信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

疫情催化防护需求，全棉打造时代标杆

—— 稳健医疗（300888.SZ）深度报告

2020 年 09 月 13 日

汲肖飞

服装&轻工行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

稳健医疗（300888.SZ）

汲肖飞 服装&轻工行业分析师
执业编号：S1500520080003
邮　箱：jixiaofei@cindasc.com

杨　松 医药行业分析师
执业编号：S1500519120003
邮　箱：yangsong@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

疫情催化防护需求，全棉打造时代标杆

2020 年 09 月 13 日

本期内容提要：

- **医疗、消费双轮驱动，打造行业领导者。**公司早期从事医用敷料 OEM 业务，并成立“winner”品牌拓展国内外医用敷料市场，2009 年创立全棉时代切入健康生活消费品领域。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为 26%、67%、6%。近年来全棉时代收入快速增长带动整体业绩提升，2016-19 年公司收入、净利年均复合增速为 21.35%、10.07%。20H1 受疫情影响公司收入同增 98.52%至 41.80 亿元、净利同增 349.14%至 10.35 亿元。
- **医用敷料行业消费升级，健康生活消费品行业多数格局分散。**1）随着老龄化问题严重、全球医用敷料行业需求持续增长，预计 2020 年全球市场规模达 132.84 亿美元，同增 6.42%。中国是全球最大的医用敷料出口国，但近年来面临东南亚地区竞争压力。近年来全球高端医用敷料市场规模稳定增长，预计未来逐步替代中低端产品。2）无纺消费品、婴童用品及服饰、成人服饰等行业发展较为成熟，近年来市场规模增速放缓，但行业格局多较为分散，龙头企业尚未形成垄断优势，公司作为后进入者未来仍有较大成长空间。
- **公司多年积累构筑行业壁垒，国货新品牌逐步崛起。**1）公司成立以来注重研发投入，多年研发积累在工艺、性能、品质等方面具备领先优势，确保产品差异化竞争。2）公司医疗、消费业务协同效应明显，医疗业务可为全棉时代提供品牌背书，并强化研发、生产、品质等优势。3）公司定位中高端市场，医用敷料品牌“winner”持续进驻国内医院、药店，全棉时代发力产品优势、品牌营销，打造健康生活领域国货领导品牌。4）公司注重员工激励，建立四大员工持股平台，绑定高管及子公司管理层，激发团队潜力。
- **公司医用敷料有望国产替代，全棉时代前景可期。**1）公司医用敷料品牌内销收入保持较快增长，近年来国内需求升级，进口医用敷料保持增长，公司医用敷料技术位居全球前列，有望实现进口替代。2）全棉时代打造细分领域领导品牌，成长空间较大，未来线上持续加大与头部平台合作，增加营销投入，线下进一步拓展门店数量，并通过开大店、丰富产品品类、强化品牌营销等方式推动店效保持增长。
- **盈利预测：**公司本次 IPO 拟发行 5000 万股、募资 37.15 亿元用于高端敷料生产线建设、营销网络建设、研发中心建设、数字化管理系统等项目。受疫情影响，我们预测 2020-22 年公司 EPS 为 5.40/2.50/2.98 元，看好公司管理层将全棉时代打造国民新品牌，未来成长空间巨大，短期疫情带来业绩波动、长期助力公司发展。
- **风险因素：**下游需求疲软、原材料价格上涨、库存减值损失增加、人民币汇率大幅升值、行业竞争加剧等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,838.92	4,574.63	9,841.55	8,740.96	10,609.37
增长率 YoY %	9.76%	19.16%	115.13%	-11.18%	21.38%
归属母公司净利润(百万元)	424.68	546.29	2,304.27	1,066.41	1,269.22
增长率 YoY%	-0.59%	28.64%	321.80%	-53.72%	19.02%
EPS（元/股）	1.13	1.45	5.40	2.50	2.98

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

目 录

公司概况：“医疗+消费”双轮驱动，打造行业先驱 1
发展历程：医用敷料代工起家，成功切入健康生活消费品领域 1
业务模式：医用敷料代工+自主品牌并举，健康生活打造全棉时代品牌 2
财务分析：业绩保持稳健增长，20H1 受疫情影响增长提速 5
公司治理：实控人持股比例高，注重员工股权激励 8
行业分析：医用敷料行业升级，健康生活消费品行业多格局分散 10
医用敷料行业：低端产品竞争较为激烈，高端产品应用持续升级 10
健康消费品行业：多数行业发展成熟，格局分散尚待龙头 12
水刺非织造布行业：工艺具有优势，全棉水刺非织造布竞争力较强 15
竞争优势：精心构筑行业壁垒，国货新品逐步崛起 16
研发实力：多年研发积累优势，两大业务行业领先 16
协同效应：业务协同效应明显，互相支持推动发展 19
品牌优势：医用敷料品牌崭露头角，国货代表全棉时代全面崛起 20
股权激励：绑定管理层利益，激发团队潜力 23
发展前景：医用敷料国产替代，全棉时代前景可期 23
医用敷料业务：短期疫情催化推动收入增长，长期自有品牌有望国产替代 23
全棉时代：线上线下持续发力，健康生活龙头引领时代 25
募投项目：拟募资 37 亿元，强化业务发展 28
高端敷料生产线项目 28
营销网络建设项目 29
研发中心建设项目 30
数字化管理系统项目 31
盈利预测与假设 32
风险因素 33

表 目 录

表 1：公司主要产品介绍及收入占比（2019 年） 2
表 2：2019 年公司各版块前五大客户收入（亿元）及占板块收入比例 310
表 3：公司管理层基本情况介绍 10
表 4：近年来我国医用敷料出口企业前五名 102
表 5：公司与中国科学院深圳先进技术研究院合作研发项目 107
表 6：公司部分现有代表性研发成果 18
表 7：公司部分参与制定的标准 19
表 8：公司拟募投项目 28
表 9：公司高端敷料生产线项目投资构成 29
表 10：公司营销网络建设项目内容 30
表 11：公司研发中心建设项目拟研究内容 31

图 目 录

图 1：公司发展历史情况 1
图 2：公司主要分为医疗、消费两大业务 3
图 3：公司医用敷料销售模式 4
图 4：近年来公司医用敷料业务细分收入及增速 4
图 5：近年来公司健康消费品业务细分收入及增速 5
图 6：近年来公司门店数量和店均收入 5
图 7：近年来公司收入变化情况 6
图 8：近年来公司收入结构情况 6
图 9：近年来公司毛利率与净利率变化情况 6
图 10：近年来公司分业务毛利率变化情况 6
图 11：近年来公司期间费用率变化情况 7
图 12：近年来公司净利润表现及同比增速 7
图 13：近年来公司周转率情况 8
图 14：近年来公司现金流情况 8
图 15：公司股权结构图（截止到 2020 年 7 月 17 日） 9
图 16：全球医用敷料市场规模及增速 11
图 17：我国医用敷料出口额及增速 11
图 18：全球高端医用敷料市场规模及增速 12
图 19：我国生活用纸市场规模及增速 13
图 20：我国生活用纸人均年消费量（kg）及增速 13
图 21：我国女性卫生用品市场规模及增速 13
图 22：我国湿巾市场规模及增速 13
图 23：2019 年我国生活用纸市场竞争格局 14
图 24：2019 年我国卫生巾市场竞争格局 14
图 25：近年来我国婴童用品市场规模（单位：亿元）及年均增速 15
图 26：近年来我国童装市场规模及增速 15
图 27：近年来我国成人装市场规模及增速 15
图 28：近年来全棉时代成人装收入及增速 15
图 29：我国非织造布产量及增速 16
图 30：2018 年我国非织造布市场结构 16
图 31：近年来公司研发投入及占收入比例 17
图 32：公司建立完善的质量控制流程 20
图 33：公司生产车间严格控制污染菌、污染源 20
图 34：近年来公司“winner”品牌境外收入及同比增速 21
图 35：2020 年 6 月公司进驻全国医院、药店数量占比 21
图 36：公司推出舒适度较高的棉制纸尿裤产品 22
图 37：公司毛利率与同行业公司对比 22
图 38：公司线下门店打造中高端品牌形象 22
图 39：2018 年公司签约王俊凯作为品牌代言人 22
图 40：近年来公司医用敷料出口收入增长情况 24
图 41：近年来公司医用敷料业务分地区收入情况（单位：亿元） 24

图 42：近年来公司国内医用敷料收入保持较快增长 25
图 43：近年来中国医用敷料进口额保持增长 25
图 44：2017 年公司与天猫签署战略合作备忘录 26
图 45：近年来全棉时代线上收入保持较快增长 26
图 46：2019 年末公司线下门店分布情况 27
图 47：2019 年末全棉时代与中高端服装品牌门店数量对比 27
图 48：近年来公司在营门店面积保持增长趋势 28
图 49：近年来全棉时代产品 SKU 数量快速增加 28
图 50：公司数字化管理系统项目功能框架 32

公司概况：“医疗+消费”双轮驱动，打造行业先驱

发展历程：医用敷料代工起家，成功切入健康生活消费品领域

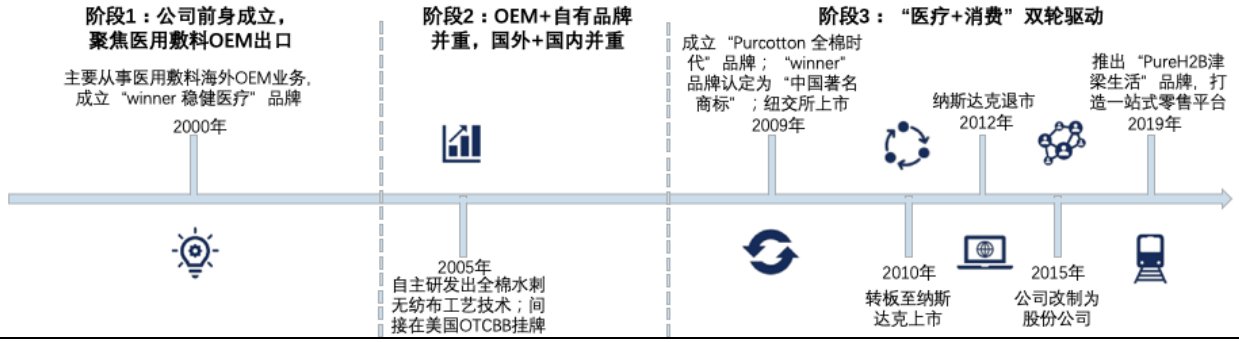
2000 年公司前身稳健实业成立，主要从事纱布、棉签等医用敷料的研发、生产与销售。经过多年发展公司从早期的医用敷料 OEM 代工企业转型为以棉花为核心，覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴用品、家纺服饰等多领域，医疗和消费板块协同发展的创新型企业。公司发展历程可分为 3 大阶段：

1）2000-2004 年：公司聚焦医用敷料海外 OEM 业务，是国内最早建立从棉花采购到纺纱织布的医用纱布全产业链、并实现灭菌后纱布成品直接对外出口的企业之一。公司在医用敷料代工领域处于行业前列，2003 年位居中国医用敷料行业出口第一。

2）2005-2008 年：公司由专注海外 OEM 业务向 OEM 业务与自有品牌业务并重、海外市场与国内市场并重转型。2005 年公司自主研发全棉水刺无纺布工艺技术，通过自有品牌“winner 稳健医疗”开拓国内医用敷料市场，进入国内医院和药店等渠道。2005 年公司在美国场外柜台交易系统挂牌，并逐步转板至纽交所、纳斯达克上市交易。2009 年公司国内业务收入达 1660 万美元，占比 16.87%，winner 品牌被国家工商总局认定为“中国著名商标”。

3）2009 年至今：公司向“医疗+消费”双轮驱动的模式转型，医疗代工、自有品牌业务齐头并进。医疗板块方面，公司产品线由以纱布类产品为主的传统敷料拓展至高端敷料产品，产品研发持续升级。消费板块方面，2009 年公司创立“Purcotton 全棉时代”品牌，成功实现医用产品向家用产品的拓展，2019 年末已在全国 50 余个城市开设 247 家线下门店，并打造电商平台与自营线上渠道；2019 年公司推出“PureH2B 津梁生活”品牌，打造覆盖美妆、个护、运动等健康美丽生活需求的一站式零售平台。2019 年公司健康生活消费品实现收入 30.31 亿元，同比增长 27.16%，收入占比为 67.18%。

图 1：公司发展历史情况



资料来源：公司官网，公司招股说明书，信达证券研发中心

业务模式：医用敷料代工+自主品牌并举，健康生活打造全棉时代品牌

公司主营业务包括医用敷料、健康生活消费品和全棉水刺无纺布三大板块。医用敷料主要包括伤口护理产品、感染防护产品和消毒清洁产品，包括为国际品牌代工和自有品牌“winner 稳健医疗”销售。健康生活消费品主要为全棉时代品牌产品，包括纯棉柔巾、纯棉湿巾、全棉表层卫生巾等无纺消费品及婴童用品、婴童服饰、成人服饰等纺织消费品。全棉水刺无纺布[1]为部分医用敷料、健康生活消费品原材料，可作为中间工业品直接向下游生产商进行销售。

表 1：公司主要产品介绍及收入占比（2019 年）

业务板块	产品门类	产品类别	具体产品	2019 年收入（亿元）	2019 年收入占比
医用敷料	伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品	纱布片、无纺布片、绷带等	5.49	12.18%
		高端伤口敷料产品	硅胶类敷料、藻酸盐敷料等	0.85	1.87%
	感染防护产品	手术室感染控制产品	手术组合包、手术衣等	2.41	5.34%
		疾控防护产品	口罩、防护服等	1.49	3.31%
	消毒清洁产品	消毒清洁产品	棉签、棉片、棉球、酒精棉片等	1.64	3.64%
健康生活消费品	无纺消费品	棉柔巾		9.37	20.76%
		湿巾		3.18	7.06%
		卫生巾		2.23	4.94%
		其他无纺消费品	棉签、化妆棉等、一次性内裤等	2.40	5.33%
	纺织消费品	婴童用品	婴童浴巾、婴童手帕、婴童抱被等	2.92	6.47%
		婴童服饰	婴童家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	3.52	7.80%
		成人服饰	成人家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等	4.09	9.06%
		其他纺织消费品	床上用品、卫浴用品等	2.60	5.76%
全棉水刺无纺布		全棉水刺无纺布		2.92	6.48%

