稳健医疗（300888.SZ）

2020 年 09 月 22 日

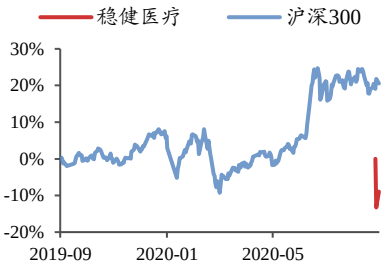
医疗与消费板块双两轮驱动的医疗健康企业龙头

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/9/21
当前股价(元)	114.98
一年最高最低(元)	160.00/103.70
总市值(亿元)	490.38
流通市值(亿元)	50.45
总股本(亿股)	4.26
流通股本(亿股)	0.44
近 3 个月换手率(%)	148.38

股价走势图



数据来源：贝格数据

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● **以“棉”为核心，医疗消费板块协同发展。首次覆盖，给予“买入”评级**

公司主要从事棉类制品的研发、生产与销售，通过“winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”两大品牌进行医疗及消费板块协同发展，近年来业绩持续增长，疫情期间防疫用品销售大幅增厚业绩。受益于行业发展趋势及稳固的技术研发壁垒、品牌积淀，公司未来业绩有望持续快速提升。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 20.8/17.0/19.8 亿元，对应 EPS 为 4.87/3.98/4.65 元，当前股价对应 PE 为 22.5/27.5/23.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **医用敷料：技术研发水平及渠道规模领先，行业集中度提升利好龙头发展**

公司端：1）产品：技术壁垒深厚，由传统敷料向高端敷料拓展，产品品类丰富；2）品牌：稳居医用敷料出口前三名，疫情期间提供大量防护物资，知名度进一步提升；3）渠道：境内覆盖 2,000 余家医院及近 40,000 家零售药店；海外遍布 70 余个国家和地区，铺设广泛。**行业端：**医疗水平提升及老龄化推动行业规模提升，医改背景下产业逐渐向高端环节转移，且集中度提升，利于巩固竞争优势。

● **健康消费：全棉健康理念深入人心，具备医疗背景高品质基因**

公司端：1）产品：独创纯棉柔巾、纯棉湿巾等核心单品，医疗级质控下安全性突出，品类丰富覆盖多个消费人群；2）品牌：具备先发优势，医疗品牌背书受消费者信赖，安全天然品牌形象深入人心；3）渠道：主要以线上、购物中心及精品商超为主，符合品牌定位，与生活用纸企业差异化竞争；同时未来下沉二三线城市有望带动业绩增长。**行业端：**生活用纸及一次性卫生用品需求较为刚性，行业规模提升叠加公司核心单品棉柔巾渗透率提升趋势，未来发展空间较大。

● **疫情带动防疫物资需求持续提升，看好公司中长期发展**

疫情期间防疫物资需求提升，2020H1 公司口罩、防护服实现销售收入 20.26 亿元，同比增长约 2924%。由于海外疫情持续扩散、国内出台 300 亿元补贴政策购置防护物资，有望推动公司业绩大幅提升。中长期来看，疫情期间公司知名度进一步提升，客户得以拓展，社会健康消费意识改善，有望推动公司业绩持续提升。

● **风险提示：**渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,839	4,575	8,909	9,360	10,998
YOY(%)	9.8	19.2	94.8	5.1	17.5
归母净利润(百万元)	425	546	2,077	1,696	1,981
YOY(%)	-0.6	28.6	280.2	-18.3	16.8
毛利率(%)	49.2	51.6	49.4	48.6	50.5
净利率(%)	11.1	11.9	23.3	18.1	18.0
ROE(%)	16.0	17.3	39.7	24.5	22.3
EPS(摊薄/元)	1.00	1.28	4.87	3.98	4.65
P/E(倍)	110.0	85.5	22.5	27.5	23.6
P/B(倍)	17.6	14.8	8.9	6.7	5.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 稳健医疗：医疗与消费板块双轮驱动、协同发展的医疗健康企业龙头 5
1.1、 起步于医疗，成功打造消费品品牌全棉时代 5
1.2、 公司收入持续增长，2020H1 受益于疫情业绩大幅提升 6
1.3、 公司股权结构较为集中，股权激励充分 9
2、 医用敷料板块：公司具备领先优势，行业集中度有望提升 10
2.1、 公司端：五大优势奠定龙头地位，同业对比竞争优势突出 10
2.1.1、 五大优势奠定公司在医用敷料领域龙头地位 10
2.1.2、 同业对比凸显优势，毛利率显著高于同行 13
2.2、 行业端：医用敷料市场发展潜力较大，预计集中度将进一步提升 14
2.2.1、 市场现状：全球市场保持稳定，国内市场发展增速快于全球 14
2.2.2、 发展趋势：市场规模将逐步扩大，我国医用敷料市场集中度有望进一步提升 15
3、 健康消费板块：全棉理念，医疗背景，品质基因 17
3.1、 公司端：安全天然理念深入人性，创新驱动业务发展 17
3.1.1、 产品端：医疗级质控安全性突出，丰富产品线打造纯棉生活用品全面体验 18
3.1.2、 品牌端：安全天然理念深入人心，先发优势显著 20
3.1.3、 渠道端：全渠道销售网络健全，下沉二三线城市加快布局 21
3.1.4、 同业对比：毛利率高于行业平均，营运能力突出 24
3.2、 行业端：市场规模持续提升，利好公司各品类增长 25
3.2.1、 生活用纸需求稳步增长，棉柔巾渗透率显著提升 25
3.2.2、 一次性卫生用品行业规模快速提升 26
4、 全棉水刺无纺布板块：行业较快增长，棉类占比提升 27
5、 疫情带动防疫物资需求提升 28
6、 盈利预测与投资建议 30
7、 风险提示 30
附：财务预测摘要 31

图表目录

图 1： 公司成立后的发展可分为三个阶段 5
图 2： 公司旗下两大主要品牌：稳健医疗、全棉时代 6
图 3： 2015-2020H1 公司营业收入持续增长 7
图 4： 2015-2020H1 公司归母净利润持续增长 7
图 5： 日用消费品营收占比持续上升 8
图 6： 日用消费品业务增长稳健 8
图 7： 2019 年公司内销收入为 36.47 亿元 8
图 8： 2019 年公司境内销售占比 80.8% 8
图 9： 日用消费品毛利较高，医用敷料毛利不断上升 9
图 10： 2019 年公司毛利率和净利率均有所提升 9
图 11： 2019 年公司期间费用率小幅上升 9
图 12： 公司股权结构较为集中 10
图 13： 自有品牌占比持续提升 10
图 14： 公司在医用敷料领域建立严格的质量管控流程 11

图 15：稳健医疗捐赠物资送达抗疫一线 12
图 16：疫情期间，公司黄冈生产车间生产线昼夜运转 12
图 17：公司以线下渠道为主，线上渠道为辅销售医用敷料产品 13
图 18：公司医用敷料毛利率呈逐年上升趋势 14
图 19：公司医用敷料销售费用率与可比公司较为接近 14
图 20：公司医用敷料应收账款周转率略低于同行业公司 14
图 21：公司医用敷料存货周转率高于同行业公司 14
图 22：2014-2018 全球医用敷料市场规模基本保持稳定 15
图 23：我国医用敷料市场预计将持续快速发展 15
图 24：我国城镇职工基本医保参保人数逐年增加 16
图 25：我国人均医疗卫生费用逐年增加 16
图 26：我国 65 岁以上人口比重逐年增加 16
图 27：2018 年我国机构入院人次达 2.55 亿 16
图 28：医用无纺布四大优势领先于传统纯棉机织制品 17
图 29：公司实现了医用产品向家用产品的拓展 18
图 30：健康消费板块产品线丰富 19
图 31：全棉时代与稳健医疗共用生产线 20
图 32：全棉时代品牌理念 21
图 33：全棉时代携手董又霖打造品牌主题曲《棉》 21
图 34：演员宋轶与超模陈燃为全棉时代宣传带货 21
图 35：全棉时代举办“纱布节”、“亲子节”等活动 21
图 36：全棉时代已构建了线上线下全渠道网络 22
图 37：电商及线下渠道销售收入增长 22
图 38：全棉时代官网具备“销售+社交”属性 22
图 39：各电商渠道销售收入增长（亿元） 22
图 40：全棉时代门店 23
图 41：全棉时代门店覆盖地区广泛 23
图 42：全棉时代进驻山姆会员商店 23
图 43：生活用纸消费量预计逐年提升 25
图 44：吸收性卫生用品市场规模提升 26
图 45：水刺无纺布产量逐年提升 27
图 46：全棉时代推出守护系列产品抗击疫情 28
图 47：海外新冠疫情感染病例持续新增 29
图 48：稳健医疗被称为抗击疫情军工厂 29
图 49：公司荣获全国抗击新冠肺炎疫情先进集体称号 29

表 1：2019 年公司三大板块业务增长（万元） 7
表 2：医用敷料板块产品多元化 11
表 3：振德医疗、奥美医疗与稳健医疗长期占据国内医用敷料出口领域的前三名 13
表 4：棉柔巾品类收入占比较高 19
表 5：公司预计扩张 96 家直营门店 24
表 6：公司健康生活产品毛利率高于行业平均水平 24
表 7：公司应收账款周转率高于行业平均 24
表 8：公司存货周转率高于行业平均 25

表 9: 全面水刺无纺布产销率维持在较高水平 27
表 10: 公司所生产的全棉水刺无纺布毛利率显著高于行业平均水平 28
表 11: 稳健医疗有望享受估值溢价 30

1、 稳健医疗：医疗与消费板块双轮驱动、协同发展的医疗健康企业龙头

1.1、 起步于医疗，成功打造消费品品牌全棉时代

稳健医疗成立于 1995 年，最初从事医用敷料 OEM 业务，后成立自有品牌“winner 稳健医疗”开拓海内外医用敷料市场，2005 年通过技术创新自主研发了全棉水刺无纺布工艺，成立“Purcotton 全棉时代”品牌成功切入消费品市场，并直接将全棉水刺无纺布作为工业中间品进行销售，成为了医疗与消费板块双轮驱动、协同发展的医疗健康企业。2019 年公司医用敷料、健康生活消费品、全棉水刺无纺布收入占比分别为 26%、67%、6%。

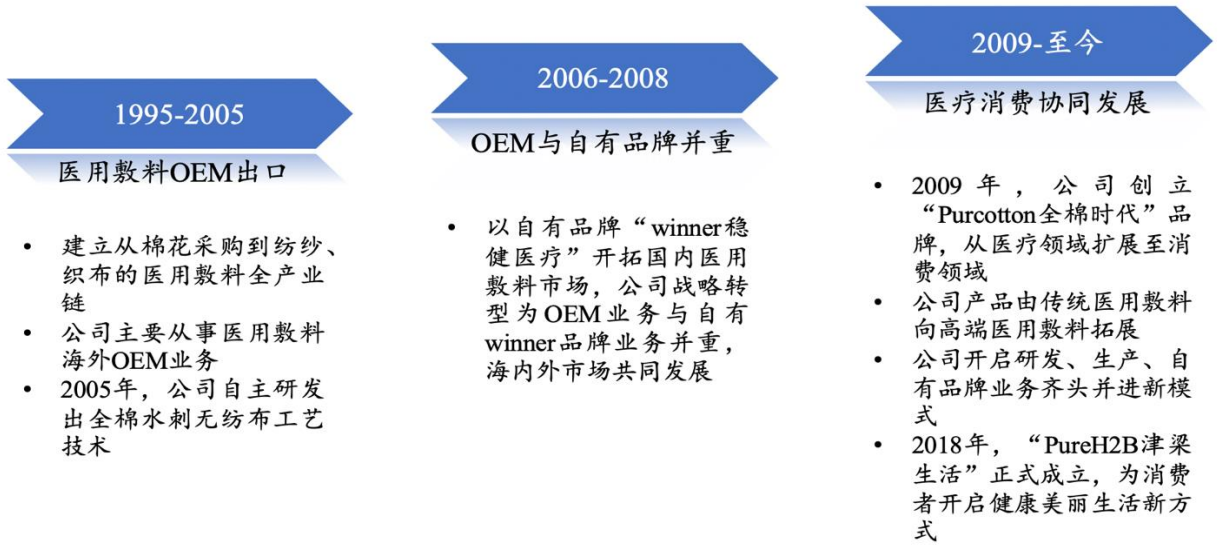
公司发展历程主要可以分为三个阶段：

1）医用敷料 OEM 出口（1995 - 2005）： 1995 年，成立稳健医用纺织品有限公司，开始建立从棉花采购到纺纱、织布的医用敷料全产业链。1997 年，公司开拓欧洲市场，开始发展医用敷料海外 OEM 业务。2001 年，在深圳市投资兴建现代化工业园，并于同年着手开拓国内市场。2005 年，公司自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术。

2）OEM 与自有品牌并重（2006 - 2008）： 公司以自有品牌“winner 稳健医疗”开拓国内医用敷料市场，由专注海外 OEM 业务向 OEM 业务与自有 winner 品牌业务并重，海外市场与国内市场并重转型。

3）医疗消费协同发展（2009 -至今）： 2009 年，成立“Purcotton 全棉时代”，公司开始从医疗领域扩展至消费领域。2010 年，公司产品开始从传统伤口敷料向功能性伤口敷料发展。2015 年，公司改制为稳健医疗用品股份有限公司。2018 年，“PureH2B 津梁生活”品牌成立，旨在为消费者提供天然、科学的高端健康生活用品。

图1：公司成立后的发展可分为三个阶段



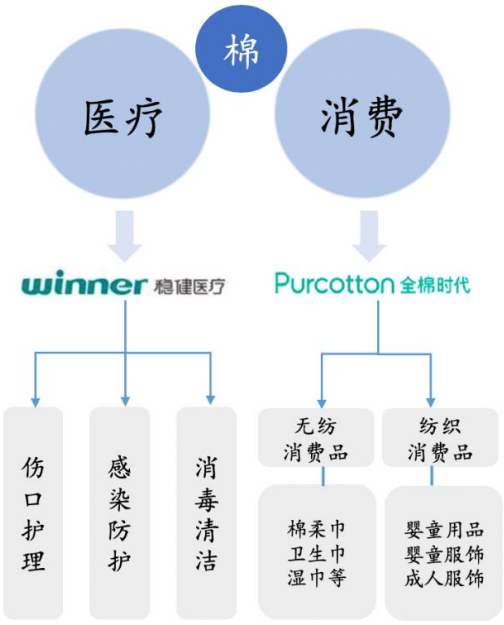
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司旗下主要品牌包括：

1）“winner 稳健医疗”作为医疗品牌，提供全球领先的伤口护理和感染防护解决方案，并扩展至家庭护理领域，其覆盖的医用敷料板块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；

2）“Purcotton 全棉时代”作为公司健康生活消费品板块品牌，以全棉水刺无纺布为基础，产品涵盖纯棉柔巾、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。

图2：公司旗下两大主要品牌：稳健医疗、全棉时代

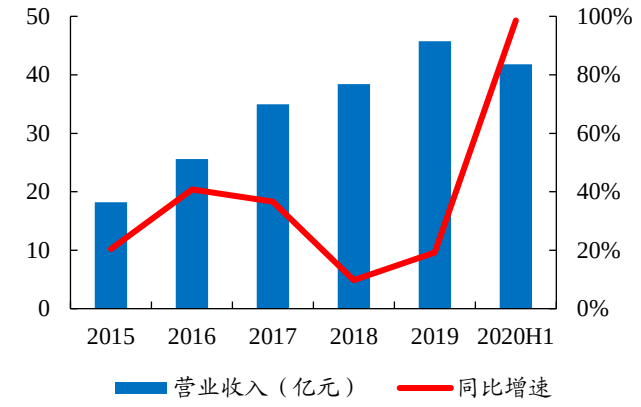


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 公司收入持续增长，2020H1 受益于疫情业绩大幅提升

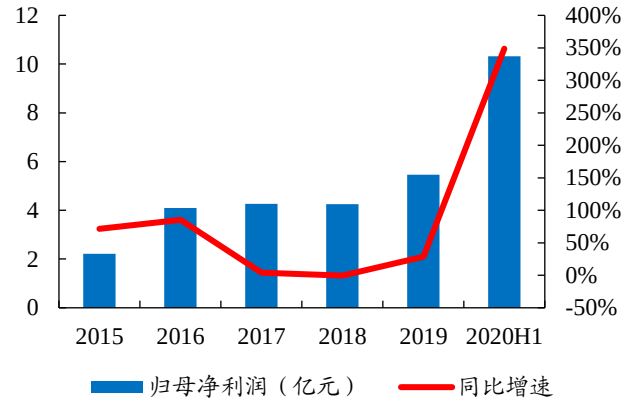
公司业绩持续增长，2020H1 受益于疫情业绩大幅提升。公司 2015-2019 年收入 CAGR 达 25.93%，净利润 CAGR 达 25.37%。其中，2019 年公司实现营业收入 45.75 亿元，同比增长 19.2%；归母净利润 5.46 亿元，同比增长 28.5%。2020H1 公司实现营业收入 41.80 亿元，同比增长 98.6%；归母净利润 10.32 亿元，同比增长 348.7%，主要系疫情影响下防护用品需求增加，公司医用口罩、防护服等医用防护产品销售额大幅增加 29 倍至 20 亿元，显著增厚业绩。

图3：2015-2020H1 公司营业收入持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2015-2020H1 公司归母净利润持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

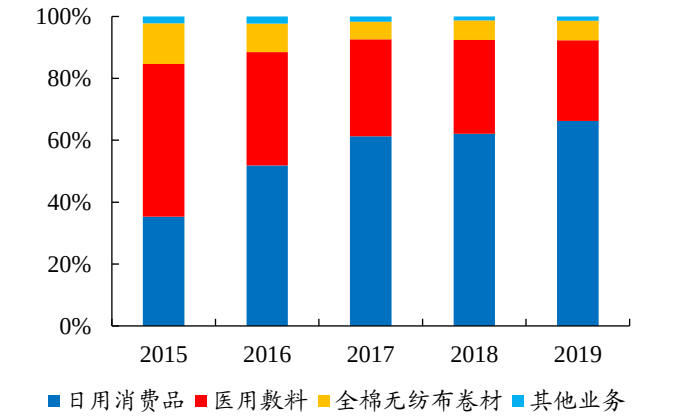
表1：2019 年公司三大板块业务增长（万元）

业务类别	产品类别		2019 年度		2018 年度		增速
			金额	占比	金额	占比	
医用敷料	伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品	54,949.03	12.18%	61,452.44	16.22%	-10.58%
		高端伤口敷料产品	8,455.50	1.87%	7,016.86	1.85%	20.50%
	感染防护产品	手术室感染防护产品	24,115.73	5.34%	18,854.50	4.98%	27.90%
		疾控防护品	14,920.59	3.31%	13,697.88	3.62%	8.93%
	消毒清洁产品		16,447.19	3.64%	15,309.59	4.04%	7.43%
	医用敷料小计		118,888.03	26.35%	116,331.27	30.71%	2.20%
健康生活消费品	无纺消费品	棉柔巾	93,666.62	20.76%	71,755.01	18.94%	30.54%
		卫生巾	31,842.19	7.06%	23,243.56	6.14%	36.99%
		湿巾	22,292.60	4.94%	19,649.21	5.19%	13.45%
		其他无纺用品	24,048.42	5.33%	15,870.86	4.19%	51.53%
		小计	171,849.83	38.08%	130,518.64	34.45%	31.67%
	有纺消费品	婴童有纺用品	29,195.78	6.47%	27,423.99	7.24%	6.46%
		婴童服饰	35,185.29	7.80%	27,624.95	7.29%	27.37%
		成人服饰	40,885.88	9.06%	27,076.26	7.15%	51.00%
		其他有纺用品	26,011.06	5.76%	25,735.85	6.79%	1.07%
		小计	131,278.01	29.09%	107,861.06	28.47%	21.71%
	健康生活消费品小计		303,127.84	67.18%	238,379.70	62.93%	27.16%
全棉水刺无纺布			29,220.20	6.48%	24,101.89	6.36%	21.24%
合计			451,236.07		378,812.86		19.12%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

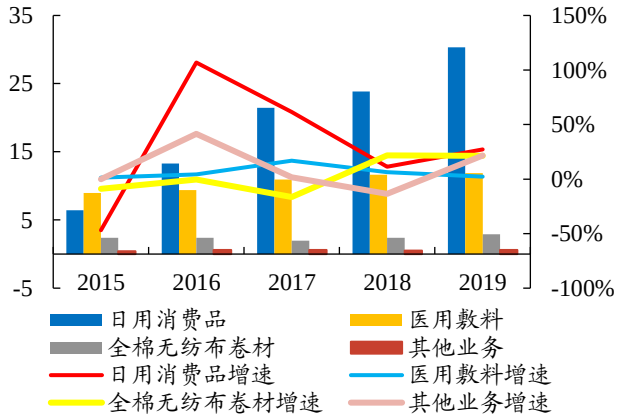
分业务板块来看，公司日用消费品业务快速增长，日用消费品业务营收增速持续高于医用敷料业务。公司收入主要来源于日用消费品与医用敷料两大业务板块，日用消费品 2015-2019 年营收 CAGR 达 47.4%，保持高速增长；医用敷料业务 2015-2019 年营收 CAGR 为 7.27%，增长较为稳定。其中，2019 年日用消费品收入为 30.31 亿元，同比增长 27.1%，2017-2019 年日用消费品业务收入占比整体维持在 60%以上。

图5：日用消费品营收占比持续上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

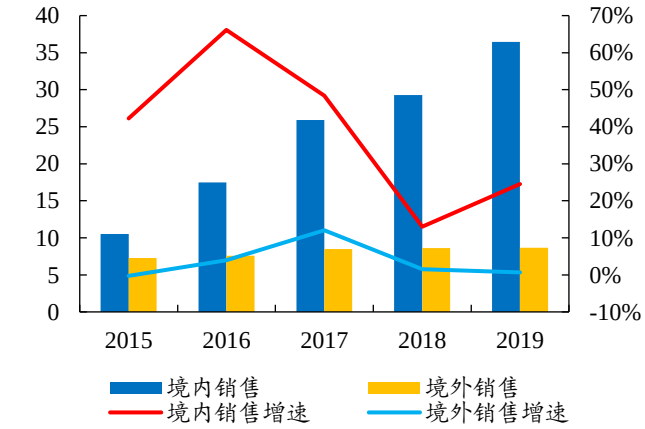
图6：日用消费品业务增长稳健



数据来源：公司公告、开源证券研究所

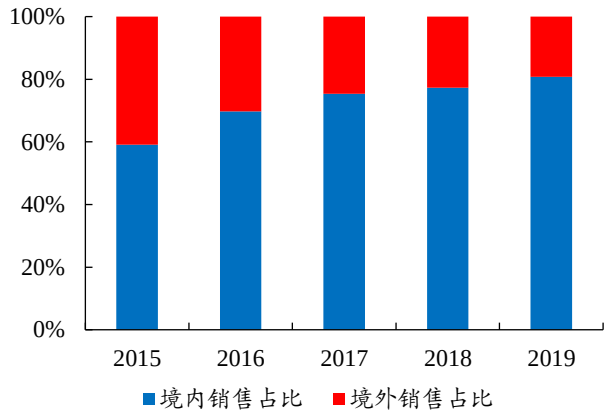
分销售地区来看，公司以境内销售为主，境外销售占比逐年下降。2015 年起，公司境外销售占比逐渐下降。至 2019 年，公司境内销售收入达 36.47 亿元，同比增长 24.6%，收入占比为 80.8%；境外销售收入 8.66 亿元，收入占比下降至 19.2%。

图7：2019 年公司内销收入为 36.47 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

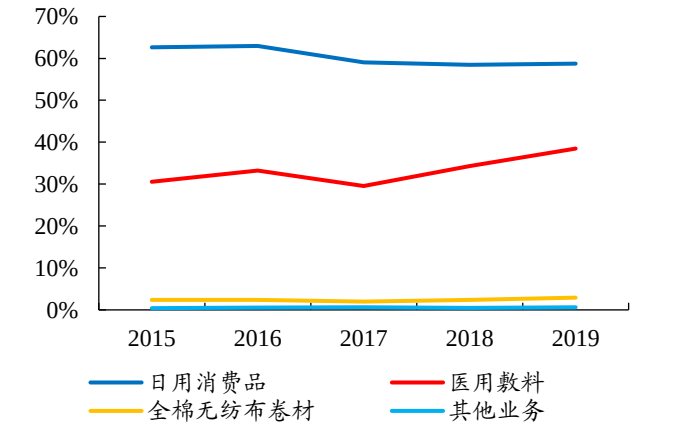
图8：2019 年公司境内销售占比 80.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

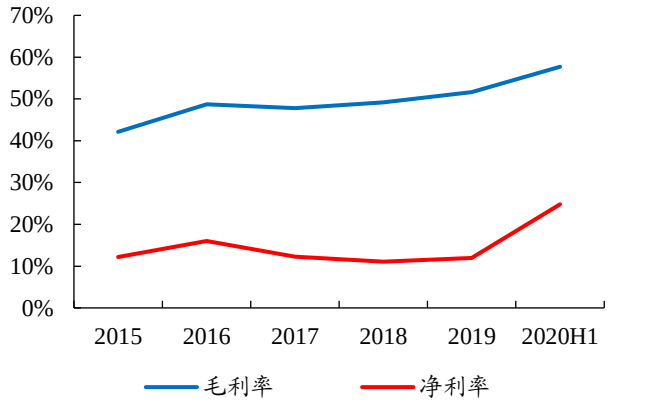
公司日用消费品业务带动整体毛利率提升。2019 年公司毛利率为 51.7%，同比增长 2.5pct，净利率为 12.0%，同比增长 0.9pct。其中，2019 年日用消费品与医用敷料毛利率分别为 58.8%/38.5%，因毛利率较高的日用消费品营收占比不断提升，公司整体毛利率上升。2020H1，疫情大幅抬升公司医用敷料产品销量，公司毛利率和净利率均显著提升，分别至 57.7%/24.8%。未来伴随公司在日用消费品方面的进一步研发与推广，公司盈利能力仍有提升空间。

图9：日用消费品毛利较高，医用敷料毛利不断上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

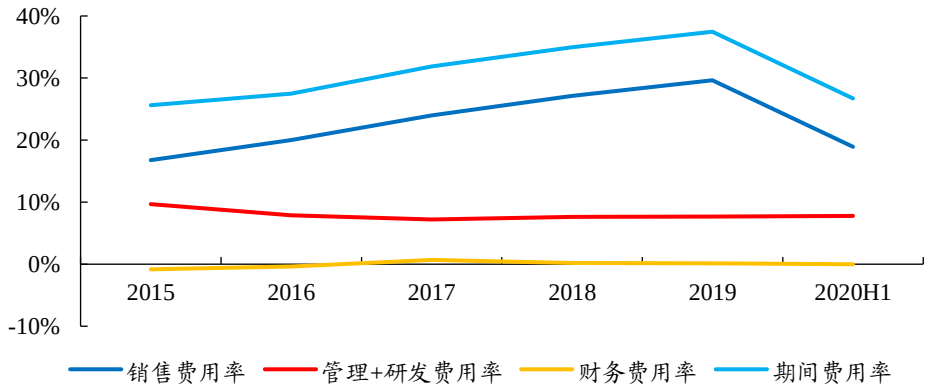
图10：2019 年公司毛利率和净利率均有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

由于公司加大产品推广力度，2019 年期间费用率小幅上升。2019 年公司期间费用率为 37.5%，同比增长 2.5pct，期间费用率上浮主要系销售费用率上升所致。公司近年来不断加大与下游经销商的合作，在开发客户、产品推广等方面投入增加，因此销售费用率同比增长 2.5pct 至 29.6%。2020H1 疫情影响下，受益于口罩需求量大幅上升，公司销售费用率同比下降 9.9pct 至 18.9%。

图11：2019 年公司期间费用率小幅上升

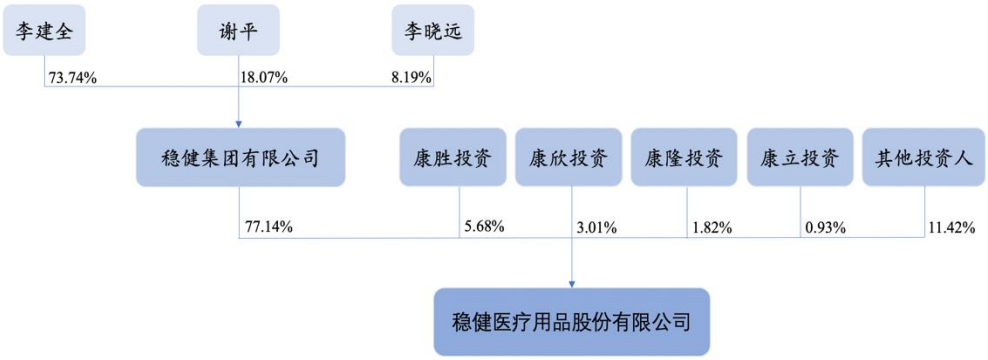


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 公司股权结构较为集中，股权激励充分

公司实际控制人为李建全，股权结构较为集中，注重员工股权激励。截至 2020 年 6 月 30 日，控股股东稳健集团有限公司持有上市公司主体稳健医疗用品有限公司 77.14%的股份，而公司实际控制人董事长李建全及其家族则持有稳健集团有限公司 100%的股权，其中李建全个人对稳健集团有限公司持股 73.74%。同时，公司员工通过持股平台康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资合计持有公司 11.44%的股份，公司对管理人员股权激励到位，绑定管理层与股东利益，利于公司长久发展。

图12：公司股权结构较为集中



资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2020 年 6 月 30 日）

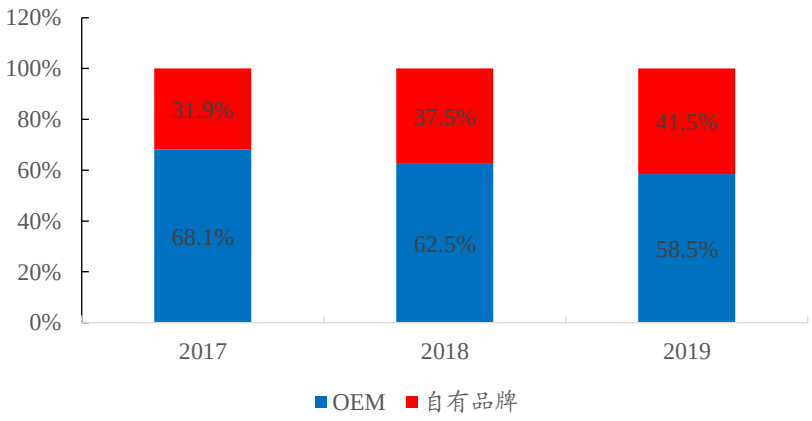
2、 医用敷料板块：公司具备领先优势，行业集中度有望提升

2.1、 公司端：五大优势奠定龙头地位，同业对比竞争优势突出

2.1.1、 五大优势奠定公司在医用敷料领域龙头地位

医用敷料领域 OEM 业务占比仍然较高，自有品牌占比持续提升。2019 年公司医用敷料销售中，OEM、自有品牌销售额占比分别为 58.5%/41.5%。从销售占比变化来看，公司自有品牌销售占比不断提升，从 2017 年的 31.9%提升至 2019 年的 41.5%。

图13：自有品牌占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

综合来看，公司具备的竞争优势使其在当下的市场环境中脱颖而出，连续多年稳居中国医用敷料出口前三名。我们认为其在医用敷料产品方面的竞争优势主要体现在以下五个方面：

1) 研发创新优势

早在 2005 年，为解决传统医用纱布易掉纱线头引起伤口感染甚至引发医疗事故的行业问题，公司即凭借多年的技术积累和前瞻的行业见解，自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术。截至 2019 年，公司已在境内取得发明专利 30 项、实用新型专利 295 项、外观设计专利 129 项。

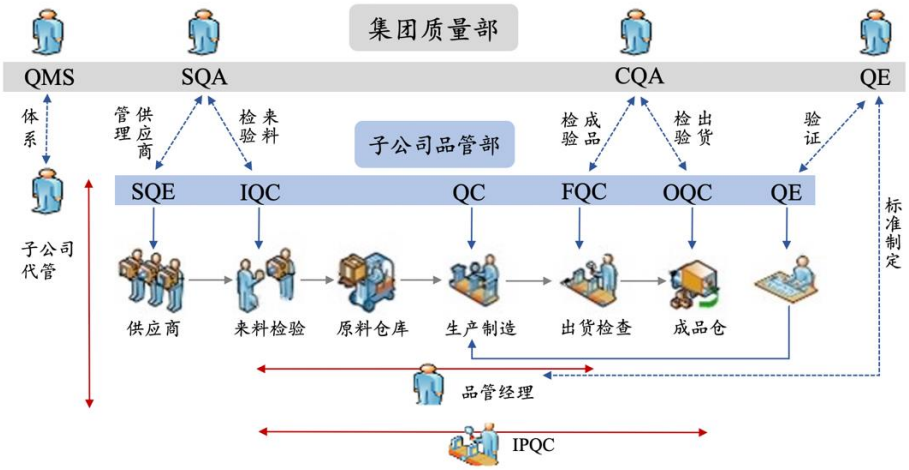
且公司在医用敷料领域持续创新，已在硅胶类医用敷料、泡沫敷料、抗菌工艺、

常温漂白及染色工艺等行业前沿领域有了重大技术突破，产品逐步由传统敷料向高端敷料拓展。

2) 质量控制优势

公司在行业内较早建立起完善的质量管理体系并获得欧盟 CE 认证、美国 FDA 认证以及日本厚生省认证。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以确保关键过程和特殊工序质量的有效和稳定。

图14：公司在医用敷料领域建立严格的质量管控流程



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3）产品优势

公司不断拓展产品布局，医用敷料产品已涵盖伤口护理、感染防护及消毒清洁三大方面，覆盖范围涉及临床医疗机构及家庭。**在临床使用场景方面，**公司从单品销售转变为向客户提供综合解决方案，例如外科手术包；**在家庭护理领域，**将临床使用的专业产品通过便携装、消毒、包装多样化等提供给用户，可以较好的满足客户一站式采购需求。

表2：医用敷料板块产品多元化

产品门类	产品类别	主要用途	主要产品
伤口护理产品	传统伤口护理与包扎	用于吸收伤口渗液、包扎伤口及运动防护	纱布片、无纺布片、绷带等
	高端伤口敷料产品	用于伤口护理，为伤口提供湿性愈合环境，减少敷料更换频率，降低二次损伤	硅胶类敷料、藻酸盐敷料等
感染防护产品	手术室感染控制产品	用于预防手术室感染	手术组合包、手术衣等
	疾控防护产品	用于医护人员职业防护及患者隔离防护	口罩、防护服等
消毒清洁产品	消毒清洁产品	用于伤口清理与消毒、日常清洁	棉签、棉片、棉球、酒精棉片等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4）品牌优势

公司作为医用敷料领域的市场领导者之一，高度重视产品品质和服务，其产品受到国内外客户的广泛认可，医用敷料销售至全球 70 余个国家。其服务的世界知名医疗用品公司包括瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等。

此外，自新冠疫情发生以来，公司向社会了供应了大量防护物资，并被人民网评价为“稳健医疗为疫情防控所做的努力是中国医疗科技产业界战役报国的缩影和写照”。**公司品牌进一步深入人心，知名度大幅提升。**

图15：稳健医疗捐赠物资送达抗疫一线



资料来源：公司官网

图16：疫情期间，公司黄冈生产车间生产线昼夜运转



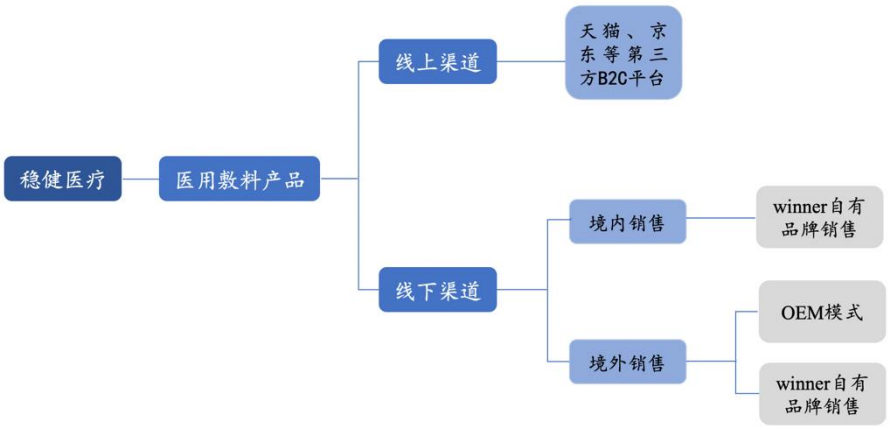
资料来源：公司官网

5）销售渠道优势

公司在销售渠道方面具备突出优势，已形成线上线下相结合的营销渠道布局。公司的医用敷料板块主要通过线下渠道销售，同时辅以天猫商城、京东商城等 B2C 平台的品牌旗舰店进行线上销售。在境内市场，公司医用敷料以自有“winner 稳健医疗”品牌进行销售，主要面向医院和 OTC 药店，采用经销为主、直销为辅的销售模式。

目前在医用敷料板块，公司国内医疗业务医院市场经销商已覆盖全国 30 多个省的 2,000 多家医院，零售药店市场经销商已覆盖全国 20 多个省的近 40,000 家零售药店，且其中大多数医院为三级医院，并在海王星辰、老百姓大药房等多家知名连锁药店设有公司产品专柜；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。

图17：公司以线下渠道为主，线上渠道为辅销售医用敷料产品



资料来源：公司公告、开源证券研究所

在 OEM 业务方面，公司具备稳固的监督认证壁垒、客户粘性壁垒。在我国医用敷料进入国外市场时，需适用进口国相关医疗器械管理规。例如我国医用敷料进入欧盟市场须取得 CE 认证，进入美国市场须通过 FDA 认证。且由于医用敷料关乎使用者的生命健康，品牌商对于医用敷料产品质量的要求非常严格，对于生产商的选择较为慎重，一旦选中不会轻易更换。目前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，且产品质量通过美国 FDA、欧盟 CE、日本厚生省等认证，竞争优势显著。

综合来看，公司凭借其医疗级的质量管理体系、坚持创新的研发能力、不断拓展的产品布局与其自身品牌优势，逐步实现产品由传统敷料向高端敷料的拓展。随着我国医用敷料市场显著的成长速度、不断扩大的市场规模和进一步提升的行业集中度，公司业绩有望实现进一步增长。

2.1.2、 同业对比凸显优势，毛利率显著高于同行

在医用敷料领域，稳健医疗可比公司主要为振德医疗和奥美医疗，三者长期占据国内医用敷料出口的前三名。我们通过对比这三家公司的毛利率、费用率等盈利性指标与存货、应收账款周转率等营运性指标，认为公司的医用敷料业务在同业对比中优势较为显著，盈利能力较强。

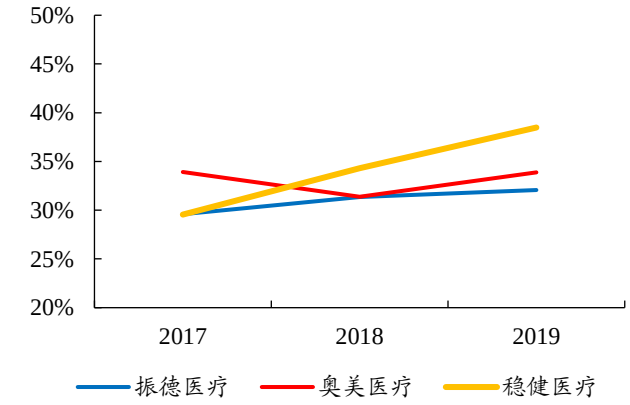
表3：振德医疗、奥美医疗与稳健医疗长期占据国内医用敷料出口领域的前三名

公司	成立时间	主营业务	上市时间	市值
振德医疗	1994年	医用敷料的生产、研发与销售，产品线涵盖现代伤口敷料、手术感控产品、传统伤口护理产品与压力治疗与固定产品	2018年4月	131亿
奥美医疗	2002 年	医用敷料等一次性医用耗材的研发、生产和销售，主要为境外大型医疗器械品牌商提供OEM贴牌服务，主要产品为伤口包扎与护理类、手术外科类、感染防护类与医用组合包类四大系列	2019 年 3 月	165 亿
稳健医疗	1995年	医用敷料的生产、研发与销售，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	-	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

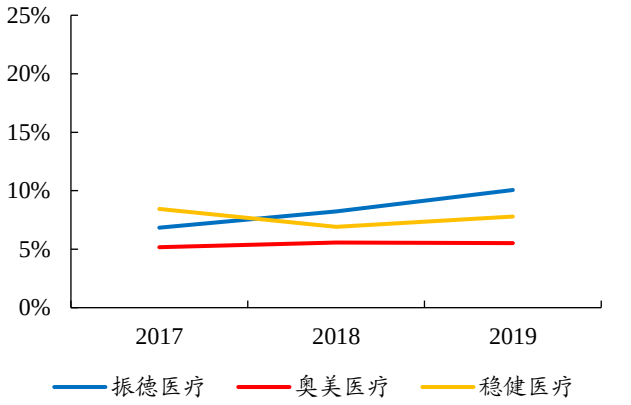
在毛利率方面，公司医用敷料毛利率自 2018 年起高于同行业均值并呈逐年上升趋势。其原因为：**一方面，**公司近年来不断对生产线进行升级，使得部分产品的生产效率得到提升；**另一方面，**公司调整产品结构，毛利率较高的产品收入占比提升；**其次，**公司于 2018 年调整了客户结构，取消了与部分毛利率较低的 OEM 客户合作。**在销售费用方面，公司医用敷料销售费用率与可比公司较为接近。**

图18：公司医用敷料毛利率呈逐年上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：公司医用敷料销售费用率与可比公司较为接近

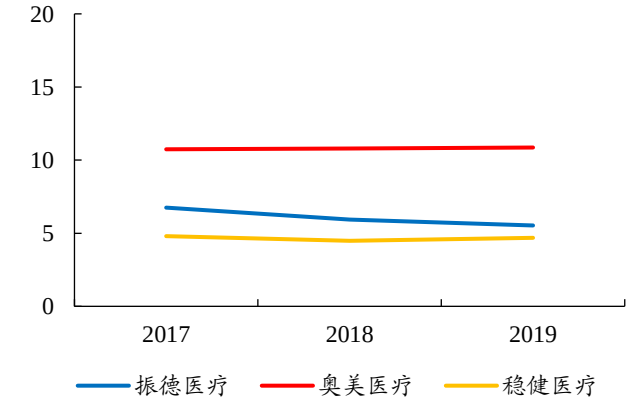


数据来源：公司公告、开源证券研究所

在应收账款方面，公司医用敷料应收账款周转率略低于同行业公司，主要系客户结构及付款方式差异所致。可比公司奥美医疗收取一定比例的预收款，因此应收账款周转率相对较高；振德医疗销售、结算方式与公司较为相似，与公司应收账款周转率差异较小。此外，公司应收账款历史回款情况良好，且对应收账款计提了充分的坏账准备，公司营运能力较高。

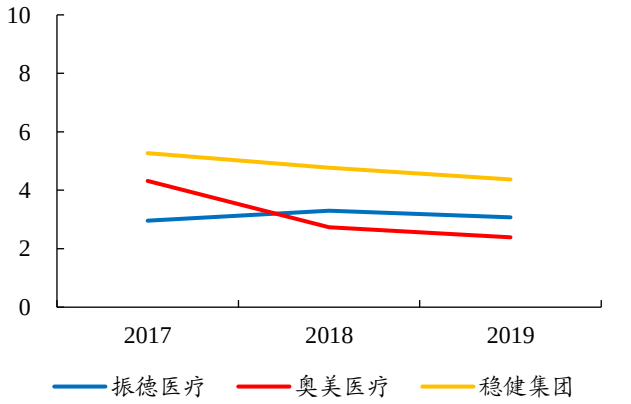
在存货方面，公司医用敷料存货周转率高于同行业公司，主要得益于公司近年来不断建设完善存货管理制度。2017 年，公司投入使用先进的物流仓储系统，对存货的管理能力提升。2019 年，公司医用敷料存货周转率达到 4.37 次，而奥美医疗与振德医疗分别为 3.07 次与 2.39 次。

图20：公司医用敷料应收账款周转率略低于同行业公司



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司医用敷料存货周转率高于同行业公司



数据来源：公司公告、开源证券研究所

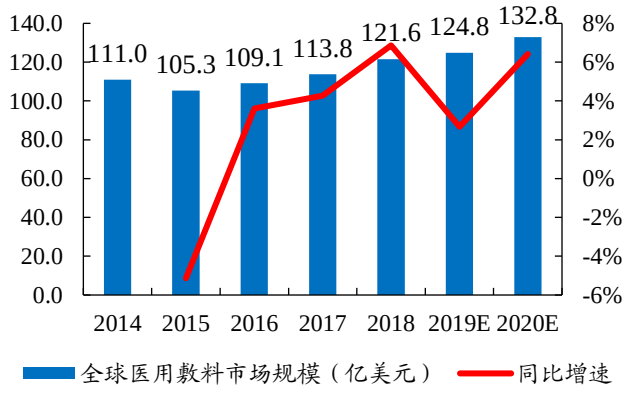
2.2、 行业端：医用敷料市场发展潜力较大，预计集中度将进一步提升

2.2.1、 市场现状：全球市场保持稳定，国内市场发展增速快于全球

全球医用敷料市场规模基本保持稳定。根据 BMI Research 统计，2014-2018 年全球医用敷料市场规模 CAGR 达 2.3%，其中 2018 年全球医用敷料市场规模为 121.6 亿美元，同比增长 6.9%，预计到 2020 年市场规模将达到 132.8 亿美元。

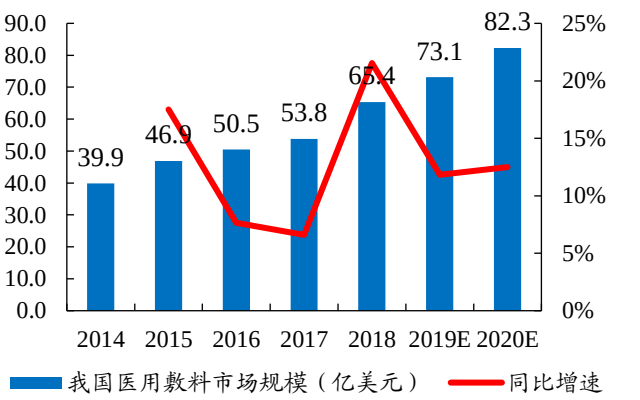
我国医用敷料市场发展速度高于海外市场。近年来，我国医疗资源逐渐丰富，医疗保障力度逐渐加大，随着居民健康水平及意识的不断提高，我国医用敷料市场增速较快。根据 BMI Research 统计，2014-2018 年我国医用敷料市场规模 CAGR 达 13.15%，其中 2018 年我国医用敷料市场规模为 65.4 亿元，同比增长 21.5%。

图22：2014-2018 全球医用敷料市场规模基本保持稳定



数据来源：BMI Research、开源证券研究所

图23：我国医用敷料市场预计将持续快速发展



数据来源：BMI Research、开源证券研究所

2.2.2、 发展趋势：市场规模将逐步扩大，我国医用敷料市场集中度有望进一步提升

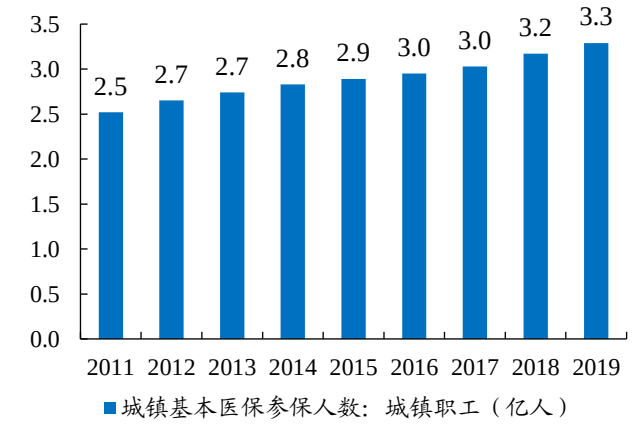
近年来，随着医疗水平的不断提高、基础医疗设施建设加快和人口老龄化进程加速，医用敷料国内市场需求不断扩大，大型医用敷料出口企业纷纷加大了国内开拓力度，国外厂商也正逐步推行适合中国市场的本土化策略。与此同时，随着医用敷料行业集中度的不断提升，生产规模更大与产品质量更高的大中型生产企业将进一步扩大市场份额。**具体来看，医用敷料的发展趋势将主要体现在两个维度：**

1）国内外市场规模不断扩大。

全球人口老龄化趋势的进一步加快与溃疡、褥疮等病症患者的增加使得全球医用敷料市场的需求持续增长。根据 BMI Research 预计，全球医用敷料市场收入规模将于 2020 年达到 132.84 亿美元。

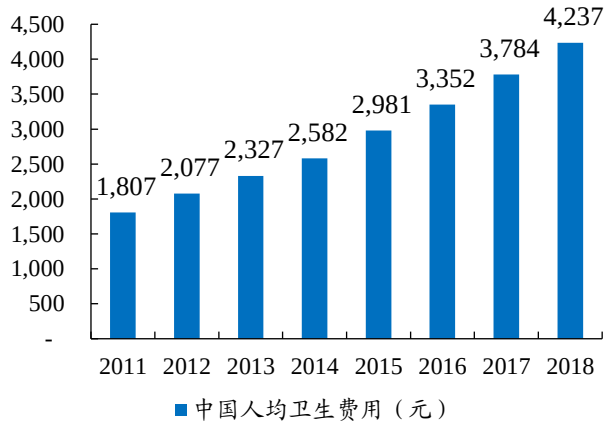
医疗保障体系的不断完善拉动国内医用敷料市场需求的持续增长。我国城镇职工基本医疗保险参保人数逐年增加，2019 年职工基本医疗保险人数为 3.29 亿人。此外，根据国家卫生健康委数据显示，2011-2018 年中国人均卫生费用从 1,807 元人民币增长到 4,237 元人民币，人均卫生费用 CAGR 达 12.95%。医保水平的不断提高及医疗卫生支出的增加将促进医疗消费的增加，从而拉动医用敷料的临床应用量。

图24：我国城镇职工基本医保参保人数逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

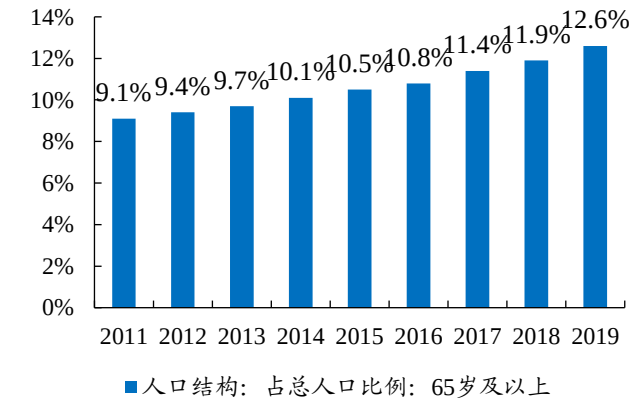
图25：我国人均医疗卫生费用逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

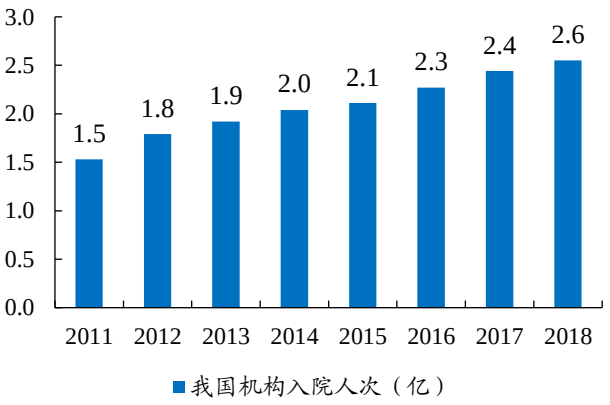
人口老龄化进程加速将进一步扩大我国医用敷料市场需求。我国人口老龄化趋势加剧，2019 年 65 岁以上人口比重达 12.6%。国家卫生委数据显示，2011-2018 年我国医疗机构入院人次由 1.53 亿人次增长至 2.55 亿人次。根据 BMI Research 预计，我国医用敷料市场规模也将于 2020 年达到 82.25 亿元。

图26：我国 65 岁以上人口比重逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

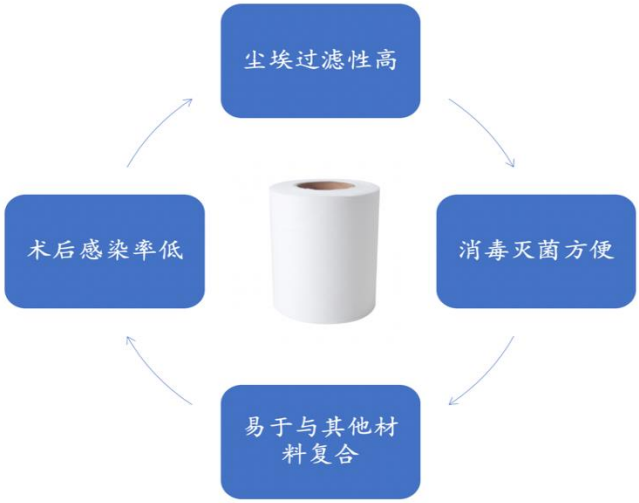
图27：2018 年我国机构入院人次达 2.55 亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

医用无纺布未来在国内市场仍有很大发展空间。随着行业在医用无纺布生产技术领域的不断完善，与医用无纺布和传统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、易于与其他材料复合等优势，医用无纺布逐渐得到广泛应用，市场规模快速增长。目前，美国、加拿大等发达国家医用无纺布已较为普及，而我国一次性医用无纺布渗透率仍较低，因此随着渗透率提升，我国医用无纺布市场规模将持续扩大。

图28：医用无纺布四大优势领先于传统纯棉机织制品



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2）我国医用敷料行业集中度有望进一步提升

我国医用敷料行业集中度较低。我国医用敷料行业进入门槛较低，市场容量较大且增长较快，行业内大部分为规模很小的地区性小企业。此外，因国产医用敷料以传统伤口护理类产品为主，产品同质化严重，使得国内企业多在低端市场内进行低价竞争，品牌识别度和影响力相对较低。

向价值链高端环节转移，医用敷料行业集中度有望进一步提升。随着医改对医疗质量和医疗安全水平等要求的进一步提升，国内企业正逐步提升自身技术、工艺及研发能力，因此国内医用敷料产业将逐渐向价值链的高端环节转移。此过程将使产品同质化严重、技术研发水平低的小厂逐渐出清，从而使得经营规模较大、实力雄厚、管理完善的龙头企业进一步扩大市场份额。

高端医用敷料市场虽由国外企业主导，但未来有望实现国产替代化。目前，高端敷料领域的主要生产商为 3M、Acelity、V.A.C. Therapy 等，具备较强的研发实力及产业基础，产品以高价高品质路线为主。但随着国内企业研发能力、生产技术的不断增强，龙头公司在高端敷料领域的技术水平已位居国际前列，未来有望打破国际大型医疗企业的垄断、实现进口替代。

未来集中度提升将提高新进入者行业壁垒。医用敷料关乎使用者的生命健康，因此品牌商对医用敷料产品的质量要求非常严格，对生产商的选择也较为慎重。此外，医护工作者长期使用一种产品后，会因习惯于该产品的规格、特性和设计而对其产生一定的依赖度，因此若无重大产品质量问题，生产商与品牌客户间会长久合作。随着产品质量较高的大中型医用敷料生产商市场份额的提高，行业进入壁垒将逐渐加大。

3、健康消费板块：全棉理念，医疗背景，品质基因

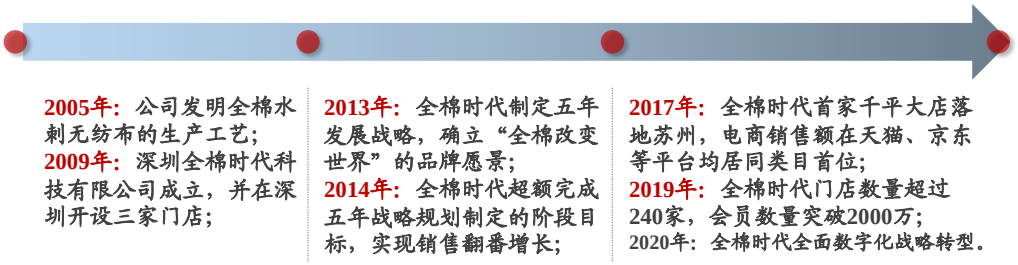
3.1、公司端：安全天然理念深入人性，创新驱动业务发展

技术创新驱动公司业务拓展。2005 年，为解决传统医用纱布易掉纱线头引起伤口感染甚至引发医疗事故的行业问题，稳健医疗凭借多年的技术积累和前瞻的行业

见解，自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术。与化纤材料相比，全棉水刺无纺布具有较高的舒适性、安全性和环保性，不仅可运用于医用敷料领域，还可运用于消费品领域。

独创全新品类，新增消费品牌。为填补全面生活用品市场的空白，让安全等级更高的医用级全棉产品深入日常生活，让消费者享受更安全、舒适、健康的生活用品，2009 年，公司创始人李建全先生成立了深圳全棉时代科技有限公司，并在深圳开设三家全棉时代门店，开启了“医转民”战略转型。以自主研发的全棉水刺无纺布为基础材料载体，凭借公司在医用敷料行业近 20 年的专业技术和行业经验，公司成功实现了医用产品向家用产品的拓展。

图29：公司实现了医用产品向家用产品的拓展



资料来源：公司官网、开源证券研究所

在产品研发方面，继在医用敷料领域开创出仿纱布片、仿纱布垫等可替代纱布的产品之后，在消费品领域，全棉时代革新性地开发出了纯棉柔巾、纯棉湿巾及全棉表层卫生巾等产品，使得公司迅速切入广阔的消费市场，并形成了差异化的品牌内涵。

通过医疗及消费两大板块的大健康产品体系的构建，公司满足了消费者多场景、系统化、医用及家用的健康需求，且两大板块之间具有较强的协同效应：稳健医疗能够在技术、人才、生产和供应链管理，以及医疗级的品质管控等方面对全棉时代的健康生活消费品业务进行有效输出；全棉时代切入了市场空间广阔的消费品市场，有望借助市场端的消费者偏好分析反向优化生产。目前健康生活消费品业务已成为了另一强劲的收入增长点，与医用敷料业务形成齐头并进的发展态势，有望进一步提升公司整体竞争力。

3.1.1、 产品端：医疗级质控安全性突出，丰富产品线打造纯棉生活用品全面体验

公司健康生活消费品板块产品线丰富，覆盖多个消费群体。健康生活产品主要包括纯棉柔巾、全棉表层卫生巾、纯棉湿巾、棉签、化妆棉等、一次性内裤等无纺类消费品，及婴童用品、婴童服饰、成人服饰、床上用品、卫浴用品等等纺织类消费品，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家用纺织等多条产品线，覆盖了母婴、儿童、成人等多个消费群体，产品主要品牌包括 “全棉时代”、“奈丝公主”、“奈丝宝宝”等。

图30：健康消费板块产品线丰富



资料来源：天猫、开源证券研究所

各品类中棉柔巾收入占比较高，且占比逐步提升。截至 2019 年，公司棉柔巾产品收入达 9.37 亿元，约占公司总营收的 20.76%，约占健康生活消费品收入的 30.9%，已成长为公司业绩重要增长引擎。

表4：棉柔巾品类收入占比较高

	2017		2018		2019	
	收入（亿元）	占比	收入（亿元）	占比	收入（亿元）	占比
无纺消费品	11.65	54.3%	13.05	54.7%	17.18	56.7%
棉柔巾	5.96	27.8%	7.18	30.1%	9.37	30.9%
卫生巾	2.04	9.5%	2.32	9.7%	3.18	10.5%
湿巾	1.86	8.7%	1.96	8.2%	2.23	7.4%
其他无纺用品	1.79	8.3%	1.59	6.7%	2.40	7.9%
有纺消费品	9.80	45.7%	10.79	45.3%	13.13	43.3%
成人服饰	2.05	9.6%	2.71	11.4%	4.09	13.5%
婴童服饰	2.01	9.4%	2.76	11.6%	3.52	11.6%
婴童用品	4.54	21.2%	2.74	11.5%	2.92	9.6%
其他有纺用品	1.20	5.6%	2.57	10.8%	2.60	8.6%
日用消费品总计	21.44	100.0%	23.84	100.0%	30.31	100.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

与化纤材质产品相比，公司所生产的棉质产品更具环保性、安全性与舒适性。生活用纸的主要原材料包括木浆、竹浆、蔗渣浆等，再生性低，易有荧光残留，生产过程产生的废水废渣等对环境的污染严重；而纯棉柔巾使用的是可降解的棉花，物理加工而成，化学刺激少，可重复使用，生产与使用都更具舒适性、安全性和环保性。纯棉湿巾与全棉表层卫生巾则创新性地在产品接触人体肌肤部分运用全棉材质，替代传统化纤成分，有效降低化学刺激，在婴童市场及女性市场广受欢迎。

与其他品牌棉柔巾等产品相比，全棉时代采用医疗级生产线，更具安全性。由于全棉时代与稳健医疗共用产品线，其产品均经过医疗用品级别的灭菌及检验工艺、医疗级的质量管控，比普通生活用纸功能性更强，相较其他品牌产品更具安全性，产品优势明显。

- 从原材料开始，全棉时代核心产品的主要原材料棉花均采用优质的新疆棉、澳棉、美棉，从源头把控产品品质与安全。
- 生产环节方面，参照医用敷料的高标准进行健康护理消费品的生产，在生产过程中严格控制各类污染源。
- 包装环节，公司针对一次性内裤、初生婴儿服等贴身衣物亦采用医疗等级的灭菌包装，进一步保证产品的安全性、环保性。

图31：全棉时代与稳健医疗共用生产线



资料来源：公司官网

3.1.2、 品牌端：安全天然理念深入人心，先发优势显著

革新性推出棉柔巾产品，先发优势显著。公司凭借全棉水刺无纺布技术研发优势，革新性的开创了棉柔巾这一品类，具备显著的先发优势。通过直播带货等品牌推广方式以及线下门店的扩张，全棉时代在棉柔巾这一市场中占据了领先地位，2019年全棉时代市场占有率超65%，在天猫平台棉柔巾品类销售额中约有44%来自全棉时代。

品牌力、产品力铸就竞争壁垒。根据立鼎产业研究中心测算，2014年我国棉柔巾行业市场需求量仅为9.9亿张，至2018年需求量已增至163.5亿张，行业发展迅速。因此，国内大量棉柔巾品牌进入市场，目前品牌数量超过500个。但众多品牌中贴牌生产的企业较多，具有持续的技术研发能力企业较少。与新进入者相比，全棉时代品牌知名度较高，在独特全棉水刺无纺布研发技术支持下产品附加值较高，市场地位稳固。随着市场竞争的加剧，无法满足市场需求的中小企业预计将加速出清。

具备医疗背景，安全天然理念深入人心。消费者对母婴类产品、健康护理类产品等消费品的产品品质、安全性具有较高的敏感度，因而对产品质量具有较强背书效应的品牌具备较强竞争优势。作为一家拥有近20年医疗背景的品牌，全棉时代主张“医学贴近生活、全棉呵护健康”，在降低环境污染的同时回归天然可持续的品质生活。在这样的品牌理念下，全棉时代独创了纯棉柔巾、纯棉湿巾、纯棉卫生巾等核心单品，塑造了以棉为核心材质、产品品质过硬的品牌形象。

图32：全棉时代品牌理念



资料来源：公司官网

图33：全棉时代携手董又霖打造品牌主题曲《棉》



资料来源：公司官网

品牌建设及传播层面，全棉时代自 2009 年成立以来，整合直营门店、品牌巡展、明星代言、赛事赞助、新媒体等多种方式，持续向消费者传达“医学贴近生活，全棉呵护健康”的品牌主张和“全棉改变世界”的品牌愿景。2020 年，全棉时代品牌会员人数突破 2,000 万，品牌知名度稳步提升。

图34：演员宋轶与超模陈燃为全棉时代宣传带货



资料来源：公司官网

图35：全棉时代举办“纱布节”、“亲子节”等活动

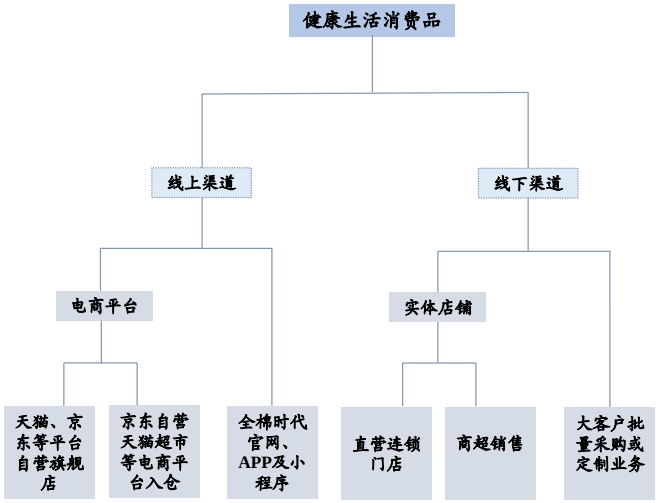


资料来源：公司官方微博

3.1.3、 渠道端：全渠道销售网络健全，下沉二三线城市加快布局

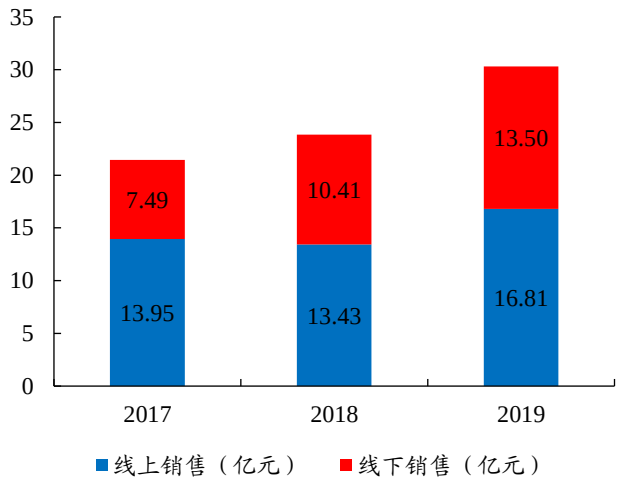
全棉时代已构建了线上线下相结合的全渠道网络。其中 2019 年全棉时代线上渠道收入占比约 55%，线下渠道占比约 45%。线上渠道便利性优势和线下渠道消费体验优势的互补，能够无缝隙地满足不同消费者不同购物场景的需求，使得线上及线下流量得到有效沉淀。

图36：全棉时代已构建了线上线下全渠道网络



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图37：电商及线下渠道销售收入增长

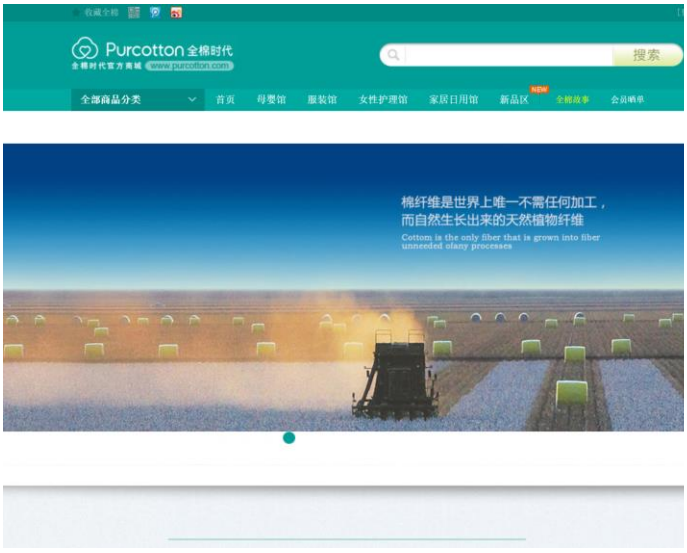


数据来源：公司公告、开源证券研究所

线上方面，全棉时代已完成包括天猫、京东在内的主流第三方电商平台布局，产品销售数据名列各大电商平台相关产品类目前列。2019 年，全棉时代天猫及京东渠道日均独立访客数合计超过 45 万人次。2019 年“双 11”，全棉时代旗舰店以单日 4.73 亿元成交额的成绩位列母婴类目成交额第六名、家庭清洁类目店铺成交额第一名、品牌成交额第五名，2019 年全棉时代天猫渠道旗舰店销售收入金额由 9.65 亿元增长至 11.24 亿元，增速显著。

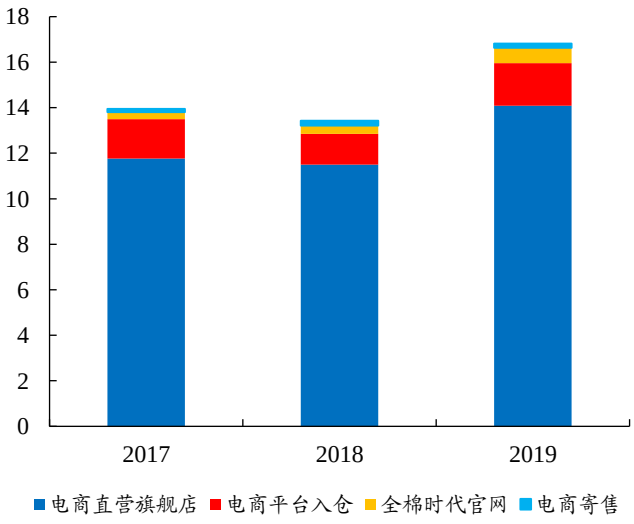
除站内流量外，全棉时代官方网站、全棉时代 APP、官方微信、小程序平台均为公司营销渠道的重要组成部分。其品牌官网带有“销售+社交”属性，是产品展示、用户互动、品牌推广的重要平台。2019 年全棉时代官方商城（含小程序、APP）销售收入由 3,070.44 万元增长至 6,820.81 万元。同时，全棉时代积极探索与社交类电商云集等新零售平台的合作，开辟新的销售增长渠道。

图38：全棉时代官网具备“销售+社交”属性



资料来源：公司官网

图39：各电商渠道销售收入增长（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

线下渠道方面，健康生活消费品板块近年来渠道大幅扩张且覆盖渠道以中高端

为主，符合品牌定位。截至 2019 年末，全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 50 余个重点城市的中高端购物中心开设 247 家线下门店，津梁生活已在深圳、武汉开设 3 家线下门店，尚处于起步阶段。

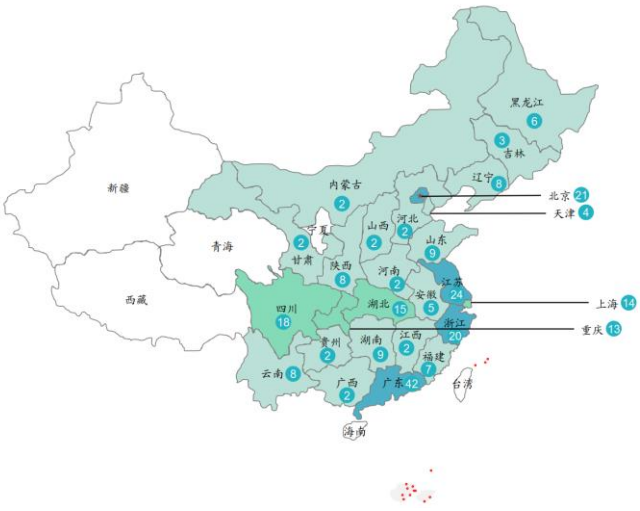
图40：全棉时代门店



资料来源：公司官网

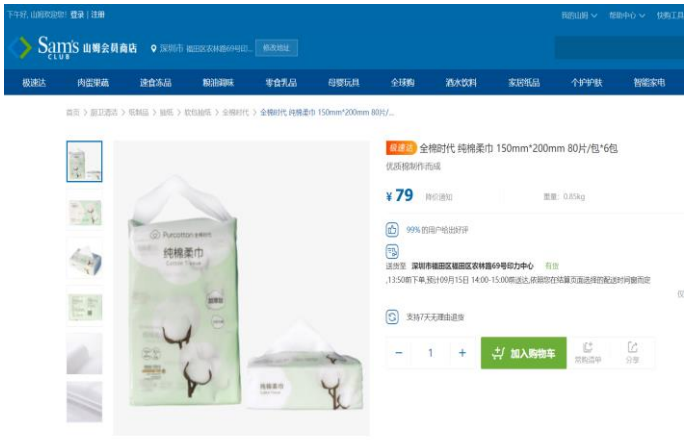
在连锁商超等线下渠道终端的选择方面，公司同样根据全棉时代高品质消费品的产品定位，主要在高端精品超市及地区龙头超市卖场进行布局。纯棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾等核心产品已成功进驻 Ole' 精品超市、山姆会员店等高端连锁商超，并深入渗透华润万家、永辉超市、沃尔玛等主流线下渠道，目前公司产品已覆盖上述商超的约 5,000 个网点。

图41：全棉时代门店覆盖地区广泛



资料来源：公司公告

图42：全棉时代进驻山姆会员商店



资料来源：山姆会员商店官网

公司未来将结合新零售发展趋势，进一步加快线下零售网络布局，实现二三线城市下沉。目前公司健康生活消费品线下渠道主要分布在华南、华东和华北等地的一、二线城市。未来，公司将积极把握消费升级的契机，通过租赁方式在全国 45 个一、二线城市及较为发达的沿海三四线城市开设直营门店，加快渠道下沉，使全棉时代品牌快速辐射到全国中小城市，为更多的消费者提供优质棉品，带动公司销售增长。

表5：公司预计扩张 96 家直营门店

时间	选址城市	开店数量	营业面积（㎡）
T+1 年	哈尔滨、大连、青岛、济南、武汉、南昌、南京、杭州、宁波、合肥、上海、苏州、北京、西安、太原、深圳、广州、佛山、珠海、成都、重庆、昆明、贵阳	31	19,995
T+2 年	长春、沈阳、青岛、日照、武汉、长沙、赣州、南京、温州、宁波、上海、无锡、常州、北京、西安、兰州、西宁、深圳、广州、佛山、南宁、福州、泉州、海口/三亚、成都、重庆、昆明、贵阳	32	19,400
T+3 年	长春、大连、青岛、郑州、武汉、南昌、赣州、南京、徐州、杭州、上海、嘉兴、北京、西安、西宁、呼和浩特、乌鲁木齐、深圳、广州、东莞、汕头、福州、厦门、成都、重庆、贵阳	33	20,600
合计	96	59,995	

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：T 为资金注入年份）

3.1.4、 同业对比：毛利率高于行业平均，营运能力突出

公司健康生活消费品毛利率高于可比公司平均值。从销售渠道来看，公司健康生活消费品业务主要销售渠道为电子商务和直营连锁店，相较同行业公司所采取的加盟经销模式折扣较少；**从品牌定位来看，**全棉时代目标消费群体为一二线城市的中高层次收入人群，消费能力较强，产品单价相对较高；**从供应链来看，**公司在全产业链模式下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，成本控制能力较强。而可比公司生产环节多集中在下游，需向上游生产商采购。

表6：公司健康生活产品毛利率高于行业平均水平

公司名称	主要产品	2019	2018	2017
恒安国际	生活用纸及卫生用品	38.63%	38.20%	46.91%
金发拉比	婴幼儿服饰及婴童用品	54.30%	51.46%	53.27%
安奈儿	儿童服饰	52.64%	55.25%	55.46%
汇洁股份	成人服饰	65.81%	67.71%	67.95%
比音勒芬	成人服饰	67.78%	63.28%	65.40%
行业平均	**消费品**	**55.83%**	**55.18%**	**57.80%**
稳健医疗	健康生活消费品	58.75%	58.46%	59.04%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

营运能力方面，公司应收账款、存货周转率均高于行业平均水平。应收账款方面，由于公司线下主要采用直营模式销售，结算方式为现货现结；且电商销售下的直发模式应收账款也相对较少，周转率高于可比公司。存货方面，近两年因公司线下门店数量和门店面积均增长较快，门店铺货量增加，导致健康生活消费品存货余额上升、存货周转率下降，但仍高于行业平均水平。

表7：公司应收账款周转率高于行业平均

健康生活消费品	可比公司	2019 年度	2018 年度	2017 年度
婴童服饰	金发拉比	13.83	9.88	8.46

健康生活消费品	可比公司	2019 年度	2018 年度	2017 年度
	安奈儿	16.00	16.77	16.48
卫生巾纸尿裤	恒安国际	6.71	7.78	8.21
成人服饰	汇洁股份	11.95	12.1	11.88
	比音勒芬	13.99	17.61	19.59
行业平均		**12.50**	**12.83**	**12.93**
稳健医疗（仅健康消费板块）		23.19	29.2	44.2

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：公司存货周转率高于行业平均

健康生活消费品	可比公司	2019 年度	2018 年度	2017 年度
婴童服饰	金发拉比	1.04	1.12	1.22
	安奈儿	1.26	1.35	1.53
卫生巾纸尿裤	恒安国际	3.4	3.27	3.17
成人服饰	汇洁股份	1.14	1.14	1.11
	比音勒芬	0.88	1.1	1.21
行业平均		**1.54**	**1.68**	**1.65**
稳健医疗（仅健康消费板块）		1.7	1.59	2.04

数据来源：公司公告、开源证券研究所

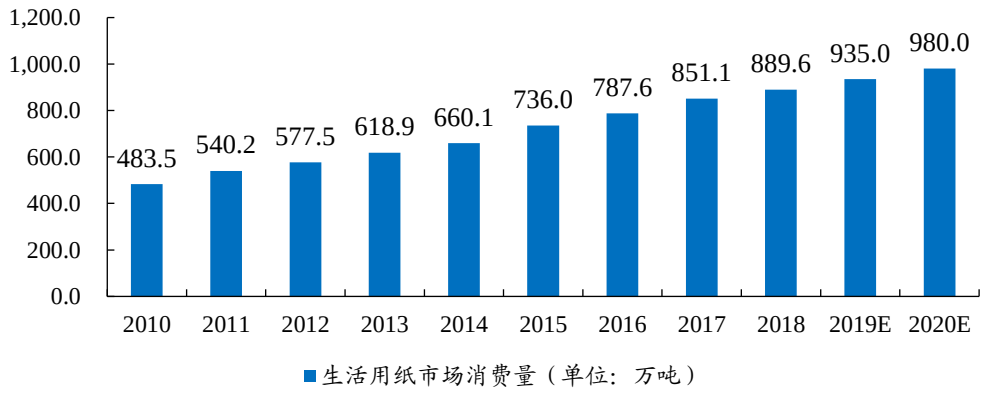
3.2、 行业端：市场规模持续提升，利好公司各品类增长

从一次性卫生用品及生活用纸行业发展来看，公司健康生活消费板块各品类产品具备较大发展潜力。其中棉柔巾等产品主要受益于生活用纸行业规模持续提升、行业集中度提升以及棉柔巾单品本身渗透率提升趋势；湿巾、卫生巾等产品则主要受益于一次性卫生用品行业的快速增长。

3.2.1、 生活用纸需求稳步增长，棉柔巾渗透率显著提升

生活用纸具有刚性和持续性的需求特征，行业规模持续提升。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计， 2018 年我国生活用纸市场消费量为 889.6 万吨，同比增长 4.5%；消费总额达到 1,168.0 亿元，同比增长 5.6%，需求稳步提升。

图43：生活用纸消费量预计逐年提升



数据来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会、开源证券研究所

从生活用纸竞争格局来看，行业近年来呈现集中化发展趋势。根据产量口径估

算，2018 年我国生活用纸行业 CR4 约为 45%，未来在中高端纸品需求提升、中小企业落后产能出清等因素驱动下，集中度有望进一步提升，利好行业内领先企业。

其中纯棉柔巾因其更具环保性、不易致敏的特点，可形成对传统纸品的替代，市场认可度逐步提升。2019 年，棉柔巾作为新兴品类，渗透率从 2017 年的 0.7%上涨至 6.8%，使用人群快速扩张。因棉柔巾市场认可度提升，天猫已在纸品分类中新增棉柔巾品类，其中 2019 年全棉时代旗舰店棉柔巾成交金额超过维达旗舰店、洁柔旗舰店等纸品成交额，全棉时代市场占有率超过 65%，同样印证纯棉柔巾已逐步受到消费者认可。

从行业未来增长来看，棉柔巾产品市场发展潜力较大。棉柔巾能减少日常生活中的纸张使用数量，符合国家绿色环保政策，加之二胎政策的放开，母婴市场前景乐观，我们预计棉柔巾的渗透率将会进一步扩大。结合生活用纸行业集中度提升趋势，有利于全棉时代细分市场竞争优势进一步加强，提升销售收入。

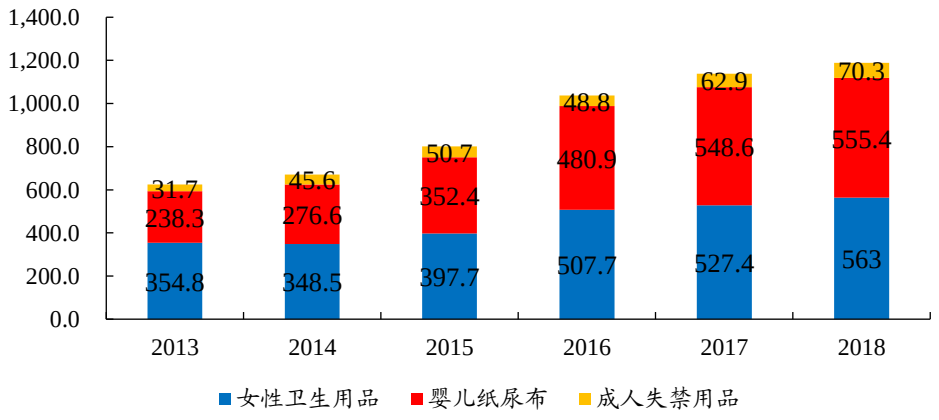
3.2.2、 一次性卫生用品行业规模快速提升

一次性卫生用品包括吸收性卫生用品和擦拭巾（含湿巾），其中，吸收性卫生用品包括女性卫生用品、婴儿纸尿布和成人失禁用品。其中，2013-2018 年，我国吸收性卫生用品市场规模由 624.8 亿元增长到 1,188.7 亿元，年复合增长率达 13.7%，增速相对较快。擦拭巾（含湿巾）市场在国内尚处于起步阶段， 2018 年市场规模约为 90.8 亿元。

在吸收性卫生用品中，女性卫生用品、婴儿纸尿布、成人失禁用品的市场规模年复合增长率为 9.7%/18.4%/17.3%。其中：

- 女性卫生用品市场增长较为稳健，有利于公司卫生巾产品销售收入提升；
- 婴幼儿纸尿布得益于市场接受度的快速提升，维持高速增长，其产品渗透率已由 1993 年 0.07%上升至 2018 年的 63.9%，有利于公司婴童用品业务扩大；
- 成人失禁用品在我国起步较晚，尚处于导入期，随着人口老龄化趋势的逐步显现，我国成人失禁用品市场巨大的潜力将得到释放，有望带动公司无纺、有纺消费品业务增长。

图44：吸收性卫生用品市场规模提升



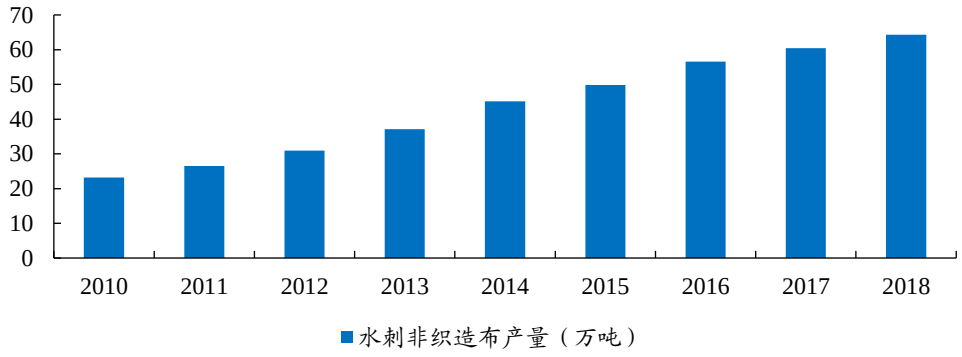
数据来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会、开源证券研究所

擦拭巾市场方面，湿巾产品在我国的市场普及率较低，目前市场以婴儿用湿巾、通用型湿巾为主，女性卫生湿巾、卸妆湿巾、居家清洁湿巾等品类占比较小，未来市场空间较大。

4、 全棉水刺无纺布板块：行业较快增长，棉类占比提升

我国水刺无纺布行业规模近年来保持较快增长，水刺工艺无纺布占比提升。水刺无纺布作为新型柔性材料，综合了纺织、造纸、塑料和皮革四大柔性材料的优点，市场需求提升较快。截至 2018 年末，全国水刺无纺布产量约为 64.26 万吨，相较 2010 年同期增长 176.98%，年均复合增长率达 13.58%；水刺无纺布占国内无纺布比例达 10.83%，比 2010 年提高约 2 个百分点。

图45：水刺无纺布产量逐年提升



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

其中棉类水刺无纺布行业发展尤为迅速。根据中国产业用纺织品行业协会的统计，2015 年我国全棉水刺无纺布生产线仅有 26 条，在下游旺盛需求的刺激下，2018 年我国全棉水刺无纺布生产线已达到 45 条，总产能达 11 万吨/年。

技术研发水平领先。公司于 2005 年自主研发了全棉水刺无纺布技术，围绕该基础技术十余年来不断投入和研发，已经打造成一个完整的技术集群，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。

产量处于市场前列，产销率水平较高。公司 2017-2019 年全棉水刺无纺布年产量分别为 19,630 吨、20,091 吨和 26,119 吨，在全棉水刺无纺布领域处于市场前列。且由于全棉水刺无纺布运用领域广泛且下游需求旺盛，2017-2019 年其产销率均维持在较高水平。

表9：全面水刺无纺布产销率维持在较高水平

	2017	2018	2019
产能（吨）	22,612.74	27,657.91	29,231.19
产量（吨）	19,630.17	20,091.29	26,119.37
销量（吨）	19,630.17	18,793.77	26,162.76
产销率	100.0%	93.5%	100.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

在与同业对比方面，公司所生产的全棉水刺无纺布毛利率显著高于行业平均水平。可比公司生产销售的以化纤水刺无纺布为主。全棉水刺无纺布与化纤水刺无纺布相比，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，拥有较高的产品附加值。

表10：公司所生产的全棉水刺无纺布毛利率显著高于行业平均水平

公司名称	主要产品	2019 年度（注）	2018 年度	2017 年度
诺邦股份	水刺非织造材料	28.20%	23.64%	24.96%
金春股份	水刺非织造布	20.10%	19.23%	23.16%
行业平均	水刺无纺布	24.15%	21.44%	24.06%
稳健医疗	全棉水刺无纺布	33.10%	29.30%	27.06%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们预计，随着下游医用敷料业务产品、健康消费产品需求提升，公司全棉水刺无纺布销售收入将继续维持较快增长。

5、 疫情带动防疫物资需求提升

2020 年新型冠状病毒疫情发生后，公司所生产的 N95 口罩及医用口罩、防护服、酒精消毒棉片等医疗用品成为疫情防护最紧缺的战略物资，公司积极响应国家需求，全力保障防疫救治物资的供应，2020 年 1 月 1 日至 5 月 31 日合计向社会供应近 6 亿只口罩、近 650 万件防护服和手术衣。

因此，在疫情影响下，2020H1 公司医用口罩、防护服等医用防护产品销售额大幅增加。2020H1 公司口罩、防护服实现销售收入 20.26 亿元，同比增长约 2924%。公司医用敷料各类销售模式均实现大幅增长，其中直销模式同比增长 328.98%、经销模式同比增长 363.97%。

公司健康消费业务在疫情期间尽管受到了物流停运、线下门店暂停营业的负面影响，但也通过研发新品积极促进产品销售。2020 年 3 月，全棉时代子公司以快速的研发响应力，推出“全棉守护系列”新品，涵盖成人抗菌口罩、儿童抗菌口罩、免洗手消毒凝胶、抗菌纯棉柔巾等产品，创新加入抗菌工艺，降低感染风险，满足了日常生活中进行防护、抗击疫情的需求。

图46：全棉时代推出守护系列产品抗击疫情

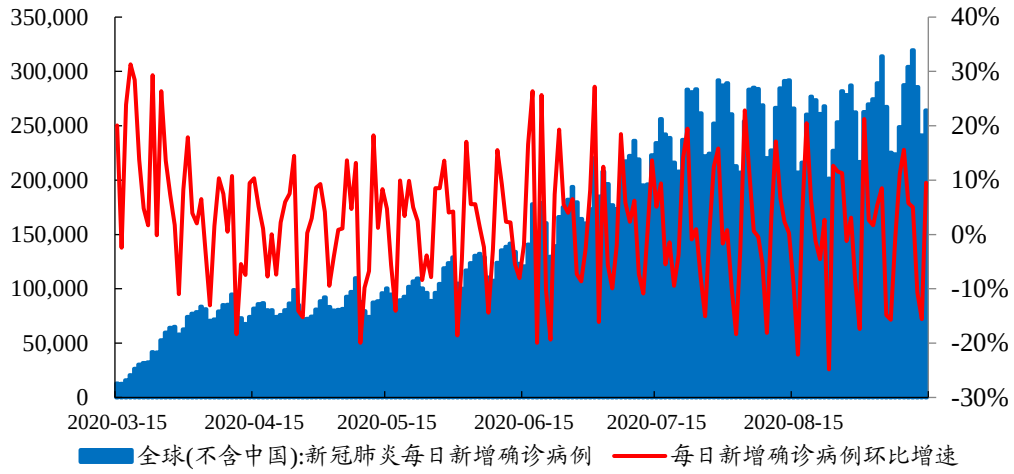


资料来源：公司官网

我们预计，由于海外疫情尚未得到控制、国内政策资金积极补助防疫物资采购，

公司防护产品销售仍将保持快速增长。从海外疫情状况来看，截至 9 月 14 日，当日海外新增病例 264,106 人，疫情仍呈扩散趋势，医用防护产品和医疗敷料需求持续增加。国内于 2020 年 7 月出台《关于健全公共卫生应急物资保障体系的实施方案》，向地方提供 300 亿元资金补助用于购买防护用品等应急保障物资，有利于公司产品销售。

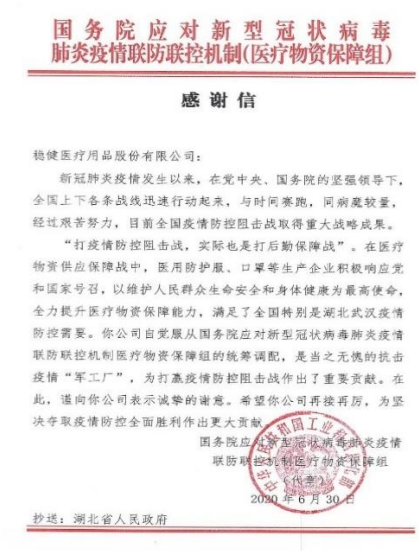
图47：海外新冠疫情感染病例持续新增



数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，疫情期间，公司品牌知名度得到进一步提升、销售渠道得到进一步拓宽，因此从中长期来看，公司业绩增长具备可持续性。2020H1 因政府部门采购防疫产品，公司医用敷料业务前五大客户新增了国药控股湖北有限公司、深圳市市场监督管理局等客户，主要客户得以拓展。2020 年 6 月 30 日，国务院医疗物资保障组，在发给稳健医疗的感谢信中称其是“当之无愧的抗击疫情军工厂”；9 月 8 日，公司被中央授予“全国抗击新冠肺炎疫情先进集体”称号，公司知名度获得大幅提升。

图48：稳健医疗被称为抗击疫情军工厂


国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制(医疗物资保障组)

感谢信

稳健医疗用品股份有限公司：

新冠肺炎疫情发生以来，在党中央、国务院的坚强领导下，全国上下各条战线迅速行动起来，与时间赛跑，同病魔较量，经过艰苦努力，目前全国疫情防控阻击战取得重大战略成果。

“打疫情防控阻击战，实际也是打后勤保障战”。在医疗物资供应保障战中，医用防护服、口罩等生产企业积极响应党和国家号召，以维护人民群众生命安全和身体健康为最高使命，全力提升医疗物资保障能力，满足了全国特别是湖北武汉疫情防控需要。你公司自觉服从国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制医疗物资保障组的统筹调配，是当之无愧的抗击疫情“军工厂”，为打赢疫情防控阻击战作出了重要贡献。在此，谨向你公司表示诚挚的谢意。希望你公司再接再厉，为坚决夺取疫情防控全面胜利作出更大贡献。

国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情
联防联控机制医疗物资保障组
（代章）
2020 年 6 月 30 日

抄送：湖北省人民政府

资料来源：公司官网

图49：公司荣获全国抗击新冠肺炎疫情先进集体称号



资料来源：公司官网

6、 盈利预测与投资建议

公司主要从事棉类制品的研发、生产与销售，通过“winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”两大品牌进行医疗及消费板块协同发展，近年来业绩持续增长，疫情期间防疫用品销售大幅增厚业绩。从行业层面来看，生活用纸、一次性卫生用品及医用敷料行业增长趋势显著，叠加棉柔巾产品渗透率提升、高端医用敷料产品进口替代趋势，公司各业务板块预计将持续受益。从公司层面来看，依靠稳固的技术研发壁垒、深厚的品牌积淀及公司独创的棉柔巾等全棉水刺无纺布相关产品，公司未来业绩有望持续快速提升。

我们分别选取了诺邦股份、中顺洁柔及金发拉比作为水刺无纺布、生活用纸及婴童服饰行业可比公司。与三家可比公司相比，稳健医疗仍处于较快增长阶段，且业务同时涵盖医疗及消费板块，双轮驱动下业绩增长潜力较大。随着公司渠道不断拓展、品牌持续升级及技术的持续研发创新，预计公司未来增速有望高于行业平均水平，享受估值溢价。我们预计，公司 2020-2022 年归母净利润为 20.8/17.0/19.8 亿元，对应 EPS 为 4.87/3.98/4.65 元，当前股价对应 PE 为 22.5/27.5/23.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：稳健医疗有望享受估值溢价

证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
诺邦股份	36.71	205.1	23.5	19.4	17.5	14.2	11.9
中顺洁柔	19.88	51.3	17.0	18.8	28.5	24.4	20.5
金发拉比	6.67	58.30	54.28	49.19	51.58	48.28	42.82
均值		104.88	31.59	29.13	32.53	28.94	25.07
稳健医疗	114.98	280.20	-18.30	16.80	22.50	27.50	23.60

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2020/09/21，除诺邦股份、中顺洁柔、稳健医疗外采用 Wind 一致预期）

7、 风险提示

渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1939	2675	6394	5283	8761
现金	404	481	1311	2662	2535
应收票据及应收账款	442	416	1256	501	1564
其他应收款	101	596	762	665	1011
预付账款	70	97	228	113	288
存货	843	992	2745	1250	3270
其他流动资产	79	92	92	92	92
非流动资产	2019	1857	3330	3287	3655
长期投资	7	9	12	15	18
固定资产	972	1275	2431	2448	2759
无形资产	132	132	137	142	149
其他非流动资产	908	442	750	682	728
资产总计	3958	4531	9724	8570	12415
流动负债	1256	1187	4258	1449	3350
短期借款	295	120	1518	120	120
应付票据及应付账款	650	736	2086	930	2483
其他流动负债	312	331	654	399	747
非流动负债	42	181	172	140	115
长期借款	5	134	126	93	69
其他非流动负债	37	47	47	47	47
负债合计	1298	1368	4430	1589	3465
少数股东权益	4	3	7	10	13
股本	376	376	426	426	426
资本公积	949	949	949	949	949
留存收益	1332	1835	3863	5508	7414
归属母公司股东权益	2657	3160	5287	6971	8937
负债和股东权益	3958	4531	9724	8570	12415

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	468	600	1065	3017	524
净利润	425	547	2080	1699	1985
折旧摊销	129	155	195	262	301
财务费用	8	6	23	-2	-63
投资损失	-1	14	9	8	7
营运资金变动	-118	-97	-1239	1051	-1705
其他经营现金流	24	-25	-2	-2	-2
投资活动现金流	-637	-420	-1675	-225	-674
资本支出	638	447	1471	-46	364
长期投资	0	0	-3	-3	-3
其他投资现金流	1	27	-207	-274	-312
筹资活动现金流	143	-98	41	-43	24
短期借款	-100	-175	0	0	0
长期借款	5	129	-8	-32	-25
普通股增加	8	0	50	0	0
资本公积增加	292	0	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-53	-0	-11	49
现金净增加额	-24	84	-568	2749	-126

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3839	4575	8909	9360	10998
营业成本	1952	2212	4504	4815	5448
营业税金及附加	41	40	91	94	109
营业费用	1041	1356	1280	1657	2145
管理费用	176	197	276	421	539
研发费用	117	155	249	356	473
财务费用	8	6	23	-2	-63
资产减值损失	-20	-22	0	0	0
其他收益	22	22	0	0	0
公允价值变动收益	-8	11	2	2	2
投资净收益	1	-14	-9	-8	-7
资产处置收益	-2	62	0	0	0
营业利润	496	642	2480	2014	2342
营业外收入	7	4	9	6	6
营业外支出	2	7	6	5	5
利润总额	500	638	2483	2015	2343
所得税	75	91	402	316	358
净利润	425	547	2080	1699	1985
少数股东损益	1	1	4	3	3
归母净利润	425	546	2077	1696	1981
EBITDA	635	795	2705	2271	2576
EPS(元)	1.00	1.28	4.87	3.98	4.65

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	19.2	94.8	5.1	17.5
营业利润(%)	-4.0	29.5	286.4	-18.8	16.3
归属于母公司净利润(%)	-0.6	28.6	280.2	-18.3	16.8
获利能力					
毛利率(%)	49.2	51.6	49.4	48.6	50.5
净利率(%)	11.1	11.9	23.3	18.1	18.0
ROE(%)	16.0	17.3	39.7	24.5	22.3
ROIC(%)	14.4	15.8	30.2	23.5	21.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.8	30.2	45.6	18.5	27.9
净负债比率(%)	-2.4	-5.4	7.8	-34.2	-25.5
流动比率	1.5	2.3	1.5	3.6	2.6
速动比率	0.8	1.3	0.8	2.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.0	1.0
应收账款周转率	9.9	10.7	10.7	10.7	10.7
应付账款周转率	2.8	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.28	4.87	3.98	4.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.41	2.50	7.07	1.23
每股净资产(最新摊薄)	6.23	7.41	12.28	16.23	20.84
估值比率					
P/E	110.0	85.5	22.5	27.5	23.6
P/B	17.6	14.8	8.9	6.7	5.3
EV/EBITDA	73.4	58.5	17.4	19.5	17.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn