为 6%）：**2019 年，公司全棉水刺无纺布业务实现营业收入 2.92 亿，同比增长 21%，2014-2019 复合增速为 6.1%。从产品单价来看，过去年份保持稳定，2019 年为 3.9 万元/吨，**按地域划分来看**，境内业务占据大头，2019 年收入占比为 75%，但过去几年境外业务收入占比快速提升。**按销售模式拆分来看**，直销占据大头，2019 年收入占比高达 88%。

**图 16：全棉水刺无纺布业务收入及增速（百万元）**


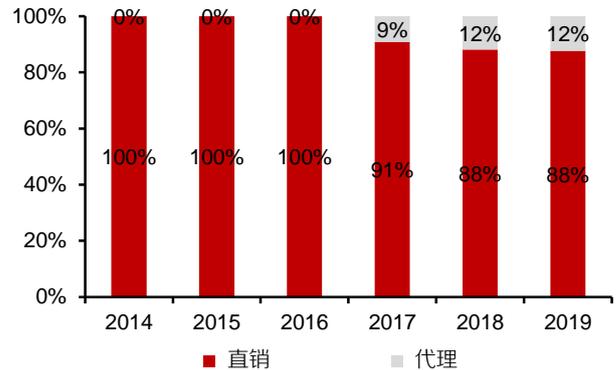
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 17：全棉水刺无纺布业务单价（万元/吨）**


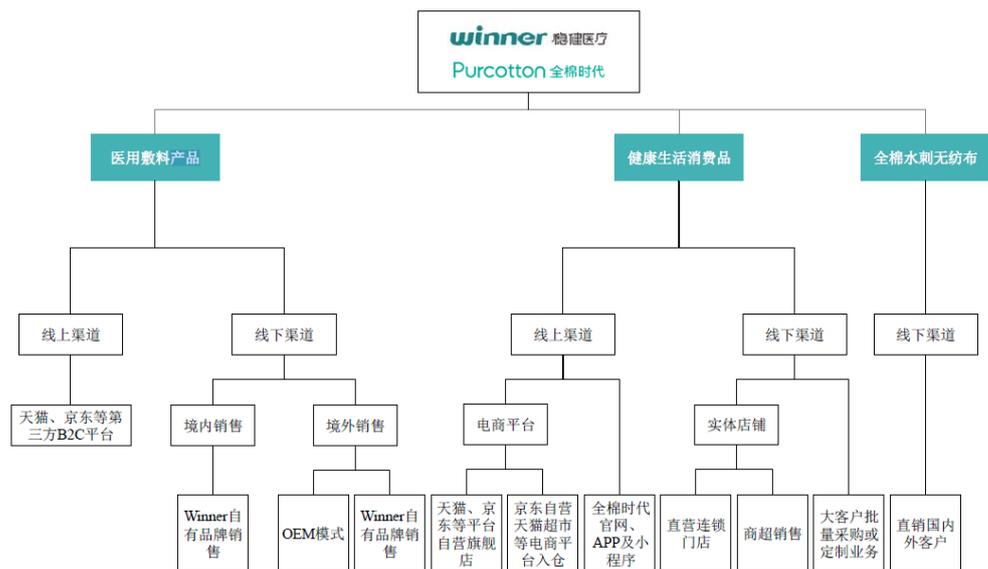
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 18: 全棉水刺无纺布业务收入按销售区域拆分**


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**图 19: 全棉水刺无纺布业务收入按销售模式拆分**


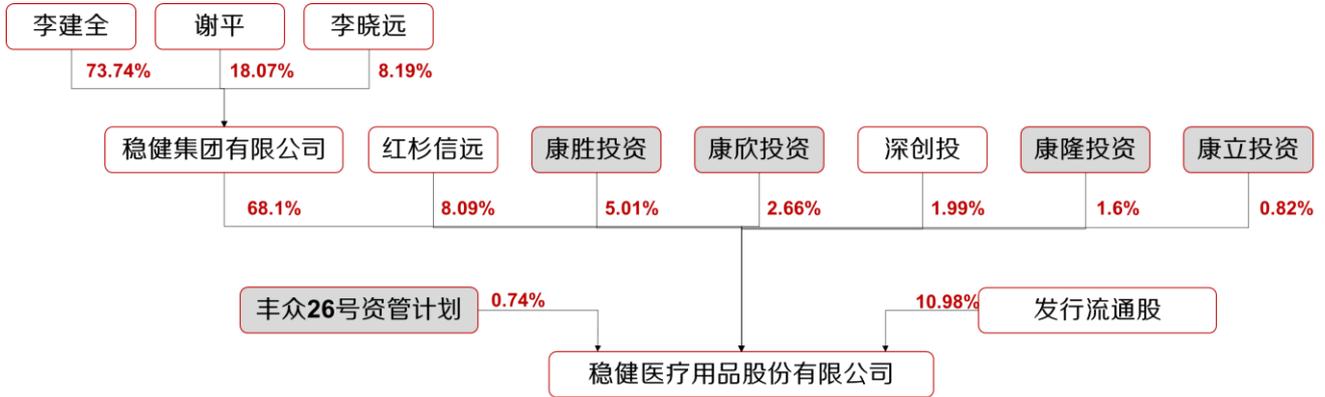
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**图 20: 公司主要销售渠道拆分**


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**股权结构清晰, 核心管理层和员工激励充分。**公司董事长、总经理和创始人李健全通过稳健集团有限公司, 合计间接持股比例为 50.21%, 为公司第一大股东。早在 2013-2014 年, 公司就已设立了康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资 4 个员工持股平台, 分别持股达 5.01%、2.66%、1.6% 和 0.82%。此外, 在此次发行前公司还设立了丰众 26 号资管计划参与战略配售, 持股比例为 0.74%, 以上员工持股平台基本涵盖了公司中高层管理人员和核心员工, 激励较为充分。

公司于 2020 年 11 月推出股权激励草案, 拟向包括董事长在内的不超过 1,053 人, 授予限制性股票 650 万股 (占总股本 1.52%), 授予价格为 72.5 元/股。行权条件包括: 1) 触发条件: 2021 年营收不低于 100 亿元, 2022 年同比增长不低于 20%, 达标后解锁 80%。2) 目标值: 2021 年营收不低于 120 亿元, 2022 年同比增长不低于 30%, 达标后解锁 100%

**图 21：公司股权结构（截至 2020 年底，IPO 后持股比例）**


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**表 1：公司核心管理层**

姓名	职位	年龄	学历	IPO 后持股比例	工作经历
李建全	董事长 总经理	64	大专	50.2%	1994-2000：海南建和纺织总经理； 2000-至今：创办“winner 稳健医疗”品牌并一直担任公司董事长兼总经理
方修元	董事 副总经理 财务总监	53	大专	1.5%	1988-1998：湖北省医药保健品进出口公司财务科科长； 1998-1999：珠海宏桥高科技有限公司财务部经理； 2000-至今：稳健医疗董事、副总经理、财务总监
徐小丹	董事	34	本科	0.4%	2010-2011：稳健实业（深圳）有限公司总裁办公室秘书； 2011-2013：稳健实业（深圳）有限公司棉花采购经理； 2013-2015：深圳全棉时代科技有限公司采购部采购经理； 2015-2019：深圳全棉时代科技有限公司商品中心总监； 2015-至今：稳健医疗用品股份有限公司董事； 2019-2020：深圳全棉时代科技商品数字运营项目组组长； 2020 年-至今：深圳全棉时代科技有限公司战略规划中心总监
王英	职工监事	39	本科	0.3%	2013-2014：稳健实业（深圳）有限公司外贸业务部经理； 2014-2016：稳健医疗国际贸易事业部副总监； 2015 年-至今：稳健医疗职工监事； 2016-2017：稳健医疗市场部总监； 2017-2018：稳健医疗集团轮值 CEO； 2018-至今：深圳津梁生活科技有限公司董事、副总经理
陈惠选	副总经理 董事会秘书	39	英国格拉斯哥 大学金融硕士	0.2%	2007-2009：美国飞利凯睿证券有限公司分析师助理； 2009-2015：稳健实业（深圳）投资管理部经理、投关部专员； 2015-至今：稳健医疗董事会秘书、副总经理
尹文岭	副总经理	48	沈阳工业大学 学士	0.1%	1996-1997：湖北汽车集团汉阳特种汽车制造厂工程师； 1997-1999：广东惠而浦微波制品质量工程师、车间主任；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

