

稳健医疗 (300888.SZ)

消费+医疗并进，持续创造社会价值

前期我们发布稳健医疗深度报告，当前医疗耗材、消费品行业面临市场变化考验，我们本次跟踪报告从企业文化、消费品及医疗业务发展梳理公司长期投资逻辑。公司在注重品牌、品质、创造社会价值的企业文化背景下，打造“稳健医疗”、“全棉时代”、“津梁生活”品牌，完善公司长期增长曲线：

医用业务：引领行业，树立标杆，社会价值凸显。行业层面：疫情冲击下行业供需均出现爆发式增长，政府加强对医疗低值耗材产品的监管，促使行业优胜劣汰。**公司层面：**防疫产品大幅增长，公司对高品质标准的追求使得自有品牌的口碑提升带来增长机会，公司后续加强医疗低值耗材尤其是非防疫物资产品（手术包、敷料等）推广，我们预计未来医疗业务板块自有品牌收入占比提升至30%以上，同时非防疫类产品占比提升（2020年防疫产品占比超过70%）。**渠道方面，**公司疫情期间加快打通医院、零售药店渠道，据公司销售数据推断，医用业务渠道在2019年2000+家医院、4万家连锁药店基础上，当前所进驻药店渠道数量有望翻番。

消费品业务：输出安全、健康、环保生活方式。**产品&品牌端：**长期来看“全棉时代”从安全、健康、环保多方位把握消费痛点，在细分品类深耕细作并推陈出新，加深SKU增加连带，如在棉柔巾领域延展出泡泡洗脸巾、浴巾等产品。**渠道端：**线上/线下同步发展，我们预计未来渠道比例各50%左右。1) 线下：加快门店拓展，后续以中型店铺为主，一二线城市拓展直营门店增加品牌曝光同时为线上引流；三四线城市依赖加盟下沉，预计未来2-3年每年拓店50-100家左右。2) 线上天猫平台、微信小程序疫情期间高速增长。未来随着产品品类的扩充，同时基于高品牌力以及小程序等电商引流，伴随线下门店的增长我们预计全棉时代业务未来3年复合增速达到30%以上。

短期增速亮眼，长期动力清晰。1) 据我们估算，公司2021Q1收入/业绩同比均有望实现30%-40%增长，其中全棉时代业务收入有望增长40%-50%，医疗业务中非防疫物资增速较快（去年同期以防疫产品为主）。2) 中长期来看，随着全棉时代和稳健品牌业务的稳定发展，收入/业绩均有望维持稳健增长。

盈利预测与投资建议。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，我们预计2020-2022年归母净利润分别37.8/18.1/21.9亿元，当前股价126.84元，对应2020-2022年PE分别为14.3/29.9/24.7倍。给予目标价170.0元，对应市值724亿，2021年PE为40.0倍，维持“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	3,785	1,811	2,189
增长率 yoy (%)	-0.6	28.6	592.8	-52.1	20.9
EPS最新摊薄(元/股)	1.00	1.28	8.87	4.25	5.13
净资产收益率(%)	16.0	17.3	54.5	20.7	20.0
P/E(倍)	127.4	99.0	14.3	29.9	24.7
P/B(倍)	20.4	17.1	7.8	6.2	5.0

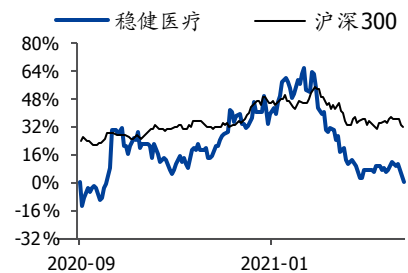
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月12日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
04月12日收盘价	126.84
总市值(百万元)	54,096.28
总股本(百万股)	426.49
其中自由流通股(%)	10.98
30日日均成交量(百万股)	1.60

