

中信证券研究部

冯重光
首席纺织分析师
S1010519040006

郑一鸣
纺织分析师
S1010519120002

姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056

陈竹
首席医疗健康
分析师
S1010516100003

李鑫
首席轻工分析师
S1010510120016

孙晓晖
医疗健康分析师
S1010518110003

郭韵
轻工分析师
S1010520100003

核心观点

本报告结合近期公司、门店、专家调研内容，对稳健医疗的优势和成长进行了进一步的思考。预计公司未来最大的成长主要仍由全棉时代驱动，而全棉时代在产品端优势品类的巩固、新品类的拓展和渠道端数字化的升级、自有渠道的建设和门店效率的优化有望支撑其发展，我们继续看好公司的长期成长性。

团队：治理出色，架构清晰。公司管理团队优秀，善于学习。公司各个业务团队相对独立，消费品业务骨干以外聘专业人才为主。同时，全棉时代的组织架构在原有纵向职能架构基础上增设横向品类负责人架构，按照棉柔巾、卫生巾、清洁防护、婴童服饰、成人服饰、家居床品等不同品类分别设置品类负责人，更有利于推进新品类的研发设计、营销策划和渠道布局。

医疗用品：防疫物资存常态化需求，敷料业务有望协同发展。公司前三季度防疫物资收入约 56 亿元，我们估算前三季度防疫物资毛利率在 65% 以上，主要来自产能利用率的超额释放。防疫物资销售打通渠道、打响品牌，今年国内客户数量增加 170%，拓展医院增加到 3000 多家，拓展药店增加到 9 万多家。前三季度剔除防疫物资，医疗业务增加 70-80%。长期看，在疫情结束后，防疫物资或将成为国内政府及医院的战略储备，同时部分居民口罩使用常态化，公司防疫物资有望持续贡献较多收入。此外，随着高端敷料产品的丰富，手术衣、手术包行业渗透率的提升，自有品牌敷料业务有望加速发展。

全棉时代：产品拓展和渠道升级助力未来发展。1) **产品：**继续巩固优势品类（开发更多创新产品，如泡泡洗脸巾等），同时拓展新品类（棉尿裤、牛仔裤等）。未来，棉柔巾仍将是核心的品类，而卫生巾有望成为第二大增长引擎。2) **渠道：**全渠道数字化建设已经初见成效，价格、商品、库存、会员均已实现互通。**线上，**私域流量运营成效渐显，目前私域流量会员已突破千万。2020 年 1-9 月份，小程序商城增长迅速，实现收入近 3 亿元。**线下，**门店结构逐渐优化，未来新开店将以 300-500 平米为主，有望提升坪效和门店盈利能力。同时，全棉里物、全棉 KIDS 及偏远地区的全棉时代门店将开放加盟，快速扩张的同时降低管理成本。公司计划明年全棉时代（直营、加盟）、全棉里物、全棉 KIDS 及津梁生活整体新开 100+ 家门店。

津梁生活：打造中国特色药妆店，长期值得关注。津梁生活品牌秉承长期可持续发展理念，主打热爱美丽、健康生活方式的人群，致力于打造中国特有的药妆店。目前规模较小，门店数 6-7 家，均位于高端商圈，我们预计未来新开店将以 400-500 平米为主。品牌优势在于强产品研发能力、部分独家供应链资源以及优秀的数字化零售能力，短期对业绩贡献有限，但长期品牌发展值得期待。

风险因素：下游市场波动导致客户拓展不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等风险。

投资建议：后疫情时代，公司继续巩固产品端的优势，发力渠道扩张与数字化升级，强化自身竞争力以及成长的持续。考虑到渠道扩张加速，微调 2021-22 年净利润预测至 18.19/20.48 亿元（原预测为 18.21/20.49 亿元），维持 2020-22 年 EPS 预测为 8.61/4.27/4.80 元，维持“买入”评级。