					1999-2002: 优比仕电子(深圳)有限公司资材课长; 2002-2011: 深圳迈瑞医疗电子生产经理、计划物流总监; 2011-2012: 深圳蓝韵实业股份有限公司供应链系统总监; 2012-2014: 多喜爱股份有限公司营运副总; 2014-2019: 深圳市易码软件有限公司监事; 2014年-2015年: 深圳市恩普电子制造中心总经理; 2015年-至今: 稳健医疗副总经理、生产副总裁
刘卫伟	监事会主席	43	大专	0.1%	1997-2000: 甘肃省东亚广告公司策划经理; 2001-2003: 深圳汇华集团人力资源部部长; 2004-2015: 稳健医疗人力资源部副经理、经理、总监; 2010-2015: 深圳全棉时代人力资源部总监; 2015年-至今: 稳健医疗董事会主席; 2015年-至今: 稳健医疗行政管理中心总监
宋海波	核心技术人员	43	硕士	0.04%	2006-2012: 稳健实业(深圳)有限公司研发部经理; 2012-至今: 深圳全棉时代科技有限公司研发部总监
王欢	核心技术人员	36	纺织工程硕士	0.03%	2010-2012年: 稳健实业(深圳)有限公司研发工程师; 2012-至今: 稳健医疗集团研发总监

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

## 医用敷料: 受疫情催化, 公司面临历史性发展机遇

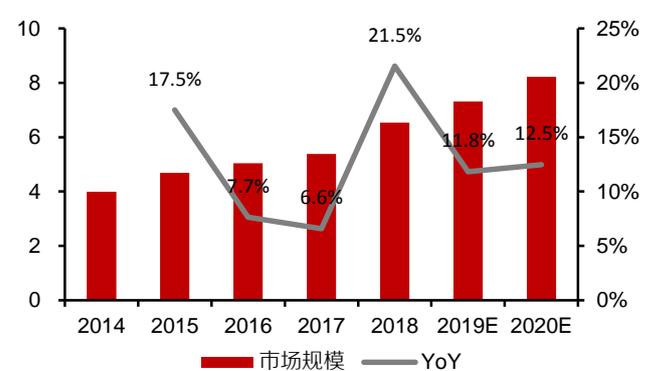
**市场概况:** 相比于全球市场, 国内市场增速更快, 但渗透率仍有空间。根据 BMI Research 统计, 2018 年全球医用敷料市场规模为 125 亿美元, 2014-2018 年复合增速为 2.3%, 增长较为平稳, 美国、日本等发达经济体是全球主要的医用敷料消费市场。反观国内市场, 市场增速较快, 2014-2018 年复合增速为 13.1%, 但是市场规模整体较小, 2018 年医用敷料市场规模仅为 73.1 亿元, 不到全球市场的 10%, 主要与国内医用敷料渗透率低相关。**2020 受到疫情的催化, 国内市场对于医用敷料的重视程度将大幅提升, 后续有望持续深化。**

图 22: 全球医用敷料市场规模保持稳定 (十亿美元)



数据来源: BMI Research, 东方证券研究所

图 23: 中国医用敷料市场规模增速较快 (十亿元)



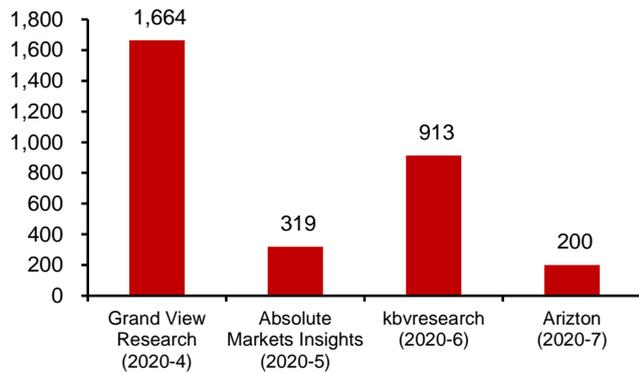
数据来源: 东方证券研究所

## 口罩、防护服及其他医用低值耗材需求预计维持高位

疫情期间,口罩、防护服等防疫物资需求大幅提升,强力拉动医用低值耗材市场发展。以口罩为例,2019年全球口罩市场规模约在20-30亿美元,2020年受疫情影响市场规模急速提升,结合多种市场统计口径,整体市场规模至少在200亿美元以上,同比增长超过10倍。根据《中国医疗器械蓝皮书》数据,2019年国内医用低值耗材市场规模为758亿元(医用卫生材料及敷料占比约为22%,仅次于注射穿刺类),2015-2019年复合增速约为19%,随着后疫情时代市场重视程度的提升,未来市场空间巨大。

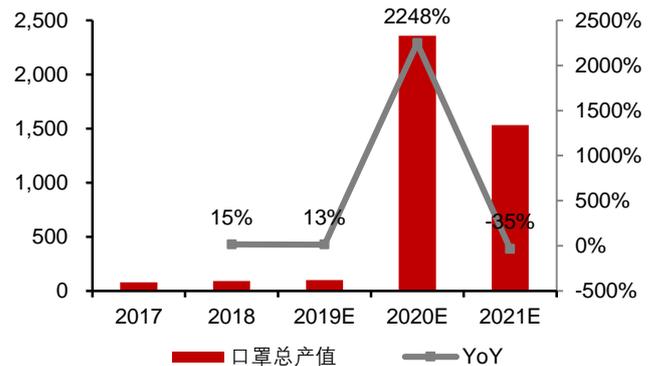
受益于历史产能转移,国内龙头企业是此次疫情最大的受益者。从产能端来看,90年代至今,大型跨国医疗器械公司逐步将医用敷料中劳动力需求较大、技术含量较低的产品(医用低值耗材为主)转移至亚洲、南美等地区和国家,而中国凭借成本优势和产业链优势,承接了本轮产业转移浪潮,在2020年疫情中,防护用品持续出现供不应求的状况,国内龙头企业凭借强大的生产组织能力、稳定的产品质量,收获大量订单。

图 24: 2020 年全球口罩市场规模预测 (亿美元)



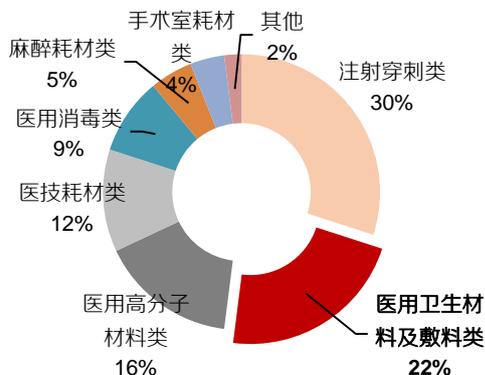
数据来源: Grand View Research, Absolute Markets Insights, kbvresearch, Arizton, 东方证券研究所

图 25: 中国大陆口罩总产值 (亿元)



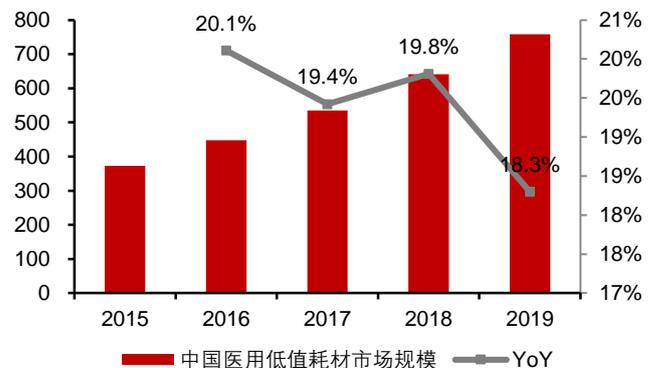
数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

图 26: 中国医用低值耗材各领域占比情况



数据来源: 中国医疗器械蓝皮书, 医械研究院, 东方证券研究所

图 27: 中国医用低值耗材市场规模 (亿元)



数据来源: 中国医疗器械蓝皮书, 东方证券研究所

我们认为在后疫情时代，国内医用低值耗材需求将维持在较高水平，有望支撑公司医用敷料业务的中长期发展，主要驱动力为：1) 中国政府大量增加储备性抗疫物资，大力推动行业的原料储备、基础研究、产品研发、行业监管，以及公共基础设施的建设。2) 国内医院对医用低值耗材重视程度提升，大幅减少重复使用比例。发达国家一次性耗材使用率为 80-90%，而国内只有约 30%，提升空间巨大。3) 民用市场口罩需求常态化。

稳健医疗作为行业绝对龙头，自有品牌曝光度大幅提升，新客户渠道拓展顺利，已占得先机。疫情期间，得益于过硬的产品质量，完备的产品组合等原因，稳健医疗品牌获得广大医护人员及消费者的认可。此外，公司加快新客户拓展，打开未来成长的天花板，2020 年的渠道拓展情况如下：