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

- 《稳健医疗(300888.SZ)：深耕消费，突围医疗》2021-01-24
- 《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)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1939	2675	7552	8024	12829	营业收入	3839	4575	12484	10196	12350
现金	404	481	4877	3984	8927	营业成本	1952	2212	5191	4960	5674
应收票据及应收账款	442	416	1664	35	2023	营业税金及附加	41	40	128	102	122
其他应收款	101	596	95	521	293	营业费用	1041	1356	2089	2187	2845
预付账款	70	97	251	51	334	管理费用	176	197	414	542	780
存货	843	992	605	3363	1176	研发费用	117	155	299	448	604
其他流动资产	79	92	60	70	75	财务费用	8	6	-71	-111	-164
非流动资产	2019	1857	3000	1978	2264	资产减值损失	-20	-22	-63	-50	-62
长期投资	7	9	12	15	18	其他收益	22	22	16	19	20
固定资产	972	1275	2320	1406	1671	公允价值变动收益	-8	11	2	2	2
无形资产	132	132	137	142	149	投资净收益	1	-14	-9	-8	-7
其他非流动资产	908	442	531	416	427	资产处置收益	-2	62	15	19	23
资产总计	3958	4531	10552	10002	15093	营业利润	496	642	4522	2150	2587
流动负债	1256	1187	3443	1116	4055	营业外收入	7	4	9	6	6
短期借款	295	120	178	209	239	营业外支出	2	7	6	5	5
应付票据及应付账款	650	736	2517	591	2964	利润总额	500	638	4525	2152	2589
其他流动负债	312	331	749	316	852	所得税	75	91	733	338	396
非流动负债	42	181	154	127	100	净利润	425	547	3792	1814	2193
长期借款	5	134	107	81	54	少数股东损益	1	1	7	3	4
其他非流动负债	37	47	47	47	47	归属母公司净利润	425	546	3785	1811	2189
负债合计	1298	1368	3597	1243	4156	EBITDA	635	795	4710	2466	2786
少数股东权益	4	3	10	13	17	EPS (元)	1.00	1.28	8.87	4.25	5.13
股本	376	376	376	376	376						
资本公积	949	949	949	949	949						
留存收益	1332	1835	5530	7287	9393						
归属母公司股东权益	2657	3160	6945	8746	10921						
负债和股东权益	3958	4531	10552	10002	15093						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	468	600	5663	-1600	5433
净利润	425	547	3792	1814	2193
折旧摊销	129	155	253	432	375
财务费用	8	6	-71	-111	-164
投资损失	-1	14	9	8	7
营运资金变动	-118	-97	1699	-3723	3047
其他经营现金流	24	-25	-17	-21	-25
投资活动现金流	-637	-420	-1387	602	-643
资本支出	638	447	1140	-1025	283
长期投资	0	0	-3	-3	-3
其他投资现金流	1	27	-250	-425	-364
筹资活动现金流	143	-98	120	105	153
短期借款	-100	-175	58	32	30
长期借款	5	129	-27	-27	-27
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	292	0	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-53	89	100	150
现金净增加额	-24	84	4396	-893	4943

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	19.2	172.9	-18.3	21.1
营业利润(%)	-4.0	29.5	604.6	-52.4	20.3
归属于母公司净利润(%)	-0.6	28.6	592.8	-52.1	20.9
获利能力					
毛利率(%)	49.2	51.6	58.4	51.4	54.1
净利率(%)	11.1	11.9	30.3	17.8	17.7
ROE(%)	16.0	17.3	54.5	20.7	20.0
ROIC(%)	14.4	15.8	51.1	18.8	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.8	30.2	34.1	12.4	27.5
净负债比率(%)	-2.4	-5.4	-65.0	-41.3	-78.3
流动比率	1.5	2.3	2.2	7.2	3.2
速动比率	0.8	1.3	1.9	4.1	2.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.7	1.0	1.0
应收账款周转率	9.9	10.7	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	2.8	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.28	8.87	4.25	5.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.41	13.28	-3.75	12.74
每股净资产(最新摊薄)	6.23	7.41	16.28	20.51	25.61
估值比率					
P/E	127.4	99.0	14.3	29.9	24.7
P/B	20.4	17.1	7.8	6.2	5.0
EV/EBITDA	75.1	59.8	9.2	17.9	14.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

内容目录

医用业务：行业演变加速，自有品牌崛起	4
行业：疫情下医用耗材行业的变机.....	4
公司：把握渠道机遇，以自有品牌打造龙头	6
产品端：创新迭代持续，布局范围外拓	6
渠道端：渗透加速，为自有品牌发展储备势能	7
全棉时代：产品迭代创价值，渠道融合促增长.....	9
产品端：定义新生活方式，创新迭代持续创造价值	9
渠道端：线上私域流量快速增长，线下门店拓展.....	12
盈利预测与投资建议	14
风险提示	15