稳健医疗	300888
评级	买入（维持）
当前价	139.85 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	0.03%
近 6 月绝对涨幅	96.99%
近 12 月绝对涨幅	96.99%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,838.92	4,574.63	12,932.92	10,132.60	10,943.99
营业收入增长率	10%	19%	183%	-22%	8%
净利润(百万元)	424.68	546.29	3,671.24	1,819.28	2,048.28
净利润增长率	-1%	29%	572%	-50%	13%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.14	1.45	8.61	4.27	4.80
毛利率%	49%	52%	59%	53%	55%
净资产收益率 ROE%	15.98%	17.29%	35.33%	14.90%	14.36%
每股净资产(元)	6.23	7.41	24.37	28.63	33.43
PE	123	96	16	33	29
PB	22	19	6	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 26 日收盘价

目录

团队：治理出色，架构清晰	1
医疗：防疫物资存常态化需求，敷料业务有望协同拓展	1
全棉时代：产品拓展和渠道升级驱动成长	2
产品：紧跟消费者需求，各品类积极拓展	2
渠道：数字化升级、门店优化以及私域运营提升渠道效率	4
津梁生活：打造中国特色药妆店，长期值得期待	6
风险因素	7
投资建议	7

插图目录

图 1：产品开发依据	2
图 2：全棉时代天猫旗舰店 1-9 月销售额	5

表格目录

表 1：不同品牌棉柔巾细分款式	3
表 2：不同类型门店单店模型估算	5
表 3：各公司全国门店数	6

■ 团队：治理出色，架构清晰

优秀的公司必然拥有一个优秀的管理团队和组织架构。我们认为，稳健医疗团队存在优秀团队特质：管理优秀、善于学习、架构清晰。

团队管理优秀、善于学习、具备社会责任感。公司多年来坚持“质量优先于利润，品牌优先于速度，社会价值优先于企业价值”原则，注重质量、品牌、社会价值等长期理念。

1) 管理优秀、专注品质：以公司所选用的棉花为例，产品均采用最高等级的一级棉作为原材料。同时，在发明全棉水刺无纺布技术前经历了 2000 多次、1000 多天的实验，只为做出品质优秀的产品。**2) 善于学习：**公司业务从最开始 OEM 敷料出口到成立自有品牌，再到成立消费品品牌，进入零售业态，每一次都是跨行业、跨业态的变革。公司能在历次大变革中获得成功最重要的原因之一便是管理团队善于学习。**3) 具备社会责任感：**过去新疆地区棉花质量参差不齐，公司到当地积极进行棉花种植教育，带动新疆棉花产业发展，十年间新疆棉花产量增长一倍，并且将许多沙漠地、盐碱地改造成绿洲，改善了新疆的生态。同时，疫情中公司彰显大国品牌意识，率先提出“口罩不涨价”，在原材料上涨的情况下，公司依旧维持原价销售口罩，为社会做贡献。

各业务团队独立，由专业人才负责。公司各个业务团队相对独立，并且骨干以外聘专业人才为主。以全棉时代为例，商品部成员有来自安踏、优衣库等优秀服装企业的，市场营销部门的成员有来自宝洁等优秀快消企业的。

全棉时代组织架构调整，推出品类负责人制度。过去全棉时代主要采用的是纵向职能架构，而现在在纵向架构基础上增设横向品类负责人架构，按照棉柔巾、卫生巾、清洁防护、婴童服饰、成人服饰、家居床品等不同的产品品类进行划分。我们认为，采用品类负责人制度更有利于新品类的研发设计、营销策划和渠道布局。

■ 医疗：防疫物资存常态化需求，敷料业务有望协同拓展

前三季度疫情影响下，防疫物资销售大增。公司前三季度防疫物资收入约 56 亿元，占公司总收入 59%，其中大部分为出口业务。我们估算前三季度防疫物资毛利率在 65% 以上。

