

稳健医疗 (300888)

证券研究报告

2020年09月26日

医用敷料+生活消费品双轮驱动，掘金全棉时代

稳健医疗：一种纤维、医疗和消费双轮驱动、多个应用领域的业务发展格局

公司是一家以“棉”为核心，通过“winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗及消费板块协同发展的自主创新企业。2019年公司实现营收45.8亿元，同比增长19.2%；实现归母净利润5.5亿元，同比增长28.6%。目前公司业务主要分为三大板块：

健康生活消费品业务：通过自主研发的全棉水刺无纺布为主要材料，公司首创棉柔巾品类，以“全棉时代”品牌进入消费品领域，并逐步拓展至其他产品品类。目前健康生活消费品业务已经成为公司重要的业绩驱动力。2019年公司该业务实现营收17.18亿元，占比达到56.68%。

我们认为公司的成长路径与云南白药的成长路径相似，云南白药利用其百年老字号品牌的优势作为背书，云南白药牙膏在上市之初就具备品牌势能。在当时激烈的市场竞争下，云南白药牙膏定位较为空白的高端市场，同时利用自身止血圣药的品牌认知，主打改善牙龈出血、口腔溃疡、牙龈肿痛的产品，关注口腔健康，与市场中基于牙齿护理的同质化产品形成明显的差异化竞争优势，帮助云南白药牙膏在上市后得到快速发展，2019年云南白药牙膏市占率达到20.1%，超过黑人牙膏成为牙膏行业市占率第一的品牌。在云南白药的成功经验下，公司逐步丰富日化产品品类，并拓展细分领域的产品。目前公司健康产品事业部已经成为公司重要的业绩增长来源，2019年实现营收46.79亿元，占比从2010年的10%拓展至16%。

我们认为稳健医疗未来有望复制云南白药的成长路径。

1) 品牌和产品：定位中高端市场，医疗背景+强大的自主研发实力+以棉为核心原材料，给全棉时代提供了良好的背书，形成差异化的竞争优势。同时“全棉时代”品牌已经拥有较为全面的产品布局，基本可以满足消费者一站式的购物需要。未来公司将继续深挖细分市场需求，丰富产品品类，满足更多消费场景，另外“津梁生活”也将持续打造健康美丽生活平台，进入美、香、护、食、健、居、动、饮8大产品专区，全面覆盖各类生活场景，将助力公司业绩的持续增长。

2) 渠道：公司线上渠道保持快速增长；线下以直营连锁店为主，共有247家门店，店效465万/年，仍存在较大提升空间。未来公司将持续拓展一二线城市的密度，并逐步进入三线城市市场，持续进行渠道布局。同时通过加强门店管理和精细化运营提升门店店效，提升店效水平，保证消费品业务的持续快速增长。

医用敷料业务：稳健医疗是我国最早实现从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链企业，多年稳居我国医用敷料出口第二的地位。2019年医用敷料业务实现营收11.89亿元，占比26.35%。

1) 境外市场：主要以OEM代工生产销售为主，直销为主区域覆盖欧洲、日本和美国；同时公司也通过“winner 稳健医疗”品牌拓展中东和亚洲等新兴经济市场。

2) 境内市场：通过“winner 稳健医疗”品牌进行销售，目前产品已进入两千多家医院和四万余家药店。

公司在医用敷料领域具备强大研发技术优势，未来高端敷料将成为公司发展重点，随着业内对于高端敷料需求的逐步提升，公司产品结构将持续升级，有助于公司盈利能力的进一步提升。

全棉水刺无纺布业务：作为工业中间品，主要销售给包括恒安国际、金佰利等国内外知名卫生、美妆用品生产厂商。2019全棉水刺无纺布收入为2.92亿元，同比增长21%，占总营收的比重为6.48%。

首次覆盖，给予买入评级。2020年前三季度公司销售防疫物资大大增厚公司业绩，预计2020-2022年公司实现归母净利润23.21/12.81/14.40亿元，同比增长分别为324.95%、-44.84%、12.45%。2020-2021年EPS分别为5.44/3.00/3.38元/股。根据行业平均估值，给予公司2020年30倍PE，对应目标市值697亿元，目标价163.20元。

风险提示：下游市场需求出现波动、客户开拓不及预期风险、竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

投资评级

行业	纺织服装/棉纺
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	118.91元
目标价格	163.20元

基本数据

A股总股本(百万股)	426.49
流通A股股本(百万股)	43.88
A股总市值(百万元)	50,714.20
流通A股市值(百万元)	5,217.79
每股净资产(元)	10.87
资产负债率(%)	45.10
一年内最高/最低(元)	160.00/103.70

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,838.92	4,574.63	10,199.68	9,021.29	10,465.59
增长率(%)	9.76	19.16	122.96	(11.55)	16.01
EBITDA(百万元)	695.33	893.05	2,672.14	1,542.81	1,727.77
净利润(百万元)	424.68	546.29	2,321.48	1,280.53	1,439.97
增长率(%)	(0.59)	28.64	324.95	(44.84)	12.45
EPS(元/股)	1.00	1.28	5.44	3.00	3.38
市盈率(P/E)	122.80	95.46	22.46	40.73	36.22
市净率(P/B)	19.63	16.50	9.43	7.66	6.32
市销率(P/S)	13.58	11.40	5.11	5.78	4.98
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.69	31.33	27.07

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 稳健医疗：以棉为核心，医疗+消费两大板块协同发展	6
1.1. 一种纤维、双轮驱动、多个应用领域的业务发展格局	6
1.2. 早期以 OEM 出口为主，后期形成医疗+消费协同发展格局	6
1.3. 股权结构相对集中，李建全家族持有约 68.10%	7
1.4. 健康生活消费成重要驱动，医用敷料业务稳健增长	7
2. 健康生活消费品：全棉时代快速发展，成为重要增长驱动力	9
2.1. 棉柔巾行业渗透率持续提升，一次性卫生用品行业快速增长	9
2.2. 首创棉柔巾占比较高，产品覆盖度能够满足一站式购物需求	11
2.3. 线上渠道占比较高，线下以直营连锁店为主	14
3. 复盘云南白药的成功路径展望稳健医疗未来发展	16
3.1. 云南白药通过牙膏产品成功切入日化用品行业	16
3.2. 稳健医疗与云南白药发展路径相似，未来极具发展潜力	20
4. 医用敷料：研发技术优势显著，高端敷料产品是未来方向	25
4.1. 中国是最大的医用敷料出口国，高端产品具备较大发展空间	25
4.2. 伤口护理产品占比较高，高端敷料成未来发展重点	26
4.3. 境外通过 OEM 代工生产，境内通过自有品牌销售	27
4.4. 研发技术优势显著，医用敷料龙头标的	29
5. 全棉水刺无纺布：作为工业中间品近年实现稳定增长	30
6. 2013-19 收入 CAGR 达 24%，盈利能力稳定	31
6.1. 2020H1 受益防疫物资影响，业绩高速增长	31
6.2. 医用敷料&健康消费品业务毛利率齐头并进	31
6.3. 整体费控运营能力稳定，净利率平稳	34
6.4. 存货有所增长，经营性现金流稳步提升	35
7. 募投项目	36
8. 盈利预测及估值	37
9. 风险提示	38

图表目录

图 1：公司形成“一种纤维、双轮驱动、多个应用领域”的业务发展格局	6
图 2：公司发展历程	7
图 3：公司股权结构	7
图 4：健康生活消费品业务已经成为公司营收占比最高的板块（%）	8
图 5：近几年公司健康生活消费品业务营收占比逐年提升（%）	8
图 6：稳健医疗旗下拥有三大品牌	8
图 7：我国生活用纸市场的消费量实现稳健增长（亿元，%）	9
图 8：我国棉柔巾行业需求量实现快速张（亿张，%）	9

图 9: 我国吸收性卫生用品市场规模实现快速增长 (亿元, %)	10
图 10: 吸收性卫生用品市场中女性卫生用品和婴儿纸尿裤市场规模占比较大 (%)	10
图 11: 我国女性卫生用品市场规模实现稳健增长 (亿元, %)	10
图 12: 我国婴儿纸尿裤规模实现快速增长 (亿元, %)	10
图 13: 我国湿巾行业市场规模实现快速增长 (亿元, %)	11
图 14: 我国湿巾市场渗透率较低, 市场规模具备较大空间 (亿美元)	11
图 15: 健康生活消费品营收实现快速增长 (亿元, %)	11
图 16: 公司健康生活消费品收入占比逐年提升。	11
图 17: 健康生活消费品中无纺消费品实现较快速增长 (亿元, %)	12
图 18: 健康生活消费品中无纺消费品营收占比逐年提升 (%)	12
图 19: 公司棉柔巾产品实现快速增长 (亿元, %)	12
图 20: 公司无纺消费品业务中棉柔巾占比最高 (%)	12
图 21: 全棉时代产品: 清凉口袋湿巾	13
图 22: 全棉时代产品: 纯棉柔巾	13
图 23: 健康生活消费品业务中服饰类产品收入增速较快 (亿元, %)	13
图 24: 有纺消费品业务中服饰类产品占比逐年提升 (%)	13
图 25: 健康生活消费品形成以线上渠道和线下直营连锁店为主, 其他线下销售渠道为辅的销售模式	14
图 26: 健康生活消费品线上以电商直营取件点为主 (亿元, %)	14
图 27: 健康生活消费品线上以天猫、京东两个平台为主 (亿元, %)	14
图 28: 全棉时代天猫官方旗舰店	14
图 29: 健康生活消费品线下渠道收入实现较快速增长 (亿元, %)	16
图 30: 健康生活消费品线下直营渠道为主要的销售渠道 (亿元, %)	16
图 31: 全棉时代门店图	16
图 32: 全棉时代门店图	16
图 33: 云南白药公司 2010-2019 年营收及净利润增速 (亿元, %)	17
图 34: 云南白药健康产品事业部营收及增速 (万元, %)	17
图 35: 云南白药健康产品事业部的收入占比逐年提升 (%)	17
图 36: 云南白药日化用品产品布局一览	18
图 37: 云南白药金口健益优薄荷牙膏	19
图 38: 云南白药针对儿童研发的儿童牙膏	19
图 39: 云南白药生旦净末丑系列产品	19
图 40: 云南白药旗下养元青洗发水	19
图 41: 全棉时代的品牌理念	21
图 42: 全棉时代品牌 SKU 数量近年实现快速提升 (万个, %)	24
图 43: 全球医用敷料行业市场规模基本保持稳定 (亿美元, %)	26
图 44: 我国医用敷料行业近年实现稳健增长 (亿元, %)	26
图 45: 我国高端医用敷料渗透率与发达国家相比存在较大差距 (%)	26
图 46: 全球高端医用敷料行业市场规模实现快速增长 (亿美元, %)	26
图 47: 公司医用敷料业务近年实现稳健增长 (亿元, %)	27
图 48: 医用敷料业务中伤口护理类产品营收占比较高 (亿元)	27

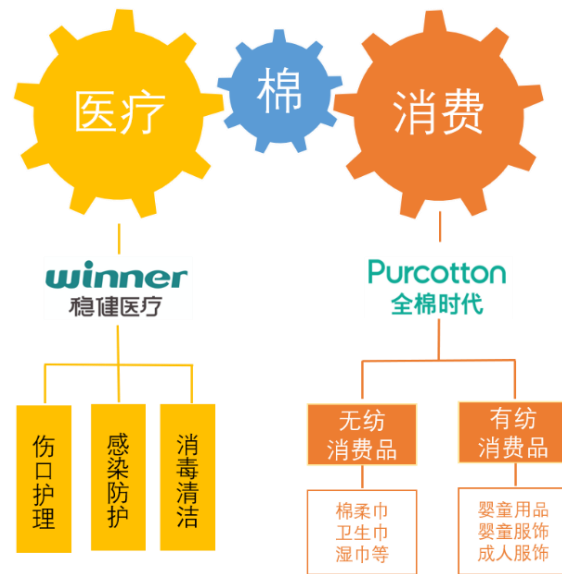
图 49: 公司境内市场以自有品牌销售, 境外主要以 OEM 代工生产销售	28
图 50: 医用敷料业务中境内收入实现快速增长 (亿元, %)	28
图 51: 医用敷料业务境内牌收入占比逐年提升 (%)	28
图 52: 医用敷料业务直销收入占比高, 经销收入占比持续提升 (%)	29
图 53: 医用敷料直销收入略有下降, 经销收入稳健增长 (亿元, %)	29
图 54: 公司研发费用率近年持续提升 (%)	30
图 55: 公司研发人员占比达到 11%	30
图 56: 稳健医疗全棉水刺无纺布收入实现快速增长 (亿元, %)	31
图 57: 全棉水刺无纺布销售以国内市场为主 (%)	31
图 58: 稳健医疗业绩情况 (亿元, %)	31
图 59: 稳健医疗各业务占比 (%) 变动历史数据	31
图 60: 稳健医疗整体毛利率变化 (2013~2019 年)	32
图 61: 油价水平及 Cotlook A 棉花价格指数历史数据	32
图 62: 公司医用敷料业务毛利率及行业内毛利率对比情况	32
图 63: 公司健康生活消费品毛利率及可比标的毛利率情况	32
图 64: 公司健康生活业务毛利率高于行业平均 (%)	33
图 65: 公司全棉水刺无纺布毛利率高于行业平均	33
图 66: 公司 2013 年以来销售费用率及管理费用率变化情况	34
图 67: 公司历史净利率数据, 近三年保持平稳状态	35
图 68: 公司历史净利率、销售费用率及净利率数据对比	35
图 69: 公司近年来存货规模 (亿元) 及存货周转率 (次/每年)	35
图 70: 公司近年来应收账款规模 (亿元) 及应收账款周转率 (次/年) 历史数据	36
图 71: 公司经营性现金流净额 (亿元) 及同比变化历史数据	36
表 1: 公司健康生活消费品产品分类	11
表 2: 健康生活消费品板块直营门店店效逐年提升	16
表 3: 全棉时代荣获艾媒网 2020 年 8 月棉柔巾品牌榜单第一名	21
表 4: 日常用湿巾行业部分品牌价格情况一览 (元)	22
表 5: 卫生巾行业部分品牌价格情况一览 (元)	23
表 6: 婴儿用湿巾行业部分品牌价格情况一览 (元)	24
表 7: 稳健医疗医用敷料业务产品分类	26
表 8: 稳健医疗医用敷料近年始终占据我国出口第二名的地位	29
表 9: 稳健医疗全棉水刺无纺布主要用途	30
表 10: 募投项目信息	36
表 11: 稳健医疗盈利预测 (亿元, %)	37
表 12: 稳健医疗相对估值	37

1. 稳健医疗：以棉为核心，医疗+消费两大板块协同发展

1.1. 一种纤维、双轮驱动、多个应用领域的业务发展格局

公司是一家以“棉”为核心，通过“winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗及消费板块协同发展的医疗健康企业，总部设在中国广东省深圳市。公司主要从事棉类制品的研发、生产、销售，覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等领域业务。稳健医疗通过多年在医用敷料领域的深耕，凭借自身强大的研发能力，完成了对于消费品领域的覆盖，实现了医疗和消费两大板块的良好协同。目前以全棉时代为主要品牌的健康生活消费品业务已经成为公司最重要的收入增长点。

图 1：公司形成“一种纤维、双轮驱动、多个应用领域”的业务发展格局



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 早期以 OEM 出口为主，后期形成医疗+消费协同发展格局

公司早期是以 OEM 出口业务为主的医用敷料生产企业，后期逐步转型成为拥有自主品牌、医疗和消费协同发展的自主创新企业。

- 1995 年--2000 年为公司初创期：1995 年稳健医用纺织品有限公司成立，主要脱漂医用纱布，生产医用腹部垫，以 OEM 代工业务为主；1997 年产品在日本市场占有率稳步提升，并着力拓展欧洲市场；2000 年稳健集团开始从单一市场走向多元市场，产品逐步多样化，开始生产各种规格的医用纱布片和牙科片，逐步成长为中国医用敷料领军企业。
- 2000 年-2009 年公司抓住新的机遇：2000 年公司推出了“winner 稳健”医用敷料自有品牌，业务模式也从 OEM 贴牌出口向国内自有品牌市场靠拢，进入国内医院和药店市场；2005 年公司自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术，解决了传统纱布由于掉线引起的伤口感染问题。
- 2009 年至今逐步成长为医疗和消费两大板块协同发展的企业：基于高品质全面消费用品领域存在市场空白和实用性的双重因素考虑，公司开始向消费品领域迈进。2009 年成立全棉时代公司，并在深圳开设 3 家门店，产品覆盖棉柔巾、婴童用品等；2010 年全棉时代开始拓展电商业务；2019 年全棉时代门店数量已经超过 240 家。

