稳健医疗 (300888.SZ) 增持（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）： 126.25 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.26
已上市流通 A 股(亿股)	.44
总市值(亿元)	538.45
年内股价最高最低(元)	126.25/126.25
沪深 300 指数	4633
创业板指	2557



医用敷料行业领先，健康消费双轮发展

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,839	4,575	10,087	10,123	11,144
营业收入增长率	9.76%	19.16%	120.50%	0.35%	10.08%
归母净利润(百万元)	425	546	2,428	2,235	2,437
归母净利润增长率	-0.59%	28.64%	344.53%	-7.95%	9.04%
摊薄每股收益(元)	1.128	1.451	5.694	5.241	5.715
每股经营性现金流净额	1.14	1.41	7.83	4.33	5.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.98%	17.29%	29.69%	23.48%	22.19%
P/E	N/A	N/A	22.17	24.09	22.09
P/B	N/A	N/A	6.58	5.66	4.90

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是医用敷料领域的领导者，健康消费产品的开拓者，“医疗+消费”双轮驱动发展。**从 OEM（代工）到“OEM+自主品牌”，从国外到“国内+国外”，从医疗到“医疗+消费”并重发展，目前已成长为医用敷料和健康消费品协同发展的平台型领先企业。公司于 2020 年 9 月登陆深交所创业板，募资 37.15 亿元，主要用于高端医用敷料及线下营销网络建设。
- **国内医用敷料行业快速扩容，公司作为国产龙头有望持续受益。**根据招股引用的数据，预计 2020 年我国医用敷料市场规模约 82 亿元，2014-2020 的 CAGR 为 13%，大幅领先全球平均增速。公司医用敷料产品已进入国内两千多家医院和近四万家药店，连续多年稳居中国医用敷料出口前三名。
- **健康消费品：1）无纺消费品：棉柔巾有望逐步替代传统纸品，市场潜力巨大。**预计 2020 年我国生活用纸市场规模约 980 万吨，且消费单价呈上涨趋势。公司棉柔巾销售收入从 2016 年的 3.16 亿元提升至 2019 年的 9.37 亿元，CAGR 为 43.6%，渗透率稳步提升。**2）有纺消费品：婴童服饰更换频率高，市场空间大，公司产品以“棉”为核心，具备差异化优势。**2016-2019 年公司婴童服饰 CAGR 为 47.6%，增长强劲。
- **医用敷料高端化、健康消费品类不断丰富、渠道逐步下沉及业务边界持续拓展将驱动公司长期业绩高增长。**公司在高端敷料领域具备先发优势，有望享受高端敷料产品需求释放带来的业绩增长红利。全棉时代产品 SKU 数量不断丰富（2019 年高达 2.67 万个）、新设店铺向三四线城市触达及津梁生活持续拓展产业边界为公司业绩增长提供新动能。

投资建议与估值

- 公司在健康消费品领域已建立扎实多样的销售渠道，产品具备医疗基因且品牌影响力日益提升，我们亦看好公司在传统敷料领域的龙头地位和高端敷料的前瞻布局，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 24.28 亿元、22.35 亿元、24.37 亿元，分别同比增长 344.53%、-7.95%、9.04%。
- 我们选用 PE 估值法对公司进行估值，给予公司 12 个月内目标市值 607 亿元，12 个月内对应目标价为 142.51 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险

疫情防护产品放量不及预期；盈利增长可持续性风险；汇率波动风险；贸易摩擦风险；线下门店销售恢复不及预期；市场竞争加剧风险；电商销售渠道集中度较高的风险；电商推广费用增加风险；存货余额较高风险等。

杨芳 联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

“医疗+消费”双线驱动，多应用领域协同发展的领导者 5
起于敷料 OEM 出口，成功培育三大自主品牌，推动医疗及消费齐头并进 5
公司治理科学现代化，注重股权激励，实控人持股比例较高 6
收入稳健增长，盈利能力持续改善 8
医用敷料：出口稳居国产企业前列，高端敷料打开成长空间 10
行业向：国内处于高速成长期，高端敷料和一次性耗材驱动持续高增长 10
产品力：巩固传统敷料龙头地位，抢先布局高端敷料 14
渠道力：OEM 出口优势显著，自主品牌多种销售方式稳步拓展中 15
新未来：短期防护产品拉动业绩，长期高端敷料助力发展 17
全棉水刺无纺布：技术独创、自用为主、规模化优势显著 18
行业向：产量不断攀升，呈高速发展态势 18
产品力：医疗级的质量性能，规模经济效应凸显 19
健康消费品：品牌内涵差异化，品类丰富多样化 20
行业向：健康消费理念盛行，线上线下相互引流协同发展 20
产品力：医疗级品质基因，全棉时代已成为强劲的业绩增长点 21
渠道力：电商+直营连锁渠道强势，线下门店面积大重体验 24
新未来：品类布局日益完善，渠道逐步下沉，构筑健康生活新方式 27
募集资金用途 29
盈利预测与估值 29
风险提示 31

图表目录

图表 1：公司主营业务的发展演变历程 5
图表 2：公司大健康产品体系覆盖医疗及消费两大板块 6
图表 3：公司股权结构图 7
图表 4：公司子公司基本情况概览 7
图表 5：公司核心管理人员简介 8
图表 6：2013-2020 1H 公司营业收入及增速 8
图表 7：2013-2020 1H 公司归母净利润及增速 8
图表 8：2013-2019 公司各产品线营业收入 9
图表 9：2013-2019 公司各产品线营业收入占比 9
图表 10：2013-2019 公司毛利率和净利率 9
图表 11：2013-2019 公司各产品线毛利率 9
图表 12：2014-2020 1H 公司期间费用率 10
图表 13：2017-2019 年分产品线销售费用率 10
图表 14：医用敷料行业产业链 11
图表 15：全球低值医用耗材市场规模 11

图表 16：中国低值医用耗材市场规模 11
图表 17：全球医用敷料行业市场规模 12
图表 18：2014-2020 年我国医用敷料市场规模 12
图表 19：2013-2019 年中国医用敷料出口规模及增速 12
图表 20：中国医用敷料出口额占全球市场份额 12
图表 21：我国医用敷料出口企业前 5 名 12
图表 22：我国医用敷料市场结构 13
图表 23：2014-2022 年全球高端医用敷料市场规模 13
图表 24：全球高端医用敷料占比 13
图表 25：全球手术铺单和手术衣市场规模统计及预测 14
图表 26：全球定制化手术组合包市场规模统计及预测 14
图表 27：公司医用敷料板块的主要产品种类 14
图表 28：2016-2019 医用敷料各细分领域营收概况 15
图表 29：2016-2019 医用敷料各细分领域营收占比 15
图表 30：2017-2019 医用敷料各细分领域毛利率 15
图表 31：2017-2019 医用敷料各细分领域毛利占比 15
图表 32：医用敷料境外销售收入（OEM V.S. 自有品牌） 16
图表 33：医用敷料境外销售占比（OEM V.S. 自有品牌） 16
图表 34：医用敷料境外自有品牌各渠道销售收入 16
图表 35：医用敷料境外自有品牌各渠道销售收入占比 16
图表 36：境内医用敷料不同销售模式销售收入 17
图表 37：境内医用敷料不同销售模式销售收入占比 17
图表 38：2020 年上半年营业收入高速增长 17
图表 39：2020 年上半年净利润大幅增长 17
图表 40：高端敷料生产线产品工艺流程 18
图表 41：水刺无纺布主要应用领域 18
图表 42：2019 年中国无纺布各工艺产量比例 18
图表 43：2008-2019 年我国无纺布产量 19
图表 44：2010-2019 年我国水刺无纺布产量 19
图表 45：公司全棉水刺无纺布产品及图示 19
图表 46：全棉水刺无纺布营收及同比增速 19
图表 47：全棉水刺无纺布毛利率变化趋势 19
图表 48：全棉水刺无纺布板块各渠道营收及增速 20
图表 49：全棉水刺无纺布板块各渠道营收占比 20
图表 50：2007-2019 年我国社会消费品零售总额 20
图表 51：2013-2020 年我国网络购物市场交易规模 20
图表 52：公司无纺消费品主要产品品类 21
图表 53：公司有纺消费品主要产品品类 21
图表 54：2013-2018 年吸收性卫生用品市场规模 22

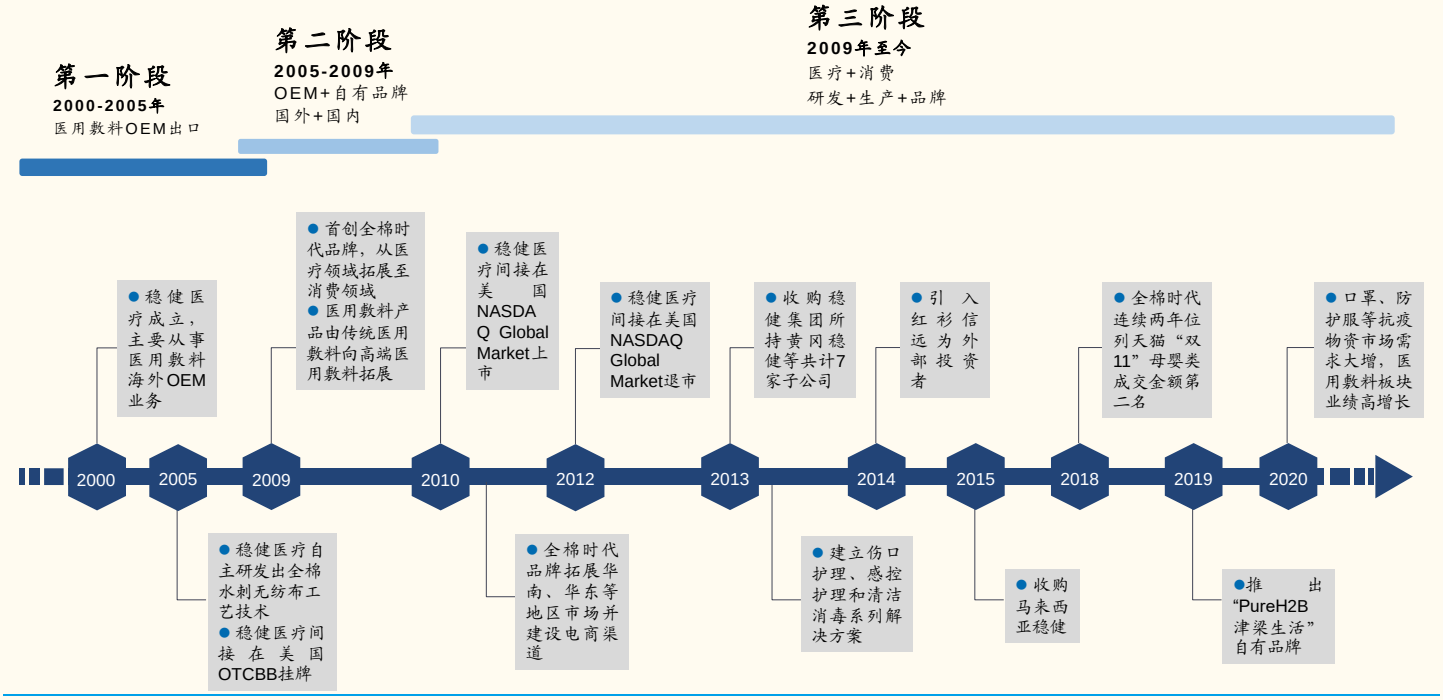
图表 55：2013-2018 年吸收性卫生用品细分领域占比 22
图表 56：2018 年各国湿巾零售市场规模 22
图表 57：2018 年各国湿巾人均消费金额 22
图表 58：2016-2019 健康生活消费品板块各细分品种销售收入 23
图表 59：健康生活消费品板块各细分品种营收占比 23
图表 60：健康生活消费品板块各细分品种毛利率 24
图表 61：健康生活消费品板块各渠道营收及增速 24
图表 62：健康生活消费品板块各渠道营收占比 24
图表 63：健康生活消费品电商收入拆分（按销售模式） 25
图表 64：健康生活消费品电商收入占比（按销售模式） 25
图表 65：健康生活消费品电商收入拆分（按销售平台） 25
图表 66：健康生活消费品电商收入占比（按销售平台） 26
图表 67：2014-2019 全棉时代门店销售收入及变化趋势 26
图表 68：2014-2019 公司在营门店及门店平均收入情况 26
图表 69：2014-2019 公司门店店均面积情况 27
图表 70：全棉时代产品 SKU 数量 27
图表 71：公司线下门店分布（截至 2019 年末 ） 28
图表 72：公司未来拟开设店铺的城市分布 28
图表 73：津梁生活方式——美 29
图表 74：津梁生活方式——食 29
图表 75：募集资金投资项目 29
图表 76：2020-2022 年公司收入及毛利润预测 30
图表 77：可比公司估值情况（截止 2020/09/17） 31

“医疗+消费”双线驱动，多应用领域协同发展的领导者

起于敷料 OEM 出口，成功培育三大自主品牌，推动医疗及消费齐头并进

- 公司是从单一的医用敷料 OEM 出口企业逐步成长为集“研发+生产+品牌”于一体，医用敷料和健康消费品协同发展的平台型领先企业。成立于 2000 年 8 月，早期以医用敷料 OEM 出口为主，现已拥有“winner 稳健医疗”、“Purcotton 全棉时代”和“PureH2B 津梁生活”三大自主品牌，通过持续创新及不断拓展产业边界，公司已从单一的纱布类医用敷料生产企业转型为覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多领域的综合性企业。公司主营业务的演变历程可分为以下三个阶段：
  - 医用敷料 OEM 出口（2000-2005）：成立初期主要从事医用敷料海外 OEM 业务，并逐步建立从棉花采购到纺纱、织布的医用敷料全产业链。
  - 向“OEM+自有品牌”和“国外+国内”并重转型（2005-2009）：公司以“winner 稳健医疗”自主品牌为依托，协同经销商快速布局国内医院和药店市场。由专注于海外 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。
  - “医疗+消费”和“研发+生产+品牌”协同驱动发展（2009-至今）：医用敷料产品由传统向高端医用敷料拓展，于 2009 年底创立全棉时代消费品品牌，将国内业务由医疗延伸到消费领域，2019 年推出“PureH2B 津梁生活”品牌，实现研发、生产和自有品牌业务齐头并进。

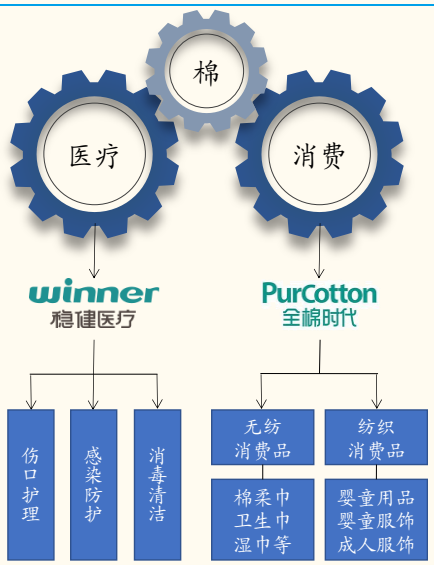
图表 1：公司主营业务的发展演变历程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司革新性地提出以棉替代化纤的产品战略，已形成一种纤维、双轮驱动、多个应用领域的业务发展格局。公司大健康产品体系包括三大类：医用敷料板块下的伤口护理产品、感染防护产品、消毒清洁产品；健康生活消费品板块下的无纺消费品及纺织消费品；自有专利技术生产的工业中间产品全棉水刺无纺布。

