

医疗+消费驱动“一朵棉花”常盛开

——稳健医疗（300888.SZ）

美容护理/个护用品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司是通过“winner 稳健医疗”与“Purcotton 全棉时代”两大主品牌实现医疗及消费板块协同发展的医疗大健康龙头企业。公司凭借丰厚的技术积累，以“棉”为核心，不断拓展产业边界，业务覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多个领域。公司自主研发全棉水刺无纺布后切入消费领域。医疗板块品牌为稳健医疗，疫情期间疾控防护用品收入激增拉动公司业绩跳涨。消费板块主品牌为全棉时代，日用消费品营收及毛利率稳定增长。公司股权结构稳定，实控人为李健全一家，上市即发布股权激励计划体现业绩增长信心，22 年可达到业绩考核目标，实施股权激励。

- ◆ **全棉水刺无纺布：为公司打造全产业链布局。**全棉水刺无纺布的优点包括节能省时，降低成本等。全球全棉水刺无纺布市场规模稳定增长，目前国内处于高速发展阶段，在全球占比逐年增加，且中国是最大的消费市场。公司是全棉水刺无纺布全球第一梯队生产商，创新的后漂工艺具有能耗低、提产能等优势。公司自研自产的全棉水刺无纺布也是公司其他产品的主要原材料，帮助公司提升毛利率，实现全产业链布局，同时也可供货给其他企业。
- ◆ **医疗板块：疫情催化品牌影响力，公司不断扩大产品线布局。**公司在医疗领域主要深耕于低值医用耗材市场，目前我国处于高速发展阶段，市场规模增速远高于全球。目前国内行业渗透率远不及国外，且行业集中度较低，有较大成长空间。人口老龄化及消费水平上涨也将催化该行业持续发展。公司同竞品公司振德医疗、奥美医疗相比，毛利率较高，且通过不断收购丰富产品线，打造行业龙头。**疾控防护用品**短期需求仍在，长期看好龙头企业在疫情催化下提升的品牌影响力。**手术室感染控制产品**向一次性组合包趋势发展，该领域空间较大，参考北美渗透率，我国一次性手术包仍有**三倍成长空间**，稳健医疗与振德医疗是国内主要的生产商。公司通过并购隆泰医疗成为**高端伤口敷料**细分赛道龙头，目前该行业消费及生产主要集中于欧美等发达国家，中国仍有较大提升空间。公司注重产品研发，专利数量多，研发费用率高。公司产能充足，拥有高效生产管理体系，产能利用率达 80% 以上，同时布局智慧工厂，提高生产效率。渠道端以线下收入为主，线上线下共同发力。境外收入以 OEM 业务为主，国际大客户稳定，营销覆盖全球。公司注重品牌建设，多方位提升影响力。
- ◆ **消费板块：全棉时代以棉为核心，高品质为产品带来高口碑。**公司消费品品牌全棉时代以“医疗背景、全棉理念、品质基因”为核心竞争力成为民族棉制品品牌。国内**棉柔巾**市场渗透率不断提高，单价持续增长，公司在该行业是国内的绝对龙头，作为第一起草单位参与制定《**柔巾**》国家标准。全棉时代依靠高品质维持高单价，**市占率稳居第一**。公司持续布局棉柔巾生产线提高产能。国内**卫生巾**行业稳定增长，向高端化趋势，公司通过持续研发，注重产品品质，打造国内高端卫生巾。国内**成人失禁用品**市场处于高速发展阶段，市场渗透率低于全球平均水平，较日本、美国等发达国家相差甚远，且人均消费额远低于日本、美国等发达国家，目前行业集中度较低。随着人均预期寿命增长，老龄化加重等因素，我国市场有较大成长空间。公司推出“轻肤理”品牌，**首创**将失禁等级融入产品设计，具有市场竞争力。公司有**纺消费品**切入万亿级母婴市场，包括成人服饰、婴童服饰、婴童用品。公司注重高品质、高安全性，符合消费者需求，凭借优质面料和相对合理价格获得消费者认可。婴童服饰毛利率高于竞品公司，疫情期间仍能保持营收正增长。公司注重研发，持续创新产品，提升客户使用感。消费板块以线上渠道收入为主，线上线下深度融合，吸引巨大的用户流量，打造私域空间。线下以直营店为主，店效稳定增长。私域流量迅猛发展，平台会员数量逐年高增。

投资建议：预计公司 2022 年~2024 年 EPS 分别为 4.1 元、4.7 元、5.28 元，当前股价市盈率分别为 17.62 倍、15.36 倍、13.69 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情带来的业绩波动风险、客户开拓不及预期风险、原材料价格波

评级

买入（首次）

2023 年 02 月 23 日

孔天伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030001

18624107608

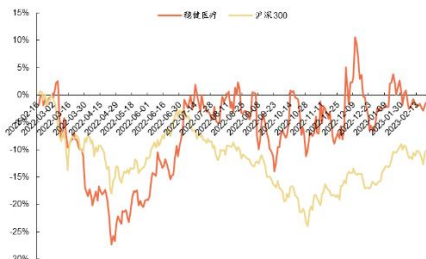
kongtianyi@shgsec.com

交易数据

时间 2023.02.21

总市值/流通市值（亿元）	308/98
总股本（亿股）	4.26
资产负债率（%）	19.44
每股净资产（元）	25.03
收盘价（元）	72.25
一年内最低价/最高价（元）	52.01/83.12

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1.《稳健医疗（300888.SZ）21 年报 & 22Q1 点评：疾控防护用品销售回落 回归稳定发展》2022-04-26
- 2.《稳健医疗(300888.SZ)收购点评：收购湖南平安医械股权 布局穿刺类产品线》2022-05-19

动风险、汇率波动风险、盈利预测中假设偏离真实情况的风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,533.9	8,037.42	11,314.81	12,766.38	14,225.36
增长率 (%)	173.99%	-35.87%	40.78%	12.83%	11.43%
归母净利润 (百万元)	3,810.41	1,239.32	1,748.64	2,006.01	2,251.47
增长率 (%)	597.50%	-67.48%	41.10%	14.72%	12.24%
净资产收益率 (%)	36.45%	11.61%	14.39%	14.81%	14.90%
每股收益(元)	9.80	2.91	4.10	4.70	5.28
PE	7.37	24.83	17.62	15.36	13.69
PB	2.95	2.89	2.54	2.27	2.04

资料来源: wind、申港证券研究所

内容目录

1. 稳健医疗：行业标杆画出医疗消费双增长曲线	5
1.1 医用耗材起步 切入消费领域	5
1.2 消费品业务稳定增长 防疫用品带动整体跳涨	5
1.3 股权结构稳定 股权激励体现增长信心	7
2. 全棉水刺无纺布：行业龙头 技术领先 打造全产业链优势	8
3. 医疗板块：疫情催化品牌影响力 扩大产品线布局	10
3.1 国内低值医用耗材高速发展 成长空间大	10
3.2 三大医用敷料上市公司对比：稳健医疗布局全面 毛利率高	11
3.3 核心技术赋能产品 布局高速发展赛道	13
3.3.1 疾控防护用品：疫情期间对业绩的拉升并非昙花一现	13
3.3.2 手术室感染控制产品：一次性、组合包趋势 发展空间极大	14
3.3.3 高端伤口敷料：并购隆泰医疗成为细分赛道龙头	15
3.4 产能充足 生产管理体系高效	17
3.5 医疗板块线下渠道为主 线上逐渐发力	19
3.6 注重品牌建设 多方位提升影响力	20
4. 消费板块：以棉为核心 高品质支撑高口碑	21
4.1 全棉时代作为第一起草单位主导制定《柔巾》的国家标准	22
4.2 卫生巾高端化 老龄化趋势下成人失禁用品成长确定	24
4.3 有纺消费品高品质切入万亿级母婴市场	27
4.4 消费板块线上为主 线上线下深度融合	29
4.5 注重私域流量发展 搭建多方平台	31
5. 盈利预测与估值	33
5.1 核心假设	33
5.2 盈利预测	34
5.3 估值	34
6. 风险提示	35

图表目录

图 1：稳健医疗发展历程	5
图 2：公司医疗板块产品矩阵	6
图 3：公司消费板块产品矩阵	6
图 4：稳健医疗总营收（亿元）及同比增长率	7
图 5：稳健医疗净利润（亿元）及同比增长率	7
图 6：稳健医疗各业务营收（亿元）及占比	7
图 7：稳健医疗各业务毛利率	7
图 8：稳健医疗股权结构	8
图 9：全球全棉水刺无纺布市场销售额及增速	9
图 10：全球全棉水刺无纺布竞争格局	9
图 11：稳健医疗创新后漂工艺流程及优点	9
图 12：国内低值医用耗材市场规模（亿元）及增速	11
图 13：低值医用耗材市场规模占比（%）	11
图 14：稳健医疗 2021 年医疗产品收入结构	13
图 15：2017-2021 年稳健医疗医疗板块细分产品营收（亿元）及同比增长率	14
图 16：全球高端伤口敷料市场规模（亿美元）及增长率	16
图 17：全球高端敷料市场占比	16
图 18：三家企业专利对比	17
图 19：三家企业研发费用（亿元）及研发费用率对比	17
图 20：稳健医疗七家全资生产子公司	18
图 21：2021 年公司医疗板块渠道结构	19
图 22：三家企业医疗业务境内外营收（亿元）	20
图 23：稳健医疗境外收入来源对比（亿元）	20
图 24：三家企业销售费用（亿元）及销售费用率对比	21
图 25：稳健医疗发布《我的斜杠妈妈》公益主题片	21
图 26：2021 年全棉时代旗下产品收入结构	21
图 27：2017-2021 年公司消费板块各产品收入（亿元）	22
图 28：2017-2021 年公司消费板块收入结构	22
图 29：2013-2020 年中国棉柔巾市场需求量（亿张）	22
图 30：2016-2020 年中国棉柔巾市场平均价格走势（元/张）	22
图 31：2020 年我国棉柔巾品牌市场份额占比	23
图 32：2017-2021 年全棉时代棉柔巾产能与产量变化	23

图 33: 2017-2021 中国吸收性卫生用品市场规模	24
图 34: 中国吸收性卫生用品市场结构分布	24
图 35: 国内女性卫生用品市场规模 (亿元)	24
图 36: 2020 年女性卫生巾领先品牌市占率	24
图 37: 2011-2021 中国成人失禁用品市场规模及增速 (亿元)	25
图 38: 2012-2021 年中美成人失禁用品市场 CR5 对比 (%)	25
图 39: 全球成人失禁用品市场渗透率对比 (%)	26
图 40: 2020 年各国老人人均成人失禁用品消费额 (美元)	26
图 41: 中国 65 岁及以上人口占总人口比重	26
图 42: 2015-2023 年中国婴幼儿服装市场规模及预测	27
图 43: 2020 年各国童装行业 CR5 对比	27
图 44: 2020 年婴童服饰及用品行业竞争厂商市占率	27
图 45: 2021 年公司消费板块渠道结构	29
图 46: 公司消费板块销售渠道收入占比	30
图 47: 全棉时代线下门店	30
图 48: 全棉时代“舍·予·共生”品牌发布会	31
图 49: 全棉时代“棉·自然·人”主题展	31
图 50: 全棉时代 APP	33
图 51: 全棉时代官方小程序	33
表 1: 稳健医疗品牌矩阵及 2021 年各业务营收及占比	6
表 2: 2020 年限制性股票激励计划考核要求	8
表 3: 稳健医疗&恒安国际产品毛利率对比	10
表 4: 2019 年稳健医疗全棉水刺无纺布前五大客户	10
表 5: 低值医用耗材市场细分	10
表 6: 中国医用敷料出口前五企业	12
表 7: 三家企业产品对比	12
表 8: 三家企业近年收购情况	12
表 9: 稳健医疗一次性手术感控组合产品	15
表 10: 竞争企业组合包产品对比	15
表 11: 稳健医疗高端伤口敷料产品	17
表 12: 稳健医疗 2021 年产能情况	18
表 13: 可比公司数字化生产对比	18
表 14: 公司医疗板块渠道介绍	19
表 15: 2022H1 医疗板块主要渠道收入情况	20
表 16: 2019 年公司医用敷料前五大客户	20
表 17: 2021 年棉柔巾线上 TOP5 品牌对比	23
表 18: 全棉时代及其竞品卫生巾产品对比	25
表 19: “轻肤理”特色产品介绍	26
表 20: 全棉时代及其竞品婴童服饰产品对比	28
表 21: 稳健医疗的婴童服饰与竞品公司毛利率及疫情期间营收增速对比	28
表 22: 2021 年稳健医疗有纺消费品研发成果	29
表 23: 公司消费板块渠道介绍	30
表 24: 2021 年直营门店店效情况	31
表 25: 稳健医疗业务拆分预测表	33
表 26: 稳健医疗可比公司估值	35
表 27: 公司盈利预测表	36

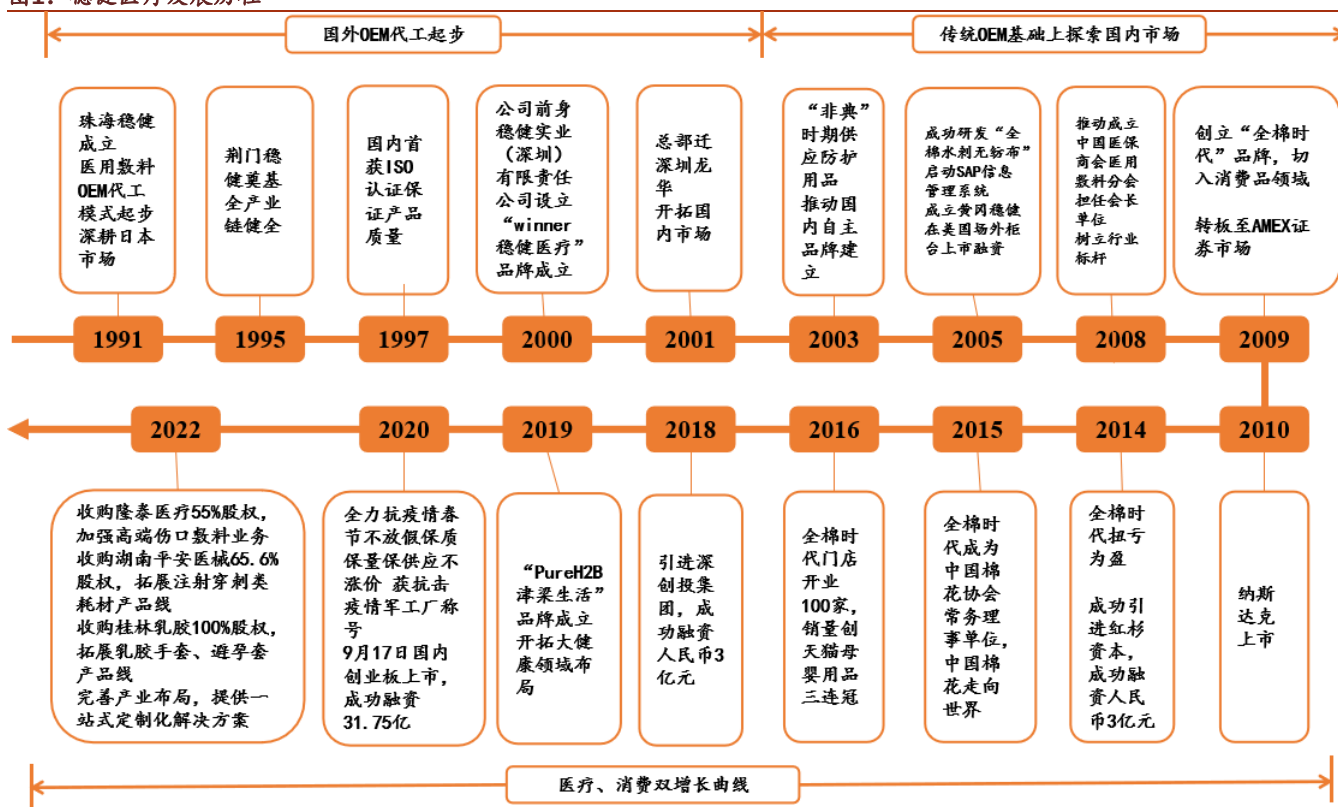
1. 稳健医疗：行业标杆画出医疗消费双增长曲线

公司是通过“winner 稳健医疗”与“Purcotton 全棉时代”两大主品牌实现医疗及消费板块协同发展的医疗大健康龙头企业。公司凭借丰厚的技术积累，以“棉”为核心，不断拓展产业边界，业务覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多个领域，是拥有从研发、生产到销售的完整生产体系和产业链的医疗大健康龙头企业。