图 2：公司发展历程

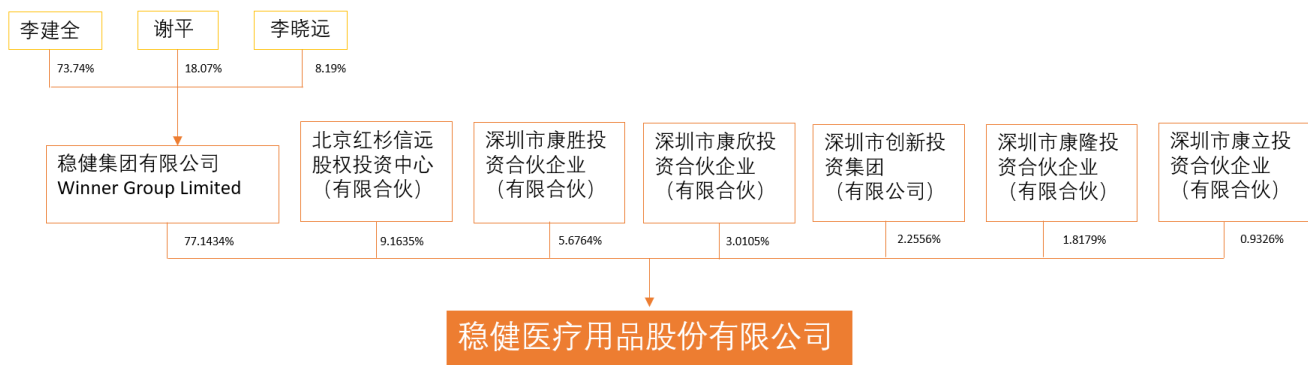


资料来源：公司官网、招股说明书、天风证券研究所

1.3. 股权结构相对集中，李建全家族持有约 68.10%

从股权结构来看，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% 的股份。本次 IPO 发行后，李建全家族间接持有公司 68.10% 的股份，股权相对集中。

图 3：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

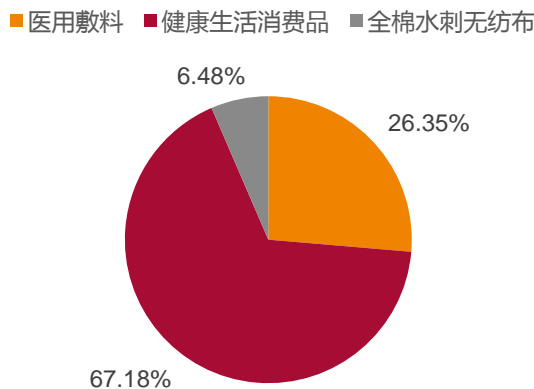
1.4. 健康生活消费成重要驱动，医用敷料业务稳健增长

健康生活消费品板块近年实现快速增长，成为公司收入重要增长驱动力；医用敷料板块稳健增长。分业务来看，公司主要拥有三大业务：医用敷料业务、健康生活消费品业务、全面水刺无纺布业务。近年公司健康生活消费品业务营收占比逐年提升，目前已经成为公司占比最高的业务板块。

2019 年公司实现营业收入 45.75 亿元 (+19.17%)，其中，健康生活消费品业务营收占比

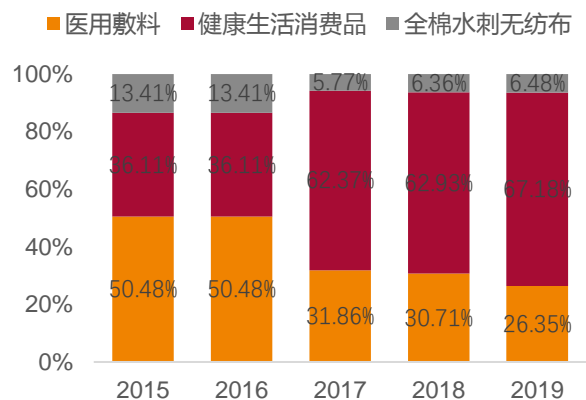
最高，为 67.18%；医用敷料业务占比 26.35%，全棉水刺无纺布占比 6.48%。

图 4：健康生活消费品业务已经成为公司营收占比最高的板块（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：近几年公司健康生活消费品业务营收占比逐年提升（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分品牌来看，稳健医疗拥有三大品牌：Winner 稳健医疗深耕国内医用敷料市场，全棉时代作为日用品品牌进入消费品领域，新品牌 PureH2B 津梁生活打造健康美丽生活平台。

- 1) **Winner 稳健**：医用敷料品牌，致力于为医疗单位提供全球领先的伤口护理和感染防护解决方案，并拓展业务至家庭护理领域，是中国医用敷料产品主要出口商，每年向全球各地提供大量一次性医疗用品。截至目前，稳健产品已进入两千多家医院和四万余家药店。
- 2) **Purcotton 全棉时代**：健康生活消费品牌，依靠 20 多年医学制造经验，运用 100%全棉为原料，打造出健康、舒适、环保的系列化高端全棉生活用品，目前在深圳、北京、上海、广州等全国 50 多个重点城市的大型购物中心开设 247 家直营连锁店。
- 3) **PureH2B 津梁生活**：健康美丽生活平台，汇聚全球甄选产品，特设美、香、护、食、健、居、动、饮 8 大产品专区，全面覆盖各类生活场景。

图 6：稳健医疗旗下拥有三大品牌



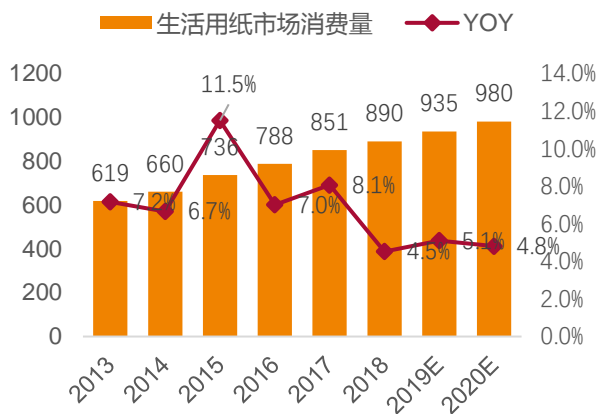
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 健康生活消费品：全棉时代快速发展，成为重要增长驱动力

2.1. 棉柔巾行业渗透率持续提升，一次性卫生用品行业快速增长

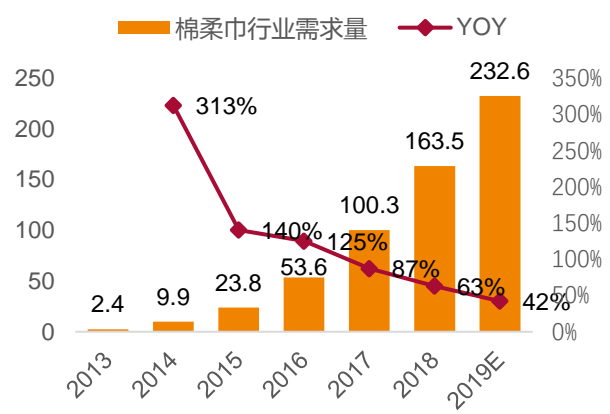
棉柔巾市场规模高速增长，渗透率持续提升，空间广阔。生活用纸行业属于刚性需求，近年行业规模实现稳健增长，与此同时由于纯棉柔巾的环保性和不易致敏性，形成了对于传统纸品的替代，市场潜力较大。根据中国造纸协会的数据，2018 年我国生活用纸市场的消费总额达到 1168 亿元，同比增长 5.6%。根据立鼎产业研究网的数据，2014 年我国棉柔巾行业的市场需求仅为 9.9 亿张，预计 2019 年将增至 232.6 亿张，14-19 年年均复合增速达到 88.02%，棉柔巾市场的需求量实现高速增长，市场渗透率持续提升，未来空间较大。

图 7：我国生活用纸市场的消费量实现稳健增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 8：我国棉柔巾行业需求量实现快速张（亿张，%）



资料来源：立鼎产业研究网，天风证券研究所

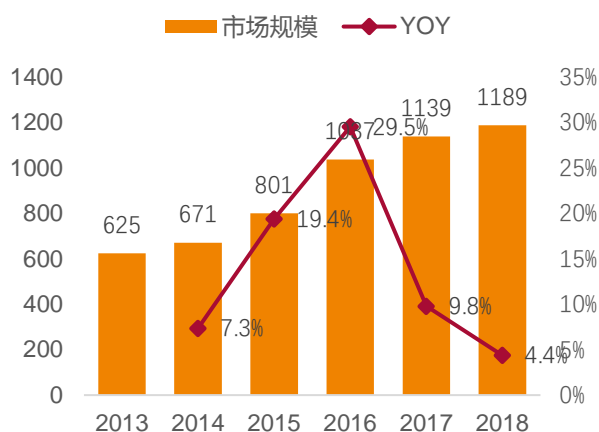
一次性卫生用品行业内，吸收性卫生用品市场规模实现快速增长，擦拭巾（含湿巾）行业市场集中度较高。我国一次性卫生用品主要包括吸收性卫生用品（如女性卫生用品、婴儿纸尿裤和成人失禁用品等）以及擦拭巾（含湿巾）。

1) 吸收性卫生用品：2013-2018 年我国吸收性卫生用品的市场规模 5 年 CAGR 为 13.7%，18 年市场规模达到 1188.8 亿元；其中女性卫生用品市场规模占比 47.36%；婴儿纸尿裤市场规模占比 46.72%；成人失禁用品占比 5.9%。

我国女性卫生用品的渗透率已经达到 97.3%（2018 年），市场进入成熟阶段，市场规模趋于稳健增长；婴儿纸尿裤 2018 年的市场渗透率在 63.9%，同时在二胎政策背景下未来市场规模有望保持快速增长；成人失禁用品目前渗透率较低，但随着人口老龄化趋势进一步凸显，由此我国成人失禁用品的市场潜力较大，行业空间仍存。

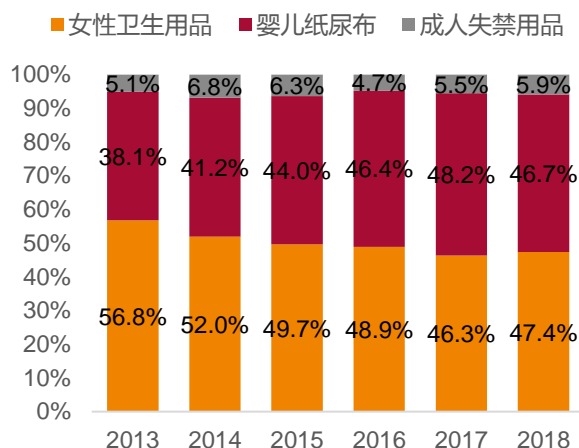
目前我国吸收性卫生用品行业竞争较为激烈，行业竞争形态逐步由价格竞争转向高品质、高附加值的差异化竞争，我们认为未来具备较强研发实力，产品差异化程度较强的企业有望突破重围。

图 9：我国吸收性卫生用品市场规模实现快速增长（亿元，%）



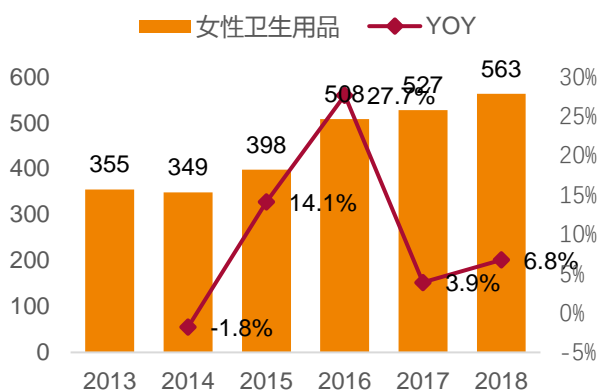
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：吸收性卫生用品市场中女性卫生用品和婴儿纸尿裤市场规模占比较大（%）



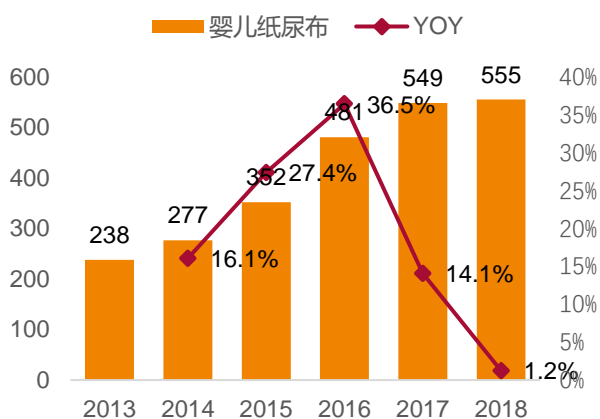
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：我国女性卫生用品市场规模实现稳健增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

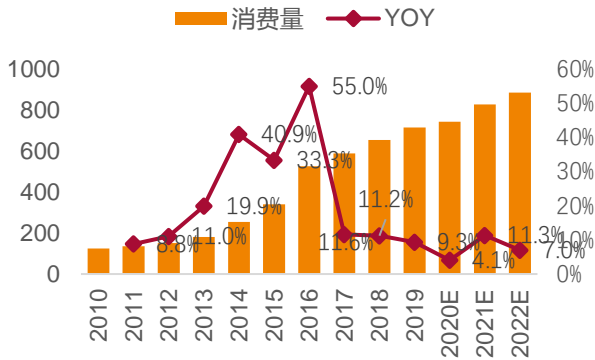
图 12：我国婴儿纸尿裤规模实现快速增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

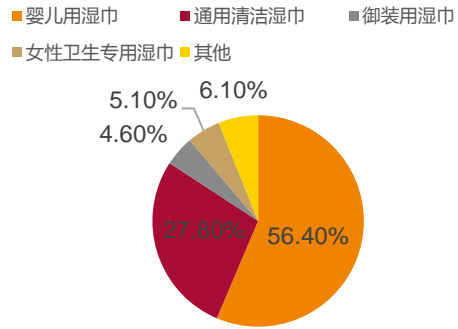
2) 擦拭巾（含湿巾）：擦拭巾行业仍处于起步阶段，渗透率较低，和发达国家相比仍存在较大的成长空间，受新冠疫情催化，未来渗透率和需求将持续增长。2018 年擦拭巾行业市场规模为 90.8 亿元，市场集中度较高，CR10 为 50.8%。从湿巾市场来看，我国湿巾行业市场规模近年保持快速增长，但与欧美国家相比，我国湿巾行业仍具备较大的发展空间。与此同时，由于 2020 年新冠疫情的影响，消毒湿巾的需求激增，使得湿巾品类的产品渗透率大幅提升，我们认为未来湿巾品类的产品的销售将会区域常态化，有助于整个擦拭巾行业的进一步发展。

图 13：我国湿巾行业市场规模实现快速增长（亿张，%）



资料来源：中国包装网，天风证券研究所

图 14：我国湿巾市场产品结构（2017年）

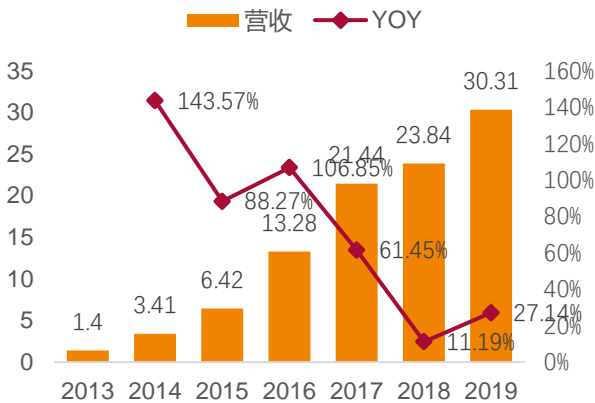


资料来源：智研咨询，天风证券研究所

2.2. 首创棉柔巾占比较高，产品覆盖度能够满足一站式购物需求

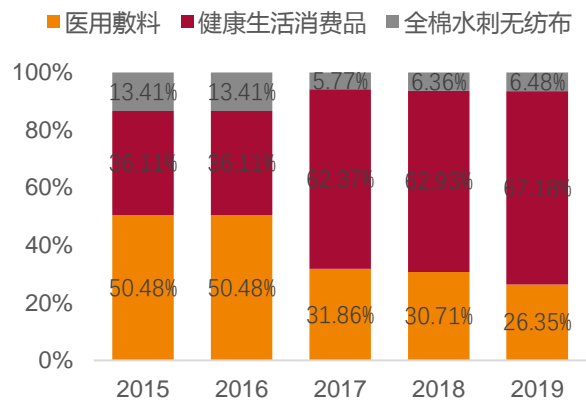
公司通过“Purcotton 全棉时代”品牌进入消费品领域，目前已经拥有较为全面的品牌布局，近年营收占比逐年提升。产品覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体。横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家纺用品等多条产品线。2019年公司健康生活消费品实现营收 30.3 亿元，同比增长 27.14%，近年实现较快速增长，占比逐年提升，19 年已经提升至 67.2%。

图 15：健康生活消费品营收实现快速增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：公司健康生活消费品收入占比逐年提升。



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：公司健康生活消费品产品分类

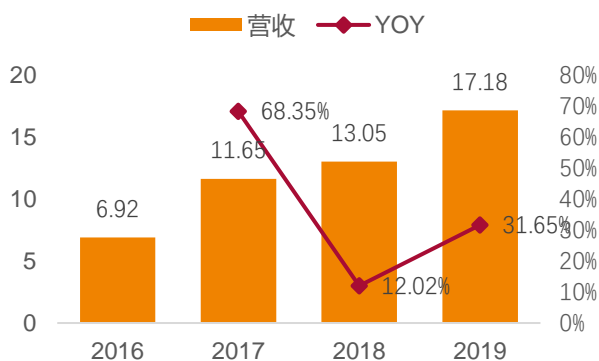
类别	产品品类	具体产品
无纺消费品	棉柔巾	棉柔巾
	湿巾	湿巾
	卫生巾	卫生巾
	其他无纺消费品	棉签、化妆棉等、一次性内裤等
纺织消费品	婴童用品	婴童浴巾、婴童手帕、婴童抱被等
	婴童服饰	婴童家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等
	成人服饰	成人家居服、外出服、内衣裤、鞋袜等
	其他纺织消费品	床上用品、卫浴用品等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从产品分类来看，主要分为无纺消费品和纺织消费品。近年公司无纺消费品实现较快速增

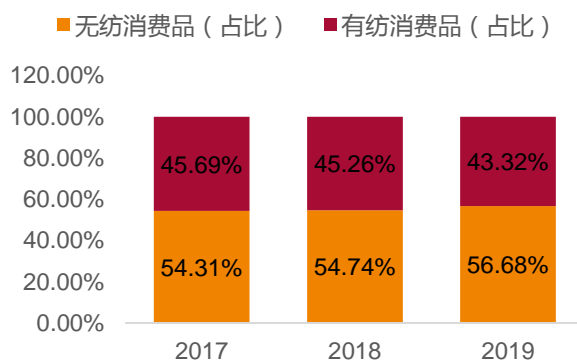
长，主要系以往全棉水刺无纺布的渗透率不高，随着后期市场需求的不断提升以及电商渠道红利的出现，公司无纺消费品实现快速增长，19 年无纺消费品实现营收 17.18 亿元，同比增长 31.67%，占比逐年提升，19 年无纺消费品占健康生活消费品的营收比重为 56.68%。有纺消费品 2019 年实现营收 13.13 亿元，同比增长 21.71%，占比达到 43.32%。

图 17：健康生活消费品中无纺消费品实现较快速增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 18：健康生活消费品中无纺消费品营收占比逐年提升（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

● 无纺消费品：行业首创的棉柔巾产品占比最高，未来空间广阔。

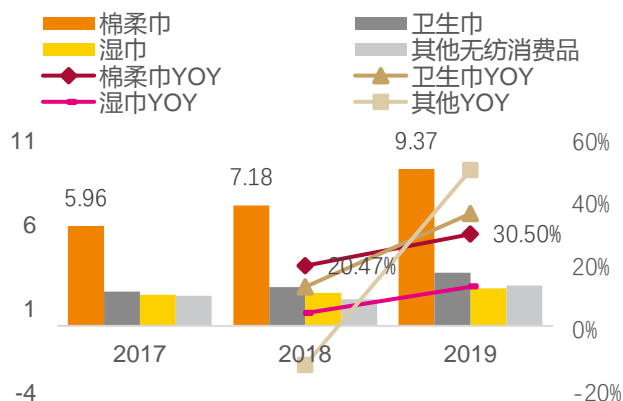
公司无纺消费产品主要涵盖棉柔巾、湿巾、卫生巾等，均以公司创新研发的全面水刺无纺布为原材料。

1) 棉柔巾：是全棉时代推出的一款革新性的部分代替生活用纸的产品，是公司进入消费品领域的重要产品，也是公司在健康生活消费品板块占比最大的产品品类。2019 年公司棉柔巾销售实现 9.37 亿元，同比增长 30.54%，占无纺消费品业务的收入比重达到 54.54%。

2) 卫生巾：2019 年占消费品板块收入比重在 10.5%，占无纺消费品业务的比重在 18.51%，随着公司渠道的进一步拓宽，预计销售将会持续增长；

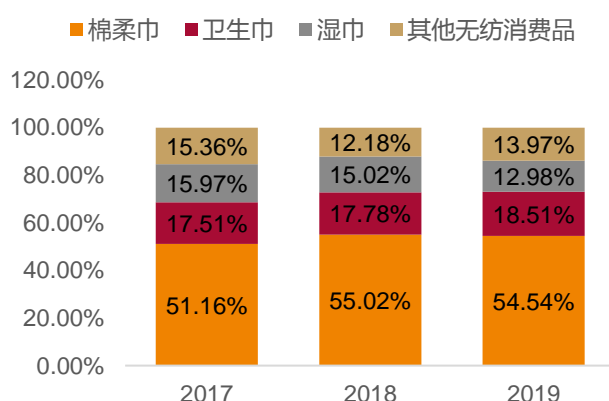
3) 湿巾：湿巾品类 19 年收入占比 12.98%。我们认为由于受到新冠疫情影响，湿巾产品的销售未来将更趋于常态化，由此湿巾品类的销售将会持续快速增长。

图 19：公司棉柔巾产品实现快速增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：公司无纺消费品业务中棉柔巾占比最高（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：分母为无纺消费品营收

图 21：全棉时代产品：清凉口袋湿巾



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 22：全棉时代产品：纯棉柔巾



资料来源：天猫，天风证券研究所

● 有纺消费品：服饰类产品收入增速较快，婴童产品未来空间广阔

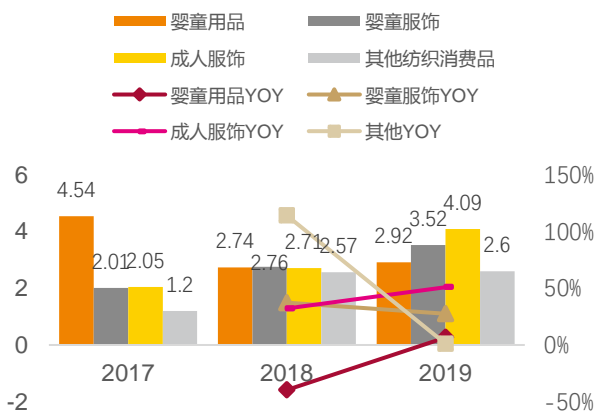
公司有纺消费品主要包括婴童用品、婴童服饰、成人服饰和其他纺织消费品(如床上用品)等。

1) **婴童用品**：主要产品为纱布尿垫、纱布各年库和婴童纱布浴巾等，近年收入占比有所下降，2019 年实现营收 2.92 亿元，占有纺消费品的比重为 22.24%，占健康生活消费品的营收比重为 9.63%。

2) **婴童服饰和成人服饰**：服饰类业务近年收入实现较快速增长；其中，2019 年婴童服饰收入实现 3.52 亿元，同比增长 27.37%；成人服饰 2019 年实现收入 4.09 亿元，同比增长 51%。公司服饰类产品收入增速较快主要系公司加大对于面料和版型设计的研发力度，丰富产品线，将两季产品丰富到四季产品，促进了服饰类产品的销售。

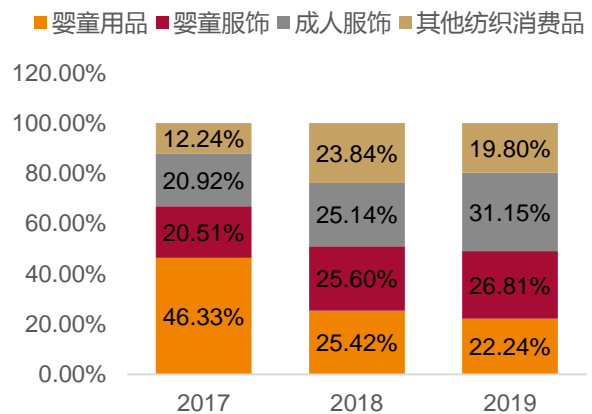
3) **其他纺织消费品**：主要非床上用品如纱布被等，2019 年实现收入 2.6 亿元，占有纺消费品营收比重比达到 19.80%。

图 23：健康生活消费品业务中服饰类产品收入增速较快（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：有纺消费品业务中服饰类产品占比逐年提升（%）



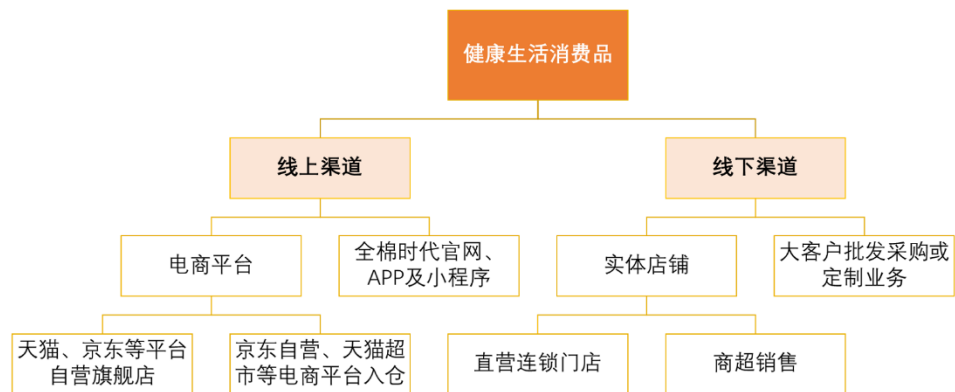
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：分母为有纺消费品营收

2.3. 线上渠道占比较高，线下以直营连锁店为主

公司健康生活消费品目前形成以线上渠道和线下直营连锁店为主，其他线下销售渠道为辅的立体销售模式。线上渠道销售模式主要通过电商直营旗舰店、电商平台入仓、全棉时代官网销售及电商寄售进行销售；线下渠道则通过直营连锁店、商超和大客户定制等方式进行销售。

图 25：健康生活消费品形成以线上渠道和线下直营连锁店为主，其他线下销售渠道为辅的销售模式



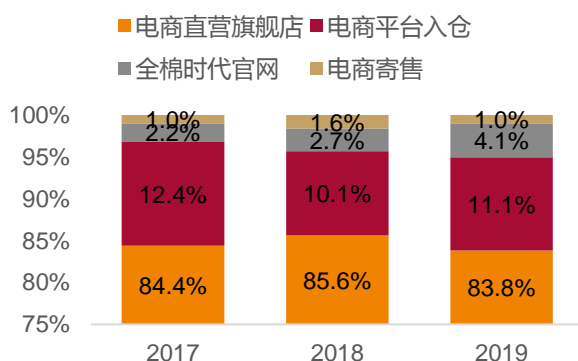
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1) 线上渠道占比较高，以直营旗舰店直销为主，合作平台主要集中在天猫和京东。

公司线上销售主要集中在天猫、京东两个电商平台，近年线上渠道占比较高，2019 年实现营收 16.81 亿元，同比增长 25.12%，占比健康生活消费品的营收比重达到 55.45%。公司 18 年线上渠道收入增速略有下降主要系由于费用控制公司取消了当年部分促销活动，导致销售收入有所下降。2019 年公司通过小件包邮等方式积极开拓新客户，使得直营旗舰店收入恢复增长趋势。

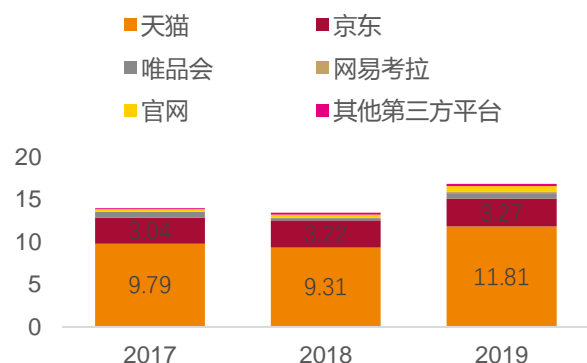
细拆来看，公司线上主要以电商直营旗舰店直销为主，2019 年实现营收 14.09 亿元，占线上渠道营收的 83.81%；电商平台入仓（主要是京东自营和唯品会入仓）占比第二，为 11.13%。近年电商入仓收入有所波动主要系，17 年公司与唯品会合作新增入仓合作，销售收入有所增加；18 年公司与唯品会的合作恢复以直营旗舰店销售为主，不再采用入仓模式，所以在 18 年收入出现波动。

图 26：健康生活消费品线上以电商直营取件点为主（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 27：健康生活消费品线上以天猫、京东两个平台为主（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 28：全棉时代天猫官方旗舰店



资料来源：天猫，天风证券研究所

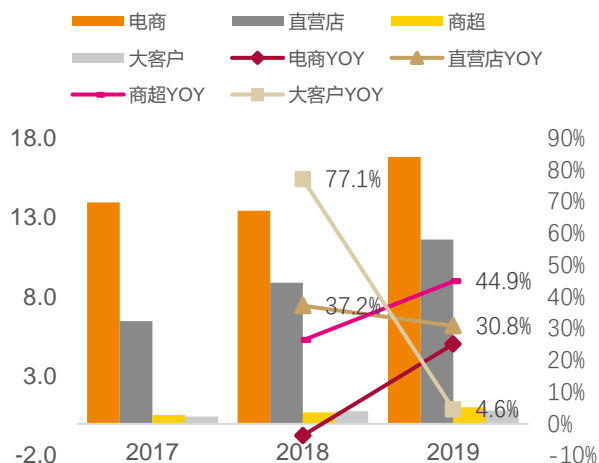
2) 线下渠道快速增长，以直营连锁店为主，店效实现快速增长

公司线下渠道以直营连锁门店为主，商超和大客户销售为辅。2019 年公司健康生活消费品业务线下直营渠道门店共 250 家（其中包含 3 家津梁生活门店），实现营业收入为 11.62 亿元，同比增长 30.85%，19 年线下直营门店收入占消费品收入的 38.35%，占线下渠道收入的 86.08%。公司直营门店目前主要以一二线城市为主，从新增门店分布来看，逐渐向三线城市拓展。

- **从单店面积来看**，公司新开门店主要以百平以上的中型或大型店铺为主，18/19 年公司门店面积增速分别为 72%、23%。我们认为公司大店策略有助于提升品牌形象，同时可以提升客户留点时间，提高转化率；
- **从店效来看**，我们认为得益于公司产品 SKU 的不断丰富以及大店策略下，门店面积的提升，公司店效近年实现快速增长。2019 年公司单店平均收入为 465 万/年，同比增长 4.2%。未来随着公司门店数量的持续增长，以及店效水平的提高，我们预计直营门店收入仍会实现较快速增长。

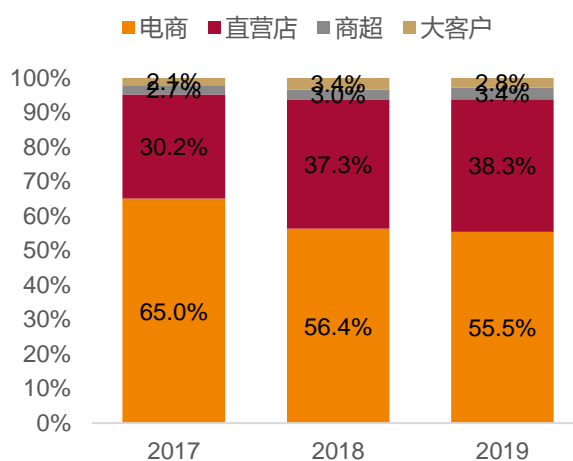
从商超和大客户渠道来看，19 年商超渠道实现收入 1.04 亿元，主要入驻渠道为华润万家、天虹等渠道；大客户渠道主要是具有批量采购或定制采购需求的企业客户，主要包括礼品销售公司、月子中心、银行等。19 年大客户模式实现营收 8390 万元。

图 29：健康生活消费品线下渠道收入实现较快速增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：健康生活消费品线下直营渠道为主要的销售渠道（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：全棉时代门店图