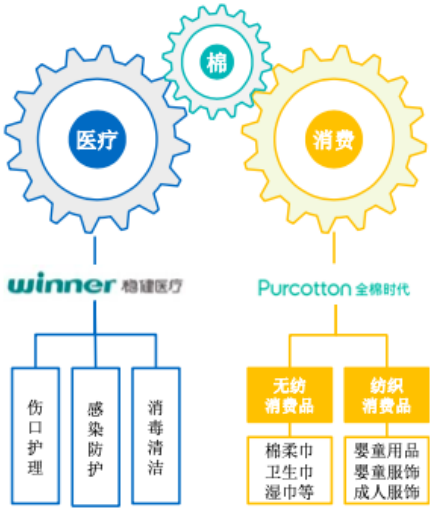
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2019 年公司医用敷料、健康生活消费品和全面水刺无纺布营业收入分别为 11.89 亿元、30.31 亿元和 2.92 亿元，占比为 26.35%、67.18%和 6.48%。医用敷料板块中，传统伤口护理与包扎产品收入占比最高，口罩、防护服等疾控防护产品可为医护人员防护、患者隔离防护提供保障，2020 年受疫情影响收入显著增长。医用敷料产品前五大客户包括日本酒井医疗、瑞典墨尼克、德国罗曼等，主要为国际知名医疗企业。健康生活消费品板块中，棉柔巾发展时间最长、营收占比最高，近年来公司积极拓

[1] 水刺非织造布是一种通过物理或化学的方法对高分子聚合物、纤维状集合体等进行加工而形成的一种新型柔性材料，其综合了纺织、造纸、塑料和皮革四大柔性材料的优点。

展家纺、服饰等棉纺织用品，2019 年双十一全棉时代天猫旗舰店实现成交额 4.73 亿元，位列母婴类目第六名。健康生活消费品前五大客户包括京东、天猫超市、华润万家等。

图 2：公司主要分为医疗、消费两大业务



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

表 2：2019 年公司各版块前五大客户收入（亿元）及占板块收入比例

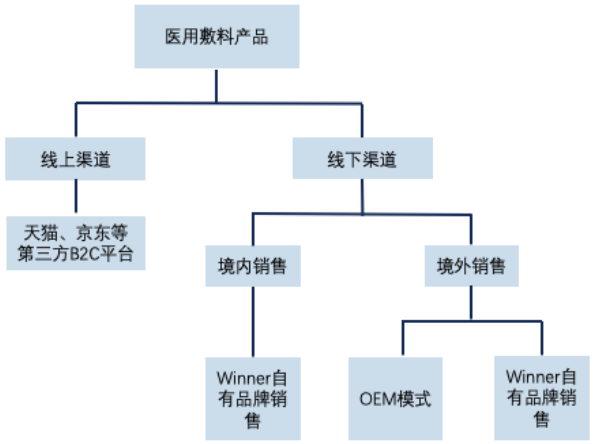
医用敷料板块			健康生活消费品板块		
客户	收入	占比	客户	收入	占比
日本酒井医疗	1.06	8.91%	北京京东世纪贸易有限公司	1.55	5.11%
瑞典墨尼克	1.10	8.69%	浙江天猫供应链管理有限公司	0.32	1.05%
Richardson Healthcare Ltd.	1.05	5.80%	华润万家有限公司	0.19	0.62%
德国罗曼	1.03	3.95%	沃尔玛（中国）投资有限公司	0.17	0.57%
AESCULAPC HIFASP.ZO.O.	0.69	3.52%	深圳迅销科技股份有限公司	0.16	0.51%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

渠道方面，医用敷料产品主要通过线下渠道销售，辅以天猫、京东等平台旗舰店进行线上销售。其中，境内业务以经销为主、直销为辅，主要以“winner”品牌向医院和 OTC 药店销售，境外业务以 OEM 直销为主，主要出口至欧洲、日本、美国，也通过“winner”自有品牌向中东、亚洲等新兴市场销售产品。

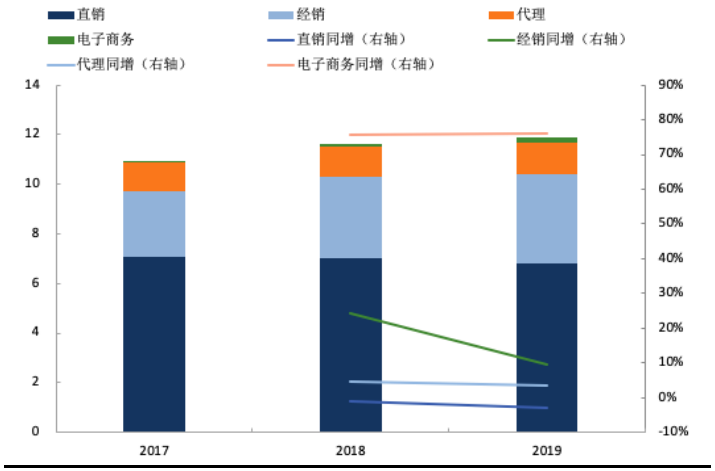
从收入结构来看，2018-19 年公司医用敷料直销收入占比下降，主要由于客户结构优化、公司停止与部分毛利率较低的境外客户合作，相比之下公司经销收入保持增长，主要由于公司加强与国内经销商合作，拓展国内医院和药店渠道，并积极协助经销商服务终端客户，大力发展自有品牌。

图 3：公司医用敷料销售模式



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 4：近年来公司医用敷料业务细分收入及增速

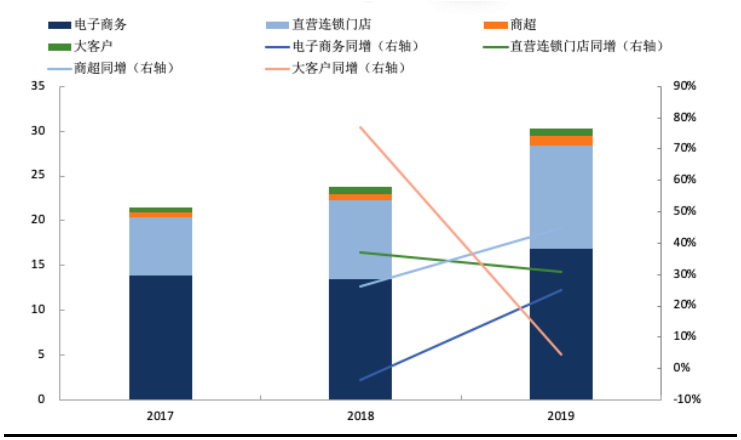


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

健康生活消费品销售以线上渠道和线下直营连锁店为主，并辅以其他线下销售渠道，其中线上渠道包括电商平台旗舰店、全棉时代官网及 APP、小程序等方式，公司注重与天猫、京东等平台合作，并发展自有电商渠道；线下渠道以直营连锁门店为主，商超及大客户采购为辅，截止 2019 年末在全国中高端购物中心开设 247 家门店，并拓展华润万家、永辉超市、山姆会员店等超市客户，覆盖 5000 多个商超网点。

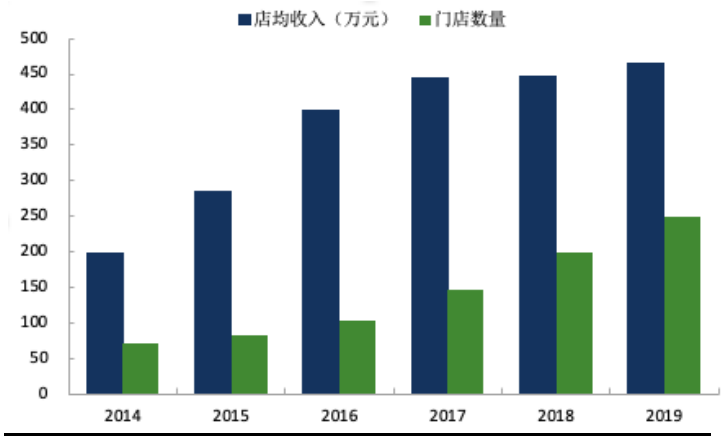
从收入结构来看，全棉时代电商收入占比超过 50%，其中天猫、京东平台销售收入占电商收入比重在 90%左右，2019 年公司加大线上推广力度，积极参加电商平台促销活动，扩大品牌影响力，带动电商收入同比增长。近年来公司线下收入占比逐步提升，主要由于一方面公司加快线下零售网络布局，直营门店数量快速增加，并逐渐向三四线城市拓展；另一方面公司丰富产品品类、扩大门店面积，带动单店收入保持增长。

图 5：近年来公司健康消费品业务细分收入及增速



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 6：近年来公司门店数量和店均收入



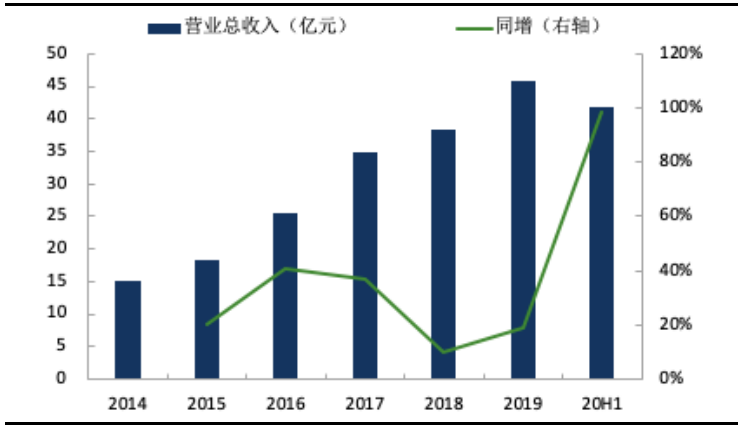
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

生产方面，公司以自产为主，采用以销定产的模式，按月编制生产计划，每周根据实际生产进度进行微调。公司以外协加工和外购成品为辅，主要用于织布、缝制、印染、成品加工等部分工序及产品。公司注重产品质量控制，在集团层面设立质量管理部，产品符合欧盟、日本、美国等地质量标准，并建立采购棉花、棉纱、坯布的质量标准，参照医疗器械的标准在生产过程严格控制污染菌、污染源，从源头到生产保证产品质量。

财务分析：业绩保持稳健增长，20H1 受疫情影响增长提速

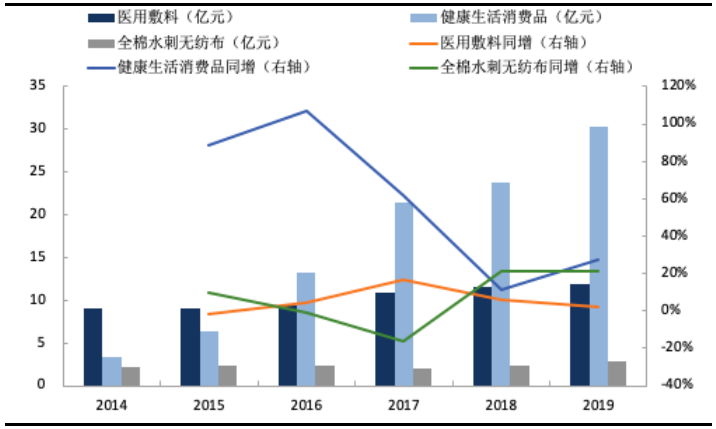
收入方面，2014-17 年公司收入保持较快增长，2018-19 年收入增速放缓，主要由于健康生活消费品收入增速收窄。分业务板块来看，医用敷料行业低端产品竞争较为激烈，2014-19 年公司传统伤口护理与包扎产品收入同比下滑，高端产品、感染防护产品收入同比增长，整体收入增速较为平稳；2014-19 年健康生活消费品收入保持增长，其中 2014-17 年收入增速较高，主要由于婴童用品和女性用品销量大幅提升，18-19 年纱布尿垫、纱布尿裤等婴童用品收入下滑拖累收入表现，棉柔巾、卫生巾、婴童服饰、成人服饰产品保持较快增长。20H1 由于新冠疫情期间医用口罩、防护服等医用防护产品销售大幅增加，公司营业收入大幅同增 98.52%达 41.80 亿元。

图 7：近年来公司收入变化情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

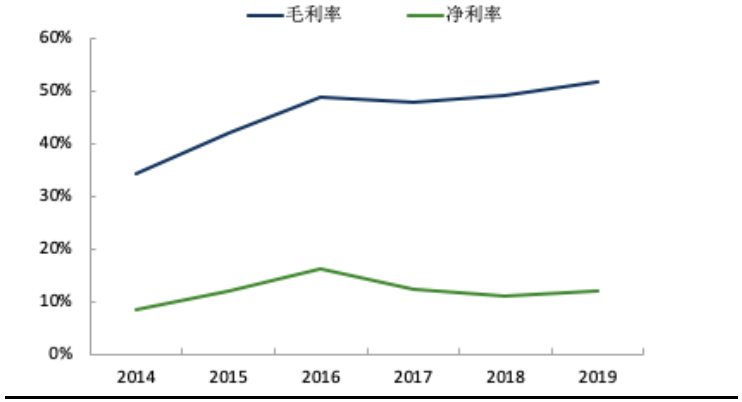
图 8：近年来公司收入结构情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

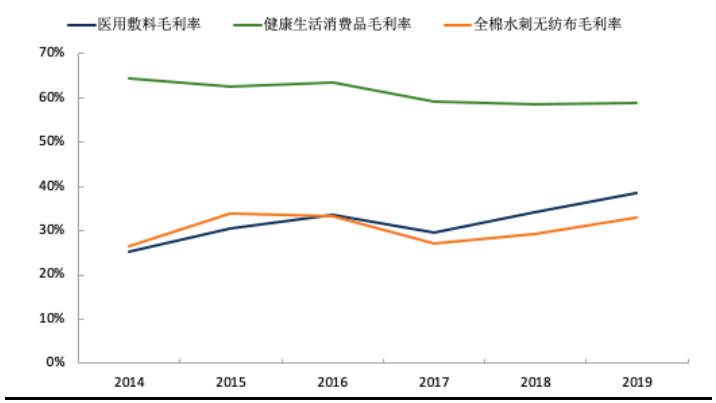
盈利能力方面，2014-16 年公司毛利率呈增长态势，主要得益于毛利率最高的健康生活消费品收入占比持续提升；2017-19 年毛利率基本保持稳定。分业务来看，医用敷料受益于生产效率提升、高毛利产品收入占比增加，毛利率大体呈上升态势，2017 年有所下降主要由于人民币升值及原材料价格上涨；健康生活消费品毛利率呈下降趋势，主要由于公司为扩大市场份额、促销力度加大和外协成本上升；全棉水刺无纺布毛利率于 2017 年有所下降主要由于棉花原材料价格上升。公司净利率变化趋势与毛利率基本一致，2018-19 年由于期间费用率增长，公司净利率保持平稳。