1.1 医用耗材起步 切入消费领域

公司代工医用耗材起步，自主研发全棉水刺无纺布，顺势切入消费领域。公司是国内最早建立从棉花采购到医用纱布研发、生产到直接对外出口全产业链的医用耗材企业之一。公司为国外品牌代工医用敷料起家，逐步建立完整的生产体系及产业链，积累了丰富的技术经验和高标准习惯，并创立自主品牌“winner 稳健医疗”。公司的高品质产品逐渐成功探索开拓国内市场并切入消费领域，业务从单一的纱布类医用敷料生产扩展到覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多领域的棉类制品的研发、生产和销售。

图1：稳健医疗发展历程



资料来源：稳健医疗官网，申港证券研究所

1.2 消费品业务稳定增长 防疫用品带动整体跳涨

公司医疗板块品牌为“稳健医疗”，消费板块主品牌“全棉时代”。2009年公司将生产医用敷料的技术优势渗透到消费品领域，投入无纺、有纺消费品的研发销售，开创“全棉时代”，引领追求舒适环保的消费趋势。2019年推出“津梁生活”品牌，继续深耕消费领域，尚处于起步阶段。2022年公司收购湖南平安医械、桂林乳胶

和隆泰医疗进一步深耕医疗领域。

图2：公司医疗板块产品矩阵



资料来源：稳健医疗 2021 年年报，中港证券研究所

图3：公司消费板块产品矩阵



资料来源：稳健医疗 2021 年年报，中港证券研究所

2021 年防疫用品供需逐渐平衡，公司总营收随防疫用品收入下降而有所下降。除感染防疫用品、消毒清洁产品、部分无纺消费品外，其他类别产品营收总体保持平稳增长，婴童用品增长最多，2021 年营收同比增长 146.3%。

表1：稳健医疗品牌矩阵及 2021 年各业务营收及占比

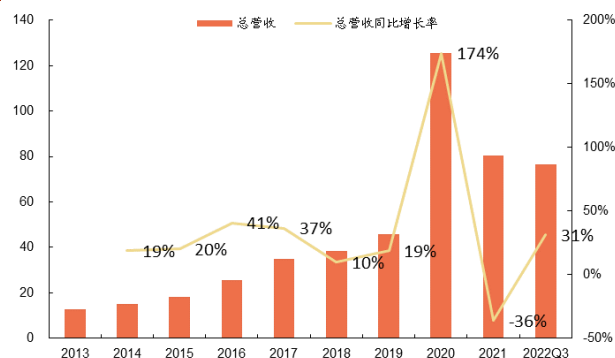
领域	品牌	业务	具体产品	营业收入 (亿元)	占比总 营收	营业收入 同比变动
医疗	Winner 稳健医疗 (2000 年)	伤口护 理产品	传统伤口护理与包扎产品（纱布片、无纺布片、绷带、换药包等）	7.22	9.0%	38.0%
			高端伤口敷料产品（硅胶类敷料、藻酸盐敷料等）	1.07	1.3%	23.0%
		感染防 护产品	感染防护产品（口罩、防护服、隔离衣、手套、脚套、帽子等）	23.78	29.6%	-66.1%
			手术室感染控制产品（手术组合包、手术衣等）	4.34	5.4%	-37.2%
		消毒清 洁产品	棉签、棉片、棉球、酒精棉片、消毒液等	2.82	3.5%	-24.2%
消费	Purcotton 全棉时代 (2009 年)	无纺消 费品	棉柔巾	9.63	12.0%	2.0%
			卫生巾	5.48	6.8%	31.7%
			湿巾	1.77	2.2%	-16.5%
			其他无纺消费品（棉签、化妆棉等、一次性内裤等）	4.47	5.6%	-25.5%
		纺织消 费品	成人服饰（成人家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等）	6.80	8.5%	51.8%
			婴童服饰（婴童家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等）	5.09	6.3%	38.7%
			婴童用品（婴童浴巾、婴童手帕、婴童抱被等）	3.62	4.5%	146.3%
			其他纺织消费品（床上用品、卫浴用品等）	3.67	4.6%	
	PureH2B 津梁生活 (2019 年)	覆盖美妆、个护、运动等生活需求的一站式零售平台				

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，公司公告，wind，中港证券研究所

公司总营收和净利润保持稳定增长，2020 年疫情影响下营收及净利润跳涨。

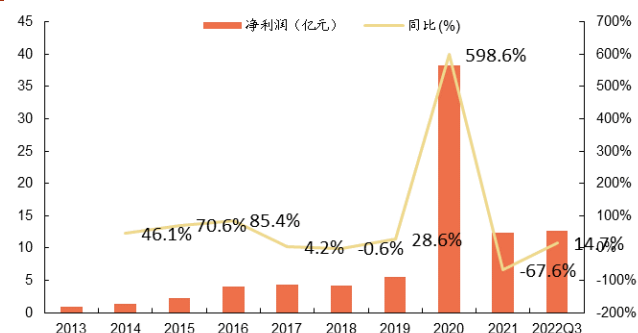
- ◆ 公司 2013-2021 年营收复合增长率达 25.9%，2020 年疫情影响下营收达 125.34 亿元，同比增长 174%，2021 年营收达 80.37 亿元，2022Q1-Q3 营收 76.42 亿元，同比增长 31.31%。
- ◆ 公司 2013-2021 年净利润复合增长率达 39.0%，2020 年疫情影响下净利润达 38.23 亿元，同比增长 598.57%，2021 年净利润达 12.37 亿元，2022Q1-Q3 净利润 12.67 亿元，同比增长 14.74%。

图4: 稳健医疗总营收 (亿元) 及同比增长率



资料来源: wind, 申港证券研究所

图5: 稳健医疗净利润 (亿元) 及同比增长率

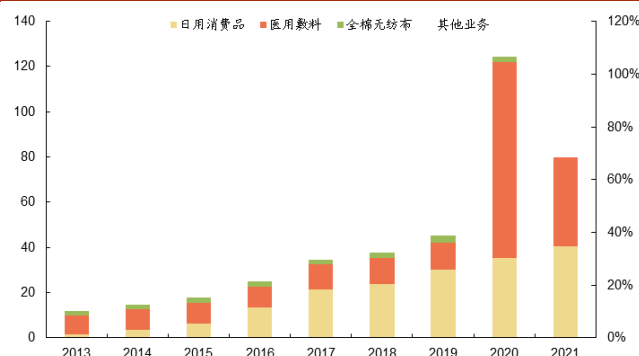


资料来源: wind, 申港证券研究所

日用消费品营收及毛利率稳定增长，感染防护品疫情期间跳涨。2020 年受疫情影响，公司感染防护用品营收及毛利率大幅增长，2021 年有所恢复。

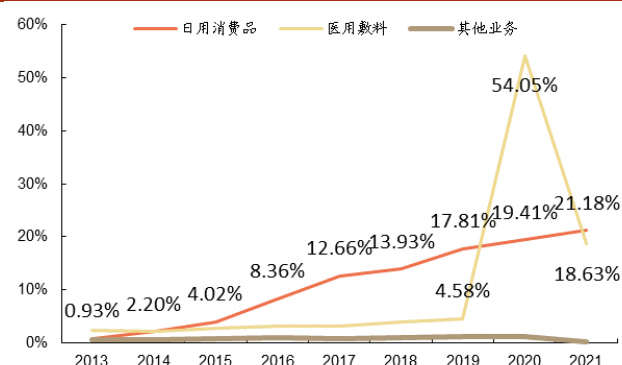
- ◆ 日用消费品多年来营收稳定增长，在 2016 年营收占比赶超医疗领域，占比总营收 51.9%，除疫情期间感染防护产品占比陡增影响外，消费品营收占比稳步增加，毛利率稳定上涨，2021 年达 21.18%，2013-2021 年复合增长率达 47.8%。
- ◆ 2020 年疫情影响，各渠道向公司直接采购的占比较大，价格较高，医疗板块毛利率从 4.58%跳涨到 54.05%，同比增长 1080%，2021 年随防疫用品供需平衡回落至 18.63%。

图6: 稳健医疗各业务营收 (亿元) 及占比



资料来源: wind, 申港证券研究所

图7: 稳健医疗各业务毛利率

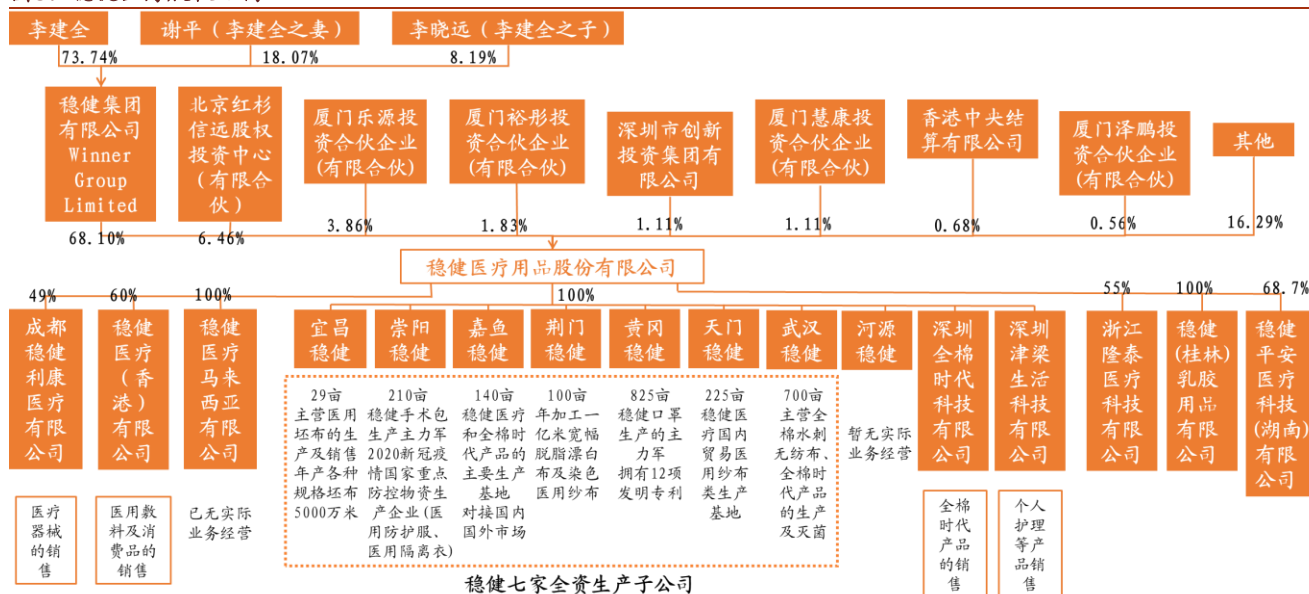


资料来源: wind, 申港证券研究所

1.3 股权结构稳定 股权激励体现增长信心

公司实际控制人为李健全一家，股权结构稳定。截至 2022Q3，稳健医疗控股股东为稳健集团有限公司（持股比例 68.1%）。稳健集团由李健全及其妻子、儿子 100% 控股，故李健全一家为公司实际控制人，股权结构稳定。

图8：稳健医疗股权结构



资料来源：稳健医疗 20200911 招股说明书，稳健医疗 2022 年三季度度报告，稳健医疗官网，wind，申港证券研究所

薪酬激励政策多元科学，股权激励政策体现增长信心。公司按照岗位价值、工作技能、工作业绩建立短期激励、中期激励、长期激励、非物质激励等多元化科学的薪酬分配机制。2020 年末公布的公司股权激励计划分两期解禁，考核年度为 2021-2022 年两个会计年度。公司 2021 年度营收为 80.37 亿元，低于 100 亿元的触发值，公司拟作废第一个归属期的限制性股票 291.65 万股。根据 2022 年业绩预告下限，公司可达到第二个归属期考核目标。

表2：2020 年限制性股票激励计划考核要求

归属安排	考核期	目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2021 年	营业收入不低于 120 亿元	营业收入不低于 100 亿元
第二个归属期	2022 年	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 30%	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 20%
考核指标		业绩完成度	公司层面归属比例
考核年度营业收入或营业收入增长率 (A)		$A \geq Am$	$X=100\%$
		$An \leq A < Am$	$X=80\%$
		$A < An$	$X=0\%$

资料来源：公司公告，申港证券研究所

2. 全棉水刺无纺布：行业龙头 技术领先 打造全产业链优势

全棉水刺无纺布节能省时，降低成本。全棉水刺无纺布也叫纯棉水刺无纺布，全棉水刺无纺布是用天然纤维纯棉，通过开棉、松棉，利用尖端梳理机和铺网机及牵伸机将纯棉整理成网后，利用加压后形成的大密度众多的针状水柱，经过水刺机促成棉纤维缠结成布。从原棉到成布仅用 5 分钟时间，比传统织造布省出了纺纱、织布环节，缩短了工时，大量节约了能耗、人工和设备，低碳环保，节能减排，降低成本 30% 左右，其工艺具有世界先进水平的成布技术。

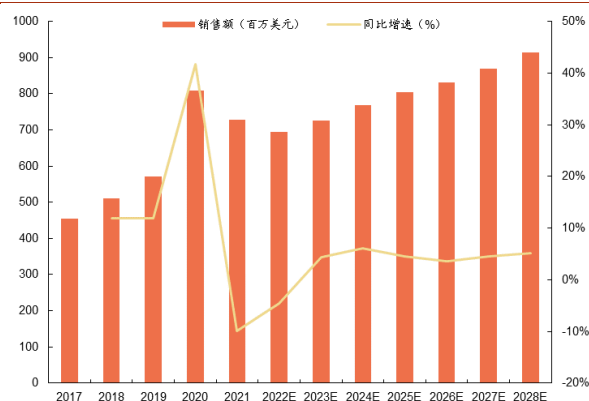
根据 QYR（恒州博智）数据，2021 年全球全棉水刺无纺布市场销售额达到了

727.55 百万美元。

- ◆ 地区层面来看，中国市场在过去几年变化较快，2021 年市场规模为 345.30 百万美元，约占全球的 47.46%，预计 2028 年将达到 464.29 百万美元，届时全球占比将达到 50.82%。
- ◆ 消费层面来说，目前中国地区是全球最大的消费市场，2021 年占有 47.46% 的市场份额，之后是北美和欧洲，分别占有 16.71% 和 16.77%。预计未来几年，中国地区增长最快，2022-2028 期间 CAGR 大约为 5.68%。

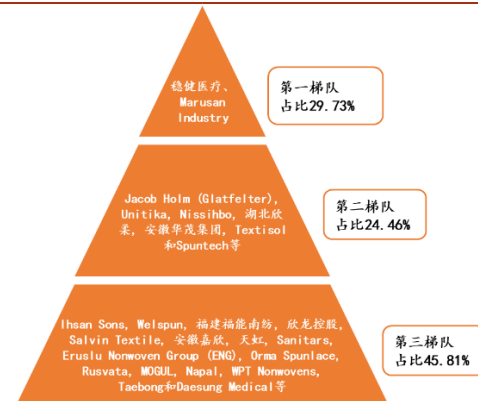
稳健医疗为全球全棉水刺无纺布第一梯队生产商。2021 年，全球第一梯队厂商主要是稳健医疗和 Marusan Industry，第一梯队占有大约 29.73% 的市场份额；第二梯队厂商有 Jacob Holm (Glatfelter), Unitika, Nissihbo, 湖北欣柔, 安徽华茂集团, Textisol 和 Spuntech 等，共占有 24.46% 份额。

图9：全球全棉水刺无纺布市场销售额及增速



资料来源：QYR 恒州博智调研《2022 年全球及中国全棉水刺无纺布行业研究（简报）》，中港证券研究所

图10：全球全棉水刺无纺布竞争格局



资料来源：QYR 恒州博智调研《2022 年全球及中国全棉水刺无纺布行业研究（简报）》，中港证券研究所

公司自主研发的全棉水刺无纺布作为公司产品主要原材料。国内以涤纶短纤和粘胶短纤为原材料的无纺布产品同质化严重，低价竞争激烈，相比之下，全棉无纺布具有不易致敏、清洁度高、舒适环保的特点，可应用于医用、美妆、护理等领域，有较高的产品附加值，但因原棉含杂质多、纤维成网不均匀，生产技术难度大。公司自主研发生产全棉水刺无纺布，工艺简洁节能，符合国家碳中和、碳达峰的政策导向。公司用全棉水刺无纺布替代口罩、防护服、手术衣等感染防护产品的化纤面料，达到感染防控标准的同时更透气、舒适和环保。

图11：稳健医疗创新后漂工艺流程及优点



优点：

少一道开松、梳理、烘干工序，故而能耗低；
水刺前没有脱漂工序，棉纤维不易受损，原料浪费低；
直接将棉花梳理成网，水刺成布，生产速度不受脱漂工序速度的影响，提升产能，并且减少一次排污

资料来源：百度百科，公司公告，申港证券研究所

全产业链布局优势拉升产品毛利率，产品创新性较强具有议价能力。

- ◆ 全产业链模式下，公司打通了产品的上下游环节，棉柔巾、卫生巾的主要原材料全棉水刺无纺布均为公司自主生产。而恒安国际生产环节集中在下游，生产卫生巾所用原材料无纺布基本没有自产，需向稳健医疗及其他无纺布生产商采购。
- ◆ 稳健医疗依托自主研发的全棉水刺无纺布技术，以优质棉花为主要原材料，开发出了多款革新性消费品，产品创新性较强、附加值相对较高，如公司全棉柔巾非其他日常使用的纸巾所能替代，因此公司产品具有一定议价能力。

表3：稳健医疗&恒安国际产品毛利率对比

公司名称	主要产品	2019	2018	2017
恒安国际	纸巾、卫生巾、一次性纸尿裤	38.63%	38.20%	46.91%
稳健医疗	棉柔巾	51.66%	47.71%	47.64%
	卫生巾	70.04%	69.72%	66.70%
	湿巾	55.54%	51.72%	52.15%

资料来源：稳健医疗招股说明书，申港证券研究所

稳健医疗也供货全棉无纺布给其他企业。公司的全棉无纺布以 100% 优质天然原棉为原料，以自己研发的水刺技术进行生产，不仅自用生产产品，还销售给其他企业（如主营卫生巾、卫生纸的恒安国际集团有限公司），进一步巩固公司全棉无纺布材料在行业中的领先优势，提升公司在全棉水刺无纺布行业的盈利能力。

表4：2019 年稳健医疗全棉水刺无纺布前五大客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	占全棉水刺无纺布收入比例
1	恒安国际集团有限公司	10494.78	35.92%
2	YUHAN-KIMBERLY Ltd.	3568.16	12.21%
3	平湖市瑞恩健康护理卫生用品有限公司	3470.62	11.88%
4	南六企业（平湖）有限公司	3433.43	11.75%
5	广州市洁宝无纺制品有限公司	1186.78	4.06%
合计		22153.8	76%

资料来源：稳健医疗招股说明书，申港证券研究所

3. 医疗板块：疫情催化品牌影响力 扩大产品线布局

3.1 国内低值医用耗材高速发展 成长空间大

公司在医疗领域主要深耕于低值医用耗材市场。医用耗材可分为高值医用耗材和低值医用耗材，高值医用耗材主要是医用专科治疗用材料，如心脏介入、外周血管介入、人工关节、其他脏器介入替代等医用材料。低值医用耗材主要包括注射穿刺类（2020 年占比 28%）、医用卫生材料及敷料类（2020 年占比 25%）、医用高分子材料类、医技耗材类、医用消毒类，稳健医疗主要涉及医用卫生材料及敷料类、医用消毒类、手术室耗材类等。

表5：低值医用耗材市场细分

细分类别	代表产品
注射穿刺类	一次性注射器、注射针、输液针、留置针、穿刺针、输液器、输血器、血袋、采血针等
医用卫生材料	医用胶布、绷带、纱布、帽子、口罩、棉签、敷贴、海绵、夹板、一次性压舌板、床单、被套、枕套、鞋

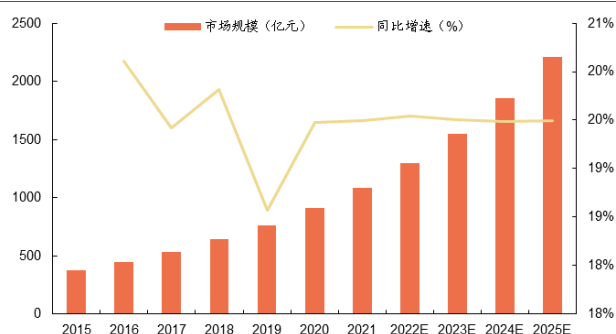
敬请参阅最后一页免责声明

细分类别	代表产品
及敷料类	套、防护服、手术衣、洞巾、垫巾、牵引带等
医用高分子材料类	血液成分分离器材、连接管路、血液滤网、药液过滤滤膜、空气过滤滤膜、血液过滤器、引流管、导尿管、肠道插管、医用手套、集尿袋、引流袋等
医技耗材类	B 超打印纸、耦合剂、导电膏、心电电极、脑电图纸、心电图纸、监护仪纸、尿液分析仪打印纸、生化打印纸、高压注射器针筒、高压注射器针头、一次性造影连接管、医用 X 光胶片、医用 CT(MR)胶片、激光胶片等
医用消毒类	医用酒精、医用消毒液、消毒剂、消毒包装袋、指示卡、指示胶带等
麻醉耗材类	一次性麻醉包、持续给药输液泵、微量化疗泵、喉罩、麻醉面罩、通气管、动脉插管、静脉插管、气管插管、气管导管、硬膜外麻醉导管、中心静脉导管、牙垫、麻醉穿刺针、穿刺包、术后催醒器、麻醉气体过滤器、麻醉气体净化器、传感器、检测电极片等
手术室耗材类	一次性手术包、灌注器、医用缝合针、缝合线、可吸收缝线、灭菌线束、灭菌线团、电刀、电凝镊、车手术刀、手术刀片、医用备皮刀、医用胶、电极、穿刺器、吸引头等

资料来源：中国医疗器械蓝皮书，华经产业研究院，申港证券研究所

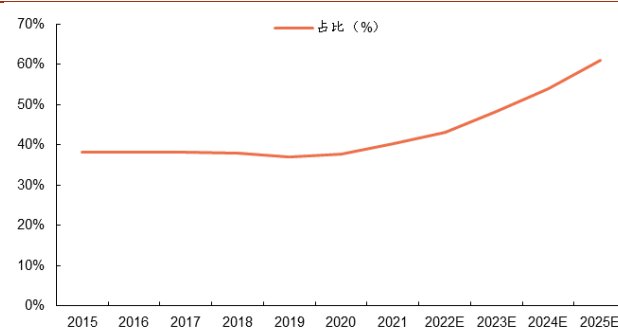
国内低值医用耗材飞速发展，占比稳步上升。2015-2021 年，国内低值医用耗材市场规模年复合增速达 19.48%，远高于全球增速。国内低值医用耗材市场规模占比国内医用耗材市场规模逐年稳步上升，预计 2022 年占比 43.13%，且未来预计超越高值医用耗材市场规模。随着我国人口老龄化和后疫情时代防疫物资高需求的持续存在，低值医用耗材市场将保持稳定增长。根据 IBM 研究分析，预计到 2025 年我国低值医用耗材市场规模将达到 2213 亿元。

图12：国内低值医用耗材市场规模（亿元）及增速



资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

图13：低值医用耗材市场规模占比 (%)



资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

行业渗透率不及国外，集中度低，仍有较大成长空间。

- ◆ 国内低值医用耗材的渗透率远不及国外，比如一次性手术包在国内市场的渗透率只有 20-30%，在国外却有 80-90%的渗透率，中国市场还有巨大增长潜力。全球医用敷料市场上现代敷料占比超过 50%，中国占比不超过 20%，敷料市场还有很大空间。
- ◆ 由于低值耗材进入门槛低，国内生产企业数量众多，行业竞争格局较为分散，2021 年行业 CR5 仅为 15.7%，其中，国产品牌主要有威高股份（占比 9.9%）、康德莱（占比 2.7%）、维力医疗、三鑫医疗等。

3.2 三大医用敷料上市公司对比：稳健医疗布局全面 毛利率高

公司和奥美医疗、振德医疗医用敷料出口规模稳居行业前三。公司和奥美医疗、振德医疗同为上世纪九十年代出口医用敷料起家，为国际知名医疗器械品牌厂商提供 OEM 业务，医用敷料出口规模稳居行业前三，三家在医疗业务领域具有可比性。

表6：中国医用敷料出口前五企业

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

资料来源：中国医保商会，前瞻产业研究院，申港证券研究所

稳健医疗毛利率高于其他两家。三家公司在医疗板块产品布局较为接近，根据 2021 年年报数据，从感染防护类和伤口护理类分别来看，稳健医疗的毛利率均高于其他两家。且稳健医疗还有一大部分的日用消费品业务，公司整体毛利率远高于另外两家。

表7：三家企业产品对比

公司名称	产品大类	具体产品	2021 毛利率
振德医疗	感染防护产品	疾控防护产品（口罩、防护服、手套等）	48.1%
		手术感控产品（手术衣、手术单、手术包等）	30.8%
	伤口护理产品	传统伤口护理产品（包括纱布片、无纺片等）	21%
		现代伤口敷料（造口袋、泡沫辅料等）	
		压力治疗与固定产品（护具辅具、压力袜、绑带等）	
	消毒清洁产品（酒精消毒片、洗手液、湿巾、碘伏消毒液、棉签、棉球等）		-
奥美医疗	健康消费品（棉柔巾、湿巾、成人纸尿裤、护垫、氧气瓶、胎心仪、束腹带等）		
	感染防护产品	疾控防护产品（口罩、防护服、手套等）	30.1%
		手术感控产品（手术衣、手术帽、手术单、手术包等）	
	伤口护理产品	传统伤口护理产品（包括纱布片、无纺片等）	33.8%
		现代伤口敷料（不粘伤口片、术后片、凡士林纱布等）	
	消毒清洁产品（酒精消毒片、洗手液、湿巾、碘伏消毒液、棉签、棉球等）		-
稳健医疗	健康消费品（棉柔巾、湿巾、成人纸尿裤、护垫、疤痕凝胶等）		
	感染防护产品	疾控防护产品（口罩、防护服、隔离衣、手套、脚套、帽子等）	51.2%
		手术室感染控制产品（手术组合包、手术衣等）	
	伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品（纱布片、无纺布片、绷带、换药包等）	37.3%
		高端伤口敷料产品（硅胶类敷料、藻酸盐敷料等）	
	消毒清洁产品	棉签、棉片、棉球、酒精棉片、消毒液等	41%
	健康消费品（棉柔巾、湿巾、卫生巾、服饰等）		52.2%

资料来源：wind，稳健医疗、奥美医疗、振德医疗 2021 年年报，申港证券研究所

稳健医疗通过收购丰富产品线打造行业龙头。低值医用耗材以注射穿刺类、医用敷料类为主，产品技术含量相对较低，行业内企业数量多，产品相对单一，多在低端市场内进行低价同质化竞争。扩大产品线布局、加强研发、开发销售渠道是国内低值医用耗材企业破局的关键。振德医疗、奥美医疗均在 2021 年有收购，近期暂无。2022 年稳健医疗连续收购三家企业，分别布局穿刺类产品、乳胶制品、高端伤口敷料，收购布局更为全面。其中，高端伤口敷料发展迅猛，更具有成长空间。

表8：三家企业近年收购情况

企业名称	收购公司	收购公司业务
稳健医疗	湖南平安医械科技有限公司	注射器、输液器、采血管、采血针、留置针等医疗器械的研发、生产和销售
	桂林紫竹乳胶制品有限公司	医用乳胶外科手套、医用检查手套、乳胶避孕套的生产及销售
	浙江隆泰医疗科技有限公司	高端伤口敷料（包括硅胶泡沫、水胶体、硅凝胶、水凝胶、薄膜敷贴及造口等产品）的研发、生产和销售
振德医疗	上海亚澳医用保健品有限公司	中心静脉留置感控防护以及现代伤口护理产品生产、研发和销售且主要销往境外
	三特瑞（南通）医用材料有限公司	为上海亚澳提供部分产品生产配套和灭菌服务

奥美医疗	奥美佰玛 (武汉) 生物科技 止血材料生产 有限公司
	西班牙医用敷料生产企业 医用敷料生产 Texpol

资料来源：稳健医疗、奥美医疗、振德医疗公司公告，申港证券研究所

3.3 核心技术赋能产品 布局高速发展赛道

公司在医疗领域有感染防护产品、伤口护理产品、清洁消毒产品三大类产品。其中感染防护品包含口罩，防护服，隔离衣，手套，脚套，帽子等疾控防护品和手术组合包、手术衣等手术室感染防护产品；伤口护理产品包括纱布片、无纺布片、绷带、换药包等传统伤口包扎护理产品和硅胶类敷料、藻酸盐敷料等高端伤口护理敷料产品；消毒清洁产品主要包括棉签、棉片、棉球、酒精棉片、消毒液等。

图14：稳健医疗 2021 年医疗产品收入结构

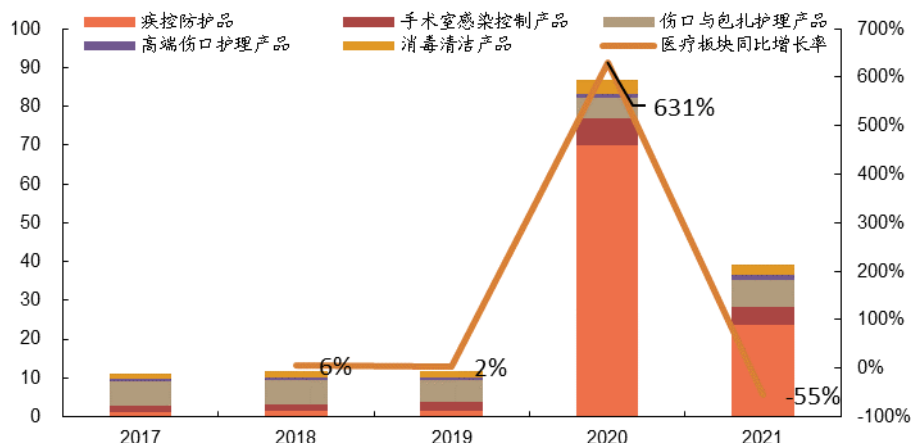


资料来源：wind，稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

3.3.1 疾控防护品：疫情期间对业绩的拉升并非昙花一现

公司产品品质好，取得国际资质。在防护产品方面，公司用全棉水刺无纺布替代口罩、防护服、手术衣、隔离衣化纤面料，创新型产品既达到感染防控标准又更透气、舒适和环保。防护服产品通过了欧盟的 Type5 和 Type6 的 CE 认证。公司的 N95 口罩和防护服品质好、信誉高，是政府防控指挥部定点储备单位，也是今年以来发生的广州、深圳、南京等地疫情的主要物资供应厂家。此外，因公司产品质量受到市场广泛认可，东京奥运会及北京冬奥会期间众多运动员佩戴公司防护产品。

