

2026年04月09日

爱舍伦(920050.BJ)

——绑定国际领军客户，扩张产能+拓展高毛利新品类助力成长

投资评级：增持（首次）

投资要点：

- 深耕行业二十三年，出口金额位居我国铺垫类医用敷料企业前列。爱舍伦创立于2003年，是医用敷料行业较早从事为国际大型医疗器械厂商代工生产的企业，通过ODM/OEM等方式为国际知名医疗器械品牌厂商提供相关产品，康复护理产品和手术感控产品是公司主要营收来源。爱舍伦募投项目投产后或将提高公司产品的毛利率水平及盈利能力。未来，公司有望逐步淘汰低毛利产品，优化产品结构。2025年公司营收同比+42.95%，归母净利润+15.77%。
- 全球医用敷料市场规模2026年或将达到235亿美元，康复护理与手术感控驱动增长。医用敷料是我国低值医用耗材的第二大细分领域，2025年占比约21%。2011-2023年全球医用敷料市场规模由90亿美元增长至195亿美元，2026年预计将达到235亿美元；2011-2023年我国医用敷料市场规模由70亿元增长至247亿元，并有望在2026年达到333亿元。经过多年深耕发展，我国已成为全球医用敷料市场的核心供应国。康复护理市场方面，医用耗材的需求涵盖老年人护理、成人失禁、术后及产后护理和长期卧床重症人群等群体，市场容量较大。参考观研天下公众号，我国成人失禁用品行业市场规模由2018年的70.3亿元增至2024年的137.1亿元，年均复合增长率达11.78%。根据弗若斯特沙利文报告等信息，中国产后护理及修复行业市场规模由2019年的约386亿元增至2024年的675亿元，复合年增长率为11.8%。手术感控市场方面，手术量与日俱增，手术感染控制产品需求持续增加。据APHA等机构数据，全球手术感控市场规模预计有望于2026年达到270.62亿元。据尚普咨询等数据，中国手术感控产品出口规模2014年突破3亿美元，并于2023年达到7.4亿美元，预计2026年有望达10.78亿美元。
- 绑定国际头部客户夯实订单基础，全球化产能布局与研发能力支持持续扩张。爱舍伦公司产品销售以外销为主，主要销往北美、欧洲、日韩、中东、南美等50多个国家和地区，而内销收入目前较小，主要来自向国内贸易商的销售收入。公司通过多年发展，已拥有国内外4家已投产生产基地，3家在建以及2家筹备中的生产基地，已跻身国内医用敷料行业头部，在医用护理垫产品细分市场占据国内领先优势。爱舍伦第一大客户Medline已成为全球最大的医用外科产品供应商之一，其业务遍布超过125个国家，在全球有强大的分销体系。爱舍伦与Medline集团的合作自2007年开始，合作年限已超过15年，双方合作黏性和交易稳定性较高，我们认为公司有望直接受益于Medline自有品牌替代和全球化扩张带来的增量订单。公司具有相对领先的战略眼光，全球产业链布局的时间早于同行业其他供应商。公司已经在泰国拥有3个工厂，摩洛哥拥有1个工厂，其中泰国爱舍伦2024年已经实现近10亿泰铢的营收，海外其余3个工厂均在建设中。公司为提高自身科技创新、创造能力核心竞争力，逐步增加研发投入，持续在产品生产工艺、自动化生产及改良等方面进行技术开发和创新。
- 盈利预测与评级：我们预计公司2026-2027年归母净利润分别为1.15/1.43亿元，当前股价对应PE分别为18/15倍。我们选取振德医疗、稳健医疗、可孚医疗为可比公司，2026年对应可比公司PE均值为36X。公司长期专注于医用卫生材料与敷料领域，近年来业务规模持续增长，主要客户包括Medline集团等全球领先医疗耗材企业，我们认为公司顺应全球人口老龄化与感染控制需求提升趋势，并积极拓展产品线并推进产能建设，首次覆盖，给予“增持”评级。

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

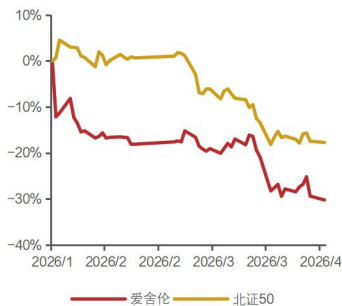
王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月07日

收盘价(元)	30.73
一年内最高/最低(元)	55.00/30.50
总市值(百万元)	2,079.79
流通市值(百万元)	556.29
总股本(百万股)	67.68
资产负债率(%)	35.77
每股净资产(元/股)	0.00

资料来源：聚源数据

➤ 风险提示：客户集中度较高的风险、市场竞争风险、境外市场收入占比较高的风险

盈利预测与估值 (人民币)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	575	692	989	1,215	1,488
同比增长率 (%)	0.19%	20.36%	42.95%	22.87%	22.45%
归母净利润 (百万元)	67	81	93	115	143
同比增长率 (%)	6.62%	20.54%	15.77%	22.96%	24.11%
每股收益 (元/股)	0.99	1.19	1.38	1.70	2.11
ROE (%)	10.47%	11.10%	11.39%	10.01%	11.69%
市盈率 (P/E)	31.06	25.77	22.26	18.10	14.58

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 1.15/1.43 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18/15 倍。我们选取振德医疗、稳健医疗、可孚医疗为可比公司，2026 年对应可比公司 PE 均值为 36X。公司长期专注于医用卫生材料与敷料领域，近年来业务规模持续增长，主要客户包括 Medline 集团等全球领先医疗耗材企业，我们认为公司顺应全球人口老龄化与感染控制需求提升趋势，并积极拓展产品线并推进产能建设，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合对医疗敷料行业增长以及公司绑定大客户不断提升市场份额的积极预期，我们对其业务假设如下：

（1）康复护理产品：预计收入持续增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +58.00%/+22.00%/+20.00%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 5.84/7.12/8.54 亿元；

（2）手术感控产品：预计收入持续增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +25.30%/+24.00%/+26.00%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.97/4.92/6.20 亿元。

投资逻辑要点

从行业层面看，全球老龄化趋势不断增加，慢性病高发和手术量增长为行业提供稳健支撑，同时随着医疗标准提升和新兴市场医疗普及，公司的护理垫、冰袋、手术铺单及精密尿袋等产品应用前景广阔。

从公司层面看，公司与全球最大的医疗外科产品供应商之一、2024 年全球医疗器械公司百强榜第四位的 Medline 集团深度绑定，2022-2025H1 Medline 贡献了公司 70% 以上的收入，爱舍伦或将直接受益于 Medline 自有品牌替代和全球化扩张带来的增量订单。公司正进行全球化的产能提升，国内的凯普乐项目和海外的泰国、摩洛哥工厂陆续投产或将解决产能瓶颈。

核心风险提示

客户集中度较高的风险、市场竞争风险、境外市场收入占比较高的风险

内容目录

1. 深耕行业二十三年，出口金额位居我国铺垫类医用敷料企业前列	7
1.1. 业务情况：专注于医疗健康事业，以康复护理和手术感控为主要产品	7
1.2. 股权结构：公司股权结构集中度高，设立员工持股平台	10
1.3. 募投项目：尿袋产品预计于 2026 年下半年开始量产	10
2. 行业：全球医用敷料市场规模 2026 年或将达到 235 亿美元，康复护理与手术感控驱动增长	12
2.1. 康复护理：老龄化、成人失禁及产后修复需求共振，细分赛道成长性突出	14
2.2. 手术感控：2026 年全球手术感控市场规模或将达到 270 亿元，手术组合包市场空间持续打开	16
3. 绑定国际头部客户夯实订单基础，全球化产能布局与研发能力支持持续扩张	18
3.1. 深度绑定 Medline 等国际龙头，客户黏性与合作稳定性较强	18
3.2. 前瞻性布局全球化产能，产能和产品品类扩张加速打开成长空间	21
4. 盈利预测与评级	25
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 爱舍伦创立至今已有 23 年	7
图表 2: 目前公司产品种类已经涵盖康复护理产品、手术感控产品两个核心品类	8
图表 3: 2025H1 康复护理产品占总营收 57.51% (单位: 万元)	8
图表 4: 2025H1 公司康复护理产品毛利率为 24.85%	8
图表 5: 2025 年公司营收 9.89 亿元 (yoy+42.95%)	9
图表 6: 2025Q1-Q3 公司毛利率为 21.96%	9
图表 7: 2025 年归母净利润 9344.07 万元 (yoy+15.77%)	9
图表 8: 2022 年至今管理费用率总体呈上升趋势	9
图表 9: 张勇为公司实际控制人, 合计控制 88.69% 股权 (截至 2026 年 1 月 8 日)	10
图表 10: “凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目” 预计投资总额 67046 万元	10
图表 11: 爱舍伦募投项目的拟扩产产能预计在 2026Q2 基本可实现达产	11
图表 12: 爱舍伦下游产品主要运用于康复护理等领域	12
图表 13: 2026 年全球医用敷料市场规模或将达到 235 亿美元	13
图表 14: 2026 年中国医用敷料市场规模或将达到 333 亿元	13
图表 15: 2025 年 1-11 月我国医用敷料出口量同比增长 5.6%	13
图表 16: 2025 年 1-11 月我国医用敷料出口金额同比增长 2.8%	13
图表 17: 全球无纺布市预计 2031 年将达到 556 亿美元	14
图表 18: 全球 SMS 医用无纺布市场销售额预计 2031 年将达到 4.81 亿美元	14
图表 19: 2100 年全球 65 岁以上人口占比或将达到 24%	15
图表 20: 我国成人失禁用品行业市场规模 2024 年增至 137.1 亿元	15
图表 21: 2018-2024 年成人失禁用品市场规模增速处于吸收性卫生用品行业领先地位	15
图表 22: 中国产后护理及修复行业市场规模至 2024 年增至 675 亿元 (单位: 十亿元)	16
图表 23: 2026 年全球手术感控市场规模或将达到 270.62 亿元	16
图表 24: 2026 年中国手术感控产品出口规模或将达到 10.78 亿美元	16
图表 25: 2023 年美国与欧洲地区传统手术包整体规模约占全球 60% 以上	17
图表 26: 2026 年全球手术组合包规模或将增至 95 亿元	17
图表 27: 2021-2025H1 公司境外收入占总营收比例均超 90%	18
图表 28: 2025H1 公司美国市场实现营收占境外营收 79%	18
图表 29: 2022-2025H1, Medline 集团一直是公司第一大客户, 销售额占比 70% 以上	18