资料来源：中国经济网，天风证券研究所

图 32：全棉时代门店图



资料来源：中国经济网，天风证券研究所

表 2：健康生活消费品板块直营门店店效逐年提升

项目	2019 年	2018 年	2017 年
门店销售收入 (万元)	116,235.53	88,832.04	64,745.68
YOY (%)	30.85%	37.20%	-
期末在营门店数量 (家)	250	199	146
YOY (%)	25.63%	36.30%	-
期末在营门店平均收入 (万元/家)	464.94	446.39	443.46
YOY (%)	4.16%	0.66%	-
期末在营门店店均面积 (平方米)	420.8	430.35	341.03
YOY (%)	-2.22%	26.19%	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 复盘云南白药的成功路径展望稳健医疗未来发展

我们认为稳健医疗的成长路径与云南白药相似，我们希望通过复盘云南白药在消费品领域的拓展和成功路径，对于稳健医疗未来的发展进行对比和分析。

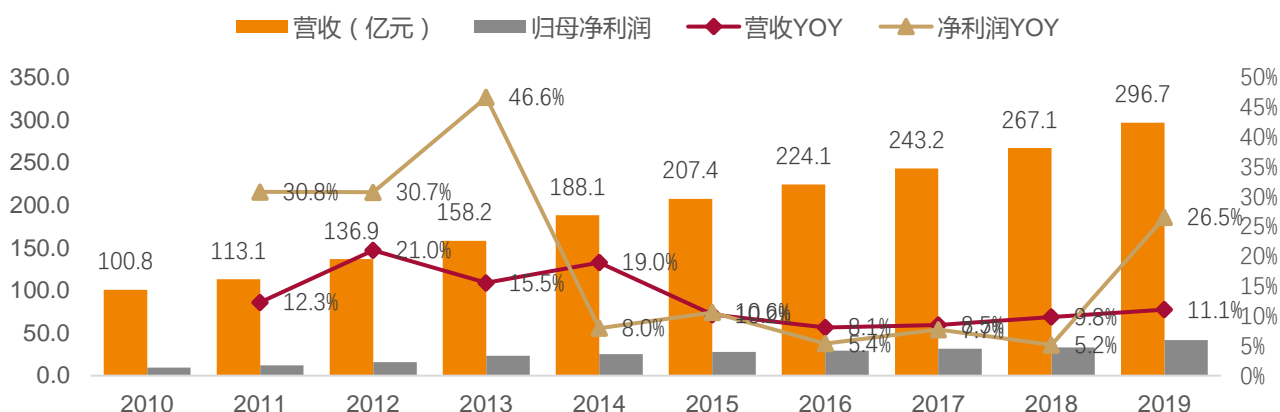
3.1. 云南白药通过牙膏产品成功切入日化用品行业

云南白药是创制于 1902 年的百年老字号品牌，具有较高的品牌知名度和口碑，品牌价值

和优势明显。云南白药自成立以来以生产和销售药品为主；2005 年公司通过“云南白药牙膏”产品正式切入日化用品行业，随后通过持续进行产品研发，开拓日化用品的产品品类，逐步进入到洗发水、卫生巾等日化品类；针对明星产品云南白药牙膏，进行深度挖掘，细化产品功能和使用场景，针对性覆盖消费人群。目前公司健康产品事业部已经成为公司重要的业绩增长来源，收入占比逐年提升。

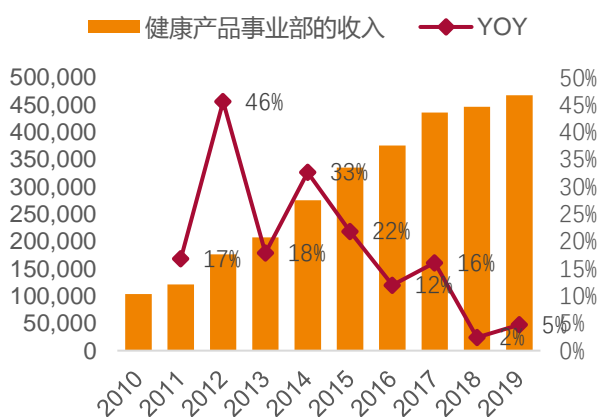
2019 年云南白药公司实现营收 296.7 亿元，同比增长 11.1%，实现归母净利润 41.8 亿元，同比增长 26.5%；其中，健康产品事业部实现营收 46.79 亿元，同比增长 4.75%，占比从 2010 年的 10% 拓展到 2019 年的 16%。

图 33：云南白药公司 2010-2019 年营收及净利润增速（亿元，%）



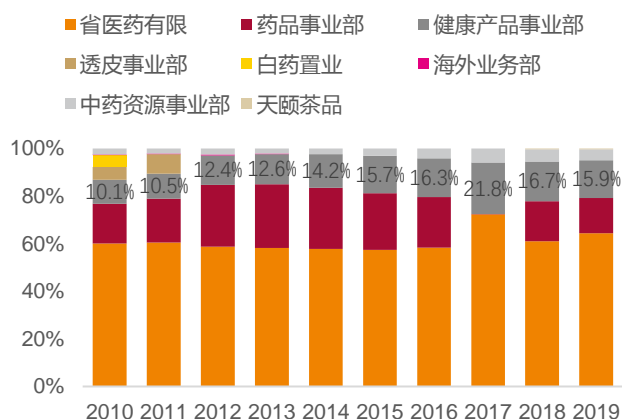
资料来源：云南白药公司公告，天风证券研究所

图 34：云南白药健康产品事业部营收及增速（万元，%）



资料来源：云南白药公司公告，天风证券研究所

图 35：云南白药健康产品事业部的收入占比逐年提升（%）



资料来源：云南白药公司公告，天风证券研究所

● 云南白药进入日化用品行业的契机和面临的挑战：

云南白药牙膏上市时，云南白药主业增长遇到瓶颈，传统医药产品业绩增长遇到天花板；而与此同时，公司通过调查发现，中国有 80-90% 的成年人患有不同程度的牙周疾病与口腔健康问题。由此，云南白药凭借自身的医药经验，提取白药活性成分，开始针对“止血”这一功能开始进行功能型牙膏的研发。

2003 年前后，牙膏行业的竞争十分激烈，宝洁、高露洁、联合利华旗下的外资品牌占据了

大部分的市场份额。云南白药牙膏上市初，主打口腔护理这一亮点，定位当时竞争没有十分激烈的中高端市场，在云南白药品牌的背书下，第一年销售实现 8000 万元的销售业绩。在牙膏的成功经验下，公司进一步拓展产品线，继续开发了洗发水、卫生巾等其他日用消费品。2019 年云南白药牙膏超过黑人牙膏正式成为中国牙膏市场市占率第一的品牌，市占率达到 20.1%。

图 36：云南白药日化用品产品布局一览



资料来源：云南白药公司官网，天风证券研究所

● 我们认为云南白药牙膏在日化用品赛道得到良好表现主要有以下几个原因：

1) 利用云南白药的品牌优势作为背书，使得云南白药牙膏上市之初就建立了品牌优势和消费者心智。云南白药作为我国百年老字号品牌，品牌知名度和品牌价值很高，在推出牙膏产品后，以云南白药作为背书，在激烈竞争的市场让消费者对于品牌形象有了良好的认知，形成了品牌优势。

2) 差异化定位和差异化功效性产品助力公司在竞争激烈的牙膏行业脱颖而出。云南白药牙膏上市之初，牙膏市场竞争已经十分激烈，国产品牌的生存空间被海外品牌持续挤压，大部分的市场份额被以宝洁、联合利华、高露洁为主的品牌占据。

与此同时，产品端大部分的牙膏产品都基于牙齿护理的功效，而并没有关注到口腔健康。行业内两大巨头佳洁士和高露洁分别占据美白和防蛀的产品功效的消费者认知，黑人的产品认知为清新口气，冷酸灵则占据抗敏的功效认知。面对这样的竞争环境，云南白药利用其“止血圣药”的品牌认知，产品主打改善牙龈出血、口腔溃疡、牙龈肿痛功效，形成了强烈的差异化优势。

另外，云南白药在产品进入市场时就进入高端市场。产品价格在 20 元以上，而当时主流的产品价格带在 10 元左右，其他品牌并未在高端市场有很强的布局。云南白药利用空白价格带针对优质高消费客群，开辟市场，由此，差异化的定位和差异化的功效性的产品，使得云南白药牙膏能够脱颖而出。

3) 依托自身研发技术优势，深度挖掘细分市场，最终形成以口腔护理为主的产品理念，逐步丰富产品线，细化消费场景和人群。在通过“止血”功效的牙膏切入市场后，公司逐步形成了以口腔护理为理念的产品拓展方向，依托自身强大的研发实力和技术优势，公司继续推出定位中端牙膏市场的金口健系列和高端市场的朗健系列，分别推出中端牙膏金口健、高端牙膏产品朗健，产品功效丰富至去牙渍、抗敏感、益生菌平衡口腔菌群、美白等不同系列以及针对儿童等不同人群的细分产品，进一步细化产品线，覆盖更多消费人群。

图 37：云南白药金口健益优薄荷牙膏



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 38：云南白药针对儿童研发的儿童牙膏



资料来源：天猫，天风证券研究所

4) 重视线上渠道，提前布局；利用国潮等营销手段积极运营。起初公司选择的渠道主要是比较熟悉的连锁药店，但在 2006 年公司的健康产品事业部专门负责牙膏销售，与外资品牌常用的“广告+自然销售”的方式不同，云南白药采用“空中广告+地面动销”相结合的模式推广，使得商场渠道能够快速推进。开始从超市入手，逐步拓展至沃尔玛、家乐福等中型超市，后期继续拓展至便利店渠道。

与此同时，公司重视线上渠道，积极布局电商渠道，除了天猫、京东等传统电商外，公司也积极与唯品会、苏宁易购等电商平台进行合作，保证电商渠道的快速发展。

在营销方面，公司积极结合市场热点，利用 IP、国潮等产品形式进行营销。2018 年云南白药通过福祿寿喜財、生旦净末丑等定制 IP 包装形式，顺应当下火热的国潮文化趋势；并利用美国芝麻街 IP 形象打造儿童牙膏；与此同时，分别在《如懿传》、《三生三世十里桃花》仍热播剧中进行贴片和合作。这些举措不仅能够有效进行品牌营销和推广，也能抓住当下年轻消费者的关注，根据第一财经数据中心的数据，2017 年 7 月-2018 年 6 月期间，95 后消费者最青睐的线上牙膏品牌中，云南白药位列第一。

云南白药凭借在牙膏产品上获得成功，陆续在日化用品上推出了沐浴露、面膜、洗发水等多个产品；并持续打造多个非药妆品牌，如养元青、采之汲等子品牌，持续在日化领域内布局。

图 39：云南白药生旦净末丑系列产品

图 40：云南白药旗下养元青洗发水



资料来源：天猫、天风证券研究所



资料来源：天猫、天风证券研究所

3.2. 稳健医疗与云南白药发展路径相似，未来极具发展潜力

云南白药通过其百年医药品牌优势为背书，切入快消品领域，针对消费者口腔健康与牙周疾病问题开发牙膏产品；而稳健医疗则为了解决以往纱布掉毛掉线引发伤口感染问题，研发出全棉水刺无纺布新技术，并首创棉柔巾产品进入消费品领域。

公司通过医用敷料业务研发的全棉水刺无纺布为发展开端，以“医学贴近生活，全面呵护健康”为品牌主张，打造以“全棉理念、医疗背景、品质基因”为核心竞争力的健康生活品牌“全棉时代”。公司通过首创的棉柔巾进入消费品领域，创造了全新的品类，并逐步拓展至其他消费品领域。

1) 品牌优势：品牌理念深入人心，品牌价值持续提升

与云南白药品牌独具的品牌优势类似，首先公司作为一家拥有 20 年医疗背景的品牌，其品牌理念即“医学贴近生活、全面呵护健康”；在品牌理念中，全棉时代强调以棉为核心原材料，医疗背景+全棉理念使得消费者对于品牌的产品产生安心、健康、高品质的印象。与此同时，全棉时代利用多种营销手段，进行品牌推广，持续向消费者传递公司的品牌理念，使得安全、安心、全棉、高品质的品牌印象深入人心，品牌价值持续提升。

2019 年 10 月全棉时代获得由 CCTV 主办的“新中国成立 70 周年 70 品牌”的荣誉（评选以“致敬时代、致敬未来”为主题，汇聚了腾讯、戴尔宝洁等 70 个优秀品牌）；而在艾媒网最新发布的 2020 年 8 月中国棉柔巾品牌榜单中，全棉时代以 94.4 的金榜指数位列第一。

图 41：全棉时代的品牌理念



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 3：全棉时代荣获艾媒网 2020 年 8 月棉柔巾品牌榜单第一名

排名	品牌	金榜指数	排名	品牌	金榜指数
1	全棉时代	94.4	6	安慕斯	85.3
2	洁丽雅	90.8	7	好孩子	84.3
3	得宝	90.3	8	邦怡	82.9
4	心相印	86.2	9	子初	81
5	babycare	86.2	10	十月结晶	80.3

资料来源：艾媒网，天风证券研究所

2) 产品优势：差异化定位，单个产品类目深度挖掘，竞争优势明显

云南白药针对口腔健康功效研发系列产品，填补行业空白；并针对竞争不激烈的高端市场进行布局，差异化定位和产品使得公司牙膏产品得到成功。稳健医疗同样布局中高端，利用自身研发优势，打造医疗级产品，差异化优势明显。

产品定位中高端，差异化竞争优势明显。全棉时代利用自主研发的全棉水刺无纺布技术，创新研发纯棉柔巾、奈丝公主卫生巾、奈丝宝宝棉尿裤三大核心单品与清洁护理、孕育护理、女性护理、服装服饰、家居生活等七大品类产品，品牌和产品定位中高端市场。另外，**全棉时代品牌依托医疗专业背景，打造的产品拥有医疗级的产品品质，医疗背景+强大的自主研发实力+以棉为核心原材料**，给全棉时代的产品提供了良好的背书，能够区别于市面中其他竞争对手，形成差异化的竞争优势，也符合公司中高端的市场定位和一定的品牌溢价。

我们对比天猫旗舰店部分品牌的产品价格：可以看到全棉时代的产品单价普遍高出行业内其他品牌的产品，折扣力度较低，符合其中高端的产品和品牌定位，同时也进一步说明公司品牌价值较高，产品可拥有较高的品牌溢价。**与此同时，公司加深对于打个 SKU 的深入挖掘**，针对细分领域的需求进行进一步开发，SKU 深度较深，满足更多消费者的需求，具备差异化竞争优势。如婴儿用湿巾，更细分产品有婴儿手口专用、婴儿餐具专用等等。

以下为重要品类的品牌对比详情：（选取的品牌为业内销量排名靠前且具备一定知名度的品牌，由于随机抽样抽取仍存在一定的不全面性，结果仅供参考）。

表 4：日常用湿巾行业部分品牌价格情况一览（元）

排名	品名	产品规格 (单张尺寸)	包装数量	售价 (原价)	单张售价 (原价)	折扣价	折扣率	单张售价 (折扣价)	备注
1	全棉时代餐具食品级杀菌卫生湿巾	11cm*20cm	30片*1盒	29.8	2.980	23.84	80.0%	2.384	餐具消毒
2	全棉时代生理盐水清洁棉片	7.5cm*8cm	25片*3盒	77.4	1.032	59.9	77.4%	0.799	适用范围：用于宝宝嘴巴，小脸，奶瓶，玩具等卫生清洁
3	全棉时代纯水清洁湿巾	15cm*20cm	25片*8盒	200	1.000	139.9	70.0%	0.700	适用范围：用于宝宝嘴巴，小脸，奶瓶，玩具等卫生清洁
4	心相印厨房清洁湿巾	20cm*30cm	40抽*3包	111.8	0.932	52.9	47.3%	0.441	厨房专用
5	清风西柚味去油去污清洁家用湿巾	20cm*30cm	40抽*3包	99.8	0.832	45.9	46.0%	0.383	去油去污专用
6	舒洁女性湿厕纸	13.3cm*20cm	24片*5包	90.9	0.758	79.9	87.9%	0.666	适用范围：如厕后，日常护理，外出旅行，经期后
7	心相印湿厕纸系列40片装湿巾	14cm*20cm	40抽*1包	29.9	0.748	9.9	33.1%	0.248	皮肤专用
8	清风功能系列餐具清洁湿巾	10cm*20cm	10抽*10盒	69	0.690	51	73.9%	0.510	厨房餐具专用
9	全棉时代日用卫生湿巾	15cm*20cm	20片*5包	49	0.490	49	-	0.490	适用范围：居家或出行期间常用物品表面的清洁
10	全棉时代纯水湿厕纸	14cm*20cm	10片	4.8	0.480	4.8	-	0.480	如厕后，日常护理，私处清洁
11	舒洁家庭装湿厕纸（老款-蓝色经典款）	13.3cm*20cm	40片*20包	358	0.448	226.9	63.4%	0.284	适用范围：如厕后，日常护理，外出旅行，经期后
12	舒洁家庭装湿厕纸（新款-line friends款）	13.3cm*20cm	40片*9包	161.1	0.448	119.9	74.4%	0.333	适用范围：如厕后，日常护理，外出旅行，经期后
13	全棉时代99%纯水有机精华全棉厕用湿巾	14cm*20cm	80抽*3包	98	0.408	69.9	71.3%	0.291	适用范围：如厕后，日常护理，外出旅行
14	舒洁家庭装羊驼定制款湿厕纸	13.3cm*20cm	80片*6包	149.9	0.312	149.9	-	0.312	适用范围：如厕后，日常护理，外出旅行，经期后
15	清风御本草抽取式湿巾80片家庭装	16cm*20cm	80抽*4包	99	0.309	29.6	29.9%	0.093	适用范围：居家或出行期间常用物品表面的清洁
16	清风EDI纯水4包湿巾	16cm*20cm	80抽*4包	79.9	0.250	44.9	56.2%	0.140	适用范围：居家或出行期间常用物品表面的清洁
17	心相印湿厕纸系列41片装湿巾	14cm*20cm	40抽*10包	59	0.148	第二件29	-	0.110	皮肤专用
18	清风湿厕纸100片组合装	15cm*20cm	100抽*10包	59	0.059	39.9	67.6%	0.399	适用范围：如厕后，日常护理，外出旅行，经期后

