



买入(首次)

所属行业: 轻工制造
当前价格(元): 125.23

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

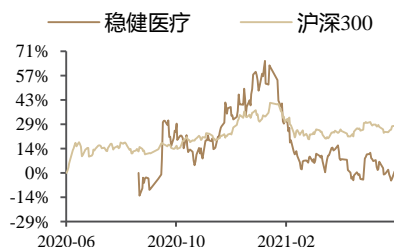
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊

邮箱: bixl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.10	-6.99	-7.96
相对涨幅(%)	-7.80	-9.58	-12.20

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

稳健医疗(300888.SZ): 医疗+消费双轮驱动, 缔造健康全棉时代

投资要点

- 稳健医疗: 医疗+消费双驱动, 健康生活龙头起航。**公司是一家以棉为核心, 医疗及消费板块协同发展的大健康领军企业, 公司的发展路径与强生公司和云南白药具有相似之处, 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。公司的发展则起步于纱布、棉签等医用敷料的研发、生产与销售, 2009年成立“Purcotton”全棉时代品牌, 拓展至消费品领域。公司2020年实现营业收入125.34亿元(+173.99%), 实现归母净利润38.10亿元(+598.57%), 21Q1实现营业收入22.69亿元(+52.97%), 实现归母净利润4.81亿元(+50.74%)。
- 医疗业务: 公司为国内医用敷料行业的标杆企业, 高端化+国产替代驱动增长。**从总量上看, 国内医用敷料市场需求强劲, 2020年市场规模有望达83.25亿元, 近六年CAGR达13.05%, 显著高于全球医用敷料市场增速, 市场在快速扩容期。从结构上看, 全球高端医用敷料市场增速快于整体市场增速, 高端化趋势明显, 同时, 对标欧美40%以上的渗透率, 国内高端新型敷料渗透率近3%, 提升空间大。随着医改对医疗质量和水平的要求提升, 行业集中度在进一步提升, 公司经营规模大、技术产能领先, 有望进一步扩大市场份额, 公司国内医院渠道增长至3000多家, OTC药店增长至90000多家。2020年医用耗材实现营业收入86.84亿元, 同比增长630.45%。
- 消费品业务: 医疗背书, 定位清晰, 全棉时代未来可期。**公司消费品业务涉及棉柔巾、卫生巾、婴童服饰等多领域, 其中棉柔巾市场处于爆发增长期, 市场规模从2013年的2.4亿张增长至2019年的232.6亿张, CAGR达114%。公司从医疗领域切入消费品领域, 定位清晰, 思路明确, 全棉时代目前拥有超过257家连锁门店, 门店的加盟模式也试点成功; 棉柔巾、卫生巾等核心产品已经进入大型连锁商超的5000多家线下店铺、4000多家连锁便利店, 以及超过20多个省市的母婴零售店。公司2020年消费品业务实现营业收入35.17亿元, 同比增长16.03%。
- 盈利预测与投资建议:**预计公司2021-2023年营业收入分别为108.53、130.09、151.05亿元, 同比变动-13.41%、+19.87%、+16.11%, 归母净利润分别为18.76、23.65、28.40亿元, 同比变动-50.75%、+26.06%、+20.06%, 当前股价对应PE分别为28.54X、22.64X、18.86X。考虑到公司医疗业务优势明显, 消费品业务快速扩张, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**下游客户开拓不及预期; 市场竞争加剧; 原材料价格波动; 汇率波动。

股票数据

总股本(百万股):	426.49
流通A股(百万股):	47.28
52周内股价区间(元):	107.92-206.29
总市值(百万元):	53,409.63
总资产(百万元):	13,550.06
每股净资产(元):	25.65

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,575	12,534	10,853	13,009	15,105
(+/-)YOY(%)	19.2%	174.0%	-13.41%	19.87%	16.11%
净利润(百万元)	546	3,810	1,876	2,365	2,840
(+/-)YOY(%)	28.6%	597.5%	-50.8%	26.1%	20.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.28	8.93	4.40	5.55	6.66
毛利率(%)	51.6%	59.5%	51.8%	51.9%	52.1%
净资产收益率(%)	17.3%	36.4%	15.2%	16.0%	16.0%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



投资五要素

驱动因素：

国内高端敷料领域主要由海外企业把控，随着我国医用敷料制造商技术不断积累，我国医用敷料产业向价值链高端环节转移，国内高端市场有望实现国产替代。消费品领域，生活用纸及一次性卫生用品需求较为刚性，行业规模提升叠加渗透率提升趋势，未来发展空间较大。

稳健医疗以“棉”为核心，医疗+消费双轮驱动，通过医疗背书+高品质产品+线上线渠道发力，构建强大护城河。预计未来医疗、消费品领域相关产品实现快速增长，带来公司业绩提升。

关键假设与投资建议：

医疗业务：1) 感染防护用品：随着国内疫情得到有效控制，对防护产品需求量逐步稳定，预计 2021 年对疾控防护用品销量同比有所下滑，2022-2023 年进入平稳增长通道。2) 伤口护理产品：医用敷料产品通过疫情完善医院、医疗零售渠道布局，且公司高端敷料壁垒深厚，国产替代仍有增长空间。我们预计 2021-2023 年收入分别为 59.21、66.29、70.14 亿元，同比变动-31.81%、11.95%、5.80%。

消费业务：1) 无纺消费品：受益于公司全棉时代品牌下的棉柔巾等产品电商渠道销售额高增长，预计 2021-2023 年收入分别为 30.42、40.16、52.20 亿元，同比增加 40.00%、32.00%、30.00%；(2) 有纺消费品：2021 年门店数量重新增长，店均开始回升，同时公司将充分享受三胎政策与消费升级带来的母婴产品红利。我们预计 2021-2023 年收入分别为 15.24、19.48、24.15 亿元，同比增长 58.53%、27.86%、24.00%。

中间品业务：公司水刺无纺布业主要供应恒安国际、金佰利等优质个护品牌，产品竞争优势明显，毛利率高于行业水平，预计 2021 年水刺布销量预计回升，但价格略有回落，2022 年水刺布收入增长主要系销量增长拉动。我们预计 2021-2023 年收入分别为 2.96、3.41、3.75 亿元，同比增长 25%、15%、10%。

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 108.53、130.09、151.05 亿元，同比变动-13.41%、+19.87%、+16.11%，归母净利润分别为 18.76、23.65、28.40 亿元，同比变动-50.75%、+26.06%、+20.06%，当前股价对应 PE 分别为 28.54X、22.64X、18.86X。考虑到公司医疗业务优势明显，消费品业务快速扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。

与市场不同的观点

市场观点认为，疫情带来公司医疗板块高速增长，会导致 2021、2022 年相对于 2020 年业绩大幅承压，短期压制公司股价。我们认为，一方面，疫情具有长尾特征，且存在反复可能，疫苗从研发到应用仍需一定时间，因此疫情带来的直接收入也将呈长尾特征，缓慢下降；另一方面，疫情影响带动基础关注度提升，国家将建立 400 亿医疗物资储备，同时家庭、公共机构也将加大储备，催生行业发展，未来行业的品牌认知会有所加强，对公司业绩形成支撑，同时公司消费品业务快速扩展，充分贡献业绩增长。

股价表现的催化剂

线下门店销售超预期；棉柔巾、高端辅料需求旺盛；公司品类扩张顺利，各品类快速增长。

主要风险因素

下游市场需求出现波动、客户开拓不及预期的风险；竞争加剧的风险；原材料价格波动及采购集中的风险；汇率波动风险。

内容目录

1. 稳健医疗：医疗+消费双驱动，健康生活龙头起航	6
1.1. 以棉为核心，医疗+消费协同发展	6
1.2. 近七年营收 CAGR 达 39%，2020 受益于疫情业绩大幅提升	7
1.3. 消费品营收占比逐步提升，各产品毛利率均领先行业	7
1.4. 公司股权结构集中，激励目标稳健彰显信心	8
1.4.1. 公司股权结构集中，管理层稳定	8
1.4.2. 股权激励绑定核心员工，激励稳健彰显公司信心	8
2. 医疗业务：立身之本，高端化+国产替代驱动增长	9
2.1. 行业空间：国内市场需求强劲，高端市场空间大	9
2.2. 发展趋势：行业集中度将提升，国内医用敷料向高端环节转移	10
2.2.1. 手术室感染控制产品市场规模增长，向一次使用型及定制化组合包转变	10
2.2.2. 行业集中度将进一步提升，国内医用敷料产业将向价值链高端环节转移	11
2.3. 公司：技术产能领先，将享受需求释放带来的业绩增长红利	11
2.3.1. 渠道结构形成，OEM 助力境外发展	12
2.3.2. 制定行业产品标准，形成完整的专利布局和竞争壁垒	12
2.3.3. 质量管理体系完善，产品质量检测严格	13
2.3.4. 技术领先行业，产能稳步扩张	14
3. 消费品业务：医疗背书，全棉时代行稳致远	15
3.1. 行业格局：多数行业发展迅猛，行业规模和市占率均有提升空间	15
3.1.1. 棉柔巾：棉柔巾市场爆发式增长，全棉时代占据绝对龙头	15
3.1.2. 卫生巾：市场已进入成熟期，高端化、差异化引领行业增长	16
3.1.3. 婴童服饰：规模和人均消费额均快速提升，行业仍有较大增长空间	19
3.2. 消费品：依托医疗技术优势，向全品类拓展	19
3.2.1. 消费品快速发展，业务涉及有纺无纺多领域	19
3.2.2. 渠道多方位、全渠道覆盖，线上线下相互引流	20
3.2.3. 产能稳步扩张助力增长，质控严格保障医疗品质	22
3.2.4. 津梁生活：健康生活一站式零售平台，打造新增长曲线	23
4. 盈利预测及投资建议	24
4.1. 盈利预测	24
4.2. 投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 以棉为核心, 医疗及消费板块协同发展	6
图 2: 公司主营业务及主要产品的演变过程	6
图 3: 2020 年因疫情因素, 收入大幅增长	7
图 4: 2020 年因疫情因素, 利润大幅提升	7
图 5: 消费品是公司主要收入来源	7
图 6: 主要产品毛利率保持较高水平	7
图 7: 公司股权结构集中	8
图 8: 2014-2020 年全球医用敷料市场规模	9
图 9: 2014-2020 年我国医用敷料市场规模	9
图 10: 2014-2022 年全球高端医用敷料市场规模	10
图 11: 中国高端新型辅料仍有较大提升空间	10
图 12: 2017-2026 年全球手术铺单和手术衣市场规模 (亿美元)	11
图 13: 2017-2026 年全球定制化手术组合包市场规模 (亿美元)	11
图 14: 2014 至 2019 年医用敷料出口额及稳健医疗境外收入	12
图 15: 稳健医疗境外自主产品占比逐步提高	12
图 16: 医用敷料销售渠道及占比 (2019)	12
图 17: 公司医用敷料领域质量管控严格	14
图 18: 医用敷料境内销售占比逐步提升	14
图 19: 高端医用敷料收入保持高速增长	14
图 20: 2016 年后我国卫生巾市场增速趋于稳定	17
图 21: 我国卫生巾竞争格局趋于稳定	17
图 22: 前十家卫生巾品牌中本土品牌占四家	18
图 23: 本土品牌市场份额不断提升	18
图 24: 女性初潮年龄逐步提前	18
图 25: 女性绝经年龄逐步延后	18
图 26: 棉柔巾、卫生巾、婴童服饰、成人服饰等子品类增长迅速 (亿元)	20
图 27: 公司通过多渠道进行销售	21
图 28: 公司消费品线上销售收入快速增长	21
图 29: 截至 2019 年末, 公司线下门店分布	22
图 30: 棉柔巾产能快速增长	22
图 31: 卫生巾产能快速增长	22
图 32: 质量管理体系贯穿生活消费品生产全流程	23