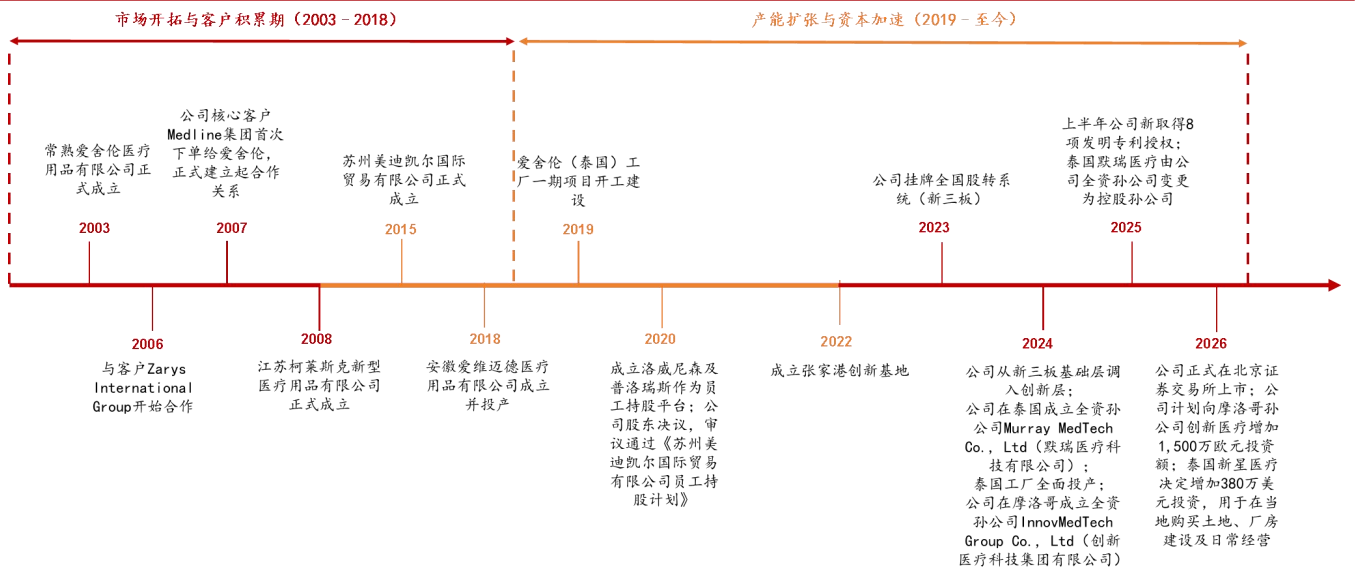
图表 30: Medline 已成为全球最大的医用外科产品供应商之一	19
图表 31: Medline 采取一体化商业模式	20
图表 32: Medline 通过 45 个配送中心, 实现对美国 95% 客户的次日送达	20
图表 33: 2025 年 Medline 营业收入达到 284.32 亿美元	21
图表 34: Medline 2025 年毛利率约为 26%	21
图表 35: 爱舍伦与 Medline 集团的业务合作流程	21
图表 36: 截至 2025 年 8 月末, 公司对 Medline 集团在手订单余额为 11,046.53 万元	21
图表 37: 2025H1 公司主要产品医用护理垫产能达 11,250 万片	22
图表 38: 2025H1 公司主要产品医用护理垫产能利用率达 142.92%	22
图表 39: 2025Q1-Q3 公司研发费用达 788.34 万元, 同比增长 68.11%	23
图表 40: 2025Q1-Q3 公司研发费用率为 1.14%	23
图表 41: 2025H1 公司新开发产品销售收入占营收比例达到 35.09%	23
图表 42: 爱舍伦创新床垫产品与竞争对手产品的比较情况	24
图表 43: 爱舍伦可比公司估值表 (截至 20260407)	25

1. 深耕行业二十三年，出口金额位居我国铺垫类医用敷料企业前列

1.1. 业务情况：专注于医疗健康事业，以康复护理和手术感控为主要产品

公司长期专注于医疗健康事业，是医用敷料行业较早从事为国际大型医疗器械厂商代工生产的企业，积累了丰富的行业经验。爱舍伦创立于2003年，并于2026年在北京证券交易所上市，主要从事应用在专业的康复护理与医疗防护领域的一次性医用耗材的研发、生产和销售，通过ODM/OEM等方式为国际知名医疗器械品牌厂商提供相关产品。公司在长期发展过程中立足专业的康复护理与医疗防护领域，紧紧围绕医疗工作者和患者的专业需求，以康复护理、手术感控产品为核心，不断向消毒清洁、家庭防护、急救防护等领域拓展，持续开发新产品，拓展产品线的深度和广度。根据中国医药保健品进出口商会出具的说明，爱舍伦2021-2024H1医用敷料出口金额（铺垫类敷料）排名全国前十。公司的生产规模处于行业前列，领先的生产规模给公司带来了显著的成本优势。

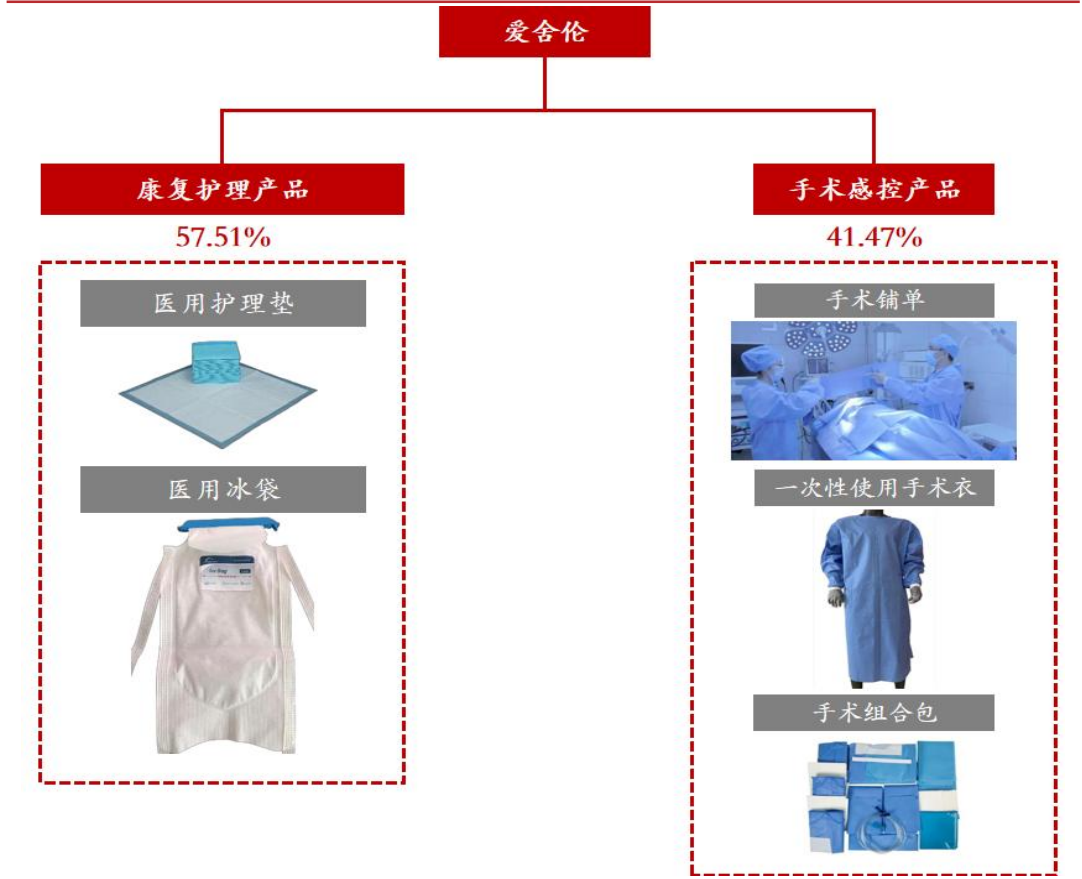
图表 1：爱舍伦创立至今已有 23 年



资料来源：爱舍伦官网、爱舍伦公告、华源证券研究所

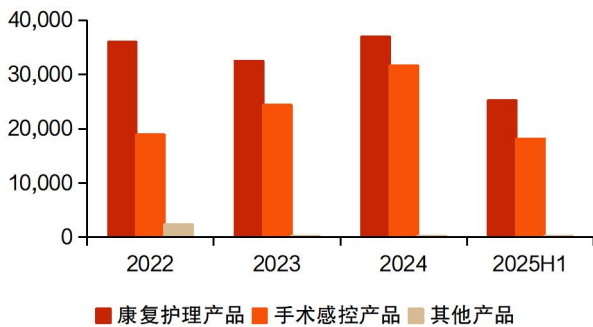
爱舍伦公司为客户提供康复护理产品、手术感控产品两大核心产品系列及其他辅助产品。目前，康复护理产品和手术感控产品是公司主要营收来源，2025H1 收入分别占总营收 57.51%和 41.47%，营收同比增速分别为 61.92%和 26.16%，毛利率分别为 24.85%（yoy+0.33pcts）和 19.43%（yoy-3.35pcts）。手术感控产品 2025 年上半年的销售收入持续增长，主要系新品类手术铺单订单量持续增长。