图表目录

图表 1: 2014-2019 年国内医用敷料市场规模及 YOY (亿元, %)	4
图表 2: 2017-2019 年国内医用敷料龙头市场份额 (%)	4
图表 3: 2015-2021E 中国口罩行业产值及 YOY (亿元, %)	5
图表 4: 2019 中国大陆地区口罩产业产值构成 (%)	5
图表 5: 2018-2020 年部分医疗器械相关政府文件.....	5
图表 6: 2017-2022E 医用业务收入及 YOY (亿元, %)	6
图表 7: 2017-2019 年医用业务收入分产品类别占比 (%)	7
图表 8: 2020E-2022E 年医用业务收入分类别占比 (%)	7
图表 9: 2017-2019 年公司研发费用及研发费用率 (亿元, %)	7
图表 10: 2019 年公司研发人员数量及占比 (人, %)	7
图表 11: 2017-2022E 医用业务境内/境外收入占比 (亿元, %)	8
图表 12: 2017-2022E 境内医用业务收入分销售模式占比 (%)	8
图表 13: 稳健医疗&全棉时代品牌渠道协同.....	8
图表 14: 健康生活消费品板块主要产品.....	9
图表 15: 全棉时代"健康生活方式"产品生态.....	10
图表 16: 全棉时代部分品牌荣誉.....	11
图表 17: 全棉时代主要产品价格同业比较.....	11
图表 18: 公司研发端/生产端所获部分专利及资格认证.....	11
图表 19: 2017-2019 年消费品电商收入及占比 (亿元, %)	12
图表 20: 2017-2019 年电商细分渠道收入占比 (%)	12
图表 21: 2019 年公司各渠道收入及占健康生活品收入比重 (亿元, %)	12
图表 22: 全棉时代微信小程序门店.....	13
图表 23: 全棉时代门店分布一览图.....	13
图表 24: 公司分平台线上业务情况 (亿元, %)	14
图表 25: 盈利预测及关键指标表 (万元, %)	15

医用业务：行业演变加速，自有品牌崛起

疫情为中国医用耗材行业发展按下快进键，业内企业迎来前所未有之变局。过往公司医用业务主要以 **OEM** 模式发展，疫情不仅使国内外渠道网络、产品品类获得显著拓宽，更重要的是使其自有“winner”品牌获得历史性机遇。我们认为未来中国医用敷料市场将进入高端国产替代的发展阶段，公司“winner”品牌业务潜力巨大。

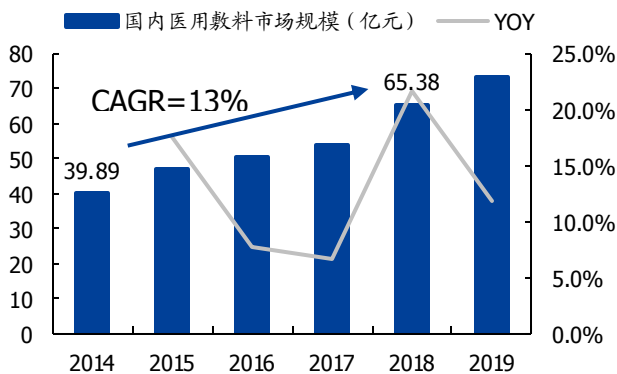
行业：疫情下医用耗材行业的变机

当下国内医用敷料市场面临多方位优化调整，专业化、品牌化将成为大势所趋。我们判断：**1）**规模上，随着市场防护习惯的改变，医用耗材市场空间结构性上拓；**2）**竞争格局上，行业监管趋严、内部加速出清，原有头部品牌优势明显。

消费及防护习惯的改变推动行业规模上拓：**1）**防护用品作为消费品的配备使用逐渐日常化，疫情催生社会防护意识及消费者习惯改变，普通人民及医疗人员对于防护用品的使用频率大幅提升，其配备使用逐渐日常化。**2）**医院一次性用品渗透率加强。过去医用耗材重复利用的现象较为普遍，在带来消毒灭菌成本的同时加大了二次感染风险。新冠疫情带来高度防控意识的觉醒，加速了一次性产品在医用终端的渗透快进。**3）**政府扩大防护用品储备，政府端大批量采购进一步推动行业端的需求。

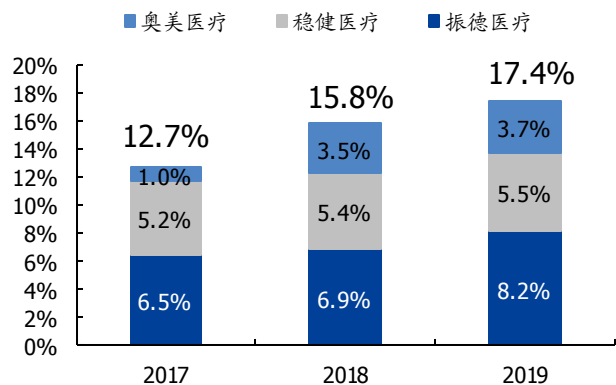
我们判断随着防护用品渗透率的提升，长期市场空间有望较疫情前翻倍增长。随着疾控防护用品逐渐成为日常消费之一，医用耗材渗透率得以提升，进而拔高国内市场规模天花板。以口罩为例，据艾媒研究院预测：2020年中国口罩行业产值预计猛增22.5倍至2357.5亿元，随疫情影响逐渐消弭，2021年有所回落至1532.9亿元，但仍远远高于2019年水平。

图表 1：2014-2019 年国内医用敷料市场规模及 YOY（亿元，%）



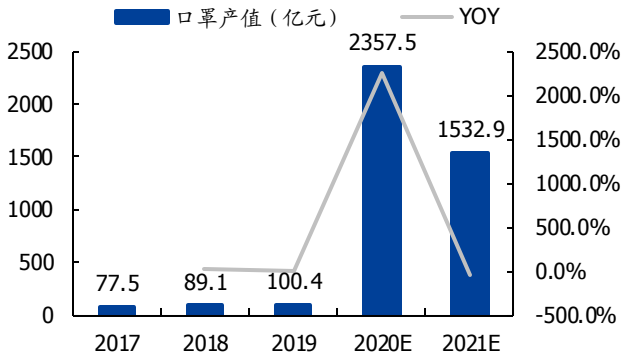
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：2017-2019 年国内医用敷料龙头市场份额 (%)



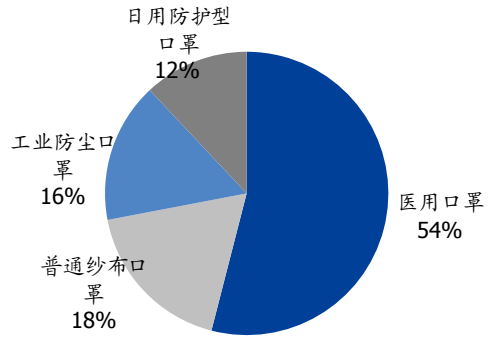
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 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 4: 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

竞争格局优化, 头部企业受益。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。

- **利好政策出台的同时监管趋严, 加速行业出清。**疫情暴发以来政府相关政策出台密度加大, 业内抽查监管频率大幅提升, 合规程度低的小型企业被淘汰出清。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。
- **需求端对于防护用品质量及规范性要求提升, 原有头部品牌优势明显。**疫情之下终端政府、医院、药店等渠道对于医用耗材的采购进行严格管理, 消费者对于防护用品的购买也更为挑剔, 市场对于品牌、产品质量的重视利好原有知名龙头发展。

图表 5: 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
2020-03	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
2018-02	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

行业动荡下公司社会责任心彰显, 推动行业优化、彰显品牌价值观。1) 疫情期间秉承社会价值优于企业价值的原则, 公司为社会疫情防控做出突出贡献, 弘扬品牌价值观、彰显品牌影响力, 据公司官网数据, 2020 年公司累计为海内外输送各类口罩约 39 亿只, 各类防护服、手术衣约 0.86 亿件, 向国内医疗机构和政府防控指挥部捐赠 1300 万元医疗物资。2) 后疫情时代, 公司作为话语权强势的业内龙头, 率先推动行业标准的完善和建议、全力支持医院应急管理体系建设, 加速行业优化调整。公司曾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 等认定, 质控水平和话语权享誉行业。

公司：把握渠道机遇，以自有品牌打造龙头

我们认为疫情是消费者培育和品牌权威力建设的契机。后疫情时代国内医用敷料市场成为开疆拓土的重要版图，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，国内自有“winner 稳健”品牌业务得到快速发展。

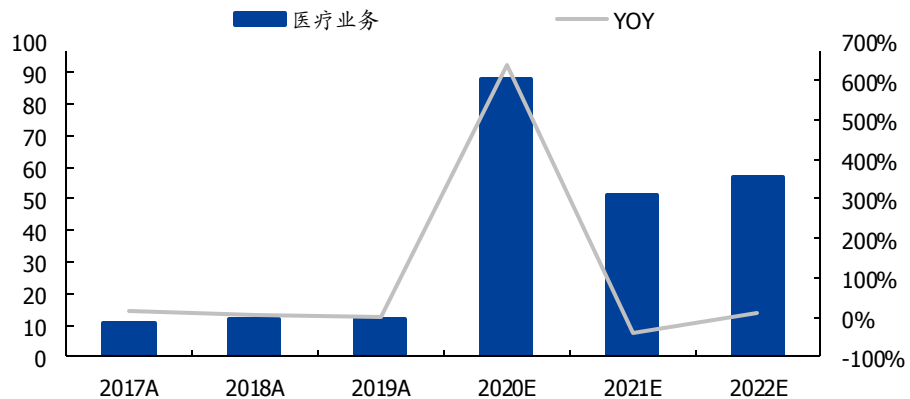
- **疫情期间境外 OEM 业务短期暴发：**疫情催生行业格局变迁，形势差异之下我国医用敷料出口大幅增长。据我们跟踪，2020 年 H1 公司外销收入（基本为医用业务）同增 163.1%至 11.3 亿元。我们认为全球市场对中国防疫产品的高度依赖只体现在短期：随着各国防疫用品产业链的逐步建立，我们认为全球市场需求迫切程度相对疫情初期有所下降，未来我国医用敷料出口增速或回落。
- **境内自主品牌业务接力增长：**公司通过防疫产品打响“winner”品牌、打通渠道以后，我们判断疫情结束后其他非防疫产品仍会继续接力增长。疫情期间公司培育建设自主品牌并拓宽渠道，拓展政府采购、医院采购等稳定大客户，同时电子商务、天猫京东、小程序等线上零售渠道大幅增长。自有品牌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，有望给公司带来强劲而高质量的业绩增长点。