图 9：近年来公司毛利率与净利率变化情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 10：近年来公司分业务毛利率变化情况



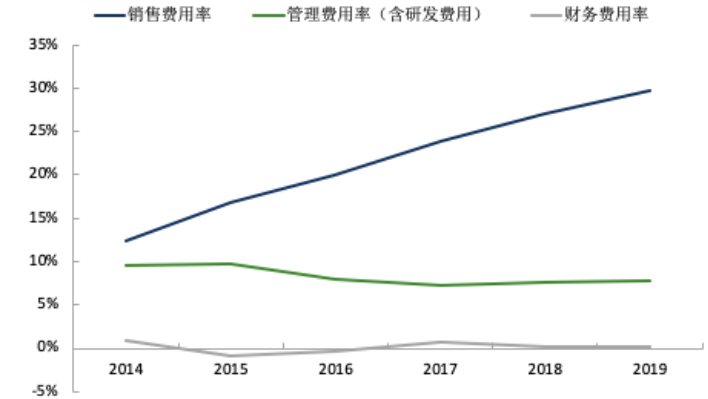
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

费用率方面，近年来公司期间费用率呈持续上升趋势，主要由于公司销售费用率保持增长，公司门店数量持续增加导致的销售人员薪酬、门店租赁费的增加，以及电商业务发展导致的广告宣传费、运费与销售佣金的增加。公司管理费用率（含研发

费用）基本保持稳定、为 7%左右，财务费用率占比较低。

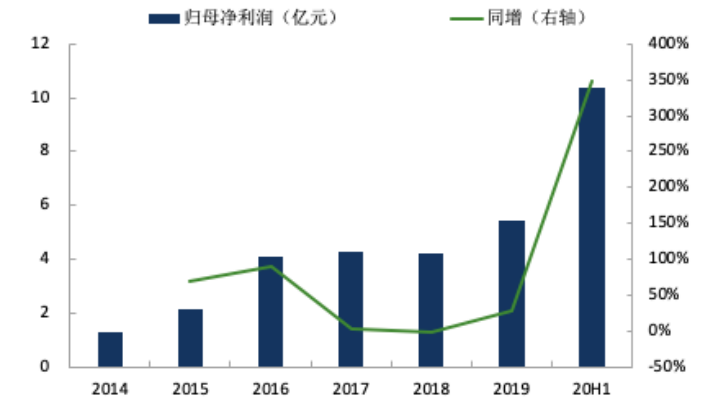
利润方面，2014-16 年净利润保持高速增长，2017 年净利增速放缓，2018 年净利下滑主要由于期间费用上升幅度较大。2019 年得益于销售回暖、毛利率提升，净利润恢复增长，同比增长 28.64%。20H1 疫情期间医用防护产品收入大幅增长带动净利润大幅增长，同增 349.14%达 10.35 亿元。

图 11：近年来公司期间费用率变化情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 12：近年来公司净利润表现及同比增速

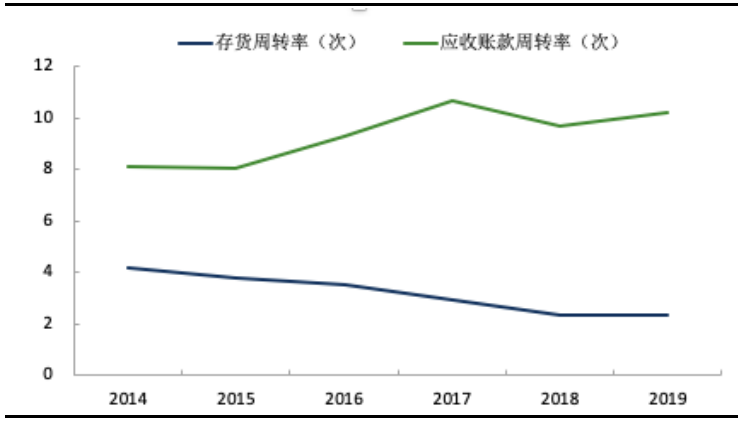


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

营运能力方面，2014-19 年公司存货周转率呈现持续下降趋势，主要由于全棉时代电商、直营门店业务发展所需备货增加，公司存货占总资产比重由 2014 年的 18.86%增至 2019 年的 21.90%。2014-19 年应收账款周转率整体保持上升趋势，公司应收账款主要来自医用敷料国外 OEM 客户、全棉水刺无纺布客户恒安国际、电商入仓客户京东自营等，周转率提升主要由于应收账款周转较慢的医用敷料业务收入占比下降。

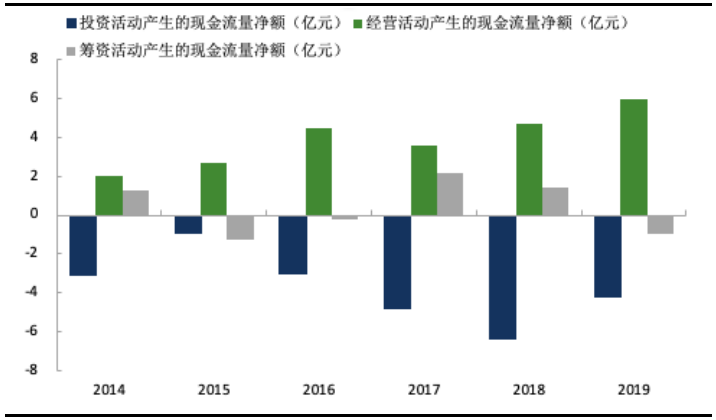
从现金流来看，近年来公司总体现金流较为健康。2014-19 年经营活动现金流入、现金流量净额均稳步提升，主要得益于公司销售持续稳步增长、回款情况良好。公司投资活动现金流量净额为负，主要由于生产规模扩大，固定资产投资规模增加，且全棉时代新开直营门店导致支出金额较高。筹资活动现金流量净额主要来源于债务融资、股权融资及利润分配。

图 13：近年来公司周转率情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 14：近年来公司现金流情况

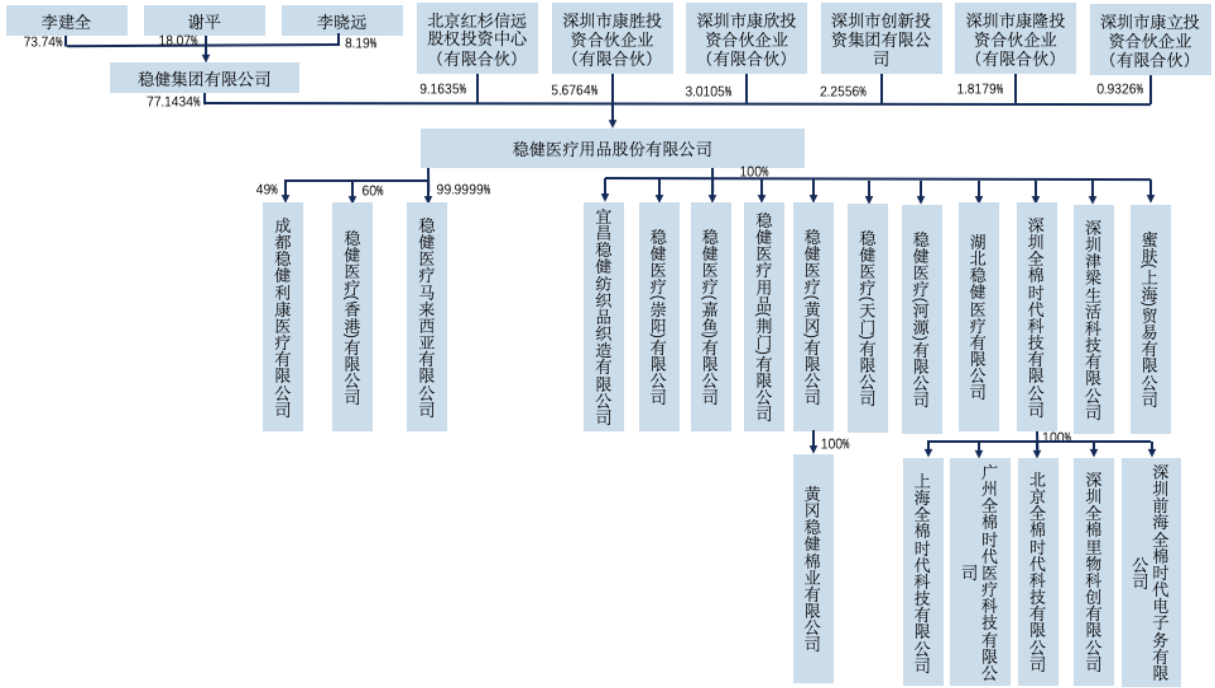


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司治理：实控人持股比例高，注重员工股权激励

公司实际控制人为李建全先生，李建全、谢平和李晓远通过稳健集团有限公司间接持有公司 77.14%股份，李建全和谢平为夫妻关系，李建全与李晓远为父子关系。本次 IPO 公司发行 5000 万股、李建全家族将间接控制公司 68.10%的股份，对公司掌控能力较强。康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资为公司成立的员工持股平台，主要股东包括公司副总经理兼财务总监方修元、董事徐小丹、津梁生活副总经理王英、副总经理陈惠选、副总经理尹文岭，公司对管理人员股权激励到位，绑定管理层与股东利益。此外头部创投机构红杉资本、深创投分别持有公司股权的 9.16%、2.26%（上市前）。

图 15：公司股权结构图（截止到 2020 年 7 月 17 日）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司管理层稳定，运营经验丰富。李建全自公司 2000 年创立以来担任公司董事长、总经理，主导创立“winner 稳健医疗”品牌、“Purcotton 全棉时代”品牌。其他高管在公司工作多年，在医疗、健康生活等领域经验丰富，团队保持稳定，确保公司战略延续性。

表 3：公司管理层基本情况介绍

姓名	职务	年龄	间接持股比例	简介
李建全	董事长、总经理	63	56.89%	1994 年 11 月至 2000 年 2 月，任海南建和纺织有限公司总经理；2000 年创办公司至今一直担任公司董事长兼总经理，2000 年创建了“winner 稳健医疗”品牌，2009 年创建了“Purcotton”全棉时代品牌，目前还担任深圳全棉时代董事长兼总经理，津梁生活董事长兼总经理，前海全棉时代董事长，稳健集团、荣瑞控股、荣瑞有限、香港稳健、马来西亚稳健、全棉里物董事
方修元	董事、副总经理、财务总监	52	1.66%	2000 年至今，任公司及其前身董事、副总经理、财务总监，目前还担任深圳全棉时代、前海全棉时代、黄冈稳健、黄冈棉业、崇阳稳健、等公司董事；康胜投资执行事务合伙人
尹文岭	副总经理	47	0.1%	2015 年 10 月加入稳健医疗，至今任公司副总经理、生产副总裁，目前还担任河源稳健董事长、经理
陈惠选	副总经理、董事会秘书	38	0.26%	2009 年 9 月至 2015 年 5 月，任公司前身投资管理部经理、投资者关系部专员，2015 年 5 月至今任公司董事会秘书、副总经理，目前还担任康隆投资执行事务合伙人、成都稳健利康董事
徐小丹	董事	33	0.5%	2010 年 3 月至 2011 年 6 月，任公司前身总裁办公室秘书；2011 年 6 月至 2013 8 月，任公司前身棉花采购经理；2013 年 8 月至 2015 年 1 月，任深圳全棉时代采购部采购经理；2015 年 1 月至 2019 年 2 月，任深圳全棉时代商品中心总监；2015 年 5 月至今，任公司董事；2019 年 3 月至 2020 年 1 月，任深圳全棉时代商品数字运营项目组组长；2020 年 2 月至今，任深圳全棉时代战略规划中心总监，目前还担任河源稳健、湖北稳健董事

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

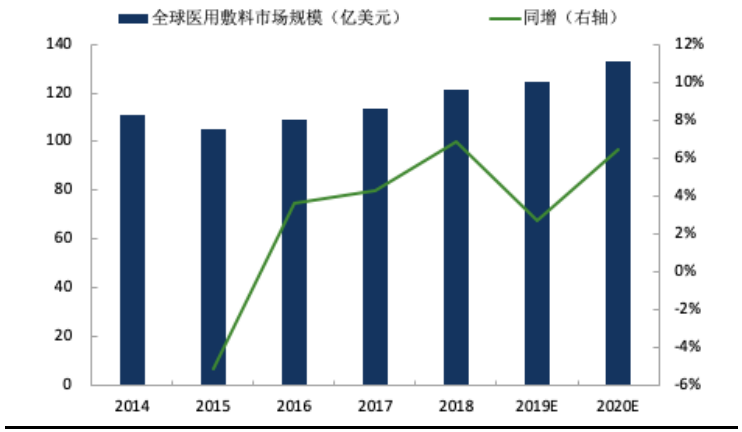
行业分析：医用敷料行业升级，健康生活消费品行业多格局分散

医用敷料行业：低端产品竞争较为激烈，高端产品应用持续升级

全球医用敷料市场规模小幅增长。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将持续增长。根据 BMI Research 统计，2016-18 年全球医用敷料市场规模保持低速增长，预计 2020 年市场规模将达 132.84 亿美元，同比增长 6.42%。