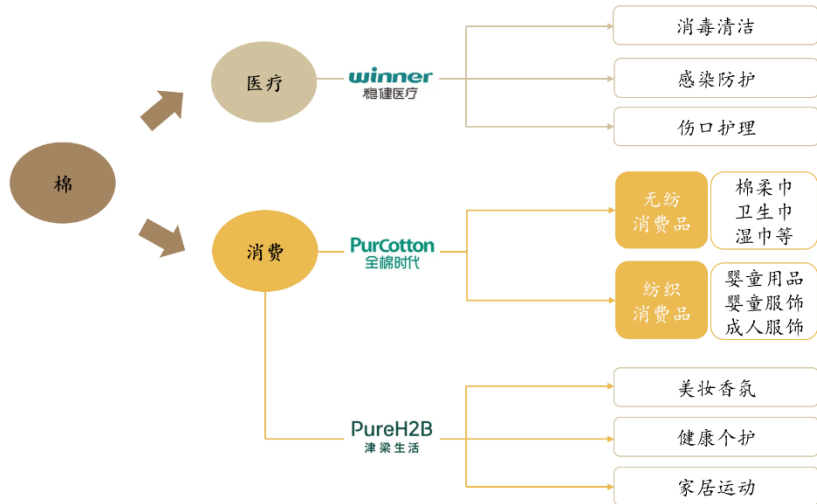
图 33: 津梁生活主要产品一览.....	23
图 34: 津梁生活已在全国开设了 8 家线下门店	23
表 1: 股权激励授予对象	8
表 2: 股权激励细则及考核目标	9
表 3: 公司参与制定多项行业产品标准	13
表 4: 公司高端敷料技术已率先投产, 技术领先.....	14
表 5: 我国棉柔巾市场领先品牌	15
表 6: 棉柔巾优势众多, 替代效应明显	16
表 7: 公司健康生活消费品板块的主要产品种类及部分产品.....	19
表 8: 分产品营业收入预测	24
表 9: 可比公司估值	25

1. 稳健医疗：医疗+消费双驱动，健康生活龙头起航

1.1. 以棉为核心，医疗+消费协同发展

公司是一家通过“winner 稳健医疗”、“Purcotton 全棉时代”以及“PureH2B 津梁生活”三大品牌实现医疗及消费板块协同发展的大健康企业。具体而言，公司一直秉承着“质量优先于利润，品牌优先于速度，社会价值优先于企业价值”的核心经营原则，通过持续创新不断拓展产业边界，已从单一的医用耗材生产企业发展成为覆盖伤口护理、感染防护、手术室耗材、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多领域的医疗大健康企业。

图 1：以棉为核心，医疗及消费板块协同发展

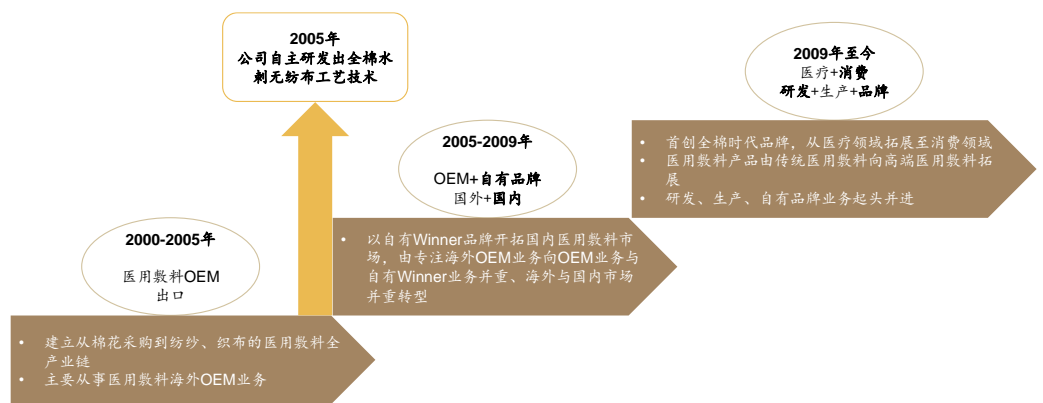


资料来源：招股说明书，德邦研究所

从医疗迈向消费，稳健医疗不断拓展业务边界。公司历经数十年的努力，从早期以 OEM 出口业务为主的医用敷料生产企业转型成为同时拥有自主品牌，以“棉”为核心，医疗和消费板块协同发展的自主创新企业。

目前，公司医用敷料领域产品包括伤口护理产品、感染防护产品及消毒清洁产品；健康生活消费品包括纯棉柔巾、纯棉湿巾、全棉表层卫生巾等无纺类消费品及婴童用品、婴童服饰、成人服饰等纺织类消费品；同时，公司亦将全棉水刺无纺布作为工业中间品向个人护理、家庭护理、医疗器械、工业擦拭等领域的下游生产商进行销售。

图 2：公司主营业务及主要产品的演变过程



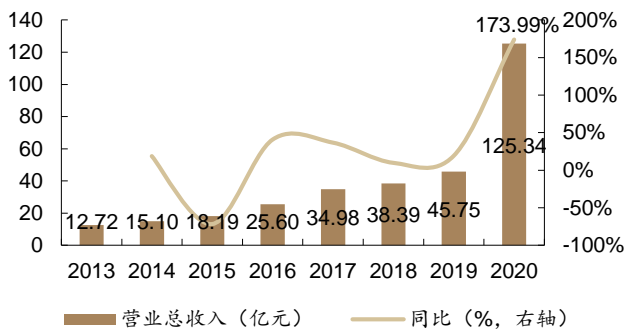
资料来源：招股说明书，德邦研究所

1.2. 近七年营收 CAGR 达 39%，2020 受益于疫情业绩大幅提升

业绩整体表现稳步增长，近七年利润 CAGR 在 70% 以上。公司营业收入从 2013 年的 12.72 亿元增长至 2020 年的 125.34 亿元，年复合增长率达 38.66%，公司归母净利润由 2013 年的 0.88 亿元增长至 2020 年的 38.10 亿元，年复合增长率达 71.27%。

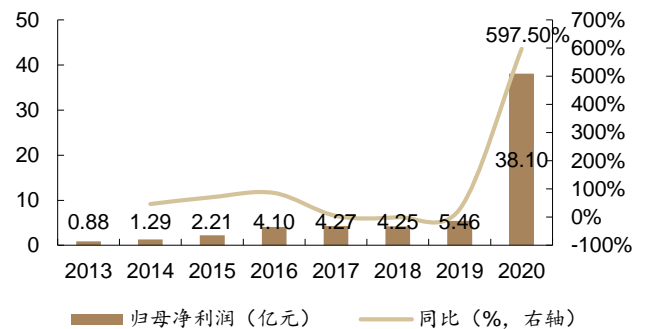
因疫情因素影响，2020 年收入、利润均大幅增长。2020 年公司营收 125.34 亿元，同比增长 174%；归母净利润 38.10 亿元，同比增长 598%，业绩大幅增长，主要为受疫情影响，公司医用口罩、防护服等医用防护产品销售额大幅增加，2020 年公司疾控防护用品收入 70.12 亿元，同比增长 46 倍；若剔除口罩、防护服后，公司 2020 年收入同比增长 25%，维持较高增长水平，在疫情之下实属不易。

图 3：2020 年因疫情因素，收入大幅增长



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2020 年因疫情因素，利润大幅提升



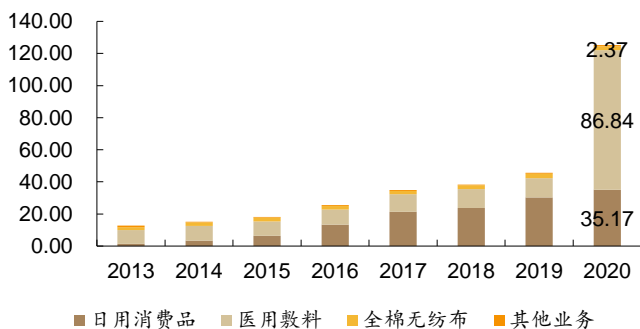
资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 消费品营收占比逐步提升，各产品毛利率均领先行业

消费业务保持稳健增长，疫情影响下医疗业务快速放量。经过多年发展，公司目前形成医疗+消费两大消费板块，2020 年公司健康生活消费品、医用敷料、全棉水刺无纺布（作为工业中间品销售）收入分别为 35.17、86.84、2.37 亿元，收入占比分别为 28.1%、69.3%、1.9%。其中，得益于人们对健康、高品质生活的追求，公司健康生活消费品业务销售额保持高增长，收入占比不断提升，2013-2020 年公司消费品业务销售额年复合增速为 58.5%，销售占比由提升至 11.0% 提升至 28.1%。公司医用敷料受到疫情影响，需求量大幅增加，2013-2020 年公司医用敷料年复合增速为 38.6%，收入占比大幅提升，是公司 2020 年最主要收入来源。

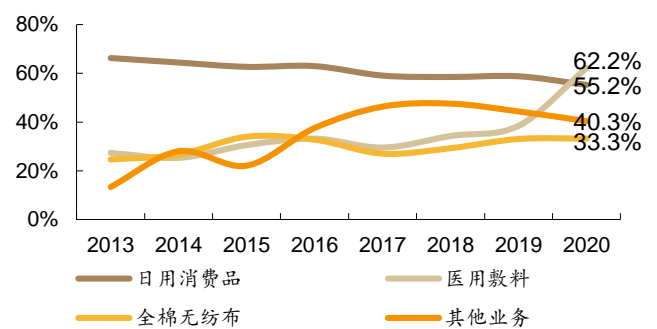
毛利率方面，公司主要产品毛利率均保持在良好水平。2020 年公司健康生活消费品、医用敷料、全棉水刺无纺布毛利率分别为 55.2%、62.2%、33.3%，公司整体毛利率保持在较高水平。

图 5：消费品是公司主要收入来源



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：主要产品毛利率保持较高水平



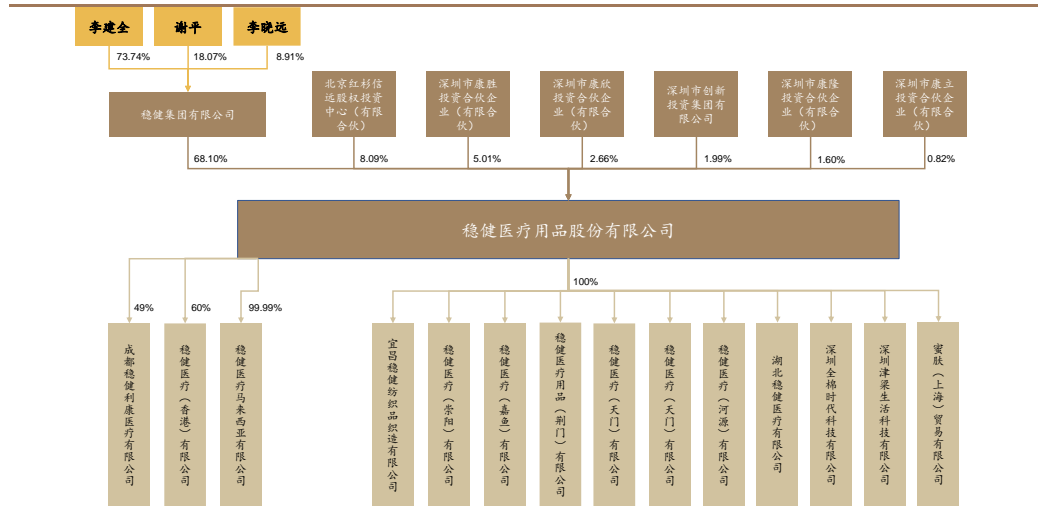
资料来源：Wind，德邦研究所

1.4. 公司股权结构集中，激励目标稳健彰显信心

1.4.1. 公司股权结构集中，管理层稳定

公司股权结构集中，管理层稳定且利益一致。控股股东为稳健集团，实际控制人为李建全先生。李建全（公司董事长兼总经理）通过稳健集团间接控制公司，股权集中度较高，有利于公司经营决策的高效实施与运行，有利于公司长期战略的稳定贯彻。其次，康胜投资、康欣投资、康隆投资及康立投资均为员工持股平台，合计持有公司 10.09% 的股权，员工持股有助于公司主要管理层稳定，深度绑定核心管理层利益与公司长期发展。

图 7：公司股权结构集中



资料来源：招股说明书，德邦研究所（注：截止至 2020 年 12 月 31 日）

1.4.2. 股权激励绑定核心员工，激励稳健彰显公司信心

首次进行股权激励，受众广泛，体现公司对员工激励的重视。公司于 2020 年 12 月首次发布股权激励计划，预计 2021 年、2022 年完成股权激励。本次激励向符合条件 1036 名激励对象授予 583.3 万股限制性股票。

表 1：股权激励授予对象

姓名	职务	获授数量 (万股)	占本激励计划公告日公司总股本的比例	占授予总量的比例
李建全	董事长、总经理	8	0.02%	1.24%
方修元	董事、副总经理、财务总监	5	0.01%	0.78%
尹文岭	副总经理	4	0.01%	0.62%
徐小丹	董事	3	0.01%	0.47%
陈惠选	董事会秘书、副总经理	3	0.01%	0.47%
陈晓丹	核心人才	0.25	0.00%	0.04%
其他人员共计 1030 人		560.05	1.31%	87.06%
预留		60	0.14%	9.33%
合计	--	643.3	1.51%	100.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司业绩考核稳中有涨，未来可期。2020 年营业总收入为 125.34 亿元。根据本次股权激励计划中限制性股票可归属业绩考核要求，2021 年营业收入不低于 120 亿元，低于 100 亿元限制性股票不归属。2022 年定比 2021 年增长率达到 30%，增长率低于 20% 限制性股票不归属。

表 2: 股权激励细则及考核目标

激励股票数量	583.3 万股	
激励对象总人数	1036	
授予日	2020 年 12 月 18 日	
授予价格	72.50 元/股	
归属期安排	公司层面业绩考核	个人业绩考核
第一个归属期	2021 年, 营业收入达 120 亿元, 触发值 (An): 上一年度达到公司及个人层面绩效考核满足条件 营业收入不低于 100 亿元	
第二个归属期	2022 年, 定比 2021 年营业收入增长率达 30%, 触发值 (An): 增长率不低于 20%	

资料来源: 公司公告, 德邦研究所 (注: 数量、人数、授予日等数据为首次数据)

2. 医疗业务: 立身之本, 高端化+国产替代驱动增长

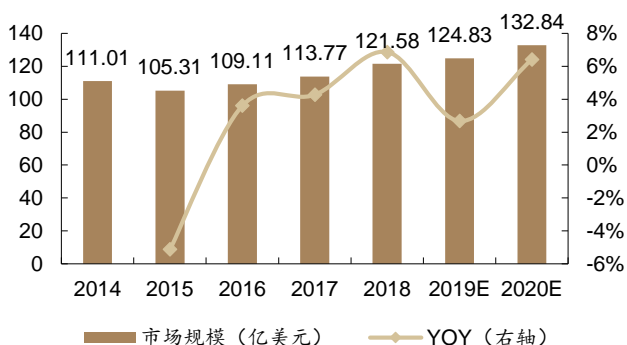
稳健医疗是我国医用敷料行业中具有综合领先优势的生产企业, 在行业内较早建立起医疗级的质量管理体系, 并实现从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链。作为医用敷料行业龙头企业, 公司推动设立中国医药保健品进出口商会之医用敷料分会, 并任医用敷料会长单位, 带领行业持续以高品质产品逐步扩大国际市场份额。公司多年来与奥美医疗、振德医疗占据着医用敷料出口前三名的地位, 领先优势明显; 在较为分散的国内市场, 销售收入达到亿元级别的企业较少, 稳健医疗 2017 至 2019 年医用敷料内销收入分别为 2.80 亿元、3.56 亿元及 4.05 亿元, 具有领先的规模优势。

2.1. 行业空间: 国内市场需求强劲, 高端市场空间大

全球医用敷料市场平稳增长, 2014 年到 2020 年 CAGR 为 3.04%。根据 BMI 预测, 预计 2020 年全球医用敷料市场 132.84 亿美元增 6.42%, 预计 2014-2020 年 CAGR 为 3.04%。全球性的人口老龄化问题日益突出, 带来的溃疡、褥疮等疾病病人的增长, 同时, 随着社会的进步和人们生活质量的提高, 患者对伤口愈合、舒适度等要求也相应提高, 行业规模有望稳定增长。

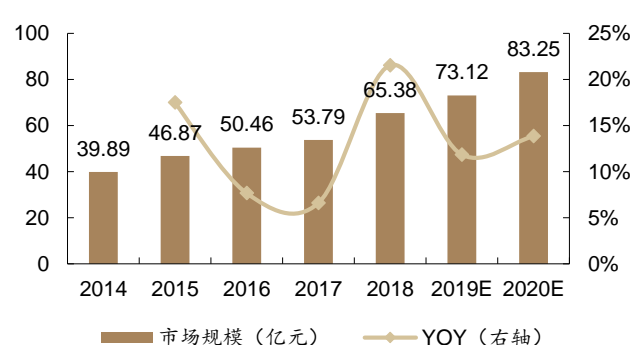
中国市场 2014 年到 2020 年 CAGR 为 13.05%, 高于全球增速 10.01pct。近年来我国医疗资源丰富, 医疗保障力度加大, 基础医疗设施建设加快, 居民生活水平及健康意识提高, 医用敷料市场亦随之迎来快速发展时期。根据 BMI 预测, 预计 2020 年中国医用敷料市场 83.25 亿元增 13.85%, 预计 2014-2020 年 CAGR 为 13.05%, 高于全球增速 10.01pct。

图 8: 2014-2020 年全球医用敷料市场规模



资料来源: BMI, 德邦研究所

图 9: 2014-2020 年我国医用敷料市场规模



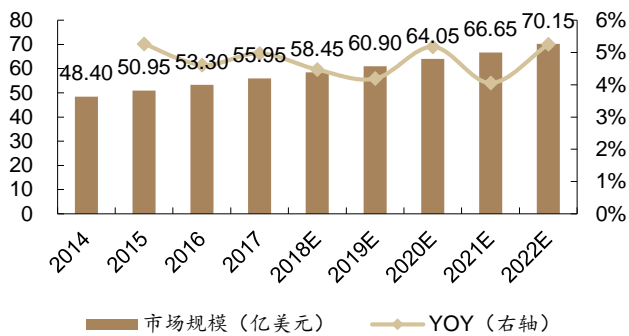
资料来源: BMI, 德邦研究所

高端敷料需求迫切, 全球市场增速高于行业平均增速 1.74pct。从全球趋势来看, 下游市场对多功能、新材质、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切, 高端医用敷料产业迎来了良好的发展机遇。根据 BMI 预测, 预计 2022 年全球高端敷料市场规模达 70 亿美元, 同比增长 5.25%, 预计 2014-2020 年 CAGR 为 4.78%, 高于行业平均增速 1.74pct。目前, 高端敷料主要生产企业为 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，产品以高价高品质路线为主。

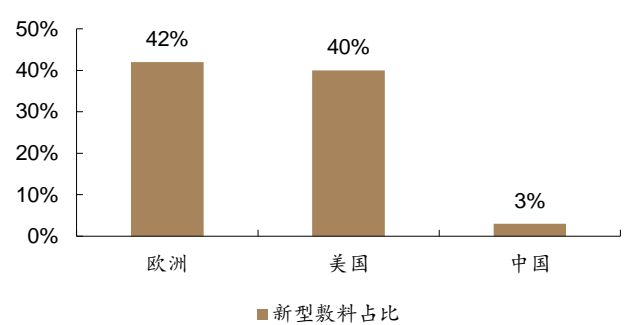
我国高端辅料占比渗透率仅 3%，与欧美国家相比有较大提升空间。凭借人力成本优势和产业链优势从事 OEM 出口，国内企业传统敷料质量已达到世界领先水平，但在产品创新、研发投入、人才和技术水平等方面仍存差距。新思界研究表明，2017 年国内医用敷料市场约 80% 国产、20% 进口，其中国产医用敷料以传统敷料为主，高端新型敷料还需依靠进口。品类结构上，欧洲高端新型敷料份额占比 42%，美国占比为 40%，而我国占比仅为 3%，结构亟需改善，高端新型敷料市场空间广袤。

图 10：2014-2022 年全球高端医用敷料市场规模



资料来源：BMI、德邦研究所

图 11：中国高端新型辅料仍有较大提升空间



资料来源：BMI、德邦研究所

2.2. 发展趋势：行业集中度将提升，国内医用敷料向高端环节转移

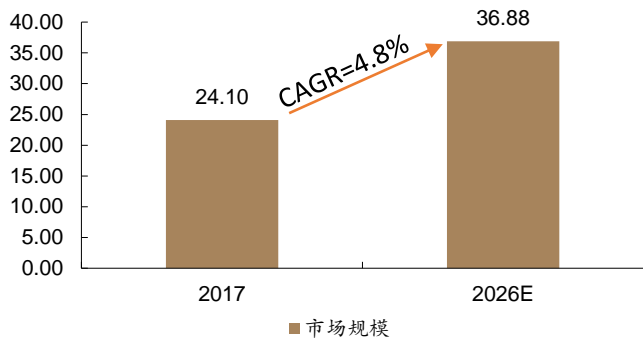
2.2.1. 手术室感染控制产品市场规模增长，向一次使用型及定制化组合包转变

由于外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强，手术室感染控制产品市场呈持续增长态势。根据 CMI 机构的统计，手术室感染控制产品市场规模预计将于 2026 年达到 36.88 亿美元，年均复合增长率 4.8%。

一次性感染控制产品降低交叉感染风险，具有成本、便利性优势，一次性产品需求趋于旺盛。手术室感染控制产品可分为重复使用型和一次性使用型，从重复使用型产品向一次性使用型产品转变为行业的发展趋势，主要原因包括：一方面，一次性手术感染控制产品相比重复使用产品能够显著降低交叉感染风险，根据 Coherent 机构的报告，一次性手术室感染控制产品能够使得手术中的交叉感染风险降低 60%，中华护理学会手术室专业委员会编制的《手术室护理实践指南》亦推荐手术室使用一次性无菌产品。另一方面，一次性手术室感染控制产品在便利性、成本等方面相比重复使用产品亦具有优势，使得一次性产品需求更加旺盛。

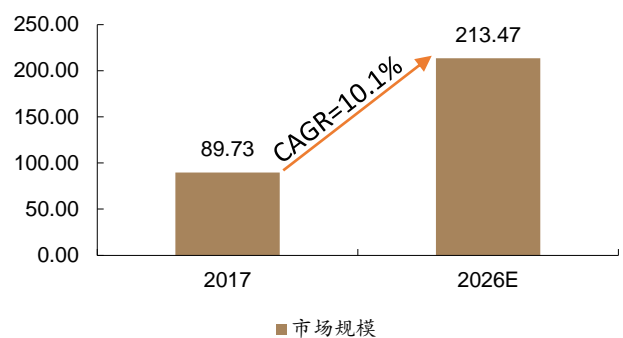
相比于单个产品，定制化手术组合包产品的市场规模将呈快速增长趋势。根据 CMI 机构的统计，全球定制化手术组合包市场规模预计将于 2026 年增长至 213.47 亿美元，年均复合增长率为 10.1%，其中，我国定制化手术组合包规模预计将上升至 15.04 亿美元，年均复合增长率 12.2%，市场前景十分广阔。

图 12: 2017-2026 年全球手术铺单和手术衣市场规模 (亿美元)