图表 2：公司大健康产品体系覆盖医疗及消费两大板块

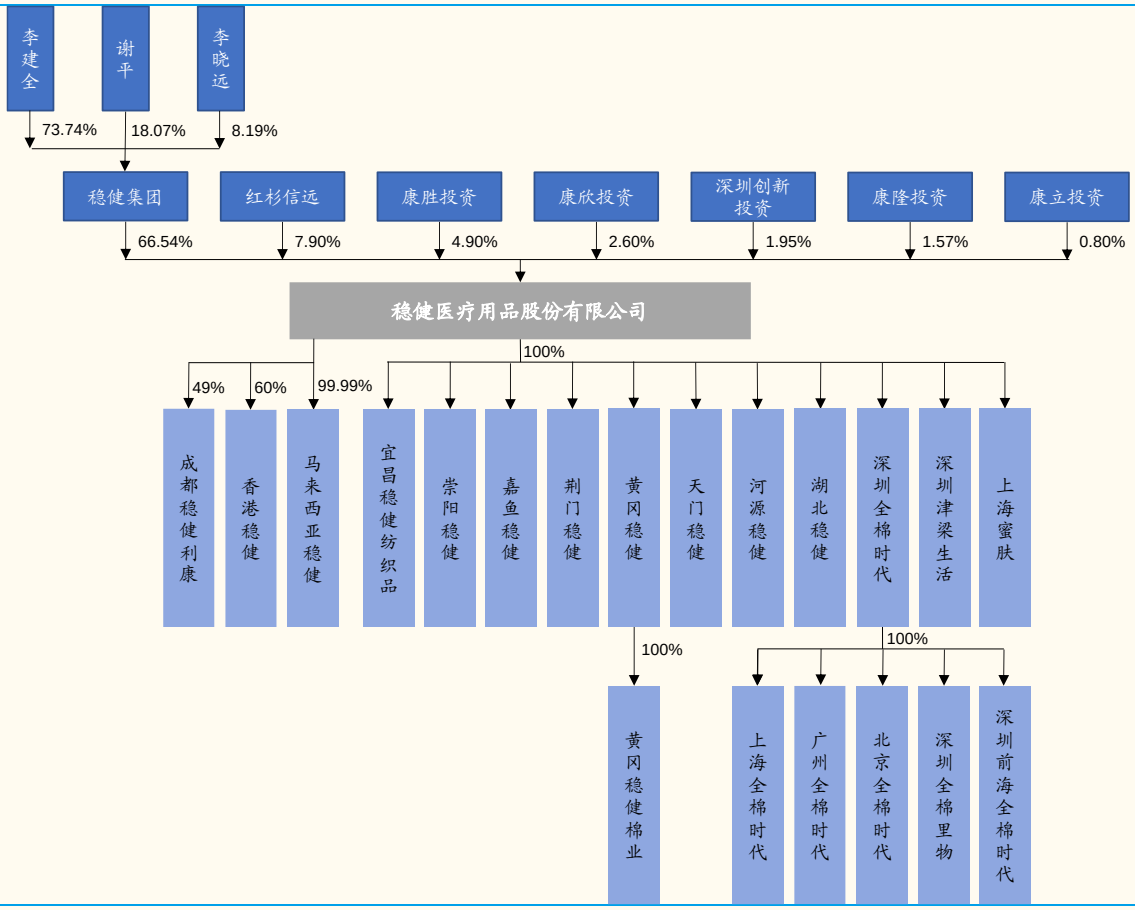


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司治理科学现代化，注重股权激励，实控人持股比例较高

- 公司实际控制人李建全与其妻子谢平、儿子李晓远通过稳健集团间接控制公司 68.10%股份。实控人持股比例较高有利于公司管理经营决策的高效执行，利于公司长远稳健发展。
- 公司高度重视股权激励，设有康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资四个员工持股平台。主要股东包括公司副总经理兼财务总监方修元、 董事兼全棉时代战略总监徐小丹、津梁生活董事兼副总经理王英、副总经理兼董秘陈惠选、稳健医疗副总经理尹文岭等高管。积极到位的股权激励实施方案将公司的长远发展与高管的自身利益紧密绑定，可充分调动管理人员的积极性和主动性。
- 2014 年，公司引入红杉资本作为战略投资者，现持股比例为 7.9%，在互联网资源和医疗产业合作方面助推公司可持续发展。
- 截至目前，公司拥有如下 19 家一级及二级全资、控股子公司。

图表 3：公司股权结构图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司的 19 家子公司中 2019 年大部分已实现盈利，部分全棉时代产品销售公司处于微亏损状态，随着店铺运营更加成熟，预计将很快迎来收获期。

图表 4：公司子公司基本情况概览

序号	子公司	成立时间	发行人持股比例	主营业务	总资产（百万元）	净资产（百万元）	净利润（百万元）
1	稳健医疗用品（荆门）	1995年12月15日	100%	医用敷料、全棉时代产品的生产及销售	158.35	106.48	26.72
2	宜昌稳健纺织品	1999年4月22日	100%	医用坯布的生产及销售	63.59	38.08	5.53
3	稳健医疗（嘉鱼）	2001年2月20日	100%	医用敷料、全棉时代产品的生产及销售	185.92	134.63	35.14
4	稳健医疗（天门）	2001年2月23日	100%	全棉水刺无纺布、医用敷料及全棉时代产品的生产及销售	263.06	158.4	72.8
5	稳健医疗（崇阳）	2001年11月13日	100%	医用敷料的生产及销售	215.63	64.32	7.28
6	**稳健医疗（黄冈）**	**2005年1月14日**	**100%**	**全棉水刺无纺布、医用敷料及全棉时代产品的生产及销售**	**748.98**	**566.17**	**166.55**
7	稳健医疗（香港）	2008年1月14日	60%	医用敷料及消费品的销售	15.26	7.92	2.26
8	**深圳全棉时代**	**2009年12月7日**	**100%**	**全棉时代产品的销售**	**1170.71**	**403.6**	**111.83**
9	北京全棉时代	2010年9月1日	通过深圳全棉时代持股100%	全棉时代产品的销售	36.77	3.43	-11.13
10	黄冈稳健棉业	2010年10月18日	通过黄冈稳健持股100%	棉花贸易	58.91	-13.96	-3.89
11	广州全棉时代	2010年11月19日	通过深圳全棉时代持股100%	全棉时代产品的销售	9.08	2.59	-1.86
12	上海全棉时代	2010年12月3日	通过深圳全棉时代持股100%	全棉时代产品的销售	24.76	-7.74	-4.58
13	稳健医疗（马来西亚）	2013年7月17日	100.00%	已无实际业务经营	0.2	-2.42	-0.33
14	深圳前海全棉时代	2015年7月21日	通过深圳全棉时代持股100%	全棉时代产品的销售	193	146.95	34.72
15	稳健医疗（河源）	2016年5月18日	100%	暂无实际业务经营	184.92	99.55	0.15
16	湖北稳健医疗	2017年1月23日	100%	全棉水刺无纺布、全棉时代产品的生产及灭菌	504.25	88.88	-7.78
17	深圳津梁生活	2018年1月25日	100%	个人护理等产品销售	41.8	21.85	-13.63
18	蜜肤(上海)	2018年3月16日	100%	化妆品进口及国内销售	0.15	0.07	0.03
19	深圳全棉里物	2019年7月9日	通过深圳全棉时代持股100%	全棉里物产品的销售	1.91	-0.22	-1.52

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司核心管理人员具备丰富的行业经验，且已在公司任职多年，稳定性高。实际控制人李建全于 2000 年创建了“winner 稳健医疗”品牌，2009 年创建了“Purcotton 全棉时代”品牌，从创办公司至今一直担任公司的董事长兼总经理。此外，李建全目前还担任中国医药保健品进出口商会医用敷料分会会长、中国产业用纺织品行业协会副会长等职位。

图表 5：公司核心管理人员简介

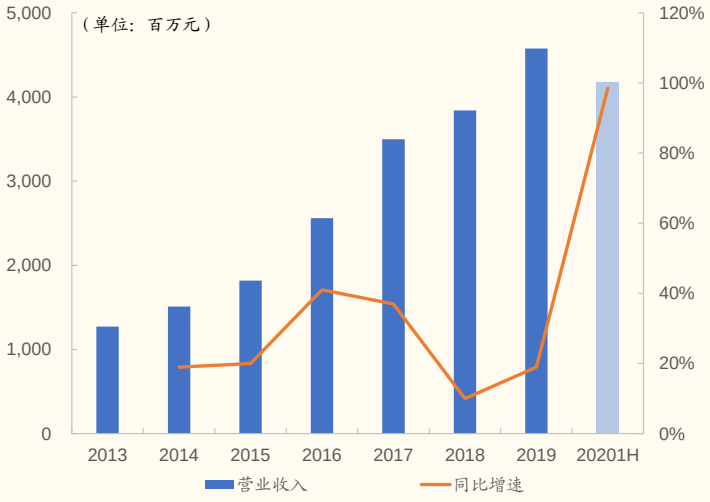
姓名	职务	简介
李建全	董事长、总经理	1957 年出生，大专学历。2000 年创建了“winner 稳健医疗”品牌，2009 年创建了“Purcotton”全棉时代品牌。创办公司至今一直担任公司董事长兼总经理
方修元	董事、副总经理、财务总监	1968 年出生，大专学历。2000 年至今，任稳健医疗用品股份有限公司及其前身董事、副总经理、财务总监
尹文岭	副总经理	1973 年出生，本科学历。2015 年 10 月至今，任稳健医疗用品股份有限公司副总经理、生产副总裁
陈惠选	副总经理、董事会秘书	1982 年出生，硕士研究生学历。2009 年 9 月加入稳健实业（深圳），任投资管理部经理、投资者关系部专员。 2015 年 5 月至今，任稳健医疗用品股份有限公司董事会秘书、副总经理
徐小丹	董事	1987 年出生，本科学历。2010 年 3月加入稳健实业（深圳），历任总裁办公室秘书、采购经理、商品中心总监。 2015 年 5 月至今，任稳健医疗用品股份有限公司董事

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

收入稳健增长，盈利能力持续改善

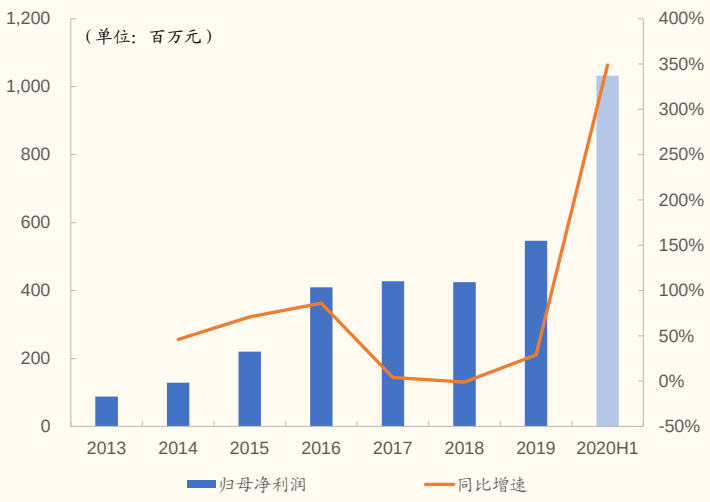
- 公司业绩整体增长稳健。营业收入从 2013 年的 12.72 亿元增加至 2019 年的 45.75 亿元，CAGR 为 23.8%。2019 年公司实现归母净利润 5.46 亿元，2013-2019 年 CAGR 为 35.5%。
- 2020 年上半年因疫情影响，口罩和防护服等产品市场需求大增，拉动业绩高增长。上半年，公司实现营业收入 41.80 亿元，同比增长 98.5%；实现归母净利润 10.32 亿元，同比增长 348.9%。

图表 6：2013-2020 1H 公司营业收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

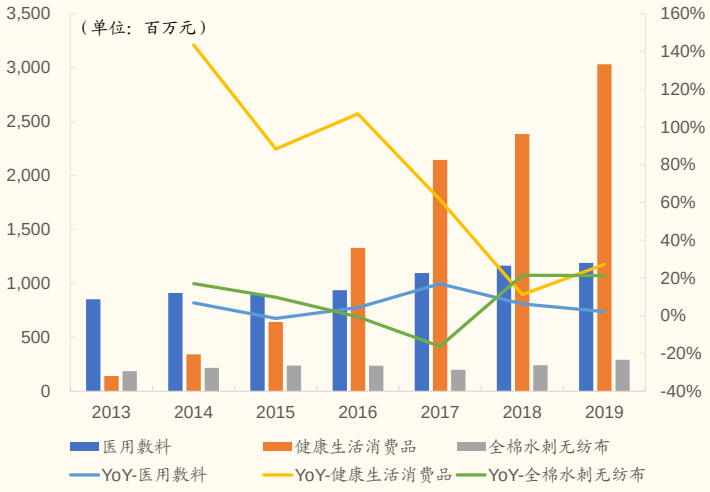
图表 7：2013-2020 1H 公司归母净利润及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

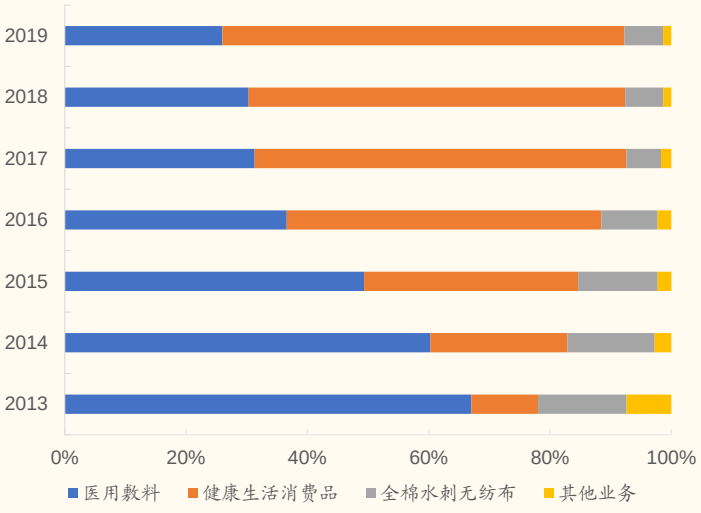
- 健康生活消费品为公司主要的收入来源。公司主营业务收入由医用敷料、健康生活消费品和全棉水刺无纺布构成，健康生活消费品销售收入占比从 11%提高至 66%，是业绩增长的核心驱动力，医用敷料销售额整体保持平稳。

图表 8：2013-2019 公司各产品线营业收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

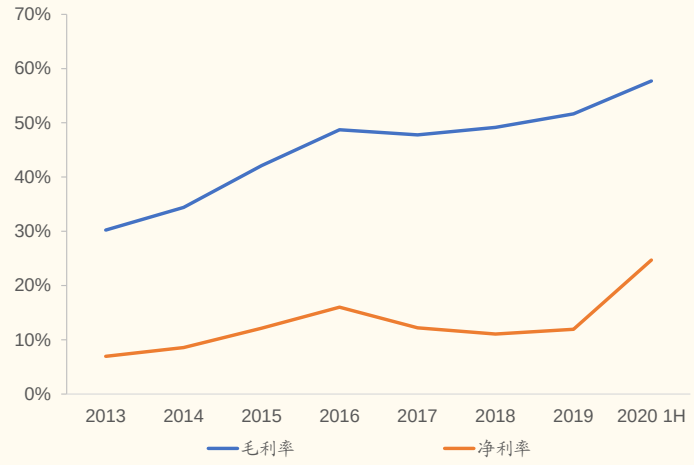
图表 9：2013-2019 公司各产品线营业收入占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

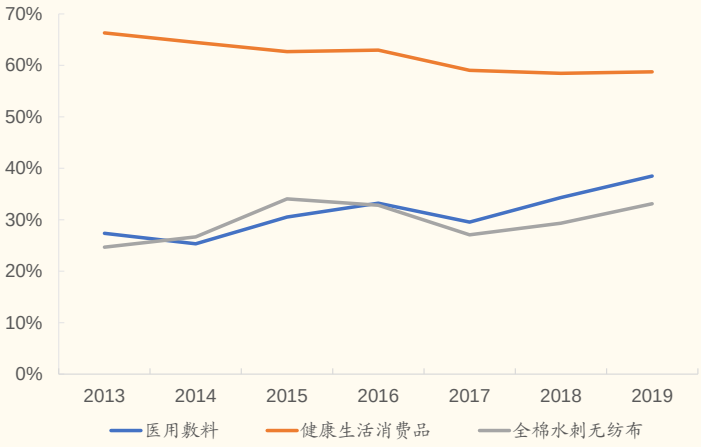
- 公司毛利率和净利率稳中有升，盈利能力持续向好。
  - 因健康生活消费品销售占比不断提升，且健康生活消费品毛利率高于医用敷料和全棉水刺无纺布，公司整体毛利率从 2013 年的 30.2%提升至 2019 年的 51.7%。
  - 净利率从 2013 年的 6.9%提升至 2019 年的 11.9%，提升幅度不及毛利率的主要原因是全棉时代店铺数量不断增加导致公司期间费用率（主要是销售费用率）增加明显。
  - 2020 年上半年公司毛利率和净利率提升明显的主要原因是产品销售结构有所变化，且疫情期间费用率大幅缩减。