防疫物资销售打通渠道、打响品牌，敷料业务有望协同发展。通过今年防疫物资的销售，稳健医疗品牌力在国内外均有大幅提升，也受到更多客户的认可。同时，公司也拓展了更多的渠道，今年国内客户数量增加 170%，医院渠道由 2000 多家增加到 3000 多家，药店渠道由近 4 万家增加到 9 万多家。在品牌力和渠道力的提升下，前三季度剔除防疫物资，医疗业务收入增加 70-80%。未来，随着公司高端敷料技术的完善、手术包和手术衣行业渗透率的提升，自有品牌敷料业务有望加速增长。

长期看，防疫物资需求或常态化。短期，国内疫情仍存在反复（天津、上海等地区目前出现个别确诊案例），海外疫情仍未得到良好控制，同时海内外疫苗从量产到全民应用还需要时间，因此预计防疫物资短期需求仍会较大，但相比前三季度或有下降。长期看，在疫情结束后，防疫物资或将成为国内各医院的战略储备，同时口罩使用或常态化，防疫物资有望长期贡献较多收入。

■ 全棉时代：产品拓展和渠道升级驱动成长

全棉时代过去的发展主要是由产品驱动，随着零售渠道的不断升级改造，未来全棉时代的成长预计将由产品拓展和渠道升级双轮驱动。几大核心品类有望成为增长的重要引擎，而渠道的升级则是品牌增长的加速器。

产品：紧跟消费者需求，各品类积极拓展

坚持全棉，产品开发紧跟需求。公司始终坚持以全棉为原材料，在棉的基础上延伸各类产品。产品开发主要依据：实用性、体验感、解决痛点、填补市场空白、创造新机会、满足前瞻需求。

图 1：产品开发依据



资料来源：公司调研，中信证券研究部

用户画像：25-35 岁、中等收入以上的女性为主。公司早期从母婴人群切入，在母婴群体中具备较高的认可度，但考虑到母婴人群的用户生命周期较短，逐渐拓展用户群体，希望做到全年龄段的用户覆盖。综合来看，目前的用户主要以中等收入以上、25-35 岁、注重健康和生活品质的女性为主。

未来全棉时代将继续巩固优势品类（开发更多创新类的产品，如泡泡洗脸巾等），同时不断拓展新品类（棉尿裤、牛仔裤等）。细分看，几大核心品类展望：

1) **棉柔巾：依旧为公司最核心的品类。**公司作为棉柔巾开创者，领先优势显著。产品品质高（采用优质棉花，部分对手采用化纤、黏胶生产），品类丰富（款式丰富度远远

领先于竞争对手), 自有产能带来成本优势 (其他对手多为外协产品)。未来, 看好公司继续巩固棉柔巾的领先优势, 随着行业渗透率提升进一步成长, 我们预计未来 3 年 CAGR 达 35%+ 的增长。

