



中信证券研究部

李鑫

首席轻工分析师  
S1010510120016

郭韵

轻工分析师  
S1010520100003

姜娅

首席  
消费产业分析师  
S1010510120056

冯重光

首席纺织分析师  
S1010519040006

陈竹

首席医疗健康  
分析师  
S1010516100003

郑一鸣

纺织分析师  
S1010519120002

核心观点

近期我们调研了全国多个地方的全棉时代、津梁生活线下店铺，结合公司“双十一”销售表现，我们认为：上市后公司人才招聘加速，其消费品业务在渠道、产品、数字化上的提升值得期待，同时医用敷料业务借助品牌知名度的提升，渠道持续拓展，预计公司收入或将超预期。

**渠道：消费品私域流量快速发展。**公司全棉时代线下调整店铺面积（以开 400-600 m<sup>2</sup>中型店为主）、开放加盟；全棉里物等家居家纺品类将以加盟模式为主拓店，门店面积 50~120 m<sup>2</sup>，我们预计明年公司整体新开业门店 100 家+。疫情期间渠道双线融合提速，估算 Q1-Q3 线上收入同比+40%以上。目前 winner 稳健医疗品牌线上业务仍以公域流量为主，“双十一”线上销售额超 8000 万元；全棉时代私域流量会员已达 1000 万+，其中小程序会员 600 万+，20Q1-Q3 小程序销售额近 3 亿元（19A 6821 万元）；津梁生活线上为私域流量，目前其 VIP 会员可直接成为全棉时代 V3 会员，未来或实现从全棉时代引流。

**产品：创新与性价比兼顾。**在产品管理方面，公司实行产品经理制模式，负责产品全生命周期管理，产品创新迭代速度或将加快，公司已推出泡泡洗脸巾、生姜洗发水、冻干面膜等创新产品。终端调研显示，全棉时代有纺产品价格带或略有下移，产品性价比或有提升。

**数字化：全流程改革提效。**数字化提升购物体验 and 全流程效率。目前 IT 团队 200 余人，“货”和“场”数字化已完成，中台系统打通线上线下，物流、仓储全面提效，未来将延伸至制造、研发等。“人”的数字化值得期待，数字化加持消费者运营，提升营销效率、增强用户粘性。维持 2020/21/22 年公司消费品营业收入预测 36.0/50.1/63.8 亿元（对应 20Q4 12.8 亿元，同比+23%）。

**医用敷料：非防疫物资增长亮眼，内销与自有品牌加速发展。**疫情期间内外销渠道持续拓展，自有品牌 winner 稳健医疗已进入 3000 多家医院和近 9 万家药店，剔除防疫物资后，20Q1-Q3 其他医用敷料收入同比约+80%。借助品牌知名度提升&渠道拓展，公司将继续发力内销市场，我们预计未来内销市场规模有望超过外销；同时自有品牌发展将提速，2020 年自有品牌占比或提升至 50%以上（2019 43%）。维持 20/21/22 年公司医用敷料营业收入预测 90.3/47.3/41.4 亿元。

**风险因素：**行业竞争加剧，原材料价格波动；医用敷料客户开拓不及预期；全棉时代产品、渠道调整以及数字化改革不达预期。

**投资建议：**公司在疫情期间资金实力与品牌影响力倍增，同时产品、渠道与数字化全面提效，未来开拓市场份额或更为重要。维持 2020/21/22 年收入预测 129.5 亿/101.2 亿/109.4 亿元，维持净利润预测为 36.7/18.2/20.5 亿元，维持“买入”评级。

稳健医疗	300888
评级	买入（维持）
当前价	140.90 元
总股本	426 百万股
流通股本	44 百万股
52 周最高/最低价	165.21/109.5 元
近 1 月绝对涨幅	0.27%
近 6 月绝对涨幅	97.46%
近 12 月绝对涨幅	97.46%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,839	4,575	12,951	10,123	10,935
营业收入增长率 YoY	9.8%	19.2%	183.1%	-21.8%	8.0%
净利润(百万元)	425	546	3,671	1,821	2,049
净利润增长率 YoY	-0.6%	28.6%	571.9%	-50.4%	12.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.14	1.45	8.61	4.27	4.80
毛利率	49.16%	51.65%	59.56%	52.83%	55.24%
净资产收益率 ROE	15.98%	17.29%	35.48%	15.20%	14.70%
PE	124	97	16	33	29