资料来源：天猫，天风证券研究所

备注：选取的品牌为业内销量排名靠前且具备一定知名度的品牌，由于随机抽样抽取仍存在一定的不全面性，结果仅供参考。

表 5：卫生巾行业部分品牌价格情况一览（元）

排序	品名	产品规格	包装数量 (片/包)	售价 (原价)	单片价格 (原价)	折扣价	折扣率	单片价格 (折扣价)	备注
日用卫生巾									
1	全棉时代 奈丝公主卫生巾女纯棉表层姨妈巾亲肤超薄	245mm	10	19.90	1.99	13.90	69.8%	1.39	超薄纯棉
2	ABC姨妈巾 0.1cm轻透薄卫生巾日用亲肤柔立围防漏	240mm	8	11.10	1.39	11.10	-	1.39	棉柔亲肤 加长 有香
3	高洁丝少女肌卫生巾姨妈巾女日用240超薄	240mm	10	27.10	2.71	13.60	50.2%	1.36	超薄少女肌
4	七度空间优雅系列卫生巾女丝柔超薄日用	245mm	10	15.60	1.56	9.58	61.4%	0.96	丝柔超薄 有香
5	护舒宝卫生巾超净云感棉棉柔丝薄日用	240mm	16	13.90	0.87	13.90	-	0.87	超薄棉柔
6	sofy/苏菲卫生巾量多日用弹力贴身纤巧护翼棉柔230柔软服贴	230mm	5	4.30	0.86	4.30	-	0.86	棉柔亲肤无香
排序	品名	产品规格	包装数量 (片/包)	售价 (原价)	单片价格 (原价)	折扣价	折扣率	单片价格 (折扣价)	备注
夜用卫生巾									
1	高洁丝卫生巾夜用姨妈巾女420超长加长熟睡纯棉	420mm	3	21.20	7.07	10.60	50.0%	3.53	夜用超长
2	全棉时代奈丝公主超净吸夜用卫生巾100%全棉全表层超长加大姨妈巾	420mm	3	9.90	3.30	8.90	0.90	3.00	超长加大
3	七度空间卫生巾女超长夜用加长姨妈巾	420mm	4	17.80	4.45	8.20	46.1%	2.05	棉柔亲肤 加长 无香
4	sofy/苏菲卫生巾420 超熟睡夜用组合超薄随心翻棉柔	420mm	8	32.00	4.00	15.20	0.48	1.90	超薄 棉柔
5	ABC卫生姨妈巾棉柔轻薄透薄劲吸防侧漏	323mm	3	7.00	2.33	5.00	0.71	1.67	棉柔亲肤 超薄 有香
6	护舒宝超长夜用卫生巾甜睡棉柔	400mm	6	12.50	2.08	7.90	0.63	1.32	夜用 棉柔
排序	品名	产品规格	包装数量 (片/包)	售价 (原价)	单片价格 (原价)	折扣价	折扣率	单片价格 (折扣价)	备注
mini卫生巾/护垫									
1	全棉时代奈丝公主护垫女纯棉超薄透气卫生巾姨妈巾	150mm	20	10.90	0.55	8.32	76.3%	0.42	护垫 纯棉
2	高洁丝卫生巾日用极薄迷你经典系列护翼卫生棉	190mm	8	16.60	2.08	5	30%	0.63	mini
3	护舒宝隐型透气超薄卫生护垫无香	140mm	72	15.90	0.22	15.90	-	0.22	护垫 无香
4	sofy/苏菲零敏肌丝薄柔滑155mm透气型护垫	155mm	48	23.30	0.49	10.00	43%	0.21	棉柔亲肤无香
5	ABC 劲吸棉柔卫生护垫组合官方旗舰店量多日用	163mm	20	7.70	0.39	6.70	87%	0.34	护垫 棉柔亲肤 无香
6	七度空间少女系列卫生巾纯棉超薄透气日用护垫姨妈巾	155mm	28	15.40	0.55	9.80	64%	0.35	棉柔亲肤 超薄 无香

资料来源：天猫，天风证券研究所

备注：选取的品牌为业内销量排名靠前且具备一定知名度的品牌，由于随机抽样抽取仍存在一定的不全面性，结果仅供参考。

排序按照折扣后价格排序。

表 6：婴儿用湿巾行业部分品牌价格情况一览（元）

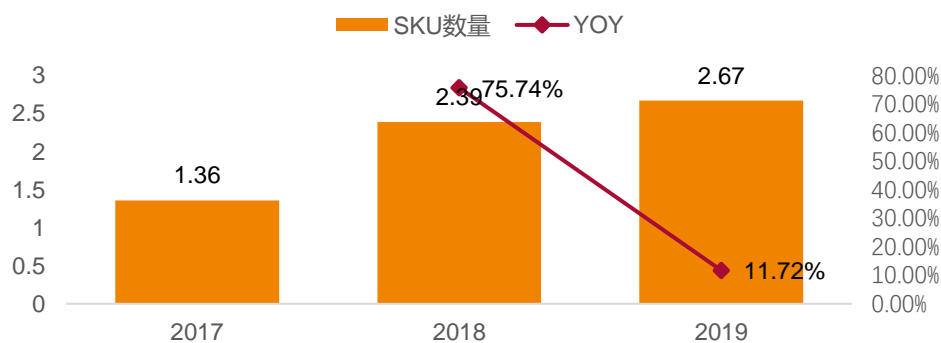
排序	品名	产品规格 (单张尺寸)	包装数量	售价 (原 价)	单张售价 (原 价)	折扣价	折扣率	单张售价 (折 扣价)	备注
1	全棉时代新生儿宝宝专用加厚手口湿巾	15cm*20cm	10片	5.8	0.580	四件75折	75.0%	0.435	婴儿手口专用
2	全棉时代手口专用婴儿纯棉湿巾	15cm*20cm	25抽*4包*2提	99.6	0.498	79.9	80.2%	0.400	婴儿手口专用
3	花王妙而舒柔软加厚婴儿湿巾	15cm*20cm	54片*2包	49	0.454	-	-	0.454	婴儿护肤专用
4	全棉时代婴儿纯棉湿巾	15cm*20cm	80抽*3包	108	0.450	79	73.1%	0.329	婴儿护肤专用
5	贝亲婴儿柔湿巾 (Disney 版)	15cm*20cm	80抽*3包	105	0.438	-	-	0.438	婴儿护肤专用
6	清风派婴儿湿巾	15cm*20cm	80抽*6包	199	0.415	62.9	31.6%	0.131	婴儿皮肤专用
7	强生婴儿护肤湿巾 娇嫩倍护	15cm*20cm	80抽*5包	124.5	0.311	99.9	80.2%	0.250	婴儿护肤专用
8	贝亲婴儿手口宝宝专用湿巾	13cm*20cm	70抽*6包	98	0.233	第二件5折	-	0.175	婴儿手口专用
9	强生婴儿手口湿巾开心食刻	15cm*20cm	80抽*6包	109.8	0.229	99.9	91.0%	0.210	婴儿手口专用
10	贝亲婴儿专用猫爪湿巾加厚	13.5cm*20cm	100抽*10包	226	0.226	135.6	60.0%	0.136	婴儿护肤专用
11	全棉时代婴儿清洁湿巾 (参与聚划算活动)	15cm*20cm	80抽*3包	50.4	0.210	39	77.4%	0.163	婴儿护肤专用
12	贝亲婴儿柔湿巾 (系列: PL191)	15cm*20cm	80抽*6包	95	0.198	-	-	0.198	婴儿护肤专用
13	强生婴儿爽洁湿巾	15cm*20cm	80抽*6包	89.2	0.186	51.9	58.2%	0.110	婴儿护肤专用
14	心相印婴儿洁肤湿巾	13cm*18cm	80抽*5包	65	0.163	36	55.4%	0.090	婴儿皮肤专用

资料来源：天猫，天风证券研究所

备注：选取的品牌为业内销量排名靠前且具备一定知名度的品牌，由于随机抽样抽取仍存在一定的不全面性，结果仅供参考。

3) 以“棉”为核心，深挖细分领域需求，产品 SKU 逐年丰富有助于扩大公司销售规模。目前“全棉时代”品牌目前已经拥有较为全面的产品布局，覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，基本可以满足消费者一站式的购物需要。近年全棉时代品牌的 SKU 数量持续提升，2017-2019 年品牌 SKU 分别为 1.36 万个/2.39 万个/2.67 万个，增速分别为 76%/12%；产品品类包括纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家纺用品等等。

图 42：全棉时代品牌 SKU 数量近年实现快速提升（万个，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我们认为公司通过“全棉时代”进入健康生活消费品领域，通过首创的棉柔巾切入市场，并不断丰富产品品类。全棉时代定位中高端市场，产品具备差异化竞争优势；依托医学背景+全棉材料的背书，给消费者安全、舒适、健康的品牌形象。我们认为未来健康生活消费品业务将成为拉动公司业绩持续增长的重要驱动力，有望复制云南白药的成功，逐步成为业内市占率第一的强势品牌。

扩品类：公司目前核心的三大单品：棉柔巾、卫生巾和棉尿裤，未来公司将继续丰富产品品类，深度挖掘细分市场的需求，继续满足更多消费场景和消费人群的需要；另外“津梁生活”也将持续打造健康美丽生活平台，进入美、香、护、食、健、居、动、饮 8 大产品专区，全面覆盖各类生活场景，将助力公司业绩的持续增长。

扩渠道：目前全棉时代线下拥有门店 247 家，津梁生活拥有 3 家门店，门店仍有进一步提升空间，未来在线下渠道公司将持续拓展一二线城市的密度，并逐步进入三线城市市场，持续进行渠道布局。同时通过加强门店管理和精细化运营提升门店店效，目前店效 465 万元/年，仍有较大提升空间；另外继续布局线上渠道，保持线上渠道的快速增长。

4. 医用敷料：研发技术优势显著，高端敷料产品是未来方向

在医用敷料领域，稳健医疗一直是龙头标杆企业，是我国最早实现从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链企业。我国作为最大的医用敷料出口国，多年以来稳健医疗一直稳居我国医用敷料出口前三名的地位。目前公司医用敷料板块以境外 OEM 代工销售为主，境内以自有品牌“winner 稳健医疗”打开市场，品牌优势明显，未来空间广阔。

公司拥有强大的研发技术优势，参与多项国家和行业标准，在业内具备较高的地位；依托其强大的研发优势，公司产品布局可以满足消费者的一站式需求。同时通过研发新型的高附加值的产品，高端敷料将成为公司未来发展的重点，随着业内对于高端敷料需求的逐步提升，公司产品结构将持续升级，有助于公司盈利能力的进一步提升。

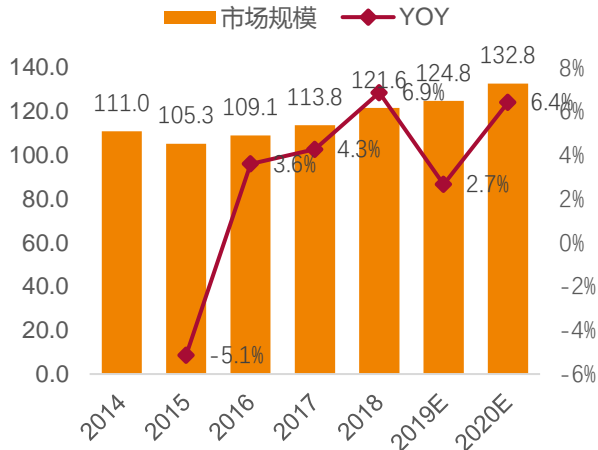
4.1. 中国是最大的医用敷料出口国，高端产品具备较大发展空间

全球医用敷料行业市场规模基本保持稳定，中国是全球最大的医用敷料出口国。目前，美国、欧洲和日本等国家是全球最主要的医用敷料消费市场，2014-2018 年全球医用敷料行业规模复合增速达到 2.30%，根据 BMI 的预计，2020 年全球医用敷料行业市场规模将达到 132.84 亿美元。与此同时，我国是全球最大的医用敷料出口国，2019 年我国医用敷料出口额达到 27.16 亿美元，同比增长 4.16%，我国医用敷料出口额已经占据全球医用敷料 20% 的市场份额。

我国医用敷料行业实现稳健增长，行业集中度较低，高端产品具有较大空间。根据 BMI 的统计，2014-2018 年我国医用敷料行业规模复合增速达到 13.15%，2020 年预计达到 82.25 亿元。从行业竞争格局来看，由于我国医用敷料行业进入门槛较低，行业集中度较低；与此同时，我国国产医用敷料以传统伤口护理类产品为主，占比超过 80%，产品同质化现象较为严重，以低价竞争为主。虽然我国传统伤口护理类产品的质量已经达到世界领先水平，但是在产品创新、技术研发等方面仍与发达国家具备较大差距。

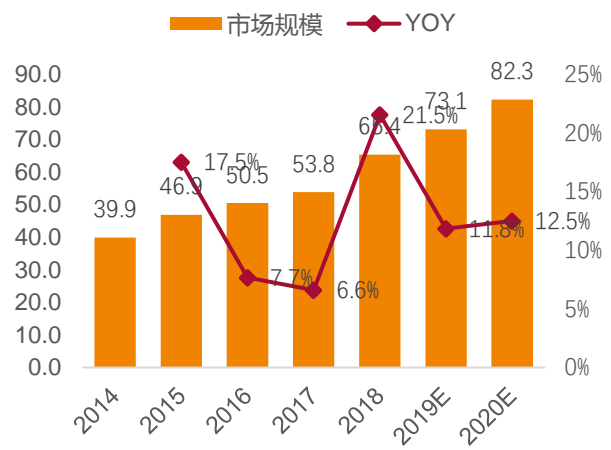
目前，我们认为新型高端医用敷料未来将逐步取代部分传统敷料的地位，在全球市场欧洲地区新型高端医用敷料的份额占比达到 42%、美国占比达到 40%。而我国占比仅为 3%，渗透率和市场空间仍存在较大的空间。

图 43：全球医用敷料行业市场规模基本保持稳定（亿美元，%）



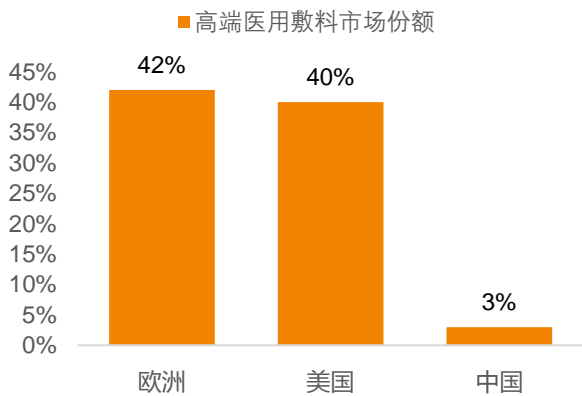
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 44：我国医用敷料行业近年实现稳健增长（亿元，%）



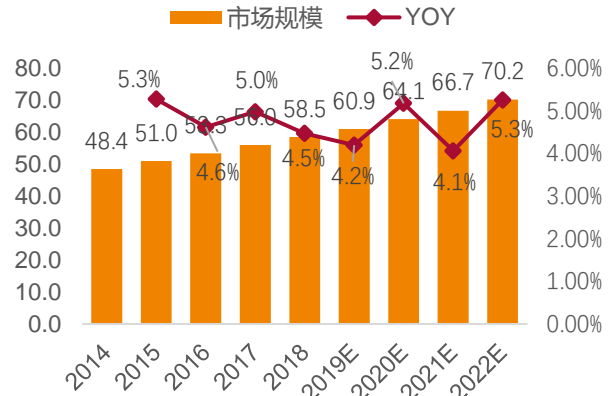
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 45：我国高端医用敷料渗透率与发达国家相比存在较大差距（%）