表 1: 不同品牌棉柔巾细分款式

品牌	品类
全棉时代	家庭装: 100%棉、提花纹、20x20cm, 每包 100 抽、软包装
	小包携带装: 100%棉、平纹、15x20cm、每包 100 抽、软包装
	客厅标配款: 100%棉、平纹、20x20cm、每包 80 抽、硬纸包装
	婴儿棉柔巾: 100%棉、平纹、11x20cm、每包 100 抽、软包装
	新生敏肌倍护: 100%棉、平纹、15x20cm、每包 80 抽、软包装、天然甘油
	敏感肌洗脸便携: 100%棉、加厚平纹、20x23cm、每包 20 抽、软包装
	敏感肌洗脸日常: 100%棉、加厚平纹、20x20cm、每包 80 抽、软包装
	油皮洗脸便携: 100%棉、波浪网纹、20x23cm、每包 20 抽、软包装
	油皮洗脸日常: 100%棉、波浪网纹、20x20cm、每包 80 抽、软包装
	懒人洗脸巾: 100%棉、平纹、20x20cm、每袋 16 片、软包装、甘油、烟酰胺等, 遇水起泡
	保湿医美肌特护: 100%棉、平纹、20x20cm、每包 60 抽、硬纸浮雕花纹包装
	高方盒: 100%棉、平纹、20x20cm, 每包 60 抽、卡通硬纸盒
	桃桃舒芙蕾: 100%棉、加厚平纹、20x20cm、每包 70 抽、软包装、天然甘油
	桃桃舒芙蕾棉柔巾卷: 100%棉、加厚平纹、15x20cm、每卷 40 抽、软包装、天然甘油
Babycare	宝宝超柔保湿棉柔巾: 100%棉、平纹、12x10cm、每包 80 抽、软包装, 日本乳霜保湿因子
	宝宝棉柔巾: 100%棉、平纹、12x20cm、每包 100 抽、软包装
	便携装洗脸巾: 100%棉、平纹、12x20cm、每包 20 抽、软包装
	植物棉柔巾: 100%植物纤维、平纹、12x20cm、每包 75 抽、软包装
维达	颐和园洗脸巾: 非纯棉、平纹、20x20cm、每包 80 抽、颐和园形象软包装
	普通棉柔巾: 非纯棉、平纹、20x20cm、每包 100 抽、软包装
洁柔	婴儿棉柔巾: 非纯棉、平纹、13x20cm、每包 100 抽、软包装
	新棉初白: 100%棉、平纹、19.5x17.5cm、每包 90 抽、软包装
好孩子	宝宝棉柔巾: 100%棉、平纹、12x20cm、每包 100 抽、软包装
	宝宝加厚棉柔巾: 非纯棉、加厚平纹、20x20cm、每包 80 抽、软包装
	便携压缩棉柔巾: 非纯棉、平纹、24x30cm、每包 20 粒
	卡通棉柔巾: 100%棉、平纹、12x20cm、每包 100 抽、卡通软包装
安慕斯	宝宝专用棉柔巾: 非纯棉、3D 珍珠纹、15x20cm、每包 100 抽、软包装
	加厚棉柔洗脸巾: 100%植物纤维、加厚 3D 珍珠纹、16x20cm、每包 100 抽、软包装
	P2 系列婴儿棉柔巾: 非纯棉、平纹、15x20cm、每包 100 抽、软包装
	婴儿纯棉棉柔巾: 100%棉、平纹、12x20cm、每包 100 抽、软包装
	棉柔巾卷: 100%植物纤维素纤维、3D 珍珠纹、20x20cm、每卷 80 段
心相印	普通棉柔巾: 非纯棉、平纹、20x20cm、每包 100 抽、软包装
	婴儿棉柔巾: 非纯棉、3D 珍珠纹、15x20cm、每包 80 抽、软包装
	婴儿纯棉棉柔巾: 100%棉、平纹、15x20cm、每包 100 抽、软包装
	便携全棉洗脸巾: 非纯棉、平纹、19x21cm、每包 8 片、软包装
	纯棉柔巾: 100%纯棉、平纹、20x20cm、每盒 80 抽、卡通硬纸盒
得宝	小象婴儿纯棉柔巾: 100%棉、平纹、12x20cm、每包 100 抽、卡通软包装
	两用棉柔巾: 100%棉、印花平纹、20x20cm、每包 60 抽、卡通软包装
	普通棉柔巾: 100%棉、印花平纹、20x20cm、每包 90 抽、软包装
	便携棉柔巾: 100%棉、印花平纹、21x23cm、每包 20 片、软包装

资料来源: 天猫商城, 中信证券研究部

2) 卫生巾：有望成为第二大增长引擎。全棉时代的奈丝公主全棉表层卫生巾在终端消费者中口碑极佳，用户使用舒适、不过敏，目前的问题在于产品和品牌的认知度较低，伴随消费者认知的提升，看好卫生巾成为全棉时代第二大增长引擎。2019 年卫生巾收入达 3.2 亿元/+37%，我们预计未来 3 年 CAGR 在 30%-40%。

3) 湿巾：疫情后快速成长的品类。疫情发生后，湿巾消毒、擦拭需求增加，同时全棉时代产品材质天然、柔软，使用不易过敏，产品竞争力强。2019 年湿巾收入达 2.2 亿元/+13.5%，考虑到疫情后需求的增加，我们预计未来三年湿巾收入 CAGR 接近 30%。

4) 婴童服饰及婴童家纺：线下重点品类，年龄段逐渐延伸。过去全棉时代的婴童服饰侧重小童（0-3 岁），今年开始逐渐向大童延伸（3-12 岁）。背后的理念其实是公司全年龄段的人群定位以及原有消费群体长大后，公司也需要匹配对应的产品。2019 年婴童服饰收入达 3.5 亿元/+27.4%，婴童家纺收入达 2.9 亿元/+6.5%，随着开店的增加以及产品的丰富，预计婴童服饰及家纺收入未来三年保持 20%+ 的 CAGR。

5) 成人服饰：线下另一大重要品类，主攻功能性（舒适、贴身）。全棉时代成人服饰主要包括家居服、外出服、内衣裤、袜子等。家居服由于主打贴身、舒适，一直以来广受消费者欢迎。外出服同样也以天然材料、舒适柔软作为卖点，整体设计相对简单，不过度追求时尚感。2019 年成人服饰收入达 4.1 亿元/+51%，预计未来三年保持 20%+ 的 CAGR。

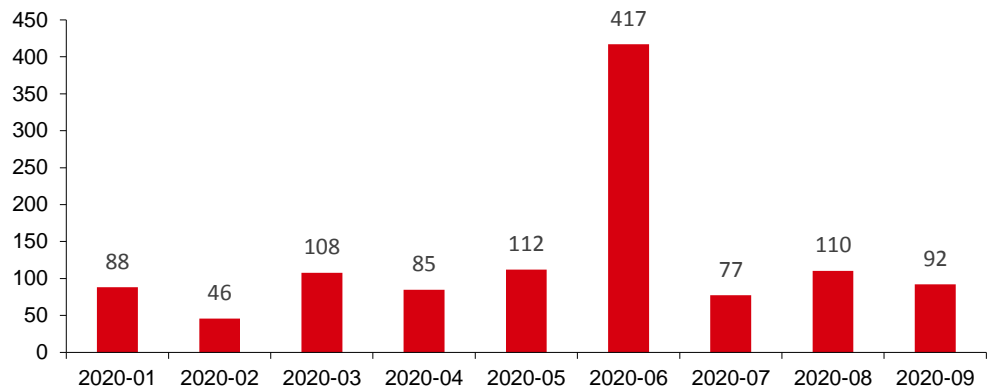
6) 新品类拓展：以棉花为核心材料拓展新品类，目前计划中的包括棉尿裤。全棉时代的发展路径离不开新品类的拓展，从最初棉柔巾一款产品拓展到如今的多产品矩阵。未来公司依然将以棉材料为核心，不断延伸产品线。目前处于计划中的新品类包括棉尿裤。公司棉尿裤品类已开发近 10 年，一直在尝试优化产品，希望发明出既不容易过敏、又能有良好渗水性、不侧漏的棉尿裤。

渠道：数字化升级、门店优化以及私域运营提升渠道效率

全渠道数字化建设，提升渠道效率。公司 2019 年便开始数字化转型，在 IPO 募投项目中同样包含 2.69 亿元数字化建设项目。目前数字化建设已经初见成效，形成了“智能制造-智能物流-数字化商品-数字化交易-数字化营销-消费者运营”的数字化“后-中-前”台。从前端看，价格、商品、库存、会员均已打通，销售数据实现秒级监控。

线上：小程序商城增长迅速，私域流量运营成效渐显。1) 公司过去线上主打天猫、京东等传统电商渠道，今年借由疫情中销售防疫物资引流的大部分粉丝，公司积极发力私域流量运营，发展小程序商城。相比传统电商，自有渠道费用更低，掌控力更强，离消费者更近，更容易洞察需求。2) 除了自然流量外，公司还鼓励店员积极拉动客户加会员、加微信群，在群内分享优惠信息、购买链接，给予会员折扣，引导客户在自有商城购买。目前全棉时代私域流量会员数已突破千万。3) 2020 年 1-9 月份，小程序商城实现收入近 3 亿元，占全棉时代收入的 10%+，同期全棉时代天猫旗舰店的销售额为 11 亿元。未来，小程序有望成为公司一大重要的线上渠道，继续发力。

图 2: 全棉时代天猫旗舰店 1-9 月销售额 (百万元)



资料来源: 淘数据, 中信证券研究部

线下: 门店结构逐渐优化, 提升坪效改善单店模型。 1) 结合我们对终端不同类型门店的调研, 我们认为门店盈利的关键在于提升坪效。公司门店可分为 ABCD 不同类型, 其中 A 类店整体销售最好, 平均面积约在 600 平米。若以理想的 A 类店为标杆, 我们估算利润率在 22% 左右, 盈利能力优秀。普通的 A 类店亦有不错的利润率。2) 从 2019 年报表口径观察, 门店整体利润率较低, 主要原因在于坪效未能充分释放。过去公司在部分城市开了 800 平米以上的大店, 用于用户体验和品牌展示, 导致整体坪效较低。我们预计未来, 公司开店将以 300-500 平米、面积适中的店铺为主, 从而提升坪效, 带动门店利润率提升。

表 2: 不同类型门店单店模型估算

门店类型	理想 A 类店假设	普通 A 类店假设	盈亏平衡店	报表单店模型
面积	594	594	594	421
销售额 (万元/年)	1080	960	695	557
坪效 (元/年)	18182	16162	11698	13229
毛利率	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%
店租 (万元/年)	251	251	251	144
每平方米店租 (元/年)	4229	4229	4229	3431
租售比	23%	26%	36%	26%
员工工资 (万元/年)	87	87	87	87
全职员工月薪 (元/月)	6764	6764	6764	6764
全职员工数	9	9	9	9
单员工保险费 (元/月)	331	331	331	331
兼职员工月薪	2240	2240	2240	2240
兼职员工数	4	4	4	4
人工成本占比	8.1%	9.1%	12.6%	15.7%
门店推广费	20	18	13	10
占门店收入比例	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
装修折旧 (万元/年)	42	42	42	30
每平方米折旧 (元/年)	705	705	705	705
占门店收入比例	3.9%	4.4%	6.0%	5.3%

门店类型	理想 A 类店假设	普通 A 类店假设	盈亏平衡店	报表单店模型
物业费（万元/年）	9	9	9	6
每平方米物业费（元/年）	150	150	150	150
占门店收入比例	0.8%	0.9%	1.3%	1.1%
电费（万元/年）	30	30	30	21
每平方米电费（元/年）	500	500	500	500
占门店收入比例	2.8%	3.1%	4.3%	3.8%
门店利润（万元/年）	232	160	0	47
门店利润率	21.5%	16.7%	0.0%	8.4%

资料来源：门店调研，中信证券研究部估算

全棉里物、全棉 KIDS 及偏远地区的全棉时代门店将采用半托管加盟模式扩张，降低管理成本。1) 公司过去的门店以直营为主，目前仅 2 家加盟店，位于拉萨、银川等相对偏远的地区。考虑到偏远地区和下沉市场的管理成本大，未来这类门店将考虑采用加盟的模式进行扩张。另外，全棉时代旗下两大子品牌全棉里物（主打内衣）以及全棉 KIDS，未来也将开放加盟，以 50-120 平米的小店为主。2) 全棉时代的加盟模式为半托管式加盟，公司对商品、价格等依旧有很强的掌控力，从而保证良好的品牌形象。

明年整体将新开 100+家门店。在三季度业绩交流会中，公司提到明年计划新开 100 家门店，包括全棉时代（直营、加盟）、全棉里物、全棉 KIDS 及津梁生活。从好孩子、优衣库等知名母婴、服装品牌的门店情况观察，公司仍有较大的开店空间。