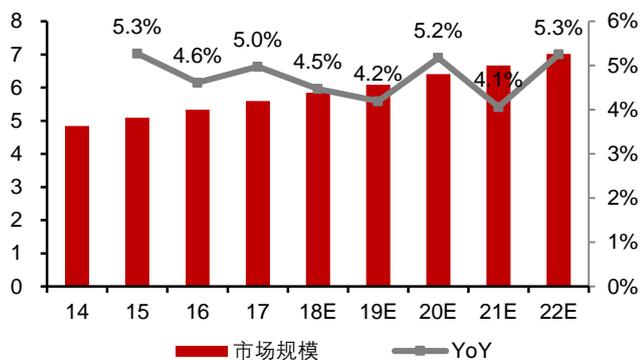
1) 海外：成功拓展 CVS、Walgreens 等连锁药店以及跨境电商渠道，以直供为主；

2) 国内：连锁药店方面，公司已由 2019 年的 4 万家快速扩展到 9 万家，2021 年有望覆盖至 10 万家以上；医院方面，由 2019 年的 2,000 多家医院扩展至 4,000 多家；自有电商渠道（天猫、京东、微信小程序）实现快速增长，消费者满意度高。

## 国内高端医用敷料需求增加

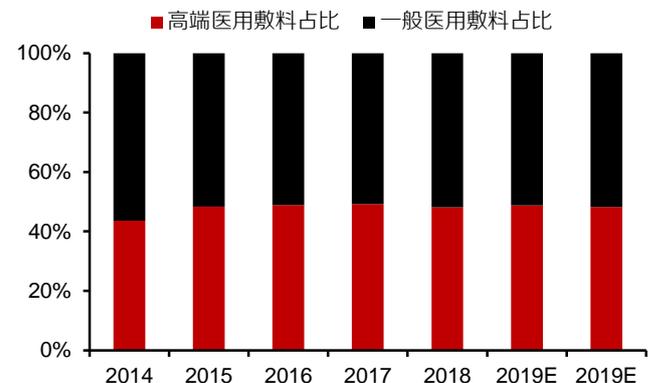
高端敷料技术壁垒高，行业增速较快。高端伤口敷料主要针对的是复杂的伤口护理，包括慢性伤口、烧伤、复杂手术伤口等，此类伤口通常愈合难度较大、愈合时间较长、对患者而言更为痛苦且可能引发严重的并发症。从全球趋势来看，下游市场对多功能、新材料、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切。根据 BMI 的统计，2017 年全球高端敷料市场规模达 56.0 亿美元，过去五年复合增速约 5%，高于整体医用敷料增速，全球高端医用敷料占总体市场比重接近 50%，发达国家可达到 80%，而国内高端敷料占比较低，市场空间巨大。目前，在该领域的主要生产企业为 3M、Acelity、V.A.C. Therapy 等国际厂商，具有较强的研发实力及产业基础。

图 28：全球高端医用敷料增速较快（十亿美元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：全球市场高端敷料 vs 一般医用敷料占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

稳健医疗的研发能力行业领先，有望实现对外资品牌的进口替代。公司于 2005 年自主研发了全棉水刺无纺布技术，围绕该基础技术十余年来不断投入和研发，已经打造成一个完整的技术集群，在美国、欧洲、日本等 30 余个国家和地区获得了专利授权。截至 2019 年底，公司已在境内取得发

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。此外，公司先后被邀请参与多项国家标准和行业标准的制定。

公司计划利用 A 股上市募投资金，于黄冈新建高端敷料生产线，进一步提升在该领域的竞争力。该募集资金项目用于生产硅胶类敷料、高吸液类敷料、负压引流类敷料及抗菌类敷料。达产后可分别实现年产硅胶类敷料 1,000 万片、高吸液类敷料 2,000 万片、负压引流类敷料 10 万片及抗菌类敷料 500 万片的生产能力。我们认为，募投项目的建设将进一步巩固在高端敷料领域的领先地位，充分享受行业红利。

**表 2：公司参与制定的国家和行业标准**

序号	参与制定的标准	公司扮演角色	标准发布单位
1	YY/T 0854.1-2011 全棉非织造布外科敷料性能要求 第 1 部分：敷料生产用非织造布	主要起草单位	国家食品药品监督管理局
2	YY/T0854.2-2011 全棉非织造布外科敷料性能要求第 2 部分：成品敷料		
3	GB/T30558-2014 产业用纺织品分类	起草单位	中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局、中国国家标准化管理委员会
4	GB/T32610-2016 日常防护型口罩技术规范		
5	YY/T0506.2-2016 病人、医护人员和器械用手术单、手术衣和洁净服第 2 部分：性能要求和试验方法	参加起草单位	国家食品药品监督管理局
6	YY/T0506.4-2016 病人、医护人员和器械用手术单、手术衣和洁净服第 4 部分：干态落絮的试验方法		
7	YY/T0506.7-2014 病人、医护人员和器械用手术单、手术衣和洁净服第 7 部分：洁净度-微生物实验方法		
8	YY/T1293.2-2016 接触性创面敷料第 2 部分：聚氨酯泡沫敷料	起草单位	国家食品药品监督管理局
9	YY/T1293.4-2016 接触性创面敷料第 4 部分：水胶体敷料		
10	YY/T1642-2019 一次性使用医用防护帽	主要起草单位	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会
11	YY/T1633-2019 一次性使用医用防护鞋套		
12	GB/T38880-2020 儿童口罩技术规范		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 集中度提升利好头部企业

我们认为，从出口和内销两个维度，医用敷料行业集中度均有进一步提升空间：

### 1) 从出口角度来看

**市场概况：出口产品需要当地市场认证，具备一定进入壁垒。**医用敷料属于医疗用品，与使用者的健康和生命安全息息相关，不同国家和地区均制定了严格的监管政策。例如，国内的医用敷料进入欧盟市场须取得 CE 认证，进入美国市场须通过 FDA 认证，进入日本市场须通过地方政府或第三方认证机构或厚生省认证。

**集中度提升来源：疫情期间国外更偏好于国内头部企业订单，预计疫情后将延续。**根据中国医保商会统计，2017年CR10为24%，奥美、振德和稳健医疗排名始终位于前三，我们认为，在海外疫情反复导致防疫物资需求高增的背景下，国外品牌更偏好于规模体量大、质量可靠、交期稳定的OEM厂商，另一方面，高端医用敷料技术壁垒更高，只有少部分头部企业具备生产的能力。我们认为，**稳健医疗作为行业龙头之一将直接受益**，根据公司2020三季报，公司医疗业务实现收入69.3亿元，同比大幅增长681%。

**表 3：中国医用敷料出口排名**

编号	2015	2016	2017	2018	2019
1	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗
2	振德医疗	稳健医疗	稳健医疗	稳健医疗	稳健医疗
3	稳健医疗	振德医疗	振德医疗	振德医疗	振德医疗
4	华文国际	健尔康	普尔德医疗	普尔德医疗	施洁医疗
5	健尔康	施洁医疗	施洁医疗	施洁医疗	普尔德医疗

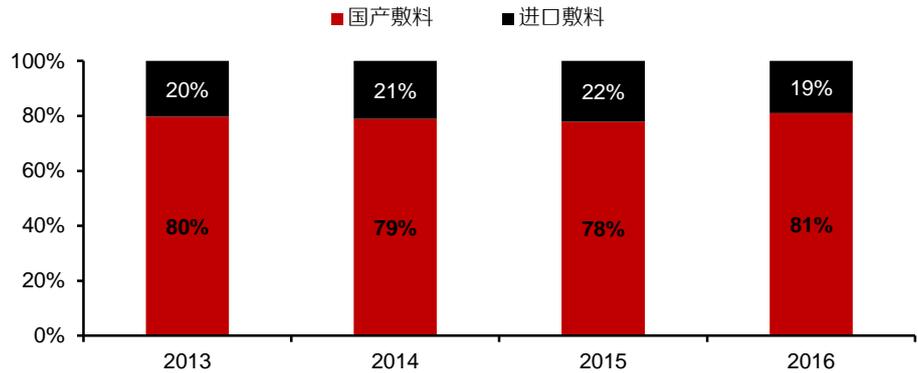
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2) 从内销角度来看

**市场概况：国内医用敷料市场集中度非常低，以中低端产品为主。**相比出口而言，国内医用敷料进入门槛较低，大部分为规模很小的地区性小企业，且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，各企业间大多在低端市场内进行价格竞争，品牌辨识度和影响力相对较低。从行业数据来看，国内市场中国产敷料占比较高，2016年超过80%，而国产敷料大部分以技术含量较低的传统敷料为主。

**我们认为，国内市场的集中度提升主要源于**

- a. 由于监管趋严，国内中小企业的加速出清。**2014-2017年，国家食药监局针对于医用敷料行业产品质量，已出台大量规范性的法律法规。后疫情时代，中国政府大幅提升了对政策的落实和行业的监管力度，具体表现为执法部门大量增加了对相关产品的抽检力度，我们认为这将加速国内中小企业的出清。
- b. 国内头部企业对进口敷料的替代。**如前文所述，国内头部企业受益于研发实力的增强，将逐步承接高端敷料的产能，实现对国内进口敷料的替代。另一方面，2020年受疫情影响，国外龙头企业优先将产能满足本土市场，国内龙头企业迅速抓住了机会，凭借过硬的产品质量、服务和极高的性价比，迅速填补了市场空白。

**图 30：国内市场中国产敷料占比较高**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 4：与医用敷料质量管理相关的法律法规**

日期	法规名称	发布机构	主要内容
2014.12	《医疗器械经营质量管理规范》(国家食品药品监督管理总局公告 2014 年第 58 号)	国家食品药品监督管理总局	规范医疗器械经营企业在医疗器械采购、验收、贮存、销售、运输、售后服务等环节采取有效的质量控制措施，保障经营过程中产品的质量安全。
2015.3	《医疗器械生产质量管理规范》(国家食品药品监督管理总局公告 2014 年第 64 号)		规范对医疗器械生产企业在医疗器械设计开发、生产、销售和售后服务等过程中的要求。
2015.9	《药品医疗器械飞行检查办法》(国家食品药品监督管理总局令 第 14 号)		规定飞行检查的启动、检查、处理过程的详细准则。
2016.2	《医疗器械使用质量监督管理办法》(国家食品药品监督管理总局令 第 18 号)		规定使用环节的医疗器械质量管理及其监督管理。
2016.6	《医疗器械临床试验质量管理规范》(国家食品药品监督管理总局、国家卫生和计划生育委员会令 第 25 号)	国家食品药品监督管理总局、国家卫生计生委	规定临床试验前准备、对临床受试者的权益保障、医疗器械临床试验方案、医疗器械临床试验机构伦理委员会职责、申办者职责、临床试验机构和研究者职责、临床试验过程的记录与报告、试验用医疗器械管理和临床试验基本文件管理等内容。
2017.5	《医疗器械召回管理办法》(国家食品药品监督管理总局令 第 29 号)	国家食品药品监督管理总局	从医疗器械召回的监管体制、召回主体、范围和时限、召回的分级与分类、法律责任等方面对医疗器械召回管理的各项工作做了具体规定。
2017.7	《医疗器械标准管理办法》(国家食品药品监督管理总局令 第 33 号)		规定标准工作的管理机构和职能、国家标准和行业标准的制定和发布、注册或备案产品标准的制定和审核、标准的实施与监督等内容。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 健康生活消费：产品力和品牌力俱佳，全渠道数字化运营

全棉时代品牌成立于 2009 年，脱胎于医用敷料业务中的全棉水刺无纺布技术。公司整体发展路径与强生公司和云南白药类似，强生公司起步于外科手术耗材，凭借婴儿爽身粉切入到消费品领域；云南白药凭借伤科中药的品牌优势，通过与止血愈伤定位相契合的牙膏切入日化领域。全棉时代品牌经过 5 年的发展，线下门店于 2014 年扭亏为盈，截止 2019 年底，全棉时代全国门店数已达 247 家。产品方面，2017-2019 年 SKU 数量分别为 1.36、2.39 和 2.67 万个，2018 和 2019 年分别同比增长 76%和 12%。

表 5：全棉时代大事记

年份	大事记
2005	发明全棉水刺无纺布的生产工艺
2009	深圳全棉时代科技有限公司成立，并在深圳开设三家门店
2010	开拓电商业务
2012	开拓商超渠道业务
2013	制定五年发展战略，确立“全棉改变世界”的品牌愿景
2014	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	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、京东等平台均居同类目首位
2019	门店数量超过 240 家，会员数量突破 2,000 万

数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 产品：医疗背景背书，产品力获得保障

我们认为，全棉时代卓越的产品力主要源自于：

- 1) 医用产品制造和管理经验输出。**凭借 30 年医疗产品制造经验，公司已具备强大的技术研发能力、充足的人才储备、完善的生产物流系统和成熟的质量管理体系，能够在技术、人才、生产和供应链管理，以及品质管控等方面对全棉时代的健康生活消费品业务进行有效输出。
- 2) 全棉时代选用优质原材料，从源头把控产品品质和安全。**全棉时代核心产品纯棉柔巾、全棉表层卫生巾、纯棉湿巾等的主要原材料棉花均采用优质新疆棉、澳棉、美棉，保证产品源头的安全性。
- 3) 全棉时代产品采取医疗级品质管控。**公司生产车间均参照医用敷料的生产车间进行管理，能够严格控制初始污染菌及各类污染源。此外，公司还将医疗器械检验中的微生物指标检测运用于全棉时代产品检验中，使得贴身衣物、婴童服饰等灭菌包装的服装消费品在细菌菌落总数等方面达到医疗器械的灭菌标准。

图 31：健康生活用品关键质量控制环节

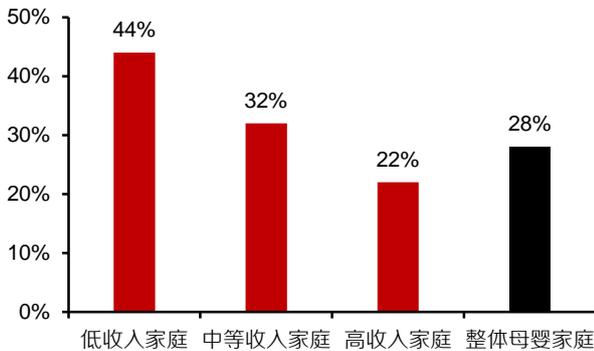
设计研发	供方管理	产品实现	入库配送	售前售后
<ul style="list-style-type: none"> <li>•法规识别</li> <li>•市场调研</li> <li>•设计策划</li> <li>•设计评审</li> <li>•设计验证</li> <li>•设计确认</li> <li>•标准制定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•供方选择</li> <li>•供方评审</li> <li>•风险评估</li> <li>•培训指导</li> <li>•质量协议</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•标准确认</li> <li>•原辅料检测</li> <li>•产前确认</li> <li>•首件检验</li> <li>•出厂检测</li> <li>•变更管理</li> <li>•特殊工艺验证</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•到货检验</li> <li>•产品防护</li> <li>•仓储管理</li> <li>•退货检验</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•质量投诉处理</li> <li>•投诉分析</li> <li>•改进措施验证</li> <li>•典型事例总结</li> </ul>

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 品牌：母婴品类切入，打造平台式品牌

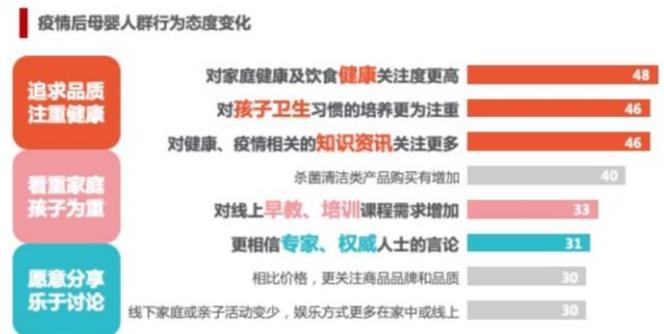
全棉时代的产品迎合了母婴品类消费升级的趋势。根据尼尔森《2020 母婴消费洞察报告》显示，2020 年母婴家庭月均在母婴育儿方面的整体花销约为 5,200 元，占家庭月收入比例高达 28%，随着国内中产阶级的崛起，消费者对于母婴产品的品质要求大幅提升，而全棉时代凭借“舒适、健康、环保”的产品理念以及医疗级的产品品质，有较高的品牌知名度、美誉度和诚信度，契合了广大消费者的需求。疫情后母婴人群更加注重健康和卫生，特别是孩子卫生习惯的培养，有望进一步打开全棉时代的潜在市场空间。

图 32：母婴家庭平均每月育儿花销占比



数据来源：尼尔森《2020 母婴消费洞察报告》，东方证券研究所；低收入家庭：月收入 1w 以下，中等收入家庭：月收入 1-2w，高收入家庭：月收入 2w 以上

图 33：疫情后母婴人群行为态度变化



数据来源：尼尔森《2020 母婴消费洞察报告》，东方证券研究所

另一方面，全棉时代并不局限于母婴，而是有意打造成平台式品牌，不断扩充其延展性和可塑性。公司希望将全棉时代打造成一种生活方式，突破“全棉时代=母婴产品”的固有印象，从产品上来看，全棉时代覆盖多年龄段消费者、以及多样化的使用场景，为消费者营造回归天然健康的品质生活方式。通过不断完善产品体系，全棉时代已拥有较为全面的品类布局，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、家纺用品等多条产品线。此

外，2018 年公司创办 PureHB 津梁生活新业态，产品向非棉产品、科技生活等品类延伸，同时也引入大量其他品牌产品，打造健康生活平台。

**图 34：全棉时代全使用场景示例**

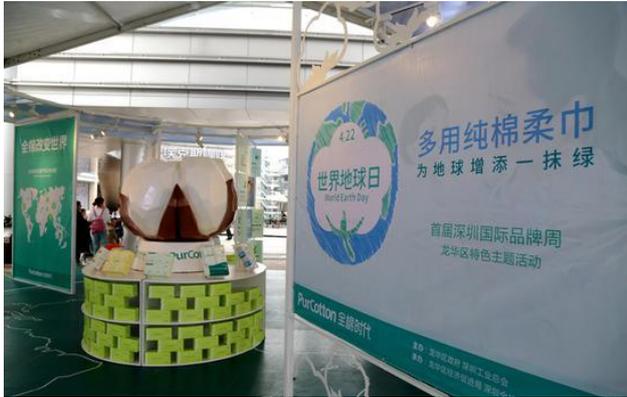


数据来源：公司官网，东方证券研究所

近年来，公司强化输出“全棉生活方式”的消费文化，占领消费者心智。全棉时代自 2009 年成立以来，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，举例如下：

- ◆ **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 年和 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，旨在鼓励人们从棉做起，生活中用可再生、可持续的棉为地球环保尽一份力；
- ◆ **2018 年：**携手日本殿堂级摄影师上田义彦揭幕首个以棉为主角的影像大片，同步与国家地理中文网合作启动“棉·自然·人”百万摄影大赛，将棉花背后的故事呈现在大众面前，进一步提升品牌美誉度和国际影响力；
- ◆ **2019 年：**全棉时代成立十周年之际，开展了一系列主题营销活动，包括携手明星王俊凯举办线下见面会、全国品牌巡展、全国媒体答谢会等，提升品牌知名度。

图 35: 全棉时代线下举办世界地球日活动 (2017 年)



数据来源: 新浪网, 东方证券研究所

图 36: 全棉时代携手王俊凯举办十周年见面会 (2019 年)

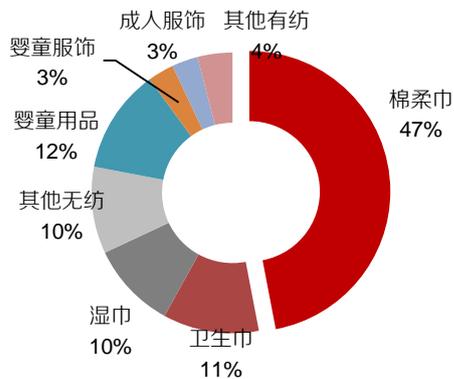


数据来源: 新浪网, 东方证券研究所

## 渠道: 全渠道运营, 数字化建设全面提效

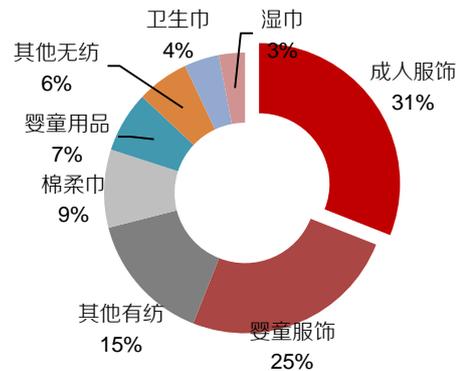
线上线下同款同价, 销售品类各有侧重。全棉时代线上以销售标品为主, 2019 年收入占比前三分别为棉柔巾 (47%)、卫生巾 (11%) 和湿巾 (10%); 线下门店以产品体验和品牌宣传为出发点, 着重销售非标准品, 2019 年收入占比前三分别为成人服饰 (31%)、婴童服饰 (25%) 和其他有纺 (15%)。

图 37: 全棉时代线上产品收入拆分 (2019)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

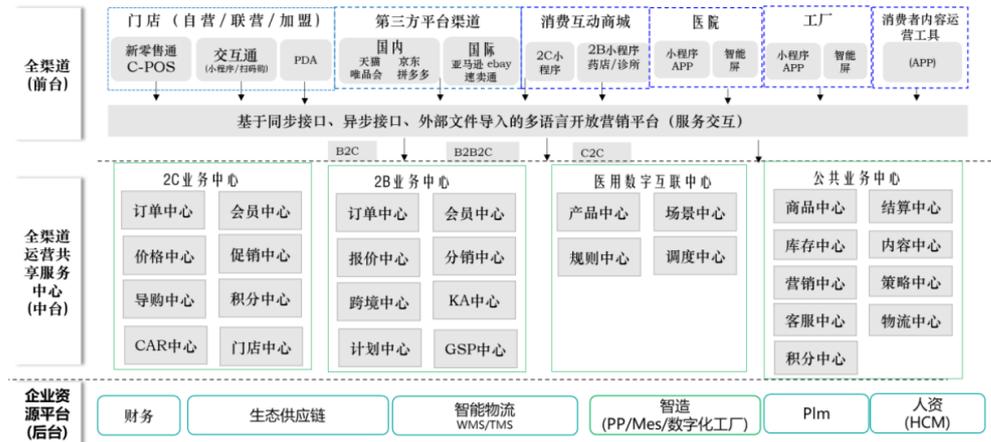
图 38: 全棉时代线下产品收入拆分 (2019)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

公司通过数字化建设加强线上线下渠道融合, 提升整体运营效率。全棉时代于 2019 年 Q1 正式启动数字化转型, 经过一年多的开发和运营, 目前已初步形成清晰的前、中、后台结构, 基本实现线上和线下的融合。根据募投项目, 公司拟出资 2.69 亿元对数字化管理系统做进一步完善, 我们认为从长期来看, 数字化建设将帮助公司更好地洞察消费者需求, 改善购物体验, 在提升效率的同时推动品牌长期发展。

图 39：公司数字化管理系统募投项目

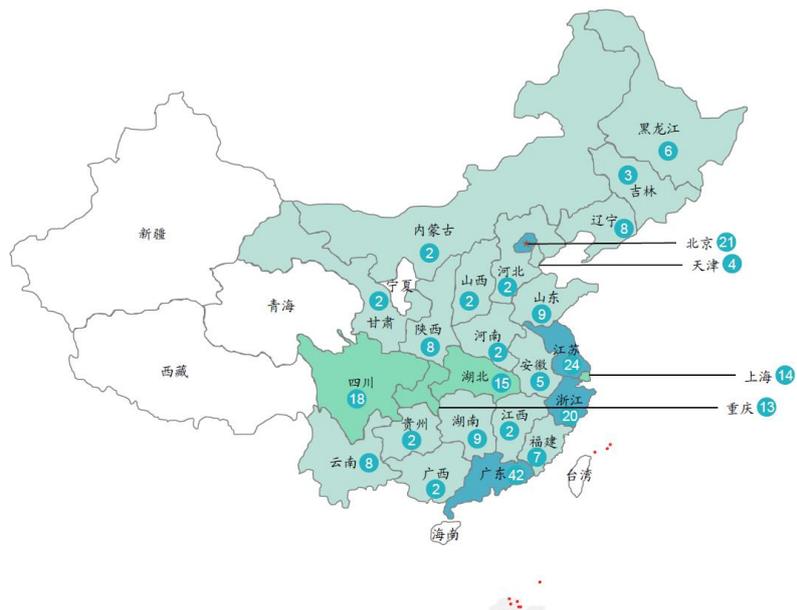


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 线下渠道：重视客户体验和线上引流，未来盈利能力有望获得提升

公司线下销售主要分为三部分：线下门店、商超和大客户渠道，2019 年收入占比分别为 38.3%、3.4%和 2.8%，线下门店是本文研究的重点。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。

图 40：全棉时代线下门店布局（截至 2019 年）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

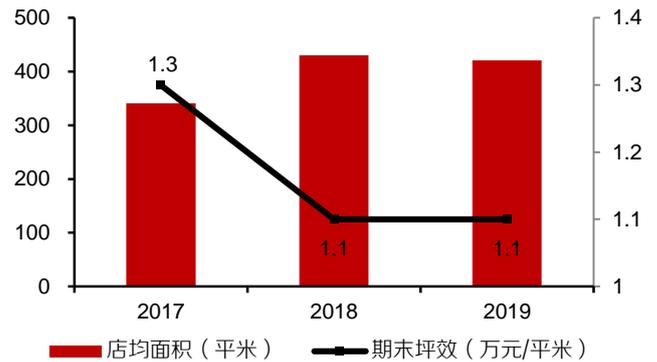
2017-2019 年，为了加强品牌展示和露出，公司战略性开设了许多大面积门店，对整体盈利能力和门店坪效均有所拖累。公司早期主要开设小面积门店（100-200 平方米），门店盈利能力较强，随着

产品线的丰富和经营能力的提升，全棉时代主力门店面积转变为 300-500 平米。2017 年后，公司战略性地开设了不少 800-1,000 平米的大店，定位于品牌展示和营销，但门店盈利能力较弱。2019 年，公司线下门店平均面积为 420.8 平米，同比提升约 23%，而坪效却从 2017 年的 1.3 万/平米下滑至 2019 年的 1.1 万/平米。

我们认为，对于全棉时代这一处于成长期的品牌，开设一些代表性大店能迅速提升品牌知名度，向线上引流，虽然对短期盈利有所拖累，但是从长期维度来看有其合理性和必要性。公司非常重视线下门店的展示性和体验性，从店铺设计开始，公司就将品牌理念融入其中，并增加体验区如全棉咖啡区、全棉定制区、HelloKittylife 专区等。此外，公司大力推广微信小程序等工具，实现对线上的引流。

**图 41: 全棉时代期末门店数**


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

**图 42: 全棉时代店均面积和期末坪效对比**


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2020 年，公司优化了门店结构，开放加盟加速扩张步伐。在疫情背景下，公司于 2020 年关闭了部分低效店，并在下半年于新疆、西藏等地区开放了加盟模式，加盟店采取类直营模式，加盟商承担租金、装修、店员工资等门店费用，公司承担商品成本，最终按比例分成。未来公司新开店将以坪效更好的中型店为主（300-500 平米），门店的综合盈利能力有望得到改善。

**表 6: 全棉时代门店拓展募投计划**

	选址城市	开店数量	营业面积 (平方米)
T+1 年	哈尔滨、大连、青岛、济南、武汉、南昌、南京、杭州、宁波、合肥、上海、苏州、北京、西安、太原、深圳、广州、佛山、珠海、成都、重庆、昆明、贵阳	31	19,995
T+2 年	长春、沈阳、青岛、日照、武汉、长沙、赣州、南京、温州、宁波、上海、无锡、常州、北京、西安、兰州、西宁、深圳、广州、佛山、南宁、福州、泉州、海口/三亚、成都、重庆、昆明、贵阳	32	19,400
T+3 年	长春、大连、青岛、郑州、武汉、南昌、赣州、南京、徐州、杭州、上海、嘉兴、北京、西安、西宁、呼和浩特、乌鲁木齐、深圳、广州、东莞、汕头、福州、厦门、成都、重庆、贵阳	33	20,600
	合计	96	59,995

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

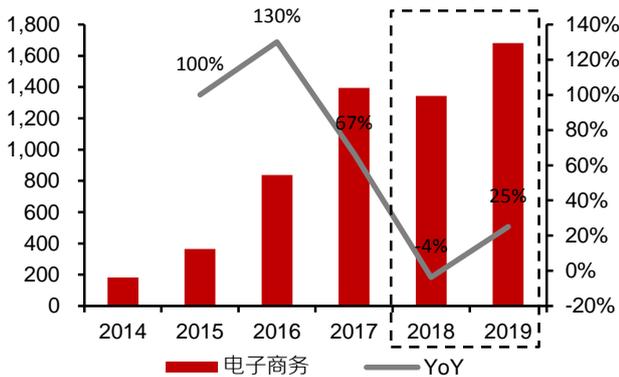
### 线上渠道：发力微信小程序，收入占比预计将维持高位

从过去来看，双十一是公司电商渠道的发力重心。2014-2019年公司双十一收入复合增速为89%，2019年已突破6亿元人民币，另一方面，双十一占电商收入比重也在逐年上升，已从2014年的14%快速上升至2019年的36%。

但是随着对双十一的依赖程度增加，公司日销受到明显影响，收入不确定性增加。以2018年为例，全棉时代电商销售推广费用率同比大幅提升2.6 pcts至10.8%，虽然当年双十一收入同比增长60%，但是全年电商收入却同比下滑4%，越来越多的消费者倾向于在电商促销节一次性消费全年的产品。

2019年公司开始主动调整策略，通过小件包邮等方式开拓新客户，减少了超级品牌日等活动投入，2019年电商销售推广费用率同比下滑0.74 pcts，双十一收入增速和母婴榜单排名都出现了下降，但另一方面全年电商同比增长25%，重回健康良性增长轨道。

图 43：全棉时代电商收入及增速（百万元）



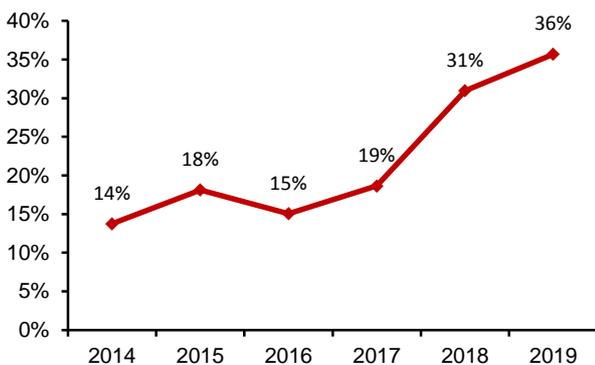
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 44：全棉时代双十一收入及增速（百万元）



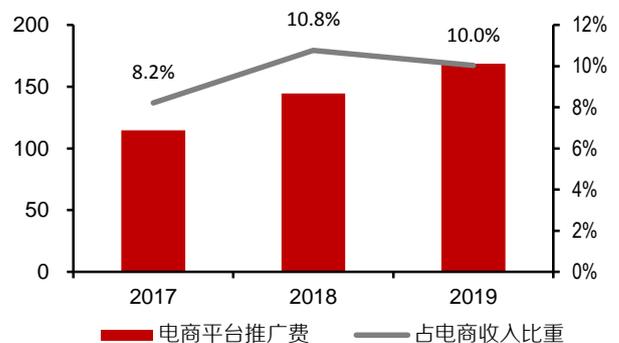
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 45：全棉时代双十一收入占电商收入比重逐年上升



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 46：全棉时代电商平台推广费及占比



数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 7：天猫双十一母婴品牌排行榜（2015-2019）

编号	2015	2016	2017	2018	2019
1	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代
2	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代
3	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代
4	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代
5	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代	全棉时代

1	好奇	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉
2	花王	全棉时代	全棉时代	全棉时代	babycare
3	好孩子	英式	贝因美	帮宝适	耐克
4	全棉时代	GAP	爱他美	花王	爱他美
5	帮宝适	戴维贝拉	好孩子	爱他美	帮宝适
6	雀氏		好奇	戴维贝拉	全棉时代
7	贝亲		戴维贝拉	moony	可优比
8	大王		英式	好孩子	安踏
9	妈咪宝贝		帮宝适	babycare	戴维贝拉
10	安儿乐		GAP	耐克	好孩子

数据来源：天猫，东方证券研究所

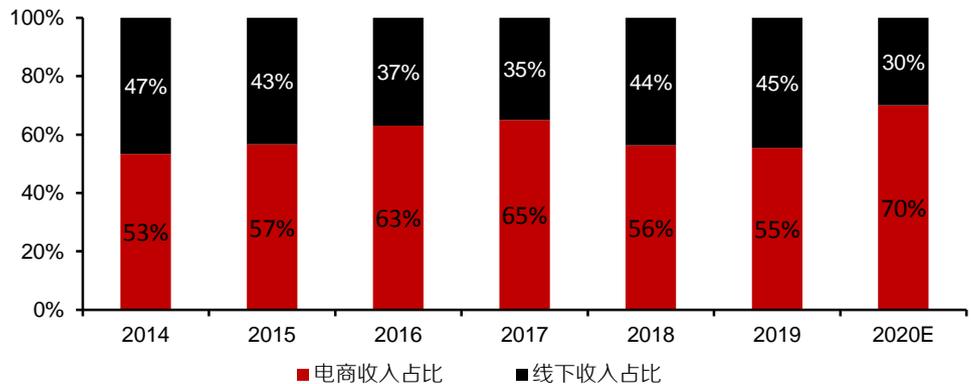
我们认为，随着双十一红利的衰减以及反垄断法的实施，双十一等电商促销节在公司业务中的优先级将有所下降。展望未来，我们认为公司将在两方面发力：

1) 重点发力微信小程序，加强线下向线上引流：疫情期间，微信小程序成为公司重要销售方式之一，通过门店员工“全员带货”，将线下客户引流至线上，并加强私域流量的运营。2020年前三季度，全棉时代全渠道私域流量会员接近2,000万，其中小程序端会员在500-600万左右（2019年仅100万左右），小程序端销售收入在3亿元左右。

2) 加大对天猫自营、猫超、京东等渠道的市场推广；

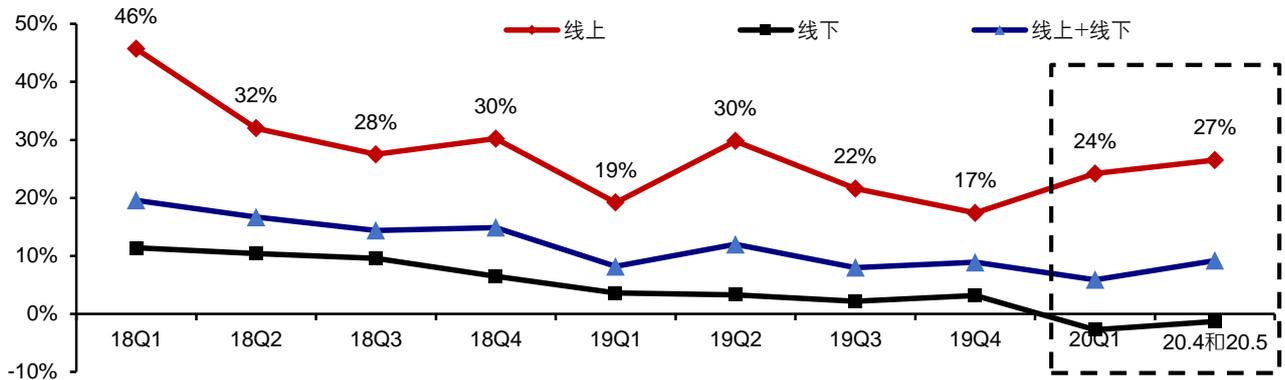
2020年疫情期间，因出行限制和线下门店关闭等原因，消费者更多转移至线上消费（尼尔森调研显示母婴类产品也有类似趋势），并且在疫情后保持了线上消费的习惯。2020年，公司的线上占比为70%，同比提升15pcts，线上收入占比为近7年最高，我们认为，随着公司加速对线上的投入和布局，未来线上收入占比将维持高位。

图 47：全棉时代线上收入占比将维持高位



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 48：线上及线下渠道母婴品类销售额增速



数据来源：尼尔森《2020 母婴消费洞察报告》，东方证券研究所

## 全棉水刺：技术领先，自用为主，外销为辅

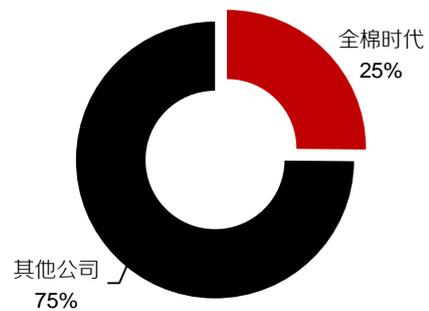
自主研发技术推动行业发展，公司产能利用率和产销率常年维持高位。公司自主研发了全棉水刺无纺布技术，在美国、欧洲、日本等 30 余个国家和地区获得了专利授权，技术地位保持领先，积极推动了行业的快速发展。从市场发展来看，2015-2018 年，全国生产线数量从 26 条提升至 45 条，2018 年全国全棉水刺无纺布总产能为 11 万吨（公司市占率约 25%）。从公司发展来看，2019 年公司整体产能为 2.9 万吨，2014-2019 年复合增速为 34%，产能利用率和产销率常年维持在 90% 以上。

图 49：公司水刺无纺布整体产能（吨）

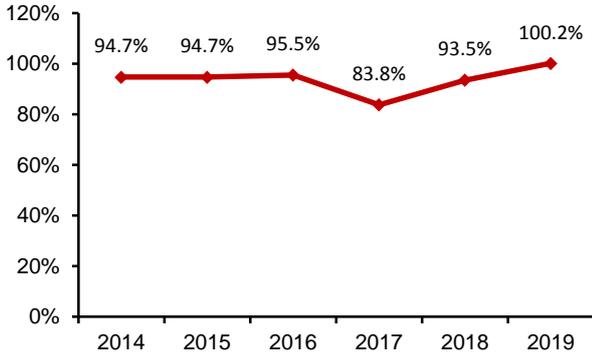


数据来源：公司公告，东方证券研究所

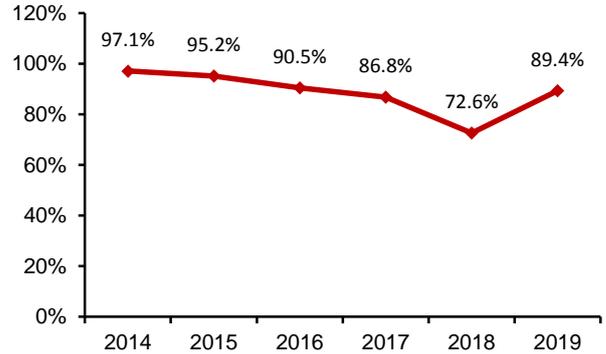
图 50：中国全棉水刺无纺布产能市占率（2018）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 51：公司水刺无纺布产销率变化**


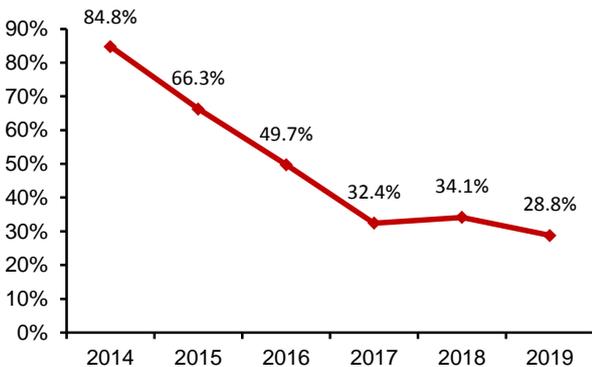
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 52：公司水刺无纺布产能利用率变化**


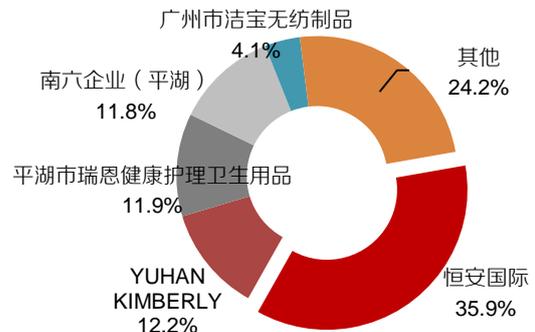
数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司产能自用为主，外销比例逐年下降。2014-2019 年，公司全棉水刺无纺布外销比例从 84.8% 下降至 28.8%。外销客户方面，2019 年公司前五大客户占比为 75.8%，集中度较高，前五大客户分别为恒安国际（34.9%）、YUHAN KIMBERLY、平湖市瑞恩健康护理卫生用品、南六企业（平湖）和广州市洁宝无纺制品。

随着公司全面水刺无纺布产能的提升和自产比例的进一步提高，对公司辅料和消费品业务的成本节约和毛利率提升也将产生进一步的拉动作用。

**图 53：公司全棉水刺无纺布外销比例**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 54：全棉水刺无纺布前五大外销客户（2019）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

#### 1、收入

- a) 医用敷料：预计未来三年收入增速为 657.1%、-26.7%和 8.5%，受疫情影响，2020 年医用敷料业务实现爆发性增长，2021 年将有所下滑，后续将维持常态化增长。
- b) 健康生活消费品：预计未来三年收入增速为 12.6%、42.5%和 24.6%。2020 年，线下门店受疫情影响人流大幅减少，同比增速放缓。
- c) 全面水刺无纺布：预计未来三年收入增速为 12.2%、7.1%和 7.1%。

#### 2、毛利率：

- a) 医用敷料：预计未来三年毛利率为 60.8%、45.5%和 45.5%，2020 年受疫情影响毛利率大幅上升，后续随着防疫物资供需平稳，毛利率回落，但是高端医用敷料和 C 端销售占比上升对毛利率有正面影响。
- b) 健康生活消费品：预计未来三年毛利率为 59%、59%和 59%。
- c) 全面水刺无纺布：预计未来三年毛利率为 43%、33.1%和 33.1%

#### 3、费用率：

- a) 销售费用率：预计未来三年费用率为 15.7%、20.2%和 21%。2020 年由于疫情导致医用敷料业务收入爆发性增长，因此销售费用率大幅下降，后续将回升。
- b) 管理费用率：预计未来三年费用率为 4.7%、6.8%和 5.4%。2021 年实施股权激励计划，管理费用率有所提升。

#### 盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>医用敷料</b>					
销售收入（百万元）	1,163.3	1,188.9	9,000.8	6,596.3	7,155.7
增长率	6.2%	2.2%	657.1%	-26.7%	8.5%
毛利率	34.3%	38.5%	60.8%	45.5%	45.5%
<b>健康生活消费品</b>					
销售收入（百万元）	2,383.8	3,031.3	3,412.8	4,864.7	6,061.5
增长率	11.2%	27.2%	12.6%	42.5%	24.6%
毛利率	58.5%	58.7%	59.0%	59.0%	59.0%
<b>全棉水刺无纺布</b>					
销售收入（百万元）	241.0	292.2	327.9	351.1	376.1
增长率	21.4%	21.2%	12.2%	7.1%	7.1%
毛利率	29.3%	33.1%	43.0%	33.1%	33.1%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	50.8	62.3	74.7	89.7	107.6

增长率	-14.6%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	47.5%	44.3%	53.6%	61.3%	67.8%
合计	3,838.9	4,574.6	12,816.2	11,901.8	13,700.8
增长率	9.8%	19.2%	180.2%	-7.1%	15.1%
综合毛利率	49.2%	51.6%	59.8%	50.8%	51.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 8.98、4.68、5.66 元，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 31 倍的 PE，对应目标价为 145.08 元，首次给予公司“增持”评级。

可比公司选取依据：振德医疗为国内领先医用敷料公司；中顺洁柔为国内领先生活用纸公司；安奈儿和金发拉比为国内领先母婴品牌；豪悦护理为国内个人卫生护理用品领域领先的制造商；金春股份为国内领先水刺无纺布生产企业；百亚股份为国内领先一次性卫生用品公司。

表 8：行业可比公司估值（截止 2020 年 3 月 24 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
振德医疗	603301	0.69	11.59	3.23	7.61	76	5	16	7
中顺洁柔	002511	0.46	0.69	0.85	1.00	58	39	31	27
安奈儿	002875	0.25	0.11	0.28	0.46	35	79	31	19
金发拉比	002762	0.13	0.12	0.12	0.14	41	45	43	39
豪悦护理	605009	2.96	5.87	6.26	7.70	50	25	24	19
金春股份	300877	0.74	2.25	1.62	2.07	70	23	32	25
百亚股份	003006	0.30	0.43	0.56	0.71	67	46	36	28
调整后平均							36	31	23

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 风险提示

### （1）市场竞争加剧

医用敷料和健康生活消费行业竞争对手众多，公司有可能面临价格竞争的风险，如果公司不能持续创新，或加强产品性价比，公司未来业绩将面临压力。

### （2）客户拓展、毛利率不及预期

若医用敷料业务国内外客户拓展不及预期，将面临业务增速快速下滑风险。2021 年我们预计医用敷料业务同比下降 26.7%，经测算，医用敷料收入增速每多下滑 10 个点，将影响超过 5 个亿的净利润。

若 2021 年医用敷料业务毛利率下降幅度过大，将对公司业务产生负面影响，经测算，医用敷料业务毛利率每多下滑 3 个点，将影响超过 1-2 个亿的净利润。

### （3）产品品类扩张不及预期

全棉时代品牌未来不断扩展产品边界，向成人服饰、家纺等领域进一步扩张，新业务领域竞争激烈，将对未来业绩产生较大不确定性。

**附表：财务报表预测与比率**

资产负债表数据来源：东方证券 数据来源：						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	404	481	1,918	3,917	5,732	营业收入	3,839	4,575	12,816	11,902	13,701
应收票据、账款及款项融资	442	425	1,166	1,083	1,247	营业成本	1,952	2,212	5,148	5,861	6,672
预付账款	70	97	271	252	290	营业税金及附加	41	40	111	103	118
存货	843	992	2,310	2,630	2,994	营业费用	1,041	1,356	2,008	2,409	2,882
其他	180	680	1,753	1,634	1,869	管理费用及研发费用	293	353	1,090	1,290	1,307
<b>流动资产合计</b>	<b>1,939</b>	<b>2,675</b>	<b>7,419</b>	<b>9,516</b>	<b>12,131</b>	财务费用	8	6	5	(12)	(31)
长期股权投资	7	9	9	9	9	资产、信用减值损失	20	48	70	2	16
固定资产	972	1,275	1,142	1,047	962	公允价值变动收益	(8)	11	11	11	11
在建工程	647	188	551	841	1,073	投资净收益	1	(14)	(14)	(14)	(14)
无形资产	132	132	123	115	107	其他	20	84	84	84	84
其他	261	254	114	62	10	<b>营业利润</b>	<b>496</b>	<b>642</b>	<b>4,466</b>	<b>2,331</b>	<b>2,817</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,019</b>	<b>1,857</b>	<b>1,939</b>	<b>2,074</b>	<b>2,161</b>	营业外收入	7	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>3,958</b>	<b>4,531</b>	<b>9,358</b>	<b>11,590</b>	<b>14,292</b>	营业外支出	2	7	7	7	7
短期借款	295	120	120	120	120	<b>利润总额</b>	<b>500</b>	<b>638</b>	<b>4,462</b>	<b>2,327</b>	<b>2,813</b>
应付票据及应付账款	650	736	1,713	1,950	2,220	所得税	75	91	625	326	394
其他	312	331	390	384	396	<b>净利润</b>	<b>425</b>	<b>547</b>	<b>3,838</b>	<b>2,001</b>	<b>2,419</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,256</b>	<b>1,187</b>	<b>2,223</b>	<b>2,453</b>	<b>2,736</b>	少数股东损益	1	1	6	3	4
长期借款	5	134	134	134	134	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>425</b>	<b>546</b>	<b>3,831</b>	<b>1,998</b>	<b>2,415</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.00	1.28	8.98	4.68	5.66
其他	37	47	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>181</b>	<b>134</b>	<b>134</b>	<b>134</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,298</b>	<b>1,368</b>	<b>2,357</b>	<b>2,588</b>	<b>2,870</b>						
少数股东权益	4	3	10	13	17						
实收资本(或股本)	376	376	376	376	376	<b>成长能力</b>					
资本公积	949	949	949	949	949	营业收入	9.8%	19.2%	180.2%	-7.1%	15.1%
留存收益	1,332	1,835	5,666	7,664	10,080	营业利润	-4.0%	29.5%	595.8%	-47.8%	20.9%
其他	(0)	0	0	0	0	归属于母公司净利润	-0.6%	28.6%	601.3%	-47.8%	20.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,661</b>	<b>3,164</b>	<b>7,001</b>	<b>9,002</b>	<b>11,422</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,958</b>	<b>4,531</b>	<b>9,358</b>	<b>11,590</b>	<b>14,292</b>	毛利率	49.2%	51.6%	59.8%	50.8%	51.3%
						净利率	11.1%	11.9%	29.9%	16.8%	17.6%
						ROE	18.3%	18.8%	75.5%	25.0%	23.7%
						ROIC	16.0%	17.4%	71.9%	24.1%	22.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	32.8%	30.2%	25.2%	22.3%	20.1%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.54	2.25	3.34	3.88	4.43
						速动比率	0.86	1.40	2.27	2.78	3.31
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	9.8	10.4	15.4	10.1	11.2
						存货周转率	2.4	2.4	3.0	2.3	2.3
						总资产周转率	1.0	1.1	1.8	1.1	1.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.00	1.28	8.98	4.68	5.66
						每股经营现金流	1.24	1.59	5.17	6.61	6.07
						每股净资产	6.23	7.41	16.39	21.08	26.74
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	139.5	108.4	15.5	29.6	24.5
						市净率	22.3	18.7	8.5	6.6	5.2
						EV/EBITDA	94.8	42.7	10.8	19.4	16.3
						EV/EBIT	103.4	80.4	11.7	22.5	18.7

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	425	547	3,838	2,001	2,419
折旧摊销	45	571	332	366	414
财务费用	8	6	5	(12)	(31)
投资损失	(1)	14	14	14	14
营运资金变动	(281)	(548)	(2,342)	129	(535)
其它	270	10	100	(9)	6
<b>经营活动现金流</b>	<b>468</b>	<b>600</b>	<b>1,945</b>	<b>2,489</b>	<b>2,286</b>
资本支出	(281)	(1,367)	(500)	(500)	(500)
长期投资	(1)	(2)	0	0	0
其他	(355)	949	(3)	(3)	(3)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(637)</b>	<b>(420)</b>	<b>(503)</b>	<b>(503)</b>	<b>(503)</b>
债权融资	6	134	0	0	0
股权融资	300	0	0	0	0
其他	(163)	(232)	(5)	12	31
<b>筹资活动现金流</b>	<b>143</b>	<b>(98)</b>	<b>(5)</b>	<b>12</b>	<b>31</b>
汇率变动影响	2	2	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(24)</b>	<b>84</b>	<b>1,438</b>	<b>1,999</b>	<b>1,815</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)