图表 10：2013-2019 公司毛利率和净利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

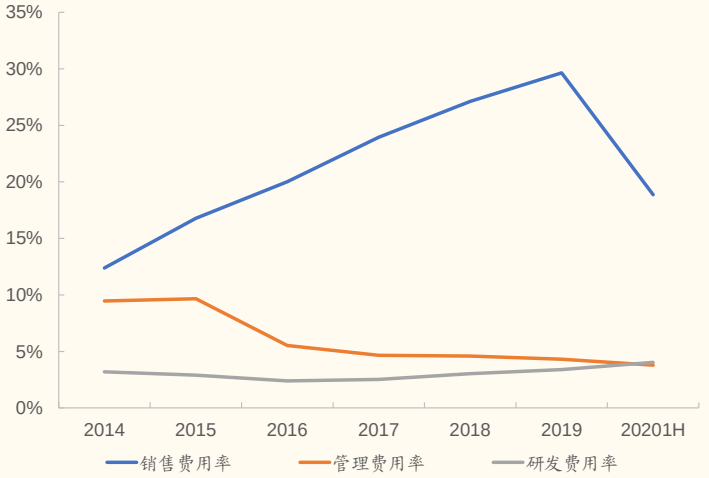
图表 11：2013-2019 公司各产品线毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

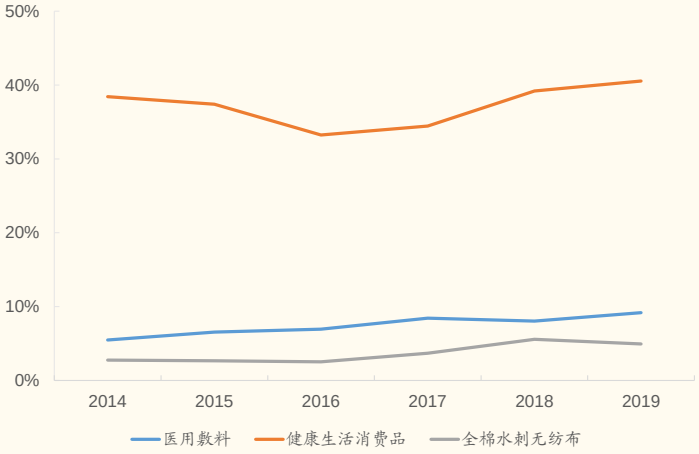
- 全棉时代线下新设门店数量不断增加导致公司销售费用率逐年上行，管理费用率随营收规模的扩大呈现略下降趋势，公司高度重视产品研发和技术创新，研发费用率稳中有升。

图表 12：2014-2020 1H 公司期间费用率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 13：2017-2019 年分产品线销售费用率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

医用敷料：出口稳居国产企业前列，高端敷料打开成长空间

行业向：国内处于高速成长期，高端敷料和一次性耗材驱动持续高增长

- “医用卫生材料及敷料类”是我国低值医用耗材的第二大细分领域，占比约 22%。狭义的医用敷料是指在伤口愈合过程中，可以替代受损的皮肤起到暂时性屏障作用，避免或控制伤口感染，起到保护创口、创面，提供有利于创面愈合环境的医用卫生材料，即伤口护理产品。广义的医用敷料则不仅包括伤口护理产品，还包括感染防护产品及消毒清洁产品等。
- 医用敷料行业的上游主要是棉花种植业和纺织行业，下游是各级医院、疾控中心、其他医疗机构及 OTC 药店。我国是世界上最大的纺织生产国，产业链上游的原材料丰富，可为医用敷料生产提供可靠保障。产业链下游终端需求主要受人口基数、人口老龄化、医疗保障、医疗机构数量等因素影响。

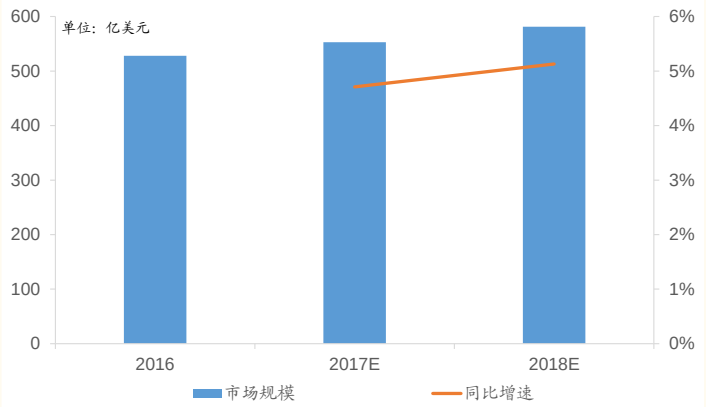
图表 14：医用敷料行业产业链



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

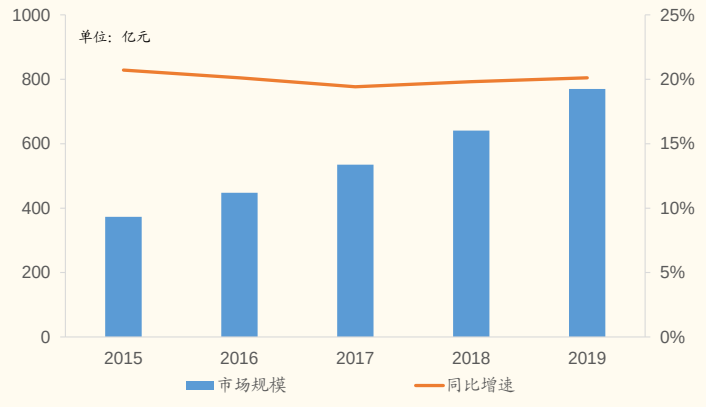
- 全球低值医用耗材市场温和增长，我国低值医用耗材市场加速扩容。根据医械研究院测算， 2018 年全球低值医用市场规模约为 581 亿美元，行业增速约 5%。2015 年我国医用低值耗材市场规模约 373 亿，2019 已增长至 770 亿，CAGR 为 20%。

图表 15：全球低值医用耗材市场规模



来源：中国医疗器械蓝皮书 2019，国金证券研究所

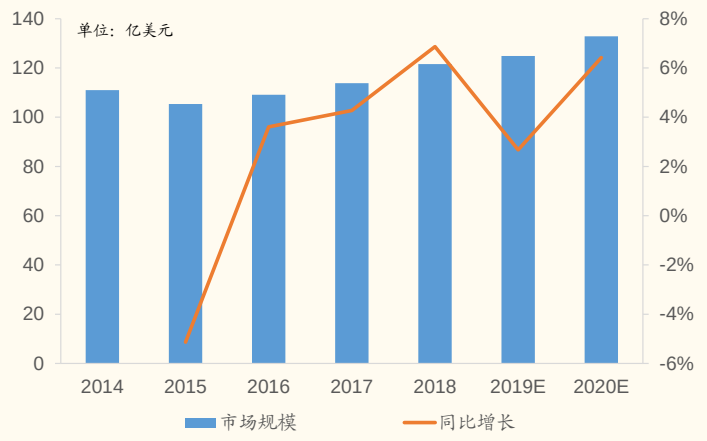
图表 16：中国低值医用耗材市场规模



来源：中国医疗器械蓝皮书 2020，国金证券研究所

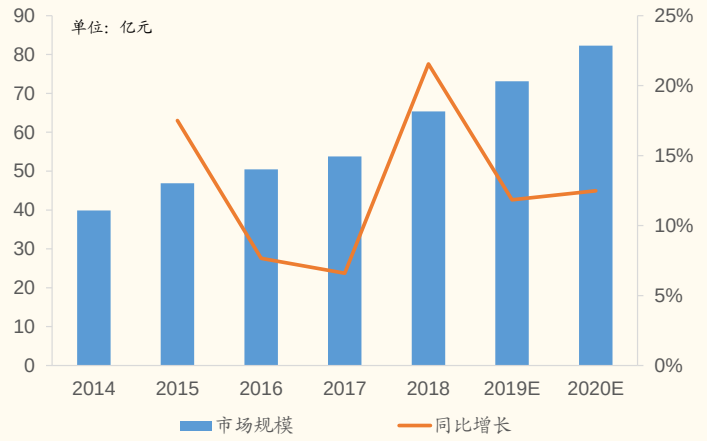
- 全球医用敷料市场规模增速趋缓，我国医用敷料市场加速发展。根据公司招股书引用的数据，2014 全球医用敷料市场规模约 111 亿美元，预计 2020 年将达到 133 亿美元，CAGR 为 3%。预计 2020 年我国医用敷料市场规模约 82 亿元，2014-2020 年的 CAGR 为 13%，增速大幅领先全球平均增速。

图表 17：全球医用敷料行业市场规模



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

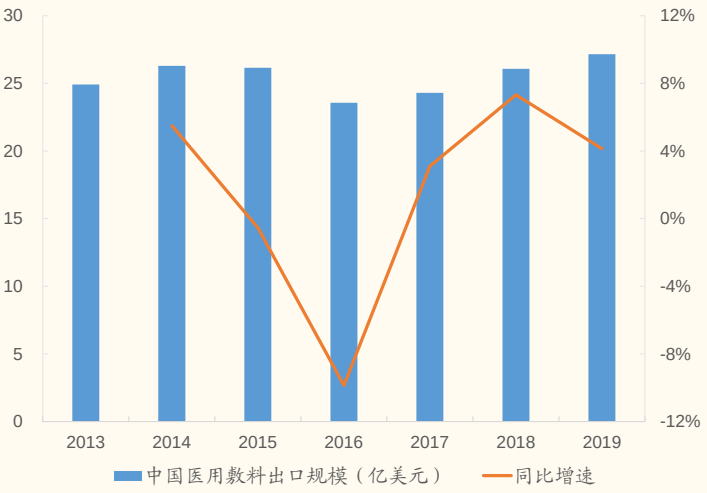
图表 18：2014-2020 年我国医用敷料市场规模



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

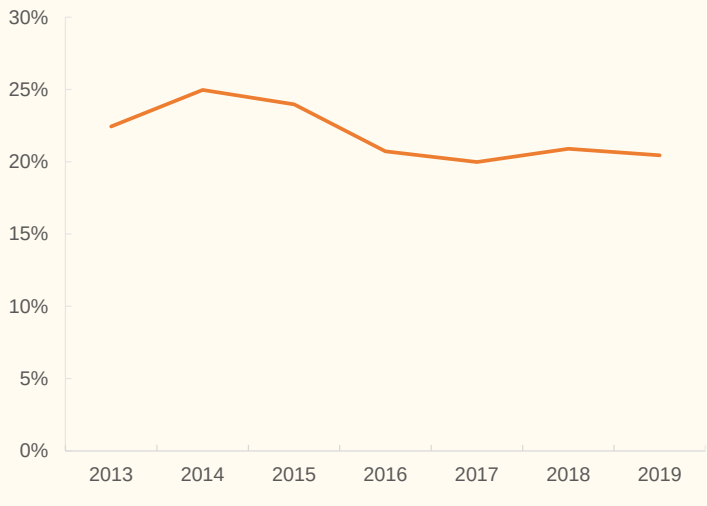
- 我国是全球最大的传统医用敷料出口国，公司已连续多年稳居中国医用敷料出口前三名。根据振德医疗年报，2019 年我国医用敷料出口规模为 27.16 亿美元，占全球医用敷料市场的 20.45%。凭借成本优势及完善的配套供应链体系，我国逐渐成为全球传统医用敷料重要的采购区域之一，公司是中国医用敷料行业领先的 OEM 生产商和出口商，在产品性能与质量、产品附加值与市场开拓等方面具有较为突出的优势。

图表 19：2013-2019 年中国医用敷料出口规模及增速



来源：振德医疗招股书，振德医疗年报，国金证券研究所

图表 20：中国医用敷料出口额占全球市场份额



来源：振德医疗招股书，公司招股说明书，国金证券研究所

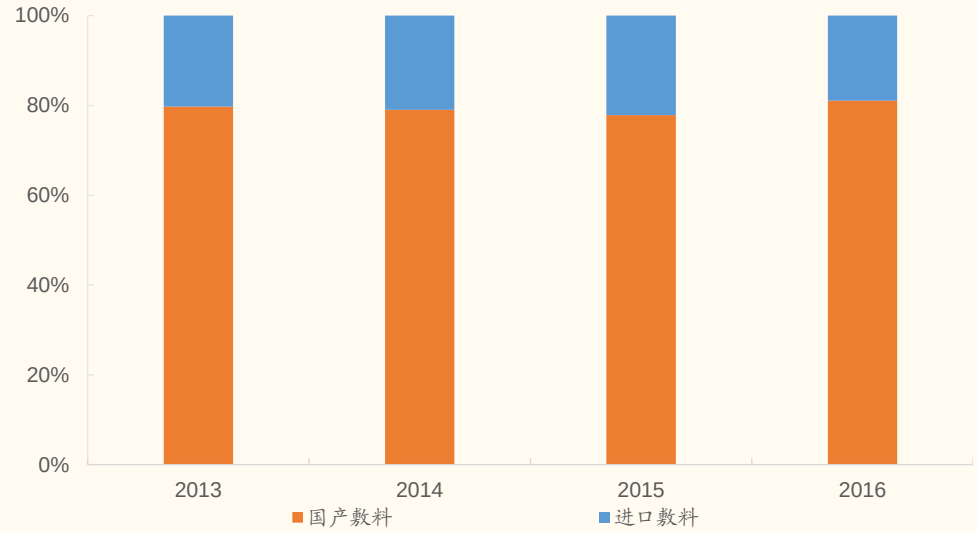
图表 21：我国医用敷料出口企业前 5 名

排名	2014年		2015年		2016年		2017年	2018年	2019年
	企业名称	市场占有率	企业名称	市场占有率	企业名称	市场占有率			
1	奥美医疗	8.27%	奥美医疗	7.82%	奥美医疗	8.36%	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗
2	振德医疗	5.03%	振德医疗	4.90%	**稳健医疗**	**4.75%**	**稳健医疗**	**稳健医疗**	**稳健医疗**
3	**稳健医疗**	**4.60%**	**稳健医疗**	**4.46%**	振德医疗	4.64%	振德医疗	振德医疗	振德医疗
4	安徽华文	3.03%	安徽华文	2.89%	江苏健尔康	3.45%	普尔德医疗	普尔德医疗	施洁医疗
5	江苏健尔康	2.43%	江苏健尔康	2.83%	安徽华文	3.07%	施洁医疗	施洁医疗	普尔德医疗

来源：中国医药保健品进出口商会，国金证券研究所

- 我国传统敷料占据主导，高端敷料市场尚处于培育阶段，从全球范围看，目前棉花、绷带、纱布等传统医用敷料在整个医用敷料市场中仍占据重要地位。

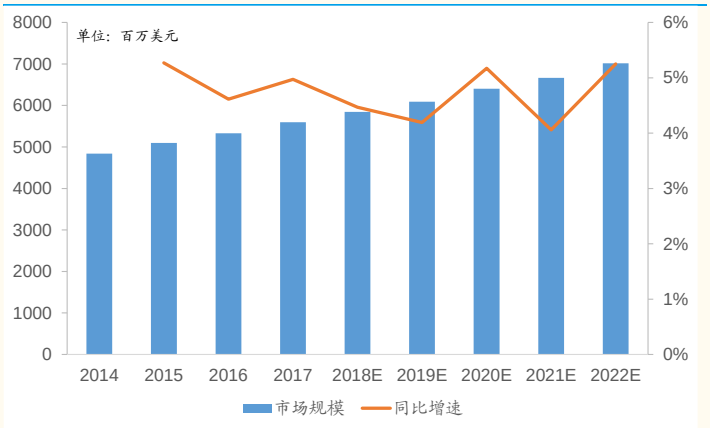
图表 22：我国医用敷料市场结构



来源：振德医疗招股书，国金证券研究所

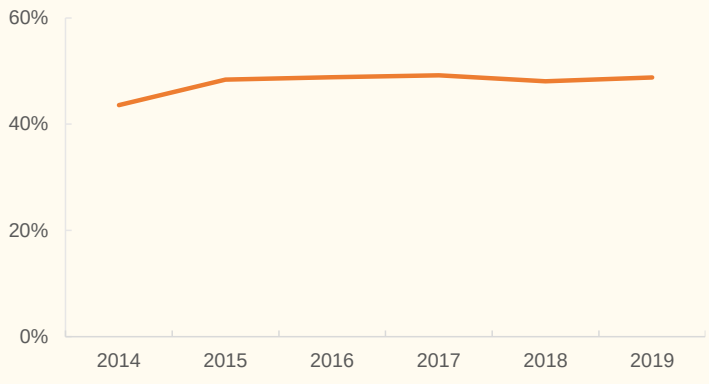
- **多功能、新材质、高附加值的医用敷料市场需求逐步凸显，高端医用敷料产业迎来了良好的发展机遇，国产替代空间大。**高端伤口敷料主要针对更为复杂的伤口护理，包括慢性伤口、烧伤、复杂手术伤口等，此类伤口愈合难度较大、时间较长、对患者而言更为痛苦且可能引发严重的并发症。高端伤口敷料主要以湿性伤口愈合理论为基础，具有减轻换药痛苦、缩短愈合时间、减少换药次数、降低医务人员的劳动强度、降低综合治疗成本、换药操作简便易行等优点。
- 2017 年全球高端敷料市场规模达 56 亿美元，预计 2022 年将达到 70 亿美元，2014-2022 年 CAGR 为 4.75%。3M、Acelity、V.A.C. Therapy 等国际厂商占据我国高端医用敷料主要的市场份额，随着国内厂商在技术与品质上不断进步，与国际企业差距不断缩小，未来国产替代空间可期。

图表 23：2014-2022 年全球高端医用敷料市场规模



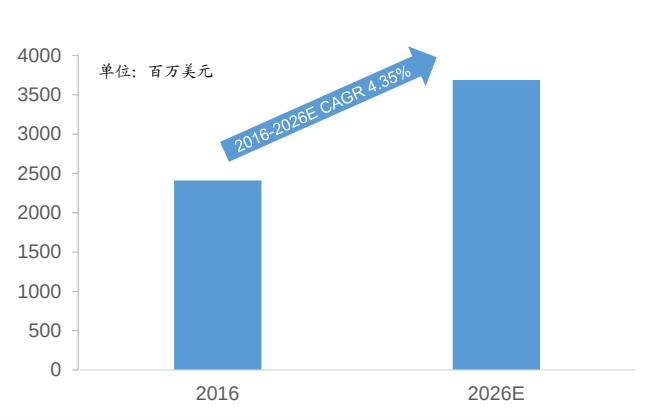
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 24：全球高端医用敷料占比



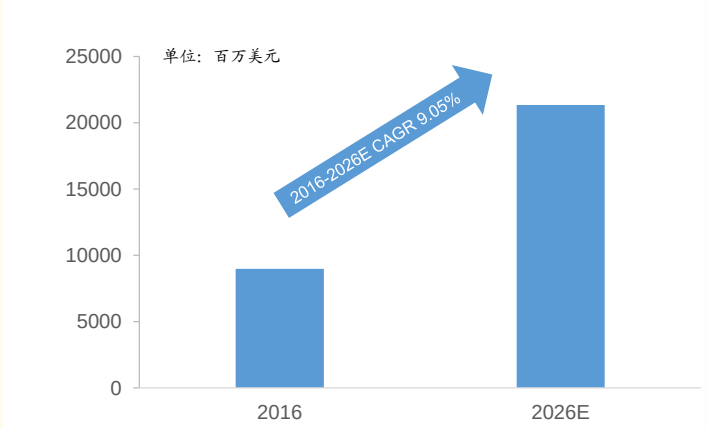
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 25：全球手术铺单和手术衣市场规模统计及预测



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 26：全球定制化手术组合包市场规模统计及预测



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 我国医用敷料正由传统敷料向高端敷料发展、由重复使用耗材向一次性耗材发展，高端敷料和手术室一次性耗材将成为国内市场发展的驱动力。

产品力：巩固传统敷料龙头地位，抢先布局高端敷料

- 公司已在传统医用敷料领域建立领先优势，且积极布局高端敷料领域，技术水平已位于行业前列。已开发出硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫、负压引流产品等高端湿性敷料产品，高端伤口敷料占比稳步提升，发展潜力大。

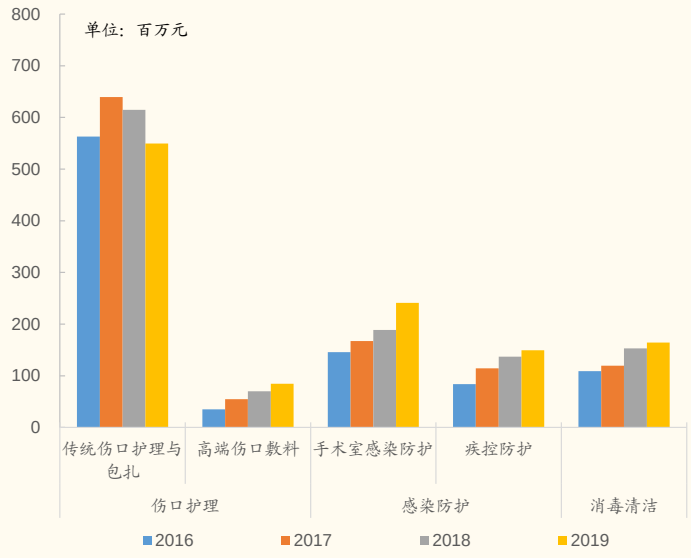
图表 27：公司医用敷料板块的主要产品种类

产品门类	产品类别	主要用途	具体产品	部分产品图示
伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品	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	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

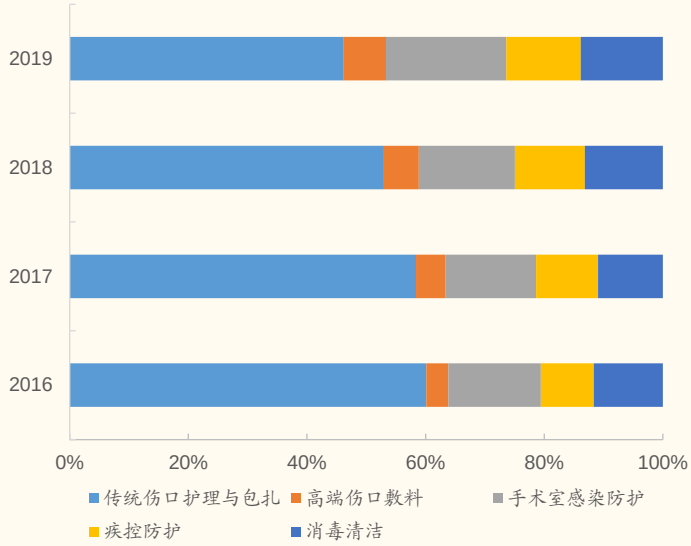
- 传统伤口护理产品：传统伤口护理与包扎产品销售占比呈现下降趋势，高端伤口敷料产品增速快，占比有望持续提升。2019 年高端敷料产品销售收入为 8,456 万元，2016-2019 年 CAGR 为 34.1%。
- 感染防护产品：1）随着医院对一次性手术包接受度逐步提高和医院感染防护要求趋严，手术室感控产品保持稳健增长且预计有望持续高增长。2019 年，公司手术室感染控制产品销售收入为 2.41 亿元，占比约 20%，2016-2019 年 CAGR 为 18.3%。2）随着人们对空气质量和呼吸道疾控防护日益重视，叠加公司不断增加防护产品的研发投入推动产品升级，公司疾控产品销售量保持稳定增长。由 2016 年的 8376 万元（占比 9%）增加至 2019 年的 1.49 亿元（占比 13%），提升显著。

图表 28：2016-2019 医用敷料各细分领域营收概况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

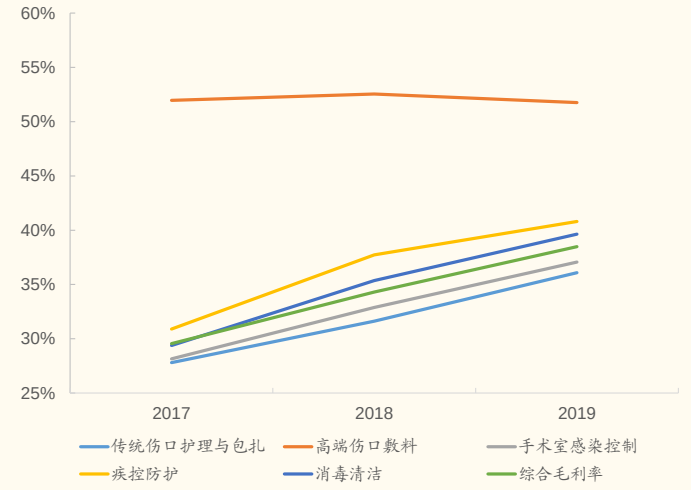
图表 29：2016-2019 医用敷料各细分领域营收占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

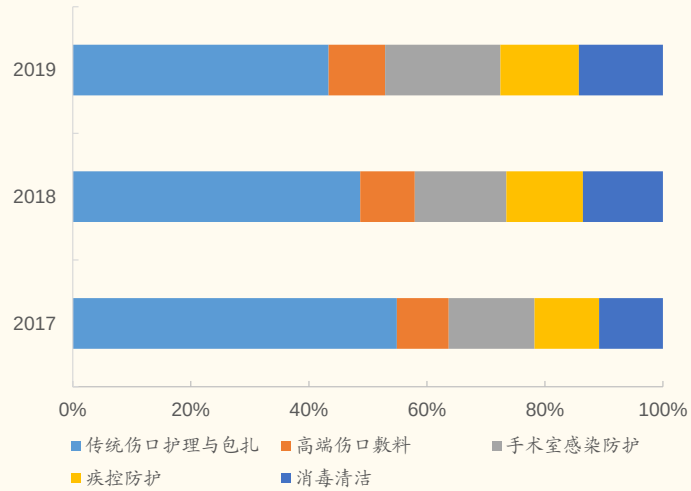
- 医用敷料各细分产品线毛利率均呈现上升态势，毛利率不断改善。

图表 30：2017-2019 医用敷料各细分领域毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 31：2017-2019 医用敷料各细分领域毛利占比



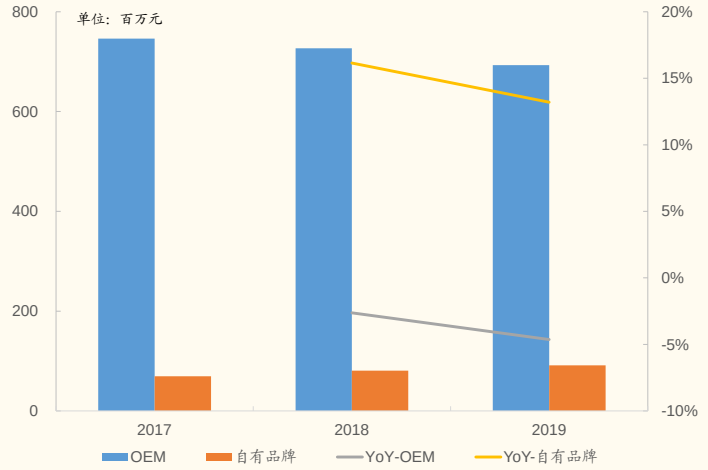
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

渠道力：OEM 出口优势显著，自主品牌多种销售方式稳步拓展中

- 公司境外医用敷料销售以 OEM 直销为主，占比近 90%且保持相对稳定，区域覆盖欧洲、日本和美国等发达国家。同时，公司亦通过自有“winner”

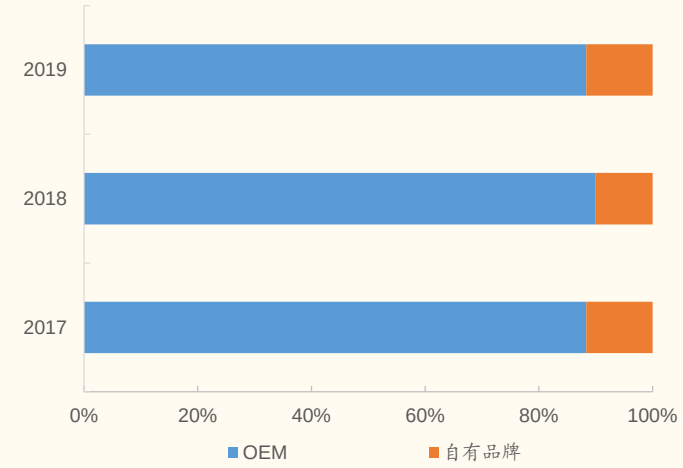
品牌开拓中东、亚洲等新兴经济市场。在香港地区自有“ winner”品牌产品通过直销方式已覆盖全港全部公立和大部分私立医院。

图表 32：医用敷料境外销售收入（OEM V.S. 自有品牌）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

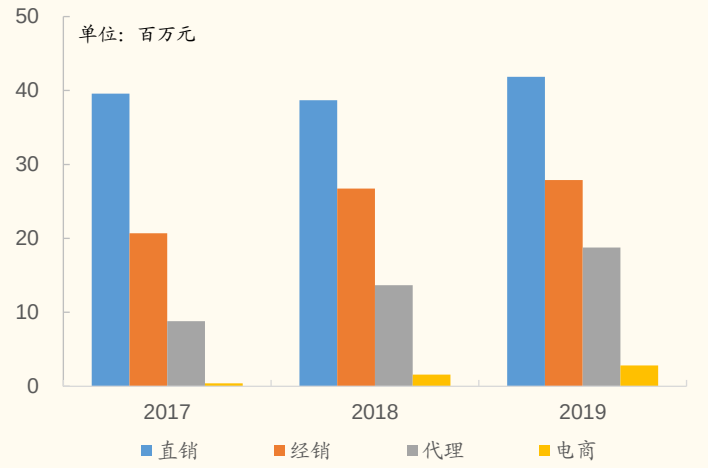
图表 33：医用敷料境外销售占比（OEM V.S. 自有品牌）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

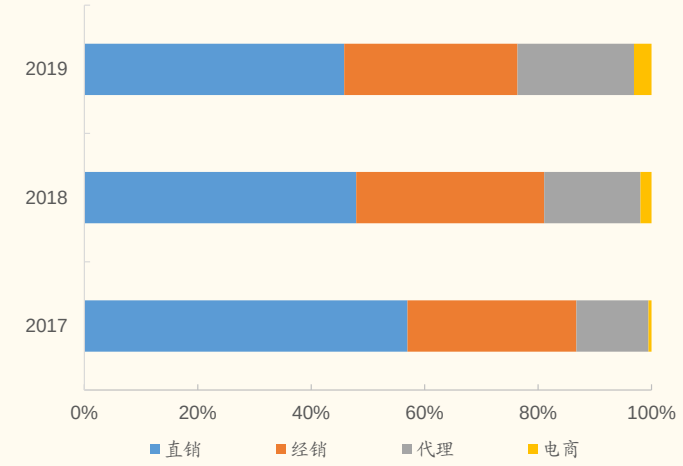
- 境外自有品牌产品以直销和经销方式为主，代理和电商方式保持良好的增长势头。直销占比从 2017 年的 57%下滑至 2019 年的 46%，而代理渠道占比从 2017 年的 13%上升至 2019 年的 21%，电商渠道呈小幅增长趋势，经销渠道收入占比基本保持稳定。

图表 34：医用敷料境外自有品牌各渠道销售收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

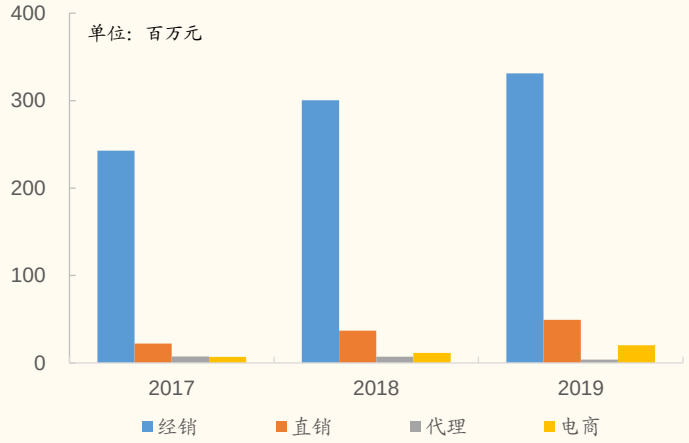
图表 35：医用敷料境外自有品牌各渠道销售收入占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