资料来源: CMI、德邦研究所

图 13: 2017-2026 年全球定制化手术组合包市场规模 (亿美元)



资料来源: CMI、德邦研究所

2.2.2. 行业集中度将进一步提升, 国内医用敷料产业将向价值链高端环节转移

随着医改对医疗质量和医疗安全水平的进一步提升, 行业集中度正在逐步提升, 有利于经营规模较大、实力雄厚、管理完善的大中型企业进一步扩大市场份额。

随着发达国家的劳动力成本不断提高, 大型跨国医疗器械公司逐渐将医用敷料中劳动力需求较大、技术含量较低的传统伤口护理产品 (例如纱布、绷带) 的生产环节转移至亚洲、南美等地区和国家, 保留研发和营销环节, 在市场上以自主品牌进行销售。凭借人力成本优势和产业链优势, 中国承接了此轮产业转移浪潮, 逐渐形成了一批为国际大型医用敷料品牌商从事贴牌生产 (OEM)、以出口为主的医用敷料生产企业。随着行业技术创新, 国内企业自身技术、工艺及研发能力不断提升, 研发投入增加, 国内医用敷料产业预计将逐渐向价值链的高端环节转移。

高端医用敷料行业现虽由外资企业主导, 但未来有望实现国产化替代。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, 产品以高价高品质路线为主。随着国内厂商在技术与品质上的不断进步, 及相关政府部门和机构制定的支持包括高端敷料在内的医用敷料行业发展的法律法规和行业政策出台落实, 高端医用敷料领域未来有较大的国产替代空间。

2.3. 公司: 技术产能领先, 将享受需求释放带来的业绩增长红利

公司是国内最早建立从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链, 并实现灭菌后纱布成品直接对外出口的企业之一, 主要产品线包括伤口护理产品、感染防护产品及消毒清洁产品。公司目前在医用敷料板块已形成为欧美、日本发达国家企业贴牌生产与国内及国外发展中国家市场自主品牌生产并重的业务发展格局。

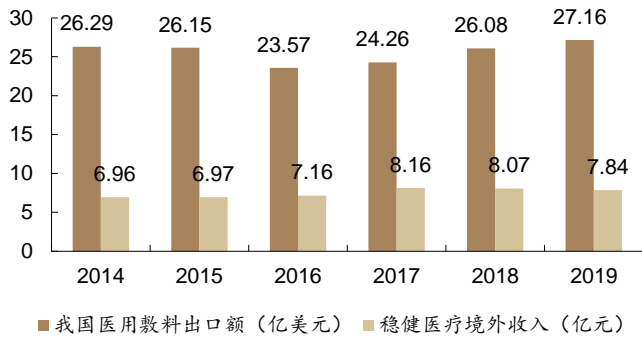
境外贡献主要收入, 客户合作关系稳定。在境外市场, 公司主要以 OEM 销售为主, 区域覆盖欧洲、日本和美国, 产品获得欧盟 CE 认证、美国 FDA 认证以及日本厚生省认证。公司已与瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等世界知名企业建立了长期合作关系, 是 OEM 业务可持续发展的基石, 多年来与奥美医疗、振德医疗占据着医用敷料出口前三名的地位。

同时, 公司亦通过自有“winner”品牌开拓中东、亚洲等新兴经济市场, 其中在中国香港, 公司自有“winner”品牌产品通过直销方式已覆盖全部公立和大部分私立医院。

公司 2017-2019 年医用敷料的境外收入分别为 8.2、8.1、7.8 亿元, 未来境外销售仍将是公司重要的收入来源; 其中境外自主品牌分别实现收入 6948、8070、9135 万元, 18/19 年增速分别为 16.15%/13.19%, 占境外收入比重由 2017 年 8.5%

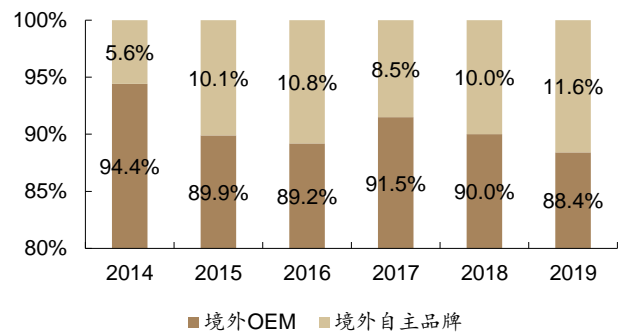
提升至 2019 年 11.6%。

图 14: 2014 至 2019 年医用敷料出口额及稳健医疗境外收入



资料来源: Wind、海关总署、德邦研究所

图 15: 稳健医疗境外自主产品占比逐步提高



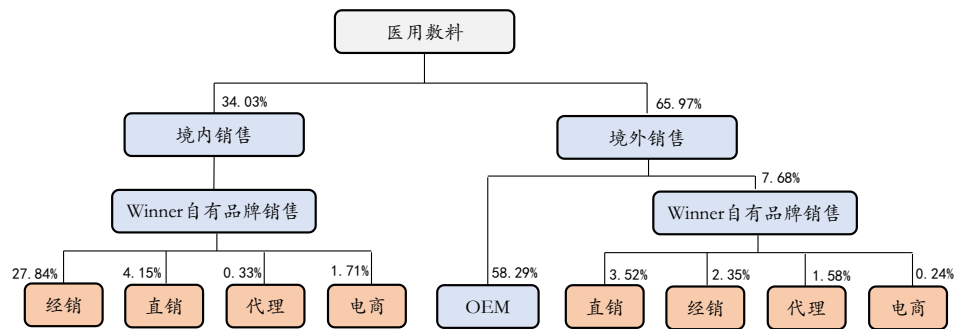
资料来源: Wind、德邦研究所

2.3.1. 渠道结构形成, OEM 助力境外发展

国内市场快速增长,渠道结构逐步形成。2005 年凭借自主“winner 稳健医疗”品牌进入国内医院和药店市场,凭借优良的产品品质和服务,逐步在国内医院和药店建立起良好的品牌和口碑。公司 2017-2019 年境内收入分别为 2.8、3.56、4.05 亿元,增速分别为 26.83%、27.35%、13.63%。

医用敷料销售渠道以境外 OEM 为主,占比达 58.29%。公司医用敷料境外销售中,以 OEM 直销模式为主,并逐步拓展自有 winner 品牌;内销以经销为主,直销为辅,最终客户包括各大医院和 OTC 药房,覆盖医用和家用两大市场。

图 16: 医用敷料销售渠道及占比 (2019)



资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

2.3.2. 制定行业产品标准, 形成完整的专利布局和竞争壁垒

突出的技术研发和产品开发能力是公司以棉为核心的大健康业务实现持续发展的重要基础。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,已经打成一个完整的技术集群,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。凭借着全棉水刺无纺布安全、环保、舒适的特性,公司在医用敷料领域开发出了仿纱布片、仿纱布垫等可替代纱布的产品,在消费品领域革新性地开发出了纯棉柔巾、纯棉湿巾、全棉表层卫生巾及棉尿裤等产品。

参与多项国家标准和行业标准的制定。其中,全棉非织造布外科敷料性能要求及接触性创面敷料等方面的标准是由公司参与首次起草制定的。公司参与制定的国家标准和行业标准如下表所示:

表 3：公司参与制定多项行业产品标准

序号	参与制定的标准	公司角色	标准发布单位
1	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	全棉非织造布外科敷料性能要求第 2 部分：成品敷料	主要起草单位	国家食品药品监督管理局
3	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	日常防护型口罩技术规范	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
5	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总局
6	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	参加起草单位	国家食品药品监督管理总局
7	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	参加起草单位	国家食品药品监督管理总局
8	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总局
9	接触性创面敷料第 4 部分：水胶体敷料	起草单位	国家食品药品监督管理总局
10	一次性使用医用防护帽	主要起草单位	国家食品药品监督管理总局
11	一次性使用医用防护鞋套	主要起草单位	国家食品药品监督管理总局
12	儿童口罩技术规范	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

资料来源：招股说明书，德邦研究所

产品研发持续创新，保障公司产品核心竞争力。公司在医用敷料领域持续创新，已在硅胶类医用敷料、泡沫敷料、抗菌工艺、常温漂白及染色工艺等行业前沿领域有重大技术突破，产品逐步由传统敷料向高端敷料拓展；全棉水刺无纺布技术已经成熟，仿纱布片、仿纱布垫等产品将逐步替代纱布产品。在全棉时代的产品开发方面，公司建立了成熟的商品计划流程，基于消费者洞察、品牌一致性分析、竞争性分析、行业趋势分析及消费者反馈，积极探索产品品类、材料、工艺，推陈出新，使得产品研发始终具有高度的品牌战略性和方向性，兼顾产品的多元化及精品化。2018 年 11 月，工业和信息化部、中国工业经济联合会联合通告第三批制造业单项冠军企业和单项冠军产品名单，公司全棉水刺无纺布及其制品荣获单项冠军产品称号。2019 年 11 月，全棉时代获选由国家市场监督管理总局的指导，中国标准化研究院发布的 2019 年企业标准领跑者称号，彰显了公司在技术创新及高质量发展方面的行业引领优势。

与各大高校开展产学研合作，获得多项专利。公司自成立以来，十分重视科技创新和科技合作工作，积极与各大高校、科研院所开展产学研合作项目，先后与香港理工大学、香港纺织及成衣研发中心、武汉纺织大学合作。公司与中国科学院深圳先进技术研究院建立了创面敷料创新技术研究联合实验室，联合进行创面敷料方面的前沿技术研究及新产品开发，实验室已获得广东省工程技术中心审批。在强大的创新研发能力驱动下，截至 2020 年 12 月 31 日，公司已在境内取得发明专利 38 项、实用新型专利 412 项、外观设计专利 220 项；在境外取得发明专利 56 项、实用新型专利 5 项。公司被深圳市人民政府认定为“自主创新行业龙头企业”，被深圳市市场监督管理局认定为“深圳市知识产权优势企业”。

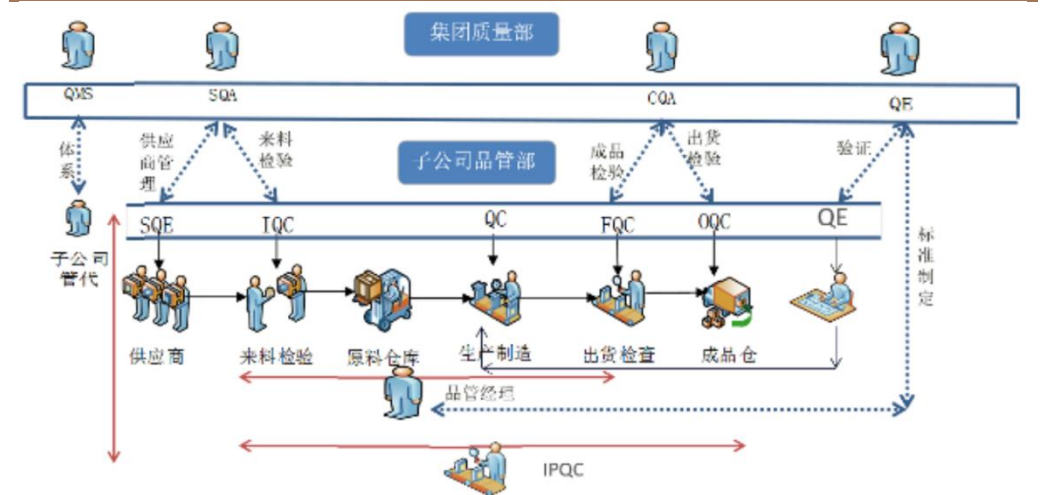
2.3.3. 质量管理体系完善，产品质量检测严格

质量管理体系完善，产品质量标准国际化。公司在行业内较早建立起完善的质量管理体系并通过 ISO13485、美国 FDA21CFR820、中国医疗器械 GMP 等要求，医用敷料产品符合欧美、日本和中国等地区的质量标准，并获得欧盟、日本、美国等多个国家和地区的准入，在向健康生活消费品市场的业务拓展中亦始终贯彻医疗级的品质管控要求。此外，公司研发中心实验室获得国家认可委员会 CNAS 实验室认可证书，具有产品质量的专业检测能力。

在医用敷料领域，公司已形成成熟的进料检验、过程检验、成品检验等作业规范。针对关键过程和特殊工序，公司还专门设立产品验证岗位，实施严格的过程确认和验证工作，确保关键过程和特殊工序的质量有效性和稳定性。公司医疗

敷料领域质量管控流程如下图所示

图 17：公司医用敷料领域质量管控严格

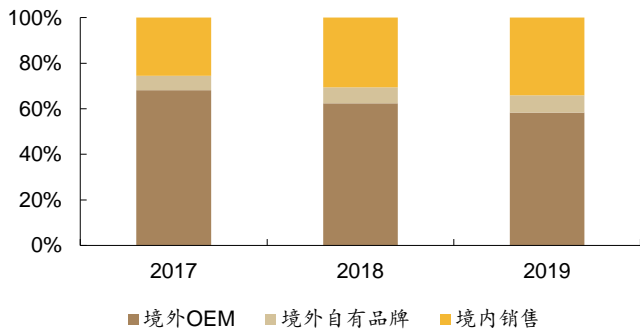


资料来源：招股说明书，德邦研究所

2.3.4. 技术领先行业，产能稳步扩张

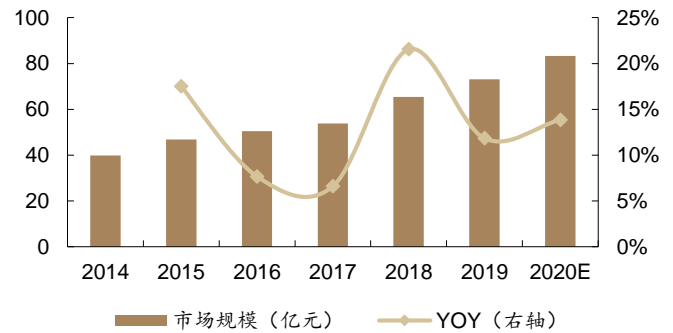
高端敷料收入增长较快，技术领先产能扩张。公司在医用敷料领域持续创新，已推出硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫、负压引流产品等具有代表性的高端敷料产品。公司 2019 年高端医用敷料收入 8456 万元增 20.5% 占主营收入 7.11%，2014-2019 年 CAGR 为 29.39%。虽然高端医用敷料收入占比仍低但增长较快，与近几年国内医疗水平提高、高端敷料市场需求快速增长的行业趋势吻合，高端敷料也将是公司未来的重点发展方向。

图 18：医用敷料境内销售占比逐步提升



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 19：高端医用敷料收入保持高速增长



资料来源：招股说明书，德邦研究所

突破技术瓶颈，并率先投产。通过广泛采用具有先进水平的新技术、新工艺等，加快技术创新和产品的研发，公司在高端敷料领域的技术水平已位于行业前列，有望打破国际大型医疗企业在该领域的垄断，实现进口替代。截至 2019 年，公司对应的高端敷料技术已率先投产，具备领先优势。

表 4：公司高端敷料技术已率先投产，技术领先

技术名称	技术来源	技术应用阶段
含 X 光显影的纱布敷料的生产技术	自主研发	小批量生产
藻酸盐系列敷料	自主研发	小批量生产
泡沫敷料	自主研发	大批量生产
硅胶防粘敷料	自主研发	大批量生产
高分子吸水材料的开发	自主研发	大批量生产
水胶体敷料	自主研发	小批量生产

硼酸盐生物活性玻璃纤维敷料的开发	与中科院合作开发	研究阶段
负压引流敷料包	自主研发	小批量生产

资料来源：招股说明书，德邦研究所

扩建生产线，巩固领先优势。本次募集资金拟投资 2.17 亿元新建高端敷料生产线，计划将现有 3000 平方米的车间进行改造并引进先进生产和检测设备，达产后可分别实现年产硅胶类敷料 1000 万片、高吸液类敷料 2000 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。公司将进一步巩固在高端敷料领域的领先地位，不断优化公司产品结构，并充分享受该类产品需求释放带来的业绩增长红利。

公司战略重心正向自主品牌和高端敷料国产替代倾斜，方向清晰，效果显著，收入结构持续改善。新冠肺炎疫情中品牌知名度提升，随着自主品牌和高端敷料国产替代战略成效逐步显现，未来医用敷料板块将继续对公司业绩提供有力支撑。

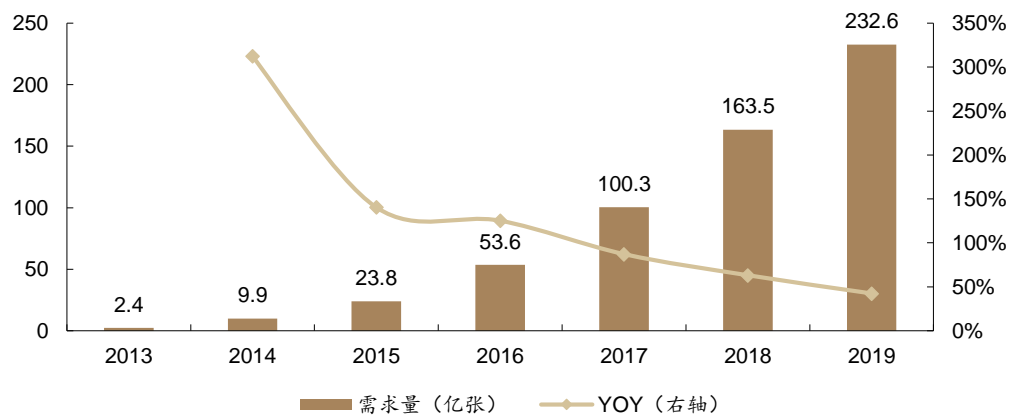
3. 消费品业务：医疗背书，全棉时代行稳致远

3.1. 行业格局：多数行业发展迅猛，行业规模和市占率均有提升空间

3.1.1. 棉柔巾：棉柔巾市场爆发式增长，全棉时代占据绝对龙头

我国棉柔巾市场迅速爆发，2019 年需求量增至 232.6 亿张。根据淘数据、京东数据显示，目前国内棉柔巾主流市场价格在 0.14-0.2 元/张左右，约占国内市场的 68% 左右，其他价格段市场需求占比较小。2014 年我国棉柔巾行业市场需求量仅为 9.9 亿张（抽），2015 年增至 23.8 亿张，至 2019 年需求量增至 232.6 亿张，2013 年至 2019 年复合增长率达 114.32%。

图 19：棉柔巾需求量及增速



资料来源：立鼎产业研究中心，德邦研究所

由于以全棉时代品牌为代表的棉柔巾产品近年受到市场热捧，在良好的市场预期下，国内大量棉柔巾品牌进入市场，目前品牌数量超过 500 个。众多品牌中，具有持续的技术研发能力企业较少，且贴牌生产的企业较多，竞争较为无序，在市场发展过程中，容易产生恶性竞争。以天猫平台棉柔巾品牌销售额计，全棉时代、babycare 以及安慕斯三大品牌占平台销售额的 70% 左右。其中：全棉时代品牌约占 44%；babycare 约占 20%；安慕斯约占 6%。

表 5：我国棉柔巾市场领先品牌

序列	品牌
1	全棉时代 (PurCotton)
2	好孩子 (gb)
3	子初 (Springbuds)

4	好奇 (Huggies)
5	babycare
6	棉花秘密 (mimicotton)
7	十月结晶
8	德佑
9	美则 (MeiZe)
10	Cottontree

资料来源：淘数据，德邦研究所

棉柔巾优势众多，对毛巾、有较强的替代作用。生活中常见的清洁用品有毛巾、纸巾、化妆棉等。由于毛巾易生细菌，纸巾湿水易破、易掉屑且含有漂白剂、湿强剂，化妆棉易造成不良反应等因素，消费者越来越重视清洁用品的选择。而棉柔巾作为一种以100%纯天然棉花为原材料制作的棉巾，生产过程中未添加化学物质，安全性较其他纸张较高，具有柔软细腻、吸水性佳、不掉屑等特点，已经成为毛巾、纸巾、化妆棉等产品的新型替代品。

表 6：棉柔巾优势众多，替代效应明显

品类	纸巾	毛巾	化妆棉	棉柔巾
优点	使用方便、价格便宜、干净卫生、用途广泛	吸湿性好、强能力、易清洗、使用寿命长、不掉屑	质地柔软、方便卸妆、不脱毛掉屑、帮助肌肤二次清洁、无菌卫生	100%纯天然棉花制品、无化学添加、柔软细腻、使用成本低、吸水性佳、不掉屑、健康环保、安全性高、重复使用、柔韧性好
缺点	湿水易破、易掉屑、含漂白剂和湿强剂、污染环境、所含化学物质易引起过敏、皮炎	易生细菌、使用成本高	面对敏感性肌肤，易造成不良反应、成本较高	价格较高
适用人群	各类人群	新生儿、呼吸道易过敏人群、户外运动者、老年人	年轻女性	母婴、年轻女性
价格区间	0.9-15 元/包	5-200 元/条	2-100 元/包	1.5-40 元/包

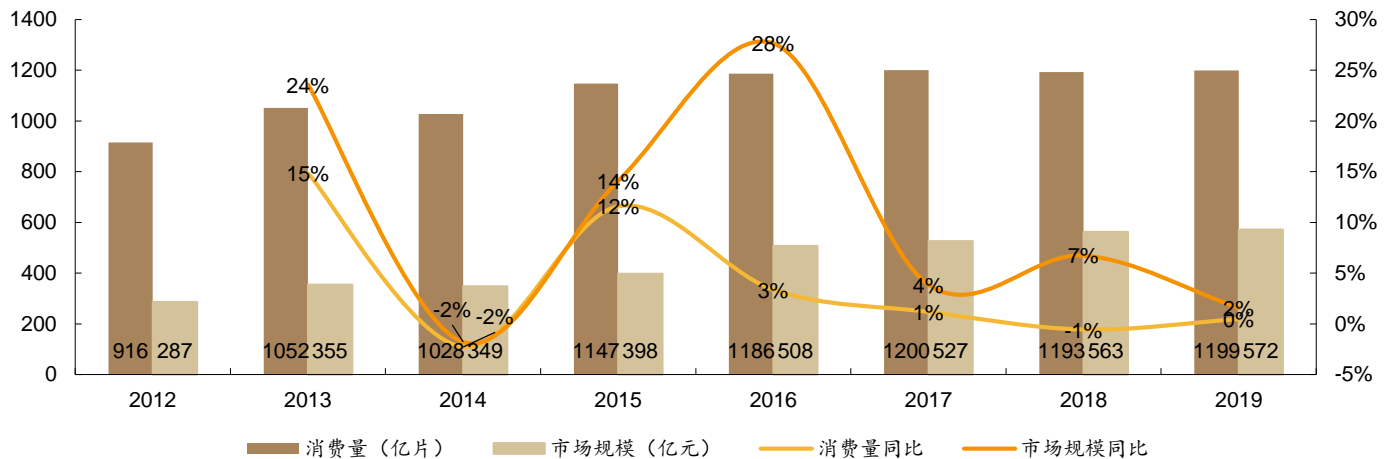
资料来源：网易数据，德邦研究所

3.1.2. 卫生巾：市场已进入成熟期，高端化、差异化引领行业增长

市场规模稳步增长，2014-2019 年复合增长率达到 10.43%。在我国，经过近 30 年的持续增长，女性卫生用品市场已经进入成熟期，我国女性消费者对卫生巾等女性卫生用品的使用习惯已充分培养，卫生巾已成为了女性经期护理必不可少的卫生用品。据中国造纸协会统计，2014 年到 2019 年间，我国女性卫生用品的市场规模从 349 亿元增长至 572 亿元，年均复合增长率达到 10.43%。

近几年卫生巾消费量保持稳定。从消费量来看，2013-2019 年，国内女性卫生用品的消费量从 1,052.0 亿片增加至 1,199 亿片，年均复合增长率为 2.2%。

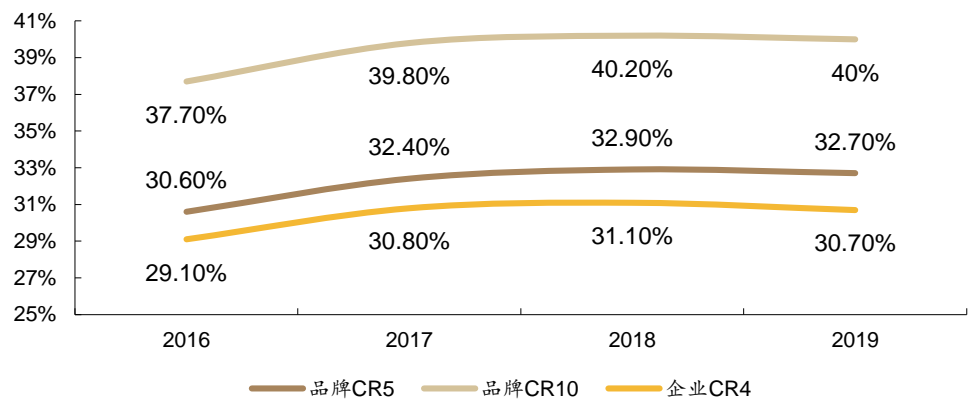
图 20: 2016 年后我国卫生巾市场增速趋于稳定



资料来源: 中国造纸协会, 德邦研究所

中国卫生巾市场行业竞争格局趋于稳定, 本地企业市场份额上升。2016 年我国女性卫生用品企业 CR4 为 29.1%, 发展至 2019 年, 企业 CR4 增长至 30.7%。吸收行业整体竞争较为激烈, 行业集中度较低, 竞争者众多。但是中国女性卫生用品市场经过 2006-2013 年的行业整合后, 整体竞争格局趋于稳定。2019 年行业头部十家企业包含 6 家本土企业, 分别是恒安国际、广东景兴、桂林洁伶、重庆百亚、丝宝和福建恒利, 另外 4 家外国企业为宝洁、尤妮佳、金佰利、花王。

图 21: 我国卫生巾竞争格局趋于稳定

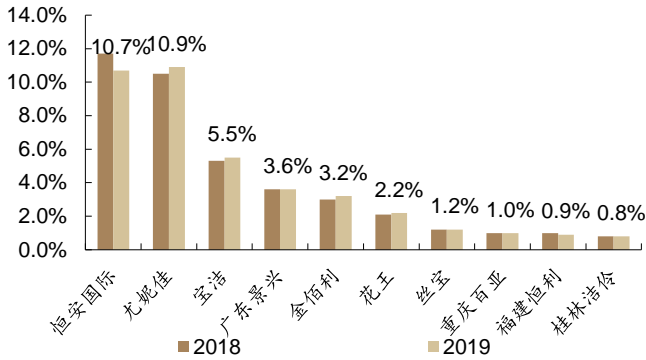


资料来源: 欧睿数据, 德邦研究所

女性卫生用品行业格局相对稳定, 2019 年我国女性卫生用品企业 CR4 为 30.70%; 品牌 CR5 为 32.70%, CR10 为 40%; 集中度尚有提升空间。

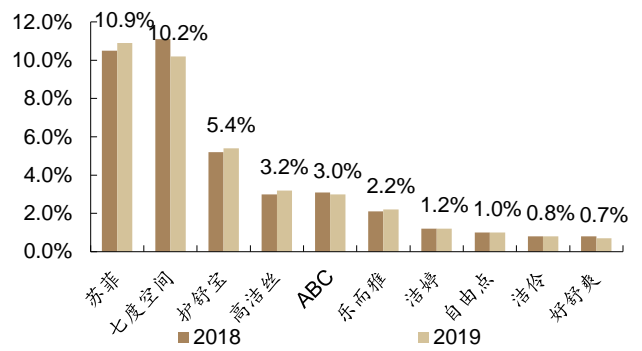
根据欧睿国际数据, 目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家, 分别为恒安、景兴、洁伶、百亚、丝宝和恒利; 2015-2018 年本土厂商的市场份额从 47.5% 持续提升至 48.7%, 伴随制造实力升级竞争力强化。

图 22: 前十家卫生巾品牌中本土品牌占四家



资料来源: 欧睿国际, 德邦研究所

图 23: 本土品牌市场份额不断提升



资料来源: 欧睿国际, 德邦研究所

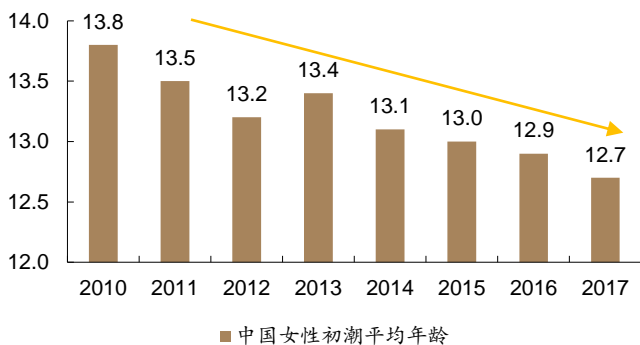
我国女性卫生巾市场渗透率水平极高, 提升空间不大, 未来市场的主要驱动因素来自以下 3 个方面:

1) 产品创新加速, 个性化、定制化需求提高。随着经济发展, 居民可支配收入增加、女性经济地位的上升, 对个人护理、卫生健康方面更加注重, 新型、中高端女性卫生产品需求逐渐增加。根据尼尔森数据显示, 2015 年至 2018 年期间, 安睡裤的全国商超渠道销售量和销售额的年复合增长率分别高达 78.42%、74.81%。客户更加追求产品的功能、安全性、舒适度, 高端产品市场持续扩展, 低端产品市场受到挤压。本土企业在产品创新、产品差异化生产方面尚不及外国企业。

2) 消费升级带来的产品高端化。由于消费者的消费升级, 对产品档次的要求越来越高, 对优质高端产品和差异化产品的需求也在增加。比如, 经期裤的出现, 使得传统夜用卫生巾的产品结构发生了突破性的变化, 其在女性卫生用品中的份额正在持续提升。

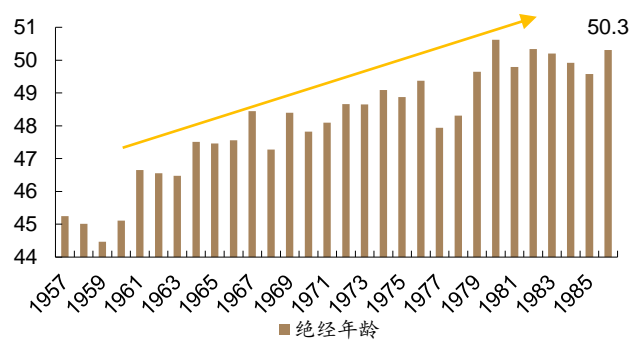
3) 用户群体向两端延伸。据前瞻产业研究院数据研究, 我国 2017 年卫生巾使用适龄女性 (15-49 岁) 人口数量超过 3.8 亿, 并且近年来卫生巾使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势, 未来中国卫生巾市场规模将进一步扩大。据《中国女性生理健康白皮书》数据显示, 2010 年-2017 年, 女性初潮年龄平均提前了 1 岁, 2000 年后的性发育年龄更是提前至 12.7 岁, 同时北方地区女性平均初潮年龄晚于南方地区, 一、二线城市女性初潮年龄比三四线城市早 0.2 岁。

图 24: 女性初潮年龄逐步提前



资料来源: 《中国女性生理健康白皮书》, CBNDATA&大姨妈 APP, 德邦研究所

图 25: 女性绝经年龄逐步延后



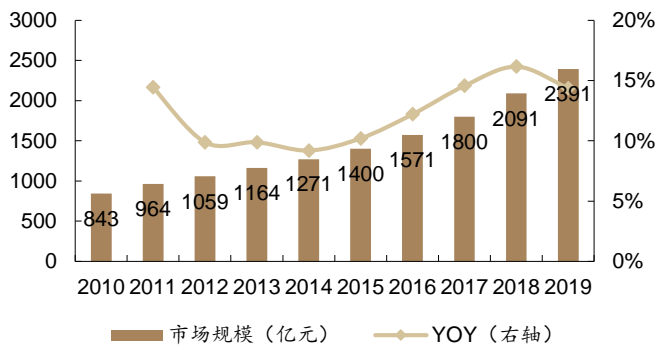
资料来源: 《绝经年龄的变化与遗传力的研究》, 德邦研究所

3.1.3. 婴童服饰：规模和人均消费额均快速提升，行业仍有较大增长空间

婴童服饰行业规模提升。童装行业市场规模近年来持续快速提升，“三孩政策”+“优生优育”带动下未来发展潜力十足。据统计，2019年童装行业市场规模已达到2391.5亿元，同比增加14.4%，增长迅猛。在国内二孩政策实施背景下，国内二胎生育率显著提升，未来“三孩政策”将进一步带动婴童消费量的提升，且80后、90后父母优生优育观念更强，中国儿童人均童装消费水平持续提升，行业增长潜力较大。

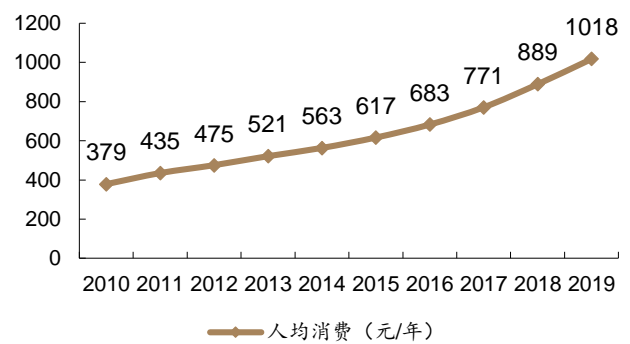
婴童人均消费额增长。近年来中国儿童人均童装消费额逐年增长，根据华经情报网数据，2019年中国儿童人均童装消费额达到1018元，同比增长14.5%。集中度方面，2019年中国童装行业CR5为14.3%，CR10为11.5%。相比服装行业其他赛道，童装行业集中度提升潜力更大，近年来提升趋势明显，有望逐渐接近运动服饰行业集中度水平。

图 22：2010-2019 年中国婴童服饰行业市场规模及增长



资料来源：华经情报网，德邦研究所

图 23：2010-2019 年中国儿童人均服饰消费额



资料来源：华经情报网，德邦研究所





3.2. 消费品：依托医疗技术优势，向全品类拓展

3.2.1. 消费品快速发展，业务涉及有纺无纺多领域

全棉时代是以全棉水刺无纺布为发展开端，以“医学贴近生活，全棉呵护健康”为品牌主张，以“全棉理念、医疗背景、品质基因”为核心竞争力的健康生活品牌，产品包括纯棉柔巾、全棉表层卫生巾、纯棉湿巾等无纺类消费品及婴童用品、婴童服饰、成人服饰等纺织类消费品。全棉时代倡导“舒适、健康、环保”的生活理念，以棉替代化纤、远离化学品刺激，针对不同生活场景提供整体解决方案，拥有良好的用户口碑，已在消费品领域形成充分差异化的品牌形象，具备较强的品牌号召力。