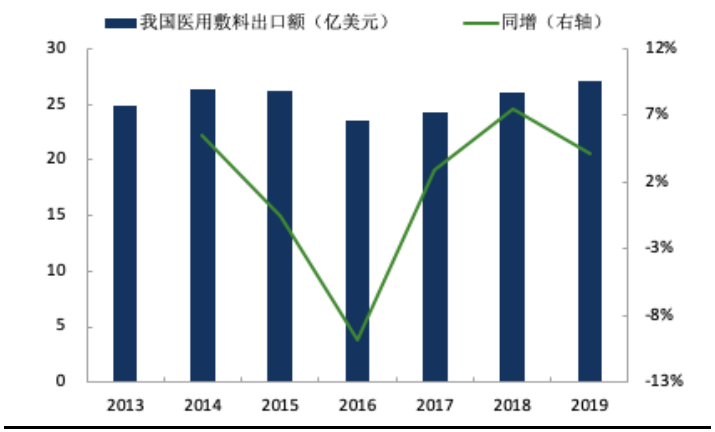
我国医用敷料出口面临竞争压力。欧美、日本等发达国家由于医疗市场发展成熟，医用敷料需求较大，而传统医用敷料技术壁垒和附加值较低，发达国家逐渐将生产外包给劳动力成本较低的国家。根据中国医药保健品进出口商会的统计，截至 2015 年欧洲医用敷料产能外包已达 90%左右，美国产能外包约为 60%，中国凭借着产业链和人力成本优势成为全球最大的医用敷料出口国，2019 年医用敷料出口额达 27.16 亿美元。但由于近年来中国人力成本持续提升、东南亚国家凭借劳动力成本优势承接部分医用敷料产能，中国医用敷料出口额增速有所放缓，中低端产能竞争加剧。

图 16：全球医用敷料市场规模及增速



资料来源：BMI Research，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 17：我国医用敷料出口额及增速



资料来源：医保商会，信达证券研发中心

出口行业格局方面，目前我国医用敷料出口企业中奥美医疗、稳健医疗和振德医疗稳居前三，2019 年奥美医疗境外业务实现收入 20.80 亿元，稳健医疗境外业务收入 8.66 亿元，振德医疗境外业务收入 13.57 亿元（含境外子公司收入），前三家企业医用敷料出口收入约占全国医用敷料出口额的 22.71%，行业集中度具有提升空间。

医用敷料需求向高端产品转移。高端伤口敷料指的是基于湿性伤口治疗理论以及之后新材料发展产生的用于伤口治疗的敷料，包括薄膜敷料、泡沫敷料、水胶体敷料等产品。根据 BMI Research 统计，全球高端医用敷料市场规模保持稳定增长，预计 2022 年市场规模达 70.15 亿美元，2014-22 年 CAGR 达 4.75%。目前高端医用敷料价格较高，运用范围较窄，但是具有减轻换药痛苦、缩短愈合时间、减少换药次数、降低综合治疗成本等优点，预计未来会逐步替代部分传统敷料。

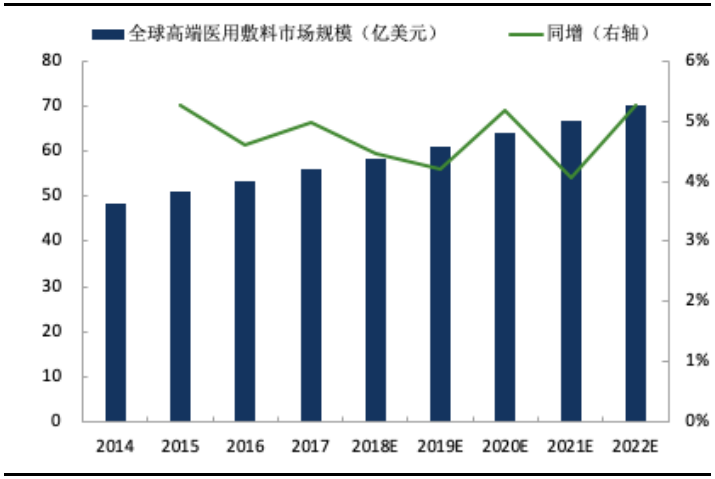
目前，高端医用敷料市场由国外企业主导，技术壁垒较高，主要厂商有 3M、Acelity、V.A.C. Therapy 等。随着国内企业研发能力、生产技术不断增强，国内企业逐步向高端医用敷料市场开拓，龙头公司如稳健医疗经过多年技术研发积累，在高端敷料领域技术水平已位居国际前列，未来有望打破国际大型医疗企业的垄断、实现进口替代。

表 4：近年来我国医用敷料出口企业前五名

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

资料来源：医保商会，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 18：全球高端医用敷料市场规模及增速



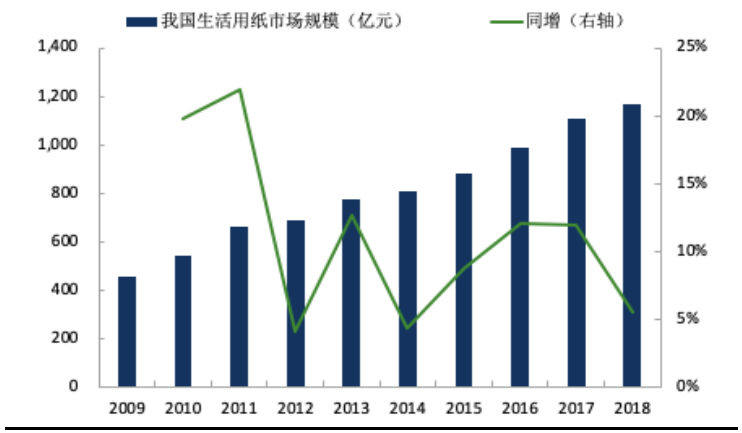
资料来源：BMI Research，公司招股说明书，信达证券研发中心

健康消费品行业：多数行业发展成熟，格局分散尚待龙头

公司健康消费品业务涉及无纺消费品、婴童用品及服饰、成人服饰三大行业，其中无纺消费品包括棉柔巾、卫生巾、湿巾等产品。

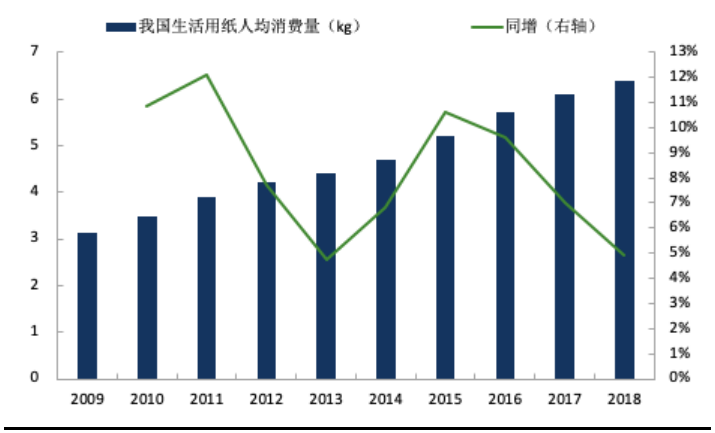
目前我国无纺消费品市场发展较为成熟，近年来生活用纸、卫生巾等品类市场增速有所放缓，湿巾市场发展空间较大。生活用纸作为生活必需品、逐步进入发展成熟期、市场规模增速较低，根据中国生活用纸年鉴数据，2018 年中国生活用纸市场规模为 1168 亿元、同比增长 5.57%，我国生活用纸人均年消费量为 6.4kg、同比增长 4.92%。卫生巾于 20 世纪 80 年代进入我国，经过多年发展，目前基本已完成普及，逐渐形成女性卫生用品刚性需求，2018 年市场规模达 563.0 亿元、同比增长 6.75%，渗透率已达 97.3%，未来预计保持低速稳定增长。湿巾市场 2003 年非典后消费快速普及，目前处于发展早期，需求渗透率仍较低，近年来行业规模保持两位数增长，根据欧睿数据的统计，2019 年我国湿巾市场规模达 87.8 亿元、同比增长 13.73%，根据中国造纸行业协会统计，2018 年我国湿巾市场渗透率仅为 1.73%。

图 19：我国生活用纸市场规模及增速



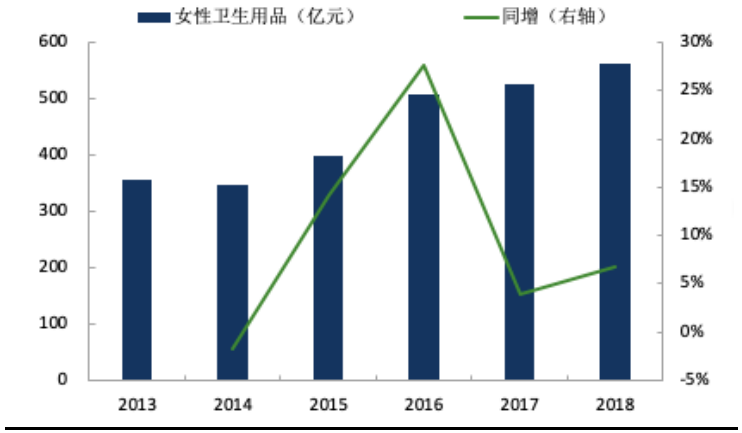
资料来源：中国生活用纸年鉴，信达证券研发中心

图 20：我国生活用纸人均年消费量（kg）及增速



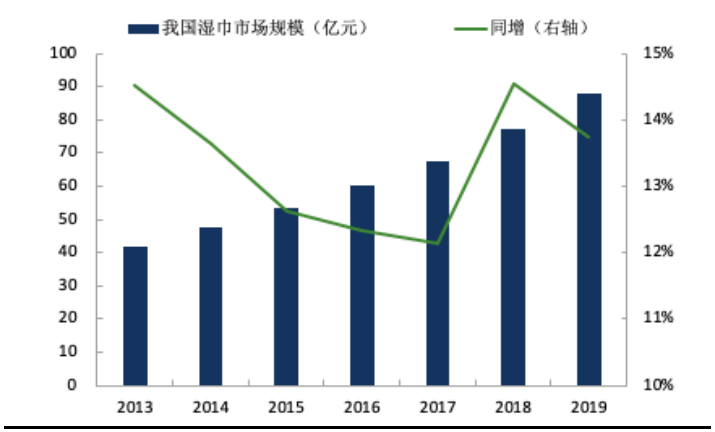
资料来源：中国生活用纸年鉴，信达证券研发中心

图 21：我国女性卫生用品市场规模及增速



资料来源：中国生活用纸年鉴，信达证券研发中心

图 22：我国湿巾市场规模及增速

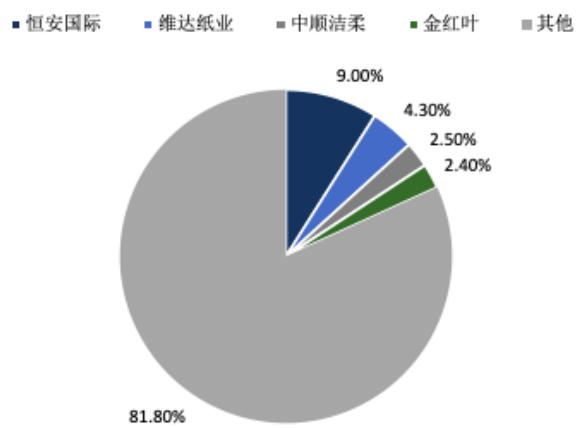


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

从行业格局来看，我国生活用纸行业企业众多，行业集中度较低，据欧睿统计，2019 年产能前四家企业分别为恒安国际、维达纸业、中顺洁柔、金红叶，合计市占率不足 20%。近年来随着消费升级，生活用纸品类不断精细化，公司创立棉柔巾，采取差异化竞争策略，迅速抢占市场，随后多家企业陆续效仿，如中顺洁柔、维达纸业、恒安国际等相继推出棉柔巾产品。2019 年天猫全棉时代棉柔巾市场占有率超过 65%，其他品牌市占率较低，全棉时代旗天猫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。我国卫生巾市场国内外品牌竞争激烈，行业集中度较低，恒安国际、尤妮佳、宝洁、景兴健护为行业龙头，根据欧睿数据统计，2019 我国卫生巾市场 CR8 约为 40%。中国湿巾市场行业集中度相对较高，2018 年前四大企

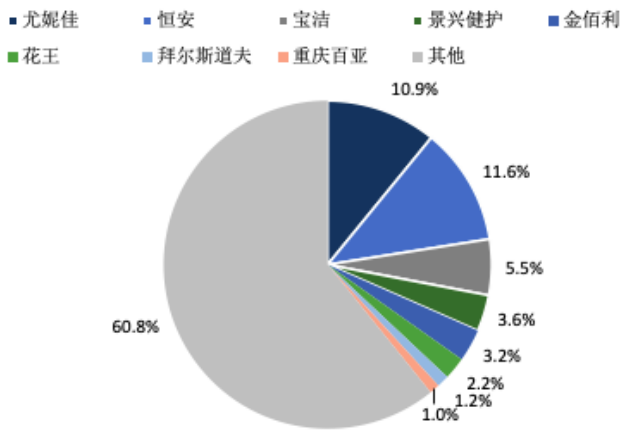
业恒安国际、金佰利、维达纸业、强生市占率约为 50%。

图 23：2019 年我国生活用纸市场竞争格局



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

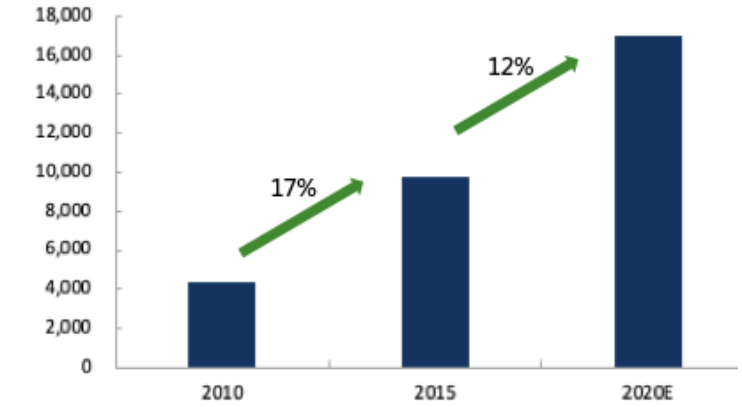
图 24：2019 年我国卫生巾市场竞争格局



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

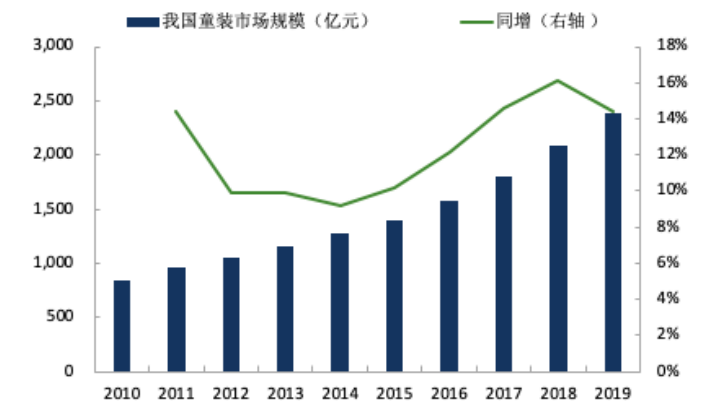
婴童用品主要包括婴童服装、婴童食品、婴童家具家纺、婴童护理用品、婴童出行用品等。由于居民生育意愿降低，在我国生育政策放松的情况下，近年来出生率仍处于较低水平，我国婴童人口基本保持稳定，而婴童用品市场快速增长，主要由于优生优育观念的深入与消费升级的驱动。根据罗兰贝格统计，2010-15 年我国婴童产品市场规模 CAGR 达 17%，预计 2020 年市场规模将达 1.7 万亿元，2015-20 年 CAGR 达 12%。其中，童装行业增长较快，优生优育观念促使父母愈发注重童装的安全性、时尚性与品牌。根据欧睿数据，2019 年我国童装行业市场规模达 2392 亿元、同比增长 14.37%，近年来均保持双位数增长。从行业格局来看，我国童装行业集中度较低， 2019 年 CR5 仅为 11.5%，行业龙头为巴拉巴拉、安踏童装、adidas 童装、小猪班纳、安奈儿等品牌。

图 25：近年来我国婴童用品市场规模（单位：亿元）及年均增速



资料来源：罗兰贝格，信达证券研发中心

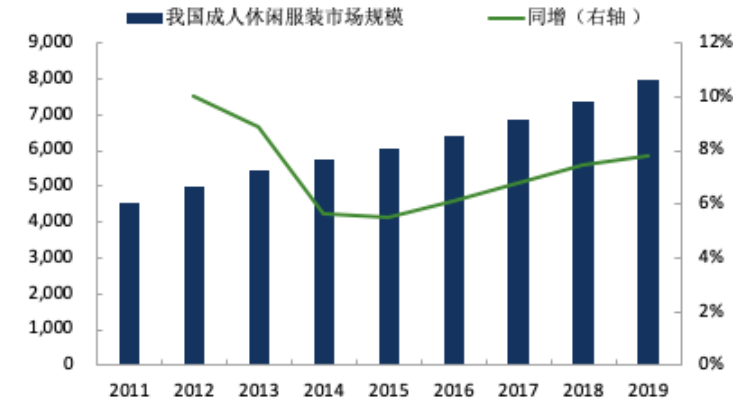
图 26：近年来我国童装市场规模及增速



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

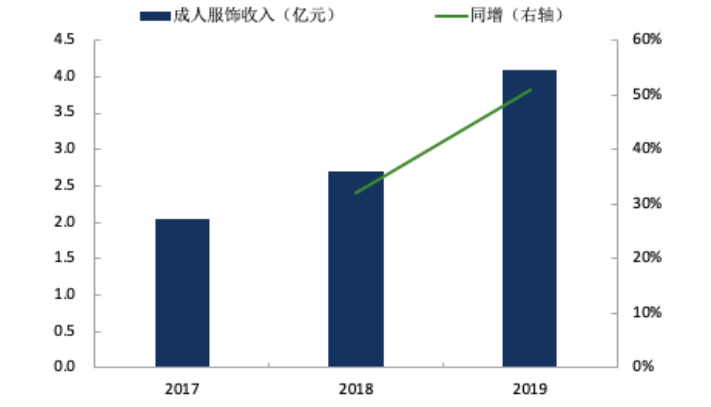
我国成人服装行业发展较为成熟，竞争较为激烈，根据智研咨询统计，近年来我国成人休闲服装市场规模增速有所放缓。成人休闲装领域同质化竞争严重，多数服装品牌产品缺乏面料、设计、品牌形象等竞争优势，公司成人服装业务聚焦纯棉衣物，主打透气性、舒适性特点，定位中高端市场，形成差异化竞争，建立独特的品牌定位。受益于中国成人装市场消费升级、品牌门店数量持续扩张，近年来全棉时代成人装收入快速增长。

图 27：近年来我国成人装市场规模及增速



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 28：近年来全棉时代成人装收入及增速



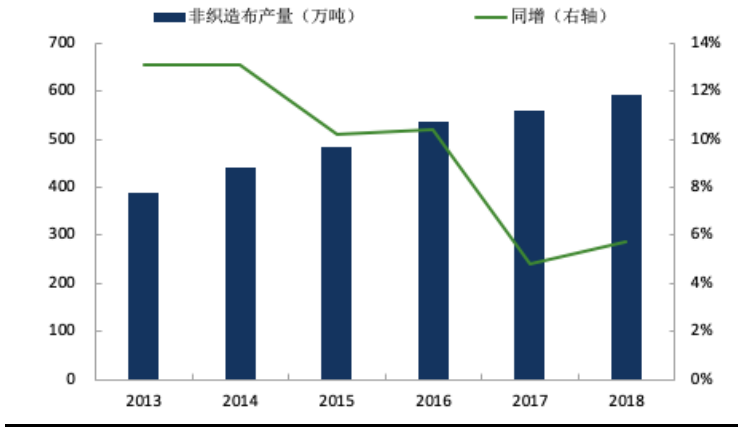
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

水刺非织造布行业：工艺具有优势，全棉水刺非织造布竞争力较强

相较于其他非织造布工艺，水刺生产技术具有工业流程短、无化学黏合剂、吸湿性和透气性良好等优点，广泛用于消毒湿巾、擦拭布、面膜、婴儿用品、医用敷料等产品中。水刺非织造布行业在我国起步较晚，但近年来受益于下游需求旺盛呈快速发展态势，行业产量不断提升。根据中国产业用纺织品协会数据，2018 年我国水刺非织造布的产量为 64 万吨，同增 6.67%，增速高于非织造布行业整体增速，在行业中占比持续提升，2018 年在非织造布行业总产量的占比达 10.8%。目前我国水刺非织造行业以中低端产品为主，多数企业使用灵活性较差的国外进口制造设备或故障率较高的国内仿制设备，拥有设备定制、工艺研发能力的企业数量较少。

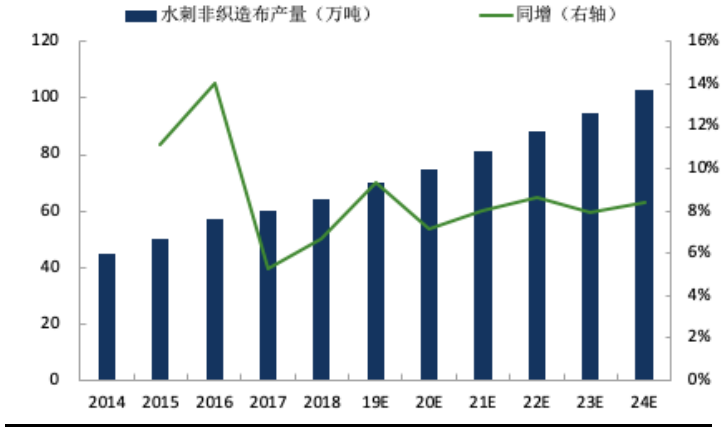
从行业格局来看，目前我国水刺非织造布市场企业数量多、规模小、单线产量低、同质化程度高，多数企业采取低价竞争策略，龙头公司注重产品研发，具有一定议价能力。2019 年公司全棉水刺非织造布产量为 2.61 万吨，占全行业的 4.08%，产能位居行业前列，但同样具有较大成长空间。

图 29：我国非织造布产量及增速



资料来源：中国产业用纺织品协会，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 30：2018 年我国非织造布市场结构



资料来源：中国产业用纺织品协会，信达证券研发中心

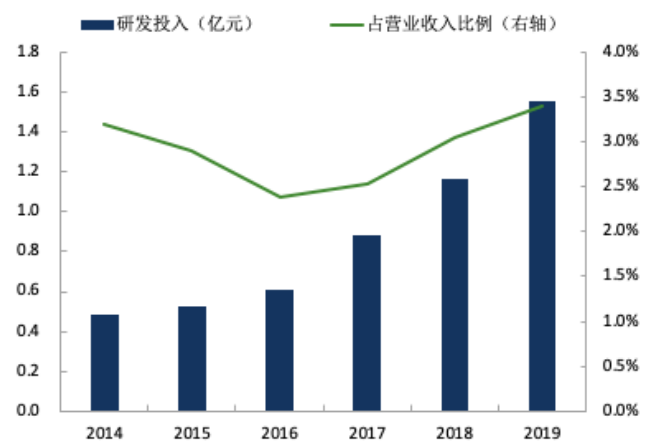
竞争优势：精心构筑行业壁垒，国货新品逐步崛起

研发实力：多年研发积累优势，两大业务行业领先

公司成立以来持续注重研发投入，定位中高端市场打造优质医用健康和家用健康产品。公司研发优势主要体现在研发投入、研发成果、标准制定等方面，拥有多年研发积累，在医用敷料、健康生活用品等方面具有差异化竞争优势，满足中高端客户、消费者需求。

研发投入方面，公司专注于棉花产业链，持续通过技术研发创新打开市场。发展早期公司注重医用敷料产品质量，国际 ISO 质量管理体系出现后率先进入该体系，并引进德国莱茵 TUV 公司作为认证机构，对生产全流程进行监控。2005 年公司自主研发全棉水刺无纺布技术，直接使用原棉采用先水刺再脱脂的工序，显著提高生产效率、降低能源损耗，并在中国、美国、欧盟、日本等地区获得专利证书。2009 年公司成立全棉时代，以全棉水刺无纺布技术为基础持续开发高端纸巾、卫生巾、纸尿裤、家纺、服装等全棉系列产品，民用产品性能、材质、外观等差异性较大，公司持续进行研发投入确保产品竞争力，2017-19 年公司研发投入占收入比例分别为 2.53%、3.04%、3.39%。目前公司已拥有 946 位设计研发人员、占员工总人数的 10.57%，并与香港理工大学、香港纺织及成衣研发中心、中国科学院深圳先进技术研究院等合作强化研发能力。

图 31：近年来公司研发投入及占收入比例



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

表 5：公司与中国科学院深圳先进技术研究院合作研发项目

项目名称	中国科学院深圳先进技术研究院—稳健医疗用品股份有限公司创面敷料创新技术研究联合实验室
合作单位	中国科学院深圳先进技术研究院
起止时间	2017.11 - 2020.11
合同主要内容	联合实验室合作领域为生物医用功能材料及功能性伤口敷料的开发
研发结果分配方案	由联合实验室合作开发的项目产生的研究成果及其知识产权归双方共同共有，若发行人要求将研发结果申请专利，中国科学院深圳先进技术研究院应无条件同意；对于双方共同知识产权的技术成果，双方有权单独使用。
合作研发经费承担	研发经费 400 万元，由公司承担

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

研发成果方面，公司围绕全棉水刺无纺布技术进行十余年的投入研发，打造了较为完整的技术集群。在医用敷料领域公司创新性研发仿纱布片、仿纱布垫等产品以替代纱布，在消费品领域开发纯棉柔巾、纯棉湿巾、全棉表层卫生巾等产品。2018 年 11 月工信部、中国工业经济联合会发布第三批制造业单项冠军企业和单项冠军产品名单，公司全棉水刺无纺布及制品获得单项冠军产品称号。截至 2019 年底公司在境内拥有发明专利 30 项、实用新型专利 295 项、外观设计专利 129 项等共计 454 项专利，在境外拥有发明专利 56 项、实用新型专利 4 项，共计 60 项专利。目前公司将高端医用敷料和面料的新结构、新功能作为重点技术研发方向，未来推出更多行业领先产品。

表 6：公司部分现有代表性研发成果

产品系列	技术名称	技术先进性	应用阶段	对应专利情况
全棉水刺无纺布及其后整理	全面水刺非织造布生产工艺	独特的后漂工艺，在产品强力性能、起毛性能、洁净度等性能相比同类产品优势明显，生产效率、能耗方面具备技术优势	大批量生产	获 3 项发明专利、11 项实用新型专利，5 项发明专利审核中
	全棉水刺非织造布的单向导湿技术	使得材料正反两面具备不同的吸湿、排湿性能，液体能够迅速从一面传输到另一面且不反向传导，从而使得材料达到干爽舒适的目的	大批量生产	获 3 项发明专利、7 项实用新型专利
	无纺布仿纱布技术	研发出纱布外观的水刺无纺布，无纱线头且具备传统纱布的性能和适用性，解决了传统纱布掉线头影响伤口愈合的痛点；在手感、吸液性能、生产效率等方面优势明显	大批量生产	获 1 项发明专利、1 项实用新型专利
医用敷料	泡沫敷料	将自主研发的硅胶技术与发泡技术结合，开发出可较好地用于管理伤口渗出液的硅胶泡沫系列敷料	大批量生产	获 3 项实用新型专利
	高分子吸水材料的开发	将 SAP 高分子吸水材料用于伤口敷料，结合无纺布材料和超声波工艺，开发出医用高分子吸液伤口敷料，用于渗出液较大的伤口管理，确保敷料可吸收伤口渗液的同时具有较好的锁液效果	大批量生产	获 11 项实用新型专利
	硅胶防粘敷料	将自主研发的硅胶技术和打孔技术结合，根据设定合适的涂胶克重和孔径大小及孔分布，开发出一款防粘连的硅凝胶敷料，配合吸液敷料一起使用，解决了敷料更换时造成伤口的二次损伤	大批量生产	获 1 项发明专利、1 项实用新型专利
健康生活消费品	三片式全棉表层防侧漏技术	采用全棉强拒水整理工艺，赋予全棉强拒水隔边，面层可快速下渗，拒水隔边加大表面张力，材料来源天然，持续可降解并具有良好的人体接触舒适性	小批量生产	获 5 项实用新型专利
	纯棉无纺布高压水射流缠结成型技术	采用高压微细水流喷射到一层或多层棉纤维网上，使棉纤维相互缠结在一起，转鼓模实现提花纹理，从而使棉纤网得以加固而具备一定强力	大批量生产	获 4 项发明专利、1 项实用新型专利
	多层一体织造纱布工艺技术	通过大提花机台实现多层一体织造的纱布工艺技术，通过合理的经纬纱支密度的配置以及挂点连接方式的变化，实现四层及以上纱布织造，已成熟应用于床品系列、家居服、卫浴用品等产品，现已上市销售	大批量生产	获 5 项实用新型专利、1 项申请中的发明专利、3 项实用新型专利

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

标准制定方面，公司研发实力强、研发成果丰富，作为行业龙头积极参与主导国家、行业标准制定。公司具有创新精神，发展早期发现纱布作为传统医用敷料会在裁剪过程中产生纱头和绒毛、导致医疗事故，因此经过 4-5 年的研发创造出全棉水刺无纺布产品，并在此后主导起草制定了全棉非织造布外科敷料性能要求及接触性创面敷料等方面的标准。此外公司也参与了产业用纺织品分类、日常防护型口罩技术规范等标准制定。2019 年 11 月公司获得由国家市场监督管理总局指导、中国标准化研究院发布的 2019 年企业标准“领跑者”称号。

表 7：公司部分参与制定的标准

参与制定的标准	角色	标准发布单位
YY/T 0854.1-2011 全棉非织造布外科敷料性能要求第 1 部分：敷料生产用非织造布	主要起草单位	国家食品药品监督管理局
YY/T 0854.2-2011 全棉非织造布外科敷料性能要求第 2 部分：成品敷料	主要起草单位	国家食品药品监督管理局
GB/T 30558-2014 产业用纺织品分类	起草单位	中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局、中国国家标准化管理委员会
GB/T 32610-2016 日常防护型口罩技术规范	起草单位	中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局、中国国家标准化管理委员会
YY/T 0506.2-2016 病人、医护人员和器械用手术单、手术衣和洁净服第 2 部分：性能要求和试验方法	参加起草单位	国家食品药品监督管理局
YY/T 1293.2-2016 接触性创面敷料第 2 部分：聚氨酯泡沫敷料	起草单位	国家食品药品监督管理局
YY/T 1642-2019 一次性使用医用防护帽	主要起草单位	国家食品药品监督管理局
YY/T 1633-2019 一次性使用医用防护鞋套	主要起草单位	国家食品药品监督管理局
GB/T 38880-2020 儿童口罩技术规范	主要起草单位	国家食品药品监督管理局

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

协同效应：业务协同效应明显，互相支持推动发展

国内外龙头企业均有 2B 和 2C 两大业务协同的先例，例如美国强生公司早期生产销售外科手术耗材，此后凭借婴儿爽身粉等产品切入消费品行业，云南白药借助伤科中药的品牌优势，切入与止血定位相符的牙膏产品进入日化消费品行业。公司拥有“winner 稳健医疗”、“Purcotton 全棉时代”两大品牌，早期从事纱线、棉签等医用敷料的研发、生产和销售，2005 年自主研发全棉水刺无纺布工艺技术，2009 年以此成立全棉时代品牌，此后逐步加强医疗、消费板块协同强化。

一方面，公司在医用敷料行业拥有近 20 年的技术及行业经验，具有强大的技术研发能力，在技术、生产、人才、产品等方面对公司健康生活消费品业务进行支持。公司在硅胶类医用敷料、泡沫敷料、抗菌工艺、常温漂白及染色工艺等新兴领域具有技术突破，可协助消费品业务产品开发。全棉时代生产车间参照医用敷料的车间标准进行管理，严格控制产品初始污染菌及各类污染源，且公司将医疗器械检验微生物的指标检测用于全棉时代的产品检验中，贴身衣物、婴童服饰等服装产品的细菌菌落总数达到医疗器械的灭菌标准，强化品牌的质量、安全性背书。

另一方面，公司打造全棉时代品牌，推出棉柔巾、全棉表面卫生巾、纯棉湿巾等核心产品，可为医用敷料业务提供支持。公司借助 2C 业务的消费者洞察、竞争性分析、消费者反馈，反过来指导 2B 业务品类、材料、工艺等研发，强化 2B 业务竞争优势。

图 32：公司建立完善的质量控制流程

设计研发	供方管理	产品实现	入库配送	售前售后
法规识别 市场调研 设计策划 设计评审 设计确认 标准制定	供方选择 供方评审 风险评估 培训指导 质量协议	标准确认 原辅料检测 产前确认 首件检验 出厂检测 变更管理 特殊工艺验证	到货检验 产品防护 仓储管理 退货检验	质量投诉处理 投诉分析 改进措施验证 典型事例总结

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 33：公司生产车间严格控制污染菌、污染源



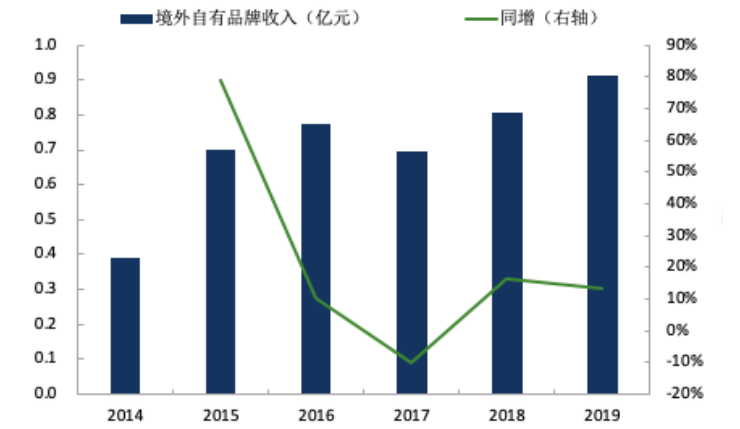
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

品牌优势：医用敷料品牌崭露头角，国货代表全棉时代全面崛起

公司定位中高端市场、注重研发投入、质量控制、品牌营销，且医疗、消费生活两大业务相互协同，推动“winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”品牌具有较强的影响力，获得用户认可。

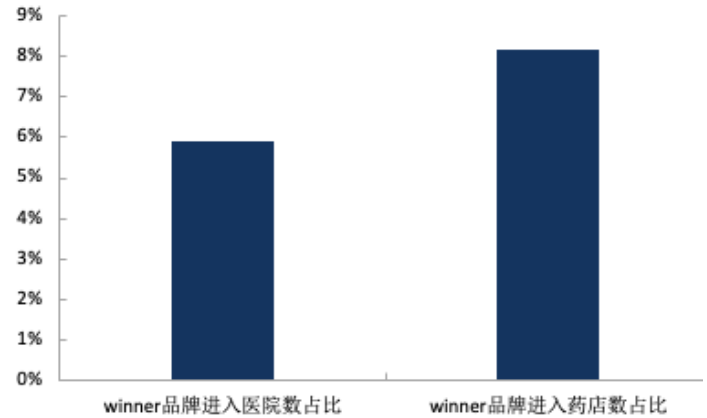
公司是医用敷料行业龙头，连续多年位居中国医用敷料出口前三名，具有丰富的为国际知名医疗公司 OEM 生产经验。公司较早推出自有品牌，多年培育下形成品牌优势，抢占市场份额。国内市场方面，目前公司“winner”品牌已进入全国两千多家医院和近 4 万家药店，其中多数医院为三级医院，并在海王星辰、老百姓大药房等多家知名连锁药店设立品牌专柜，在香港地区覆盖全部公立和大部分私立医院。国外市场方面，“winner”品牌主要销售至亚非拉等发展中国家和地区，品牌影响力不断提升，2018-19 年境外收入同比保持增长。

图 34：近年来公司“winner”品牌境外收入及同比增速



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 35：2020 年 6 月公司进驻全国医院、药店数量占比



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

全棉时代敏锐把握国内消费升级趋势，致力于成为提供以“棉”为核心的健康生活方式品牌商，针对不同生活场景提供以棉花代替化纤、减少化学品刺激的一系列产品，在健康生活领域成为国货领导品牌，2019 年 10 月全棉时代获得 CCTV 评选的“新中国成立 70 周年 70 品牌”。

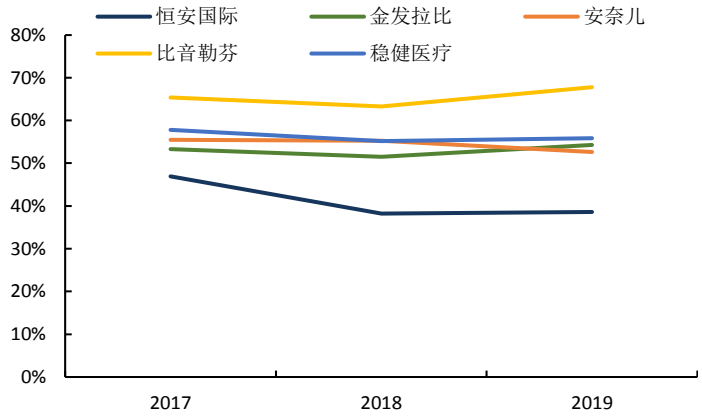
产品方面，公司强大的研发实力及严格的质量把控确保产品品质优势，奠定品牌优势基础。全棉时代核心产品纯棉柔巾、全棉表层卫生巾、纯棉湿巾等均采用优质新疆棉、澳棉、美棉，确保源头原材料品质和安全性。公司研发的全棉水刺无纺技术生产出纯棉柔巾等产品，化学刺激少、可重复使用，兼具舒适性、安全性、环保性，纯棉湿巾、全棉表层卫生巾、婴儿用品、成人服饰等产品在接触肌肤部分采用全棉材质，贴身舒适度更高，受到消费者认可。公司定位中高端、产品具有议价能力，且渠道以直营为主，毛利率高于多数同行业竞争对手。

图 36：公司推出舒适度较高的棉制纸尿裤产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 37：公司毛利率与同行业公司对比



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

营销方面，公司积极通过各类渠道进行宣传，将优质产品触达消费者，形成正向循环。公司以 2B 代工业务起家，成功切入 2C 健康消费品市场，持续进行营销投入。公司整合线下门店、明星代言、赛事赞助、品牌巡展、新媒体营销等多种方式，覆盖不同消费群体，强化公司全棉、高端品牌形象。公司线下主要拓展中高端购物中心渠道，匹配品牌定位，并在门店形象上持续升级。2018 年公司签约王俊凯作为品牌代言人，提升在年轻用户群体的影响力。公司积极参加专业行业展会，宣传全棉时代医学级品质棉品的形象，强化消费者认知。公司设置“全棉体验馆”、“神秘顾客”等项目，从用户的角度挖掘需求，加强与消费者联系，改善产品质量。

图 38：公司线下门店打造中高端品牌形象



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 39：2018 年公司签约王俊凯作为品牌代言人



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

股权激励：绑定管理层利益，激发团队潜力

公司重视人力资源建设，吸引优秀人才创业，通过多种激励措施发挥员工潜力。

股权激励方面，公司对高管、中层管理团队、核心技术人员给与股权激励，锁定管理层与股东利益。公司建立康胜投资、康欣投资、康隆投资、康立投资等四大员工持股平台，分别持有公司股份 5.68%、3.01%、1.82%、0.93%，持股对象有 50、39、44、45 名，主要为公司高管及旗下子公司、分公司高管。公司通过股权激励绑定优秀人才，确保中高层管理团队稳定。

公司注重引进行业高端人才，强化核心竞争力。公司高管多在行业运营多年，核心技术人员宋海波曾任生物医学纺织功能材料与装置创新联盟副秘书长、专家委员会委员，目前担任全棉时代研发部总监，并兼任武汉纺织大学纺织科学与工程学院客座教授、广东省纺织服装标准化委员会委员。核心技术人员王欢担任公司研发总监，并担任广东省创面修复材料工程技术研究中心主任，担任多个科研项目负责人。公司采用“竞聘制度”、“末位淘汰制度”，确保人才脱颖而出。

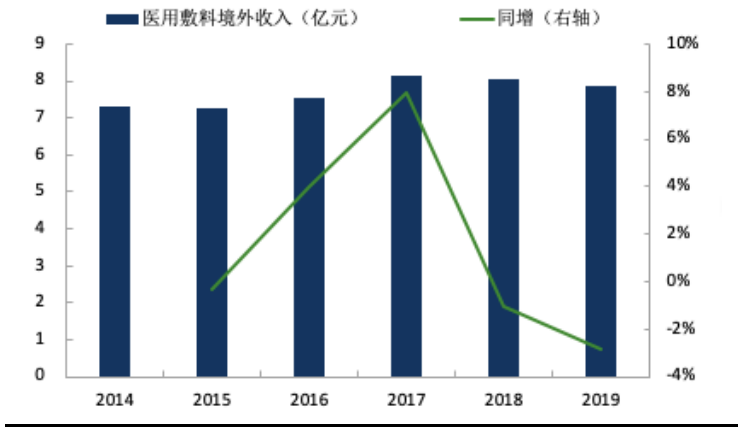
发展前景：医用敷料国产替代，全棉时代前景可期

医用敷料业务：短期疫情催化推动收入增长，长期自有品牌有望国产替代

医用敷料业务方面，公司拥有 OEM 代工业务及自有品牌销售业务，目前中国医用敷料行业较为分散，未来公司作为行业龙头仍有较大发展空间。

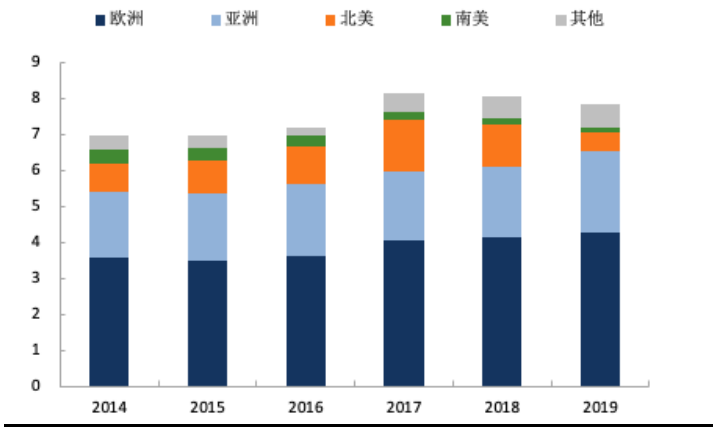
在出口方面，公司以 OEM 业务为主、自有品牌为辅。经过多年积累，公司产品通过美国 FDA、欧盟 CE、日本厚生省等认证，并与瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等知名企业建立较为稳固的合作关系。公司代工经验丰富、产品具有竞争优势、持续拓展客户，2017-19 年出口欧洲、亚洲、其他地区收入稳步增长。北美地区受中美贸易摩擦影响，2018-19 年公司出口收入持续下降，导致整体出口收入同比下滑，2019 年公司北美地区出口收入占医用敷料业务比重降为 4.52%，贸易摩擦对收入影响减弱。2020 年受全球疫情影响，公司医用敷料出口收入同比有望显著增长，如果全球疫情逐步得到控制，2021 年公司出口收入预计有所下滑，2022 年将恢复正常增长。