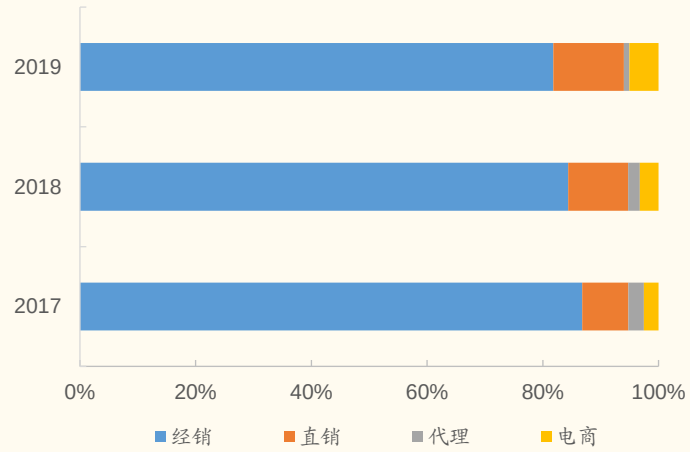
- 公司境内医用敷料以自有“winner 稳健医疗”品牌进行销售，主要面向医院和 OTC 药店，采用经销为主、直销为辅的销售模式，覆盖医用和家用两大市场。截至目前，自主“ winner 稳健医疗”品牌已进入国内两千多家医院和近四万家药店，其中大多数医院为三级医院，并在海王星辰、老百姓大药房等多家知名连锁药店设有公司产品专柜。
- 境内经销渠道销售占比高达 80%以上但呈逐年下降趋势，电商渠道占比虽小但增速较高，发展潜力大。

图表 36：境内医用敷料不同销售模式销售收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 37：境内医用敷料不同销售模式销售收入占比

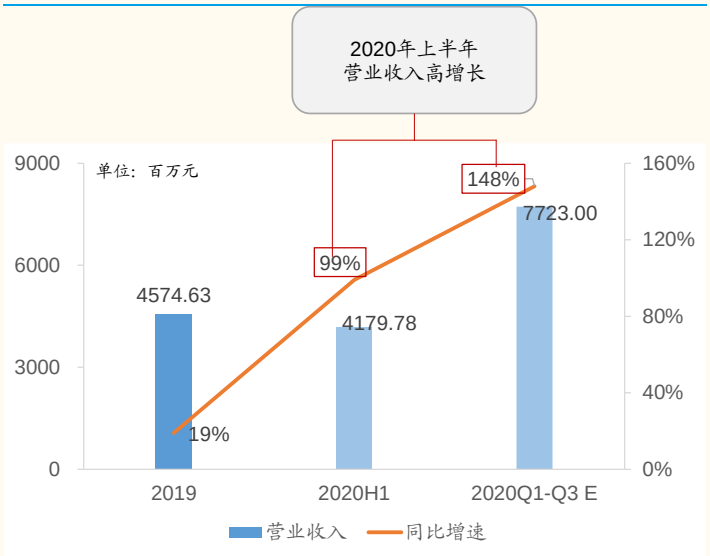


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

新未来：短期防护产品拉动业绩，长期高端敷料助力发展

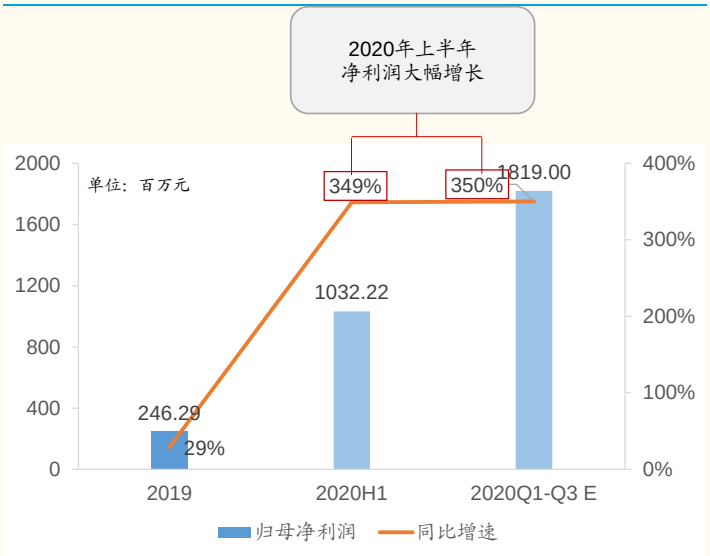
- 2020 年上半年因疫情影响，口罩和防护服等产品市场需求大增，拉动业绩高增长。上半年公司实现营业收入 41.80 亿元，同比增长 98.5%；实现归母净利润 10.32 亿元，同比增长 348.9%。其中，口罩、防护服实现销售收入 20.26 亿元，同比增长 29 倍。
- 考虑到国内外医用防护产品需求的持续性，叠加线下门店销售逐步恢复，预计公司 2020 年业绩将超预期增长。根据招股书披露数据，2020 年 1-9 月公司预计实现销售收入 77.23 亿元，预计同比增长 147.6%；预计实现归母净利润 18.19 亿元，同比增长 349.7%。

图表 38：2020 年上半年营业收入高速增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 39：2020 年上半年净利润大幅增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 巩固传统医用敷料领先优势，先发进入高端敷料领域，打开未来成长空间。高端敷料募投项目建设完成达产后可年产硅胶类敷料 1,000 万片、高吸液类敷料 2,000 万片、负压引流类敷料 10 万片及抗菌类敷料 500 万片，将进一步巩固公司在高端敷料领域的领先地位，不断优化产品结构，享受高端敷料产品需求释放带来的业绩增长红利。

图表 40：高端敷料生产线产品工艺流程

1、硅胶类敷料	
硅凝胶防粘敷料	硅凝胶涂布 → 烘干 → 收卷 → 卷材打孔 → 分切成卷 → 模切成型 → 包装灭菌
硅凝胶创可贴/胶带	硅凝胶涂布 → 烘干 → 收卷 → 卷材打孔 → 材料复合 → 模切成型 → 包装灭菌
硅凝胶疤痕贴	硅凝胶涂布 → 烘干 → 收卷 → 分切成卷 → 模切成型 → 包装灭菌
2、高吸液类敷料	
SAP高吸液敷料	卷材分切 → 材料复合 → 超声封合 → 模切成型 → 包装灭菌
泡沫敷料类	泡沫发泡 → 卷材分切 → 材料复合 → 模切成型 → 包装灭菌
3、负压引流敷料	
负压引流敷料包	敷料曲缩处理 → 引流管组装 → 组件吸塑 → 组合包装灭菌
负压吸引器	主板机架组装 → 前后壳组装 → 积液罐组装 → 整机组装 → 检验包装
4、抗菌类敷料	
抗菌曲缩棉/无纺布敷料	卷材分切 → 抗菌处理 → 裁片折叠 → 包装灭菌
抗菌泡沫敷料类	抗菌发泡 → 卷材分切 → 材料复合 → 模切成型 → 包装灭菌

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

全棉水刺无纺布：技术独创、自用为主、规模化优势显著

行业向：产量不断攀升，呈高速发展态势

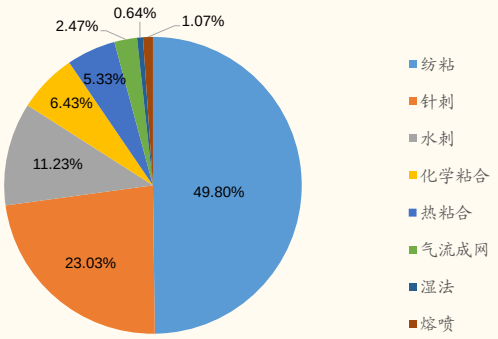
- 中国无纺布以纺粘工艺为主，水刺无纺布是发展最快的细分领域之一。公司自主研发全棉水刺无纺布工艺技术，并将其运用于医疗和消费领域，实现了医用产品向家用产品的拓展，同时又将医用高品质基因移植到消费品领域，打造差异化的品牌内涵。

图表 41：水刺无纺布主要应用领域

产品	种类		下游主要产品及用途
水刺无纺布	卫生材料类	民用清洁类	民用卫生擦拭布、湿巾、面膜、婴儿用品等
		医疗卫生类	一次性医用床单、医用敷料、消毒湿巾、酒精片、手术衣、手术帘、口罩、卫生帽等
	装饰装潢类		制作合成革、地板革、汽车内饰、衬布、墙布、沙发布、床罩、台布、窗帘、门帘等
	工业用材类		建筑工程材料、净化滤布、工业擦拭布等、电子线路板复合材料、航空航天耐高温复合材料等

来源：金春股份招股书，国金证券研究所

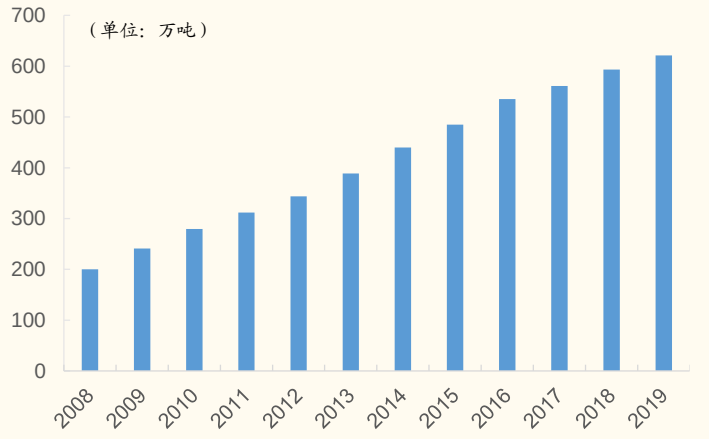
图表 42：2019 年中国无纺布各工艺产量比例



来源：金春股份招股书，国金证券研究所

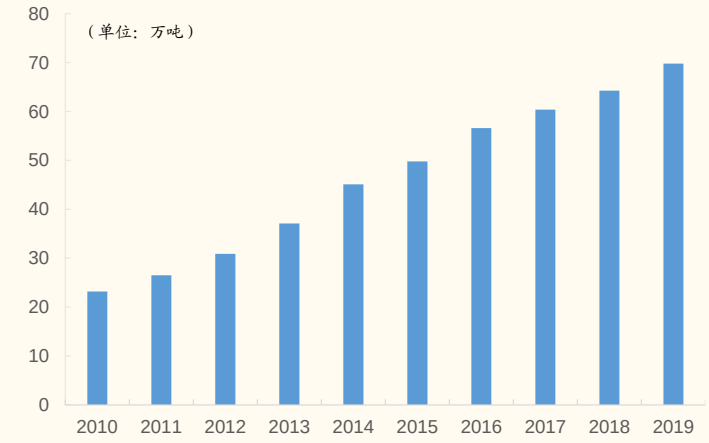
- 水刺非织造布行业产量不断攀升，是一种新兴的、具有发展前景的重要品种。根据中国产业用纺织品协会数据，2010 年至 2019 年国内水刺无纺布实际产量从 23.20 万吨增长至 69.80 万吨，年均复合增长率达 13.02%。

图表 43：2008-2019 年我国无纺布产量



来源：中国产业用纺织品行业协会，金春股份招股书，国金证券研究所

图表 44：2010-2019 年我国水刺无纺布产量



来源：中国产业用纺织品行业协会，金春股份招股书，国金证券研究所

产品力：医疗级的质量性能，规模经济效应凸显

- 公司于 2005 年自主研发了全棉水刺无纺布技术并独创性地广泛应用于医疗和消费品领域，开创了全新的产品品类和消费品牌。借助此技术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。在满足自用后，公司亦直接将全棉水刺无纺布作为工业中间品销售给下游生活护理、医疗器械、工业擦拭等领域客户。

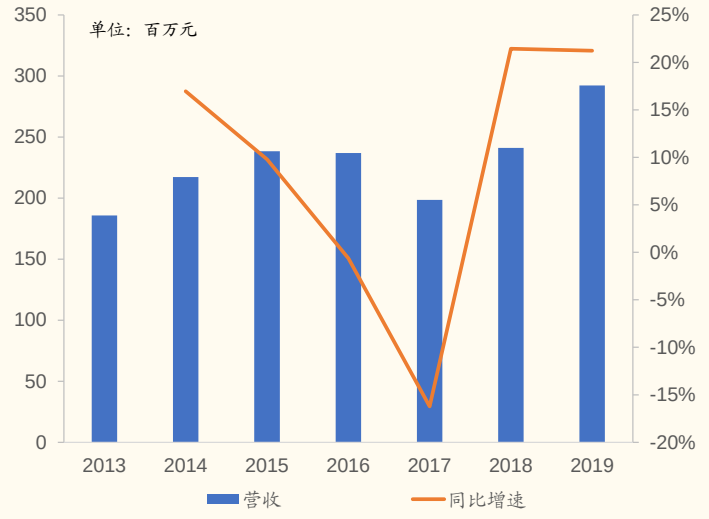
图表 45：公司全棉水刺无纺布产品及图示

类别	主要用途	图示
全棉水刺无纺布	以 100%优质天然原棉为原料，以全棉水刺无纺布技术进行生产，可应用在个人护理、家庭护理、医疗器械、工业擦拭等领域	

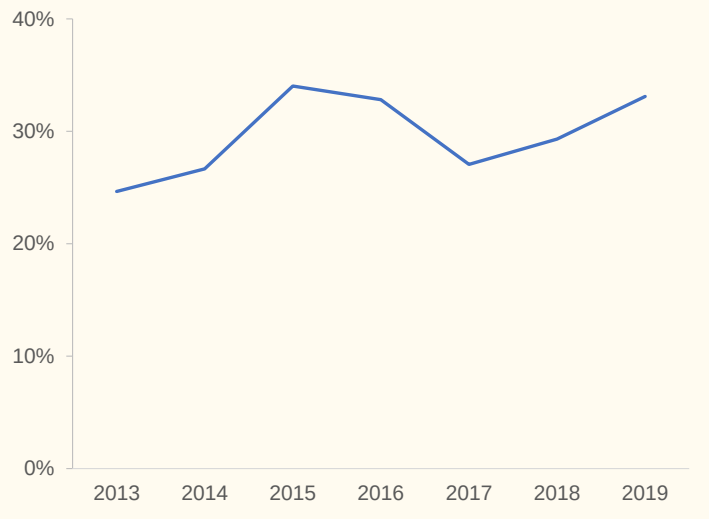
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司全棉水刺无纺布销售整体保持稳定增长，从 2013 年的 1.86 亿元增长至 2019 年的 2.92 亿元，CAGR 为 7.8%。2017 年销售额较低主要原因是：当年产能有限，公司生产的全棉水刺无纺布优先满足全棉时代产品生产需要，对外销售减少。

图表 46：全棉水刺无纺布营收及同比增速



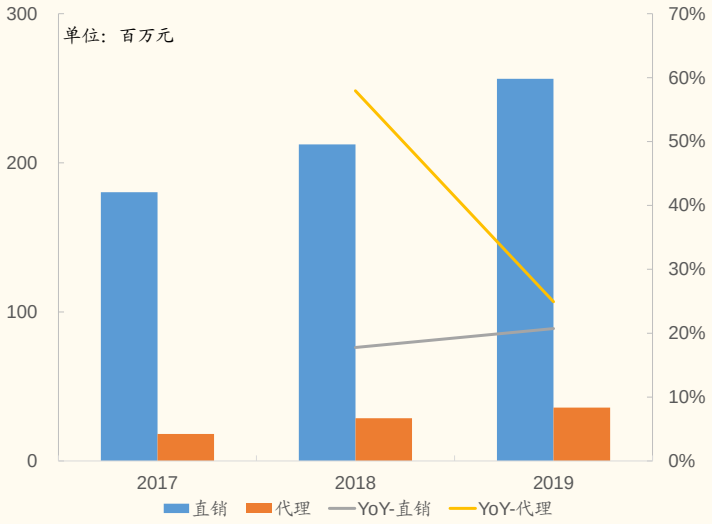
图表 47：全棉水刺无纺布毛利率变化趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

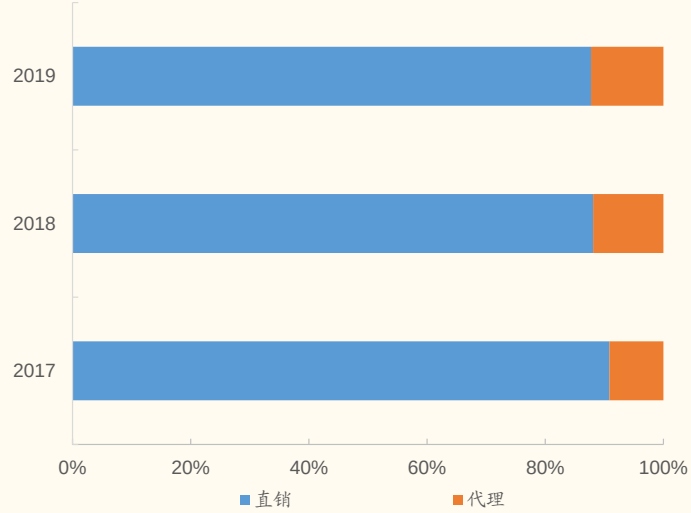
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 48：全棉水刺无纺布板块各渠道营收及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 49：全棉水刺无纺布板块各渠道营收占比