疾控防护用品收入受疫情刺激带动医疗板块营收跳涨。2020 年疫情爆发以来，疾控防护用品收入大幅上升，占比医疗板块业务总收入 81%，拉动整个医疗板块业务收入同比增长 631%。尽管 2021 年疾控防护用品收入较 2020 下降，但仍拉动整个板块业务收入较疫情前的 2019 年增加 230%。

图15：2017-2021年稳健医疗医疗板块细分产品营收（亿元）及同比增长率


资料来源：wind，申港证券研究所

短期内防疫用品需求仍在，长期看好龙头企业在疫情催化下提升的品牌影响力。尽管国内在出行等方面的防疫政策放开，但人们的防疫意识还在，口罩短期内仍是生活中必不可少的消费品。且参考国际上优先在防疫政策上放开的国家，疫情仍反复，口罩需求也会跟随着每一轮疫情的变化波动。疫情下，国内企业的防护用品生产量被激发，大量出口海外，提升国际业务占比，同时也促进了部分企业的出口转内销，提升了品牌影响力。长期来看，疫情期间龙头企业受益于自家优质防护用品而提升了品牌影响力，有助于拓展国内外客户及其他类产品的营销。

3.3.2 手术室感染控制产品：一次性、组合包趋势 发展空间极大

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国内市场规模预计将于 2026 年达到 36.88 亿美元，年均复合增长率 4.9%。

- ◆ **手术感控产品向提供整体解决方案的手术包组合方向发展。**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 10.2%。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。
- ◆ **一次性手术感染控制产品降低交叉感染风险。**相较于重复使用型产品，一次性手术感染控制产品能够显著降低 60% 的交叉感染风险（Coherent 机构报告），且脱絮率低、更具便利性、舒适度较高、吸水性较强。2017 年 1 月，工业和信息化部、国家发展和改革委员会联合发布《产业用纺织品行业“十三五”发展指导意见》推动将一次性医用纺织品纳入医保目录，进一步提高一次性医用纺织品应用比例，将促进一次性手术室感染控制产品市场进一步扩大。

公司致力于成为一站式解决方案供应商。公司致力于从单品销售转变为向客户提供综合解决方案，感染防护等系列产品可提供涵盖心脑血管、泌尿、生殖、五官、四肢等多个科室的数十种外科手术包，有效提高临床使用效率、降低感染风险。目前公司已有多项一次性手术包产品已获注册证或处于注册申请阶段。

表9：稳健医疗一次性手术感控组合产品

产品名称	临床用途	注册情况
一次性使用无菌护理包	供医疗单位作日常护理一次性使用。	已获得注册证
一次性使用产包	供医疗部门作产妇产分娩或终止妊娠人工流产时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用无菌手术包	供医疗单位各相应的科室手术时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用拆线包	供医疗单位对病人拆线时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用胃管包	供医疗单位对胃肠减压，液体或流质营养的输入、排（吸）液时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用剖腹产包	供医疗单位作产妇产临床剖腹分娩时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用介入包	供医疗单位做临床介入手术时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用医用检查包	用于在医疗单位中日常检查。	已获得注册证
一次性使用无菌口腔包	供医疗单位口腔科对人体口腔做临床检查和护理时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用口腔器械盒	供医疗单位口腔科对人体口腔作临床检查及治疗时一次性使用。	已获得注册证
一次性使用床上护理包	病床或检查床上用的卫生护理用品。	已获得注册证
一次性使用中心静脉置管穿刺护理包	供医疗机构护理部门经外周静脉置入中心静脉导管穿刺护理使用。	处于注册申请中
一次性使用无菌导尿包	供医疗部门对患者实施导尿时一次性使用。	处于注册申请中

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

参考北美渗透率，我国一次性手术包有 3 倍成长空间。北美手术次数多，其是全球最大手术包消费地区之一，销量占全球的 33.67%。同时手术包的渗透率很高，达到了 88-90%，我国较之有很大的提升空间。随着老龄化及经济水平提升，我国手术人次不断增长，根据《2021-2026 年中国手术感控产品行业细分市场需求及开拓机会研究报告》显示，若根据北美渗透率计算，我国一次性手术包市场规模仍有近 3 倍增长空间。

稳健医疗、振德医疗是国内主要的组合包厂商。在生产方面，目前一次性手术包生产企业多数位于国外，主要厂商有 Cardinal Health、3M、BD 等，国内厂商主要是稳健医疗和振德医疗，两家均针对不同的医疗治理手术有专门的手术包。

表10：竞争企业组合包产品对比

公司名称	组合包产品
振德医疗	一次性使用介入手术包
	一次性采血护理包
	一次性穿刺护理包
	经外周静脉置入中心静脉导管穿刺护理包
	儿童经外周静脉置入中心静脉导管穿刺护理包
	新生儿经外周静脉置入中心静脉导管穿刺护理包
	一次性种植牙手术护理包
	一次性使用中心静脉置管护理套件
	一次性使用经外周静脉置入中心静脉导管维护包
	一次性中心静脉置管换药包
奥美医疗	医用组合包（根据需要由各种药棉、纱布等相关敷料和器械组合而成，适用于各类治疗或护理过程）

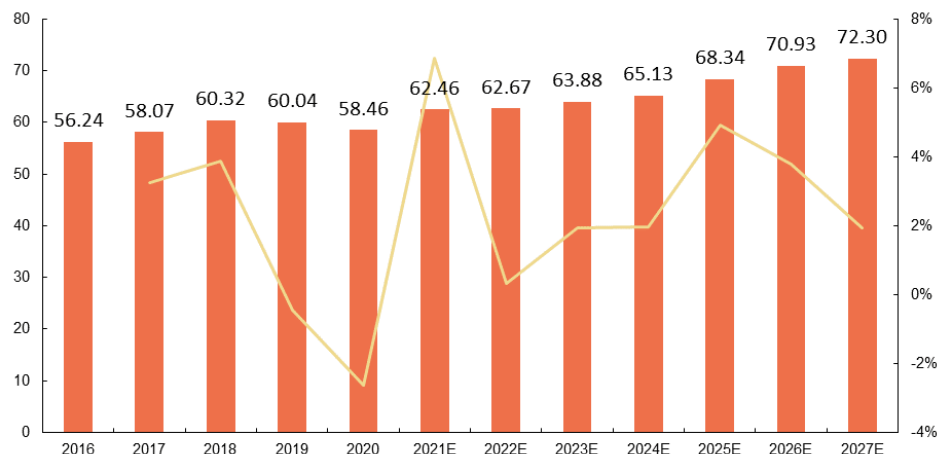
资料来源：振德医疗 2021 年年报，奥美医疗 2021 年年报，申港证券研究所

3.3.3 高端伤口敷料：并购隆泰医疗成为细分赛道龙头

从全球趋势来看，多功能、新材质、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切。高端伤口敷料相比于传统伤口敷料，能够控制渗出液体且透气性更好，具有不粘连伤口、不破坏新生组织、避免细菌感染的特点。代表产品有水凝胶敷料、水胶体敷料、透明薄膜敷料、泡沫敷料、藻酸盐敷料等。根据 QYResearch 整理研究，2020 年，全球高端伤口敷料市场规模达到了 58.46 亿美元，预计 2027 年将达到

72.30 亿美元。

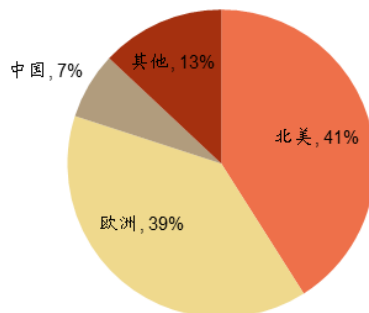
图16：全球高端伤口敷料市场规模（亿美元）及增长率



资料来源：QYResearch《全球与中国高级伤口敷料市场现状及未来发展趋势（简版）》，申港证券研究所

高端伤口敷料消费及生产主要集中于欧美发达国家。目前，北美是最大的高端伤口敷料市场，占有 41% 的市场份额，其次是欧洲市场占比 39%，我国市场占比仅 7%。高端伤口敷料行业技术门槛较高，小企业难以入局，目前主要厂商也位于欧美国家，核心厂商包括 3M、Smith&Nephew 等，前五大厂商约占有全球 47% 的份额。

图17：全球高端敷料市场占比



资料来源：QYResearch《高级伤口敷料行业研究及十四五规划分析报告》，申港证券研究所

中国在高端医用敷料行业有较大成长空间。

- ◆ 需求提升：老年人口增加、对高端伤口敷料的认识提高、道路事故和烧伤病例数量的增加以及糖尿病伤口的高发率和慢性感染。
- ◆ 能力提升：经过多年建设，国内产品品质达到世界较高水准，获得国际市场认可。
- ◆ 政策支持：相关政府部门和机构陆续出台政策扶持，未来有较大的国产替代空间，中国市场集中度将得到提升。

公司重视研发高端伤口敷料相关产品。公司现已推出硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫、疤痕贴等具有代表性的高端敷料产品，主要应用于糖尿病、大面积

烧伤、创伤等慢性伤口愈合场景。2022 年 1 月，公司拍得位于龙华区观澜街道、用地面积近 1.5 万平方米的工业用地，用于医用生物、高端医用敷料、医疗感控防护产品的科研创新与产业化生产。

表11：稳健医疗高端伤口敷料产品

产品名称	功能	注册情况
硅凝胶敷贴	供体表渗出性伤口敷贴用	已获得注册证
藻酸盐敷料	用于治疗清洁及清创处理后的创面，有利于创面部位的愈合（仅适用于真皮浅层及其以上的浅表性创面）	已获得注册证
水胶体敷料	通过水溶性高分子颗粒吸收创面渗出液，用于非慢性创面的覆盖和护理	已获得注册证
硅凝胶疤痕贴	用于辅助改善皮肤病理性疤痕，辅助预防皮肤病理性疤痕的形成，不用于未愈合的伤口	注册申请中
接触性创面敷贴	用于非慢性创面（如浅表性创面、手术后缝合创面、机械创伤、小创口、擦伤、切割伤创面、穿刺器械的穿刺部位、I度或浅II度的烧烫伤创面、婴儿肚脐口创口、激光/光子/果酸换肤/微整形术后创面）的护理，为创面愈合提供微环境。	注册申请中

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

公司通过收购隆泰医疗打造高端伤口敷料行业龙头。隆泰医疗是一家以高端伤口敷料 OEM 出口为主的企业。隆泰医疗主要研发、生产及销售的产品包括硅胶泡沫、水胶体、硅凝胶、水凝胶、薄膜敷贴及造口等。隆泰医疗目前以出口外销为主，已在国际市场建立了较为完善的销售体系和渠道网络，产品销往美洲、欧洲等多个国家和地区，与众多国际知名医疗器械品牌商建立了稳定的合作关系。同时，隆泰医疗也积极拓展国内市场，分为自有品牌 Innomed 销售和国内 OEM 生产。

- ◆ 截至 2021 年底，公司高端伤口敷料二、三类产品注册证书的数量分别为 12 个和 1 个，隆泰医疗分别为 10 个和 4 个。
- ◆ 2022H1，公司高端伤口敷料业务营收同比增长 266.82%，隆泰医疗贡献约 6700 万的销售额，不含隆泰医疗仍增长约 113%。

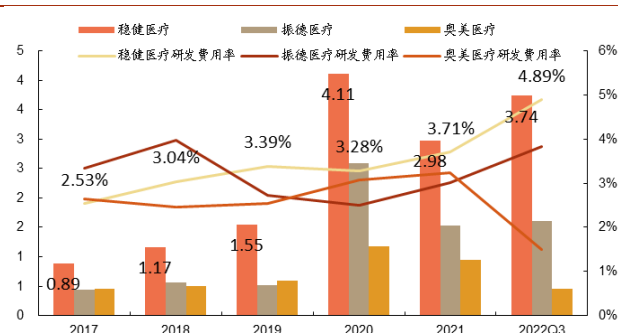
同业比较，公司专利数量多，研发费用率较高。截至 2021 年末，三家可比公司中稳健医疗拥有专利项目数量最多，境内拥有发明专利 45 项、实用新型专利 518 项、外观设计专利 301 项。公司研发费用为三家企业中最多，2021 年研发费用达 2.98 亿元，2017-2021 年复合增长率达 27.5%，2019 年起公司的研发费用率一直处于三家最高水平，22Q3 稳健医疗研发费用率为 4.89%。

图18：三家企业专利对比

稳健医疗	截至2021年末，在境内取得发明专利45项、实用新型专利518项、外观设计专利301项；在境外取得发明专利56项、实用新型专利6项
振德医疗	截至2021年末，拥有 51 项发明专利和 486 项实用新型专利，拥有 93 项国家二类医疗器械注册证和 9 项三类医疗器械注册证
奥美医疗	截至2021年末，共拥有218项专利，软件著作权8项

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，振德医疗 2021 年年报，奥美医疗 2021 年年报，申港证券研究所

图19：三家企业研发费用（亿元）及研发费用率对比



资料来源：wind，申港证券研究所

3.4 产能充足 生产管理体系高效

公司旗下有七个全资生产子公司，产业链完整，产能充足。宜昌稳健是坯布的主

要生产基地；崇阳稳健主要生产感染防护产品，包括一次性手术组合包、防护服、各类棉球、棉片；嘉鱼稳健生产以全棉为基材的清洁、消毒、美妆、护理四大类别产品；荆门稳健生产纱布类产品，包括纱布类有纺服装等；黄冈稳健主要生产全棉水刺无纺布、棉柔巾、卫生巾和口罩；天门稳健生产全棉水刺无纺布、棉柔巾、医用敷料等产品；武汉稳健生产全棉水刺无纺布和全棉时代产品。

图20：稳健医疗七家全资生产子公司

宜昌 稳健	崇阳 稳健	嘉鱼 稳健	荆门 稳健	黄冈 稳健	天门 稳健	武汉 稳健
29亩 主营医用 纱布的生 产及销售 年产各种 规格坯布 5000万米	210亩 稳健手术包 生产主力军 2020新冠疫 情国家重点 防控物资生 产企业(医 用防护服、 医用隔离衣)	140亩 稳健医疗 和全棉时 代产品的 主要生产 基地 对接国内 国外市场	100亩 年加工一 亿米宽幅 脱脂漂白 布及染色 医用纱布	825亩 稳健口罩 生产的主 力军 拥有12项 发明专利	225亩 稳健医 疗国内 贸易医 用纱布 类生产 基地	700亩 主营全 棉水刺 无纺布、 全棉时 代产品 的生产 及灭菌

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

公司拥有高效生产管理体系，医用耗材平均产能利用率达 **80.2%**。公司生产管理体系实现标准化、可视化、自动化、及时化，公司开发的柔耳口罩设备，真正实现了高速设备的无人化口罩成品生产；棉签、棉球、棉片、化妆棉、组合包、洞巾等产品初步实现设备代替人工，为快速的生产供应提供了强有力支持。

表12：稳健医疗 2021 年产能情况

产品类别	产能	产量	产能利用率
纱布类(吨)	9486.75	6690.29	70.52%
棉类(吨)	2745.6	2197.4	80.03%
口罩(万片)	467322	366435	78.41%
防护服(万件)	1386	1367.08	98.63%
手术衣(万件)	1850	1764	95.35%
组合包(万包)	4452	3802	85.40%
全棉水刺无纺布(吨)	48018.43	25602.88	53.32%

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

布局智慧工厂提高生产效率。公司参考顶尖咨询公司方案，打造低碳、敏捷的产业链生态协同和集团统一管控的平台，帮助公司快速、大幅度地降低制造成本，走在行业前列。目前数字化管理系统项目已投入 **4,691.43** 万元。

表13：可比公司数字化生产对比

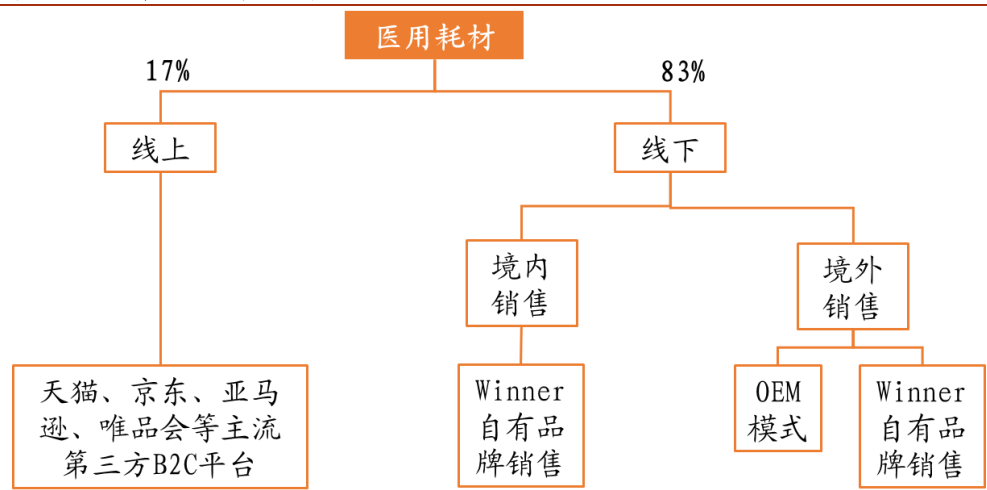
公司名称	智慧工厂布局
稳健医疗	公司开发柔耳口罩设备已经实现高速设备的无人化口罩成品生产；棉柔巾、湿巾等产品基本实现全线自动化生产；棉签、棉球、棉片、化妆棉、组合包、洞巾等产品初步实现设备代替人工；已完成 SAP ERP 升级重塑上线工作，工厂 ERP 系统足够敏捷；数字化管理系统项目已投入 4,691.43 万元
振德医疗	在许昌基地关键车间逐步推广 MES 系统的建设，完成自动化仓库 WMS 二期和三期建设，完成 SRM 系统的建设，推进生产、采购的数字化、智能化升级
奥美医疗	与德国莱芬合作升级现有产线

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，振德医疗 2021 年年报，奥美医疗 2021 年年报，申港证券研究所

3.5 医疗板块线下渠道为主 线上逐渐发力

公司医疗板块以线下渠道收入为主。2021 年公司医疗板块中线下渠道收入占医疗板块总营收 83%，线上渠道收入占比 17%。医疗板块线上渠道包括天猫、京东、亚马逊、唯品会等主流第三方 B2C 平台，线下包括境内外自有品牌销售和境外 OEM 代工业务。

图21：2021 年公司医疗板块渠道结构



资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

公司医疗板块实现线上线下渠道共同发力。

- ◆ 公司国内医疗业务医院市场经销商已覆盖全国四千多家医院；零售药店市场的经销商已覆盖全国十四万家零售药店；国外医疗业务的客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等上百余个国家和地区。2022 年前三季度，医院渠道实现主营业务收入同比增长 163.3%。
- ◆ 线上渠道因手套、口鼻腔、清洁消毒、高端敷料等产品大幅增长，2022H1 实现营收 4.6 亿元，同比增长 30.86%。截至 2022 年 9 月 30 日，医疗电商粉丝近 1200 万，同比增长 26.3%。

表14：公司医疗板块渠道介绍

渠道形式		渠道情况
线下	医院	覆盖全国 30 多个省（市、自治区）的四千多家医院
	药店	覆盖全国 20 多个省（市、自治区）的十四万家零售药店
	国外客户和经销商	覆盖欧洲、日本、美国等上百余个国家和地区，其中 OEM 医用敷料主要销往欧洲、日本和美国等发达国家和地区，自有“winner”品牌产品主要销往亚非拉等发展中国家及地区
线上	第三方电商平台	包括天猫、京东、亚马逊、唯品会在内的主流第三方电商平台

资料来源：稳健医疗 2022 年半年度报告，申港证券研究所

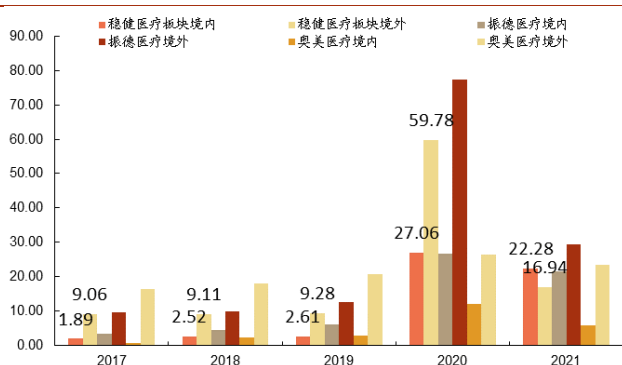
国内医院为公司医疗板块线下主要创收渠道。2022 年上半年国内点状疫情的背景下，公司国内医院渠道得以扩张，2022 年上半年国内医院实现营收 15.9 亿元，同比增长 167.11%，占比 49.33%。另外，企事业单位和政府部门采购防护用品数量增加导致国内直销渠道快速增长。

表15: 2022H1 医疗板块主要渠道收入情况

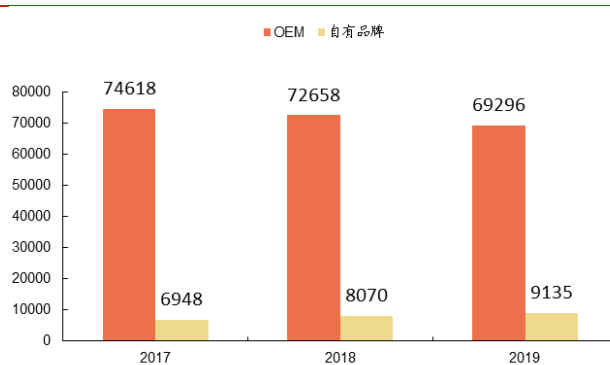
	收入 (亿元)	占比	同比
国内医院	15.95	49.33%	167.11%
国内药店	2.5	7.73%	17.79%
电子商务	4.62	14.29%	30.86%
国内直销	2.21	6.84%	280.77%
国外销售	7.05	21.81%	-29.79%
小计	32.33	100%	45.30%

资料来源: 稳健医疗 2022 年半年度报告, 申港证券研究所

医疗板块历史收入主要来源于境外, 境外收入以 **OEM 业务** 为主。三家可比公司为国外企业代工的 OEM 业务起家, 稳居医用敷料出口前三, 医用耗材境外收入一直超过境内。2021 年由于境外原材料及产品价格回归常态, 稳健医疗境内收入超过境外。

图22: 三家企业医疗业务境内外营收 (亿元)


资料来源: wind, 申港证券研究所

图23: 稳健医疗境外收入来源对比 (亿元)


资料来源: 稳健医疗招股说明书, 申港证券研究所

境外客户稳定, 营销网络覆盖全球。公司与部分国外稳定客户已保持长达十余年的稳定合作关系。公司医疗板块已构建覆盖全球的营销网络, 医用敷料销售至全球 70 余个国家和地区。在香港地区, “winner”品牌产品已覆盖全港全部公立和大部分私立医院。

表16: 2019 年公司医用敷料前五大客户

境外客户名称	客户公司简介	销售金额 (亿元)	占比 医用敷料
日本酒井医疗	最先向医疗第一线提供物理疗法器械、理学疗法器械, 以及康复器械等	1.06	8.91%
瑞典墨尼克	1849 年成立于瑞典, 世界知名医疗解决方案公司, 旗下有美皮护、美皮康、美舒等品牌, 产品有伤口护理敷料、一次性手术巾、手术手套、绷带等	1.03	8.69%
Richardson Health care Ltd.	主要产品包括手术垫	0.69	5.80%
德国罗曼	主要产品包括棉签、石膏、绷带、医用敷料、纤维素敷料、手术布等医疗产品	0.47	3.95%
AESCUAPCHIFASP.ZO.O	主营药品和医疗用品批发	0.42	3.52%

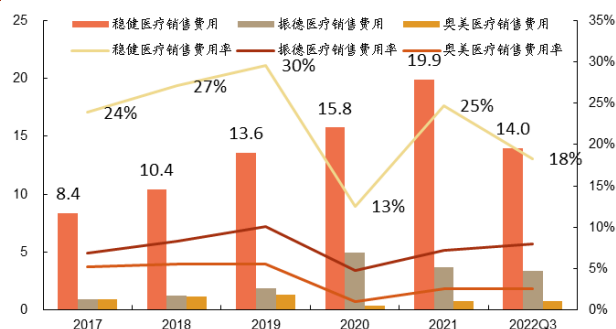
资料来源: 稳健医疗招股说明书, 买购网, Richardson Healthcare Ltd. 官网, EMIS, 申港证券研究所

3.6 注重品牌建设 多方位提升影响力

公司注重营销, 医疗领域产品注重提升社会影响力。三家可比企业中, 公司消费品业务占比最高, 公司总销售费用及销售费用率也最高。2022 年公司品牌建设及市场营销方式主要有:

- ◆ 受邀参与央视《对话》栏目、凤凰网《首席访谈》栏目等，讲述稳健医疗作为民族企业为社会创造价值的品牌故事。
- ◆ 联合《中国妇女报》与知名演员刘敏涛，发布《我的斜杠妈妈》公益主题片。
- ◆ 在品牌跨界方面，和卡姿兰、元气森林进行异业合作，扩大稳健医疗在“Z世代”和社交媒体平台的关注度。
- ◆ 药店连锁方面，高考之际联合全国药店在各地展开超过70场“Winner考生加油站”线下活动。
- ◆ 在专业学术领域，在5·12护士节举办关爱白衣天使公益活动，覆盖全国50余家医院，进一步加强与国内头部医院的交流合作。
- ◆ 针对C端用户，进行了“戴好口罩，就稳健了”主题电梯广告投放，重点城市曝光量超过2900万人。
- ◆ 与知名医院联合建立“稳健学院伤口培训基地”，提升医护人员伤口护理水平。

图24：三家企业销售费用（亿元）及销售费用率对比



资料来源：wind，申港证券研究所

图25：稳健医疗发布《我的斜杠妈妈》公益主题片



资料来源：凤凰网山东，申港证券研究所

4. 消费板块：以棉为核心 高品质支撑高口碑

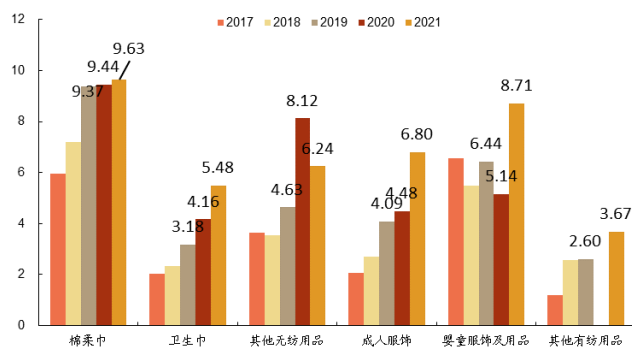
民族高品质消费品牌“全棉时代”以“医疗背景、全棉理念、品质基因”为核心竞争力。全棉时代旗下有无纺消费品和有纺消费品两个产品大类。其中无纺消费品包括棉柔巾、卫生巾、湿巾、和棉签、化妆棉、一次性内裤等其他无纺用品；有纺消费品包括成人服饰、婴童服饰、婴童用品和床上用品、卫浴用品（毛巾）等其他有纺用品。

图26：2021 年全棉时代旗下产品收入结构

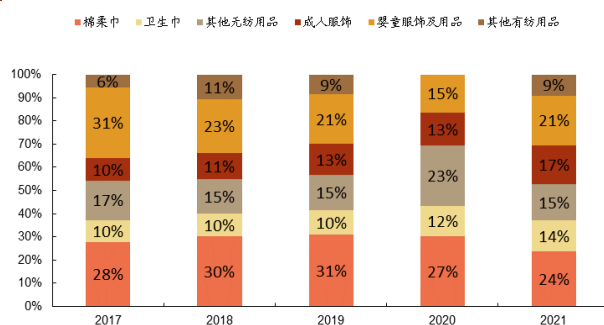


资料来源：wind，稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

棉柔巾营收占比高，婴童服饰及用品在有纺消费品中占比较高。棉柔巾营收占消费板块营收最高且保持增长，2017-2021 年复合增长率达 6%，2021 年营收达 9.63 亿元，占比消费板块总营收 24%。2021 年营收占比第二大的是婴童服饰及用品，占比消费板块总营收 21.48%。卫生巾、成人服饰两类产品营收近年来持续上涨，占比稳步增加。

图27：2017-2021 年公司消费板块各产品收入（亿元）


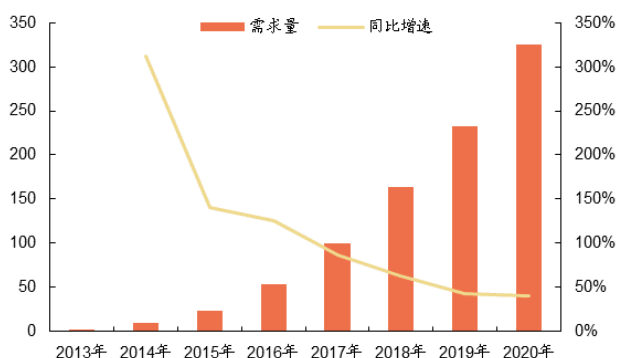
资料来源：wind，申港证券研究所

图28：2017-2021 年公司消费板块收入结构


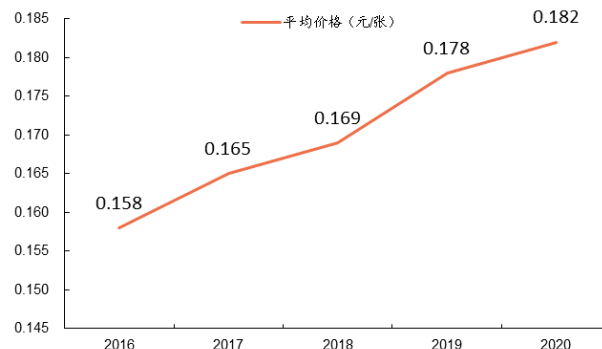
资料来源：wind，申港证券研究所

4.1 全棉时代作为第一起草单位主导制定《柔巾》的国家标准

需求持续增大，渗透率空间大，单价持续成长。纯棉柔巾因其更具环保性、不易致敏，可形成对传统纸品、毛巾的替代，市场渗透率不断提高，根据华经产业研究院数据，棉柔巾渗透率从 2017 年的 0.7% 上涨至 2019 年的 6.8%，但仍有较大空间。基于产品属性、生产效率、环保等优势，婴儿、产妇、敏感肌肤者和美妆护肤频率高的人群更愿意为高质量付出高价格，因此棉柔巾市场需求量快速增长。根据前瞻产业研究院数据，2013 年我国棉柔巾市场需求量仅为 2.4 亿张，2020 年中国棉柔巾市场需求量为 325 亿张，同比上涨 39.72%，年均复合增长速度为 101.62%，处于高速增长阶段。与此同时，2016-2020 年国内棉柔巾市场均价稳定上涨，2020 年均价 0.182 元/张。

图29：2013-2020 年中国棉柔巾市场需求量（亿张）


资料来源：前瞻产业研究院，申港证券研究所

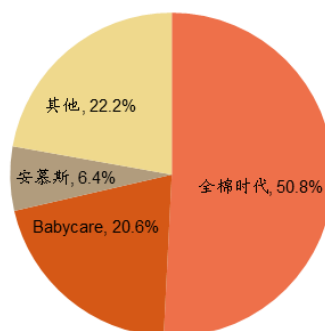
图30：2016-2020 年中国棉柔巾市场平均价格走势（元/张）


资料来源：观研天下，申港证券研究所

绝对龙头地位，全棉时代作为第一起草单位参与制定柔巾国家标准。由于棉柔巾行业具备自主研发能力的企业较少，多为贴牌生产，故虽品牌众多，但行业集中度较高。2020 年全棉时代销售额占比达到 50.8%，拥有绝对龙头地位；第二市占率企业是 Babycare，占比 20.6%；第三位为安慕斯，市场份额占比 6.4%。公司首创的纯棉柔巾开创一个新品类，2021 年全棉时代作为第一起草单位参与制定柔巾

国家标准。全棉时代依靠其先进独特的全棉水刺无纺布技术优势脱颖而出，其产品以柔韧不掉絮、高性价比的优点占据更多市场。

图31：2020 年我国棉柔巾品牌市场份额占比



资料来源：观研报告网《2022 年中国棉柔巾市场分析报告-市场营销环境与发展规划趋势》，申港证券研究所

全棉时代依托其高品质获得口碑。根据魔镜市场数据，相对于市场上其他竞品，全棉时代棉柔巾市占率稳居第一，单价较高，凭借其平纹工艺和纯棉材质的高品质产品提高品牌影响力。全棉时代棉柔巾的高品质广受消费者青睐，在消费者评价中，“柔软”、“舒服”、“全棉”、“厚实”、“回购”等热词频频出现。

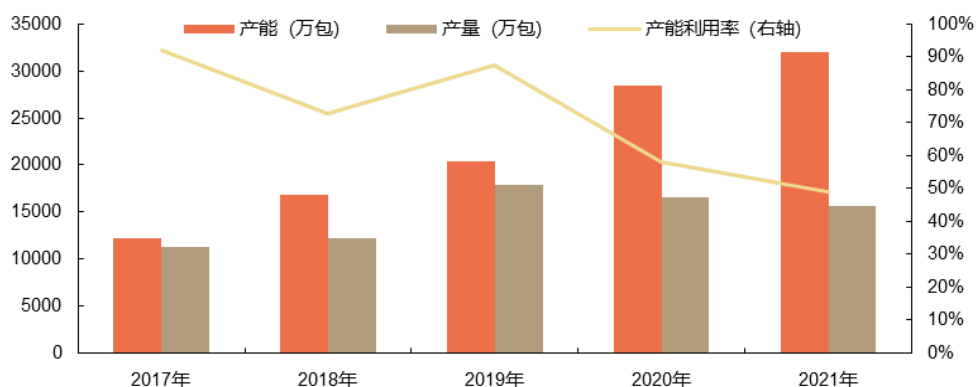
表17：2021 年棉柔巾线上 TOP5 品牌对比

品牌	线上市占率	热销商品	关键词	价格
全棉时代	14.52%	家用平纹洁面巾	平纹工艺、纯棉材质	22.9 元/70 抽
Babycare	4.61%	Babycare 小熊棉柔巾	加厚 50%，双面纹路	19.9 元/80 抽
DAMAH	4.46%	黑魔法抽取式洗脸巾	3D 天华锦纹，轻柔按摩	28 元/100 抽
健美创研	4.16%	一次性洗脸巾/棉柔巾	极致性价比	15.8 元/300 抽
KUB/可优比	3.28%	干湿两用婴儿棉柔巾	加厚，加大尺寸，干湿两用，棉柔亲肤	29.9 元/300 抽

资料来源：魔镜市场情报、淘宝商品旗舰店、申港证券研究所

公司持续布局棉柔巾生产线。公司依赖于全棉水刺无纺布自产的全产业链布局，不断新增棉柔巾生产线，导致产能利用率有所下降。公司棉柔巾产能从 2017 年起稳步上升，2021 年产能 3.2 亿包，同比增长 12.88%，年复合增长率 27.31%。

图32：2017-2021 年全棉时代棉柔巾产能与产量变化

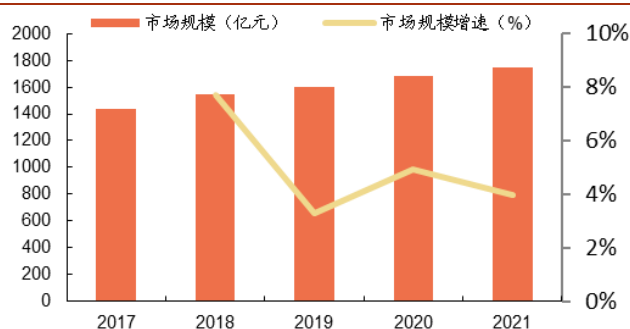


资料来源：公司 2021 年报、公司招股说明书、申港证券研究所

4.2 卫生中高端化 老龄化趋势下成人失禁用品成长确定

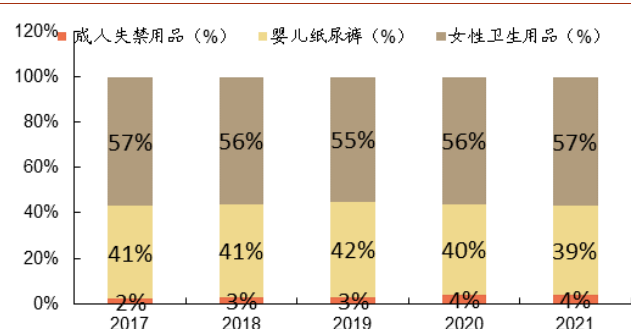
国内吸收性卫生用品市场达千亿规模，持续稳步增长。吸收性卫生用品主要包括女性卫生用品、婴儿卫生用品与成人失禁用品。国内吸收性卫生用品市场规模整体呈现稳步增长态势。2021 年中国吸收性卫生用品规模达 1745.8 亿，同比增速达 4%，2017-2021 年间 CAGR 为 4.97%，市场呈稳定增长趋势。从市场结构看，2021 年女性卫生用品高达 57%，婴儿纸尿裤达 39%，成人失禁用品达到 4%，市场结构相对稳定。

图33：2017-2021 中国吸收性卫生用品市场规模



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

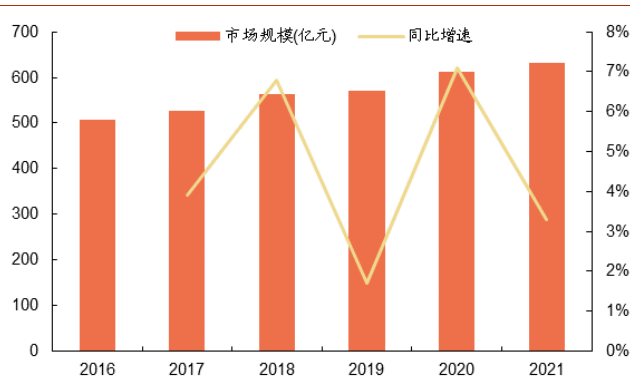
图34：中国吸收性卫生用品市场结构分布



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

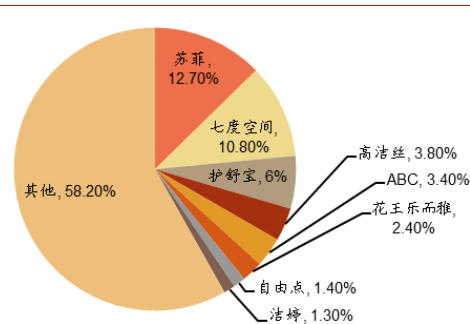
我国女性卫生用品市场规模稳定增长，行业集中度低，市场竞争激烈。中国女性卫生用品市场规模由 2016 年的 508 亿元增长至 2021 年的 633 亿元，复合年均增长率为 4.5%，2021 年同比增速达 3.3%。从竞争格局来看，2020 年卫生巾市场份额前三品牌为苏菲、七度空间、护舒宝，市场份额占比分别为 12.70%、10.80%、6%，卫生巾市场 CR5 为 34.8%，市场集中度较低，竞争激烈，全棉时代旗下奈丝公主有较大成长空间。

图35：国内女性卫生用品市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，申港证券研究所

图36：2020 年女性卫生巾领先品牌市占率



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

注重产品品质，打造国内高端卫生巾。随着中国女性健康护理意识和消费能力不断提升，消费者越发重视产品品质，注重功能性、材料安全性、产品体验感，中高端卫生巾消费比例将持续提升。从单价对比来看，奈丝公主低于国际品牌，高于国内其他品牌，显示出公司做高端化产品，顺应未来发展趋势。

- ◆ 全棉时代首创 100%全棉芯专利，开创性地使用全棉来代替木浆芯体，奈丝公主也是市面上唯一一家表层、隔边、护翼均为全棉的卫生巾，且不含荧光增白剂。

- ◆ 主要原材料棉花均采用全球优质棉花，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。通过医疗级的质量管控，在产品安全性、环保性等方面具有保障。

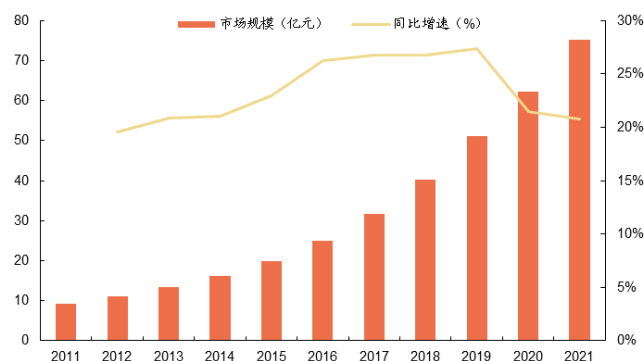
表18：全棉时代及其竞品卫生巾产品对比

品牌	热销产品	表层材质	月销量	单价/片	品牌市占率
奈丝公主（稳健医疗）		全棉材质	1000+	1.33 元	0.50%
苏菲（尤妮佳）		品质原棉	10000+	1.39 元	12.70%
七度空间（恒安集团）		棉柔材质	4000+	0.75 元	10.80%
护舒宝（宝洁公司）		绵柔材质	10000+	2.52 元	6%
ABC（景兴公司）		棉柔材质	2000+	1 元	3.40%
花王乐而雅（花王集团）		棉柔材质	200+	1.86 元	2.40%

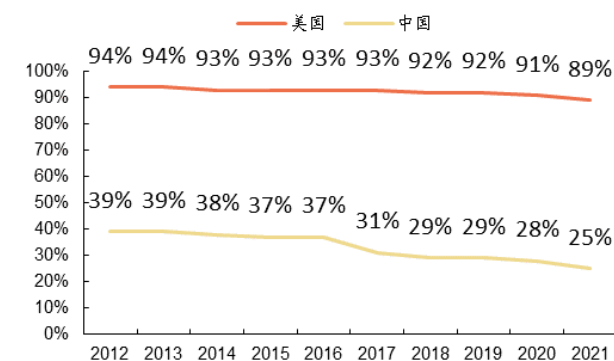
资料来源：奈丝公主天猫官方旗舰店，苏菲天猫官方旗舰店，七度空间天猫官方旗舰店，护舒宝天猫官方旗舰店，ABC 天猫官方旗舰店，花王天猫官方旗舰店，申港证券研究所

中国成人失禁用品市场高速发展。由于中国成人失禁用品整体发展晚于女性卫生巾和婴儿纸尿裤市场，尚处于导入期，故尚处于高速发展阶段。2021 年成人失禁用品市场规模达 75.1 亿元，较上年同比增长 20.7%，近五年复合增长率 24.6%。

中国成人失禁用品市场行业集中度较低。根据华经产业研究院数据，北美失禁患者人均每年使用成人失禁用品数量为 460 个，西欧为 351 个，亚洲仅为 62 个，结合亚洲人口密度看市场渗透率有较大提升空间。成人失禁产品未来市场广阔，且与美国成人失禁用品的 CR5 数据相比，中国 CR5 数据仅为美国的 1/3，市场集中度较低，发展空间广阔。

图37：2011-2021 中国成人失禁用品市场规模及增速（亿元）


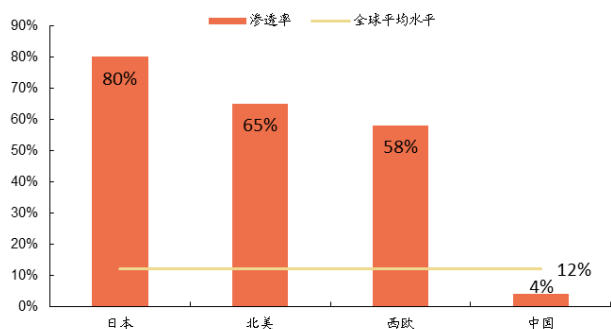
资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

图38：2012-2021 年中美成人失禁用品市场 CR5 对比 (%)


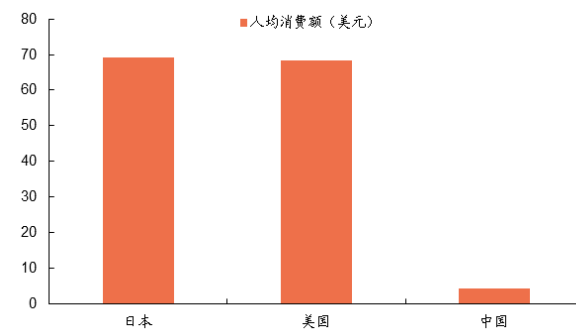
资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

国内成人失禁用品市场渗透率有望持续提升。2020 年，我国老人成人失禁用品人均消费额 4.3 美元，日本人均 69.1 美元，美国 68.4 美元，我国较发达国家差距甚远。目前，我国成人失禁用品渗透率为 4%，低于全球平均水平 12%，日本渗透率

80%，美国渗透率 65%，西欧渗透率 58%，我国成人失禁用品渗透率上升空间巨大。随着人均预期寿命增长、老年人口数量增加、人均可支配收入增加以及卫生和健康意识增强等多重因素，中国成人失禁用品市场将快速成长。

图39：全球成人失禁用品市场渗透率对比 (%)


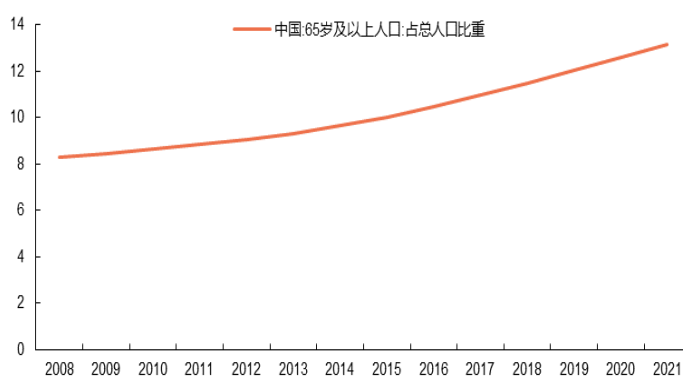
资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

图40：2020 年各国老人人均成人失禁用品消费额 (美元)


资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

成人失禁用品是指为成年人设计的解决失禁问题，能有效降低成人失禁后护理度的吸收性卫生用品。成人拉拉裤、成人纸尿裤、护理垫等产品都属于成人失禁用品范畴。成人失禁用品消费人群覆盖年龄段广，老年失禁者为主要目标消费群体。消费群体为长期卧床、术后、行动不便的失禁者，产褥期和经期女性及特殊情况无法如厕者，其中老年失禁者为主要目标消费群体。

老龄化趋势加重，成人失禁用品需求增长。从我国人口结构来看，据世界银行数据，2021 年我国 65 岁以上人口占比 13.15%。我国 65 岁及以上人口占总人口比重持续上升，未来预计进一步扩大。随着人口进一步老龄化，成人失禁用品市场需求进一步扩大。

图41：中国 65 岁及以上人口占总人口比重


资料来源：wind，申港证券研究所

稳健医疗推出“轻肤理”品牌，产品优势突出，市场竞争力强劲。轻肤理是稳健医疗旗下的成人失禁护理品牌。依托于稳健医疗品质基因，以用户为核心，首创地将失禁等级融入产品设计，划分失禁等级为轻度失禁、中度失禁、重度失禁用户，为客户提供专业的成人失禁护理产品以及失禁护理解决方案。

表19：“轻肤理”特色产品介绍

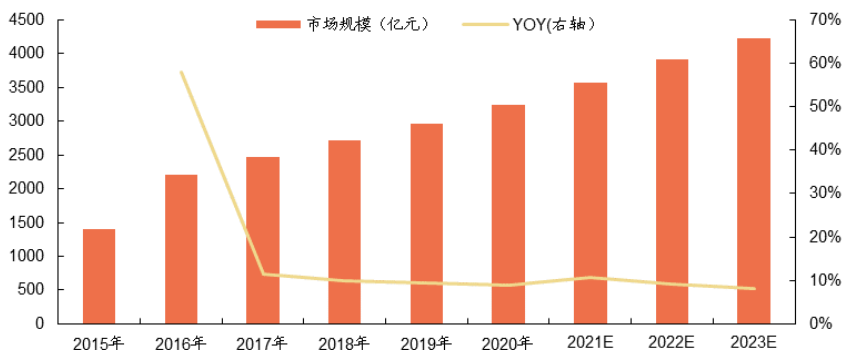
产品	产品定位	产品样式	产品特点	单价/片
成人拉拉裤	呵护轻度失禁成年群体		全棉面层，双层防侧漏	2.3
成人纸尿裤	呵护中重度失禁成年群体		全棉面层，双层防侧漏	3.8
护理垫	护理伴侣		全棉水刺布，无迁移荧光剂	2.4

资料来源：全棉时代天猫官方旗舰店，申港证券研究所

4.3 有纺消费品高品质切入万亿级母婴市场

婴童服饰市场规模持续增长。根据艾媒咨询发布的《2021 年中国母婴产业链研究及投资价值分析报告》显示，2020 年国内母婴市场规模已超过 40,000 亿元，预计到 2024 年市场规模将增至 75,460 亿元。其中，我国 2015-2020 年婴童服饰行业规模稳步增长，年复合增长率为 18.24%。2020 年，我国婴幼儿服装市场规模为 3235 亿元，同比增速 9%，预测 2023 年市场规模为 4225 亿元。随着 90 后及 00 后逐渐进入母婴消费市场，其消费观念及育儿风格的变化也为母婴行业带来了新的发展机遇，母婴市场向高质量、高安全性和精细化方向发展。

图42：2015-2023 年中国婴幼儿服装市场规模及预测

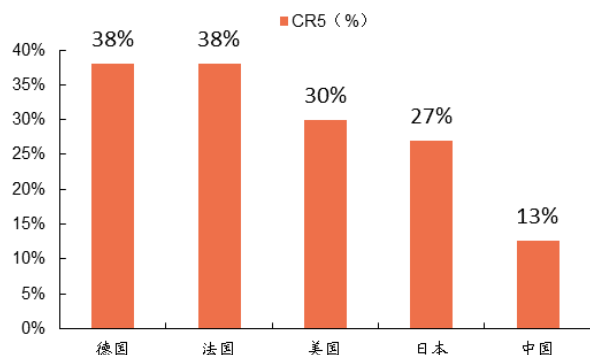


资料来源：艾媒数据中心，申港证券研究所

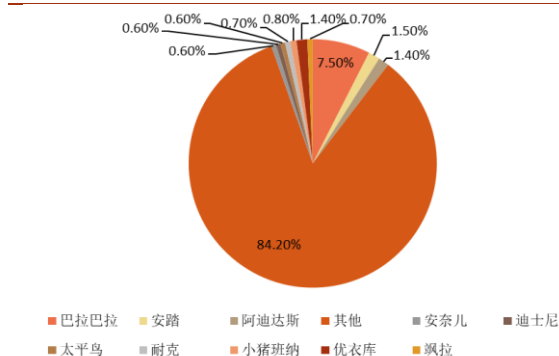
我国童装行业集中度较低。我国童装行业中的竞争企业众多，集中度相对较低。据华经产业研究院数据，和欧美国家相比，2020 年我国婴童服饰行业 CR5 仅 12.6%，远低于德国（38%）、法国（38%）、美国（30%）及日本（27%）。据前瞻产业研究院数据，2020 年我国童装行业市占率第一的巴拉巴拉仅占 7.5%，我国童装市场高度分散。

图43：2020 年各国童装行业 CR5 对比

图44：2020 年婴童服饰及用品行业竞争厂商市占率



资料来源：华经产业研究院、申港证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院、申港证券研究所

全棉时代凭借优质面料和相对合理价格获得消费者认可。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，已成为高质量棉制品民族品牌。根据搜狐网消费者反馈，全棉时代婴儿服饰主要特点在于其全棉材质，这确保了婴儿服饰的安全性和舒适性，对于对抗菌、舒适、亲肤等属性更加敏感的父母而言有较大吸引力。同时，全棉时代价格较为合理，其高品质支撑了其相对高价格，因而受到消费者广泛认可。疫情期婴童服饰收入正增长。

表20：全棉时代及其竞品婴童服饰产品对比

品牌	主营产品	主要特点	价格
优衣库		价格亲民，有纯棉、网眼、螺纹、摇粒绒多种材质，选择多样	50-150 元
全棉时代		颜色素净，面料好，价格适中	100-300 元
papa	婴童服饰（连体裤、连身衣、家居服等）	款式好看，价格适中	100-200 元
Mothercare		高端定位，价格偏贵，款式好看，纯棉材质	100-400 元
优贝宜		价格实惠，款式一般	50-100 元

资料来源：各品牌淘宝官方旗舰店、搜狐网、申港证券研究所

全棉时代婴童服饰毛利率高于竞品公司，疫情期间保持营收正增长。金发拉比主要产品为婴幼儿服饰棉品、婴童用品，安奈儿的主要产品为儿童服饰。全棉时代毛利率较高主要由于：

- ◆ 销售渠道方面，金发拉比和安奈儿的线下门店均有加盟和直营两种模式，加盟模式下对加盟商的销售均需产品折让。全棉时代主要销售渠道为电子商务直发和直营连锁店，无加盟模式，省去了诸多中间流通环节。
- ◆ 全棉时代品牌依托医疗专业背景，而婴童用品和婴童服饰消费者在购买时更加关注产品的质量，公司依托医疗背景，在产品灭菌、生产环节的质量把控等环节具备更加成熟的体系，因此相对同行业公司产品溢价更高。
- ◆ 生产模式方面，公司拥有棉纱、坯布等原材料生产线，以及部分婴童用品的加工生产线。因此相较外协采购比例较高的婴童用品可比公司，公司部分婴童用品实现了生产、销售的全产业链。
- ◆ 公司产品定位较为精准，目标消费群体为一二线城市的中高层次收入人群；而可比公司的品牌定位较为多元化，涵盖中高低端产品。

表21：稳健医疗的婴童服饰与竞品公司毛利率及疫情期间营收增速对比

公司名称	主要产品	毛利率					营收同比增速	
		2021	2020	2019	2018	2017	2021	2020
金发拉比	婴幼儿服饰及婴童用品	54.80%	54.09%	54.30%	51.46%	53.27%	-4.41%	-28.55%
安奈儿	儿童服饰	56.70%	56.09%	52.64%	55.25%	55.46%	-5.67%	-5.26%

		毛利率				营收同比增速	
全棉时代	婴童服饰	54.19%	54.98%	63.26%	65.27%	70.31%	38.77% 4.28%

资料来源：稳健医疗招股说明书，wind，申港证券研究所

公司注重研发，持续创新产品，提升用户使用感。

- ◆ 完成“零添加柔软 Q 弹纱布”的研发，赋予面料柔软润弹感，应用于全棉床品、纱布卫浴用品等，使生产加工过程更加节能环保、产品更加安全健康。
- ◆ 研发的“纯棉凉感抗菌面料”能够快速吸收热量，达到持久凉爽效果，并且具有 5A 级抗菌功效，应用于婴童及成人凉感 T 恤、裤子、凉席等产品。
- ◆ 为解决夏天人体出汗粘皮肤问题，开发出“全棉单向导湿面料”的儿童家居服和婴童用品，彻底解决儿童出汗后易着凉的痛点。
- ◆ 实现“黑科技液氨水光棉面料”，让 100%棉不仅柔软透气，也能具有真丝般的外观，抗皱且有弹性，比真丝更好打理，轻爽高质感，应用于成人家居服中，更有利于健康睡眠与舒适居家生活。

表22：2021 年稳健医疗有纺消费品研发成果

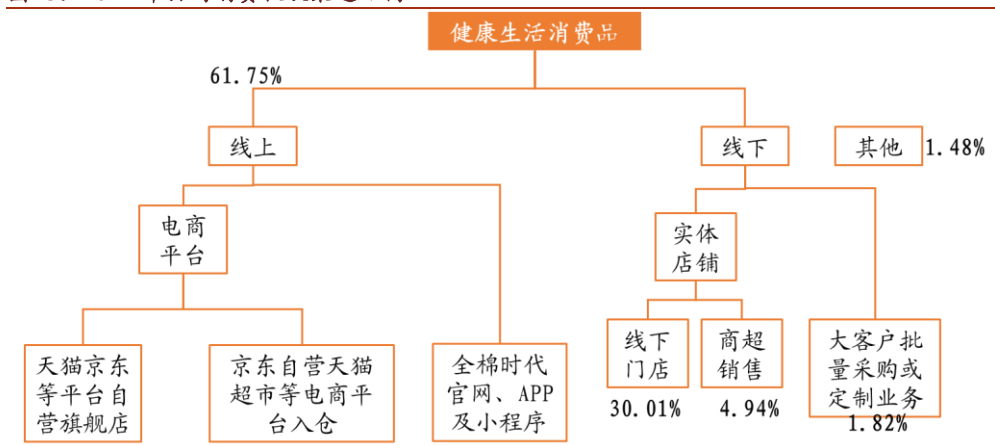
创新项目	应用产品	效果
零添加柔软 Q 弹纱布	全棉床品、纱布卫浴用品	赋予面料柔软润弹感，生产加工过程更加节能环保、产品更加安全健康
纯棉凉感抗菌面料	婴童及成人凉感 T 恤、裤子、凉席等	快速吸收热量，达到持久凉爽效果，并且具有 5A 级抗菌功效
全棉单向导湿面料	儿童家居服和婴童用品	解决儿童出汗后易着凉的痛点
黑科技液氨水光棉面料	成人家居服	让 100%棉不仅柔软透气，也能具有真丝般的外观，抗皱且有弹性，比真丝更好打理，轻爽高质感

资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所

4.4 消费板块线上为主 线上线下深度融合

2021 年公司消费板块以线上渠道收入为主。2021 年公司消费板块中线上渠道收入占消费板块总营收 61.75%，线下渠道以门店为主。

图45：2021 年公司消费板块渠道结构



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司消费板块实现线上线下渠道深度融合。公司消费板块的线上渠道包括第三方电商平台、全棉时代官方网站、APP 和小程序，以及与抖音、小红书等社交类新零售平台合作。线下渠道包括直营连锁门店和商超销售。

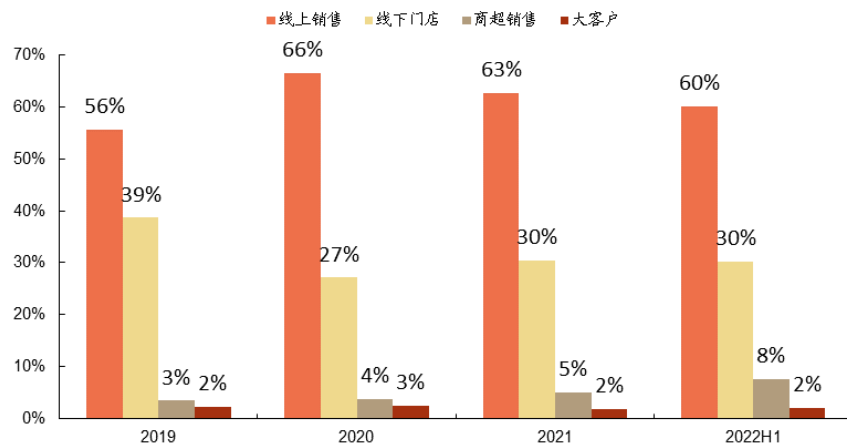
表23: 公司消费板块渠道介绍

渠道形式		渠道情况
线上	第三方电商平台	包括天猫、京东、亚马逊、唯品会在内的主流第三方电商平台
	全棉时代官方网站、APP 和小程序	截至 2022 年第三季度末, 全棉时代全域会员约 4200 万, 其中私域平台注册会员数量超 1900 万 (门店超 800 万, 官网和小程序超 1000 万)
	社交类新零售平台	与抖音、小红书等平台合作
线下	直营/加盟门店	截至 2022 年第三季度末, 门店总数 339 家 (其中加盟店 27 家), 较去年年底合计新开 34 家门店
	连锁商超	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和社区等, 如华润万家、Ole 精品超市、山姆会员店、沃尔玛、天虹等主流连锁超市约 6,000 个网点, 7-11、罗森、便利蜂、Today、每一天、红旗等连锁便利店超 20,000 家, 屈臣氏、孩子王、爱婴岛等美妆店和线下母婴店超 7500 家

资料来源: 稳健医疗 2022 年半年度报告, 申港证券研究所

公司消费板块以线上渠道为主, 巨大的用户流量。2020 年以来稳健医疗健康生活消费品的线上销售收入占比一度超过 60%, 自建线上平台月均活跃用户数量超过 2 万, 注册用户超过 19 万。2021 年消费板块线上销售收入达 25.4 亿元, 占消费板块收入 63%, 线上销售收入 2019-2021 年复合增长率为 23.2%。

图46: 公司消费板块销售渠道收入占比



资料来源: 稳健医疗 2021 年年报、2022 年半年度报告, 申港证券研究所

公司线上线下渠道实现深度融合。公司打通线下门店与线上小程序之间的流量融合和销售互通, 使线下消费者可通过线上渠道满足后续消费需求, 线上消费者可通过线下渠道进一步获得产品信息和服务体验。

图47: 全棉时代线下门店



资料来源：公司公告，申港证券研究所

线下门店以直营为主，店效稳步增长。截至 2022 年第三季度末，门店总数 339 家（其中加盟店 27 家），较去年年底合计新开 34 家门店。2021 年末直营门店平均店效增加 25.44%，排除 2020 年开业的门店在去年同期经营不足 12 个月以及受疫情影响导致线下门店客流大幅的影响，口径调整为截止 2021 年 12 月 31 日开业 24 个月以上的门店后平均店效同比增长 14.97%。

表24：2021 年直营门店店效情况

门店面积档	门店家数	2021 年店效 (万元/店)	2021 年营业收入 (亿元)	平均店效同比 增减
300 平方米以下	110	312.4	3.44	21.42%
300-500 平方米	70	439.4	3.08	31.58%
500-800 平方米	61	518.4	3.16	21.82%
800 平方米以上	23	543.9	1.25	32.26%

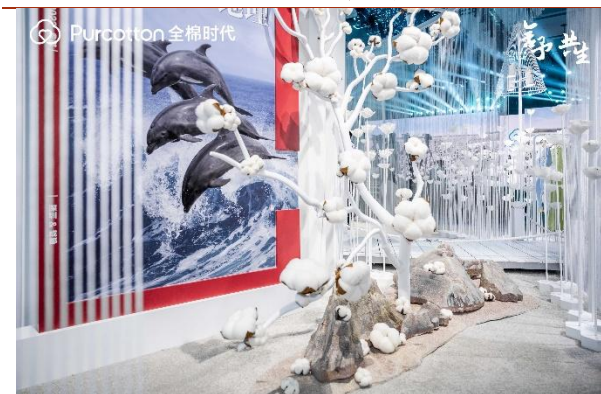
资料来源：稳健医疗 2021 年年报，申港证券研究所，以上为全棉时代截止 2021 年 12 月 31 日开业 12 个月以上门店，线下门店营业收入不含线下门店引流到线上小程序的销售

4.5 注重私域流量发展 搭建多方平台

宣传环保，提升消费者感知度和忠诚度。全棉时代在品牌建设方面持续深化与消费者的沟通，通过代言人、原创优质内容打造、线下巡展及发布会等形式，持续向消费者传达“棉”具备的环保、可持续发展等多重优势，提升消费者对品牌的感知度和忠诚度。

- ◆ 品牌代言人为奥运冠军郭晶晶，共同发起公益行动，形成品牌 IP。
- ◆ 全棉时代在“世界海洋日”举行“舍·予 共生”品牌发布会深度解读棉的环保价值，向消费者传递品牌可持续发展愿景。
- ◆ 与中国国家地理发起线下主题影像展，落地深圳、成都，提升公众对环境保护和全棉时代品牌的关注。
- ◆ 全棉时代打造品牌原创人物记录系列片《她改变的》，并分别推出“最美村医”罗海香篇，关注村医群体和乡村医疗发展。

图48：全棉时代“舍·予 共生”品牌发布会



资料来源：全棉时代官网，申港证券研究所

图49：全棉时代“棉·自然·人”主题展



资料来源：全棉时代官网，申港证券研究所

注重私域流量发展。公司已建立起全棉时代官方网站、APP 和小程序私域平台。截至 2022 年第三季度末，全棉时代全域会员约 4200 万，其中私域平台注册会员数量超 1900 万（门店超 800 万，官网和小程序超 1000 万），门店总数 339 家（其中加盟店 27 家），较去年年底合计新开 34 家门店。

图50：全棉时代 APP



资料来源：全棉时代 APP，申港证券研究所

图51：全棉时代官方小程序



资料来源：微信小程序，申港证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 核心假设

根据稳健医疗主营产品历年来及 2022 三季报中的的财务表现，我们对稳健医疗主营产品分别做出营收增速及毛利率的假设，核心产品预测逻辑如下：

- ◆ **棉柔巾**：公司核心产品，考虑到行业渗透率高速发展、龙头企业优势、以及公司 22H1、Q3 报告相关数据，假设 2022-2024 年收入增速分别为 8%/8%/5%。由于 22 前三季度毛利率提升 1 个百分点，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 49.5%/50%/50.5%。
- ◆ **卫生巾**：高毛利产品，考虑到品牌效应及高成长空间、以及公司 22H1、Q3 报告相关数据，假设 2022-2024 年收入增速分别为 25%/24.5%/24%。由于此前毛利率有下降趋势，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 64%/64.5%/65%。
- ◆ **成人服饰**：考虑到品牌效应及毛利率高于行业平均水平、以及公司 22H1、Q3 报告相关数据，假设 2022-2024 年收入增速分别为 30%/25%/20%。由于此前毛利率有下降趋势，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 57%/57.5%/58%。
- ◆ **婴童服饰**：考虑到高品质品牌优势、以及公司 22H1、Q3 报告相关数据，假设 2022-2024 年收入增速分别为 20%/20%/15%。由于此前毛利率有下降趋势，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 54%/54.5%/55%。
- ◆ **疾控防护用品**：考虑到 22 年疫情反复，营收高增，以及公司 22H1、Q3 报告相关数据，假设 2022-2024 年收入增速分别为 90%/10%/10%。由于市场竞争激烈，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 49.5%/48.5%/47.5%。
- ◆ **伤口与包扎护理产品**：考虑到公司研发创新能力、以及公司 22H1、Q3 报告相关数据，假设 2022-2024 年收入增速分别为 15%/10%/5%。由于此前毛利率有下降趋势，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 35%/35.5%/36%。

表25：稳健医疗业务拆分预测表

		2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
整体	营业收入（百万元）	3,498	3,839	4,575	12,534	8,037	11,315	12,766	14,225
	同比		9.76%	19.16%	173.99%	-35.87%	40.78%	12.83%	11.43%

	毛利率	47.77%	49.16%	51.65%	59.55%	49.88%	49.25%	49.44%	49.66%
棉柔巾	营业收入 (百万元)	596.05	717.55	936.67	944.20	963.02	1,040	1,123	1,179
	同比		20.38%	30.54%	0.80%	1.99%	8.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	47.64%	47.71%	51.66%	52.90%	48.56%	49.5%	50.0%	50.5%
卫生巾	营业收入 (百万元)	203.56	232.44	318.42	416.49	548.46	686	854	1,058
	同比		14.19%	36.99%	30.80%	31.69%	25.0%	24.5%	24.0%
	毛利率	66.70%	69.72%	70.04%	67.31%	64.18%	64.0%	64.5%	65.0%
湿巾	营业收入 (百万元)	186.03	196.49	222.93	212.24	177.02	159	151	151
	同比		5.62%	13.46%	-4.80%	-16.59%	-10.0%	-5.0%	0.0%
	毛利率	52.15%	51.72%	55.54%	56.99%	52.52%	52.0%	52.5%	53.0%
其他无纺布用品	营业收入 (百万元)	179.21	158.71	240.48	599.95	447.21	380	342	325
	同比		-11.44%	51.52%	149.48%	-25.46%	-15%	-10%	-5%
	毛利率	59.56%	57.43%	53.94%	49.61%	39.03%	38%	38.5%	39.0%
成人服饰	营业收入 (百万元)	205.01	270.76	408.86	447.59	680.00	884	1,105	1,326
	同比		32.07%	51.00%	9.47%	51.92%	30%	25%	20%
	毛利率	71.58%	68.06%	66.56%	59.18%	57.95%	57%	57.5%	58.0%
婴童服饰	营业收入 (百万元)	200.71	276.25	351.85	366.93	509.18	611	733	843
	同比		37.64%	27.37%	4.29%	38.77%	20%	20%	15%
	毛利率	70.31%	65.27%	63.26%	54.92%	54.19%	54%	54.5%	55.0%
婴童用品	营业收入 (百万元)	453.53	274.24	291.96	278.35	362.31	344	361	379
	同比		-39.53%	6.46%	-4.66%	30.16%	-5%	5%	5%
	毛利率	61.65%	59.26%	58.75%	51.10%	47.80%	47%	47.5%	48.0%
其他有纺用品	营业收入 (百万元)	120.32	257.36	260.11	251.31	367.02	477	596	716
	同比		113.90%	1.07%	-3.38%	46.04%	30%	25%	20%
	毛利率	62.38%	65.74%	59.28%	53.40%	51.09%	51%	51.5%	52.0%
疾控防护用品	营业收入 (百万元)	114.46	136.98	149.21	7,011.52	2,377.81	4,518	4,970	5,467
	同比		19.67%	8.93%	4599.10%	-66.09%	90%	10%	10%
	毛利率	30.89%	37.73%	40.81%	67.43%	54.19%	49.5%	48.5%	47.5%
手术室感染防护产品	营业收入 (百万元)	167.37	188.55	241.16	690.63	433.80	521	599	659
	同比		12.65%	27.90%	186.38%	-37.19%	20%	15%	10%
	毛利率	28.14%	32.90%	37.06%	42.88%	34.63%	40%	41%	42%
伤口与包扎护理产品	营业收入 (百万元)	639.31	614.52	549.49	523.19	722.28	831	914	959
	同比		-3.88%	-10.58%	-4.79%	38.05%	15%	10%	5%
	毛利率	27.80%	31.62%	36.09%	34.62%	33.91%	35%	35.5%	36.0%
高端伤口护理敷料产品	营业收入 (百万元)	54.76	70.17	84.55	86.56	106.51	426	469	492
	同比		28.14%	20.49%	2.38%	23.05%	300%	10%	5%
	毛利率	51.95%	52.54%	51.76%	50.95%	59.92%	55%	56.0%	57.0%
消毒清洁产品	营业收入 (百万元)	119.34	153.10	164.47	372.25	281.62	380	494	618
	同比		28.29%	7.43%	126.33%	-24.35%	35%	30%	25%
	毛利率	29.39%	35.38%	39.64%	41.79%	40.98%	42%	42.5%	43.0%
其他业务	营业收入 (百万元)	257.92	291.81	354.47	332.73	61.20	58	55	52
	同比		13.14%	21.47%	-6.13%	-81.61%	-5%	-5%	-5%
	毛利率	31.49%	32.47%	35.07%	35.30%	46.16%	40%	40.5%	41.0%

资料来源: wind, 申港证券研究所

5.2 盈利预测

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 113.15/127.66/142.25 亿元, 同比增长 40.78%/12.83%/11.43%; 2022-2024 年公司归母净利润分别为 17.49/20.06/22.51 亿元, 同比增长 41.1%/14.72%/12.24%; 当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 17.62X/15.36X/13.69X。

5.3 估值

选取同样为医用敷料行业的振德医疗; 无纺布业务行业的百亚股份、中顺洁柔; 有纺业务行业的森马服饰、安奈儿、爱慕股份作为可比公司。采用 Wind 一致预期,

可比公司 2023 年 PE 均值为 19.94 倍，最高值为 27.29 倍，最低值为 12.6 倍，考虑到公司主营产品类别较多，处于医用敷料行业龙头，同时聚焦消费板块发展空间大的赛道，我们给予 2023 年稳健医疗 PE 为 20 倍，目标价格 94.07 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表26：稳健医疗可比公司估值

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603301.SH	振德医疗	39.25	104.58	2.63	3.12	3.70	14.95	12.60	10.62
003006.SZ	百亚股份	18.88	81.25	0.57	0.71		32.94	26.67	
002511.SZ	中顺洁柔	12.83	168.65	0.30	0.47	0.60	42.47	27.29	21.44
002563.SZ	森马服饰	5.77	155.45	0.26	0.41	0.52	22.00	13.92	11.03
603511.SH	爱慕股份	16.55	66.20	0.71	0.86	1.01	23.42	19.22	16.43
	均值			0.89	1.11	1.46	27.16	19.94	14.88

资料来源：wind，申港证券研究所

6. 风险提示

疫情带来的业绩波动风险：随着全球疫情的有效防护，及防疫政策的开放，市场医用防护用品产能大幅增加，竞争加剧，公司医用防护产业业绩存在波动风险。

客户开拓不及预期风险：若出现宏观经济形势低迷、国民人均可支配收入或购买力下降、预期经济前景不明朗等情形，将有可能影响公司下游需求情况，尤其是消费者对高品质产品的消费意愿和消费能力，从而对公司经营业绩造成不利影响。若公司无法依据市场情况调整经营策略，未能持续扩大客户群体、降低获客成本，亦将对公司长期的盈利能力产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司主要原材料为棉花及由棉花制成的棉纱、医用坯布等，如果棉花等原材料采购价格出现持续上涨的情况，将会对公司生产经营产生较大的成本压力，若公司产品销售价格的调整亦无法同步于原材料价格的调整，则将对公司盈利能力的稳定性造成一定的负面影响。

汇率波动风险：2019-2021 年，公司外销金额占主营业务收入的比例为 18.92%、47.69%和 21.07%，在整体收入占有一定比重。如果未来人民币出现大幅升值，将影响公司海外市场销售的价格竞争力，并造成汇兑损失，从而对公司的营业收入和利润产生不利影响。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要基于营收增速及毛利率变化的假设，对公司未来业绩预测。若实际经营情况不及假设条件，则盈利预测结果将与真实情况出现偏差。对于 2023 年业绩，我们用占比最大的疾控防护用品举例，

- ◆ 若疾控防护用品营收同比增速较假设下降 1pct，则归母净利润下降 0.07 亿元 (0.33pct)。
- ◆ 若疾控防护用品毛利率较假设下降 1pct，则归母净利润下降 0.42 亿元 (2.1pct)。

表27: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
营业收入	12534	8037	11315	12766	14225	流动资产合计	10990	10346	11590	12347	13481		
营业成本	5070	4028	5742	6454	7161	货币资金	4163	4274	4526	5107	5690		
营业税金及附加	117	65	92	104	116	应收账款	844	776	775	874	974		
营业费用	1575	1989	2829	3192	3556	其他应收款	458	329	463	523	583		
管理费用	437	454	634	715	797	预付款项	124	110	155	174	193		
研发费用	411	298	453	511	569	存货	1216	1597	1888	2122	2354		
财务费用	219	-107	-113	-128	-142	其他流动资产	35	119	152	166	181		
资产减值损失	-240	-101	-113	-128	-142	非流动资产合计	2012	2921	4826	5440	6152		
公允价值变动收益	11	58	35	47	41	长期股权投资	13	17	20	20	20		
投资净收益	22	103	145	164	183	固定资产	1401	1477	1947	2111	2328		
营业利润	4532	1476	2085	2385	2676	无形资产	208	266	250	236	222		
营业外收入	4	6	5	6	5	商誉	0	0	990	990	990		
营业外支出	34	19	26	23	24	其他非流动资产	64	116	91	102	114		
利润总额	4502	1463	2064	2368	2657	资产总计	13002	13267	16415	17787	19634		
所得税	680	225	318	365	409	流动负债合计	2427	2075	3751	3731	4016		
净利润	3823	1237	1746	2003	2248	短期借款	150	0	1125	693	517		
少数股东损益	12	-2	-3	-3	-3	应付账款	727	735	944	1061	1177		
归属母公司净利润	3810	1239	1749	2006	2251	预收款项	0	0	0	0	0		
EBITDA	5106	1790	2048	2339	2619	一年内到期的非流动负	0	216	75	75	75		
EPS (元)	9.80	2.91	4.10	4.70	5.28	非流动负债合计	107	505	505	505	505		
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	2534	2580	4256	4236	4521		
营业收入增长	173.99%	-35.87%	40.78%	12.83%	11.43%	少数股东权益	14	12	10	7	3		
营业利润增长	606.13%	-67.44%	41.29%	14.37%	12.23%	实收资本 (或股本)	426	426	426	426	426		
归属于母公司净利润增	597.50%	-67.48%	41.10%	14.72%	12.24%	资本公积	4482	4550	4550	4550	4550		
获利能力						未分配利润	5127	5538	6754	8148	9713		
毛利率(%)	59.55%	49.88%	49.25%	49.44%	49.66%	归属母公司股东权益合	10454	10675	12150	13545	15110		
净利率(%)	30.50%	15.40%	15.43%	15.69%	15.80%	负债和所有者权益	13002	13267	16415	17787	19634		
总资产净利润(%)	29.31%	9.34%	10.65%	11.28%	11.47%	现金流量表		单位:百万元					
ROE(%)	36.45%	11.61%	14.39%	14.81%	14.90%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
偿债能力						经营活动现金流	4767	872	1633	1619	1875		
资产负债率(%)	19%	19%	26%	24%	23%	净利润	3823	1237	1746	2003	2248		
流动比率	4.53	4.99	3.09	3.31	3.36	折旧摊销	159	167	76	82	85		
速动比率	4.03	4.22	2.59	2.74	2.77	财务费用	219	-107	-113	-128	-142		
营运能力						应付帐款减少	-428	69	1	-99	-100		
总资产周转率	1.43	0.61	0.76	0.75	0.76	预收帐款增加	-33	0	0	0	0		
应收账款周转率	20	10	15	15	15	投资活动现金流	-4430	479	-2205	-123	-571		
应付账款周转率	19.44	11.00	13.48	12.73	12.71	公允价值变动收益	11	58	35	47	41		
每股指标 (元)						长期股权投资减少	-5	-4	-3	0	0		
每股收益(最新摊薄)	9.80	2.91	4.10	4.70	5.28	投资收益	22	103	145	164	183		
每股净现金流(最新摊)	8.64	-0.14	0.59	1.36	1.37	筹资活动现金流	3348	-1410	824	-915	-720		
每股净资产(最新摊薄)	24.51	25.03	28.49	31.76	35.43	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	-134	0	0	0	0		
P/E	7.37	24.83	17.62	15.36	13.69	普通股增加	50	0	0	0	0		
P/B	2.95	2.89	2.54	2.27	2.04	资本公积增加	3533	68	0	0	0		
EV/EBITDA	5.25	14.95	13.43	11.32	9.82	现金净增加额	3686	-59	252	581	584		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师介绍

孔天祚，上海财经大学学士，美国东北大学硕士，曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验，善于挖掘消费行业投资机会，2021 年加入申港证券，现任轻工纺织行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上