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 24 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,839	4,575	12,951	10,123	10,935
营业成本	1,952	2,212	5,237	4,775	4,895
毛利率	49.16%	51.65%	59.56%	52.83%	55.24%
营业税金及附加	41	40	129	99	103
销售费用	1,041	1,356	2,340	2,550	2,929
营业费用率	27.12%	29.64%	18.07%	25.19%	26.78%
管理费用	176	197	545	436	471
管理费用率	4.59%	4.32%	4.21%	4.31%	4.31%
财务费用	8	6	(63)	(149)	(189)
财务费用率	0.21%	0.14%	-0.49%	-1.47%	-1.73%
投资收益	1	(14)	0	0	0
营业利润	496	642	4,291	2,129	2,396
营业利润率	12.91%	14.03%	33.13%	21.03%	21.91%
营业外收入	7	4	4	4	4
营业外支出	2	7	5	4	5
利润总额	500	638	4,290	2,129	2,395
所得税	75	91	614	304	342
所得税率	14.98%	14.29%	14.30%	14.30%	14.30%
少数股东损益	1	1	6	3	3
归属于母公司股东的净利润	425	546	3,671	1,821	2,049
净利率	11.06%	11.94%	28.34%	17.99%	18.74%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	500	638	4,290	2,129	2,395
所得税支出	-75	-91	-614	-304	-342
折旧和摊销	129	155	230	230	234
营运资金的变化	-118	-97	-1,497	228	-298
其他经营现金流	31	-5	10	-163	-174
经营现金流合计	468	600	2,419	2,119	1,815
资本支出	-638	-447	-238	-170	-170
投资收益	1	-14	0	0	0
其他投资现金流	0	41	0	0	0
投资现金流合计	-637	-420	-238	-170	-170
发行股票	300	0	3,559	0	0
负债变化	1,233	909	-120	0	0
股息支出	-103	-43	-43	-184	-91
其他融资现金流	-1,286	-964	63	149	189
融资现金流合计	143	-98	3,459	-35	98
现金及现金等价物净增加额	-26	82	5,640	1,914	1,743

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	404	481	6,121	8,035	9,778
存货	843	992	2,050	2,025	2,063
应收账款	422	416	1,262	1,007	1,050
其他流动资产	271	785	1,121	1,042	1,273
流动资产	1,939	2,675	10,554	12,109	14,163
固定资产	972	1,275	1,412	1,372	1,318
长期股权投资	7	9	9	9	9
无形资产	132	132	127	122	117
其他长期资产	908	442	318	303	298
非流动资产	2,019	1,857	1,865	1,805	1,741
资产总计	3,958	4,531	12,419	13,914	15,904
短期借款	295	120	0	0	0
应付账款	532	563	1,309	1,237	1,246
其他流动负债	429	504	573	499	519
流动负债	1,256	1,187	1,882	1,736	1,765
长期借款	5	134	134	134	134
其他长期负债	37	47	47	47	47
非流动性负债	42	181	181	181	181
负债合计	1,298	1,368	2,063	1,917	1,946
股本	376	376	426	426	426
资本公积	949	949	4,458	4,458	4,458
归属于母公司所有者权益合计	2,657	3,160	10,347	11,985	13,942
少数股东权益	4	3	9	12	16
股东权益合计	2,661	3,164	10,356	11,997	13,958
负债股东权益总计	3,958	4,531	12,419	13,914	15,904

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	9.76%	19.16%	183.10%	21.84%	8.03%
营业利润增长率	-3.95%	29.46%	568.58%	50.38%	12.54%
净利润增长率	-0.59%	28.64%	571.92%	50.39%	12.51%
毛利率	49.16%	51.65%	59.56%	52.83%	55.24%
EBITDAMargin	16.73%	17.52%	34.37%	21.79%	22.28%
净利率	11.06%	11.94%	28.34%	17.99%	18.74%
净资产收益率	15.98%	17.29%	35.48%	15.20%	14.70%
总资产收益率	10.73%	12.06%	29.56%	13.09%	12.88%
资产负债率	32.79%	30.19%	16.61%	13.78%	12.24%
所得税率	14.98%	14.29%	14.30%	14.30%	14.30%
股利支付率	10.08%	7.87%	5.00%	5.00%	5.00%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编撰的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。