资料来源：新思界，天风证券研究所

图 46：全球高端医用敷料行业市场规模实现快速增长（亿美元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 伤口护理产品占比较高，高端敷料成未来发展重点

稳健医疗是国内医用敷料行业的标杆企业，公司医用敷料产品已经涵盖伤口护理、感染防护以及清洁消毒三大方面。使用场景覆盖临床医疗机构和家庭，可以很好的满足客户一站式采购需求。与此同时，除了传统急性伤口护理产品外，公司亦开发出高端湿性敷料，产品布局进一步拓展，如硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫等。

表 7：稳健医疗医用敷料业务产品分类

产品门类	产品类别	主要用途	具体产品
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

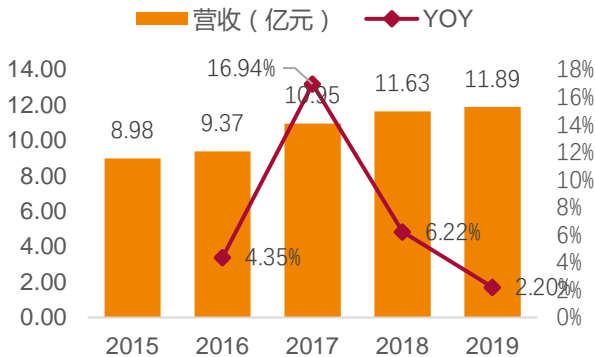
消毒清洁产品	消毒清洁产品	用于伤口清理与消毒、日常清洁	棉签、棉片、棉球、酒精棉片等
--------	--------	----------------	----------------

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2) 产品构成：公司医用敷料业务实现稳健增长，伤口护理产品占比较高，高端敷料比重持续提升。2019 年公司医用敷料业务实现营收 11.89 亿元，同比增长 2.2%，占总营收比重为 26.35%。细拆来看：

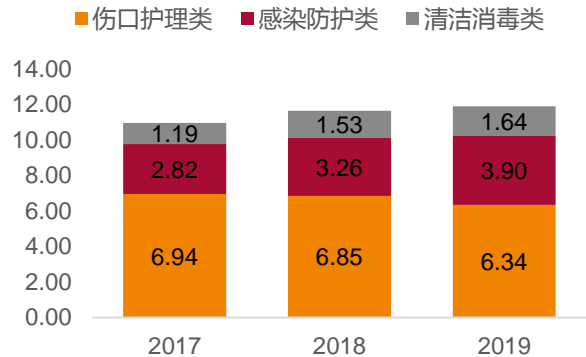
- **伤口护理类产品：**2019 年实现营收 6.34 亿元，占医用敷料业务比重为 53.3%；其中传统伤口护理与包扎产品的营收占比略有下降，2017-19 年占医用敷料业务收入的 58.4%、52.8%、46.2%；高端伤口敷料产品近年营收保持较快速增长，占比有所提升，2017-2019 年分别占医用敷料业务营收的 5%、6%、7%。由于整个医用敷料行业的产业结构不断升级，高端敷料市场需求快速增长，未来高端敷料将成为公司重点发展的方向。
- **感染防护产品：**2019 年实现营收 3.9 亿元，占医用敷料业务比重为 32.83%，近年占比有所提升。其中手术室感染防护产品占比较高，近年增速较快；2017-2019 年营收占医用敷料业务的比重分别为 15.3%、16.2%、20.3%。主要系医院对于使用一次性手术包的理念接受程度较高促进公司该产品的收入快速增长。疾控防护产品增长较为稳定，17-19 年收入占医用敷料业务的比重分别为 10%/12%/13%。
- **清洁消毒类产品：**2019 年实现营收 1.64 元，占医用敷料业务比重为 13.83%，近年实现稳健增长。

图 47：公司医用敷料业务近年实现稳健增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 48：医用敷料业务中伤口护理类产品营收占比较高（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

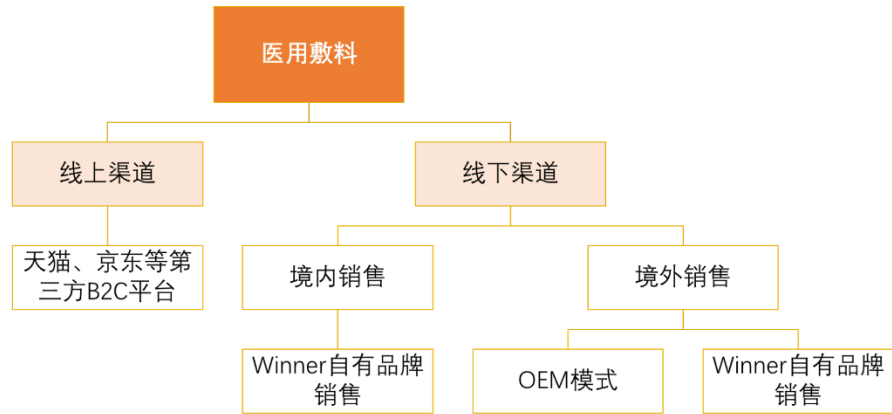
4.3. 境外通过 OEM 代工生产，境内通过自有品牌销售

对于医用敷料业务，境外市场公司主要通过 OEM 代工生产销售；境内业务主要通过自有品牌销售。首先，从生产模式上来看，公司主要采用以销定产，自主生产为主，外协加工和外购成品为主的生产模式。从渠道来看，医用敷料业务主要以线下渠道销售为主，线上渠道为辅。在线下渠道的销售中：

1) **境内市场：**公司主要通过“winner 稳健医疗”品牌进行销售，主要面向医院和 OTC 药店，模式采用经销渠道为主，直销渠道为辅的模式，目前，稳健产品已进入两千多家医院和四万余家药店。

2) **境外市场：**公司医用敷料主要以 OEM 代工生产销售为主，以直销渠道为主，区域覆盖欧洲、日本和美国；同时公司也通过“winner 稳健医疗”品牌拓展中东和亚洲等新兴市场。

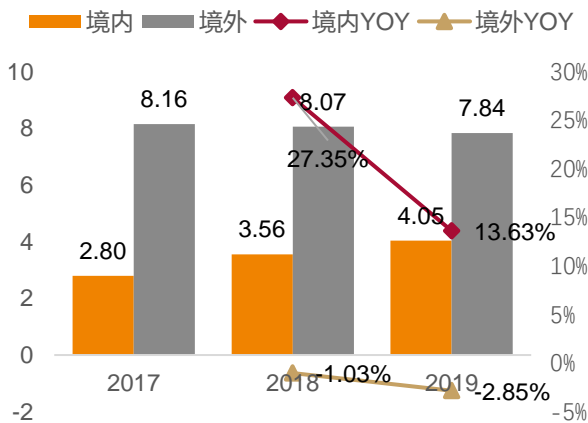
图 49：公司境内市场以自有品牌销售，境外主要以 OEM 代工生产销售



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

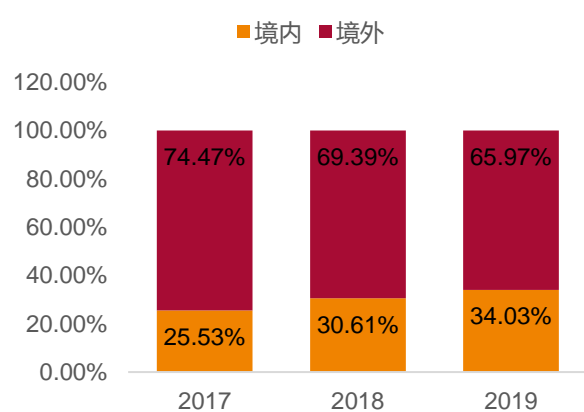
公司医用敷料业务仍以境外销售为主，境内收入占比近年逐年提高。2019 年公司境外收入为 7.84 亿元，同比略下降 2.8%，占比达到 66%；境内业务实现 4.05 亿元，同比增长 13.63%，占比达到 34%。近年境内销售收入逐年提高主要系公司大力发展“winner 稳健医疗”品牌促境内业务销售实现快速增长。

图 50：医用敷料业务中境内收入实现较快速增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 51：医用敷料业务境内牌收入占比逐年提升（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

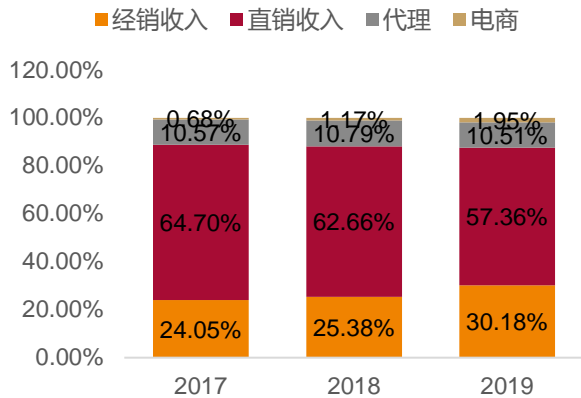
按渠道拆分开来看，公司医用敷料直销收入占比较高，经销收入实现稳健增长。

1) **直销收入**：公司直销业务中境外主要为医用品牌商提供 OEM 加工业务，境内直销业务主要系国内知名连锁药店和部分医院。2019 年公司医用敷料直销收入实现 6.82 亿元，同比下降 2.88%，占比达到 57.36%，收入略有下降主要系公司近年进行客户结构调整，停止了与部分毛利率较低的境外客户合作。

2) **经销收入**：公司境内销售以经销渠道为主，与国内经销商进行紧密合作，拓展国内医院和药店，近年收入占比有所提升。2019 年公司经销收入实现营收 3.59 亿元，同比增长 9.69%，占比达到 30.18%。

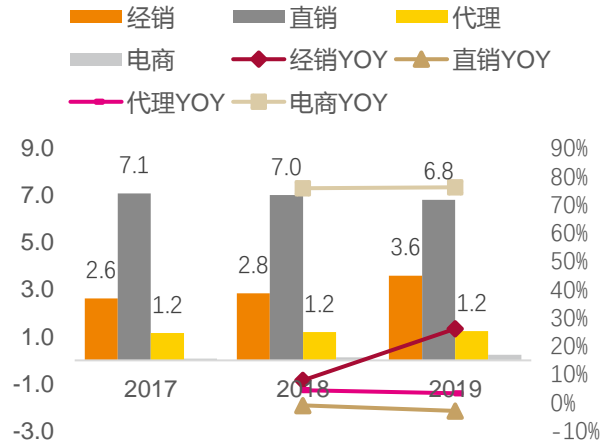
3) **其他渠道收入**：另外代理渠道近年收入较为稳定，占比在 10%左右；电商渠道近年实现快速增长，19 年实现 76%的收入增速，但目前占比较小，19 年收入占比为 1.95%。

图 52: 医用敷料业务直销收入占比高, 经销收入占比持续提升 (%)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 53: 医用敷料直销收入略有下降, 经销收入稳健增长 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

4.4. 研发技术优势显著, 医用敷料龙头标的

我们认为公司是医用敷料领域龙头标的, 在该业务板块领域具备研发技术、品牌和产品优势。稳健医疗是在医用敷料领域内较早建立起质量管理体系, 并实现从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链的公司。公司推动了中国医保商会医用敷料分会的成立, 在业内具备较高的地位。从出口来看, 我国是最大的医用敷料出口国, 而稳健医疗近年始终占据我国出口第二名。

表 8: 稳健医疗医用敷料近年始终占据我国出口第二名的地位

排名	2019 年	2018 年	2017 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	施洁医疗	普尔德医疗	普尔德医疗
5	普尔德医疗	施洁医疗	施洁医疗

资料来源: 医保商会, 招股说明书, 天风证券研究所

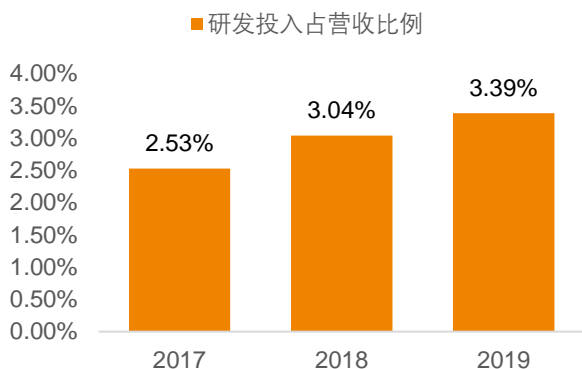
1) 研发优势: 自主研发全棉水刺无纺布技术, 突破行业瓶颈, 具备技术优势。公司在 2005 年自主研发了全棉水刺无纺布技术, 并在美国、欧洲、日本等 30 多个国家和地区获得了专利授权。同时, 公司先后被邀请参与多项国家标准和行业标准的制定; 其中全棉非织造布外科敷料性能要求及接触性创面敷料等标准是由公司参与首次起草制定。目前公司已经参与制定 12 项国家标准和行业标准, 重充分显示了公司在医用敷料技术领域的专业性。截至 19 年底, 公司已在境内取得发明专利 30 项、实用新型专利 295 项; 境外取得发明专利 56 项、实用新型专利 4 项。

2) 产品优势: 凭借强大研发实力拓宽产品布局, 满足消费者一站式购物需求; 突破技术困难, 产品逐步向高端敷料拓展。在医用敷料领域公司通过强大的研发优势, 逐步拓展展品品类, 目前医用敷料产品已经涵盖伤口护理、感染防护及清洁消毒三大方面, 使用场景覆盖临床医疗机构和家庭, 可以很好的满足客户一站式采购需求。与此同时, 公司持续创新, 先后开发泡沫敷料、硅胶医用敷料等高端新兴敷料产品, 产品逐步由传统向高端敷料拓展。

3) 品牌优势: 公司从 2003 年开始通过“winner 稳健医疗”自有品牌逐步打开境内市场; 得益于公司优秀的技术研发和产品优势, 公司“winner 稳健医疗”品牌在业内具备教高的

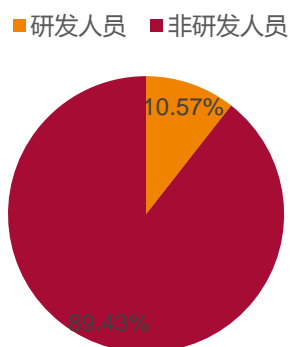
声誉，医用敷料销售已经实现全球 70 多个国家，已经进入国内两千多家医院和近 4 万家药店。

图 54：公司研发费用率近年持续提升（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 55：公司研发人员占比达到 11%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 全棉水刺无纺布：作为工业中间品近年实现稳定增长

公司全棉水刺无纺布近年实现稳定快速增长。全棉水刺无纺布为工业中中间品，销售模式以直销为主，通过线下洽谈销售给国内外客户，主要客户包括恒安国际、金佰利等国内外知名卫生、美妆用品生产厂商。由于公司的棉柔巾、卫生巾等产品的原材料为全棉水刺无纺布，公司生产的全棉水刺无纺布需要优先满足全棉时代产品的生产需要，其次满足其他的客户销售。

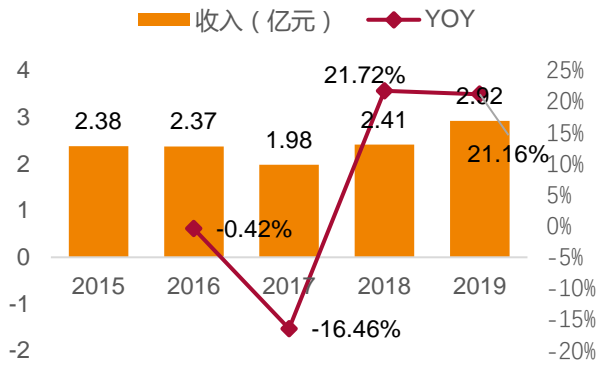
目前公司全棉水刺无纺布的产能 2.61 万吨左右，占全行业占比在 4.08%左右。2019 年公司全棉水刺无纺布收入为 2.92 亿元，同比增长 21%，占总营收的比重为 6.48%；其中销售以境内市场为主，19 年为 2.19 亿元，占比达到 75%。

表 9：稳健医疗全棉水刺无纺布主要用途

类别	主要用途
全棉水刺无纺布	以 100% 优质天然原棉位原料，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