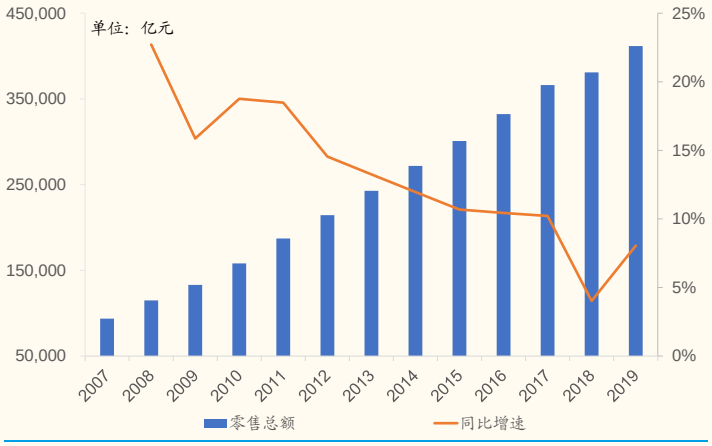
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

健康消费品：品牌内涵差异化，品类丰富多样化

行业向：健康消费理念盛行，线上线下相互引流协同发展

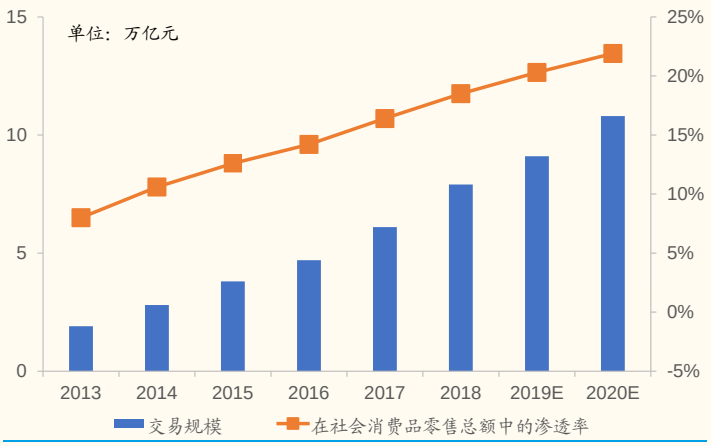
- 我国消费品及零售市场蓬勃发展，社会消费品零售总额由 2007 年的 9.36 万亿元增长至 2019 年的 41.16 万亿元，年均复合增长率达 11.16%。我国网络购物市场加速扩容，根据招股书披露，我国网络购物市场交易规模由 2013 年的 1.9 万亿元上升至 2018 年的 7.9 万亿元，年均复合增长率 32.98%。公司持续丰富线上线下相互引流，促进不同渠道协同发展。

图表 50：2007-2019 年我国社会消费品零售总额



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 51：2013-2020 年我国网络购物市场交易规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

产品力：医疗级品质基因，全棉时代已成为强劲的业绩增长点

- 全棉时代已在消费品领域形成充分差异化的品牌形象，医疗级的产品品质。全棉时代品牌覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、 成人服饰、家纺用品等多条产品线。全棉时代是公司以自主研发的全棉水刺无纺布为基础材料载体，从医用产品成功向家用产品实现拓展。

图表 52：公司无纺消费品主要产品品类

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

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

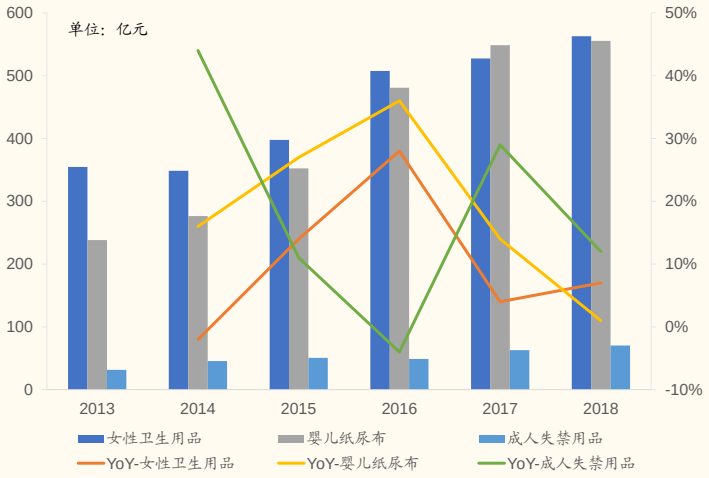
图表 53：公司有纺消费品主要产品品类

类别	产品品类	具体产品	部分产品图示
纺织消费品	婴童用品	婴童浴巾、婴童手帕、婴童抱被等	
	婴童服饰	婴童家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	
	成人服饰	成人家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	
	其他纺织消费品	床上用品、卫浴用品等	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

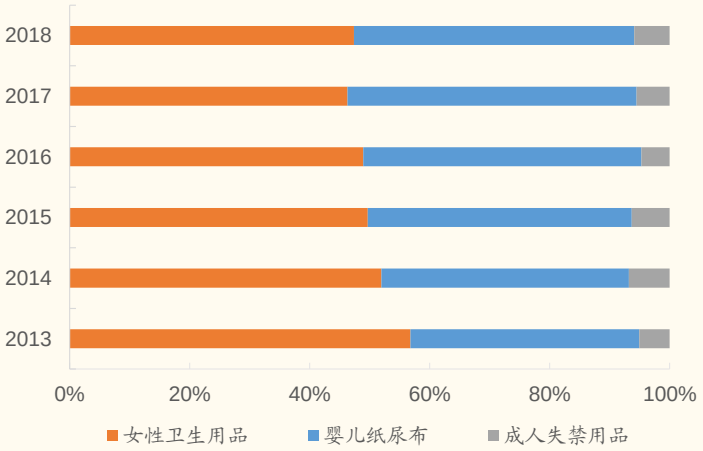
- 以母婴用品为切入点，凭借优秀的产品品质和深入人心的品牌形象，全棉时代多个细分子领域高速增长。2016-2019 年，公司健康生活消费品销售收入分别为 13.28 亿元、21.44 亿元、23.84 亿元和 30.31 亿元，CAGR 为 31.7%。
- 全棉无纺消费品普及率较低、市场空间大，乘电商快速发展之东风，公司无纺消费品亦迎来快速增长。2019 年公司无纺消费品合计实现营收 17.19 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 35.4%，处于高速成长期。
  - 棉柔巾销售收入从 2016 年的 3.16 亿元提升至 2019 年的 9.37 亿元，CAGR 为 43.6%。公司全棉柔巾以全棉水刺无纺布为原材料，与普通纸巾相比更加柔软、不刺激皮肤，受欢迎程度较高。随着消费水平提高和棉柔巾产品的普及，未来全棉柔巾有望继续保持快速增长。
  - 2019 年卫生巾销售收入为 3.18 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 33.6%。公司卫生巾采用全棉水刺无纺布为基本材料，表层为全棉材料，与化纤材料相比更柔软、无刺激、吸收性更好。随着品牌认可度提升和销售渠道拓宽，销量将持续增长。

图表 54：2013-2018 年吸收性卫生用品市场规模



来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，国金证券研究所

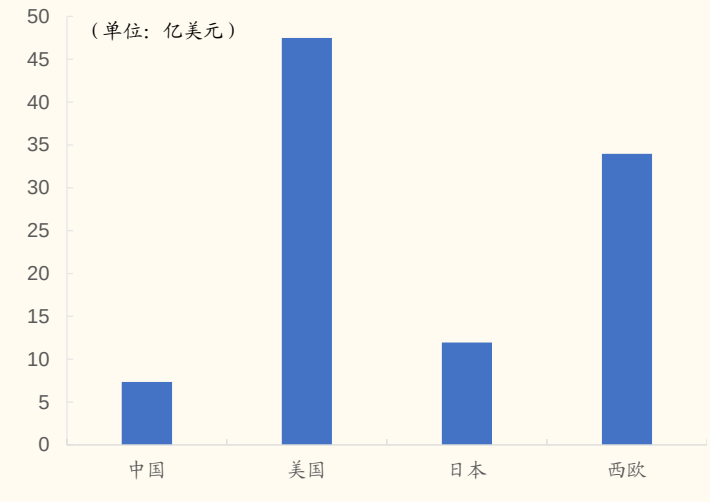
图表 55：2013-2018 年吸收性卫生用品细分领域占比



来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，国金证券研究所

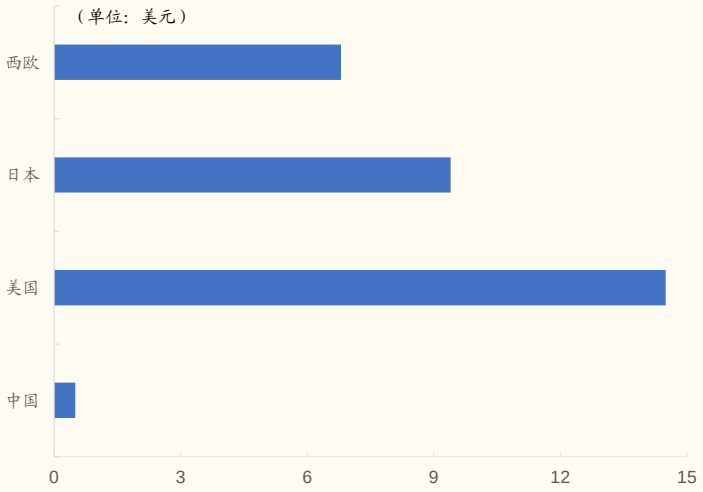
- 2019 年湿巾销售收入为 2.23 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 31.1%。公司湿巾产品采用全棉水刺无纺布为基本材料，主要包括婴童湿巾、女士湿巾。根据天猫情报通数据 2018 年和 2019 年，公司在婴童湿巾细分市场销售分别排名天猫第一和第二。

图表 56：2018 年各国湿巾零售市场规模



来源：金春股份招股书，国金证券研究所

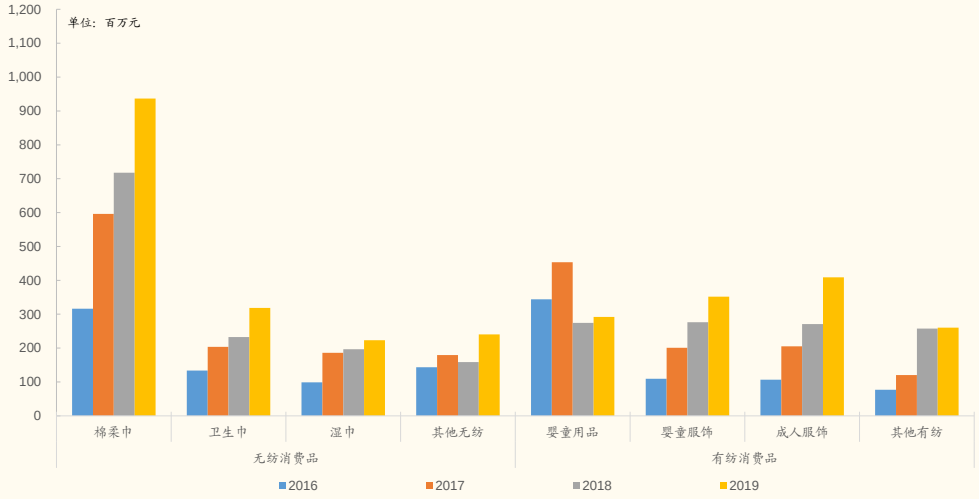
图表 57：2018 年各国湿巾人均消费金额



来源：金春股份招股书，国金证券研究所

- 公司有纺消费品销售收入从 2016 年的 6.37 亿元增长至 2019 年的 13.13 亿元，期间 CAGR 为 27.28%。
  - 2018 年公司婴童用品同比下降 39.5%，主要系纱布尿垫和纱布尿裤销售下降所致。
  - 2016-2019 年公司婴童服饰和成人服饰保持较高增速，期间 CAGR 分别为 47.6%和 56.5%。
  - 公司其他纺织消费品主要为床上用品，2018 年公司其他纺织消费品收入增幅为 114%，实现翻倍增长。

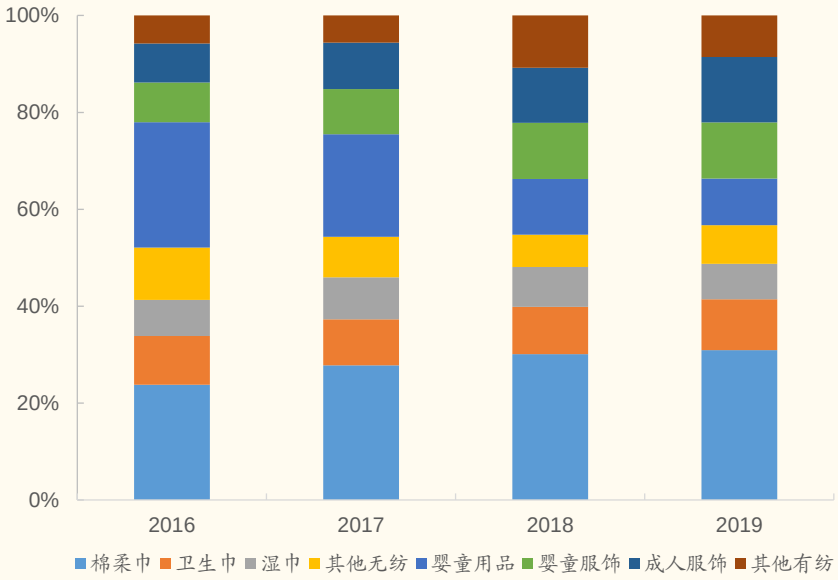
图表 58：2016-2019 健康生活消费品板块各细分品种销售收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 棉柔巾是公司健康消费品领域的代表产品，增速快且占比持续提升。从 2016 年的 24%增加至 2019 年的 31%，成人服饰占比亦呈稳健增长态势。

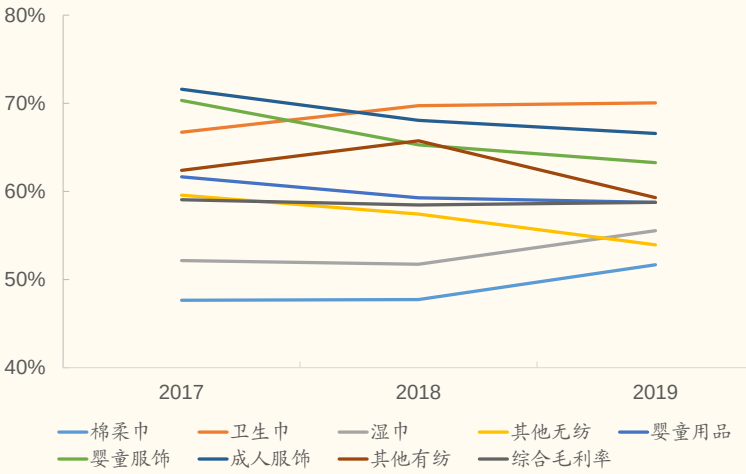
图表 59：健康生活消费品板块各细分品种营收占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 健康生活消费品板块各细分领域毛利率整体保持稳定，略有波动。棉柔巾、湿巾和卫生巾毛利率改善显著，其它产品毛利率略有下行。