表 3：各公司全国门店数

	一线城市	准一线城市	二线城市	三线城市	四线及以下城市	合计
全棉时代	74	99	49	10	5	237
好孩子	177	363	269	242	410	1461
优衣库	228	257	189	115	99	888
无印良品	89	137	105	54	51	436
英氏	19	58	45	13	8	143
ZARA	17	26	6			49
HOME						

资料来源：腾讯地图，中信证券研究部

注：数据存在一定误差，截至 2019 年末全棉时代门店数为 250 家

■ 津梁生活：打造中国特色药妆店，长期值得期待

通过我们对津梁生活门店的实地调研和产品体验，对津梁生活品牌的定位、优势、发展有了更清晰的认知。津梁生活注重长期可持续发展，主攻热爱美丽、健康生活方式的人群，致力于打造中国特色的药妆店，其优势在于强产品研发能力、部分独家供应资源以及优秀的数字化零售能力，短期对业绩贡献预计有限，但长期品牌发展值得期待。

品牌愿景：打造中国特色药妆店。津梁生活是公司从医疗向消费品的进一步延伸。全棉时代的品类相对受限，而津梁生活则可以覆盖更全的品类，从美妆、洗护到小家电等。目标人群为热爱美丽、健康生活方式的中产阶级。过去中国的零售药店主要仍以药为主，而津梁生活致力于打造中国特色的药妆店，以健康、天然的美妆、生活产品为主。

品牌现状：规模较小，仍在成长阶段。1) 目前津梁生活整体规模较小，门店数在 6-7 家，均位于相对高端的商圈（深圳卓越中心、武汉国际广场等）。2) 津梁生活开始时也以大店（超过 1000 平米）、体验性为主，展示品牌形象，目前新开店在 400-500 平米，注重商业化。3) 品类以美妆、洗护为主，从陈列观察，美妆占到一半以上。目前自有品牌占比相对较低，主要是生姜洗发水、冻干面膜等产品。同时，店内也会通过一些大牌商品（SK2、兰蔻等）来进行引流。

优势：与全棉时代会员引流、独家、小众的供应商、数字化程度高。1) **会员引流：**津梁生活鼓励用户办理会员，需缴纳 380 元会员费（会返还 380 元使用券），即可享受全场商品会员价以及不定期的会员折扣（会员价上打折），同时津梁生活的会员可自动享受全棉时代 V3 会员待遇，一定程度上相互引流。2) **独家、小众供应商：**部分小众供应商在国内开展渠道困难，而公司可借国内渠道优势成为其独家代理商。此外，稳健医疗部分海外医疗客户存在一些药妆业务，亦可借客户优势成为独家代理，从而把握供应链独占权。3) **数字化：**津梁生活门店数字化程度高，比如说每个商品上有贴有付款二维码，用户可直接手机扫码付款，无需前往柜台支付。数字化程度可帮助公司提供差异化的服务以及提升整体零售效率。

发展：仍需不断扩张，增加自有品牌和独占商品的占比建立优势。对于线下零售品牌，渠道的渗透率是很重要的，而津梁生活目前渠道渗透率仍然较低，未来仍需要扩大布局和规模。同时，公司也在不断增加自有品牌和独占商品的占比，从产品和供应端建立差异化优势。

■ 风险因素

下游市场波动导致客户拓展不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等风险。

■ 投资建议

后疫情时代，公司继续巩固产品端的优势，发力渠道扩张与数字化升级，强化自身竞争力以及成长的持续。考虑到渠道扩张加速，微调 2021-22 年净利润预测至 18.19/20.48 亿元（原预测为 18.21/20.49 亿元），维持 2020-22 年 EPS 预测为 8.61/4.27/4.80 元，维持“买入”评级。

■ 相关研究

稳健医疗（300888）2020 年三季报点评—全棉时代表现亮眼，全年有望继续高增
 (2020-10-28)

稳健医疗（300888）2020 年三季报预告点评—三季度业绩远超预期，全年有望继续高增
 (2020-10-14)

稳健医疗（300888.SZ）投资价值分析报告——敷料龙头，棉品专家 (2020-09-13)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,839	4,575	12,933	10,133	10,944
营业成本	1,952	2,212	5,302	4,761	4,927
毛利率	49.16%	51.65%	59.00%	53.01%	54.98%
营业税金及附加	41	40	128	99	103
销售费用	1,041	1,356	2,303	2,546	2,915
营业费用率	27.12%	29.64%	17.81%	25.12%	26.63%
管理费用	176	197	551	434	476
管理费用率	4.59%	4.32%	4.26%	4.28%	4.35%
财务费用	8	6	-74	-167	-202
财务费用率	0.21%	0.14%	-0.58%	-1.65%	-1.85%
投资收益	1	-14	0	0	0
营业利润	496	642	4,292	2,132	2,397
营业利润率	12.91%	14.03%	33.18%	21.04%	21.90%
营业外收入	7	4	5	5	5
营业外支出	2	7	5	4	5
利润总额	500	638	4,292	2,132	2,396
所得税	75	91	615	310	345
所得税率	14.98%	14.29%	14.33%	14.53%	14.38%
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	1,819	2,048
净利率	11.06%	11.94%	28.39%	17.95%	18.72%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	404	481	7,163	8,678	10,325
存货	843	992	1,426	1,646	1,854
应收账款	422	416	1,261	1,008	1,050
其他流动资产	271	785	663	569	594
流动资产	1,939	2,675	10,513	11,901	13,823
固定资产	972	1,275	1,495	1,703	1,898
长期股权投资	7	9	9	9	9
无形资产	132	132	132	132	132
其他长期资产	908	442	442	442	442
非流动资产	2,019	1,857	2,077	2,285	2,480
资产总计	3,958	4,531	12,590	14,186	16,303
短期借款	295	120	0	0	0
应付账款	532	563	1,450	1,271	1,305
其他流动负债	429	504	548	491	511
流动负债	1,256	1,187	1,998	1,762	1,816
长期借款	5	134	134	134	134
其他长期负债	37	47	57	67	77
非流动性负债	42	181	191	201	211
负债合计	1,298	1,368	2,189	1,962	2,027
股本	376	376	426	426	426
资本公积	949	949	4,459	4,459	4,459
归属于母公司所有者权益合计	2,657	3,160	10,392	12,211	14,260
少数股东权益	4	3	9	12	16
股东权益合计	2,661	3,164	10,401	12,224	14,275
负债股东权益总计	3,958	4,531	12,590	14,186	16,303

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	500	638	4,292	2,132	2,396
所得税支出	-75	-91	-615	-310	-345
折旧和摊销	129	155	29	42	55
营运资金的变化	-118	-97	-225	-110	-221
其他经营现金流	31	-5	-76	-169	-207
经营现金流合计	468	600	3,406	1,586	1,679
资本支出	-638	-447	-250	-250	-250
投资收益	1	-14	0	0	0
其他投资现金流	0	41	2	2	5
投资现金流合计	-637	-420	-248	-248	-245
发行股票	300	0	3,560	0	0
负债变化	1,233	909	-110	10	10
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-1,389	-1,007	74	167	202
融资现金流合计	143	-98	3,525	177	212
现金及现金等价物净增加额	-26	82	6,683	1,515	1,646

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%	182.71%	-21.65%	8.01%
营业利润增长率	-3.95%	29.46%	568.71%	-50.33%	12.45%
净利润增长率	-0.59%	28.64%	572.03%	-50.44%	12.59%
毛利率	49.16%	51.65%	59.00%	53.01%	54.98%
EBITDA Margin	16.60%	17.48%	32.80%	19.78%	20.52%
净利率	11.06%	11.94%	28.39%	17.95%	18.72%
净资产收益率	15.98%	17.29%	35.33%	14.90%	14.36%
总资产收益率	10.73%	12.06%	29.16%	12.82%	12.56%
资产负债率	32.79%	30.19%	17.39%	13.83%	12.44%
所得税率	14.98%	14.29%	14.33%	14.53%	14.38%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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。	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Dalal 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纂的研究资料，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。