图 40：近年来公司医用敷料出口收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 41：近年来公司医用敷料业务分地区收入情况（单位：亿元）



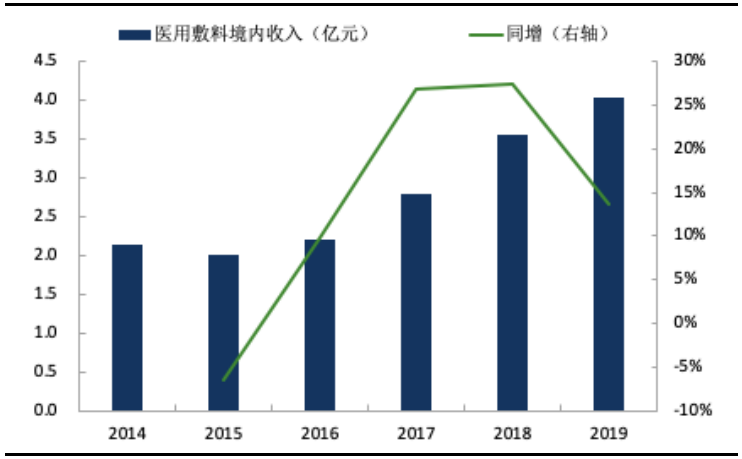
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

在内销方面，公司以自有品牌销售为主，产品分为伤口护理类、感染防护类、消毒清洁类，近年来医用敷料内销收入保持较快增长。未来国内医用敷料行业消费升级、高端产品进口替代、新冠肺炎疫情催化有望推动公司内销收入保持增长。

- 医用敷料产品分为重复使用型、一次性使用型，后者主要为非织造布产品，产品性能更优，定位更为高端。目前发达国家广泛应用非织造布医用敷料，2014 年北美地区一次性阻隔医疗非织造布产品渗透率达 90%，相比之下中国市场渗透率不到 10%，以棉、纱布、绷带等传统医用敷料为主。近年来中国医用敷料使用逐步升级，非织造布高端敷料有助于伤口更快愈合，减少敷料用量，缩短护理时间，因此渗透率不断提升，中国高端医用敷料主要依赖进口，近年来医用敷料进口量保持同比增长。随着公司研发能力不断增强，高端敷料领域技术位居全球前列，且政府扶持医用敷料行业政策有望出台落实，未来公司有望打破国际医疗龙头垄断、实现进口替代。

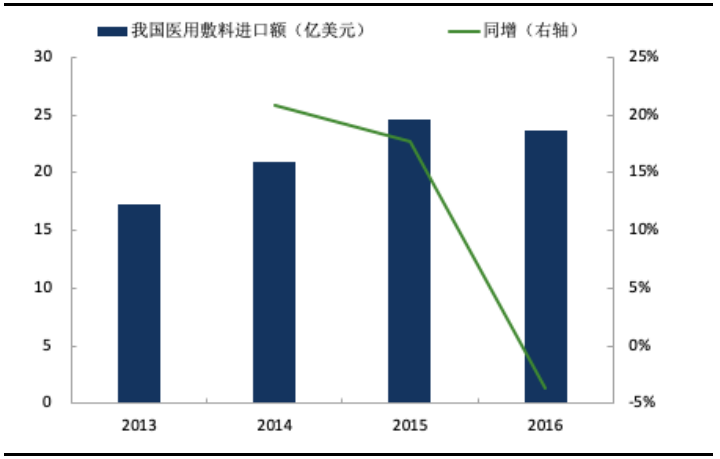
- 2020 年新冠肺炎疫情爆发，公司快速响应社会需求，全力保障 N95 口罩及医用口罩、防护服、消毒棉片等产品生产，疾控防护品、消毒清洁产品收入大幅增加，未来新冠疫情逐步得到控制，防护服、医用口罩等需求将有所减少，但政府、医院更为重视防护用品储备，预计公司防护用品收入仍将保持较高水平。

图 42：近年来公司国内医用敷料收入保持较快增长



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 43：近年来中国医用敷料进口额保持增长



资料来源：中国医保商会，信达证券研发中心

全棉时代：线上线下持续发力，健康生活龙头引领时代

医用敷料行业相对小众，公司推出全棉时代品牌进入消费品市场，产品包括棉柔巾、湿巾、卫生巾、婴童用品、服饰等多个品类，打开长期成长空间。目前全棉时代涉足的多数品类行业格局较为分散，高品质棉制品定位中高端市场，打造细分差异化竞争优势，同级别竞争对手较少，仍有较大成长空间。未来公司将持续拓展门店数量、丰富产品品类，推动全棉时代收入持续增长。此外公司推出“PureH2B 津梁生活”品牌，涉足景气度较高的美妆、运动行业，有望实现收入增长。

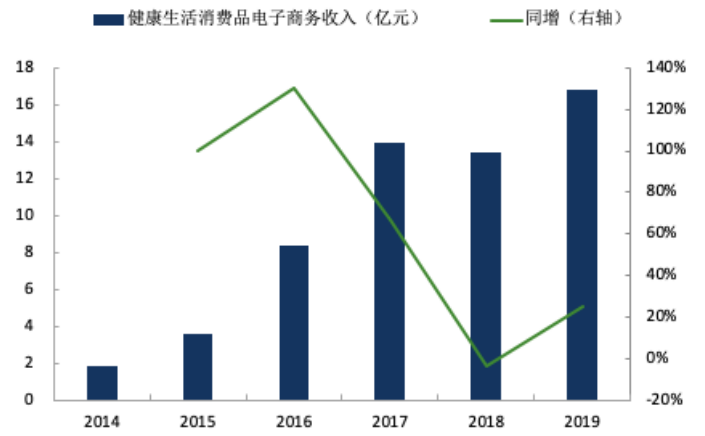
线上方面，公司加强与天猫、京东等平台合作，并持续开发小程序、官方商城、云集等其他新零售线上渠道。公司重视用户体验和产品品质，坚持线上线下同款同价战略，获得消费者认可。2017-19 年全棉时代天猫旗舰店收入由 9.65 亿元增至 11.24 亿元，官方商城（含小程序、APP）收入由 3070.44 万元增至 6820.81 万元。2019 年双十一全棉时代旗舰店实现单店 4.73 亿元成交额，位列母婴类目第六名。未来公司加强与头部电商平台在品牌建设、渠道管理、产品创新等方面合作，合理增加线上营销投入、拓展旗舰店产品品类，并探索与线下门店打通，提供门店下单、送货上门等服务，推动线上收入增长。

图 44：2017 年公司与天猫签署战略合作备忘录



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 45：近年来全棉时代线上收入保持较快增长

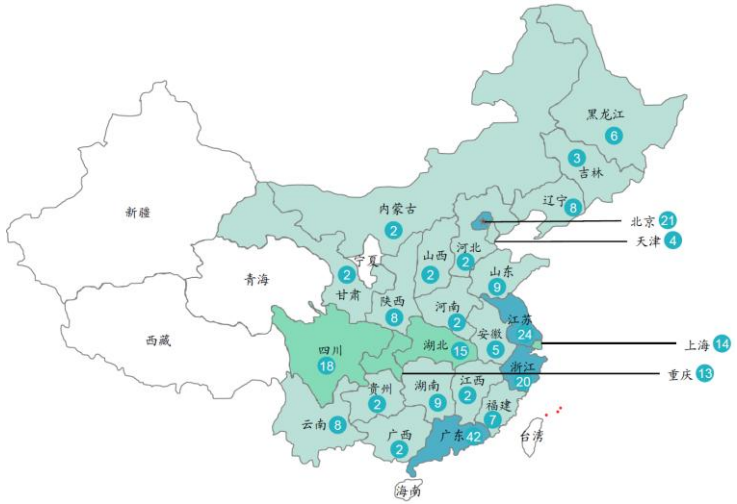


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

线下方面，公司从门店数量、单店收入两个维度入手，推动全棉时代收入增长。

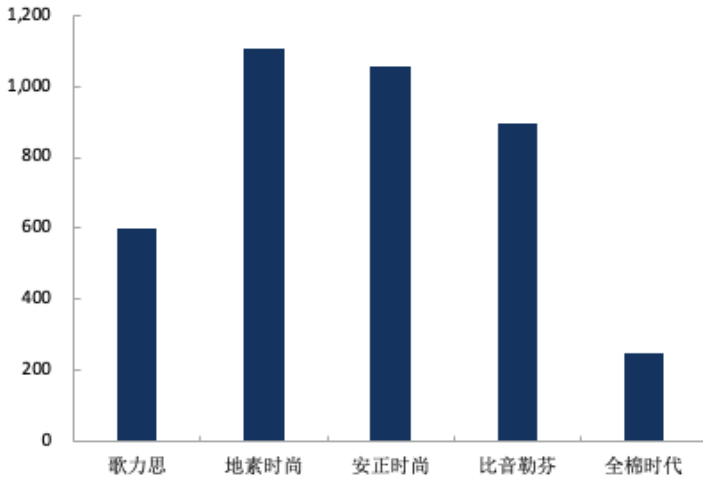
- 2019 年末公司共有门店 247 家，主要分布在一二线市场中高端渠道，其中广东、北京、江浙沪地区门店数量相对较多。公司以直营为主，华北、东北、华南等地区门店渗透率处于较低水平，与同样定位中高端市场的服装品牌相比，门店仍有较大拓展空间。2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司门店扩张速度有所放缓，未来公司将继续增加门店数量，加快向二三线城市下沉，提升品牌影响力，覆盖更多消费者。

图 46：2019 年末公司线下门店分布情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

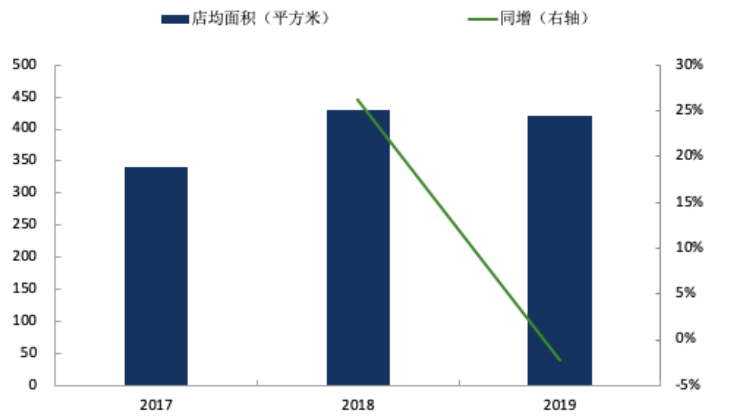
图 47：2019 年末全棉时代与中高端服装品牌门店数量对比



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

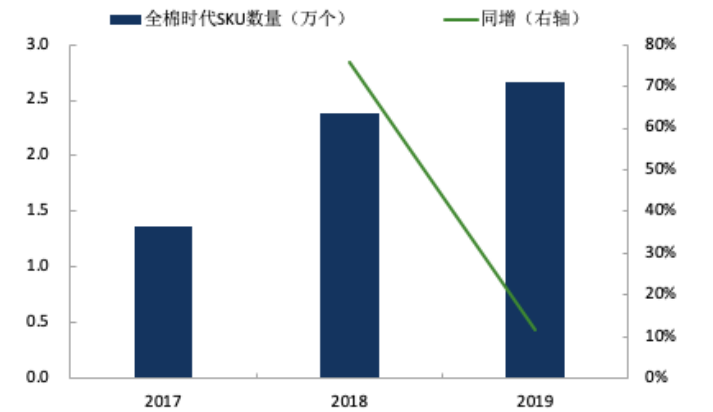
- 单店收入方面，公司扩大门店面积、丰富产品品类、加强品牌营销，推动店效保持增长。1）公司持续扩大门店面积，2017 年后新增门店以 300 平米以上的大店为主，并设立全棉咖啡区、全棉定制区、Hello Kittylife 专区等体验区，强化门店展示性，提升用户购物停留时间。2）公司品牌早期主打棉柔巾产品，此后针对不同生活场景推出一系列产品以棉替代化纤的整体解决方案，目前已覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，涉足母婴护理、女性护理、品质生活、医学护理等四大品类，SKU 数量快速增加。3）公司持续强化品牌营销，塑造“新国货”品牌形象，截止 2020 年 6 月已拥有会员 2000 多万人，带动门店客流量及收入增长。

图 48：近年来公司在营门店面积保持增长趋势



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 49：近年来全棉时代产品 SKU 数量快速增加



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2019 年 7 月公司推出“PureH2B 津梁生活”品牌，延续天然、环保理念，打造覆盖美妆、个护、运动等健康美丽生活需求的一站式零售平台，截止 2019 年末共开设 3 家线下门店及线上官网，尚处于起步阶段。

募投项目：拟募资 37 亿元，强化业务发展

本次 IPO 公司拟公开发行 5000 万股，发行价为 74.30 元/股，募集资金 37.15 亿元，用于高端敷料生产线建设项目、营销网络建设项目、研发中心建设项目与数字化管理系统项目，聚焦医用敷料领域的创新、健康生活消费品领域的扩张以及国内外市场成长空间的拓展。

表 8：公司拟募投项目

项目名称	总投资额（亿元）	拟使用募集资金（亿元）	占募集资金比例
高端敷料生产线建设项目	2.17	2.17	15.22%
营销网络建设项目	7.05	7.05	49.44%
研发中心建设项目	2.35	2.35	16.48%
数字化管理系统项目	2.69	2.69	18.86%
合计	14.26	14.26	100%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