产品端：创新迭代持续，布局范围外拓

医用业务迎来新机遇，业务布局拓展覆盖至医用耗材领域。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。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。公司医用产品主要为：

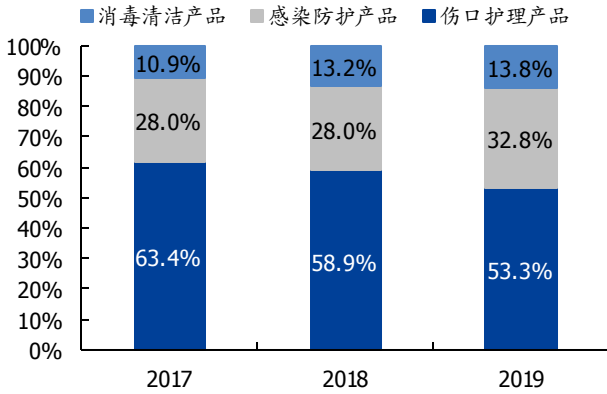
- 感染防护产品，其中疾控防护产品如口罩、防护服等，疫情期间暴发增长。2020/01-2020/05 防疫期间公司合计向社会供应疾控防护产品口罩近 6 亿只、防护服近 650 万件。我们估计 2020 全年防疫用品占医用业务比重将超过 70%、占公司收入比重在 60%左右，2021~2022 年占比预计将随着疫情好转有一定回落。
- 伤口护理产品，疫情前占医用业务比重六成，以传统产品为主，高端敷料比重不断提升，2017-2019 年伤口护理产品销售收入分别 6.39/6.15/5.49 亿元。
- 消毒清洁产品，主要是棉签、棉片、棉球等，占比较低，过往收入保持稳定增长。

图表 6：2017-2022E 医用业务收入及 YOY（亿元，%）



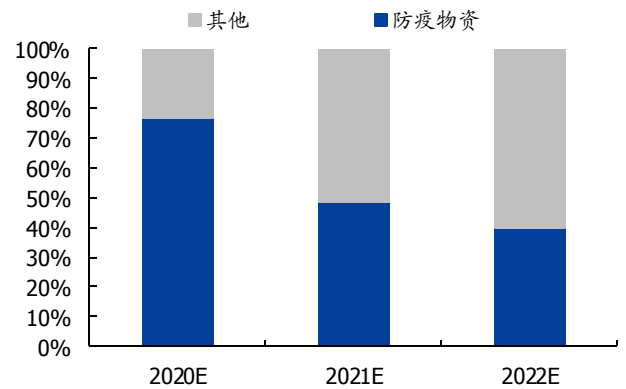
资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

图表 7: 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 8: 2020E-2022E 年医用业务收入分产品类别占比 (%)

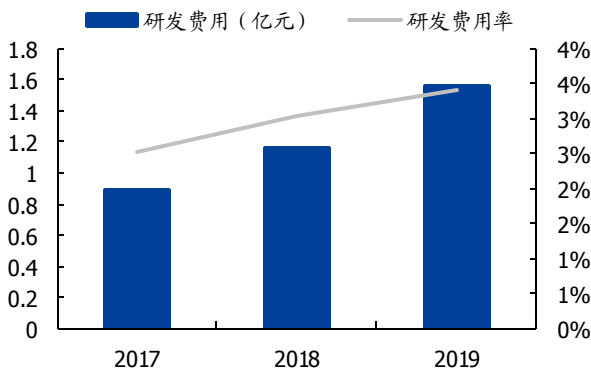


资料来源: 国盛证券研究所测算

从长期增长的态势来看, 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。

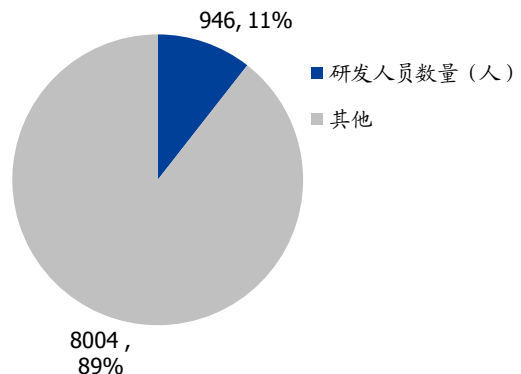
- **革新传统耗材, 家庭防护产品、一次性手术包推向终端。** 公司契合消费者防护意识升级、医疗消费升级, 各类单品产品的多样化带来更强的业务延展性, 逐步拓展至覆盖医疗耗材板块。1) 面向消费终端, 推出家庭护理包等产品, 将临床专业产品以便携化多样包装、以药店、电商等多渠道提供给消费者。2) 面向医疗机构, 产品从单品产品形式逐渐转为科室手术包系列产品形式, 范围覆盖心脑血管、腹腔、五官等多个科室, 产品渗透率逐渐加深, 在避免了二次感染问题的同时更加环保、安全。
- **积极探索高端医用敷料领域。** 公司多年深耕硅胶类医用敷料、泡沫敷料、抗菌工艺等领域, 所获成果斐然, 医用业务逐步向高端产品拓展, 2017-2019 年医用业务中高端敷料占比从 5.0% 提升至 7.1%。1) 我国正处于医疗升级时期, 高端敷料渗透率基数较低, 市场成长潜力尚足。2) 公司持续创新、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。

图表 9: 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 10: 2019 年公司研发人员数量及占比 (人, %)



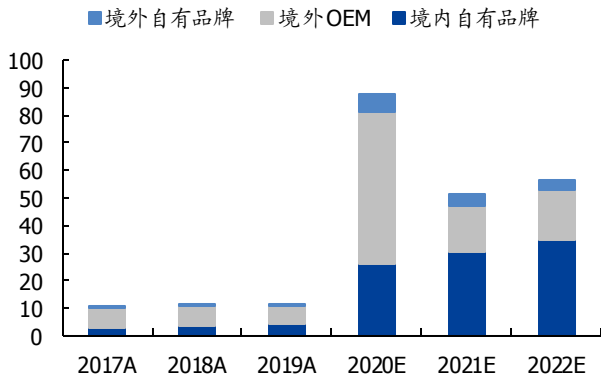
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

渠道端: 渗透加速, 为自有品牌发展储备势能

短期境外 OEM 暴发, 长期境内业务接力增长, 我们认为公司作为国产龙头有望借疫情的契机扩展渠道资源, 由此建设自有品牌、打通消费市场: 1) 受益于海内外疫情差异

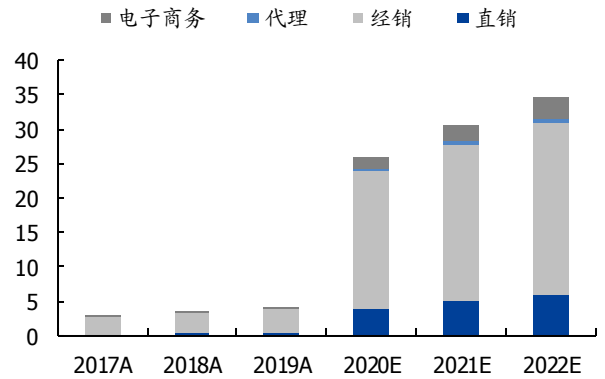
OEM 业务短期暴发增长，后续随着各国防疫用品产业链的逐步建立，我们预计公司 OEM 出口业务受影响而有所回落。2) 公司加大自有“winner”品牌建设，品牌知名度大幅提升。疫情机遇下拓展并巩固境内全新渠道客户，如政府采购、商超、电商等，把握深入的渠道优势为长期增长奠定扎实雄厚基础。

图表 11: 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 12: 2017-2022E 境内医用业务收入分销售模式占比 (%)