表 7：公司健康生活消费品板块的主要产品种类及部分产品

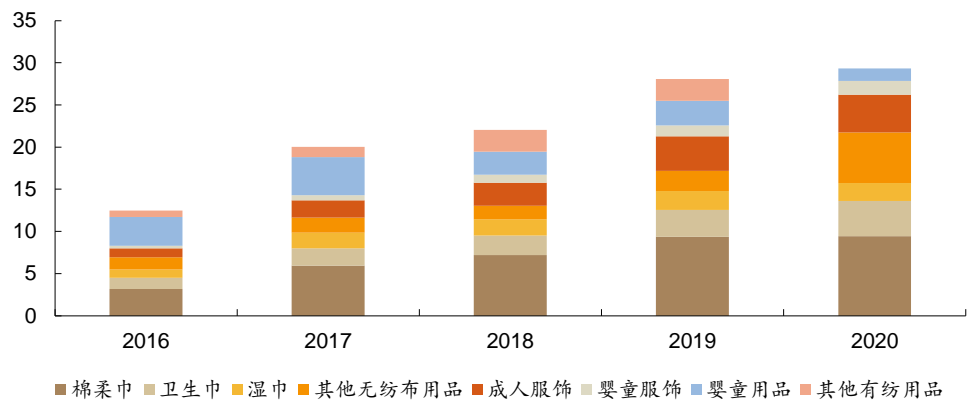
类别	产品品类	具体产品	部分产品图示
无纺消费品		棉柔巾	
		湿巾	
		卫生巾	
	其他无纺消费品	棉签、化妆棉等、一次性内裤等	

纺织消费品	婴童用品	婴童浴巾、婴童手帕、婴童抱被等	
	婴童服饰	婴童家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	
	成人服饰	成人家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	
	其他纺织消费品	床上用品、卫浴用品等	

资料来源：招股说明书，德邦研究所

健康生活消费品业务快速发展，收入占比近七成。2020年实现收入35.17亿元，同比+16.93%，16-20年复合增速达27.57%。健康生活消费品业务收入占比从2013年的11.89%提升至2019年的67.2%，2020年因为疫情带来医用敷料业务的高增长，消费品业务下降为28.06%。分产品看，2019年棉柔巾、卫生巾、成人服饰、婴童服饰、婴童用品收入占比分别为20.76%、7.06%、9.06%、7.80%、6.47%，其中成人服饰、婴童服饰、棉柔巾增速较快。2020年受疫情影响，医用耗材收入大幅增长，消费品中棉柔巾、卫生巾、成人服饰、婴童服饰、婴童用品收入占比分别下降至7.53%、3.32%、3.57%、2.93%、1.17%。

图 26：棉柔巾、卫生巾、婴童服饰、成人服饰等子品类增长迅速（亿元）

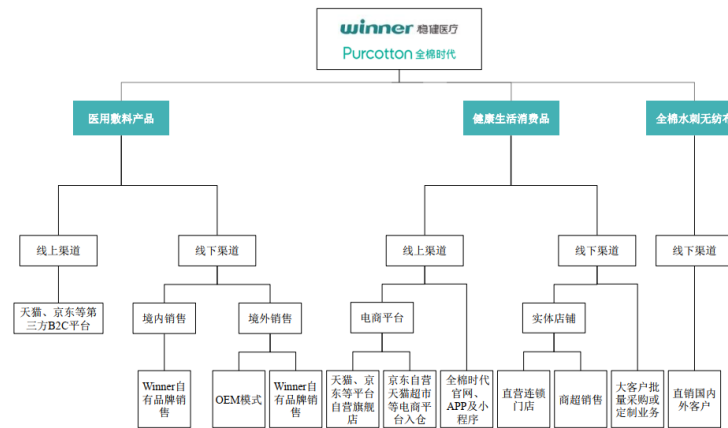


资料来源：Wind，德邦研究所

3.2.2. 渠道多方位、全渠道覆盖，线上线下相互引流

公司在销售渠道方面具备突出优势，已经构筑了线上和线下结合的全方位、立体化的营销渠道布局，能够实现对各类消费群体的深度覆盖。

图 27：公司通过多渠道进行销售

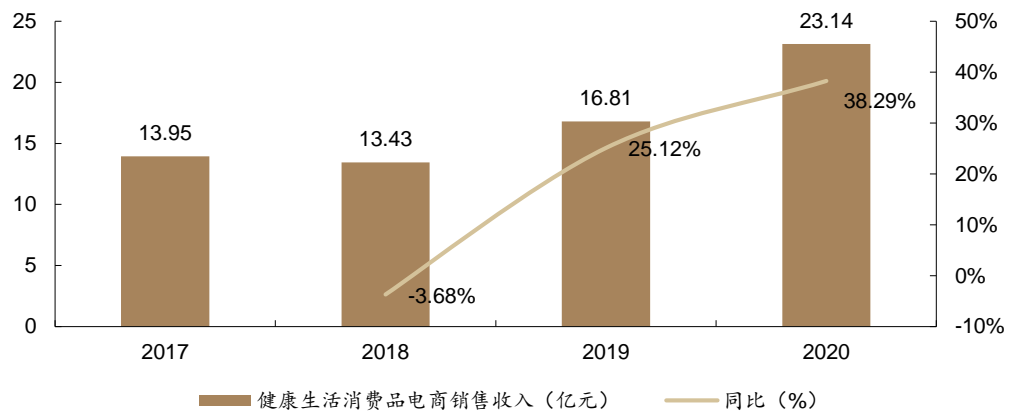


资料来源：招股说明书，德邦研究所

电商渠道已完成布局，具有强大的线上销售渠道渗透能力。线上渠道方面，公司“winner 稳健医疗”品牌及“Purcotton 全棉时代”品牌已完成包括天猫、京东在内的主流第三方电商平台布局，凭借其汇集的巨大用户流量实现了对绝大多数网购消费者群体的覆盖，产品销售数据名列各大电商平台相关产品类目前列。同时，全棉时代亦通过品牌专柜入驻等方式积极探索与社交类电商云集等新零售平台的合作，开辟新的销售增长渠道。全棉时代官方网站带有“销售+社交”属性，是产品展示、用户互动、品牌推广的重要平台。此外，全棉时代自有官方平台、小程序、APP 端亦是公司营销渠道的重要组成部分。

电子商务渠道销售 23.14 亿元，同比上升 38.29%，其中在天猫、京东等第三方电商平台实现销售 19.09 亿元，同比增长 19.59%，在自有平台官网、小程序和 APP 端，实现销售 4.05 亿元，同比增长 425.56%。

图 28：公司消费品线上销售收入快速增长



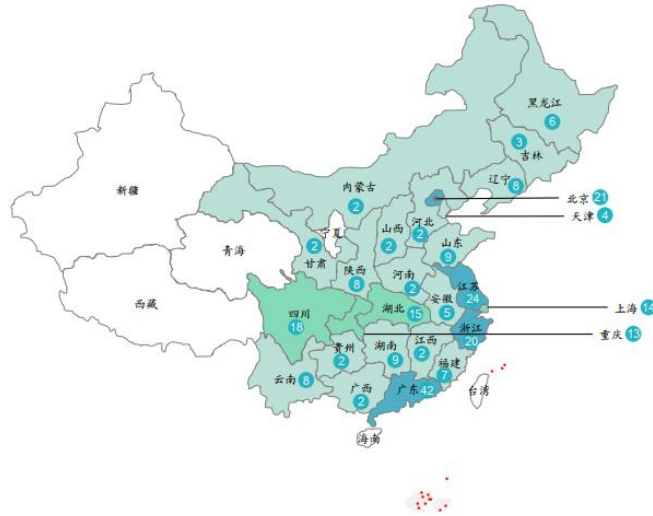
资料来源：公司公告，德邦研究所

线下渠道：直营、经销、KA 多线开花，渠道布局完整完善。截至 2020 年年末，公司总共有 276 家线下门店。其中全棉时代已在深圳、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了 257 家线下门店（含 2020 年 5 月开始尝试的加盟店）；全棉里物 11 家；津梁生活已在深圳、武汉、北京、杭州、成都、上海开设了 8 家线下门店。

在连锁商超等线下渠道终端方面，公司根据全棉时代高品质消费品的产品定位，主要在高端精品超市及地区龙头超市卖场进行布局，同时，公司还设有专门的销售团队对企业客户的批量采购或定制采购需求进行覆盖。全棉时代棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾等核心产品成功进驻连锁超市、连锁便利店及线下母婴门店，如华润万家、Ole’ 精品超市、永辉超市、山姆会员店、沃尔玛等主

流连锁超市约 5,000 个网点, 7-11、罗森、便利蜂、Today、每一天等连锁便利店超 4,000 家, 以及超 20 个省市的线下母婴门店。

图 29: 截至 2019 年末, 公司线下门店分布



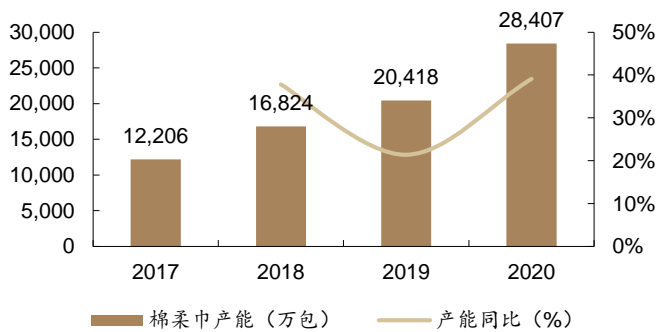
资料来源: 招股说明书, 德邦研究所

线上线下的深度融合, 渠道间相互引流。通过整合实体渠道、电子商务渠道和移动电子商务等渠道向消费者提供无差别购物体验的全渠道零售模式是新崛起的零售业态, 线上渠道的便利性优势和线下渠道的消费体验优势能够形成互补。公司深刻洞察线上线下打通的发展趋势, 将各渠道资源进行深度优化整合, 打通了线下门店与线上小程序之间的流量融合和销售互通, 从而进一步提升自身经营效率和业绩。线下消费者可通过线上渠道满足后续消费需求, 线上消费者亦可通过线下渠道进一步获得产品信息和服务体验, 渠道间相互引流, 线上及线下流量得到有效沉淀。截至 20 年底, 全棉时代用户数量已突破 2500 万人, 其中私域平台注册会员数量 1276 万 (门店注册会员数量 576 万, 官网和小程序注册会员突破 700 万)。

3.2.3. 产能稳步扩张助力增长, 质控严格保障医疗品质

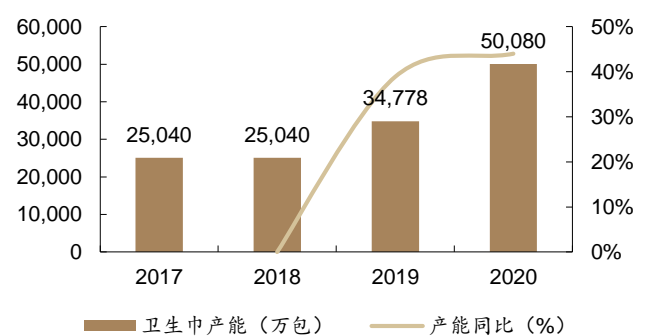
产能稳步扩张保障长期增长。健康生活消费品业务近年来发展迅速, 公司棉柔中产能从 2017 年的 12206 万包, 增长至 2020 年的 28407 万包, 公司卫生巾产能从 2017 年的 25040 万包, 增长至 2020 年的 50080 万包。消费品产能的增加也保障了公司长期业绩的稳定增长。