高端敷料生产线项目

本项目新建用于生产硅胶类敷料、高吸液类敷料、负压引流类敷料及抗菌类敷料的高端敷料生产线，增加高端敷料产量、丰富产品品类。该项目由子公司黄冈稳健实施，将对现有约 3,000 平方米的车间进行改造，并引进国内外生产和检测设备，包括硅胶涂布生产线、发泡生产线、高速创可贴生产线、泡沫敷料敷贴机等。本项目达产后可分别实现年产硅胶类敷料 1000 万片、高吸液类敷料 2000 万片、负压引流类敷料 10 万片及抗菌类敷料 500 万片的生产能力，协助公司进一步扩充高端医用敷料产能，优化产品结构，在高端医用敷料市场实现国产替代。

本项目建设期预计为两年，预计投入资金 2.17 亿元，其中建设投资 1.97 亿元，铺底流动资金 0.20 亿元。

表 9：公司高端敷料生产线项目投资构成

投资项目	投资金额（万元）			占项目总资金比例
	T+1 年	T+2 年	合计	
建设投资	9,538.98	10,146.10	19,685.07	90.77%
装修工程费	900.00	-	900.00	4.15%
设备购置费	7,529.57	9,202.81	16,732.38	77.16%
设备安装费	376.48	460.14	836.62	3.86%
工程建设其他费用	278.69	-	278.69	1.29%
预备费	454.24	483.15	937.38	4.32%
铺底流动资金	-	2,000.79	2,000.79	9.23%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

营销网络建设项目

公司计划在三年内于全国 45 个重点城市新增 96 家直营门店，合计新增营业面积 59995 平方米，主要选择一二线城市或较为发达的沿海三四线城市作为新开店的目标城市，客流集中的中高端商场或购物中心作为店铺的开店场所。公司致力于建设线上线下融合互补的新零售营销网络，在占领线上流量入口的同时，近年来加快线下渠道布局，本项目将有助于公司将进一步扩大线下直营门店数量，提升品牌影响力，推动全棉时代收入增长。

本项目预计于 3 年内分批完成开店，预计投入资金 7.05 亿元，其中建设投资 6.15 亿元，铺底流动资金 0.90 亿元。

表 10：公司营销网络建设项目内容

建设期	选址城市	开店数量	营业面积（平方米）
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：公司招股说明书，信达证券研发中心

研发中心建设项目

本项目主要建设内容为新建研发中心，包括水刺试验室、脱漂实验室、染色实验室、功能后整理实验室、电磁兼容实验室和创伤修复材料实验室。公司拟将现有湖北省武汉市阳逻区约 9300 平方米场地进行装修改造，并购置一系列先进试验机及测试仪，包括水刺试验线、脱漂试验机、喷淋式沾水测试仪等。公司计划将研发中心打造成新技术的储备基地、量产测试基地以及引进技术的消化吸收基地、创新基地。项目建设完成后，公司将利用新建实验室重点研究干爽处理技术、低克重全面水刺无纺布、水凝胶系列敷料等技术课题，增强生产技术和工艺水平，提升研发创新能力，丰富产品体系，拓展新的品类市场。

本项目建设期预计为 2 年，拟投入资金 2.35 亿元。

表 11：公司研发中心建设项目拟研究内容

课题活项目名称	研发目的	实现技术创新点
干爽处理技术研究应用	提高全面无纺布表层产品干爽舒适性	天然无化学添加实现更干爽
低克重全面水刺无纺布研发	赋予全面水刺无纺布轻、薄、透等特性，扩宽其应用场景，降低其使用成本	克重＜30g 全面无纺布产品
全面水刺无纺布墙布	将全面水刺无纺布应用到墙布领域，为墙布行业新增一款环保材料	一款纯天然环保材料墙布
水胶体系列敷料	自主开发水胶体系列产品	可实现产品的功能化处理
水凝胶系列敷料	自主开发水凝胶系列产品	可实现水凝胶系列敷料生产及产品功能化处理
多肽抗菌泡沫敷料	开发新型抗菌泡沫敷料	产品满足抗菌性的同时有良好的生物安全性，替代存在争议的银系抗菌产品
高阶去污因子与非脱漂纯棉厨卫用环保材料研究	开发环保厨卫用品	实现天然环保高清洁功能
柔性可水洗智能温感产品	可穿戴智能产品开发	智能提示更换衣服
天然纤维混纺改性水刺材料及舒适性研究	开发天然环保、耐水洗的填充制品	解决天然填充物不耐水洗问题
形状记忆超柔棉材料的研发	开发高保型性超柔纯棉产品	攻克纯棉制品柔软易皱难题
三维曲面中空梭织材料的研究及应用	开发手感极佳保暖纯棉产品	中空保暖，兼具天然轻盈舒适感
超吸收内置式隐形纯棉卫生护理产品开发	开发舒适健康的卫生护理用品	超强吸收性，安全环保，呵护人体健康

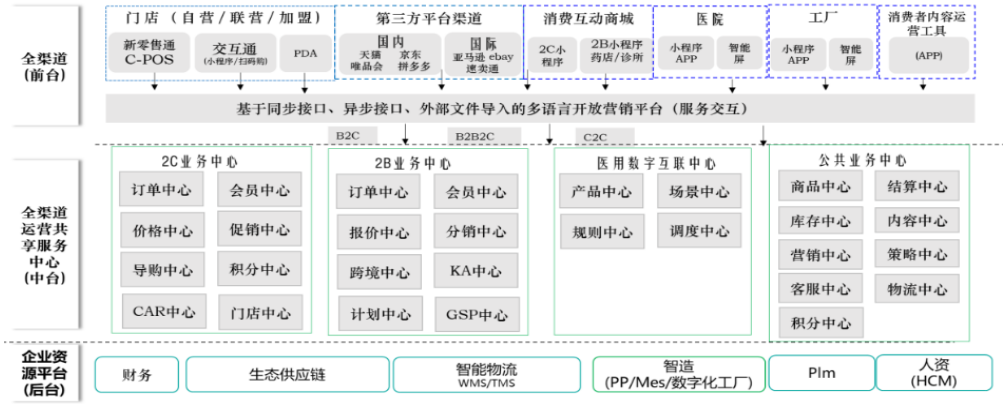
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

数字化管理系统项目

本项目构建全渠道交易平台、全渠道商品数字运营平台、全渠道消费者数字运营平台、工厂智造数字运营平台，打造包含前台全渠道、中台运营共享服务中心、后台企业资源平台的功能架构。公司将运用云计算、大数据、AI、区块链等新技术改造业务流程，驱动业务模式创新，提高业务扩张后的管理效率，以消费者思维为中心构建五大运营能力：全渠道引流能力、全渠道消费者数字运营能力、全渠道营销数字运营能力、全渠道商品数字运营能力、全渠道交付管理能力。

本项目建设期预计为 2 年，拟投入资金 2.69 亿元，其中软件系统投入 2.38 亿元，硬件设备投入 0.02 亿元，基础架构建设和维护投入 0.16 亿元，预备费 0.13 亿元。

图 50：公司数字化管理系统项目功能框架



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

盈利预测与假设

我们认为：2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司防护服、医用口罩、消毒湿巾等防疫用品需求显著增加，带动业绩增长。我们预计 2021 年肺炎疫情得到控制，公司防疫用品需求回落，伤口敷料、棉柔巾、婴童用品、服装等产品收入保持增长。分拆来看，我们假设：

1）医用敷料方面，公司产品、客户结构持续优化，预计 2020-22 年传统伤口护理与包扎产品收入将有所下滑，高端伤口敷料产品收入增长；受疫情影响，2020 年疾控防护品、消毒清洁产品等收入显著增长，2021 年收入预计有所下滑、2022 年恢复增长。整体来看，我们预计 2020-22 年公司医用敷料收入分别为 52.01/28.51/33.52 亿元，同增 337.45%/45.18%/17.57%。

2）健康生活消费品方面，2020 年受疫情影响，线下门店客流量有所减少，婴童用品、服装等收入增速预计有所收窄，公司线上运营能力较强，且消费者更注重卫生消毒，预计棉柔巾、湿巾等收入将显著提升；2021 年后公司将加快线下开店，并持续拓展电商渠道，带动整体收入保持较快增长。我们预计 2020-22 年公司健康生活消费品收入分别为 39.33/49.24/60.64 亿元，同增 29.76%/25.19%/23.14%。

3）全棉水刺无纺布方面，2020 年受疫情影响，下游产品需求显著增长，公司全棉水刺无纺布收入同比增加，2021-22 年增速将趋于稳定，我们预计 2020-22 年该收入分别为 7.07/9.65/11.93 亿元，同增 142.05%/36.50%/23.60%。

4）毛利率方面，2020 年公司防护用品、消毒湿巾等需求显著增加，毛利率有所提升，带动整体毛利率同比增长；我们预计

2021-22 年公司毛利率回落至正常水平，产品结构持续优化、高端用品收入占比提升带动整体毛利率持平略有增长。我们预计 2020-22 年毛利率分别为 53.60%/50.12%/50.18%。

5）费用率方面，2020 年公司受疫情影响、收入大幅增长，医用敷料收入占比提升、规模效应下期间费用率有所下降，2021-22 年公司收入增速放缓，且线下门店持续拓展、加强品牌营销、加大研发投入力度，销售、管理、研发费用率将提升，我们预计 2020-22 年公司期间费用率为 24.92%/34.82%/35.50%。

综上，我们预测公司 2020-22 年收入为 98.42/87.41/106.09 亿元，归母净利润为 23.04/10.66/12.69 亿元，假设公司完成 IPO 发行股份 5000 万股，预测 2020-22 年 EPS 为 5.40/2.50/2.98 元。

风险因素

下游市场需求疲软：公司“稳健医疗”、“全棉时代”两大品牌所在的消费及医疗板块发展前景依赖于宏观经济发展等因素，若宏观经济恶化，将会拖累下游消费水平、影响公司业绩。

原材料价格大幅上涨：公司棉花等原材料直接成本占比较大，未来如果原材料价格持续上涨，将会影响公司盈利能力。

库存减值损失大幅提高：公司健康生活消费品、医用敷料两大主业库存余额较高，如果未来两大主业消费疲软，库存减值损失较大，将影响企业业绩表现。

人民币汇率出现大幅升值：公司外销产品医用敷料、全棉水刺无纺布以美元等国际货币结算，如果未来人民币大幅升值，将造成汇兑损失，影响公司业绩水平。

行业竞争加剧：如果公司所在行业竞争加剧，影响公司业绩：1）医用敷料行业较为分散，如果未来大量订单往劳动成本较低的东南亚转移，会影响公司收入增长；2）健康生活消费品市场准入门槛低，如果大量竞争者涌入将影响公司市场份额。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,939**	**2,675**	**10,913**	**10,956**	**12,620**
货币资金	404	481	6,185	6,517	7,478
应收票据	422	416	863	766	930
应收账款	422	416	863	766	930
预付账款	70	97	200	191	231
存货	843	992	2,064	1,971	2,317
其他	180	680	1,593	1,502	1,656
非流动资产	**2,019**	**1,857**	**2,238**	**2,631**	**2,928**
长期股权投资	7	9	19	19	19
固定资产（合计）	972	1,275	1,582	1,911	2,144
无形资产	132	132	136	140	144
其他	908	442	502	562	622
资产总计	**3,958**	**4,531**	**13,150**	**13,588**	**15,549**
流动负债	**1256**	**1187**	**3761**	**3105**	**3767**
短期借款	295	120	120	120	120
应付票据	118	173	357	341	413
应付账款	532	563	1204	1129	1381
其他	296	322	701	634	787
非流动负债	**42**	**181**	**181**	**181**	**181**
长期借款	5	134	134	134	134
其他	36	46	46	46	46
负债合计	**1298**	**1368**	**3942**	**3286**	**3948**
少数股东权益	4	3	7	9	11
归属母公司股东权益	2657	3160	9201	10293	11590
负债和股东权益	**3958**	**4531**	**13150**	**13588**	**15549**

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3839	4575	9842	8741	10609
同比（%）	9.76%	19.16%	115.13%	-11.18%	21.38%
归属母公司净利润	425	546	2304	1066	1269
同比（%）	-0.59%	28.64%	321.80%	-53.72%	19.02%
毛利率（%）	49.16%	51.65%	53.60%	50.12%	50.18%
ROE%	15.98%	17.29%	25.04%	10.36%	10.95%
EPS (摊薄)(元)	1.14	1.45	5.40	2.50	2.98
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**3839**	**4575**	**9842**	**8741**	**10609**
营业成本	1952	2212	4567	4360	5285
营业税金及附加	41	40	85	76	92
销售费用	1041	1356	1771	2447	3024
管理费用	176	197	374	376	456
研发费用	117	155	295	280	350
财务费用	8	6	12	-59	-63
减值损失合计	18	110	158	145	178
投资净收益	1	-14	-19	-14	-23
其他	14	33	52	45	55
营业利润	**496**	**642**	**2698**	**1247**	**1486**
营业外收支	5	-3	-5	-1	-3
利润总额	**500**	**638**	**2693**	**1246**	**1483**
所得税	75	91	385	178	212
净利润	**425**	**546**	**2304**	**1066**	**1269**
少数股东损益	1	1	4	2	2
归属母公司净利润	**425**	**546**	**2304**	**1066**	**1269**
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
EPS (当年)(元)	1.14	1.45	5.40	2.50	2.98

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**468**	**600**	**2473**	**791**	**1296**
净利润	425	547	2304	1066	1269
折旧摊销	149	203	226	186	186
财务费用	13	11	18	18	18
投资损失	-1	14	19	14	23
营运资金变动	-116	-91	-60	-446	-122
其它	8	-137	-739	-66	-120
投资活动现金流	**-637**	**-420**	**-466**	**-440**	**-318**
资本支出	-637	-413	-407	-396	-265
长期投资	0	0	-10	0	0
其他	-	-	-30	-30	-30
筹资活动现金流	**143**	**-98**	**3697**	**-18**	**-18**
股债融资	205	-40	50	0	0
支付股利与利息	-58	-57	-18	-18	-18
其他	-3	-1	3665	0	0
现金流净增加额	-24	84	5704	333	960

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。