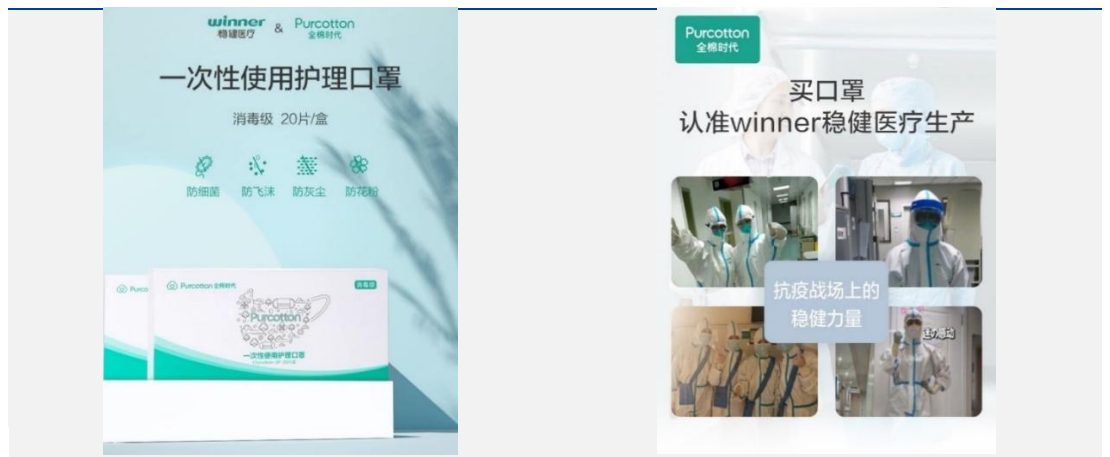


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **线下渠道网络渗透深入，疫情下得以大力拓宽。** 1) 线下渗透深入加速。原先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，在 2019 年 2000+ 家医院、4 万家连锁药店基础上，当前所进驻药店渠道数量有望翻番。2) 疫情下新增政府部门等优质大客户，订单稳定性较高。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。
- **线上高速增长，“winner 稳健”品牌 2018 年入驻天猫平台以来发展迅速，部分产品疫情下借助全棉时代电商通道销往消费者，充发挥渠道协同作用，同时引入自营小程序，丰富电商渠道、锁定自由品牌带来的流量。**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，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。据天猫月度销售数据，我们估算 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 13: 稳健医疗&全棉时代品牌渠道协同

winner 稳健医疗&Purcotton 全棉时代口罩 全棉时代天猫旗舰店的“winner”品牌标语



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

全棉时代：产品迭代创价值，渠道融合促增长

纵览当前消费升级趋势，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。

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，2019 年全棉时代收入占直营收入近 70%。根据我们跟踪判断 2020 年全棉时代业务有望实现双位数增长：2020 年由于受到疫情影响，全棉时代业务收入增速有所放缓，主要由于线下业务受到人流下降影响略有下滑，线上业务传统电商平台的强竞争力及私域流量的维护下，电商业务依然实现了快速增长。我们预计公司全棉时代业务 2020 年实现同比 15%左右增长，2021~2022 年将恢复高速增长。

接下来，我们将从全棉时代产品、渠道端的变化发展探讨业务的中长期增长逻辑。

产品端：定义新生活方式，创新迭代持续创造价值

过往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。全棉时代品牌 2019 年市占率超 65%（天猫数据），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%）。在 2017-2019 年，健康生活板块收入中占比最高的也是棉柔巾相关产品。

图表 14：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
无纺消费品	棉柔巾	30.9%	25.4%
	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%
	婴童服饰	11.6%	32.4%
纺织消费品-成人及家纺	成人服饰	13.5%	41.2%
	其他纺织消费品	8.6%	47.0%
合计		100%	18.9%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

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。

产品的持续创新迭代+品质追求，体现的是公司持续创造价值的核心文化，也是公司未来增长的重要动力。产品创新创造价值，而品质追求使得消费者愿意为产品支付溢价。

➢ 针对消费者的需求，持续创造新品，为消费者创造价值。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；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；

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；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；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，在无纺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。

多品类打造生活方式，新品销售火爆，创造多个增长点。根据线上电商平台的销量数据，我们判断公司泡泡洗脸巾、奈丝公主卫生巾等新品类产品销售情况良好，卫生巾产品销售额2020年有望实现翻倍增长。

图表 15: 全棉时代“健康生活方式”产品生态



资料来源：天猫，国盛证券研究所

- 在品质追求方面，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。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。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。**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。

品牌端，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。

组合型的多品类及品牌的各项优势为全棉时代产品带来一定品牌溢价。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，也为全面时代产品带来了一定程度的溢价权利。

图表 16: 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	
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

图表 17: 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	0.150	全棉时代	12.4	全棉时代	139.0
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	0.165	平均	8.9	平均	118.5

资料来源: 天猫, 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 18: 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

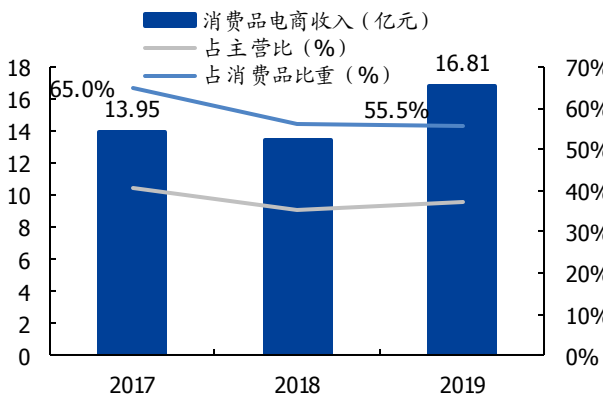
渠道端：线上私域流量快速增长，线下门店拓展

疫情形势推动线上线下融合加速，渠道一体化水到渠成，线上私域流量渠道快速崛起，线下渠道直营+加盟匹配，加盟商逐步实现盈利。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。