图表 2：目前公司产品种类已经涵盖康复护理产品、手术感控产品两个核心品类



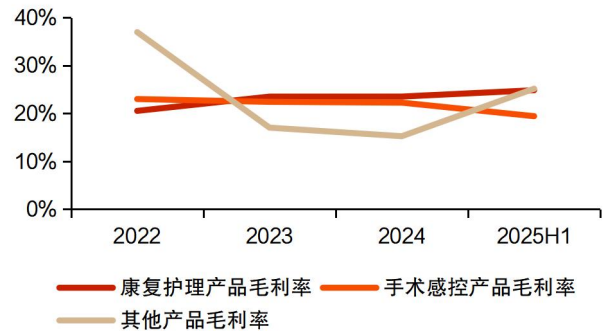
资料来源：爱舍伦招股说明书、华源证券研究所 注：图中为 2025H1 产品营收占总营收比例

图表 3：2025H1 康复护理产品占总营收 57.51%（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 4：2025H1 公司康复护理产品毛利率为 24.85%



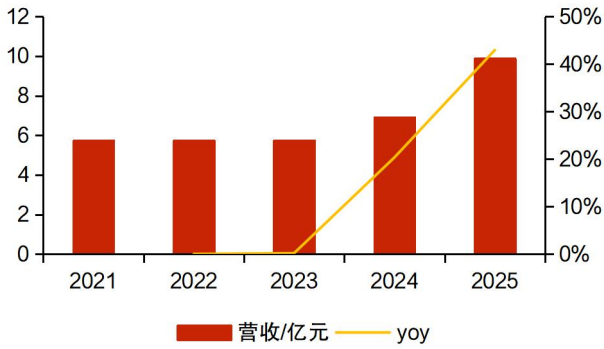
资料来源：iFinD、华源证券研究所

收入端：2021-2025 年公司营收总体呈增长态势，2025 年营收增至 9.89 亿元（yoy+42.95%），增长主要原因系公司具有相对前瞻的战略眼光，在复杂的国际贸易环境下，较早在国外设立子公司，同时随着海外产能逐步扩大，公司凭借较强的客户粘性、稳定的产品品质和有竞争力的价格获取了更多的销售订单。

盈利能力端：公司毛利率从 2021 年的 24.73% 微降至 2024 年的 23.13%，2025 年

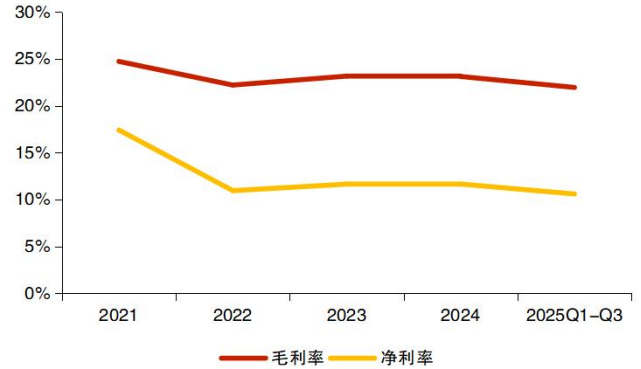
Q1-Q3 为 21.96%；净利率 2024 年为 11.66%，2025Q1-Q3 为 10.60%。2025 年上半年毛利率有所下降，主要系手术铺单产品销量持续上升，其毛利率相对较低，因此一定程度上拉低了手术感控产品的毛利率。

图表 5：2025 年公司营收 9.89 亿元 (yoy+42.95%)



资料来源：wind、华源证券研究所
注：2025 年数据为公司业绩快报

图表 6：2025Q1-Q3 公司毛利率为 21.96%

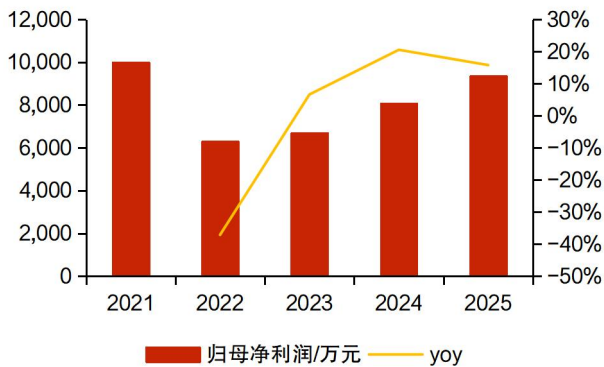


资料来源：wind、华源证券研究所

利润端：公司 2021 年至 2025 年归母净利润分别为 9,987.30 万元、6,280.15 万元 (yoy-37.12%)、6,695.70 万元 (yoy+6.62%)、8,071.11 万元 (yoy+20.54%)、9,344.07 万元 (yoy+15.77%)，2022-2025 年公司实现的利润总额及净利润均呈上升趋势。

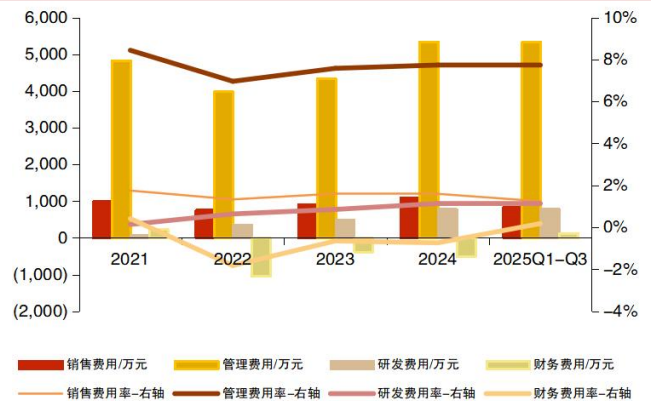
费用端：公司 2021 年至 2025Q1-Q3，销售费用率从 1.75%波动降至 1.24%，财务费用率从 0.42%波动降至 0.18%，公司的财务费用波动主要受汇兑损益影响，汇兑损益波动主要受美元汇率的影响，公司与客户有价格磋商机制，可降低汇率波动对公司利润的影响。2022-2025Q1-Q3 管理费用率从 6.96%升至 7.76%，2024 年公司管理费用上升主要由于职工薪酬增加及凯普乐厂房折旧增加。

图表 7：2025 年归母净利润 9344.07 万元 (yoy+15.77%)



资料来源：wind、华源证券研究所
注：2025 年数据为公司业绩快报

图表 8：2022 年至今管理费用率总体呈上升趋势



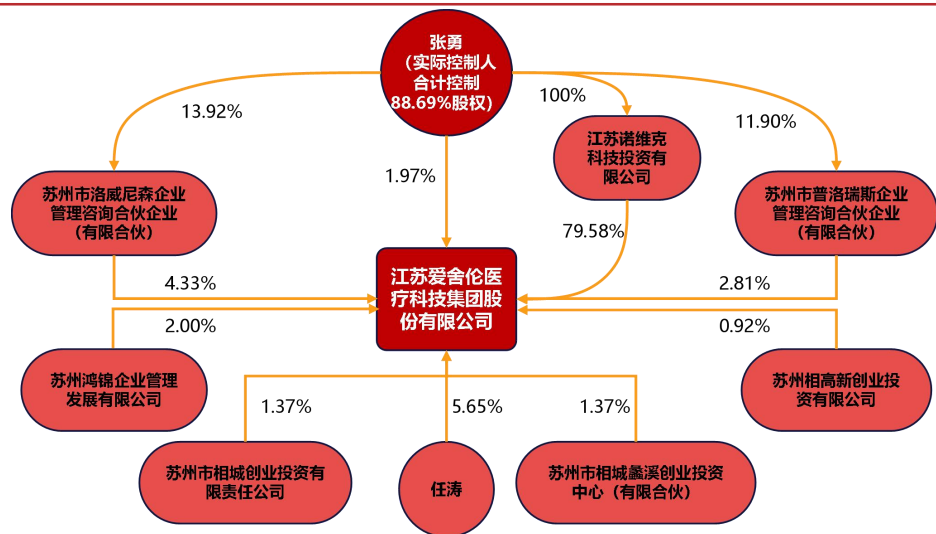
资料来源：wind、华源证券研究所

1.2. 股权结构：公司股权结构集中度高，设立员工持股平台

公司股权结构较为集中。截至 2026 年 1 月 8 日，江苏诺维克持股比例为 79.58%，为公司控股股东；张勇先生直接持有公司 1.97% 的股权，通过控股股东江苏诺维克间接持有公司 79.58% 的股权，通过洛威尼森及普洛瑞斯分别控制公司 4.33% 及 2.81% 的股权，张勇合计控制公司 88.69% 的股权，并担任公司董事长、总经理，为公司实际控制人。

设立员工持股平台，充分调动公司管理团队和业务骨干积极性。公司 2020 年成立洛威尼森及普洛瑞斯作为员工持股平台，形成股东与核心的高级管理人员、业务骨干以及员工之间的利益共享与风险共担机制，进一步激励员工与公司共同成长，增强凝聚力和归属感。

图表 9：张勇为公司实际控制人，合计控制 88.69% 股权（截至 2026 年 1 月 8 日）



资料来源：wind、华源证券研究所

1.3. 募投项目：尿袋产品预计于 2026 年下半年开始量产

爱舍伦募投项目“凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目”拟投资总额为 67,046 万元，项目建设完成后，公司每年有望实现营业收入为 70,514 万元（不含税），年利润总额有望达 12,107 万元，项目投资财务内部收益率有望达 12.75%（所得税后），投资回收期预测为 8.02 年（含建设期 2 年）。

图表 10：“凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目”预计投资总额 67046 万元

序号	项目名称	投资总额(万元)	调整后拟投入募集资金金额(万元)	项目备案证号	环评批复备案号
1	凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目	67,046.45	24,017.67	2020-341861-2 7-03-037766	宣环评[2023]30号
合计	-	67,046.45	24,017.67	-	-

资料来源：爱舍伦公告、华源证券研究所 注：数据截至 20260328

“凯普乐公共卫生医疗物资产业园建设项目”建设期 24 个月，募投项目拟扩产产能涵盖 OTC 产品系列、IPA、PVP 等系列，袋类及管类，医用敷料等，其中医用器械灭菌生产与技

术服务已于 2025 年 5 月开始投产；尿袋产品已于 2025 年 6 月实现小批量试产，目前处于测试认证阶段，预计于 2026 年下半年开始量产；OTC 产品等系列预计也将在 2026 年下半年开始小批量试产。募投项目产品整体毛利率预估为 27.34%，其中尿袋类产品的毛利率预估为 29.04%，募投项目投产后或将提高公司产品的毛利率水平及盈利能力。未来，公司有望逐步淘汰低毛利产品，优化产品结构。

图表 11：爱舍伦募投项目的拟扩产产能预计在 2026Q2 基本可实现达产

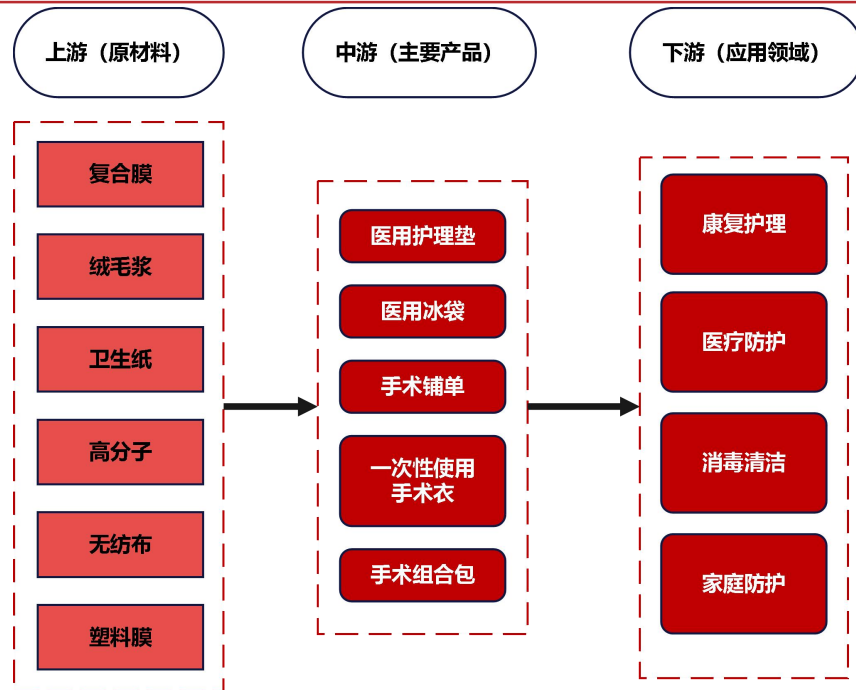
产品名称	具体细分产品	设计产能	预计达产时间
医用器械灭菌生产和技术服务	环氧乙烷灭菌服务	12.00 万立方米	已于 2025 年 5 月投产
OTC 产品系列、IPA、PVP 等系列	IPA（异丙醇）消毒产品	180,000 万片	2026/6/30
	PVP（聚维酮碘）消毒产品	5,600 万片	2026/6/30
	氧化锌软膏	600 万支	2026/6/30
	维生素 AD 软膏	600 万只	2026/6/30
医用器械-袋类及管类（尿袋、胃食袋、血袋及相关系列）	精密尿袋	2,000 万个	已于 2025 年 6 月实现小批量试产
医用敷料（手术防护用品、医用敷料用品、医疗护理用品）	一次性手术衣	1,000 万件	2026/3/31
	手术组合包	800 万包	2026/3/31
	手术铺单	3,000 万件	2026/3/31

资料来源：爱舍伦招股书、华源证券研究所

2. 行业：全球医用敷料市场规模 2026 年或将达到 235 亿美元，康复护理与手术感控驱动增长

据爱舍伦招股书信息，公司生产所需的原材料及辅助材料主要包括复合膜、绒毛浆、卫生纸、高分子、无纺布、塑料膜等。上述原材料及辅助材料的市场供应充足，市场竞争比较充分，公司在长期业务过程中与生产所需的主要原材料供应商建立了较为稳定的合作关系，原材料供应能够满足公司生产经营需要。公司立足专业的康复护理与医疗防护领域，紧紧围绕医疗工作者和患者的专业需求，以康复护理、手术感控产品为核心，不断向消毒清洁、家庭防护、急救防护等领域拓展，持续开发新产品，拓展产品线的深度和广度。

图表 12：爱舍伦下游产品主要运用于康复护理等领域



资料来源：爱舍伦招股书、华源证券研究所

医用敷料是我国低值医用耗材的第二大细分领域，2025 年占比约 21%。据爱舍伦招股书数据信息，全球医用敷料市场因产品刚性需求属性，总体规模基本保持稳步增长状态。根据尚普咨询的统计，2011-2023 年，全球医用敷料市场规模由 90 亿美元增长至 195 亿美元。随着全球人口老龄化问题的日益突出和由此带来的溃疡、褥疮等病症患者的增加，全球医用敷料市场需求有望持续增长。据尚普咨询预计，全球医用敷料市场销售收入规模于 2026 年或将达到 235 亿美元。近年来，我国医用敷料市场亦迎来快速发展时期。根据尚普咨询的统计，2011-2023 年，我国医用敷料市场规模由 70 亿元增长至 247 亿元，并有望在 2026 年达到 333 亿元。

图表 13：2026 年全球医用敷料市场规模或将达到 235 亿美元



图表 14：2026 年中国医用敷料市场规模或将达到 333 亿元

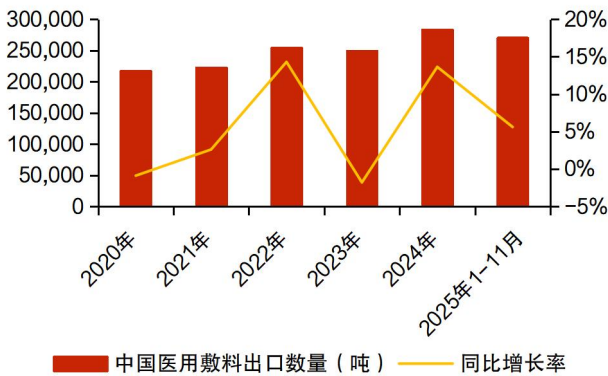


资料来源：APHA、尚普咨询、爱舍伦招股书、华源证券研究所

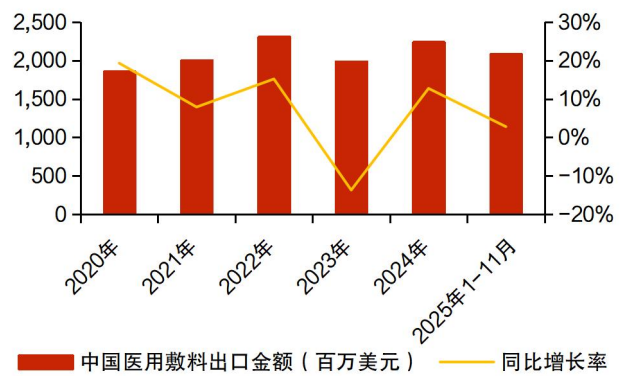
资料来源：APHA、尚普咨询、爱舍伦招股书、华源证券研究所

经过多年深耕发展，我国已成为全球医用敷料市场的核心供应国。根据中商产业研究院数据库和观研报告网数据，中国医用敷料出口额长期位居全球首位，2024 年该产品出口额占全球市场份额的 58%左右；2025 年 1-11 月，我国医用敷料出口量达 270342 吨，同比增长 5.6%，出口金额为 208349.1 万美元，同比增长 2.8%，出口规模保持稳步扩张态势。

图表 15：2025 年 1-11 月我国医用敷料出口量同比增长 5.6%



图表 16：2025 年 1-11 月我国医用敷料出口金额同比增长 2.8%



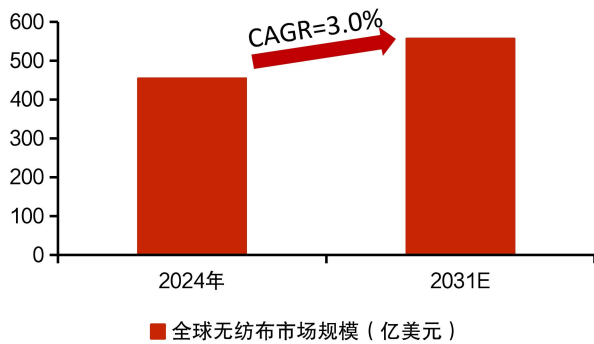
资料来源：中商产业研究院数据库、观研报告网、华源证券研究所

资料来源：中商产业研究院数据库、观研报告网、华源证券研究所

参考思瀚研究院公众号，国内医用敷料生产企业具有明显的“多、小、散”特点，企业数量众多，但上亿元级别的企业数量较少。根据尚普咨询统计，2023 年中国医用敷料行业生产企业数量约 6,000 至 6,500 家。其中仅 30 家左右生产企业年产值超过 1 亿元，占有生产企业 0.5%左右；80%左右的生产企业年产值不足 1,000 万元，市场集中度较低。随着行业标准的不断完善以及行业监管体系的建立，行业准入门槛或将相对提高，以奥美医疗、振德医疗、健尔康医疗、爱舍伦等为代表的出口企业凭借规模优势、与优质客户长期合作的资源优势脱颖而出，产值位居行业前列，未来头部企业有望发挥规模效应，持续提升市场份额。

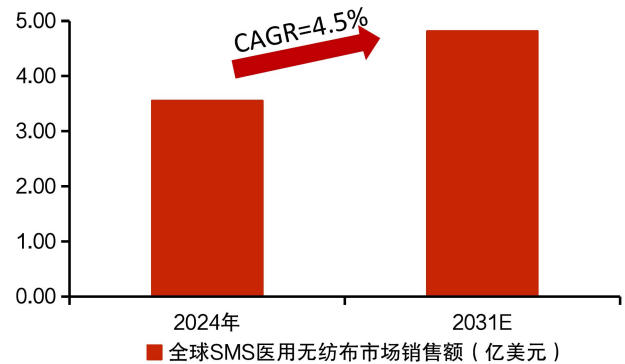
随着国内的生产企业在医用无纺布生产技术领域的不断完善，医用无纺布制品逐渐得到广泛应用，市场规模快速增长。根据无纺布资讯公众号，2024年全球无纺布市场达454亿美元，2031年预计将达556亿美元（2024-2031年CAGR为3.0%），其中中国主导供应，占全球产能53%，亚太市场消费占比51%（医疗卫生需求核心驱动）。医用无纺布制品与传统的纯棉机织制品相比具有尘埃过滤性高、术后感染率低、消毒灭菌方便、易于与其它材料复合等优势。美国、加拿大等发达国家医用无纺布已较为普及，根据HengCe（恒策咨询）的统计及预测，2024年全球SMS医用无纺布市场销售额达到了3.55亿美元，预计2031年将达到4.81亿美元，2025-2031年CAGR或为4.5%。而我国目前一次性的医用无纺布制品渗透率仍处于较低水平，按照医用无纺布制品在国外发达国家的使用比例来看，随着市场对产品需求的不断更新，行业内产品升级趋势明显，由简单加工的传统棉纺布材逐步升级为以柔软无纺布和复合化纤材料制成的功能性敷料，生产出的护理产品的功能由基于干燥环境下的促进伤口愈合转变为湿润环境下的促进伤口愈合，国内未来的市场空间较大。

图表 17：全球无纺布市预计 2031 年将达到 556 亿美元



资料来源：无纺布资讯公众号、华源证券研究所

图表 18：全球 SMS 医用无纺布市场销售额预计 2031 年将达到 4.81 亿美元

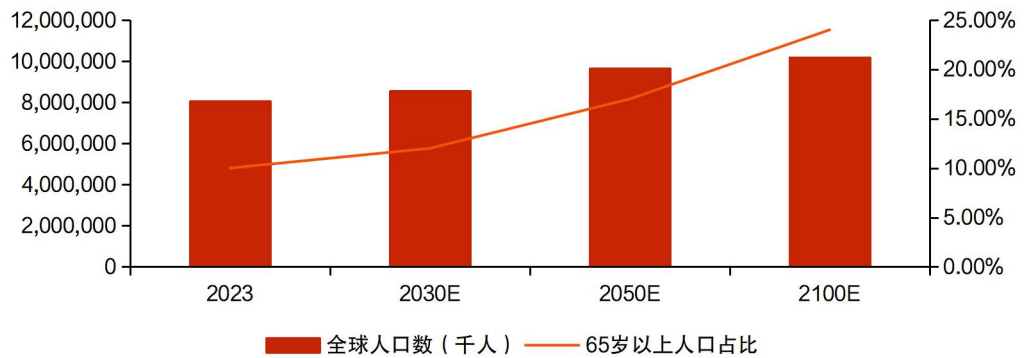


资料来源：HengCe（恒策咨询）、华源证券研究所

2.1. 康复护理：老龄化、成人失禁及产后修复需求共振，细分赛道成长性突出

康复护理医用耗材的需求涵盖老年人护理、成人失禁、术后及产后护理和长期卧床重症人群等群体，市场容量较大。据经合组织（OECD）数据显示，65岁以上人口人均医疗费用大概是65岁以下人口医疗费用的2-8倍，未来全球老年人口的持续增长有望显著增加医疗健康需求，为康复护理用品市场需求带来较大的增长空间。同时，传统的康复护理产品大多功能单一、制作粗糙，使用舒适性较差。世界医疗卫生领域越来越重视研发兼具功能性、舒适性和使用便捷性的高端品质护理耗材。

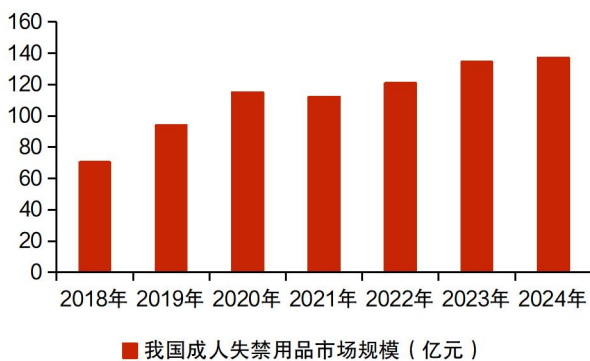
图表 19: 2100 年全球 65 岁以上人口占比或将达到 24%



资料来源: 联合国《世界人口展望 2024》、爱舍伦招股书、华源证券研究所

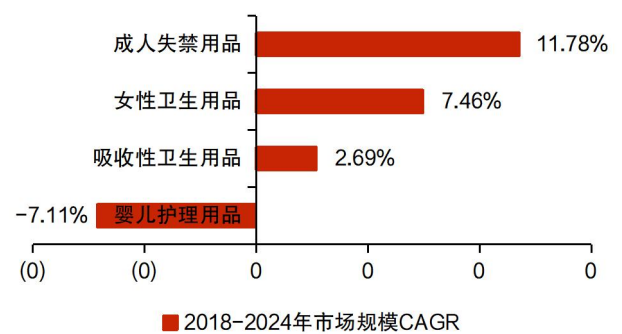
成人失禁人群: 成人失禁用品的消费群体包括活动不便的老人、因手术或生育导致的卧床患者以及因外出或交通堵塞无法如厕的功能性需求患者等, 国内市场尚处于导入期阶段。根据普华有策数据信息, 我国成人失禁用品市场渗透率仅为 3%, 与日本 (80%)、北美 (60%)、西欧 (58%) 差距显著。当前消费主力仍集中于中重度失禁患者, 轻度失禁群体因传统观念束缚, 使用意愿较低。但随着老龄化加深、健康意识提升及产品迭代升级, 市场扩容潜力有望逐步释放。长期来看, 政策推动养老体系完善、适老化改造深化, 叠加消费者教育加强, 普华有策预计 2030 年我国成人失禁用品市场渗透率将突破 10%。参考观研天下公众号, 近年来, 我国成人失禁用品行业总体呈现出强劲的发展势头, 市场规模由 2018 年的 70.3 亿元增至 2024 年的 137.1 亿元, 年均复合增长率达 11.78%。值得注意的是, 成人失禁用品是同期吸收性卫生用品行业增长最快的细分赛道, 其市场规模年均复合增长率不仅显著高于女性卫生用品 (7.46%)、婴儿护理用品 (-7.11%) 两大品类, 也高于吸收性卫生用品行业 2.69% 的整体水平。

图表 20: 我国成人失禁用品行业市场规模 2024 年增至 137.1 亿元



资料来源: 观研报告网、华源证券研究所

图表 21: 2018-2024 年成人失禁用品市场规模增速处于吸收性卫生用品行业领先地位

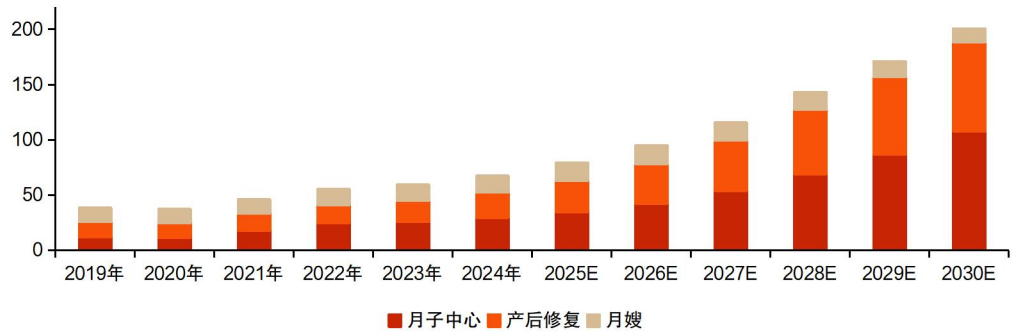


资料来源: 观研报告网、华源证券研究所

分娩及产后护理用品: 随着市场教育的推进和对女性生育的重视, 女性会选择更多的健康、科学的专业护理机构及护理产品来增强产后护理期间的舒适体验。根据弗若斯特沙利文报告、圣贝拉集团招股书等信息, 2019 年至 2024 年, 随着产后护理及修复的接受度提升以

及连锁产后护理机构的扩张，中国产后护理及修复行业持续扩张，市场规模由 2019 年的约 386 亿元增至 2024 年的 675 亿元，复合年增长率为 11.8%。根据国家市场监督管理总局数据、爱舍伦招股书等信息，2021 年在体验过月子中心优质护理服务的消费者中 97.5% 的用户表示未来生育会再次选择月子中心。

图表 22：中国产后护理及修复行业市场规模至 2024 年增至 675 亿元（单位：十亿元）



资料来源：国家统计局、弗若斯特沙利文报告、圣贝拉集团招股书、华源证券研究所

2.2. 手术感控：2026 年全球手术感控市场规模或将达到 270 亿元，手术组合包市场空间持续打开

手术感染控制市场：手术量与日俱增，手术感染控制产品需求持续增加。手术感控产品由各类手术铺单、手术衣、手术组合包等组成，据 APHA 等机构数据，全球手术感控市场 2019 年市场规模突破 200 亿元，之后以每年 4%-5% 左右的增速平稳增长，2023 年，该市场规模达到 242.79 亿元，在增速水平基本保持不变的情况下，市场规模预计有望于 2026 年达到 270.62 亿元。中国手术感控市场已形成一定规模的出口业务，据尚普咨询、中国医药保健品进出口商会数据，该产品出口规模 2014 年突破 3 亿美元，并于 2023 年达到 7.4 亿美元。由于需求端尚未得到完全开发，中国手术感控出口市场未来仍有较大发展空间，预计 2026 年有望达 10.78 亿美元。

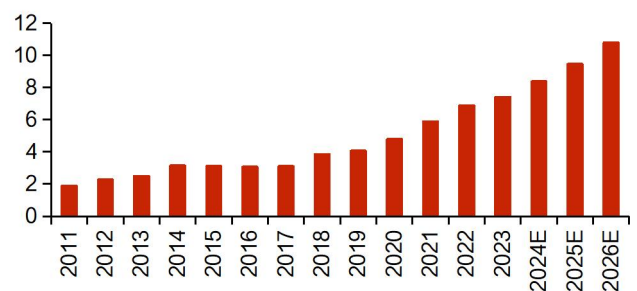
图表 23：2026 年全球手术感控市场规模或将达到 270.62 亿元



■ 全球手术感控市场规模 (亿元)

资料来源：APHA、BMI Research、尚普咨询、爱舍伦招股书、华源证券研究所

图表 24：2026 年中国手术感控产品出口规模或将达到 10.78 亿美元



■ 中国手术感控产品出口规模 (亿美元)

资料来源：尚普咨询、中国医药保健品进出口商会、华源证券研究所

根据爱舍伦招股书，手术感控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：一次性手术感控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，一次性手术感控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；一次性手术感控产品在便利性、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。

全球手术量的分布不均导致手术组合包的市场主要集中在北美以及欧洲等经济发达地区，且较低的全球外科手术普及程度也体现出手术组合包未来的发展潜力。参考爱舍伦公告，根据 APHA、EUDAMED、柳叶刀等数据，全球手术组合包市场从 2011 年的 50.19 亿元增长到 2023 年的 85.24 亿元，期间年均增长率为 4.5%，全球手术组合包市场整体呈现稳定增长的态势。尤其是随着经济欠发达地区外科手术普及率的上升，手术组合包市场规模有望迎来较大的增长幅度，2026 年全球手术组合包规模或将增至 95 亿元。美国传统手术包市场从 2011 年的 16.06 亿元增长到 2023 年 27.28 亿元，欧洲手术包市场从 2011 年的 17.07 亿元增长到 2023 年的 28.98 亿元，未来有望保持增长态势。

图表 25：2023 年美国与欧洲地区传统手术包整体规模约占全球 60%以上



资料来源：APHA、EUDAMED、柳叶刀、尚普咨询、爱舍伦公告、华源证券研究所

图表 26：2026 年全球手术组合包规模或将增至 95 亿元



资料来源：APHA、柳叶刀、尚普咨询、爱舍伦公告、华源证券研究所

3. 绑定国际头部客户夯实订单基础，全球化产能布局与研发能力支持持续扩张

3.1. 深度绑定 Medline 等国际龙头，客户黏性与合作稳定性较强

爱舍伦公司产品销售以外销为主，采用 ODM/OEM 方式与境外医疗器械品牌商合作，主要通过直销方式进行。公司主要通过参加国际医疗行业展会，如德国国际医疗设备展（MEDICA），阿拉伯国际医疗设备展览，美国国际医疗设计与制造展览会等进行品牌宣传，接触有委托生产意向的品牌商，交流彼此的信息和需求。公司的产品市场遍布全球，主要销往北美、欧洲、日韩、中东、南美等 50 多个国家和地区。公司目前内销收入较小，主要来自国内贸易商的销售收入，亦有部分商品直接向国内终端医疗机构或者国内其他同类生产厂家作为配件销售。2021 年至 2025 年上半年，公司境外营业收入分别为 5.31 亿元、5.20 亿元、5.39 亿元、6.52 亿元和 4.21 亿元，占总营收比例均超 90%，其中在美国市场实现营业收入分别为 3.54 亿元、3.85 亿元、4.14 亿元、4.79 亿元和 3.31 亿元，2025H1 占总营收 75.56%。

图表 27：2021-2025H1 公司境外收入占总营收比例均超 90%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 28：2025H1 公司美国市场实现营收占境外营收 79%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

公司开拓新客户的同时与老客户持续深度合作。公司核心客户 Medline 集团、Zarys International Group、Sejong Healthcare co., Ltd 均为国际知名医疗器械品牌商，其中 Medline 集团位列 Medical Design & Outsourcing 发布的 2024 年全球医疗器械公司百强榜第四位，北美市场第一位；Zarys International Group 为波兰知名医疗器械公司，位列波兰前三名；Sejong Healthcare co., Ltd 为韩国知名上市公司，为韩国医用敷料前二名企业。2022-2025H1，公司向前五大客户的销售金额占营业收入比重分别为 81.99%、86.27%、86.27%和 88.40%，客户集中度较高，其中对 Medline 集团的销售占比始终处于首位。

图表 29：2022-2025H1，Medline 集团一直是公司第一大客户，销售额占比 70%以上

年份	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占当期营业收入比例	是否存在关联关系
2025H1	1	Medline 集团	34062.28	77.73%	否
	2	Zarys International Group	2716.78	6.20%	否
	3	Sejong Healthcare Co., Ltd.	695.87	1.59%	否

2024 年	4	苏州鼎康进出口有限公司	651.91	1.49%	否
	5	San Pablo Commercial Corp.	610.3	1.39%	否
	合计	前五大客户	38737.15	88.40%	否
	1	Medline 集团	49105.76	71.00%	否
	2	Zarys International Group	5933.18	8.58%	否
	3	Sejong Healthcare Co., Ltd.	1788.21	2.59%	否
	4	苏州鼎康进出口有限公司	1695.04	2.45%	否
	5	San Pablo Commercial Corp.	1141.97	1.65%	否
	合计	前五大客户	59664.16	86.27%	否
	2023 年	1	Medline 集团	41994.63	73.08%
2		Zarys International Group	4539.56	7.90%	否
3		苏州鼎康进出口有限公司	1369.62	2.38%	否
4		Sejong Healthcare Co., Ltd.	870.6	1.51%	否
5		San Pablo Commercial Corp.	804.94	1.40%	否
2022 年	合计	前五大客户	49579.35	86.27%	否
	1	Medline 集团	41013.65	71.51%	否
	2	Zarys International Group	2939.61	5.13%	否
	3	苏州鼎康进出口有限公司	1285.63	2.24%	否
	4	Sejong Healthcare Co., Ltd.	959.32	1.67%	否
	5	Raffin Medical	823.67	1.44%	否
合计	前五大客户	47021.87	81.99%	否	

资料来源：爱舍伦招股书、华源证券研究所

公司第一大客户 Medline 凭借数十万种 SKU、自有制造与广泛分销相结合的模式，以及覆盖医院、诊所和后急性护理机构的客户基础，已成为全球最大的医用外科产品供应商之一。根据爱舍伦公告，Medline 集团成立于 1910 年，总部位于美国芝加哥，全球员工约 43,000 人；Medline 集团的产品种类超 55 万种，涵盖手术器械、医用纺织品、医疗耗材、诊断设备、患者护理产品等，为医疗护理提供整体解决方案；Medline 集团的业务遍布超过 125 个国家，在全球有强大的分销体系。

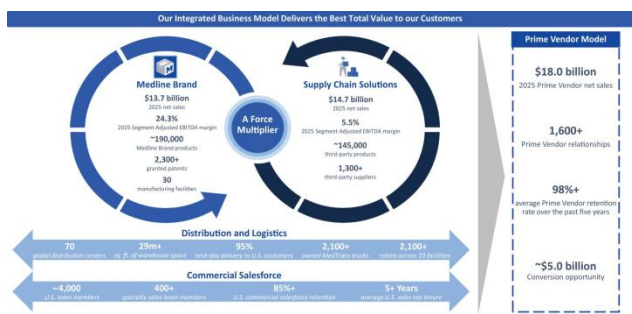
图表 30：Medline 已成为全球最大的医用外科产品供应商之一



资料来源：Medline 招股书、华源证券研究所

Medline 全球市场地位稳固,为“制造+品牌+渠道+供应链服务”一体化平台。根据 Medline 公告,公司分为自有品牌业务和供应链解决方案业务,2025 年占总营收比例分别为 48.3%和 51.7%,其中自有品牌业务提供约 190,000 种产品,供应链解决方案业务提供约 145,000 种第三方品牌产品并提供定制化的供应链优化服务。同时,公司通过 Prime Vendor 模式与客户建立长期合作关系,在该模式下,公司通常签署五年期长期协议,作为客户医疗外科耗材产品的主要供应商。截至 2025 年 12 月 31 日,公司拥有超过 1,600 个 Prime Vendor 合作关系,2025 年相关营收达 180 亿美元,占公司总收入的 63%。在 Prime Vendor 合作模式下,Medline 提供的产品组合平均比例约为 65%的第三方品牌产品和 35%的自有品牌产品,这为未来推动自有品牌替代提供了重要机会。Medline 客户留存率较高,过去 5 年平均留存率超过 98%。**在物流分销方面,**截至 2025 年末,公司拥有 70 个全球分销中心(其中 45 个位于美国),可实现对美国 95%客户的次日达配送,全球库存规模约 48 亿美元,公司过去五年已在分销网络投入约 14 亿美元资本开支,并保留约 25%的产能冗余以支持长期增长。

图表 31: Medline 采取一体化商业模式



资料来源: Medline 公告、华源证券研究所

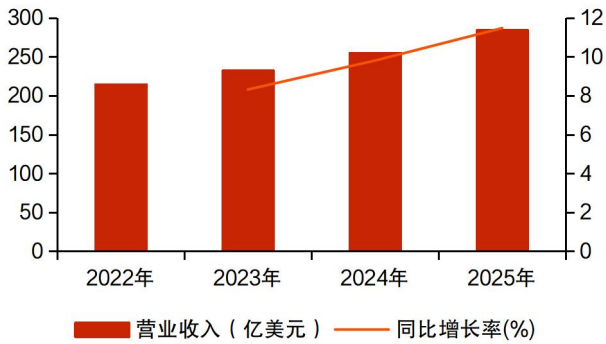
图表 32: Medline 通过 45 个配送中心,实现对美国 95% 客户的次日送达



资料来源: Medline 公告、华源证券研究所

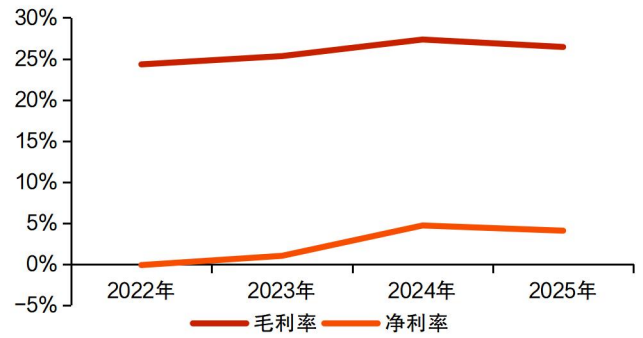
受益于 Medline 集团在行业中的领先地位、医用敷料市场的刚性需求属性及广阔的市场发展空间,我们认为 Medline 未来发展空间较大。自成立以来,Medline 持续实现稳健增长,营业收入从 2022 年的 214.48 亿美元增长至 2025 年的 284.32 亿美元;盈利能力从 2024 年开始回升,Medline 2025 年实现净利润 11.57 亿美元。2025 年调整后 EBITDA 达到 30.71 亿美元,较强的现金创造能力帮助其在通胀和供应链波动环境下保持了经营韧性。参考宇宁 MedTech 公众号,2025 年 12 月 17 日,Medline 在纳斯达克完成 IPO,以 62.6 亿美元募资规模,成为 2025 年全球最大的上市交易之一。

图表 33: 2025 年 Medline 营业收入达到 284.32 亿美元



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 34: Medline 2025 年毛利率约为 26%



资料来源: iFinD、华源证券研究所

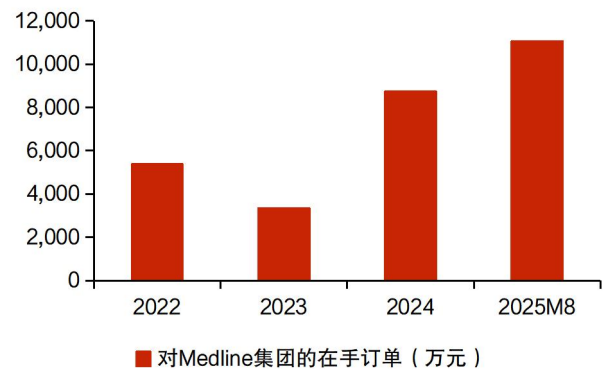
爱舍伦与 Medline 集团的合作自 2007 年开始,合作年限已超过 15 年,双方合作黏性和交易稳定性较高。2022-2025H1,公司对 Medline 集团在手订单余额分别为 5,363.33 万元、3,337.39 万元、8,728.31 万元和 11,019.90 万元。公司在手订单消化的平均周期一般为 2 个月至 2.5 个月。截至 2025 年 8 月末,公司对 Medline 集团在手订单余额为 11,046.53 万元,在手订单余额的波动主要受客户的订单规模、公司产能、公司交付速度及运输情况等因素影响。此外,由于认证周期长、流程复杂、涉及部门多、投入成本高,供应商进入难度较大,Medline 更换认证供应商的成本较高,通常不会轻易更换。

图表 35: 爱舍伦与 Medline 集团的业务合作流程



资料来源: 爱舍伦公告、华源证券研究所

图表 36: 截至 2025 年 8 月末,公司对 Medline 集团在手订单余额为 11,046.53 万元



资料来源: 爱舍伦公告、华源证券研究所

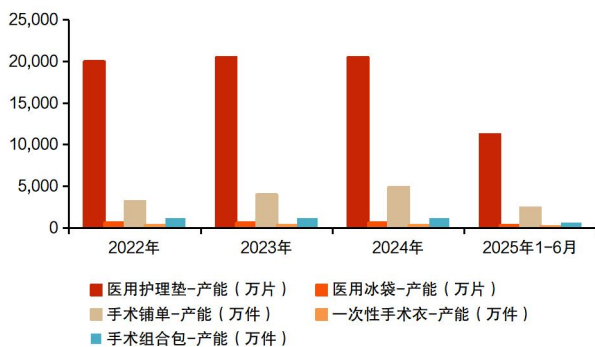
3.2. 前瞻性布局全球化产能,产能和产品品类扩张加速打开成长空间

公司通过多年发展,已拥有国内外 4 家已投产生产基地,3 家在建以及 2 家筹备中的生产基地,已跻身国内医用敷料行业头部,在医用护理垫产品细分市场占据国内领先优势。公司四家已投产的生产基地分别位于江苏省盐城市、安徽省宣城市、江苏省张家港市及泰国大城府;公司分别在摩洛哥和泰国设立全资孙公司创新医疗、默瑞医疗和新星医疗作为公司未

来的境外生产基地。公司具有相对领先的战略眼光，全球产业链布局的时间早于同行业其他供应商，于2017年就启动了海外工厂的选址考察，第一个海外工厂泰国爱舍伦于2019年在泰国奠基开建，2021年泰国第一个工厂正式投产，在中美贸易摩擦的背景下，泰国工厂不断扩大产能，有效应对了美国贸易政策变动的影响，2024年度已经实现近10亿泰铢的营收；泰国默瑞医疗正在进行厂房装修及测试认证，预计2026年下半年投入使用，后续主要生产连接管及现有医用敷料相关产品；泰国新星医疗在2026年2月25日决定增加380万美元投资，用于在当地购买土地、厂房建设及日常经营。2026年1月28日，公司董事会审议通过对摩洛哥工厂追加1500万欧元的投资，加速丹吉尔科技城工厂建设。目前，摩洛哥公司已购置59695 m²土地，一期项目规划建筑面积约31348 m²，主要建设生产车间、仓库、办公楼等设施，并购置相关生产设备。

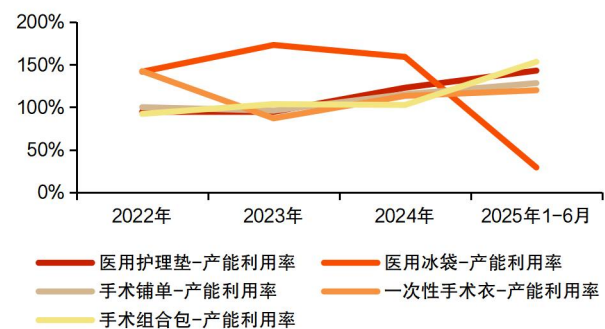
根据爱舍伦公告，公司主要产品的产能利用率较高，基本达到饱和状态，主要原因系订单持续增加，公司通过增加机器运行时间、实行员工两班制工作安排，提升产量。2024年及2025年上半年医用护理垫、手术铺单和手术组合包订单增长较多，公司新建厂房尚未完全投产，后续预计将通过不断提升公司产能缓解产能不足的问题，除了募投项目、泰国以及摩洛哥工厂的新建产能，公司还对国内现有工厂进行扩产能（2025年已经对个别国内工厂进行新增产能备案）以及2025年在泰国爱舍伦工厂新租赁2处场地用于扩大生产。

图表 37：2025H1 公司主要产品医用护理垫产能达 11,250 万片



资料来源：iFinD、华源证券研究所

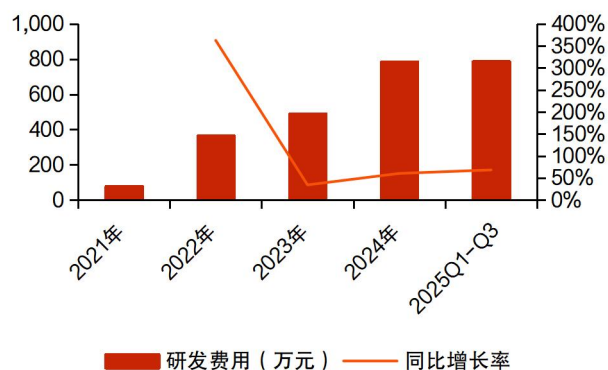
图表 38：2025H1 公司主要产品医用护理垫产能利用率达 142.92%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

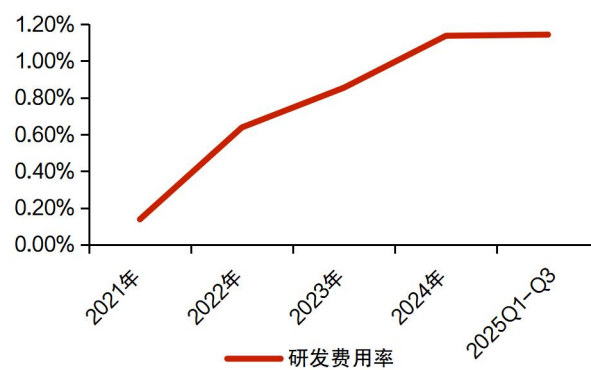
公司为提高自身的科技创新、创造能力，提高核心竞争力，逐步增加研发投入。2021年-2025年前三季度，公司研发费用分别为79.16万元、366.09万元、490.93万元、786.31万元和788.34万元，占营业收入比例分别为0.14%、0.64%、0.85%、1.14%和1.14%，公司研发费用率呈现增长的趋势，主要系逐步完善研发相关制度并加大研发投入，未来随着研发投入的增加，研发费用率或将逐步提升。2025年上半年，公司新增研发项目较多，同时公司提升对研发人员的薪酬激励，加大新产品开发的力度，因此研发费用持续增加。未来，公司预计将不断加大研发投入力度，吸引人才加入公司，为新产品的推出和工艺的改进提供更大的保障。

图表 39：2025Q1-Q3 公司研发费用达 788.34 万元，同比增长 68.11%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

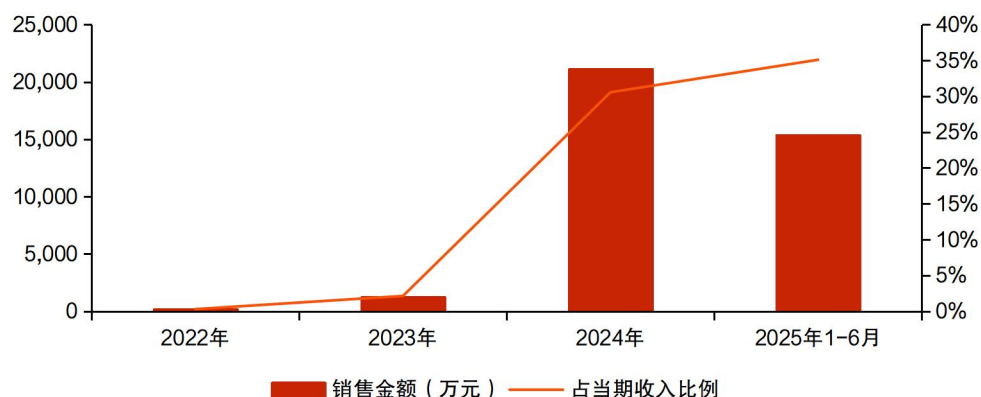
图表 40：2025Q1-Q3 公司研发费用率为 1.14%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

公司持续在产品生产工艺、自动化生产及改良等方面进行技术创新，提高产品质量和生产效率，同时不断加大新产品研发投入，建立了完善的产品质量管理体系，公司获得 ISO13485:2016 医疗器械质量管理体系认证、欧盟 CE 产品认证、美国 FDA 企业注册和产品列名。截至 2026 年 1 月 9 日，爱舍伦共获得专利 77 项，包括 21 项发明专利、10 项外观设计、46 项实用新型专利。公司积极进行新产品研发，研发项目部分实现转产。爱舍伦产品创新的具体情况包括高透气性床垫、高吸水性 ABD 垫以及高承重性床垫。由于公司产品属于医用敷料类产品，均使用于医疗卫生场景下，产品的适用以及客户的认可需要一定周期，故在新产品开发当年实现销售收入较少。新开发产品在 2022 年、2023 年、2024 年和 2025 年 1-6 月分别实现销售收入为 174.60 万元、1,232.47 万元、21,135.16 万元和 15,375.74 万元，占各期收入比例分别为 0.30%、2.14%、30.56%和 35.09%。

图表 41：2025H1 公司新开发产品销售收入占营收比例达到 35.09%



资料来源：爱舍伦招股书、华源证券研究所

公司产品创新的具体情况包括高透气性床垫、高吸水性 ABD 垫以及高承重性床垫，部分产品技术指标优于竞争对手。

图表 42：爱舍伦创新床垫产品与竞争对手产品的比较情况

技术属性	公司名称	产品名称	技术指标
透湿率	爱舍伦	高透气性床垫	性能指标透湿率 (WVT) 达到 2662g/ (m ² · 24h)
	A	A1 床垫	1614g/ (m ² · 24h)
	B	B1 护理垫	246g/ (m ² · 24h)
	C	C1 医用护理垫成人专用型	1758g/ (m ² · 24h)
吸水性	爱舍伦	高吸水性 ABD 垫	吸水倍率达到自身干重的 18.9 倍
		高吸水性床垫	吸水倍率达到自身干重的 21.5 倍
	A	未获取到 ABD 垫	-
		A1 床垫	吸水倍率最高达到干重的 19.285 倍
	B	未获取 ABD 垫	-
		B1 护理垫	吸水倍率最高达到干重的 19.11 倍
	C	C1 医用护理垫成人专用型	吸水倍率最高达到干重的 16.197 倍
承重性	爱舍伦	高承重性床垫	承重量最高可达 661 磅
		高承重性宠物床垫	承重量最高可达 473 磅
	A	A1 床垫	承重量最高达 70.33 磅
	B	B1 护理垫	承重量最高达 27 磅
	C	C1 医用护理垫成人专用型	承重量最高达 24 磅
	D	D1 转移垫	承重量最高达 192 磅

资料来源：爱舍伦公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合对医疗敷料行业增长以及公司绑定大客户不断提升市场份额的积极预期，我们对其业务假设如下：

(1) 康复护理产品：预计收入持续增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +58.00%/+22.00%/+20.00%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 5.84/7.12/8.54 亿元；

(2) 手术感控产品：预计收入持续增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +25.30%/+24.00%/+26.00%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.97/4.92/6.20 亿元。

我们预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 1.15/1.43 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18/15 倍。我们选取振德医疗、稳健医疗、可孚医疗为可比公司，2026 年对应可比公司 PE 均值为 36X。公司长期专注于医用卫生材料与敷料领域，近年来业务规模持续增长，主要客户包括 Medline 集团等全球领先医疗耗材企业，我们认为公司顺应全球人口老龄化与感染控制需求提升趋势，并积极拓展产品线并推进产能建设，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 43：爱舍伦可比公司估值表（截至 20260407）

公司名称	股票代码	最新收盘价（元/股）	最新总市值（亿元）	EPS（元/股）		PE	
				2026E	2027E	2026E	2027E
振德医疗	603301.SH	89.30	235.76	1.33	1.50	67.2	59.7
稳健医疗	300888.SZ	32.31	188.15	2.12	2.52	15.3	12.8
可孚医疗	301087.SZ	55.82	116.61	2.22	2.68	25.2	20.9
	均值					35.9	31.1
爱舍伦	920050.BJ	30.73	20.80	1.70	2.11	18.1	14.6

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；爱舍伦盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

客户集中度较高的风险：公司在 2022 年至 2025H1 内的前五大客户合计销售收入占比分别为 81.99%、86.27%、86.27%和 88.40%，客户集中度较高，该情形主要系公司“大客户为核心+境外销售 ODM/OEM”业务模式导致，其中第一大客户 Medline 集团占比分别为 71.51%、73.08%、71.00%和 77.73%，重点客户的销售订单对公司的经营业绩有较大的影响。若未来下游行业发生不利变化、Medline 集团自身经营状况发生不利变化或公司未能继续保持竞争优势(如公司产品质量下降、服务响应速度下降等)导致 Medline 集团对公司产品的需求减少或与公司的合作关系发生不利变化，而公司又未能及时拓展其他客户，可能会对公司的经营业绩产生不利影响，公司或将面临因客户集中度较高和大客户依赖而导致的经营风险。

市场竞争风险：近年来受全球经济下行、欧美等主要市场消费有所萎缩、汇率波动以及国内人力成本上升等因素的影响，我国医用敷料行业整体出口增速有所放缓，出口企业之间

的竞争加剧。国内医用敷料行业较为分散，中小竞争厂商数量众多，市场竞争已由价格及质量竞争上升至研发能力、管理能力、资金实力的全方位竞争。长期来看我国医用敷料出口亦面临着来自东南亚地区劳动力成本较低国家的竞争压力，公司产品品类与同行业可比公司相比较少，且在企业规模、资金实力、研发投入、研发人才等方面相比主要竞争对手存在一定差距，对公司未来市场竞争造成一定风险。同时部分国内竞争对手已在东南亚地区投资设立或计划投资设立生产基地，增加了其对境外市场的产品输出能力，对公司未来境外市场竞争造成一定风险。

境外市场收入占比较高的风险：公司主营业务收入主要来源于境外销售。在 2022 年至 2025H1 期间公司境外销售收入分别为 52,047.97 万元、53,911.50 万元、65,226.07 万元和 42,135.02 万元，占当期主营业务收入比例分别为 90.99%、94.25%、94.71%和 96.54%，境外销售收入占比较高，公司产品主要销往美国、欧洲、韩国等国家和地区。2018 年以来，持续的国际贸易摩擦导致中资企业国际市场业务开拓出现阻力，目前国际政治、经济、贸易环境存在一定不确定性。2022 年至 2025H1，公司境内工厂出口美国的收入分别为 33,417.66 万元、27,409.15 万元、28,071.37 和 13,808.81 万元，占营业收入的比例分别为 58.26%、47.70%、40.59%和 31.51%。若未来贸易政策持续变动、其他主要销售国家或地区的贸易环境发生重大不利变化，均可能对公司境外业务的开展产生不利影响，导致公司未来国际市场业务开拓不顺利或未能达到预期，进而可能影响公司的销售收入和经营业绩。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	73	122	428	460
应收票据及账款	59	70	85	105
预付账款	7	10	13	16
其他应收款	13	11	13	15
存货	123	155	180	214
其他流动资产	64	90	109	133
流动资产总计	339	458	829	943
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	273	322	369	417
在建工程	279	224	158	97
无形资产	64	73	85	92
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	55	65	59	65
非流动资产合计	671	683	670	671
资产总计	1,009	1,141	1,499	1,614
短期借款	119	129	133	131
应付票据及账款	111	120	144	178
其他流动负债	24	44	47	59
流动负债合计	254	293	324	368
长期借款	2	2	1	1
其他非流动负债	16	16	16	16
非流动负债合计	18	18	17	17
负债合计	273	311	341	384
股本	51	51	68	68
资本公积	304	304	558	558
留存收益	372	465	523	594
归属母公司权益	727	820	1,148	1,220
少数股东权益	10	10	10	10
股东权益合计	737	830	1,158	1,229
负债和股东权益合计	1,009	1,141	1,499	1,614

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	81	91	116	144
折旧与摊销	24	32	42	52
财务费用	-5	5	6	4
投资损失	0	1	0	1
营运资金变动	-29	-42	-37	-37
其他经营现金流	2	3	-1	-2
经营性现金净流量	72	91	125	162
投资性现金净流量	-83	-46	-29	-52
筹资性现金净流量	0	4	211	-78
现金流量净额	-3	49	307	32

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	692	989	1,215	1,488
营业成本	532	769	940	1,147
税金及附加	7	10	12	15
销售费用	11	14	17	21
管理费用	54	78	97	120
研发费用	8	11	14	17
财务费用	-5	5	6	4
资产减值损失	-1	-1	0	-1
信用减值损失	-1	-2	-2	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	12	5	0	0
营业利润	95	103	127	159
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	95	101	126	158
所得税	14	8	11	16
净利润	81	93	115	142
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	81	93	115	143
EPS(元)	1.19	1.38	1.70	2.11

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	20.36%	42.95%	22.87%	22.45%
营业利润增长率	17.25%	7.43%	23.84%	25.38%
归母净利润增长率	20.54%	15.77%	22.96%	24.11%
经营现金流增长率	-25.50%	26.46%	38.25%	29.78%
盈利能力				
毛利率	23.13%	22.25%	22.63%	22.89%
净利率	11.66%	9.44%	9.45%	9.58%
ROE	11.10%	11.39%	10.01%	11.69%
ROA	8.00%	8.19%	7.66%	8.84%
估值倍数				
P/E	25.77	22.26	18.10	14.58
P/S	3.01	2.10	1.71	1.40
P/B	2.86	2.54	1.81	1.71
股息率	4.60%	0.00%	2.76%	3.43%
EV/EBITDA	19	16	11	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。