图 30: 棉柔中产能快速增长



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 31: 卫生巾产能快速增长

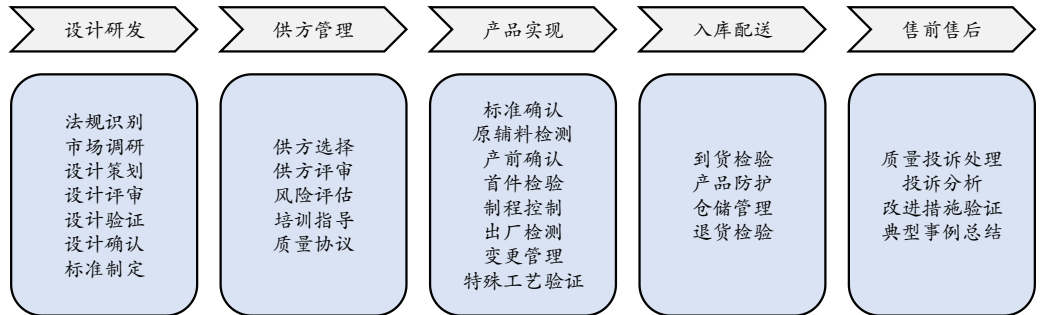


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

质量管理体系贯穿生活消费品生产全流程。针对健康生活消费品, 公司以 ISO9001:2015 质量管理体系为基础, 制定了贯穿产品设计开发、供方管理、产品

实现、入库配送及售前售后的全过程质量管理体系。

图 32：质量管理体系贯穿生活消费品生产全流程



资料来源：公司公告，德邦研究所

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。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。因此，通过医疗级的质量管控，全棉时代向消费者提供更高品质的消费品，在产品安全性、环保性等方面具有保障。

3.2.4. 津梁生活：健康生活一站式零售平台，打造新增长曲线

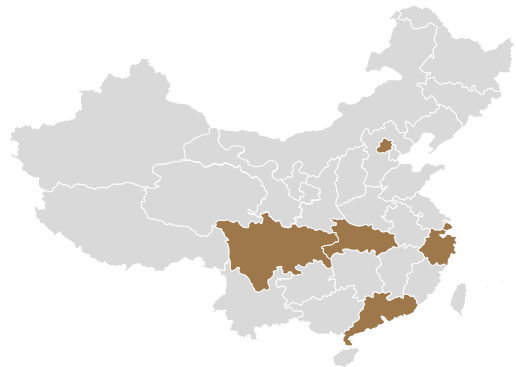
2019年7月，公司推出“PureH2B 津梁生活”品牌，意在打造覆盖美妆、个护、运动等健康美丽生活需求的一站式零售平台。PureH2B 津梁生活精选全球优质健康美丽好物，通过付费会员制，为会员提供极具竞争力的产品价格和一系列美丽沙龙、免费化妆、知识讲座等线下极致服务。品牌以“热爱自然、保护自然、享受自然”为愿景，“以健美理念影响主流消费观念，以天然产品吸引主流消费人群”为使命，为消费者带来全方位数字化新零售体验。

图 33：津梁生活主要产品一览



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 34：津梁生活已在全国开设了 8 家线下门店



资料来源：公司公告，德邦研究所

津梁生活已在深圳、武汉、北京、杭州、成都、上海开设了 8 家线下门店。公司将品牌理念融入店铺设计中，聘请国内外知名设计师升级门店形象，以兼具美观度与饱满度的展览式产品陈列方式提升客户的消费体验，并增加体验区，以此强化门店的展示性和体验性，提高公司销售收入的同时进一步提高品牌知名度。2020 年津梁生活已销售 0.40 亿元，未来伴随品牌知名度不断提升，业绩将快速放量，打造公司新增长曲线。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

医疗业务：1) 感染防护品：随着国内疫情得到有效控制，对防护产品需求量逐步稳定，预计 2021 年对疾控防护品销量同比有所下滑，2022-2023 年进入平稳增长通道。2) 伤口护理产品：医用敷料产品通过疫情完善医院、医疗零售渠道布局，且公司高端敷料壁垒深厚，国产替代仍有增长空间。我们预计 2021-2023 年收入分别为 59.21、66.29、70.14 亿元，同比变动-31.81%、11.95%、5.80%。

消费业务：1) 无纺消费品：受益于公司全棉时代品牌下的棉柔中等产品电商渠道销售额高增长，预计 2021-2023 年收入分别为 30.42、40.16、52.20 亿元，同比增加 40.00%、32.00%、30.00%；(2) 有纺消费品：2021 年门店数量重新增长，店均开始回升，同时公司将充分享受三胎政策与消费升级带来的母婴产品红利。我们预计 2021-2023 年收入分别为 15.24、19.48、24.15 亿元，同比增长 58.53%、27.86%、24.00%。

中间品业务：公司水刺无纺布业主要供应恒安国际、金佰利等优质个护品牌，产品竞争优势明显，毛利率高于行业水平，预计 2021 年水刺布销量预计回升，但价格略有回落，2022 年水刺布收入增长主要系销量增长拉动。我们预计 2021-2023 年收入分别为 2.96、3.41、3.75 亿元，同比增长 25%、15%、10%。

表 8：分产品营业收入预测

单位：亿元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
1. 消费业务						
收入	23.84	30.31	35.17	45.66	59.64	76.36
YOY	11.16%	27.16%	16.03%	29.82%	30.62%	28.04%
毛利率(%)	58.46	58.75	55.19	54.58	54.55	54.54
占比(%)	62.10	66.26	28.06	42.07	45.84	50.55
2. 医疗业务						
收入	11.63	11.89	86.84	59.21	66.29	70.14
YOY	6.22%	2.20%	630.45%	-31.81%	11.95%	5.80%
毛利率(%)	34.30	38.48	62.24	50.67	50.56	50.42
业务收入比例(%)	30.30	25.99	69.29	55.20	51.54	46.97
3. 水刺无纺布						
收入	2.41	2.92	2.37	2.96	3.41	3.75
YOY	21.43%	21.23%	-18.84%	25.00%	15.00%	10.00%
毛利率(%)	29.30	33.10	33.26	33.26	33.26	33.26
业务收入比例(%)	6.28	6.39	1.89	2.73	2.62	2.48
4. 其他						
收入	0.51	0.62	0.96	0.70	0.76	0.81
YOY	-14.55%	22.60%	54.84%	-27.43%	8.93%	6.10%
合计	38.39	45.75	125.34	108.53	130.09	151.05
YOY	9.76%	19.16%	173.97%	-13.41%	19.87%	16.11%
毛利率(%)	34.30	38.48	62.24	51.84	51.94	52.08

资料来源：Wind，德邦研究所

4.2. 投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 108.53、130.09、151.05 亿元，同比变动-13.41%、+19.87%、+16.11%，归母净利润分别为 18.76、23.65、28.40 亿元，同比变动-50.75%、+26.06%、+20.06%，当前股价对应 PE 分别为 28.54X、22.64X、18.86X。参考公司各业务的可比公司，如医用敷料的振德医疗，无纺消费品的中顺洁柔，水刺布的诺邦股份，可比公司 2021-2023 年平均 PE 分别为 18.37X、16.01X、12.83X。考虑到公司医疗业务优势明显，消费品业务快速扩张，

首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

细分领域	股票代码	股票简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	总股本 (亿)	PE				EPS			
						2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
无纺消费品	002511.SZ	中顺洁柔	27.49	360.65	13.12	39.81	29.38	24.05	19.87	0.69	0.94	1.14	1.38
医用辅料	603301.SH	振德医疗	45.10	102.47	2.27	4.02	15.16	14.72	11.10	11.22	2.98	3.06	4.06
水刺无纺布	603238.SH	诺邦股份	23.67	29.23	1.24	10.96	10.57	9.27	7.53	2.16	2.24	2.55	3.14
		平均值				18.26	18.37	16.01	12.83	4.69	2.05	2.25	2.86
	300888.SZ	稳健医疗	125.58	535.59	4.26	14.06	28.55	22.64	18.86	8.93	4.40	5.55	6.66

资料来源：Wind，德邦研究所（注：可比公司预测数据取自 wind 一致预期，数据时间截止至 2021 年 6 月 28 日）

5. 风险提示

下游市场需求出现波动、客户开拓不及预期的风险；竞争加剧的风险；原材料价格波动及采购集中的风险；汇率波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	8.93	4.40	5.55	6.66
每股净资产	24.51	29.03	34.72	41.57
每股经营现金流	11.18	1.77	7.35	5.85
每股股利	1.80	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	18.58	28.54	22.64	18.86
P/B	6.77	4.33	3.62	3.02
P/S	4.27	4.93	4.12	3.55
EV/EBITDA	12.89	18.68	15.07	12.46
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	59.5%	51.8%	51.9%	52.1%
净利润率	30.4%	17.3%	18.2%	18.8%
净资产收益率	36.4%	15.2%	16.0%	16.0%
资产回报率	29.3%	12.9%	13.5%	13.7%
投资回报率	39.4%	16.1%	16.9%	16.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	174.0%	-13.4%	19.9%	16.1%
EBIT 增长率	700.9%	-52.3%	25.6%	16.5%
净利润增长率	597.5%	-50.8%	26.1%	20.1%
偿债能力指标				
资产负债率	19.5%	15.0%	15.5%	14.6%
流动比率	4.5	5.6	5.3	5.6
速动比率	4.0	4.6	4.5	4.7
现金比率	1.7	1.7	2.2	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.6	32.6	30.1	29.1
存货周转天数	87.6	125.7	106.6	116.1
总资产周转率	1.0	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	8.9	5.0	5.0	4.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,810	1,876	2,365	2,840
少数股东损益	12	6	8	9
非现金支出	534	384	287	336
非经营收益	-70	-68	-44	-76
营运资金变动	481	-1,444	517	-611
经营活动现金流	4,767	755	3,133	2,497
资产	-327	-1,279	-765	-1,004
投资	-4,120	0	0	0
其他	17	0	0	0
投资活动现金流	-4,430	-1,279	-765	-1,004
债权募资	150	-150	0	0
股权募资	3,593	0	0	0
其他	-395	-5	0	0
融资活动现金流	3,348	-155	0	0
现金净流量	3,691	-679	2,368	1,493

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,534	10,853	13,009	15,105
营业成本	5,070	5,227	6,253	7,239
毛利率%	59.5%	51.8%	51.9%	52.1%
营业税金及附加	117	97	119	137
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,575	2,062	2,576	2,870
营业费用率%	12.6%	19.0%	19.8%	19.0%
管理费用	437	684	637	845
管理费用率%	3.5%	6.3%	4.9%	5.6%
研发费用	411	434	474	577
研发费用率%	3.3%	4.0%	3.6%	3.8%
EBIT	4,923	2,349	2,952	3,437
财务费用	219	217	203	184
财务费用率%	1.7%	2.0%	1.6%	1.2%
资产减值损失	-240	-53	-73	-63
投资收益	22	0	0	0
营业利润	4,532	2,217	2,795	3,356
营业外收支	-29	0	0	0
利润总额	4,502	2,217	2,795	3,356
EBITDA	5,181	2,680	3,166	3,710
所得税	680	335	422	507
有效所得税率%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
少数股东损益	12	6	8	9
归属母公司所有者净利润	3,810	1,876	2,365	2,840

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,163	3,483	5,851	7,344
应收账款及应收票据	844	970	1,075	1,205
存货	1,216	1,800	1,826	2,303
其它流动资产	4,767	5,299	5,190	5,510
流动资产合计	10,990	11,552	13,943	16,363
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	1,401	2,153	2,626	3,266
在建工程	61	261	298	417
无形资产	208	276	348	417
非流动资产合计	2,012	3,032	3,614	4,442
资产总计	13,002	14,584	17,556	20,805
短期借款	150	0	0	0
应付票据及应付账款	756	859	980	1,162
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,521	1,215	1,634	1,767
流动负债合计	2,427	2,074	2,614	2,929
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	107	107	107	107
非流动负债合计	107	107	107	107
负债总计	2,534	2,181	2,721	3,037
实收资本	426	426	426	426
普通股股东权益	10,454	12,383	14,808	17,731
少数股东权益	14	20	28	37
负债和所有者权益合计	13,002	14,584	17,556	20,805

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。