线上：私域流量渠道快速增长，打开新零售模式。公司大力拓展私域流量渠道，以微信小程序为代表，搭建私域流量会员体系，实现更好的口碑传播及会员维护。

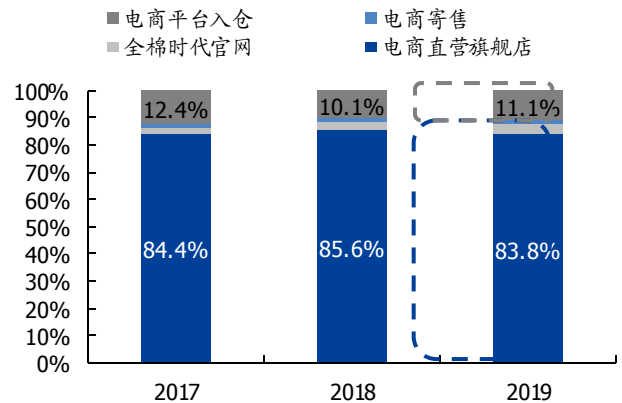
从 2019 年数据来看，公司电商业务核心平台为传统的天猫、京东平台，在电商收入中占比九成左右（主要为直营旗舰店），而电商渠道占全渠道收入比重过半。

图表 19: 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 20: 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 21: 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			收入(亿元)
线上	B2C 平台自营店	14.1	46.5%	B2C 平台	1.9	6.2%	16.81 55.5%
	寄售	0.2	0.6%	分销			
	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%	13.50 44.5%
				商超	1.0	3.4%	
	直销合计	26.6	87.6%	分销合计	3.8	12.4%	30.31 100.0%

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。

公司组建私域流量团队，微信小程序渠道崛起，贡献比例大幅增长。在疫情期间，公司更加重视微信小程序及官网渠道销售，搭建相关团队，引入相关的人才，自主运营私域流量渠道。我们认为私域流量渠道相较于传统电商渠道优势体现在：1) 口碑相传及信任度更高，进而带来更好的会员忠诚度，提高消费者的复购率；2) 在运营费用上相较于传统电商平台，优质品牌更有议价能力。

根据我们判断，2020 年，微信小程序会员数量实现大幅上升，而销售额也实现了数倍的增长。而随着私域流量渠道重要性的提升，我们判断未来公司私域流量渠道销售额仍然有望保持高速增长，占比持续提升。

图表 22: 全棉时代微信小程序门店



资料来源: 全棉时代小程序, 国盛证券研究所

线下: 引流作用明显, 开店空间充足, 拓展加盟商, 店效增长潜力后置释放。公司消费品线下直营店收入 2017-2019 年分别为 6.47/8.88/11.62 亿元, 占消费品收入超过 30%, 近 2 年 CAGR 达 34% (vs 公司整体 14% 水平)。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。

- 线下直营门店收入增长主要系数量驱动, 渠道扩张是抢占市场份额的必要战略性步骤。2018/2019 年线下直营店收入分别为 8.88/11.62 亿元, 增速超过 35%, 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。未来公司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 400-500 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 23: 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

- **开放加盟系统，进一步释放公司门店下沉的潜力。**根据我们跟踪及地图数据，公司已经在线下开放个位数的加盟门店，并且采用收入分成的模式与加盟商进行利益分配，而公司对门店形象、产品搭配进行统一管理。这样的模式下，加盟商充当财务投资的角色，实现盈利的速度较快，又有利于维护全棉时代的品牌形象。未来我们认为公司每年仍然会尝试开放数十家加盟门店，进一步释放了门店下沉的潜力。

疫情期间，线下、线上渠道同步发展也加强了全渠道融合，为未来的增长提供充足动力。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。

- **门店具备提供产品展示、体验的功能，能够让消费者更直观地感受到产品。**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。
- **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，向线上引流。**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趣味品牌活动，包括手工DTY、棉类知识科普等，加深消费者与品牌情感联系。**疫情影响推动渠道融合。**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。

图表 24: 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

盈利预测与投资建议

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 +59.4%/-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。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。
- **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。其中线上业务我们预计 2020-2022 年保持 20%-35% 的高速增长。线下方面，预计店效 2021~2022 年平稳略有增长，公司仍处于高速扩店时期，预计线下收入维持较高增速。
- **全棉水刺无纺布业务**预计增速稳定，预计 2020-2022 年收入 1.46/3.36/3.88 亿元。

图表 25: 盈利预测及关键指标表 (万元, %)

	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%
消费品业务收入 (万元)	214,441.7	238,379.7	303,127.8	341,875.5	464,336.7	617,034.8
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%
医用业务收入 (万元)	109,523.6	116,331.3	118,888.0	878,200.6	511,510.8	567,988.6
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%
综合毛利率	47.8%	49.2%	51.7%	58.4%	51.4%	54.1%
归母净利润 (万元)	42,720.5	42,468.5	54,629.4	378,492.2	181,116.5	218,900.5
YOY		-0.59%	28.64%	592.84%	-52.15%	20.86%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

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

维持“买入”评级: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润同比分别+592.8%/-52.1%/+20.9%至 37.8/18.1/21.9 亿元。公司当前股价 126.84 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 14.3/29.9/24.7 倍。给予目标价 170.0 元，对应市值 724 亿，对应 2021 年 PE 为 40.0 倍，维持“买入”评级。

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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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