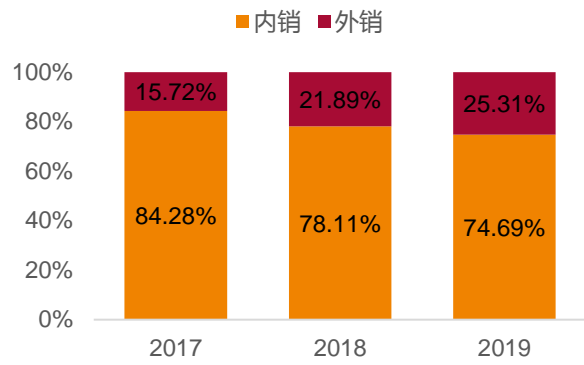
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 56：稳健医疗全棉水刺无纺布收入实现快速增长（亿元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 57：全棉水刺无纺布销售以国内市场为主（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

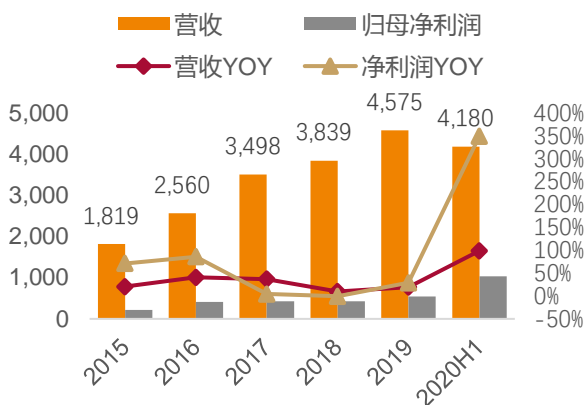
6. 2013-19 收入 CAGR 达 24%，盈利能力稳定

6.1. 2020H1 受益防疫物资影响，业绩高速增长

公司整体财务表现近年来保持稳定增长，2019 年营收经历连续 6 年稳步增长升至 45.75 亿元（+19.16%），2013~2019 年期间内复合增长率达到 23.78%，其中健康生活消费品占比逐年提升，2019 年底已经升至 67.18%。

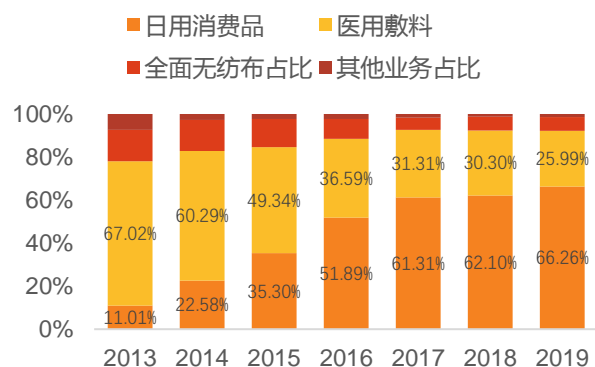
2020H1 公司实现营收 41.80 亿元，同比增长 98.52%；实现归母净利润 10.32 亿元，同比增长 348.92%。主要系受新冠疫情影响，公司医用口罩、防护服等医用防护产品销售大幅增加；与此同时健康生活消费品业务销售保持稳定。

图 58：稳健医疗业绩情况（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：稳健医疗各业务占比（%）变动历史数据

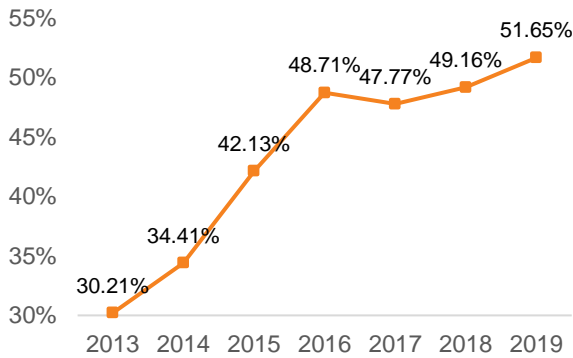


资料来源：Wind，天风证券研究所

6.2. 医用敷料&健康消费品业务毛利率齐头并进

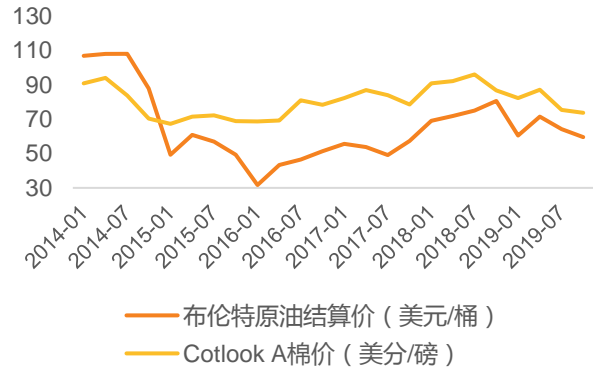
公司整体业务毛利率近年来保稳步提升，自 2014 年 34.59%提升至 2019 年 51.75%，我们认为主要得益于：1）主要生产原材料棉花价格处于低位，2014 年~2019 年受到国际油价波动影响，棉花替代品化纤价格处于历史较低水平，棉花价格需求端承压，整体价格水平较低。2）毛利率较高的健康生活消费品业务营收占比持续提升两方面因素。

图 60：稳健医疗整体毛利率变化（2013~2019 年）



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

图 61：油价水平及 Cotlook A 棉花价格指数历史数据

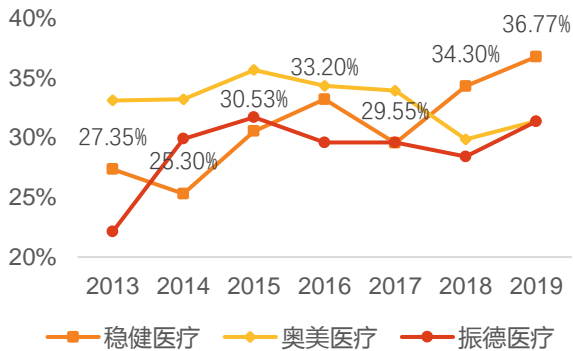


资料来源：wind 资讯，天风证券研究所，注：对应价格为指数当月平均值

● 产线升级&客户优化推动医用敷料毛利率迅速提升

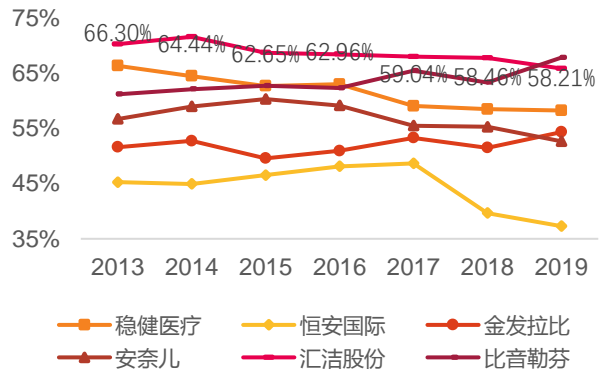
公司医用敷料业务毛利率 2018 年以来得到迅速提升，显著优于行业平均水平：2017 年公司医用敷料业务毛利率为 29.55%，略低于行业平均水平，同期可比标的振德医疗及奥美医疗分别维持在 30%及 34%左右；2018 年公司推进医用敷料生产线升级以及客户结构调整，部分产品生产效率得以提升，高毛利率产品占比增大，同时取消了部分毛利率较低的 OEM 客户合作订单，2019 年底医用敷料业务毛利率升至 38.48%，明显优于同期行业平均水平 32.98%，及可比标的振德医疗（32.07%）、奥美医疗（33.08%）。

图 62：公司医用敷料业务毛利率及行业内毛利率对比情况



资料来源：wind 公司深度资料，天风证券研究所

图 63：公司健康生活消费品毛利率及可比标的毛利率情况



资料来源：wind 公司深度资料，天风证券研究所

● 健康生活消费品业务中护理类、婴童产品类毛利率优势明显

公司健康生活消费品业务毛利率近三年均稳定维持在 59%左右，由于该业务覆盖个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等众多细分领域，范围较广，我们拆分不同细分行业进行财务对比分析：

1) 个人护理、家庭护理细分行业，公司对应产品主要为棉柔巾、卫生巾及湿巾，2019 年三类产品毛利率分别为 51.66%、70.04%、55.54%，同期主要可比标的恒安国际、维达国际（主要产品为纸巾、卫生巾、一次性纸尿裤）分别为 38.63%、31.01%，个人护理、家庭护理细分领域，公司产品毛利率明显优于上述可比标的。

个人、家庭护理产品较高毛利率主要得益于公司已经实现产业链上下游一体化生产，棉柔

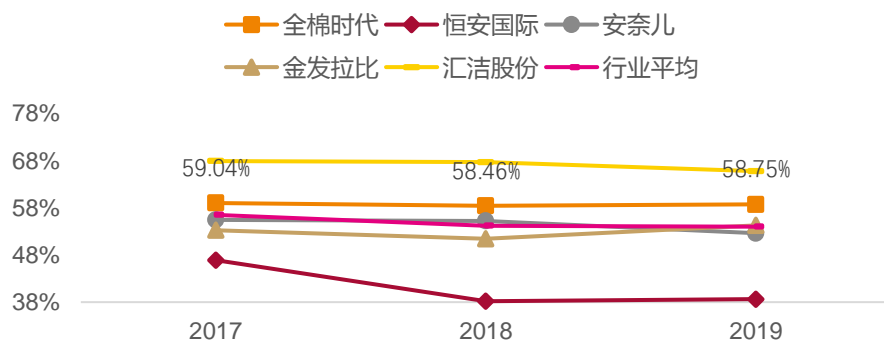
巾、卫生巾主要原材料全面水刺无纺布可以实现完全自主生产，而行业可比标的恒安国际、维达国际生产湿巾、卫生巾所需无纺布依赖上游无纺布生产供货，原材料端成本较公司自产更高。此外公司全棉水刺无纺技术专利赋予公司产品一定议价能力，全棉棉柔巾等具有独特性能产品个人家庭护理市场缺乏可替代品。

2) 婴幼儿服饰及婴童用品行业，公司主要对应产品可以分为婴童用品及婴童服饰，儿童服饰可比标的主要为安奈儿，2017~2019 年产品毛利率均维持在 52.5%~55.5%区间，公司婴童服饰毛利率近三年分别为 70.31%、65.27%、63.26%，明显优于行业可比标的。

婴童用品行业可比标的为金发拉比，近三年产品毛利率分别为 53.27%、51.46%、54.30%，同期公司对应产品毛利率分别达到 61.65%、59.26%、58.75%，同样保持相对行业可比标的盈利能力优势。

3) 成人服饰行业，整体毛利率水平较行业可比标的毛利率水平较为接近，2018 年以来随着市场份额扩张，对部分产品进行定价调整公司成人服饰产品毛利率呈下降趋势。

图 64：公司健康生活业务毛利率高于行业平均 (%)

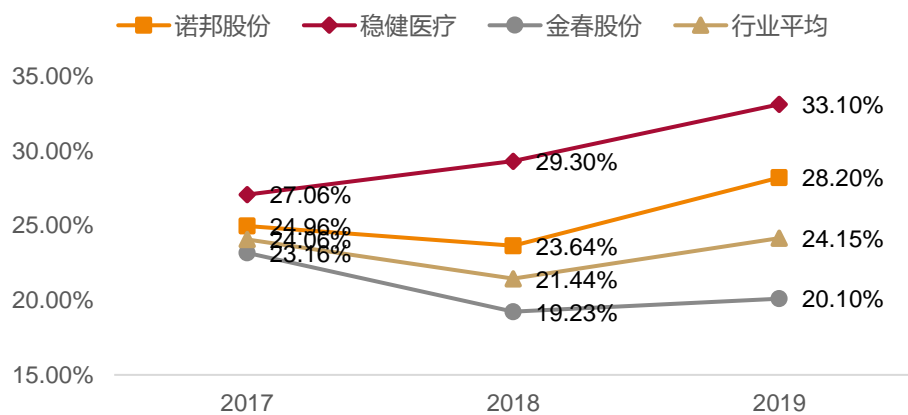


资料来源：公司公告，天风证券研究所

● 全棉水刺无纺布毛利率高于同行业其他公司

公司水刺无纺布业务毛利率同样优于市场平均水平及主要同行可比标的：2019 年公司该业务毛利率升至 33.10%，同行金春股份业务毛利率为 20.10%。借助公司自有的全棉水刺无纺布生产专利技术，终端产品具有不易致敏，清洁度高，环保易降解等独特优势，较诺邦股份、金春股份等以化纤水刺无纺布为主要产品的同行可比标的，产品附加值更高，终端销售价格更高，因此水刺无纺布业务毛利率具有优势。

图 65：公司全棉水刺无纺布毛利率高于行业平均



资料来源：公司公告，天风证券研究所

6.3. 整体费控运营能力稳定，净利率平稳

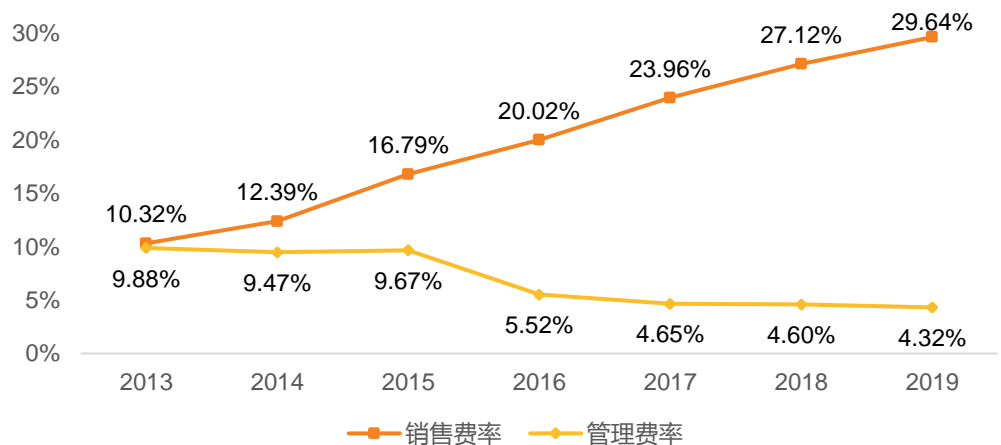
随着公司健康生活消费品类业务占比逐年扩充，公司整体销售费率逐年上升，2019 年末销售费率达到 29.64% (+2.52pct)，销售费率逐年提升主要系健康生活消费品业务扩充带动职工薪酬、租赁费用相应上升所致：

1) 职工薪酬开支 2019 年末增至 3.32 亿元 (+29.20%)，大幅提升主要系公司健康生活消费品业务电商平台及线下门店持续扩充，公司相应销售人员数量大幅增长所致。

2) 租赁费用主要源自门店租赁费，随着公司健康生活消费品直营连锁店数量增长面积扩大，公司门店租赁费用持续上升。2017~2019 年末公司线下直营门店数量分别为 146, 199, 250 家，新开门店中强调门店质量主要以 500 平米大店为主，对公司整体门店租赁费用有所抬升，2018 年及 2019 年公司门店租赁费用分别上升 8284.96 万元 (+54.30%)、8117.14 万元 (+34.48%)。

公司历史管理费用率水平逐步下滑缩减趋势，除去 2016 年新会计准则对管理费用率统计口径变化带来的影响，公司近三年管理费用率分别为 4.65%、4.60%、4.32%，整体稳定向好。

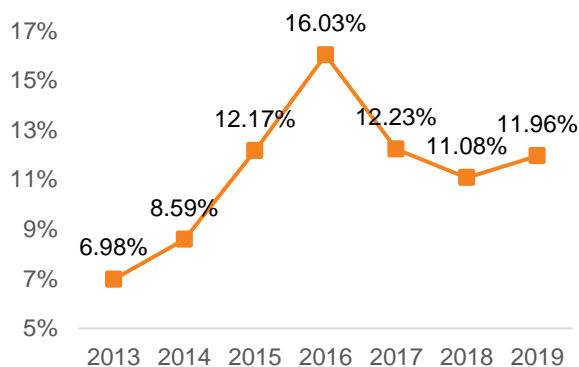
图 66：公司 2013 年以来销售费率及管理费率变化情况



资料来源：wind 公司深度资料，天风证券研究所

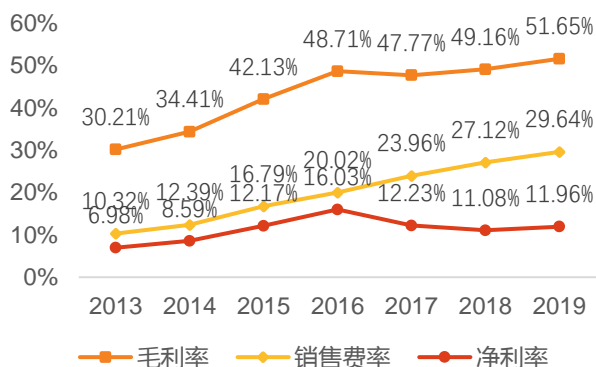
公司近三年整体净利率维持在 11%~12%水平，保持平稳态势，2019 年净利率达到 11.96% (+0.88pct)。2017~2019 年公司销售费用率有所增长，但公司整体毛利率稳中有升，因此公司整体净利率保持相对稳定。

图 67：公司历史净利率数据，近三年保持平稳状态



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

图 68：公司历史净利率、销售费用率及净利率数据对比

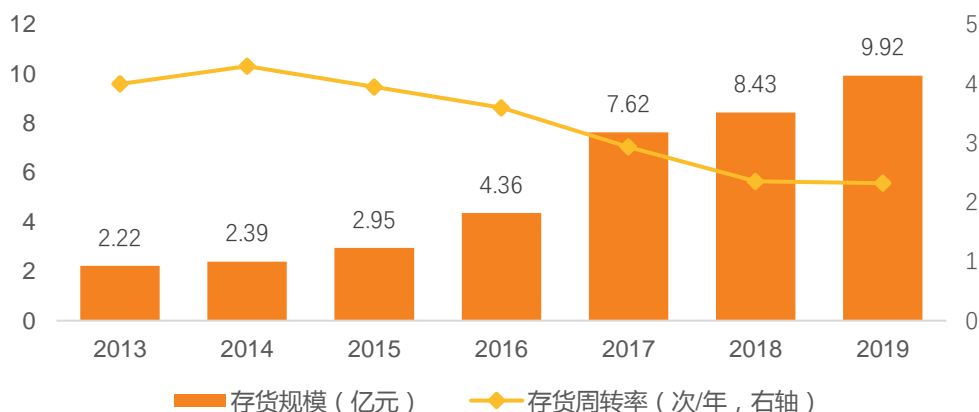


资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

6.4. 存货有所增长，经营性现金流稳步提升

公司整体存货规模近三年来明显提升，我们认为主要系公司健康生活消费品业务逐年扩大，公司日常生产备货需求及快速扩张的线下门店铺货需求提升，存货规模相应上升；存货周转率自 2015 以来逐年有所下滑，我们认为主要系公司门店数量增多、生产能力提升等多重原因有所下降所致。

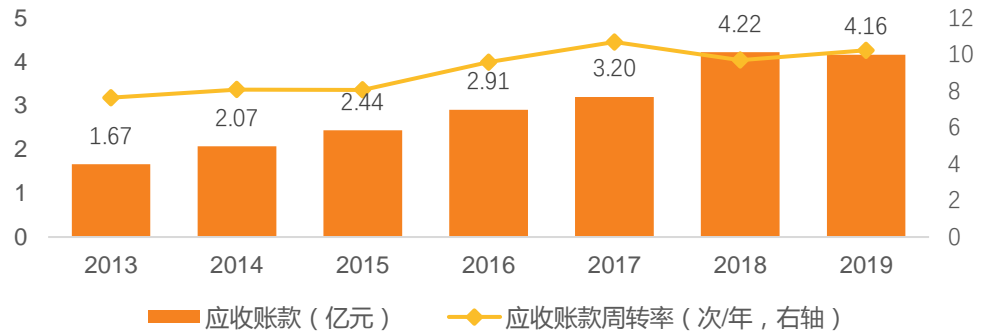
图 69：公司近年来存货规模（亿元）及存货周转率（次/每年）



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

公司 2019 年应收账款规模达 4.16 亿元，规模同比略有缩减，应收账款周转率保持在 10.23 次/年，整体周转效率较高且较稳定。主要系健康生活消费品业务以线上渠道及直营门店销售为主，现款销售或货到付款等付款方式为主，日常经营产生应收账款较少。

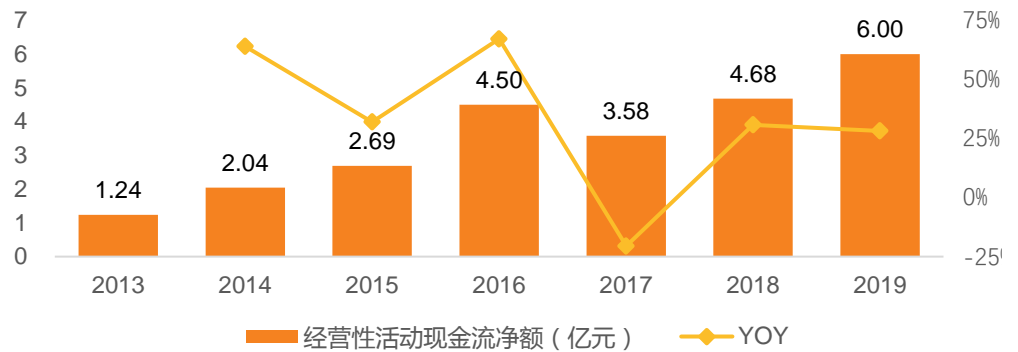
图 70：公司近年来应收账款规模（亿元）及应收账款周转率（次/年）历史数据



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

公司 2019 年经营性现金流净额达到 6.00 亿元 (+28.19%)，自 2017 年以来连续三年同比增幅明显，经营活动现金流较为稳健，主要得益于 1) 公司健康生活消费品销售占比较高，且主要销售来源于线上渠道和直营连锁店销售，多以现款发货及款到发货进行款项交割，应收款周转效率高，收款较为及时；2) 公司与主要供应商、主要客户合作关系稳定，账期波动小。

图 71：公司经营性现金流净额（亿元）及同比变化历史数据



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

7. 募投项目

公司本次募集资金在扣除发行费用之后，将用于高端敷料生产线建设项目，营销网络建设项目，研发中心建设项目以及数字化管理系统项目，项目拟使用资金总额达到 14.26 亿元，占公司首次公开发行股份募资总额（37.15 亿元）的 38.38%。

表 10：募投项目信息

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
高端敷料生产线建设项目	21685.86	21685.86
营销网络建设项目	70456.87	70456.87
研发中心建设项目	23542.15	23542.15
数字化管理系统项目	26881.05	26881.05
合计	142565.93	142565.93

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

8. 盈利预测及估值

根据公司 2020 年 1-9 月业绩预告，预计 2020 年前三季度实现营收 77.23 亿元，同比增长 148%；实现归母净利润 18.12 亿元，同比增长 350%，我们对于公司未来业绩作出如下假设和预测：

1) 医用敷料业务：由于公司 2020 年前三季度收入大幅提升主要来源以防疫物资的需求大幅增长，由此我们预计公司 2020 年医用敷料业务在此作用下仍将保持高速增长；而随着疫情逐渐回落，我们预计 2021 年防疫物资收入占比将会大幅下降，所以 2021 年我们给予相对保守的预估，2022 年维持稳定增长。

2) 健康生活消费品业务：2020 年虽然受到疫情影响，但公司健康生活消费品业务受到的影响相对有限，同时公司线上渠道占比较高，一定程度弥补了线下造成的损失；与此同时我们认为在疫情影响下，湿巾品类的销售将更趋于常态化，有助于提升公司湿巾品类的快速增长，由此我们给予 2020-2022 年公司健康生活消费品收入增速分别为 28%、26%、26%。

3) 全棉水刺无纺布业务作为中间工业品我们给予较为平滑的增长预测。

由此我们预计 2020-2022 年公司实现营收分别为 102.00 亿元、90.21 亿元、104.66 亿元，同比增长分别为 122.96%、-11.55%、16.01%；归母净利润分别为 2020-2022 年公司实现归母净利润 23.21/12.81/14.40 亿元，同比增长分别为 324.95%、-44.84%、12.45%。2020-2021 年 EPS 分别为 5.44/3.00/3.38 元/股。

表 11：稳健医疗盈利预测（亿元，%）

亿元，%	2018	2019	2020E	2021E	2022E
医用敷料业务	11.63	11.89	58.20	35.82	36.27
YOY	6.22%	2.20%	389.56%	-38.45%	1.25%
占比	30.71%	26.35%	57.85%	40.26%	35.14%
健康生活消费品	23.84	30.31	38.87	48.88	61.78
YOY	11.16%	27.16%	28.23%	25.76%	26.39%
占比	62.93%	67.18%	38.63%	54.93%	59.85%
全棉水刺无纺布	2.41	2.92	3.54	4.28	5.18
YOY	21.43%	21.24%	21.00%	21.00%	21.00%
占比	6.36%	6.48%	3.51%	4.81%	5.01%
主营收入	37.88	45.12	100.61	88.98	103.23
YOY	10.18%	19.12%	122.96%	-11.55%	16.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到公司业务和产品拥有医用敷料、婴儿护理、棉柔巾、湿巾、婴儿服饰、成人服饰、全棉水刺无纺布等多个业务，我们选取行业内经营相同业务的公司：医用敷料行业选取奥美医疗、振德医疗；消费品领域选取中顺洁柔、爱婴室、安奈儿、比音勒芬、延江股份；全棉水刺无纺布选取诺邦股份等进行相对估值对比。得到 2020 年行业平均估值为 27 倍，由于公司品牌具备价值，给予一定估值溢价，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标市值 697 亿元，对应目标价 163.20 元。

表 12：稳健医疗相对估值

	2020E	2021E
奥美医疗	20.26	17.21
振德医疗	6.48	22.10
中顺洁柔	28.73	23.78
爱婴室	27.96	21.56
比音勒芬	19.08	15.22
延江股份	32.79	46.32
诺邦股份	21.76	19.78

云南白药	29.74	26.53
金发拉比	56.45	52.53
行业平均	27.03	27.22

资料来源：Wind，天风证券研究所

9. 风险提示

下游市场需求出现波动、客户开拓不及预期风险

若出现宏观经济形势低迷、国民人均可支配收入或购买力下降，终端需求疲软，则会影响公司下游端需求情况，尤其是消费者对高品质产品的意愿和消费能力将会受到影响，从而对公司业绩造成不利影响。

竞争加剧风险

在医用敷料业务中，由于行业集中度较低，国内中小竞争厂商数量较多，市场竞争已经由价格和质量竞争上升至研发能力、管理能力、资金实力的全方位竞争。如果公司不能提升竞争力，未来医用敷料业务将会面临市场份额下降的风险。与此同时，在健康生活消费品市场，在公司取得一定成绩后，众多品牌纷纷效仿，竞争加剧，如果公司无法保持较强的品牌和产品竞争优势，将会面临业绩下降的风险。

原材料价格波动风险

公司主要原材料为棉花及由棉花职称的棉纱、医用坯布等，直接材料成本占生产成本的 50% 以上，对公司毛利率影响较大，若棉花价格出现较大波动，将会对公司毛利率造成影响，从而影响公司盈利能力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	403.83	480.84	2,194.33	3,801.98	5,368.37
应收票据及应收账款	442.44	416.35	1,529.94	623.17	822.71
预付账款	69.99	96.76	203.21	86.30	258.57
存货	843.06	992.41	2,738.38	758.56	3,180.31
其他	180.03	688.23	323.52	693.07	625.05
流动资产合计	1,939.35	2,674.59	6,989.38	5,963.08	10,255.01
长期股权投资	7.17	8.86	8.86	8.86	8.86
固定资产	971.90	1,274.73	1,320.31	1,353.66	1,366.67
在建工程	646.96	187.81	148.69	137.21	112.33
无形资产	132.41	131.66	121.00	110.34	99.68
其他	260.62	253.83	220.04	160.10	102.64
非流动资产合计	2,019.07	1,856.89	1,818.89	1,770.17	1,690.18
资产总计	3,958.42	4,531.47	8,808.27	7,733.25	11,945.19
短期借款	294.59	120.00	100.00	80.00	60.00
应付票据及应付账款	649.98	735.80	2,409.97	460.81	2,814.02
其他	311.63	331.21	640.61	280.33	745.34
流动负债合计	1,256.20	1,187.01	3,150.58	821.13	3,619.35
长期借款	5.00	134.21	80.00	50.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.62	46.71	39.07	40.80	42.20
非流动负债合计	41.62	180.92	119.07	90.80	62.20
负债合计	1,297.82	1,367.93	3,269.66	911.94	3,681.55
少数股东权益	3.60	3.17	6.80	8.97	11.33
股本	376.49	376.49	426.49	426.49	426.49
资本公积	948.91	948.91	948.91	948.91	948.91
留存收益	2,280.55	2,783.84	5,105.32	6,385.85	7,825.82
其他	(948.95)	(948.87)	(948.91)	(948.91)	(948.91)
股东权益合计	2,660.60	3,163.55	5,538.62	6,821.31	8,263.64
负债和股东权益总计	3,958.42	4,531.47	8,808.27	7,733.25	11,945.19

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	425.48	547.20	2,321.48	1,280.53	1,439.97
折旧摊销	128.85	155.11	64.21	68.78	72.53
财务费用	13.40	10.50	(3.95)	(23.76)	(42.27)
投资损失	(0.58)	13.51	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(90.53)	(69.08)	(592.79)	384.83	152.83
其它	(8.75)	(57.47)	8.38	2.77	0.52
经营活动现金流	467.86	599.77	1,787.33	1,703.16	1,613.57
资本支出	398.99	(62.05)	67.63	78.27	48.61
长期投资	1.19	1.69	0.00	0.00	0.00
其他	(1,037.39)	(359.30)	(117.63)	(148.27)	(88.61)
投资活动现金流	(637.22)	(419.67)	(50.00)	(70.00)	(40.00)
债权融资	304.20	263.19	185.64	136.41	87.01
股权融资	292.11	(6.11)	53.90	23.76	42.27
其他	(452.99)	(355.47)	(263.38)	(185.68)	(136.46)
筹资活动现金流	143.32	(98.40)	(23.84)	(25.51)	(7.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(26.03)	81.71	1,713.49	1,607.65	1,566.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,838.92	4,574.63	10,199.68	9,021.29	10,465.59
营业成本	1,951.63	2,211.93	4,848.93	4,332.02	5,069.53
营业税金及附加	41.19	39.55	51.00	90.21	114.07
营业费用	1,041.29	1,355.77	2,267.39	2,556.63	2,918.85
管理费用	176.40	197.46	305.99	378.89	450.02
研发费用	116.56	155.19	153.00	207.49	282.57
财务费用	8.09	6.20	(3.95)	(23.76)	(42.27)
资产减值损失	20.14	(22.39)	(20.00)	(7.42)	(16.60)
公允价值变动收益	(7.97)	10.82	4.55	0.57	(1.90)
投资净收益	0.58	(13.51)	10.00	10.00	10.00
其他	(4.73)	(8.15)	(29.11)	(21.14)	(16.20)
营业利润	495.71	641.77	2,611.88	1,497.78	1,697.52
营业外收入	6.55	3.79	5.36	5.23	4.80
营业外支出	1.79	7.15	4.54	4.49	5.39
利润总额	500.47	638.41	2,612.70	1,498.52	1,696.92
所得税	74.99	91.21	287.40	215.79	254.54
净利润	425.48	547.20	2,325.30	1,282.73	1,442.38
少数股东损益	0.79	0.91	3.82	2.20	2.41
归属于母公司净利润	424.68	546.29	2,321.48	1,280.53	1,439.97
每股收益(元)	1.00	1.28	5.44	3.00	3.38

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	9.76%	19.16%	122.96%	-11.55%	16.01%
营业利润	-3.95%	29.46%	306.98%	-42.66%	13.34%
归属于母公司净利润	-0.59%	28.64%	324.95%	-44.84%	12.45%
获利能力					
毛利率	49.16%	51.65%	52.46%	51.98%	51.56%
净利率	11.06%	11.94%	22.76%	14.19%	13.76%
ROE	15.98%	17.29%	41.97%	18.80%	17.45%
ROIC	24.74%	24.14%	86.22%	38.12%	46.97%
偿债能力					
资产负债率	32.79%	30.19%	37.12%	11.79%	30.82%
净负债率	-3.74%	-6.88%	-36.27%	-53.74%	-63.91%
流动比率	1.54	2.25	2.22	7.26	2.83
速动比率	0.87	1.42	1.35	6.34	1.95
营运能力					
应收账款周转率	9.87	10.65	10.48	8.38	14.48
存货周转率	4.78	4.98	5.47	5.16	5.31
总资产周转率	1.04	1.08	1.53	1.09	1.06
每股指标(元)					
每股收益	1.00	1.28	5.44	3.00	3.38
每股经营现金流	1.10	1.41	4.19	3.99	3.78
每股净资产	6.23	7.41	12.97	15.97	19.35
估值比率					
市盈率	122.80	95.46	22.46	40.73	36.22
市净率	19.63	16.50	9.43	7.66	6.32
EV/EBITDA	0.00	0.00	18.69	31.33	27.07
EV/EBIT	0.00	0.00	19.15	32.79	28.26

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com