图表 60：健康生活消费品板块各细分品种毛利率

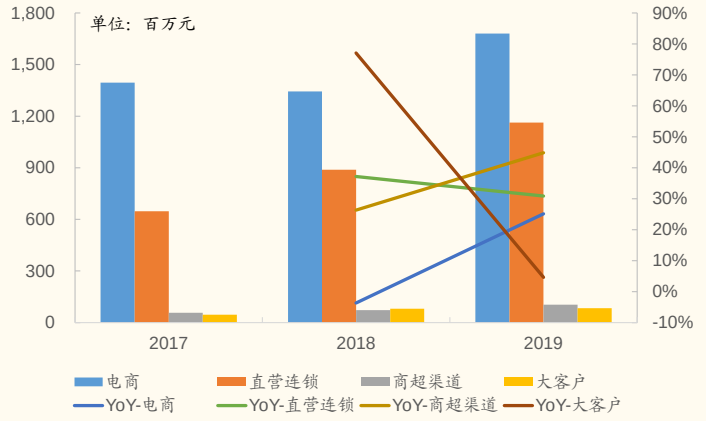


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

渠道力：电商+直营连锁渠道强势，线下门店面积大重体验

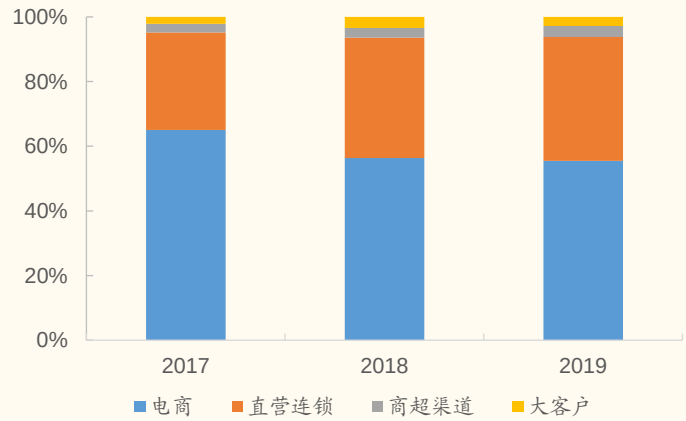
- 健康生活消费品以直销模式为主，线上和线下渠道同步同价销售。其中线上渠道包括公司的全棉时代官网、天猫商城、京东商城和唯品会等电子商务平台，线下渠道包括直营连锁店、商超和大客户。
- 2019 年公司电商销售方式实现营收 16.81 亿元，占比约 55%，2017-2019 年 CAGR 为 9.8%。2018 年电子商务收入小幅下降，主要系当年公司控制线上销售费用支出、取消了与部分电商平台合作所致。

图表 61：健康生活消费品板块各渠道营收及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

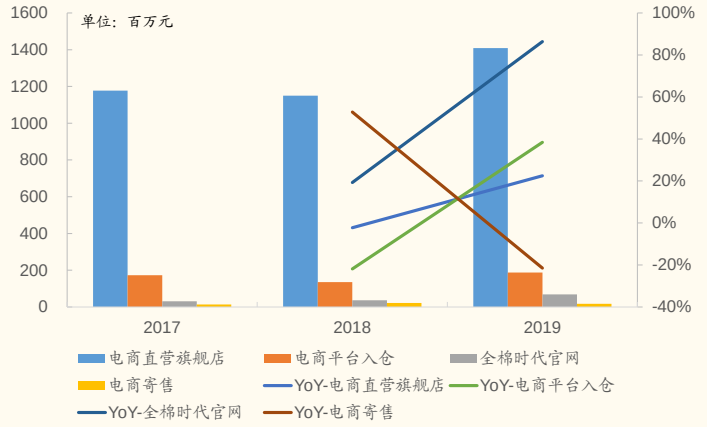
图表 62：健康生活消费品板块各渠道营收占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

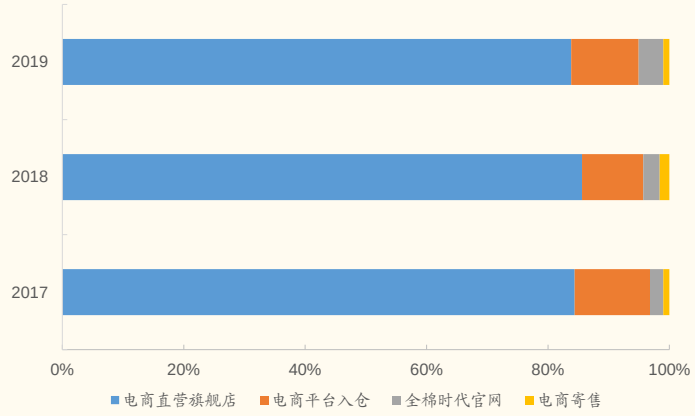
- 公司健康生活消费品电商销售以直营旗舰店和电商平台入仓为主，两种模式销售收入占电商销售收入的比例约 95%。2019 年，公司官网（含 APP、小程序）销售收入为 6,821 万元，同比增长 86.3%，主要原因系公司加大了官网小程序的推广活动力度，同时与线下门店进行联动销售，销售收入增长较快。

图表 63：健康生活消费品电商收入拆分（按销售模式）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

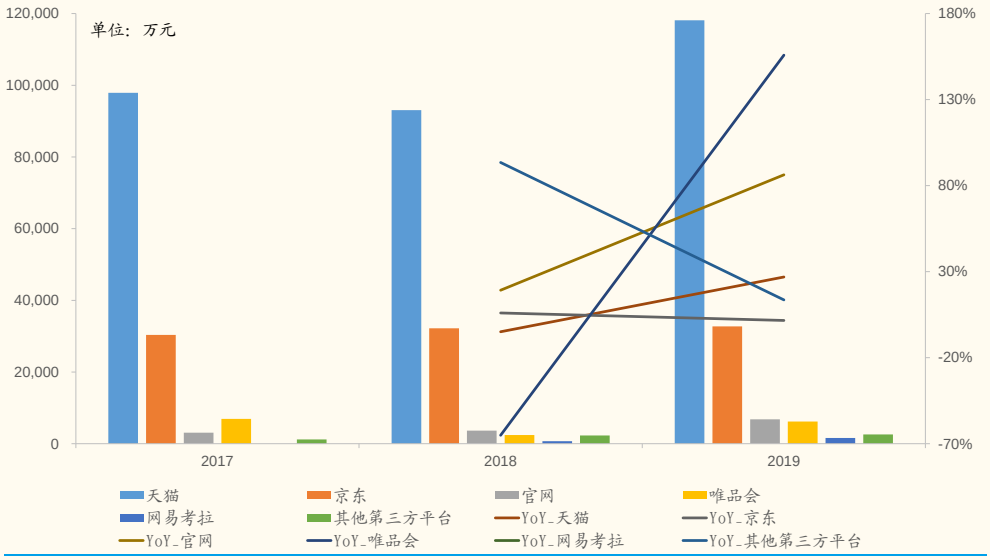
图表 64：健康生活消费品电商收入占比（按销售模式）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

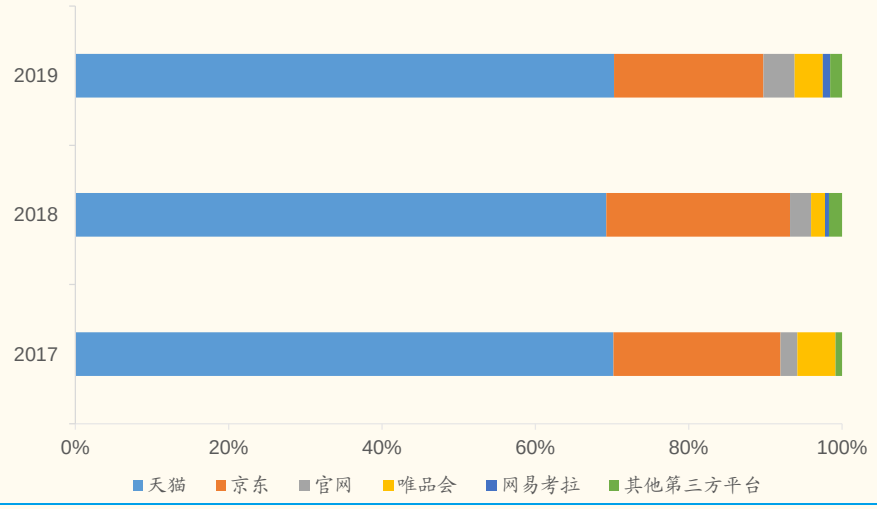
- 公司健康生活消费品线上销售主要通过天猫、京东两大平台开展，2017-2019 年，天猫、京东两大平台销售收入占健康生活消费品电商销售收入的比例分别为 92.0%、 93.3%和 89.8%，占公司主营业务收入的比例分别为 37.3%、 33.1%和 33.4%。

图表 65：健康生活消费品电商收入拆分（按销售平台）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

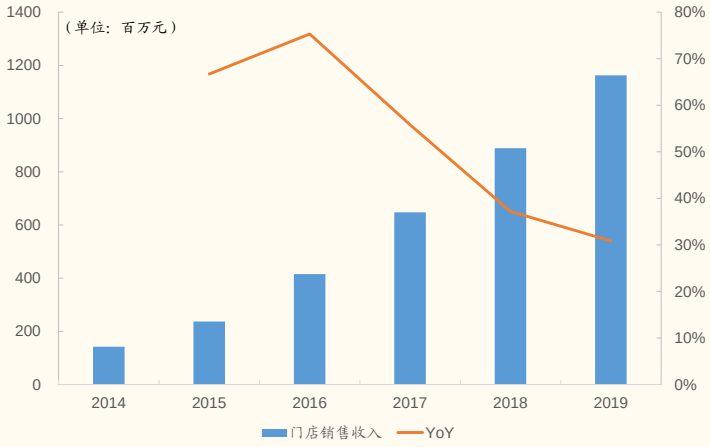
图表 66：健康生活消费品电商收入占比（按销售平台）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

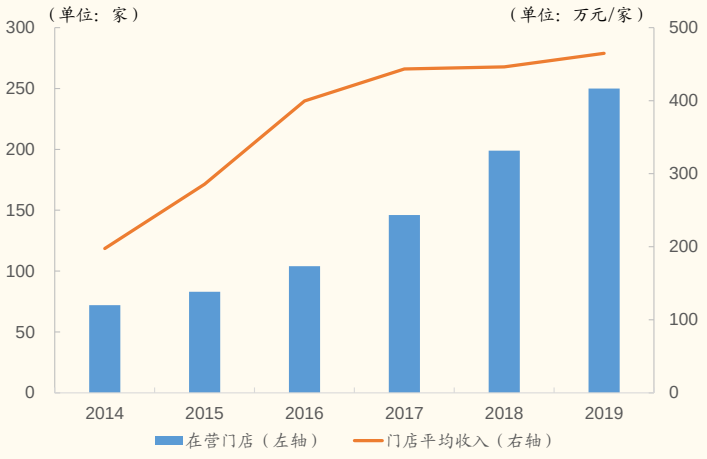
- 线下销售收入随直营连锁门店数量扩增呈快速增长趋势。截至 2019 年末，全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 50 余个重点城市的中高端购物中心开设 247 家线下门店，2019 年线下直营连锁方式实现销售 11.62 亿元，占比从 2017 年的 30%提升至 2019 年的 38%，2017-2019 CAGR 为 34.0%。

图表 67：2014-2019 全棉时代门店销售收入及变化趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

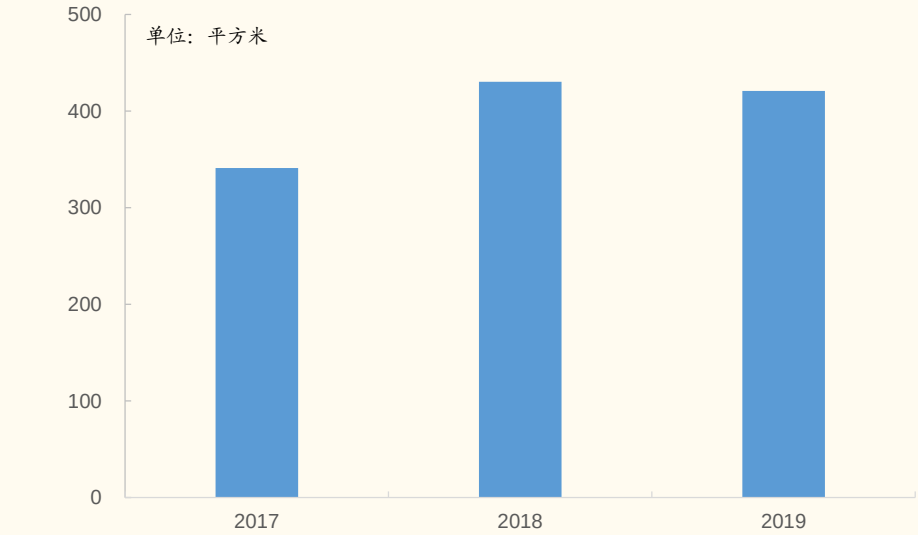
图表 68：2014-2019 公司在营门店及门店平均收入情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 新增门店以百平米以上的中大型店铺为主，通过增设全棉咖啡店、儿童游乐区等提升用户购物停留时间，实现线下客户向线上导流。

图表 69：2014-2019 公司门店店均面积情况

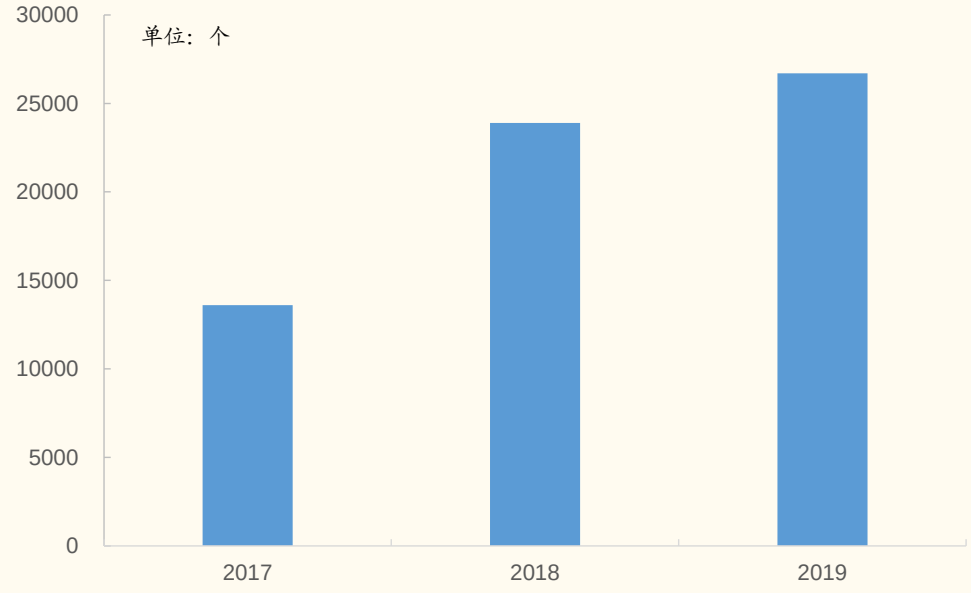


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

新未来：品类布局日益完善，渠道逐步下沉，构筑健康生活新方式

- 全棉时代产品品类不断丰富，目标客户覆盖率有望持续提升。2017 年至 2019 年在售“Purcotton 全棉时代”产品 SKU 数量分别为 1.36 万个、2.39 万个和 2.67 万个，持续完善的品类布局旨在为顾客提供“一站式”的购物体验，提高顾客满意度。

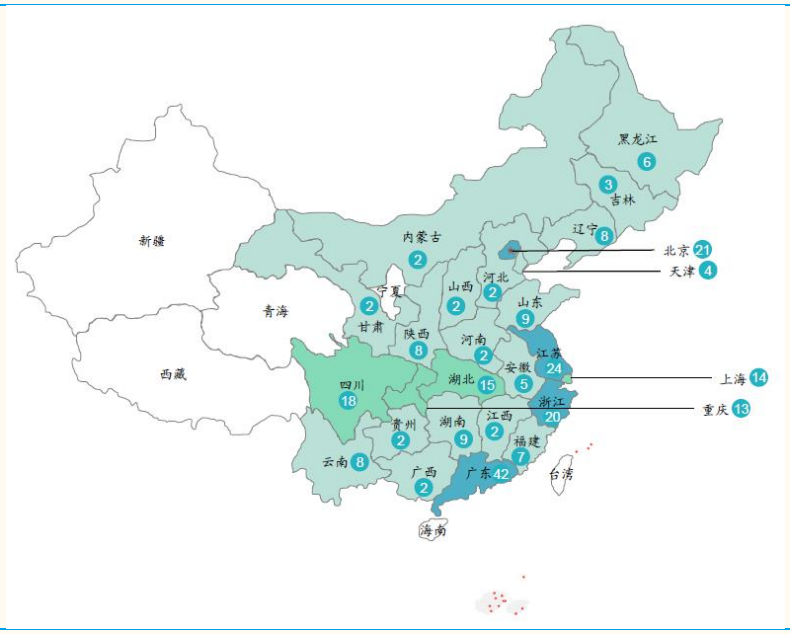
图表 70：全棉时代产品 SKU 数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 新增门店渠道下沉，三四线城市发展潜力大。公司募投营销网络建设项目拟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，该募投项目落成后，将进一步扩大公司线下直营终端的经营规模及整体经营实力，提高“Purcotton 全棉时代”品牌知名度并进一步拓宽客户群体。随着线下门店数量增加，门店收入规模亦随之增加。

图表 71：公司线下门店分布（截至 2019 年末 ）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 72：公司未来拟开设店铺的城市分布

序号	城市等级	选址城市	开店数量	营业面积（㎡）
T+1年	一线	北京、上海、广州、深圳	31	19,995
	新一线	佛山、成都、重庆、青岛、南京、杭州、苏州、合肥、武汉、西安		
	二线	哈尔滨、昆明、济南、贵阳、大连、太原、珠海、南昌、宁波		
T+2年	一线	北京、上海、广州、深圳	32	19,400
	新一线	佛山、武汉、南京、重庆、成都、青岛、西安、沈阳、长沙		
	二线	昆明、贵阳、福州、泉州、常州、兰州、宁波、长春、温州、南宁、无锡		
	三线	海口/三亚、赣州		
	四线	日照、西宁		
T+3年	一线	北京、上海、广州、深圳	33	20,600
	新一线	青岛、武汉、杭州、西安、成都、重庆、郑州、东莞、南京		
	二线	长春、大连、贵阳、南昌、徐州、厦门、嘉兴、福州		
	三线	赣州、汕头、乌鲁木齐、呼和浩特		
	四线	西宁		
合计			**96**	**59,995**

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- “PureH2B 津梁生活”致力于构筑“美、护、香、食、健、动、居、饮”全方位的健康生活新时尚，是覆盖美妆、个护、运动等健康美丽生活需求的一站式零售平台。

图表 73：津梁生活方式——美



来源：津梁生活官网，国金证券研究所

图表 74：津梁生活方式——食



来源：津梁生活官网，国金证券研究所

募集资金用途

- 公司于 2020 年 9 月登陆深交所创业板，公开发行 5,000 万股，募集资金净额约 35.6 亿元，主要用于高端敷料生产线建设项目、营销网络建设项目、研发中心建设项目及数字化管理系统项目。
- 募投项目实施完成后，将进一步巩固公司在高端敷料领域的产品制造能力和技术实力，进一步发展公司的线下营销网络布局，实现线上线下进一步融合，提高公司的综合竞争力和盈利能力。

图表 75：募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）	建设期
1	高端敷料生产线建设项目	21,685.86	21,685.86	24个月
2	营销网络建设项目	70,456.87	70,456.87	24个月
3	研发中心建设项目	23,542.15	23,542.15	24个月
4	数字化管理系统项目	26,881.05	26,881.05	24个月
合计		142,565.93	142,565.93	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 我们对公司未来各业务板块情况作出预测，结合新冠疫情影响及费用估计，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 100.87 亿元、101.23 亿元、111.44 亿元，分别同比增长 120.5%、0.4%、10.1%。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 24.28 亿元、22.35 亿元、24.37 亿元，分别同比增长 344.53%、-7.95%、9.04%。
  - 医用敷料板块：我们预计 2020-2022 年营业收入增速分别为 435.3%、-20.5%、-2.4%，假设毛利率分别为 53.2%、45.8%、45.0%，主要考虑因素是 2020 年因疫情公司口罩、防护服等产品市场需求旺盛，价格有所上涨，毛利有一定程度提升。
  - 健康消费品板块：我们预计 2020-2022 年营业收入增速分别为 9.7%、39.2%和 23.8%，假设毛利率保持稳定，分别为 63.1%、61.0%、

60.9%，主要考虑因素是疫情影响公司 2020 年线下门店销售，线上销售占比预计会提升，毛利将会有所提高。

- 全棉水刺无纺布板块：我们预计 2020-2022 年营业收入增速分别为 12.0%、8.4%和 8.7%，假设毛利率保持稳定，分别为 36.7%、38.8%、39.0%。

图表 76：2020-2022 年公司收入及毛利润预测

（除特殊说明外均为人民币百万元）

		Historical				Projected		
		2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入		**2,560**	**3,498**	**3,839**	**4,575**	**10,087**	**10,123**	**11,144**
	YoY		*36.6%*	*9.8%*	*19.2%*	*120.5%*	*0.4%*	*10.1%*
成本		**1,313**	**1,827**	**1,952**	**2,212**	**4,451**	**4,806**	**5,237**
	YoY		*39.1%*	*6.8%*	*13.3%*	*101.2%*	*8.0%*	*9.0%*
毛利额		**1,247**	**1,671**	**1,887**	**2,363**	**5,636**	**5,317**	**5,906**
毛利率		48.7%	47.8%	49.2%	51.6%	55.9%	52.5%	53.0%
医用敷料								
收入		937	1,095	1,163	1,189	6,365	5,060	4,939
	YoY		*16.9%*	*6.2%*	*2.2%*	*435.3%*	*-20.5%*	*-2.4%*
占总收入比例		36.6%	31.3%	30.3%	26.0%	63.1%	50.0%	44.3%
成本		626	772	764	731	2,981	2,741	2,716
毛利额		**311**	**324**	**399**	**458**	**3,384**	**2,319**	**2,223**
毛利率		33.2%	29.6%	34.3%	38.5%	53.2%	45.8%	45.0%
健康生活消费品								
收入		**1,328**	**2,144**	**2,384**	**3,031**	**3,327**	**4,632**	**5,733**
	YoY		*61.4%*	*11.2%*	*27.2%*	*9.7%*	*39.2%*	*23.8%*
占总收入比例		51.9%	61.3%	62.1%	66.3%	33.0%	45.8%	51.4%
成本		**492**	**878**	**990**	**1,250**	**1,227**	**1,808**	**2,241**
毛利额		**836**	**1,266**	**1,393**	**1,781**	**2,100**	**2,824**	**3,492**
毛利率		63.0%	59.0%	58.5%	58.7%	63.1%	61.0%	60.9%
全棉水刺无纺布								
收入		237	198	241	292	327	355	385
	YoY		*-16.2%*	*21.4%*	*21.2%*	*12.0%*	*8.4%*	*8.7%*
占总收入比例		9.3%	5.7%	6.3%	6.4%	3.2%	3.5%	3.5%
成本		159	145	170	195	207	217	235
毛利额		**78**	**54**	**71**	**97**	120	137	150
毛利率		32.8%	27.1%	29.3%	33.1%	36.7%	38.8%	39.0%
其他业务								
收入		58	59	51	62	68	77	86
	YoY		*2.6%*	*-14.6%*	*22.6%*	*10.0%*	*12.0%*	*12.0%*
占总收入比例		2.3%	1.7%	1.3%	1.4%	0.7%	0.8%	0.8%
成本		36	32	27	35	36	40	45
毛利额		**22**	**28**	**24**	**28**	33	37	41
毛利率		37.5%	46.3%	47.5%	44.3%	*48.0%*	*48.0%*	*48.0%*

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司主营业务主要涵盖三大领域，本报告选取上市公司振德医疗、奥美医疗、中顺洁柔、维达国际、金发拉比、安奈儿、诺邦股份、金春股份作为公司的可比公司。
- 我们选用 PE 可比公司估值法对公司进行估值，参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期对应归母净利润的市盈率，给予 25 倍 PE，对应上市公司 12 个月内目标市值 607 亿元，12 个月内对应目标价为 142.51 元，首次覆盖给与“增持”评级。

图表 77：可比公司估值情况（截止 2020/09/17）

细分领域	代码	公司名称	当前市值（亿元）	2019		2020（Wind一致预期）	
				归母净利润（百万元）	对应归母净利润市盈率	归母净利润（百万元）	对应归母净利润市盈率
医用敷料	603301.SH	振德医疗	124.21	156.89	79.17	2,152.00	5.77
	002950.SZ	奥美医疗	156.86	325.81	48.14	803.36	19.53
无纺消费品	002511.SZ	中顺洁柔	260.95	603.83	43.22	899.20	29.02
	3331.HK	维达国际	296.80	1,138.32	26.07	1,827.75	16.24
有纺消费品	002762.SZ	金发拉比	22.69	46.60	48.69	44.00	51.58
	002875.SZ	安奈儿	18.83	42.12	44.70	19.00	99.09
全面水刺无纺布	603238.SH	诺邦股份	43.30	82.53	52.46	199.25	21.73
	300877.SZ	金春股份	71.66	88.41	81.05		
平均值					52.94		34.71

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

风险提示

- 疫情防护产品放量不及预期：若海外市场对口罩、防护服等抗疫物资需求有所减少，则公司医用敷料板块产品收入将受到一定影响。
- 盈利增长可持续性风险：受疫情影响，2020 年公司口罩、防护服等医用防护产品销售大幅增加，随着市场防疫物资产品竞争增加及疫情因素逐步减弱，公司医用防护产品销售存在不确定性。
- 汇率波动风险：公司外销产品以美元等主要国际货币结算，若未来人民币出现升值，将对公司的营业收入和利润产生不利影响。
- 存货余额较高风险：健康生活消费品存货随着线下直营连锁门店扩张而呈现增加趋势，若存货增加周转变慢，可能存在存货跌价风险。
- 贸易摩擦风险：公司医用敷料主要销往海外多个国家和地区，若未来发生贸易摩擦风险，公司业绩将面临不确定性。
- 线下门店销售恢复不及预期：若国内疫情反弹或顾客为防护安全减少线下消费频次，全棉时代和津梁生活等线下店客流不足，销售很可能不及预期。
- 市场竞争加剧风险：1）医用敷料：行业较为分散，国内中小竞争厂商数量众多，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，未来医用敷料业务将面临市场份额下降的风险。2）健康生活消费品：随着消费升级及消费市场的不断扩大，诸多竞争者均逐步发力消费领域，存在市场竞争程度加剧风险。
- 电商销售渠道集中度较高的风险：公司的健康生活消费品电商销售集中于天猫、京东等少数几个平台，若第三方合作平台经营策略或业务模式发生重大变化，有可能对公司的经营业绩产生不利影响。
- 电商推广费用增加风险：2017-2019 年，公司电商平台推广费 CAGR 为 13.71%，若电商推广费用维持较高增速，将对公司健康生活消费品收入产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,498**	**3,839**	**4,575**	**10,087**	**10,123**	**11,144**
增长率		9.8%	19.2%	120.5%	0.4%	10.1%
主营业务成本	-1,827	-1,952	-2,212	-4,451	-4,806	-5,237
%销售收入	52.2%	50.8%	48.4%	44.1%	47.5%	47.0%
毛利	1,671	1,887	2,363	5,636	5,317	5,906
%销售收入	47.8%	49.2%	51.6%	55.9%	52.5%	53.0%
营业税金及附加	-36	-41	-40	-86	-86	-95
%销售收入	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-838	-1,041	-1,356	-1,866	-1,903	-2,173
%销售收入	24.0%	27.1%	29.6%	18.5%	18.8%	19.5%
管理费用	-163	-176	-197	-454	-435	-457
%销售收入	4.7%	4.6%	4.3%	4.5%	4.3%	4.1%
研发费用	-89	-117	-155	-424	-435	-501
%销售收入	2.5%	3.0%	3.4%	4.2%	4.3%	4.5%
息税前利润（EBIT）	545	512	615	2,807	2,457	2,680
%销售收入	15.6%	13.3%	13.4%	27.8%	24.3%	24.1%
财务费用	-24	-8	-6	49	110	126
%销售收入	0.7%	0.2%	0.1%	-0.5%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	16	20	48	-31	8	-2
公允价值变动收益	3	-8	11	0	0	0
投资收益	-11	1	-14	10	20	30
%税前利润	n.a	0.1%	n.a	0.4%	0.8%	1.1%
营业利润	516	496	642	2,835	2,595	2,834
营业利润率	14.8%	12.9%	14.0%	28.1%	25.6%	25.4%
营业外收支	1	5	-3	5	10	10
税前利润	517	500	638	2,840	2,605	2,844
利润率	14.8%	13.0%	14.0%	28.2%	25.7%	25.5%
所得税	-89	-75	-91	-412	-370	-407
所得税率	17.3%	15.0%	14.3%	14.5%	14.2%	14.3%
净利润	428	425	547	2,428	2,235	2,437
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	**427**	**425**	**546**	**2,428**	**2,235**	**2,437**
净利率	12.2%	11.1%	11.9%	24.1%	22.1%	21.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	428	425	547	2,428	2,235	2,437
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
非现金支出	92	109	133	248	265	329
非经营收益	21	9	-60	-52	-31	-41
营运资金变动	-215	-116	-91	714	-621	-262
经营活动现金净流	**325**	**428**	**529**	**3,339**	**1,848**	**2,463**
资本开支	-528	-637	-413	-696	-495	-475
投资	0	0	0	0	0	0
其他	45	0	-7	10	20	30
投资活动现金净流	**-483**	**-637**	**-420**	**-686**	**-475**	**-445**
股权募资	0	300	0	3,561	0	0
债权募资	335	-95	-40	-165	1	1
其他	-118	-59	-56	-985	-903	-984
筹资活动现金净流	**217**	**145**	**-96**	**2,411**	**-902**	**-983**
现金净流量	**59**	**-64**	**13**	**5,064**	**471**	**1,035**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	450	404	481	5,545	6,016	7,051
应收款项	431	544	1,021	1,540	1,637	1,772
存货	762	843	992	1,643	1,840	2,005
其他流动资产	101	149	181	773	772	819
流动资产	1,745	1,939	2,675	9,501	10,265	11,647
%总资产	51.5%	49.0%	59.0%	79.9%	79.6%	80.6%
长期投资	6	7	9	9	9	9
固定资产	1,313	1,619	1,463	1,831	2,003	2,111
%总资产	38.7%	40.9%	32.3%	15.4%	15.5%	14.6%
无形资产	205	268	297	351	416	472
非流动资产	1,645	2,019	1,857	2,391	2,633	2,802
%总资产	48.5%	51.0%	41.0%	20.1%	20.4%	19.4%
资产总计	**3,390**	**3,958**	**4,531**	**11,891**	**12,898**	**14,449**
短期借款	398	299	129	10	11	12
应付款项	860	762	878	1,556	1,740	1,900
其他流动负债	121	195	180	2,010	1,490	1,418
流动负债	1,379	1,256	1,187	3,576	3,241	3,330
长期贷款	0	5	134	134	134	134
其他长期负债	34	37	47	0	0	0
负债	1,413	1,298	1,368	3,710	3,375	3,464
普通股股东权益	1,975	2,657	3,160	8,178	9,520	10,982
其中：股本	368	376	376	426	426	426
未分配利润	894	1,248	1,718	3,175	4,516	5,979
少数股东权益	3	4	3	3	3	3
负债股东权益合计	**3,390**	**3,958**	**4,531**	**11,891**	**12,898**	**14,449**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.161	1.128	1.451	5.694	5.241	5.715
每股净资产	5.367	7.057	8.394	19.176	22.321	25.749
每股经营现金净流	0.884	1.136	1.405	7.829	4.334	5.776
每股股利	0.280	0.110	0.110	2.278	2.096	2.286
回报率						
净资产收益率	21.63%	15.98%	17.29%	29.69%	23.48%	22.19%
总资产收益率	12.60%	10.73%	12.06%	20.42%	17.33%	16.87%
投入资本收益率	18.98%	14.68%	15.38%	28.82%	21.81%	20.64%
增长率						
主营业务收入增长率	36.63%	9.76%	19.16%	120.50%	0.35%	10.08%
EBIT 增长率	8.21%	-6.09%	20.10%	356.59%	-12.45%	9.07%
净利润增长率	4.29%	-0.59%	28.64%	344.53%	-7.95%	9.04%
总资产增长率	47.36%	16.75%	14.48%	162.42%	8.47%	12.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.9	35.3	33.4	33.0	35.0	35.0
存货周转天数	119.7	150.1	151.4	135.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	89.8	99.8	90.3	85.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	92.3	92.4	101.7	48.6	47.4	40.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.64%	-3.74%	-6.88%	-66.01%	-61.65%	-62.86%
EBIT 利息保障倍数	23.0	63.3	99.2	-57.1	-22.3	-21.3
资产负债率	41.67%	32.79%	30.19%	31.20%	26.17%	23.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH