

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

服装 II

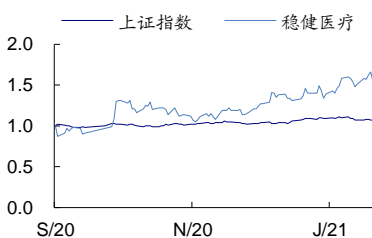
稳健医疗(300888)

买入

合理估值: 230 元 昨收盘: 192.6 元 (首次评级)

2021年02月08日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	426/44
总市值/流通(百万元)	82,125/8,450
上证综指/深圳成指	3,496/15,007
12个月最高/最低(元)	217.58/103.70

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

深度报告

一朵棉花坚持初心, 国民品牌新生力量

● 行业分析: 广阔的行业规模蕴藏孕育龙头品牌潜力

公司所处的医用敷料和纺织行业, 中国具备领先的产业链优势。全球医用敷料市场 125 亿美元, 中国出口约占 20%, 国内市场规范化, 公司龙头地位稳固。无纺消费品增长迅速, 公司是全棉水刺无纺布领军者。有纺消费品存万亿市场, 童装/内衣市场蕴藏孵化龙头品牌机遇。

● 公司概况: 棉花连接“医疗+消费”, 打造大健康品牌

公司从医用敷料代工起家, 目前主营以“棉”为核心的医疗和消费品业务, 旗下有“稳健医疗”和“全棉时代”两大品牌。公司财务表现稳健, 6 年收入/利润复合增速 24%/35%, ROE 20% 左右。

● 业务分析: 医疗业务结构升级, 消费业务产品力突出

医疗业务主打伤口护理、防护产品等, 毛利率优于同行, 境外 OEM 收入约占 7 成, 境内自有品牌增长快。消费业务主打棉柔巾、婴童服饰、内衣等产品, 增长迅速, 线上销售约占 6 成, 另有新品牌“津梁生活”。

● 增长动力: “全棉”成长空间大, “稳健”站上新台阶

“全棉时代”品牌树立健康生活形象, 从以母婴为主的客群向年轻人群渗透, 主打产品在线上占据主导地位, 线下 250 家左右的门店有大量扩张空间, 并将通过新零售小程序协同带动线上持续增长; “稳健医疗”品牌疫情后切入新渠道, 国内对低值耗材防疫物资的重视带来广阔市场, 品牌力强化有望带动增量 2C 端销售, 产品结构亦有升级空间。

● 风险提示

1. 宏观经济与消费需求大幅下行; 2. 新渠道、产品扩展不及预期; 3. 品牌竞争激烈; 4. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 把握大健康龙头品牌成长期, 维持“买入”评级

我们认为公司在研发产品和新零售渠道上长期积累的优势, 随着品牌知名度的迅速提升, 将打开长期成长天花板。预计公司 20-22 年净利润分别同比增长 589.8%/45.3%/28.4%, EPS 为 10.01/5.47/7.02 元, 合理估值 220-240 元 (22 年 PE 31.3x -34.1x), 首予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,575	12,807	12,040	15,054
(+/-%)	19.2%	180.0%	-6.0%	25.0%
净利润(百万元)	546	3768	2060	2645
(+/-%)	28.6%	589.8%	-45.3%	28.4%
摊薄每股收益(元)	1.45	10.01	5.47	7.02
EBIT Margin	16.7%	34.6%	19.8%	20.3%
净资产收益率(ROE)	17.3%	62.9%	27.3%	28.2%
市盈率(PE)	131.2	19.0	34.8	27.1
EV/EBITDA	84.2	16.2	29.1	23.0
市净率(PB)	22.7	12.0	9.5	7.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司过去的优势在于产品力和渠道力，目前经过疫情期间公司的企业社会价值的认可、知名度的提升，品牌力显著增强，公司长期成长空间被打开，有望打造为大健康领域的龙头国产品牌。我们预计公司 20-22 年净利润分别同比增长 589.8%/-45.3%/28.4%，EPS 分别为 10.01/5.47/7.02 元，合理估值 220-240 元（22 年 PE 31.3x -34.1x），首予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，社会于疫情期间形成部分习惯得到延续，包括强化卫生防护、健康安全的意识，线上消费模式的习惯，以及国家对于医疗物资、低值耗材的重视等；

第二，公司的消费品业务持续进行有效的产品研发创新、渠道开拓、品牌塑造，保持快速的增长；

第三，公司的医疗业务迈上新台阶，防疫物资以外的产品借助新渠道和品牌知名度提升得到持续快速的发展。

与市场的差异之处

第一，市场担心公司消费品业务线下渠的盈利能力较差，快速扩张后拖累公司盈利水平，我们认为公司线下渠道盈利水平将随门店结构调整带来坪效优化、加盟业务开放优化费用结构，同时新零售协同发展也将带动整体盈利水平提升；

第二，市场担心疫情过后公司的医疗业务规模大幅下降，我们认为疫情后医疗业务有望获得长期渠道扩容和品牌升级，疫情期间非防疫物资的医疗产品也已经获得了快速的增长，未来发展空间广阔。

股价变化的催化因素

第一，公司消费业务门店开拓、线上新零售渠道增长、经营效率好于市场预期，增强市场对于公司消费业务渠道运营能力的信心；

第二，公司产品研发取得显著进展，有效开拓新品类或取得产品升级，增强市场对于公司产品力的信心；

第三，公司医疗业务顺利进入新渠道，自有品牌销售显著增长，产品结构升级，逐步打消市场对于公司长期空间的担忧。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济与消费需求大幅下行，影响消费业务扩张进度；

第二，新渠道、产品扩展不及预期，经营效率低于预期；

第三，行业库存高企，品牌竞争激烈；

第四，市场的系统性风险。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值: 225-231 元	7
绝对估值的敏感性分析	7
相对法估值: 220-240 元	8
投资建议	8
行业分析: 广阔的行业规模蕴藏孕育龙头品牌潜力	9
医用辅料: 中国产业链竞争优势突出, 医疗保障加强推升市场放量	9
无纺布消费品: 市场潜力大, 全棉时代稳居棉柔巾市场第一	12
有纺消费品: 现存万亿市场规模, 集中度较低	15
公司概况: 棉花连接“医疗+消费”, 打造大健康品牌	19
业务概况: 以“棉”为核心的医疗及消费两大板块	19
发展历程: 医用敷料代工起家, 切入健康消费品领域, 双轮驱动发展	20
对比强生: 医疗业务坚持创新, 通过并购不断强化消费品和制药业务	22
财务分析: 消费业务增长迅速, 业务结构改变	24
医疗业务: 产品结构升级, 境内品牌销售增长较快	29
业务: 高端敷料占比上升, 毛利率高于同行	29
渠道: 境外收入占比较高, 境内收入增长较快	31
消费业务: 产品力突出, 零售渠道新颖	32
业务: 无纺布增长快速, 有纺品毛利率较高	32
渠道: 线上竞争力显著, 线下有待扩张	34
无纺布业务: 强劲的产品力创造高附加值	39
增长动力: “全棉”成长空间大, “稳健”站上新台阶	40
消费业务: 品牌内涵延伸, 以产品力为基, 新零售驱动增长	41
医疗业务: 品牌打入新渠道, 树立良好形象, 产品结构升级	49
盈利预测与投资建议	53
盈利预测假设	53
三年盈利预测	54
盈利预测的敏感性分析	55
投资建议	55
风险提示	56
附表: 财务预测与估值	57
国信证券投资评级	58
分析师承诺	58
风险提示	58
证券投资咨询业务的说明	58

图表目录

图 1: 医用敷料产业链	9
图 2: 中国纺织品出口占全球比例.....	10
图 3: 2014-2020E 全球医用敷料市场销售收入 (亿美元)	10
图 4: 2014-2020E 中国医用敷料市场规模 (亿元)	10
图 5: 疫情对于国民日常防护观念的影响程度.....	12
图 6: 疫情结束后, 您会日常使用哪些防护用品?	12
图 7: 2017-2020E 非织造布产量规模与增速.....	12
图 8: 2017-2020E 非织造布出口量规模与增速.....	12
图 9: 2018 年稳健医疗的产能在全棉水刺无纺布领域的占比.....	13
图 10: 2010-2020 生活用纸市场消费量 (万吨)	13
图 11: 2014-2019 中国棉柔巾行业需求量增长统计 (亿张)	13
图 12: 2020 年 6 月阿里全网热销棉柔巾品牌销售额 Top20	14
图 13: 2013-2019 年吸收性卫生用品市场规模 (亿元)	14
图 14: 2005-2019 中国湿巾市场增速 (不包括婴儿湿巾)	15
图 15: 2005-2019 中国婴儿湿巾市场增速.....	15
图 16: 2018 年全球湿巾市场产品分布	15
图 17: 中国童装市场销售规模及同比增长.....	16
图 18: 2018 年全球人均童装消费 (美元)	16
图 19: 我国童装行业品牌集中度变化趋势 (%)	16
图 20: 中国内衣市场规模及同比增长.....	17
图 21: 2010-2020E 中国内衣消费需求量 (亿元)	17
图 22: 2019 全球部分国家人均内衣消费预估值 (美元)	17
图 23: 2011-2020 中国内衣品牌集中度变化趋势.....	18
图 24: 2011-2020 中国内衣公司集中度变化趋势.....	18
图 25: 2011-2020 各国内衣品牌 CR3 变化趋势.....	18
图 26: 2011-2020 各国内衣公司 CR3 变化趋势.....	18
图 27: 2019 年女性内衣购买因素分析.....	19
图 28: 2019 年中国女性内衣市场购买因素分析.....	19
图 29: 2019 年 6-7 月中国男性内裤消费材质偏好	19
图 30: 公司主营业务概述.....	20
图 31: 2019 年稳健医疗主要销售模式及占比.....	20
图 32: 公司发展历史.....	22
图 33: 强生公司发展历程.....	23
图 34: 2001-2019 强生各业务规模与增速	23
图 35: 2001-2019 强生各业务占比	23
图 36: 公司分业务营业收入与变化情况.....	24
图 37: 公司分业务营业收入占比情况.....	24
图 38: 公司营业收入与变化情况	24
图 39: 公司归母净利润与变化情况	24
图 40: 公司利润率水平	25

图 41: 公司费用率水平	25
图 42: 2019 年主营业务占比	25
图 43: 2020 年前三季度主营业务占比	25
图 44: 主营业务毛利率及变化情况	25
图 45: 主营业务经营利润率及变化情况	25
图 46: 各项主营业务同比增长情况	26
图 47: 公司投资回报水平	26
图 48: 公司平均周转天数	26
图 49: 公司资产负债率	27
图 50: 股权结构图	29
图 51: 2013-2020 公司医用敷料收入变化	30
图 52: 2013-2020 公司医用敷料毛利率变化	30
图 53: 2019 年医疗业务主要产品占比	30
图 54: 医疗业务主要产品收入同比增长	30
图 55: 医疗业务主要产品毛利率	30
图 56: 医疗业务渠道分类占比	32
图 57: 医疗业务分地区收入增长	32
图 58: 2013-2019 消费业务收入与增速	33
图 59: 2013-2019 消费业务毛利率变化	33
图 60: 消费业务主要产品类别占比	33
图 61: 消费业务主要产品类别增长	33
图 62: 无纺布主要产品类别占比	34
图 63: 无纺主要产品毛利率	34
图 64: 有纺主要产品类别占比	34
图 65: 有纺主要产品毛利率	34
图 66: 消费业务 2019 年销售渠道占比	35
图 67: 消费业务分渠道收入增长	35
图 68: 消费品业务分渠道销售费用率	35
图 69: 消费业务分渠道收入占比	36
图 70: 消费品线上分销售模式占比	36
图 71: 消费业务线上分平台收入占比	36
图 72: 消费业务天猫与京东销售费用率对比	36
图 73: 天猫销售费用率构成	37
图 74: 京东销售费用率构成	37
图 75: 全棉时代门店	37
图 76: 全棉时代门店	37
图 77: 津梁生活门店	38
图 78: 津梁生活门店	38
图 79: 津梁生活微信小程序功能简介	39
图 80: “全棉时代”百度搜索指数需求图谱	41
图 81: “全棉时代”百度搜索指数人群属性	42
图 82: 全棉时代棉柔巾与其他品牌棉柔巾比较	43
图 83: 全棉时代卫生巾与其他品牌卫生巾对比	43
图 84: 2020 年 11 月全棉时代天猫平台分类目销售占比	44

图 85: 全棉时代小程序表现突出.....	46
图 86: S2b2C 商业模式	46
图 87: 全棉时代线下渠道与同行对比	47
图 88: 同行 KA 渠道占比比较.....	48
图 89: Walgreens 连锁药店门店实景图	49
图 90: CVS 连锁药店门店实景图	49
图 91: 稳健医疗获得荣誉表彰	50
图 92: 2019 年 11 月至 2020 年 11 月稳健医疗百度搜索指数变化.....	51
图 93: 全球高端医用敷料市场规模.....	52
图 94: 全球高端敷料占医用敷料市场比重.....	52
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	7
表 2: 资本成本假定	7
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	8
表 4: 同类公司估值比较.....	8
表 5: 2017-2019 中国医用敷料出口前五名的企业	11
表 6: 疫情后我国医用应急物资防护物资支持政策	11
表 7: 非织造布生产工艺分类及我国产能占比	12
表 8: 公司董监高简介.....	28
表 9: 医疗业务毛利率同行比较.....	31
表 10: 医疗业务销售费用率同行比较	31
表 11: FY2017-2019 公司主要医用敷料客户介绍	32
表 12: 消费业务主要产品占消费品比重	33
表 13: 有纺消费品占消费品比重	34
表 14: 消费业务单店模型	38
表 15: 无纺布业务情况.....	40
表 16: 无纺布业务客户情况	40
表 17: 水刺无纺布毛利率同行比较.....	42
表 18: 无纺消费品同行业毛利率比较	44
表 19: 2020 年 11 月天猫热销品类前五名	45
表 20: 无印良品与全棉时代单店模型对比.....	47
表 21: 无印良品与全棉时代盈利与费用情况对比	48
表 22: 公司与同行合作商超对比.....	49
表 23: 新境外大客户情况.....	49
表 24: 2019H1 与 2020H1 公司前五大客户对比	50
表 25: IPO 募集资金投入项目	52
表 26: IPO 超募资金投入项目	52
表 27: 盈利预测分业务主要假设及结果	54
表 28: 盈利预测及市场重要数据.....	55
表 29: 盈利预测的敏感性分析	55

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：225-231 元

公司塑造的大健康品牌契合当下消费观念的转变，并且所处赛道包括高端医用敷料、防护产品、无纺消费品、个人护理产品、童装、内衣等，均具备长期稳健快速增长前景。公司正处于品牌、产品、渠道快速发展的阶段，天花板尚远，我们预计公司未来多年将继续保持快速的双位数增长。同时，在业务结构相对稳定，经营效率逐步改善的发展战略下，公司的毛利率有望保持相对稳定而销售费用率优势下降，其他假设保持相对稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	9.76%	19.16%	179.96%	-5.99%	25.04%	23.02%	22.05%	20.76%	19.62%
毛利率	50.84%	48.35%	41.78%	50.84%	50.33%	49.58%	49.43%	49.31%	49.30%
管理费用/营业收入	4.32%	4.20%	6.00%	8.40%	7.87%	7.33%	7.26%	7.19%	7.11%
销售费用/销售收入	27.12%	29.64%	16.69%	20.09%	20.64%	21.00%	21.15%	21.38%	21.49%
营业税及附加/营业收入	1.07%	0.86%	0.86%	0.85%	0.84%	0.83%	0.82%	0.81%	0.81%
所得税税率	14.98%	14.29%	14.64%	14.64%	14.64%	14.64%	14.64%	14.64%	14.64%
股利分配比率	13.74%	10.42%	25.00%	25.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理预测

表 2：资本成本假定

资本成本假定	数值
无杠杆 Beta	1
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	6.00%
公司股价（元）	193
发行在外股数（百万）	376
股票市值(E, 百万元)	72497
债务总额(D, 百万元)	134
Kd	6.00%
T	14.64%
Ka	8.50%
有杠杆 Beta	1.00
Ke	8.51%
E/(D+E)	99.82%
D/(D+E)	0.18%
WACC	8.50%
永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 225-231 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

228.04		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.50%	9.0%	9.5%
永续 增 长 率 变 化	4.5%	402.97	340.09	293.09	256.69	227.69
	4.0%	353.62	304.58	266.59	236.34	211.71
	3.5%	316.59	276.95	245.39	219.70	198.40
	3.0%	287.79	254.85	228.04	205.82	187.13
	2.5%	264.75	236.76	213.58	194.08	177.47
	2.0%	245.89	221.69	201.34	184.02	169.10
	1.5%	230.17	208.93	190.85	175.30	161.78

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 220-240 元

我们选取与公司主营业务相近行业的公司做比较, 采用 PE 法估值, 具体公司及对应行业如下:

- 1) 日用品: 中国生活用纸龙头企业中顺洁柔、卫生护理用品企业豪悦护理;
- 2) 服饰: 世界休闲服饰龙头企业迅销、中国童装休闲服饰龙头企业森马服饰;
- 3) 生活用品: 世界龙头生活用品企业良品计划;
- 4) 医用防护: 中国医用敷料龙头企业振德医疗、医用防护耗材龙头企业英科医疗。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为公司在消费品领域增长潜力较大, 在医用辅料领域龙头地位较强, 综合给予公司 2022 年 31.3-34.1 倍 PE (2022 PEG=1.1-1.2) 较为合理, 对应的合理估值区间 219.6-239.6 元, 首予“买入”评级。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价		EPS (元)		PE			PB		PEG		总市值 (亿元)
		2021/2/5	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
300888.SZ	稳健医疗	192.6	1.45	10.01	5.47	132.7	19.2	35.2	12.1	1.24			821
同类公司:													
002511.SZ	中顺洁柔	24.9	0.47	0.70	0.85	52.9	35.7	29.4	6.6	1.64			326
605009.SH	豪悦护理	159.6	3.94	5.93	6.54	40.5	26.9	24.4	8.2	1.05			170
002563.SZ	森马服饰	9.3	0.58	0.26	0.56	16.0	36.1	16.7	2.2	0.87			251
9983.T	FAST RETAIL	92,210.0	885.15	1742.37	2130.02	104.2	52.9	43.3	8.7	3.45			97,811
7453.T	良品计划	2,596.0	94.83	108.89	119.43	27.4	23.8	21.7	3.4	2.76			7,289
603301.SH	振德医疗	60.4	1.12	12.58	6.02	53.9	4.8	10.0	3.3	-			137
300677.SZ	英科医疗	214.3	0.91	20.44	41.60	235.5	10.5	5.2	8.8	-			755
均值						75.8	27.2	21.5	5.9	1.96			

资料来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理预测; 注: 同类公司盈利预测均来自 Wind 和 Bloomberg 一致预期。

投资建议

我们认为公司过去的优势在于产品力和渠道力, 产品力来源于公司多年在主打产品上的研发创新与对质量的坚持, 而渠道力来源于对电商、新零售渠道的开拓和遥遥领先的市场占有率; 目前, 经过疫情期间公司的企业社会价值的认可、知名度的提升, 品牌力显著增强, 公司长期成长空间被打开, 有望打造为大健康领域的龙头国产品牌。我们预计公司 20-22 年净利润分别同比增长 589.8%/-45.3%/28.4%, EPS 分别为 10.01/5.47/7.02 元, 合理估值 220-240 元 (22 年 PE 31.3x -34.1x), 相对于公司目前股价有 14%-24%溢价空间, 首予“买入”评级。

行业分析：广阔的行业规模蕴藏孕育龙头品牌潜力

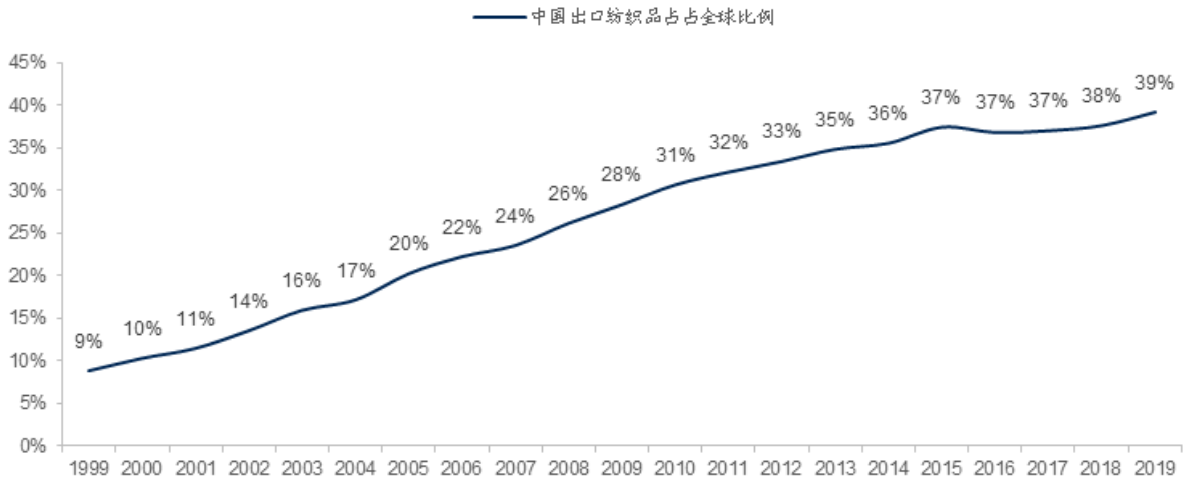
医用辅料：中国产业链竞争优势突出，医疗保障加强推升市场放量
中国是全球医用敷料生产基地。医用敷料行主要原材料包括棉花、棉纱、医用纺织布等，上游行业为棉纺织行业。中游为医用敷料产品制造，下游是大型医用敷料品牌商或生产商，产品终端客户为医疗机构、药店及患者。中国医药保健品进出口商会的统计显示，欧洲医用敷料产能外包已达 90%左右，美国产能外包约为 60%。由于发达国家生产外包比例持续提高，我国目前已经是全球医用敷料的生产基地，一共有超过 4500 家企业从事医用敷料产品出口，主要为欧美发达国家提供 OEM 贴牌代工服务。我国已经成为全球主要的医用敷料出口国，出口额已占据全球医用敷料 20%左右的市场份额。看整体纺织品，中国产业链在全球竞争力突出，出口份额遥遥领先且持续提升，2019 年占全球份额 39%。

图 1：医用敷料产业链



资料来源：中商产业研究院、国信证券经济研究所整理

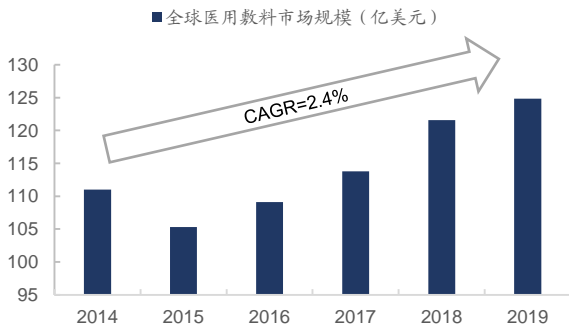
图 2: 中国纺织品出口占全球比例



资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理

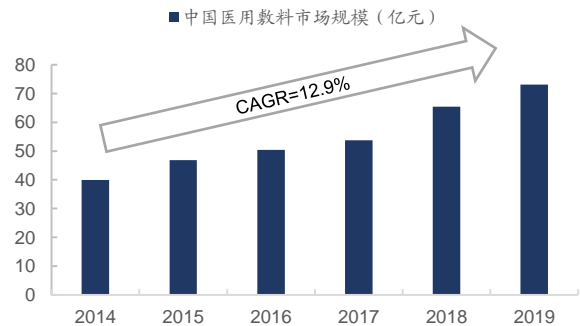
全球医用敷料需求稳健提升, 中国市场快速增长。全球医用敷料市场销售 2019 年, 全球医用敷料市场规模增长至 124.8 亿美元, 近五年 CAGR 为 2.3%; 国内医用敷料市场由于渗透率低以及医疗保障力度的加强, 增长速度较快, 从 2014 年的 39.9 亿元增长至 2019 年的 73.1 亿元, 复合年增长率达 12.9%。2019 年全球高端伤口敷料市场规模预计为 60.9 亿美元, 近五年 CAGR 预计约为 4.7%, 高端伤口敷料约占全球医用敷料的接近 50%。

图 3: 2014-2020E 全球医用敷料市场销售收入 (亿美元)



资料来源: BMI Research、国信证券经济研究所整理

图 4: 2014-2020E 中国医用敷料市场规模 (亿元)



资料来源: BMI Research、国信证券经济研究所整理

我国医用敷料市场比较分散, 医改及行业监管制度将助力集中度进一步提升。尽管国内医用敷料市场规模较大且增长较快, 但较低的入门槛导致生产企业众多, 且大部分为规模较小的地区性企业, 行业集中度较低, 产品同质化严重, 2018 年我国国内医用敷料前三大企业的市场占有率合计不足 10%。而随着医疗改革对医疗质量和医疗安全水平的进一步提升, 有利于经营规模加大、实力雄厚、管理完善的大中型企业进一步扩大市场份额, 行业集中度逐步提升, 目前包含稳健医疗在内的行业前三大企业所处地位稳定, 未来有较大的增长空间。

表 5: 2017-2019 中国医用敷料出口前五名的企业

排名	2017	2018	2019
第一名	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗
第二名	稳健医疗	稳健医疗	稳健医疗
第三名	振德医疗	振德医疗	振德医疗
第四名	施洁医疗	普尔德医疗	普尔德医疗
第五名	普尔德医疗	施洁医疗	施洁医疗

资料来源: 中国医药保健品进出口商会、国信证券经济研究所整理

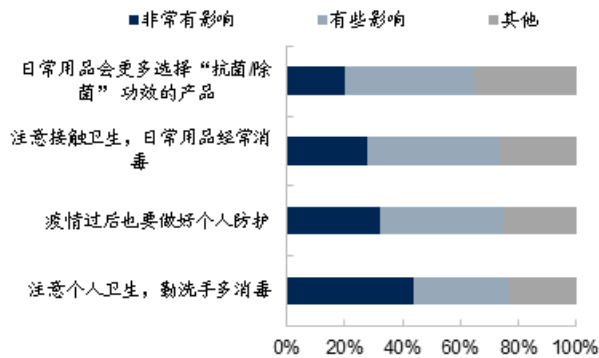
防护产品受益疫情后医疗保障加强与居民防护意识加强, 市场有望扩容。疫情受控后, 政府针对医用应急物资保障、防护物资储备方面支持力度继续加强。2020 年 8 月, 财政部下达应急物资保障体系建设补助资金 300 亿元, 用于支持地方加快补齐应急物资保障短板, 未来地方医疗防护物资储备的采购、轮换、管理及利息费用支出都得到了有利的补助支持。有助于尽快弥补我国基础医疗物资保障的不足, 扩大医用敷料、防护用品等市场空间。同时, 随着疫情期间居民主动采取防护措施形成习惯, 国民卫生意识增强, 日常防护观念正在潜移默化的渗透进日常生活中, 预计未来居民购买口罩等防护用品的频次将显著大于疫情前水平。

表 6: 疫情后我国医用应急物资防护物资支持政策

时间	部门	要点	相关内容
2020 年 8 月	财政部	下达补助资金 300 亿元用于支持地方加快补齐应急物资保障短板	财政部下达应急物资保障体系建设补助资金 300 亿元, 用于支持地方加快补齐应急物资保障短板, 健全完善中央和地方统筹安排、分级储备、重特大突发事件发生时可统一调度的应急物资保障体系。财政部要求, 各省份要进一步充实完善专用应急政府储备、大力支持产能备份建设、增强医疗物资和装备应急转产能力三方面重点任务, 统筹整合已有储备资源, 进一步充实完善专用应急政府储备的品种规模, 对重大传染病防治专用药品和医疗防护物资储备的采购、轮换、管理及利息费用支出予以补助支持; 着力提升公共卫生应急物资生产动员能力, 支持国有及民营企业开展必要的产能备份建设和增强应急转产能力, 形成可持续的医疗物资、装备供给能力。 (一) 改革完善疾病预防控制体系。优化完善疾病预防控制机构职能设置, 改善疾病预防控制基础条件。完善医防协同机制, 强化各级医疗机构疾病预防控制职责, 增强公立医院传染病救治能力, 推动医防机构人员通、信息通、资源通。加强乡镇卫生院和社区卫生服务中心疾病预防控制职责, 健全疾病预防控制机构与城乡社区联动工作机制。加强口岸传染病防控能力建设。 (二) 健全公共卫生应急物资保障体系。增加防疫救治医疗设施和移动实验室。坚持中西医并重, 加强突发公共卫生事件防控和突发事件紧急医学救援能力建设。加强药品和医疗防护物资储备, 提升核酸检测能力, 推进医疗机构发热门诊改造, 推动落实“三区两通道”要求。加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入。 (三) 做好秋冬季新冠肺炎疫情防控。指导各地提早制定具体方案, 加强人员培训和应急演练, 压实“四方责任”, 做好“五有三严”(有防护指南、有防控管理制度和责任人、有防护物资设备、有医护力量支持、有隔离转运安排, 严格发热门诊设置管理、严肃流行病学调查、严防医院院内感染)等工作。建立健全分级、分层、分流的传染病等重大疫情救治机制。推动地方做好为慢性病患者开具长期处方服务工作。 (四) 用好抗疫特别国债, 加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入, 增加防疫救治医疗设施, 增加移动实验室, 强化应急物资保障, 强化基层卫生防疫。加快公共卫生人才队伍建设。 2月9日中国国家发展和改革委员会、财政部以及工业和信息化部9日发出通知, 把十类产品列入政府兜底采购收储的产品目录, 以此来鼓励企业增产增供应对疫情紧缺物资。通知表示, 支持上述生产疫情防控重点医疗物资的企业抓紧释放已有产能, 进一步增加产量, 尽快实现满负荷复工复产, 支持有关企业通过技术改造、增添生产线(设备)迅速扩大产能。通知强调, 疫情防控期间, 国家相关部门根据疫情防控需要, 按现有收储制度和办法, 对企业多生产的列入目录的重点医疗防护物资, 全部由政府兜底采购收储。
2020 年 7 月	国务院	改革完善疾病预防控制体系、强化各级医疗机构疾病预防控制职责、做好秋冬季新冠肺炎疫情防控	
2020 年 6 月	国务院	强化应急物资保障, 强化基层卫生防疫	
2020 年 2 月	三部委	N95 口罩等十类医疗防护产品将由政府兜底采购收储	

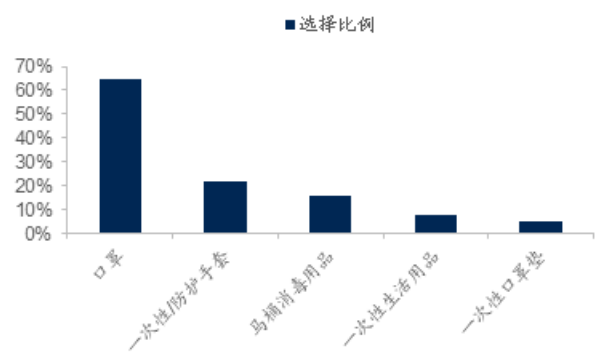
资料来源: 发改委、财政部、工信部、国务院, 国信证券经济研究所整理

图 5: 疫情对于国民日常防护观念的影响程度



资料来源: CBNDData、国信证券经济研究所整理

图 6: 疫情结束后, 您会日常使用哪些防护用品?

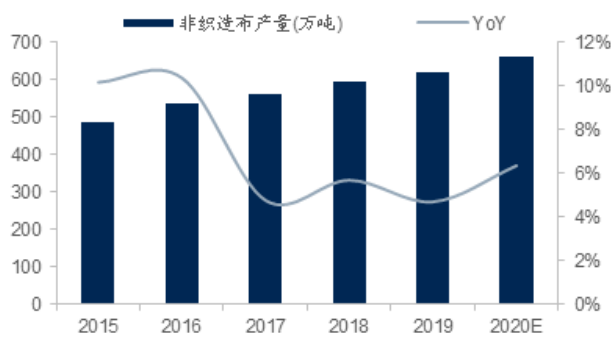


资料来源: CBNDData、国信证券经济研究所整理

无纺布消费品: 市场潜力大, 全棉时代稳居棉柔巾市场第一

无纺布产能丰富, 主要应用于吸收性卫生用品。根据中国产业用纺织品行业协会统计, 2019年中国非织造布产量为621.3万吨, 2015-2019年CAGR为6.4%, 出口量为105.1万吨, CAGR为6.2%。无纺布按生产工艺分类主要有四大类: 纺粘法、针刺法、水刺法与粘合法, 2018年占我国无纺布产能分布为50%/23%和11%。因不同工艺产品具有一定性质差异, 应用于不同领域, 主要领域包括吸收性卫生用品、一次性卫生用品、个人和家庭清洁用品等方面。

图 7: 2017-2020E 非织造布产量规模与增速



资料来源: 中国产业用纺织品协会、国信证券经济研究所整理

图 8: 2017-2020E 非织造布出口量规模与增速



资料来源: 中国产业用纺织品协会、国信证券经济研究所整理

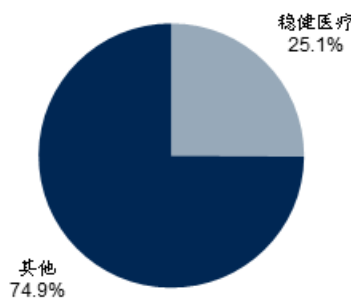
表 7: 非织造布生产工艺分类及我国产能占比

工艺类型	产能占比	定义	应用领域	特点
纺粘法	50.09%	以热塑性高分子 (PP、PET) 化合物为原料, 经熔融、纺丝、牵伸后用热轧的方法将纤维进行固结, 从而形成片状的纤维材料。	包装材料、卫生材料、汽材、过滤材料	产品强度高、不起毛, 介于纺织品、纸张、塑料片之间, 产品种类相对单一。
针刺法	22.96%	通过对短纤维梳理后铺网成型, 多层纤网牵伸后送入预针刺机, 经若干次密布于针板的机针进行高频机械穿刺, 强制纤维不规则地交织成非织造布。	皮革基布、土工布、过滤材料等	工艺路线较短, 克重高、强度大、加工成本低。
水刺法	10.82%	通过对短纤维梳理后, 可形成交叉铺网或在线直铺的方式, 经牵伸或非牵伸进入水刺机, 经多次正反向的高压细微水柱形成的水针 (0.08-0.12mm), 连续对纤网进行穿刺, 使纤维相互缠结。	医用卫生材料、过滤材料、美容护肤用品材料、清洁材料、工业基布材料	应用领域相比较其他生产工艺更为广泛、环保, 产品门类丰富, 具透气、柔软、轻质、抗菌、环保等性能。
化学粘合法	16.13%	分浸渍法、喷胶法、热溶法等。该工艺由干法梳理成网, 采用施加化学品或添加低熔点纤维而进行相互粘合。	填充料、复合材料	工艺相对简单、生产成本相对低、产品蓬松、絮状, 强度相对较低。
热粘合法		卫生材料	产品卫生性能指标好, 能起低克重生产, 产品规格相对较少。	

资料来源: 诺邦股份招股书, 中国产业用纺织品行业协会, 国信证券经济研究所整理

公司在水刺无纺布领域占据较多的市场份额。公司 2019 年全棉水刺无纺布年产量在 2.6 万吨，2017-2019 年 CAGR 为 10.0%，在全棉水刺无纺布的细分领域，公司处于领先地位。根据中国产业用纺织品行业协会的统计，2018 年中国全棉水刺无纺布的年产能为 11 万吨，而同年公司的产能为 2.8 万吨，占细分领域的 25.1%。

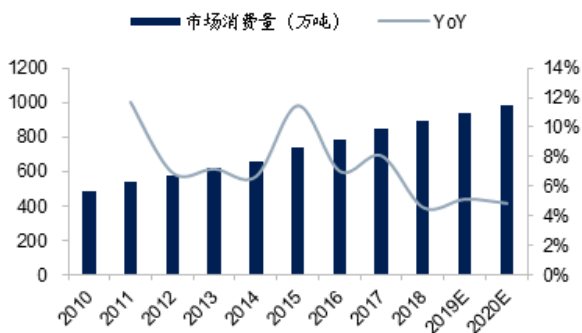
图 9：2018 年稳健医疗的产能在全棉水刺无纺布领域的占比



资料来源：中国产业用纺织品行业协会、国信证券经济研究所整理

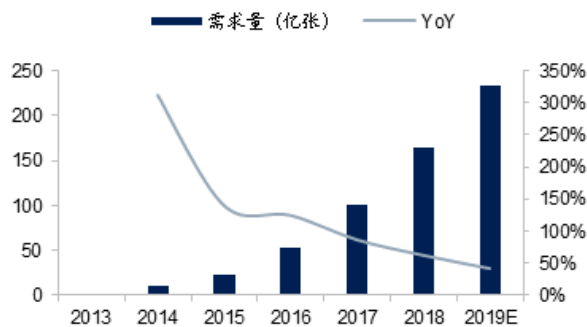
棉柔巾市场需求持续增长，行业集中度高，全棉时代行业龙头地位显著。生活用纸具有刚性和持续性的需求特征，市场持续扩大，消费量由 2010 年的 483.5 万吨增至 2018 年的 889.6 万吨，复合年增长率为 7.9%。纯棉柔巾因其更具环保性、不易致敏，可形成对传统纸品的替代，棉柔巾逐步受到广大消费者认可，市场潜力大。根据立鼎产业研究中心测算，棉柔巾近几年需求量大幅增加，由 2013 年的 2.4 亿张增至 2018 年的 163.5 亿张，复合年增长率达 132.6%，预计 2019 年市场需求量将达到 232.6 亿张。2019 年全棉时代在天猫平台棉柔巾品类中的市场占有率超过 65%，而在全渠道棉柔巾品类中的占有率约为 58.2%（全棉时代棉柔巾 2019 年销量约 135 亿片）。今年 6 月阿里线上销售棉柔巾品牌中，全棉时代销售额在第二名的 6 倍以上。

图 10：2010-2020 生活用纸市场消费量（万吨）



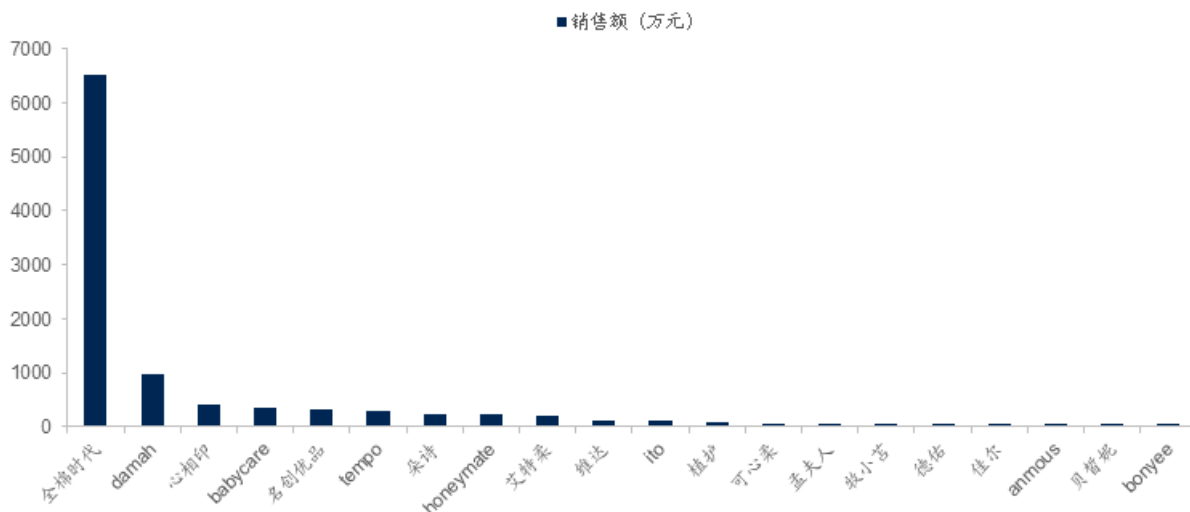
资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会、国信证券经济研究所整理

图 11：2014-2019 中国棉柔巾行业需求量增长统计（亿张）



资料来源：立鼎产业研究中心、国信证券经济研究所整理

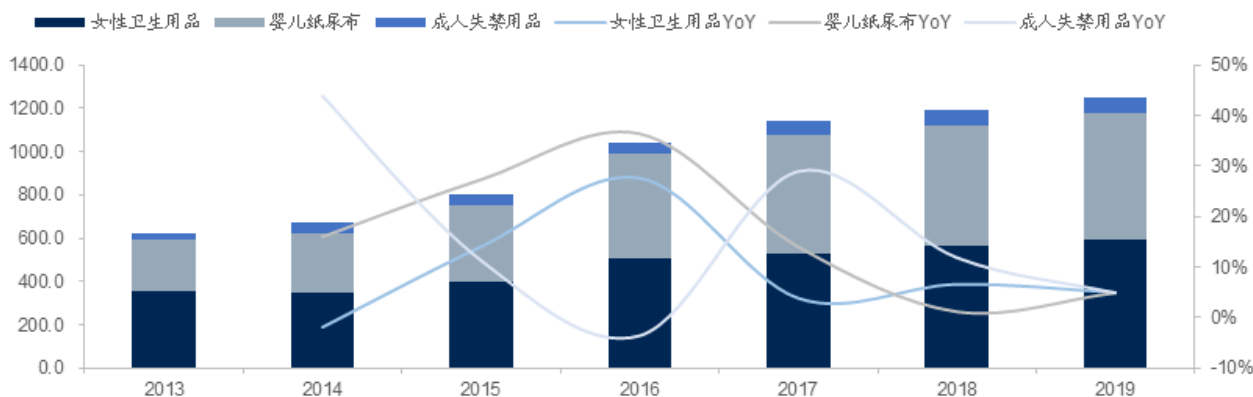
图 12: 2020 年 6 月阿里全网热销棉柔巾品牌销售额 Top20



资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会、国信证券经济研究所整理

女性卫生用品和婴儿纸尿裤市场规模大, 增长较快。2019 年, 我国吸收性卫生用品市场规模为 1248.3 亿元, 5 年复合年增长率达 13.2%, 其中, 预计女性卫生用品的市场规模 591.7 亿元, 复合年增长率为 11.2%; 婴儿纸尿裤的市场规模 583.0 亿元, 复合年增长率为 16.1%; 成人失禁用品的市场规模 73.6 亿元, 复合年增长率为 10.1%。女性卫生巾 2018 年产品渗透率已达 97.3%, 市场规模增长平稳, 婴儿纸尿裤市场产品渗透率由 1993 年的 0.09% 上升至 2018 年的 63.9%, 市场规模迅速扩张, 而成人失禁用品市场处于导入期。

图 13: 2013-2019 年吸收性卫生用品市场规模 (亿元)

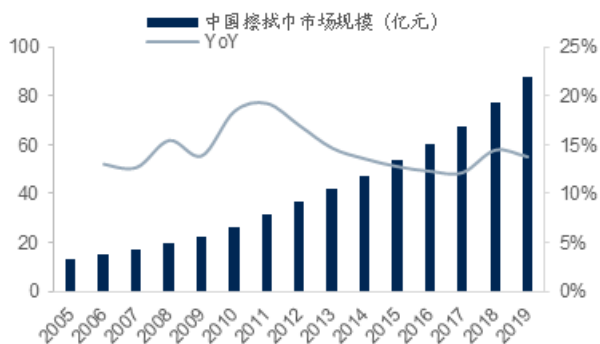


资料来源: 中国造纸协会生活用纸专业委员会、国信证券经济研究所整理

擦拭巾 (含湿巾) 市场具有较大的开发空间。擦拭巾 (含湿巾) 市场在国内尚处于起步阶段, 2019 年擦拭巾市场规模为 87.8 亿元 (根据招股书数据, 2018 年市场规模约为 90.8 亿元), 近五年复合增长率为 13.1%, 未来增长将有所加速, 根据欧睿的预测, 未来五年中国湿巾将以 14.9% 的速度增长, 增速快于婴儿湿巾。目前湿巾在我国的市场普及率较低, 以婴儿用湿巾、通用型湿巾为主,

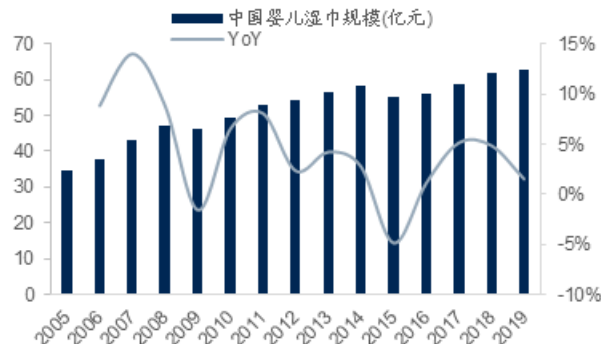
女性卫生湿巾、卸妆湿巾、居家清洁湿巾等品类占比较小，可开发的市场空间较大。

图 14: 2005-2019 中国湿巾市场增速 (不包括婴儿湿巾)



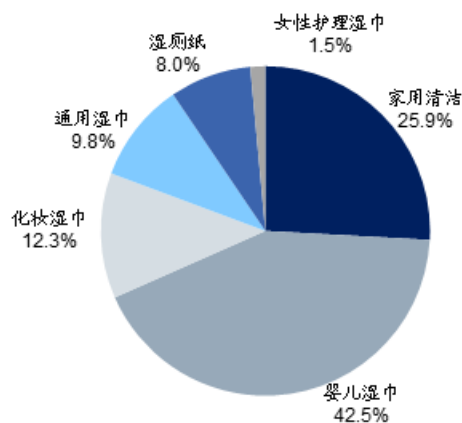
资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 15: 2005-2019 中国婴儿湿巾市场增速



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所

图 16: 2018 年全球湿巾市场产品分布

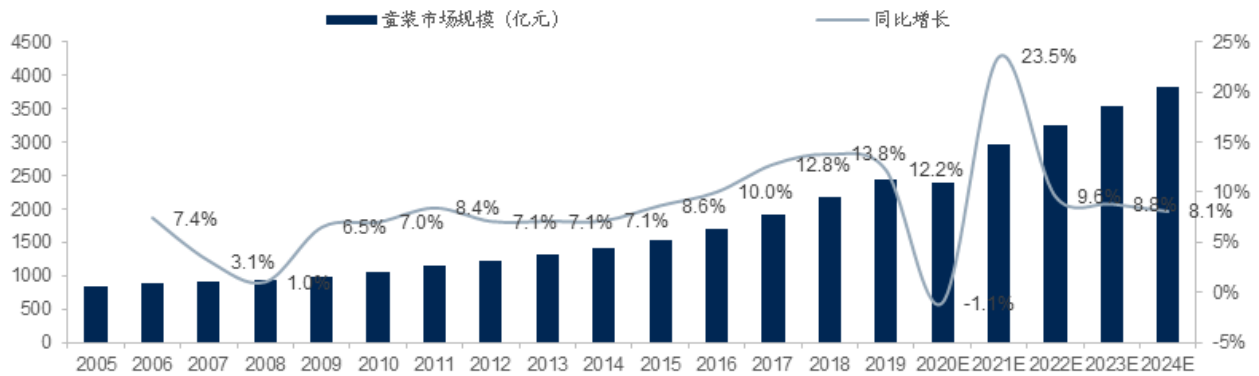


资料来源: 华经情报网、国信证券经济研究所整理

有纺消费品: 现存万亿市场规模, 集中度较低

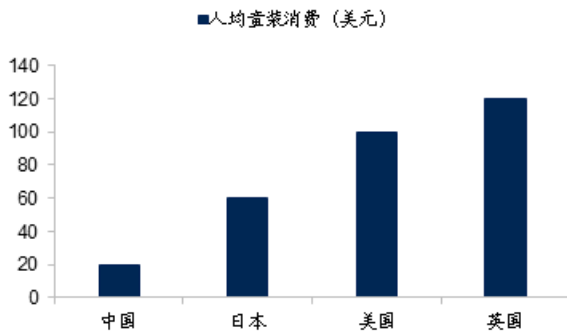
童装市场增速较快, 集中度低, 尚缺乏龙头品牌。我国童装行业市场规模 2019 年达到 2429 亿元, 复合年增长率为 9.4%。2018 年我国的人均消费童装消费金额为 20 美元左右, 与美国和英国等发达国家差距较大, 从人均消费来看, 我国童装市场仍有扩张空间。目前我国童装行业集中较低, 同时, 消费者更加注重童装材质的安全度与舒适度, 看重品牌背书, 这为国内童装龙头品牌的集中度提升提供潜在的可能性。

图 17: 中国童装市场销售规模及同比增长



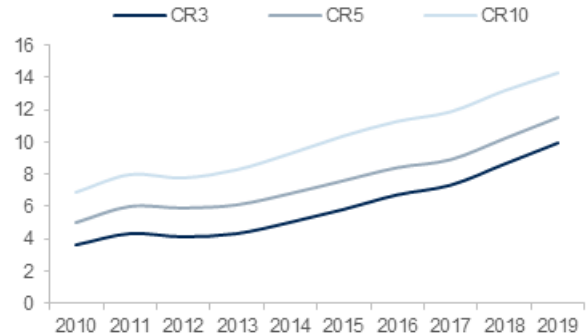
资料来源: 中国服装协会、国信证券经济研究所整理

图 18: 2018 年全球人均童装消费 (美元)



资料来源: 观研天下、国信证券经济研究所整理

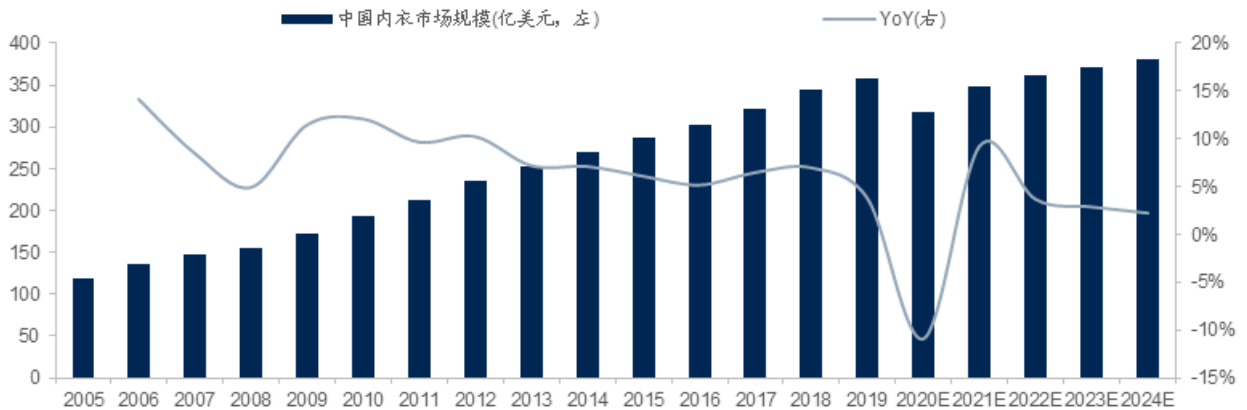
图 19: 我国童装行业品牌集中度变化趋势 (%)



资料来源: 欧睿数据、国信证券经济研究所整理

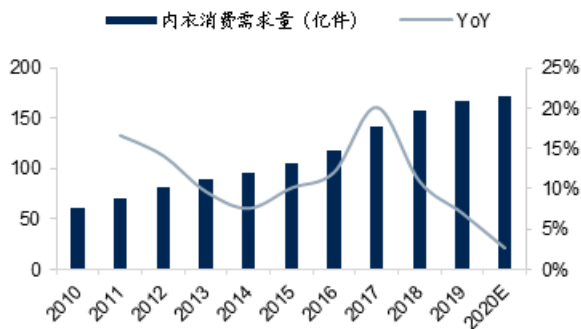
内衣市场稳步发展，对比英美等发达国家中国人均内衣消费水平尚低。2019 年中国内衣的市场规模为 357.1 亿美元，近五年 CAGR 为 6.0%。艾媒咨询数据显示，2019 年中国内衣市场规模已经达到约 2000 亿元，其中女性内衣市场占总市场规模的 60% 以上。中国的人均内衣支出价格从 2009 年到 2013 年复合年增长率为 16.5%，同一时期，美国的内衣人均消费复合年增长率为 3.8%，欧洲其他发达国家为 -1.2%，预计 2019 年中国人均内衣消费达 57.5 美元，相较美国 and 英国等发达国家人均内衣消费额处于较低水平，因此从内衣人均消费支出来看，中国具有一定的发展空间。

图 20: 中国内衣市场规模及同比增长



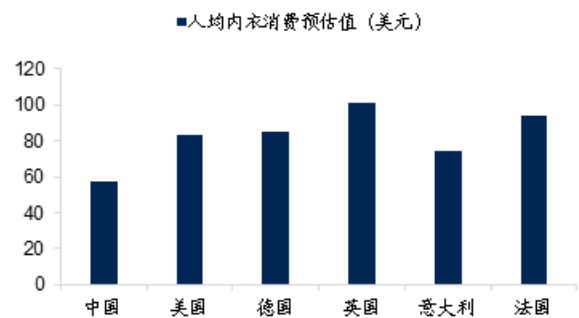
资料来源:欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2010-2020E 中国内衣消费需求 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

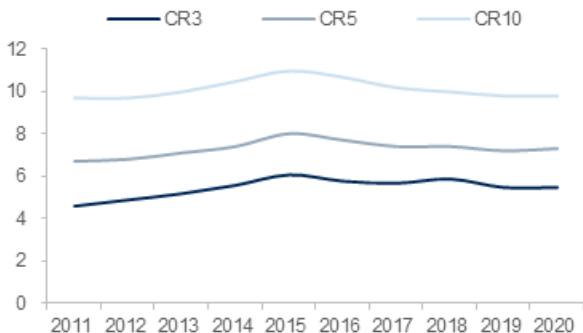
图 22: 2019 全球部分国家人均内衣消费预估值 (美元)



资料来源: Frost & Sullivan、艾媒数据中心、国信证券经济研究所整理

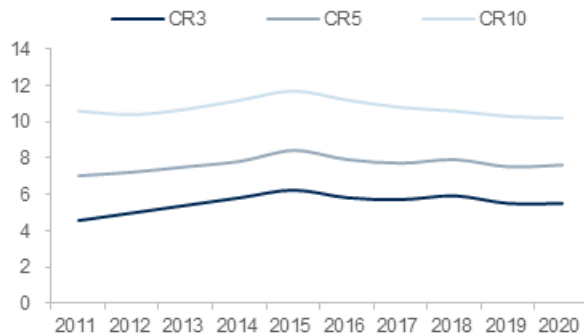
目前, 中国内衣市场的品牌仍然较为分散。欧睿的数据显示, 2020 年中国内衣市场前三名品牌的市场集中度为 5.5%, 同期美国、日本、意大利和德国市场前三名品牌的集中度分别为 49.5%、30.6%、24.9%、16.8%, 中国内衣品牌集中度远低于发达国家, 未来随着消费升级, 消费者对品质、品牌的重视程度强化, 行业集中度有望提升。

图 23: 2011-2020 中国内衣品牌集中度变化趋势



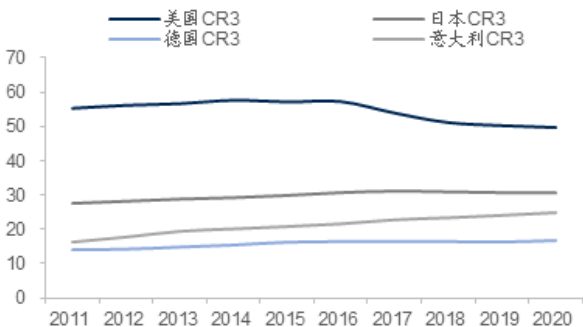
资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 24: 2011-2020 中国内衣公司集中度变化趋势



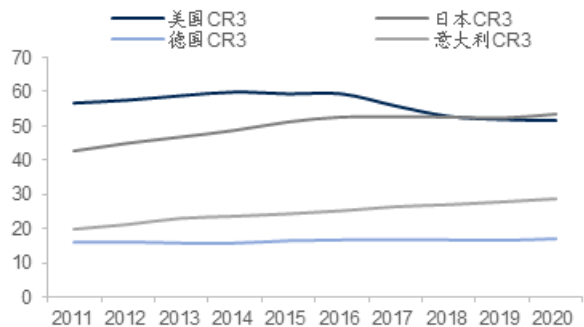
资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 25: 2011-2020 各国内衣品牌 CR3 变化趋势



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 26: 2011-2020 各国内衣公司 CR3 变化趋势



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

消费者更追求自然舒适内衣, 纯棉内裤需求迅速扩张, 线上销售渠道崛起, 男性内衣为市场蓝海。具体来看, 消费者对内衣需求变化趋势如下:

1. 无钢圈内衣迅速走红, 消费者对舒适度的要求较高。根据监测到的数据, 天猫内衣类目负责人羽挥表明, 2018 年天猫文胸品类在线销售中, 无钢圈内衣已占到 60% 的份额, 且持续保持高速增长, 具备较大的市场潜力。
2. 消费者对棉材质的内裤袜子具有明显的偏好。2020 年中国消费者中有 63.5% 偏好棉材质的袜子, 纯棉材质的内裤需求迅速扩张, 2018 年纯棉内裤的市场规模较 2016 年提升了 187%。
3. 内衣销售的线上渠道迅速发展, 目前收入占比已超越品牌专柜。艾媒咨询数据显示, 2020 年中国内衣消费者主要购买渠道, 线上购买占比达 43.2%, 其而品牌专柜与独立店占比约为 31.1%。
4. 男士内衣市场近年高速增长, 目前规模千亿, 仍具较大的发展潜力。中国男士内衣的市场规模从 2009 年的 293 亿元发展到 2014 年的 709 亿元, 年平均增长率为 19.3%, 预计到 2019 年市场规模将扩大到 1713.4 亿元。艾媒咨询分析师认为, 尽管国外的品牌如 CK、FORBIDDEN 等均开发了男性护肤内衣系

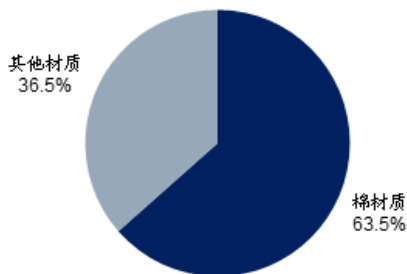
列，国内的爱慕等内衣品牌也开始进入男性内衣市场，然而男性内衣市场仍然有较大的开发潜力，属于市场蓝海。

图 27: 2019 年女性内衣购买因素分析



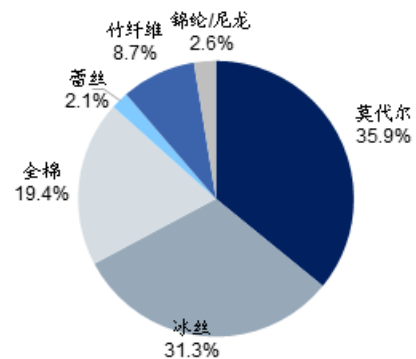
资料来源:艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 28: 2019 年中国女性内衣市场购买因素分析



资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

图 29: 2019 年 6-7 月中国男性内裤消费材质偏好



资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

公司概况: 棉花连接“医疗+消费”, 打造大健康品牌

业务概况: 以“棉”为核心的医疗及消费两大板块

公司主营业务可以分三项, 医用辅料、消费品、无纺布, 2019 年占公司营收比例大约为 26:67:7。具体看三块业务情况:

- 1) 医用敷料业务方面, 公司是国内稳居前三的龙头企业, 主要通过线下渠道销售, 并辅以天猫商城、京东商城等 B2C 平台的品牌旗舰店进行线上销售;
- 2) 健康生活消费品业务方面, 公司主要以全棉时代品牌, 销售无纺和有纺类的棉制品, 包括棉柔巾、卫生巾、湿巾、婴童用品、婴童服饰、成人服饰和其他有纺品, 销售渠道中, 线上销售占比较大, 线下以直营门店为主;
- 3) 无纺布业务方面, 公司主要销售自主研发的全面水刺无纺布, 客户为恒安

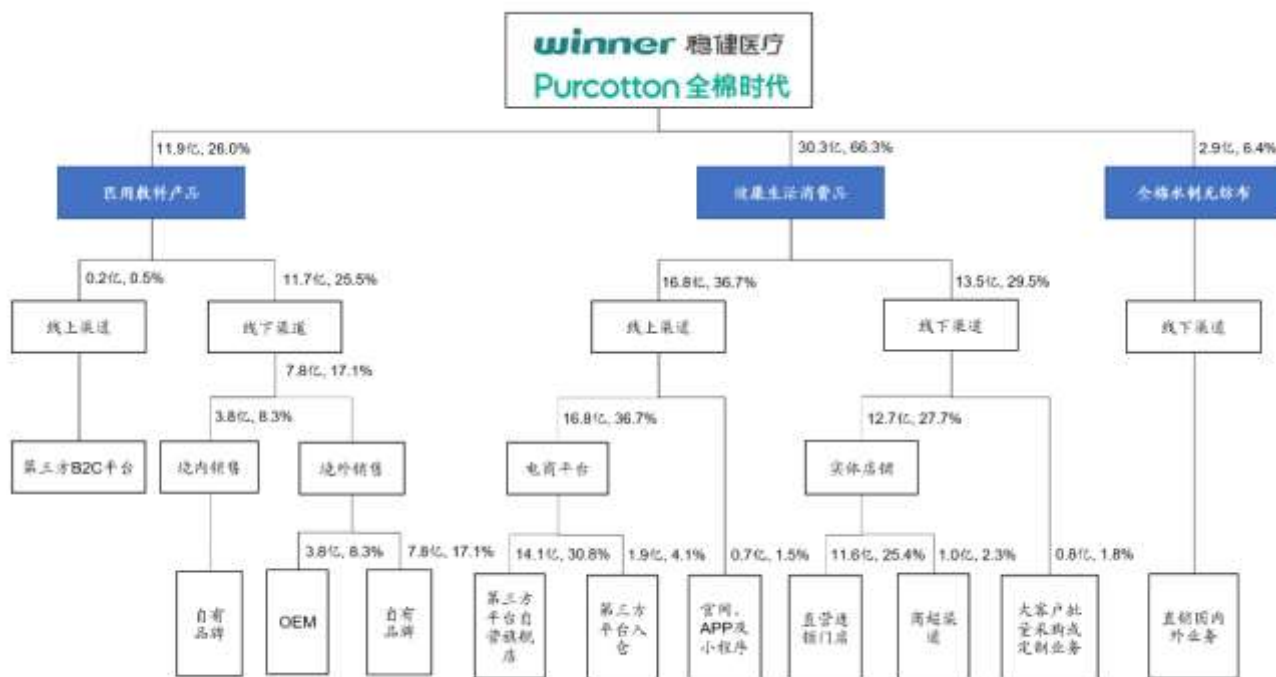
国际等下游卫生、美妆用品厂商，境内销售为主。

图 30: 公司主营业务概述

医疗+制造业务	消费+零售业务
<ul style="list-style-type: none"> • 医用敷料收入12亿，占比26.4% • 国内前三的龙头企业 • 主要产品包括伤口护理类、感染防护类、消毒清洁类，具体为纱布片、消毒棉片、手术包组合等 • 销售模式： <ol style="list-style-type: none"> 1. OEM: 自有品牌=88:12, 2. 境外: 境内=66:34 • 无纺布收入3亿，占比6.5% • 自主研发的全棉水刺无纺布 • 客户主要为恒安国际等下游卫生、美妆用品生产厂商 • 销售模式： <ol style="list-style-type: none"> 1. 境外: 境内=20:80 	<ul style="list-style-type: none"> • 消费品收入30亿，占比67.2% • 开创全棉时代品牌，主打高端健康生活棉制品 • 主要产品包括无纺消费品和有房消费品，具体包括棉柔巾、卫生巾、湿巾、婴童无纺用品、婴童服饰、成人服饰和其他纺织品 • 产品占比，无纺: 有纺=57:43 • 销售模式： <ol style="list-style-type: none"> 1. 电商: 直营门店: 商超: 大客户=55:38:3:3

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 2019 年稳健医疗主要销售模式及占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

发展历程: 医用敷料代工起家, 切入健康消费品领域, 双轮驱动发展

公司的发展历史可以概括为三大阶段: 医用敷料 OEM 制造出口, 医用敷料“OEM+自有品牌”, 医疗+消费双轮驱动。具体来看:

1. 2000-2005 年从事医用敷料 OEM 出口业务。

2000 年初收购湖北天门天恒卫材厂, 成立天门稳健公司, 对全套美国进口

脱漂设备和全自动纱布片折叠机进行全面改造，从单一市场走向多元市场，产品也从单一逐渐走向多样化，公司产品销售量得到了快速增长；2001年9月稳健总部搬迁至稳健工业园，改组成立稳健实业（深圳）有限公司，并确定了深圳稳健向深加工等附加值高的产品方向发展，从而为稳健公司超强于国内、闻名于世界打下坚实的基础；2001年10月成立武汉稳健医疗器械公司，着力开拓国内市场，在国内树立“稳健”产品的品牌和形象。

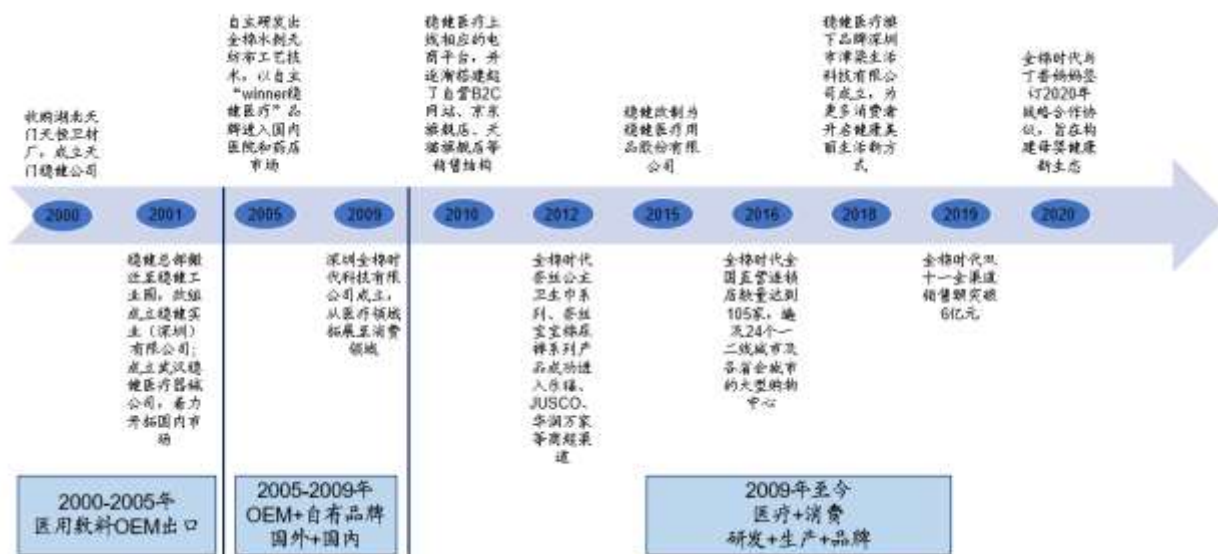
2. 2005年-2009年从事OEM+自有品牌业务，国内市场与海外市场并重。

2005年自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术，以自主“winner 稳健医疗”品牌进入国内医院和药店市场，凭借优良的产品品质和服务，逐步在国内医院和药店建立起良好的品牌和口碑，由专注海外OEM业务向OEM业务与自有winner品牌业务并重、海外市场与国内市场并重转型。

3. 2009年至今开拓健康消费品领域，实现医疗与消费双轮驱动。

公司在2009-2011年创立全棉时代，发展电商业务，随后发展线下商超和直营连锁渠道，目前仍处于全渠道快速成长期。2009年12月深圳全棉时代科技有限公司成立，从医疗领域拓展至消费领域；2010年稳健医疗上线相应的电商平台，并逐渐搭建起了自营B2C网站、京东旗舰店、天猫旗舰店等销售结构；2012-2016年线下渠道扩张，2012年全棉时代奈丝公主卫生巾系列、奈丝宝宝棉尿裤系列产品成功进入乐福、JUSCO、华润万家等商超渠道；2015年稳健改制为稳健医疗用品股份有限公司；截止到2016年12月，全棉时代全国直营连锁店数量达到105家，遍及24个一二线城市及各省会城市的大型购物中心；2018年稳健医疗旗下品牌深圳市津梁生活科技有限公司成立，为更多消费者开启健康美丽生活新方式，意在打造能够覆盖美妆、个护、运动等的健康美丽生活需求的一站式零售品牌；2019年全棉时代“双十一”全渠道销售额突破6亿元；2020年1月全棉时代与丁香妈妈签订2020年战略合作协议，旨在构建母婴健康新生态。

图 32: 公司发展历史



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

对比强生: 医疗业务坚持创新, 通过并购不断强化消费品和制药业务

纵观强生的历史, 它在医疗器械方面不断创新, 在消费品和制药方面不断通过高质量的产业收购拓展业务范围。具体来看:

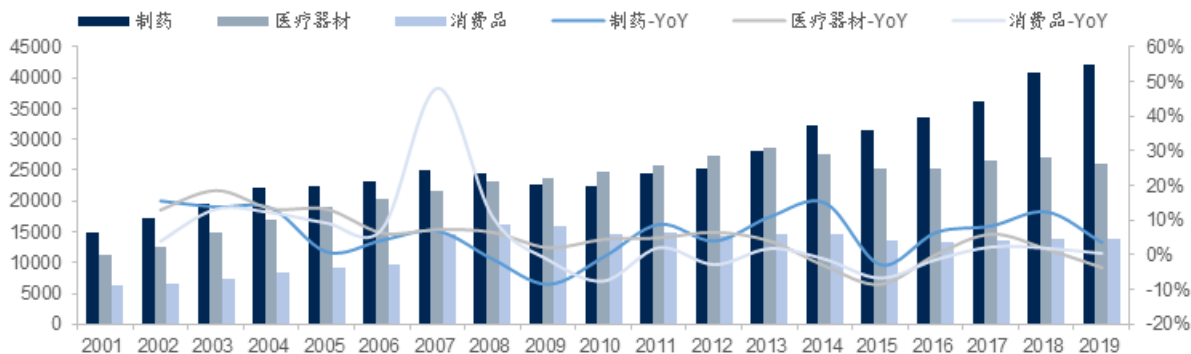
- 1) 医疗器械: 1886年强生起步于外科绷带、缝合线等医用耗材; 1949年发明无菌手术缝合线; 1998年收购 DePuy 将业务扩展到骨科领域并于 2012年收购 Synthes 后将骨科业务扩展到关节置换、脊柱护理, 在医疗器械方面始终处于行业前沿。强生近 20 年的业务数据显示, 医疗器材业务稳占公司收入的 30%~40%, 多年以来始终是强生十分重视的业务板块。
- 2) 消费品: 1894年通过孕妇用品包切入民用领域, 在 1994~2004年, 公司相机收购 Neutrogena、Clean & Clear、RoC 和 Aveeno, 扩大护肤业务。在 2006年后, 强生又收购辉瑞公司的消费者保健业务, 同时还收购经典家用品牌李斯德林和 Neosporin, 拓展了消费品业务的品类。
- 3) 制药: 1931年开始研制计划生育处方药切入制药领域, 并于 1961、2017年收购杨森制药和 Actelion, 形成了癌症、感染性疾病、心血管和代谢性疾病、自身免疫性疾病、其他炎症性疾病和脑部疾病这六大领域的格局。

图 33: 强生公司发展历程



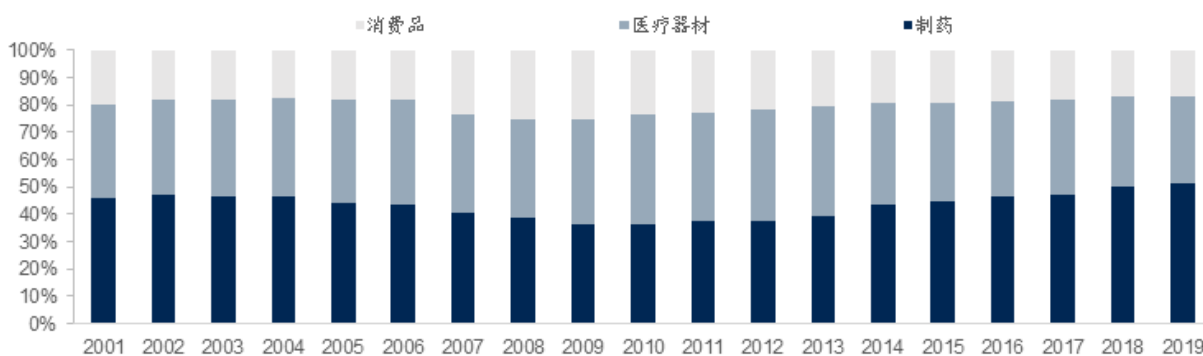
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34: 2001-2019 强生各业务规模与增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35: 2001-2019 强生各业务占比

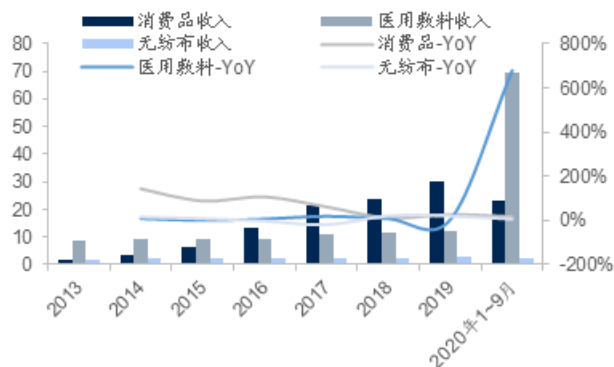


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的发展起步于纱布、棉签等医用敷料的研发、生产与销售。近六年来，公司的医用敷料收入保持稳健增长，与强生相似。2005年，为解决传统医用纱布易掉纱线头引起伤口感染甚至引发医疗事故的行业问题，公司凭借多年的技术积累和前瞻的行业见解，自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术。该新型技术生产出的材料具有较高的舒适性、安全性和环保性，不仅可运用于医用敷料领域，还可运用于消费品领域，满足消费升级背景下消费者对产品品质的需求。公司敏锐地捕捉到该市场商机，于2009年成立“Purcotton 全棉时代”品牌。全棉时代以“医学贴近生活，全棉呵护健康”为品牌主张，以“全棉理念、医疗背景、品

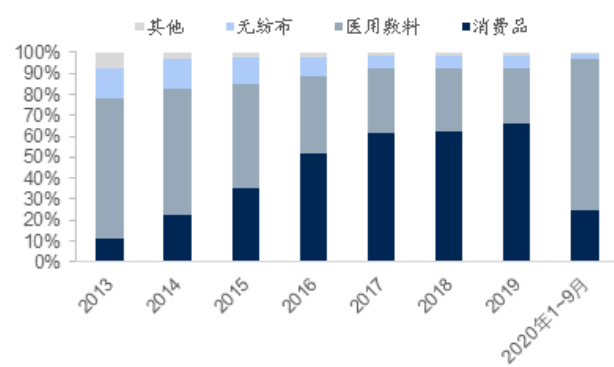
质基因”为核心竞争力，传承公司在医用敷料行业近 20 年的专业技术和行业经验，以其自主研发的全棉水刺无纺布为基础材料载体，成功实现了医用产品向家用产品的拓展。全棉时代推出的代表性产品纯棉柔巾、全棉表层卫生巾、纯棉湿巾等市场反应热烈，填补了众多生活用品运用全棉材质的空白。

图 36: 公司分业务营业收入与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 公司分业务营业收入占比情况

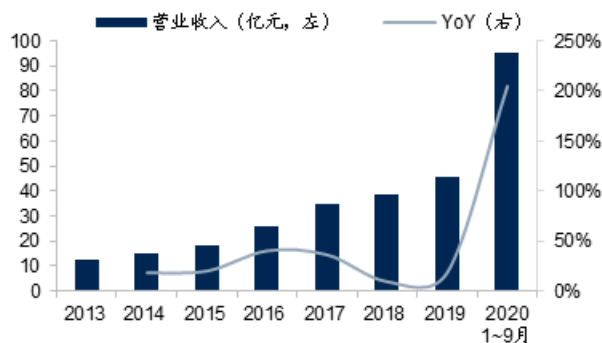


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务分析: 消费业务增长迅速, 业务结构改变

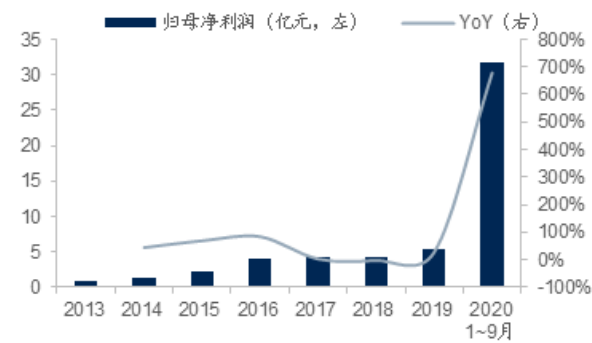
利润增长快于收入增长。公司 2019 年收入为 45.8 亿元, 近六年复合增速为 23.8%; 归母净利润为 5.5 亿元, 近五年复合增速为 35.4%。2020 年前三季度, 公司收入 95.23 亿元, 同增 205.4%, 主要是由于医疗业务的收入同增 680.7% 至 69.3 亿元; 归母净利润为 31.6 亿元, 同增 680.4%。

图 38: 公司营业收入与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 公司归母净利润与变化情况



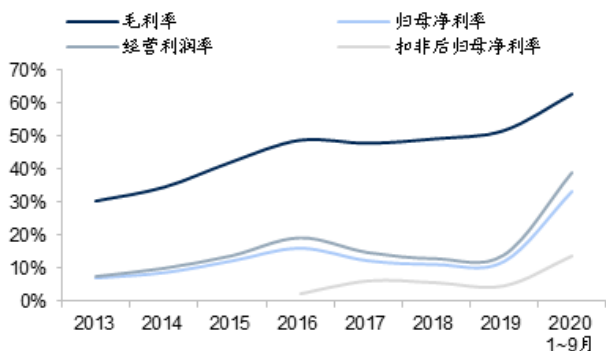
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率提升较快, 销售费用呈上升趋势。2019 年公司的毛利率为 51.2%, 平均每年提升 4.6 p.p., 主要是由于毛利率较高的消费品业务占比提升; 净利率为 12.0%, 同增 0.9 p.p.。费用结构由于主营业务结构的调整而变化。2019 年销售费用占比 29.6%, 近六年逐年上升, 主要是由于公司消费品业务开设了较多线下门店, 线下门店的销售费用率约为电商的 2 倍左右, 同时线上渠道的销售费用随着线上收入规模的扩大而增加; 管理与研发费用合计占比 11.1%, 近六年来在 7%~12% 之间波动; 财务费用为 0.0%, 近六年来占比均在 2% 以下。

2020 年前三季度, 公司的利润率与费用率受到业务结构变化的影响而发生变化, 毛利率为 62.7%, 同增 9.4 p.p.; 归母净利率为 33.2%, 同增 20.2 p.p.; 销售/管理+研发/财务费用分别为 14.3%/9.9%/0.9%, 分别同比-14.6 p.p./-1.9

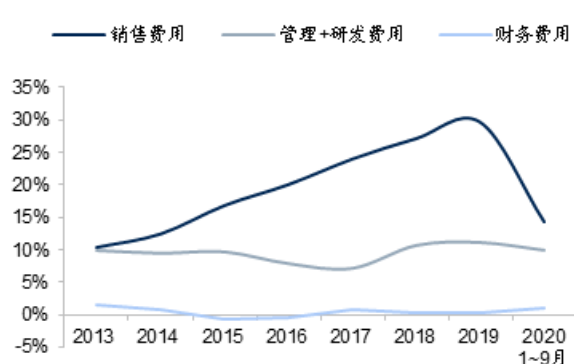
p.p./+0.9 p.p.。

图 40: 公司利润率水平



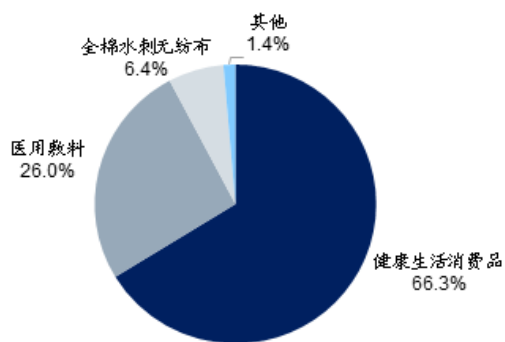
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 公司费用率水平



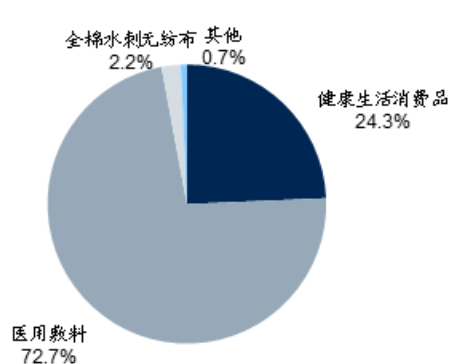
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 2019 年主营业务占比



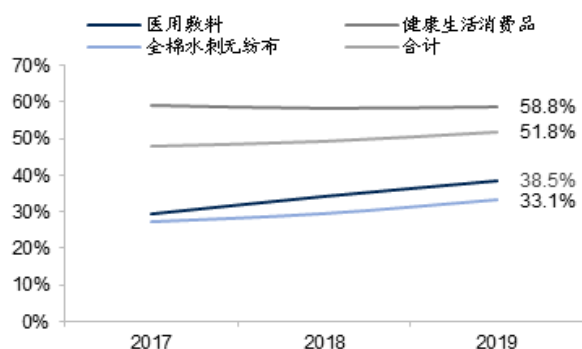
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 43: 2020 年前三季度主营业务占比



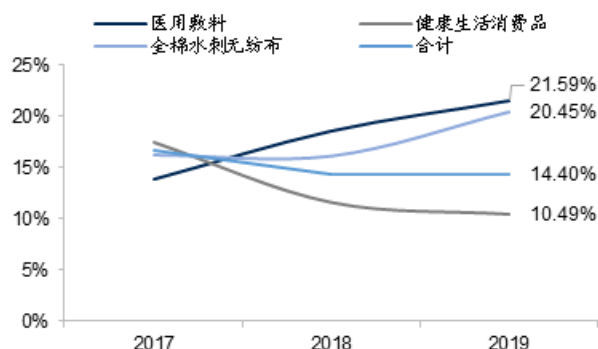
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44: 主营业务毛利率及变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

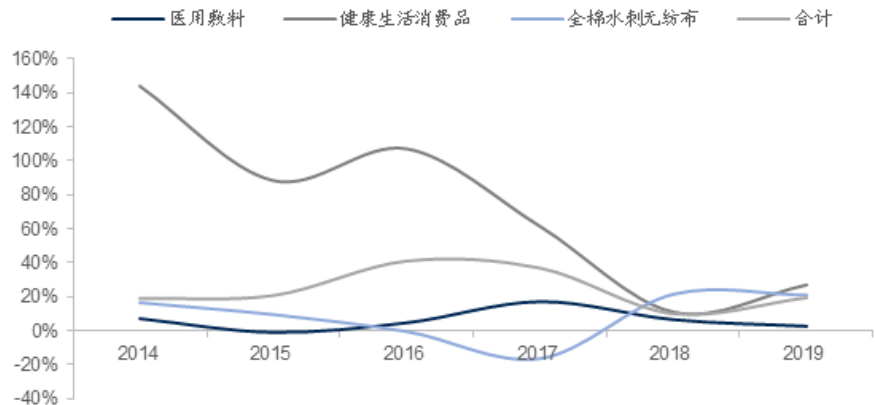
图 45: 主营业务经营利润率及变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

分业务来看, 公司医用敷料/消费品/无纺布/其他业务在过去 5 年复合增速分别在 5.5%/54.8%/6.1%/8.6%; 疫情影响下, 2020 年前三季度分别同比增长 680.7%/16.5%/7.4%/205.4%。

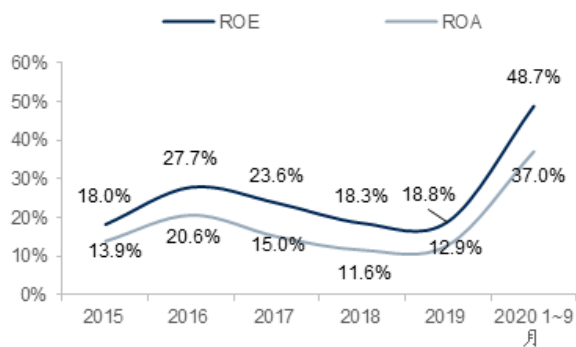
图 46: 各项主营业务同比增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资回报率较高, 营运资金周转, 负债水平健康。公司的投资回报率较高, 2019年 ROE 为 18.8%, ROA 为 12.9%。周转方面, 2019 年存货周转天数为 149 天, 近年有上升趋势但仍处于健康范围内; 应收账款周转天数为 33 天, 近年来较为稳定; 应付账款周转天数为 89 天, 近年有上升趋势; 应收账款周转天数为 33 天, 近年来小幅下降; 资产负债率为 30.2%, 仍在健康水平。2020 年前三季度, 公司的 ROE 为 48.7%, 同增 33.5 p.p.; ROA 为 37.0%, 同增 26.8 p.p.; 存货周转天数为 96 天, 应收账款周转天数为 19 天, 应付账款周转天数为 49 天; 资产负债率下降 8.0 p.p.至 22.2%, 有息负债率下降 4.4 p.p.至 1.2%。

图 47: 公司投资回报水平



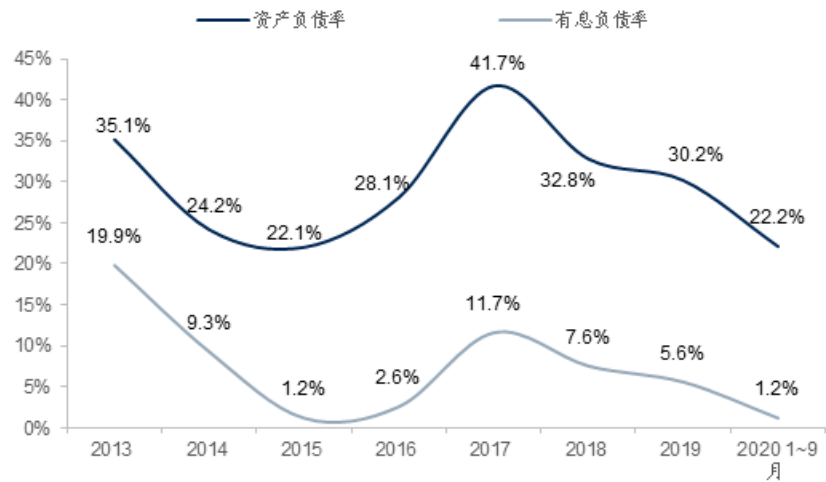
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 公司平均周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司的管理层多为创始人员, 具有丰富的医疗器械和棉纺织行业的经营管理经验。目前, 其控股股东稳健集团有限公司持股 73.14%, 而控股股东实际控制人为李建全, 持股 73.74%, 其妻子谢平持股 18.07%, 其子李晓远持股 8.19%。实际控制人的持股比例较高。

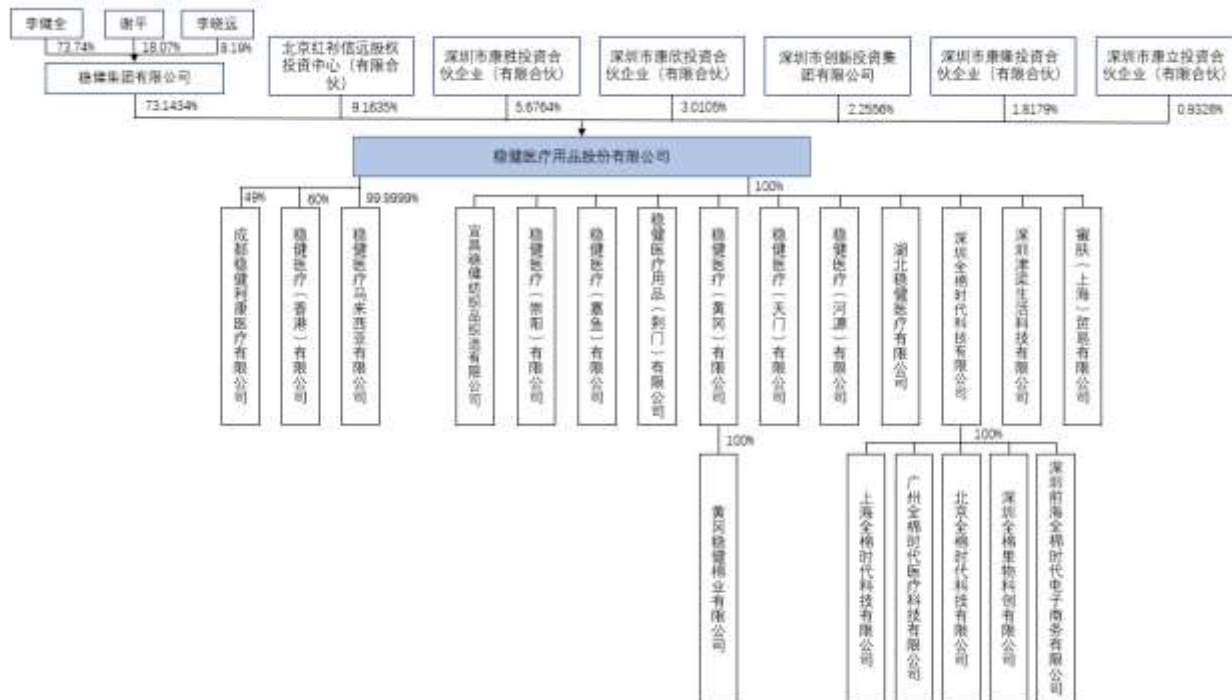
管理层中, 创始人李建全担任董事长, 同时他也是中国医药保健品进出口商会医用敷料分会会长; CFO、董事方修元多年以来一直负责财务工作; 董事徐小丹从前负责公司采购, 2020 年 2 月起担任深圳全棉时代战略规划中心总监; 董事郭振炜出身金融行业, 他也同时在持公司 9.2% 股份的股东红杉资本中国基金担任董事总经理; 副总经理尹文岭有多年的生产制造管理经验, 2015 年起担任稳健医疗用品股份有限公司副总经理、生产副总裁; 董秘、副总经理陈惠选自 2015 年起担任公司董秘。

表 8: 公司董监高简介

姓名	职位	年龄	加入公司时间	主要职责和履历
李健全	董事长、总经理	63	2000 年	1994.11-2000.02 任海南建和纺织有限公司总经理 2000 创办稳健医疗至今一直担任公司董事长兼总经理 2009 创建全棉时代品牌 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; 中国医药保健品进出口商会医用敷料分会会长, 中国人民大学深圳校友企业家商会副会长, 武汉纺织大学校友会名誉会长, 中国产业用纺织品行业协会副会长, 深圳市质量促进会副会长
方修元	董事、副总经理、财务总监	52	2000 年	1988.07-1997.04 任湖北省医药保健品进出口公司财务科科长 1998.05-1999.01 任珠海宏桥高科技有限公司财务部经理 2000 至今任稳健医疗用品股份有限公司及其前身董事、副总经理、财务总监 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、嘉鱼稳健、荆门稳健、宜昌稳健、天门稳健、香港稳健、成都稳健利康、河源稳健、湖北稳健、津梁生活、全棉里物董事
徐小丹	董事	33	2010 年	2010.03-2011.06 任稳健实业(深圳)有限公司总裁办公室秘书 2011.06-2013.08 任稳健实业(深圳)有限公司棉花采购经理 2013.08-2015.01 任深圳全棉时代科技有限公司采购部采购经理 2015.05 至今任稳健医疗用品股份有限公司董事 2019.03-2020.01 任深圳全棉时代科技有限公司商品数字运营项目组组长 2020.02 至今任深圳全棉时代科技有限公司战略规划中心总监 目前还担任河源稳健、湖北稳健董事
郭振坤	董事	36	2010 年	2007.07-2009.09 任德勤华永会计师事务所高级审计师 2009.09-2010.07 任中国国际金融有限公司研究院 2010.07 至今就职于红杉资本中国基金, 现任董事总经理 2018.06 至今任稳健医疗用品股份有限公司董事
尹文岭	副总经理	47	2015 年	1996.07-1997.02 任湖北汽车集团汉阳特种汽车制造厂工程师 1997.03-1999.01 任广东惠而浦微波制品有限公司质量工程师、车间主任 1999.01-2002.07 任优比仕电子(深圳)有限公司器材课长 2002.07-2011.03 任深圳迈瑞医疗电子股份有限公司生产经理、计划物流总监 2011.03-2012.08 任深圳蓝韵实业股份有限公司生产经理、计划物流总监 2012.08-2014.02 任多喜爱股份有限公司营运副总 2014.01-2019.06 任深圳市易码软件有限公司监事 2014.07-2015.10 任深圳市恩普电子技术有限公司制造中心总经理 2015.10 至今任稳健医疗用品股份有限公司副总经理、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	2015 年	2007.02-2009.06 任美国飞利凯睿证券有限公司分析师助理 2009.09-2015.05 任稳健实业(深圳)有限公司投资管理部经理、投资者关系部专员 2015.05 至今任稳健医疗用品股份有限公司董事会秘书、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

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 50: 股权结构图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

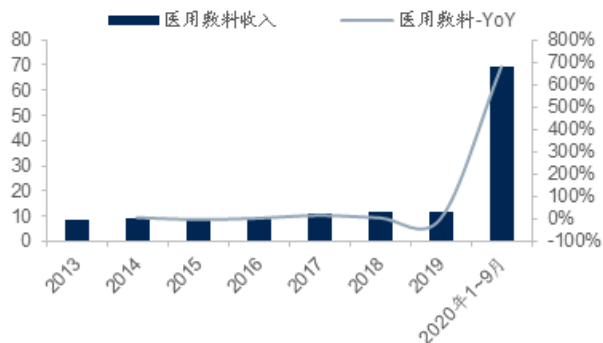
医疗业务: 产品结构升级, 境内品牌销售增长较快

业务: 高端敷料占比上升, 毛利率高于同行

医用敷料占比目前接近 3 成, 毛利率显著提升。2019 年医用敷料收入为 11.9 亿元, 近六年 CAGR 为 5.7%, 增长较为稳健; 毛利率为 38.5%, 近年呈明显逐年上升的趋势, 与产品结构升级相关。医疗业务中, 传统伤口护理与包扎产品占比最多, 为 46.2%, 收入为 5.5 亿元, 近年逐渐减少, 主要是由于医用; 手术室感染防护产品/疾控防护用品/消毒清洁产品/疾控防护用品/高端伤口敷料 2019 年收入分别为 2.4/1.6/1.5/0.8 亿元, 近两年同比收入均有增长, 毛利率均高于传统伤口护理与包扎产品 4~15 p.p.

2020 年上半年, 疫情影响下公司防护产品收入大幅增长。分产品看, 口罩、防护服等医用防护产品销售大幅增加, 实现销售收入 20.3 亿元, 此变化不可持续但是提升了公司的品牌知名度、拓宽了销售渠道, 为未来的发展夯实基础。2020 年前三季度, 公司医用敷料业务收入为 69.3 亿元, 比去年同期的 8.9 亿元同增 680.7%。

图 51: 2013-2020 公司医用敷料收入变化



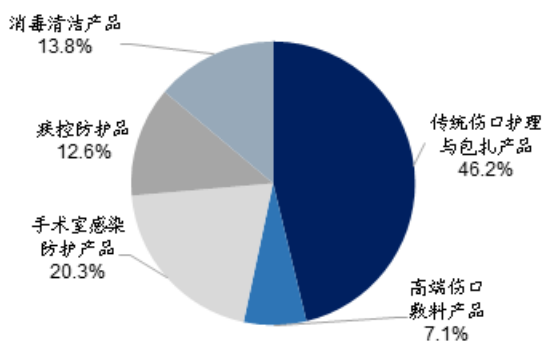
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 52: 2013-2020 公司医用敷料毛利率变化



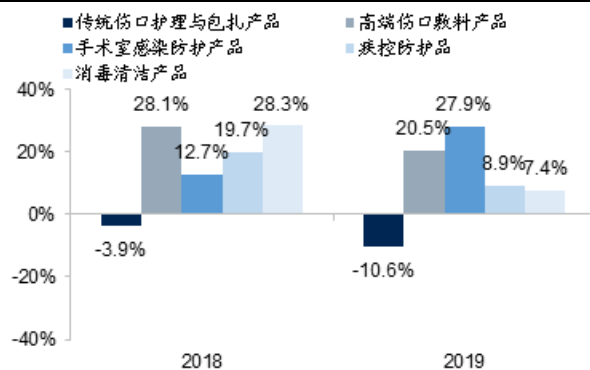
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 53: 2019 年医疗业务主要产品占比



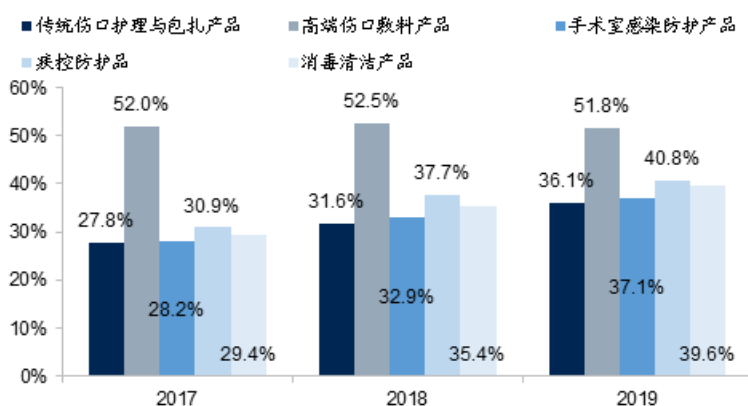
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 54: 医疗业务主要产品收入同比增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 55: 医疗业务主要产品毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

参考振德医疗与奥美医疗, 近年来医用敷料行业毛利率相对稳定。2017 年公司的毛利率与同行相近, 2018 年后毛利率提升较快, 高于同行。这主要是由于公司在生产效率、产品结构和客户结构的改善。近年来, 公司生产线升级, 部分产品的生产效率得到提升; 部分毛利率较高的产品收入占比上升; 同时 2018 年调整客户结构, 取消与部分毛利率较低的 OEM 客户合作。

公司医疗业务的销售费用率略高于同行，销售模式以线下渠道销售为主，以天猫、京东直营旗舰店线上销售为辅。

表 9：医疗业务毛利率同行比较

公司名称	主要产品	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-9 月
振德医疗	医用敷料	29.59%	31.36%	32.07%	46.47%
奥美医疗	医用敷料	33.92%	31.38%	33.88%	43.75%
行业平均	医用敷料	31.75%	31.37%	32.98%	45.11%
稳健医疗	医用敷料	29.55%	34.30%	38.48%	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 10：医疗业务销售费用率同行比较

公司名称	主要产品	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-9 月
振德医疗	医用敷料	6.84%	8.24%	10.06%	4.71%
奥美医疗	医用敷料	5.17%	5.57%	5.53%	3.51%
行业平均	医用敷料	6.00%	6.91%	7.80%	4.11%
稳健医疗	医用敷料	8.44%	8.03%	9.18%	-

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

渠道：境外收入占比较高，境内收入增长较快

公司的产品质量通过美国 FDA、欧盟 CE、日本厚生省的认证，为医用敷料 OEM 的发展奠定基石。分地区来看，公司的境外收入接近 7 成，客户较为稳定，2020 年新拓展了大客户；公司的医用敷料境外业务收入以 OEM 为主，但自有品牌占比逐年提升。

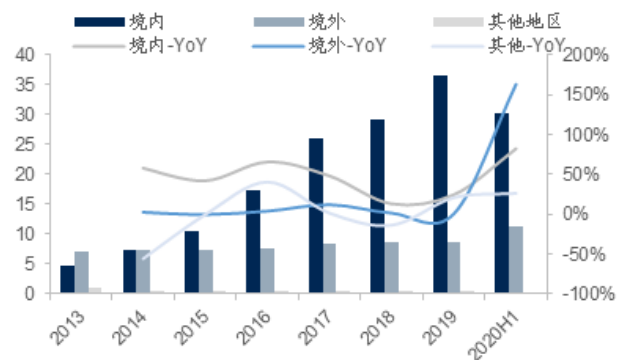
公司在境外主要采用大客户直销的模式，前五大客户均为境外客户，近三年主要包括日本酒井医疗、瑞典墨尼克、理查德森、德国罗曼、贝朗蛇牌和柯惠医疗等六家，较为稳定。公司近三年对前五大客户的收入合计为 3.7/3.5/3.7 亿元，分别占医用敷料总收入的 33.8%/30.4%/30.9%。

在境内市场，公司以自有“winner 稳健医疗”品牌进行销售，主要面向医院和 OTC 药店，采用经销为主、直销为辅的模式。2019 年境内经销/直销收入分别为 3.3/0.5 亿元，分别占医用敷料业务收入的 27.8%/4.1%；其他境内销售渠道包括代理与电商，合计收入不到 0.25 亿元。

图 56: 医疗业务渠道分类占比

渠道分类占比	2017	2018	2019
境外	74.50%	69.40%	66.00%
其中: OEM	91.50%	90.00%	88.40%
自有品牌	8.50%	10.00%	11.70%
境内	25.50%	30.60%	34.00%
其中: 直销+电商	10.50%	13.60%	17.20%
经销+代理	89.50%	86.40%	82.80%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 57: 医疗业务分地区收入增长


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 11: FY2017-2019 公司主要医用敷料客户介绍

客户名称	FY2017 采购规模(万元)	FY2018 采购规模(万元)	FY2019 采购规模(万元)	介绍
日本酒井医疗	9078.98	8996.33	10587.05	公司成立于 1881 年成立以来, 一直秉承“敢为天下先, 做行业先行者”的传统精神, 致力于最先进向医疗第一线提供物理治疗器械、理学治疗器械, 以及康复器械等。公司的主要业务包括帕维尔康复(预防失能保健)、医学康复事业、入浴设备三种。
瑞典墨尼克	9108.90	10197.25	10330.52	墨尼克创立于 1849 年, 是一家为全球客户、医疗专业人士和患者提供高品质医疗解决方案的医疗设备制造商。目前主要从事伤口敷料的生产和销售, 推出了 Safetac®——一种可以减轻疼痛的原创软聚硅酮创面接触层, 用于我们的许多伤口护理敷料, 如美皮贴®和美皮康®, 可以柔软地贴敷在皮肤上而不会粘连在湿性创面, 可以减轻疼痛、加快愈合和减少治疗费用。墨尼克凭借预防型敷料和用于翻身及体位变换的装置, 在压疮预防方面处于领先地位。
理查德森	6374.10	6007.72	6891.12	理查森医疗有限公司专业生产先进的伤口护理产品, 手术设备, 医疗设备和个人防护设备。主要业务包括伤口护理、手术、感染控制和患者安全。公司的业务横跨四个大洲, 旗下的品牌主要包括
德国罗曼	3556.56	3865.99	4695.87	罗曼-劳舍(Lohmann & Rauscher, L&R)是一家领先的提供高质量医疗设备和卫生用品的国际供应商, 产品主要涉及传统绷带、现代治疗和护理系统。L&R 成立于 1998 年, 由 Lohmann(成立于 1851 年)和 Rauscher(成立于 1899 年)两家公司合并而成。L&R 拥有超过 160 年的专业历史, 是值得信赖的合作伙伴和为客户提供解决方案的供应商。
贝朗蛇牌	8906.97	/	4189.93	贝朗蛇牌于 1867 年在德国的 Tuttlingen 成立, 是世界上最大的和最受尊敬的外科器械、医疗设备和消毒器系统的制造商之一。Aesculap 目前是一家领先的私有制造公司, 致力于为包括神经外科、显微外科、耳鼻喉科、整形重建科、胸外科、微血管外科、心血管外科、骨科、脊柱外科、腹腔镜外科、普通外科和中央处理在内的所有外科学科提供高质量、创新的产品和服务。
柯惠医疗	/	6319.56	/	柯惠医疗(Covidien)作为世界上最早的医疗解决方案提供者之一, 它的历史可以追溯到 1867 年成立于美国密苏里州圣路易斯的 G. Mallinckrodt & Company。品牌名称中的“Co”和“Vi”来自拉丁语, 意思是共同和生命。它的历史可以追溯到 1867 年成立于美国密苏里州圣路易斯的 G. Mallinckrodt & Company。2007 年, 泰科医疗更名为柯惠医疗(Covidien), 并在美国独立上市, 2014 年被美敦力(Medtronic, Inc.)收购, FY2014 柯惠医疗的收入为 106.6 亿美元(约合人民币 690.8 亿元), FY2019 美敦力的收入为 289.1 亿美元(约合人民币 1871.2 亿元)。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

消费业务: 产品力突出, 零售渠道新颖

业务: 无纺布增长快速, 有纺品毛利率较高

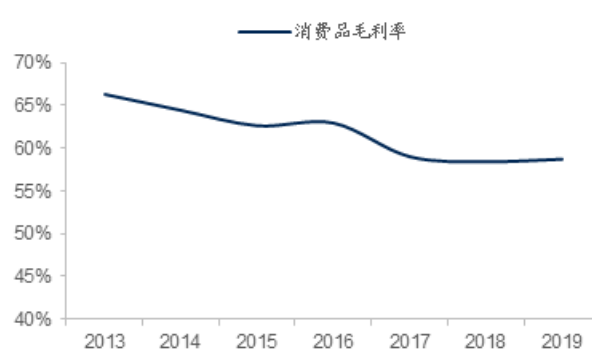
消费业务迅猛发展, 毛利率维持稳定。2019 年公司消费品收入 30.3 亿元, 近六年 CAGR 为 66.9%。公司的消费品毛利率较高, 在 58%~66%之间。

图 58: 2013-2019 消费业务收入与增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

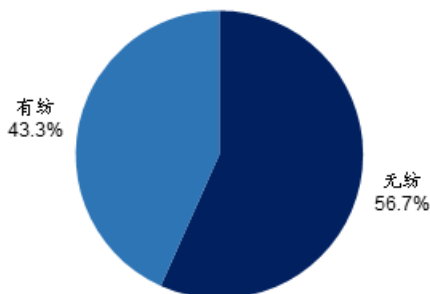
图 59: 2013-2019 消费业务毛利率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

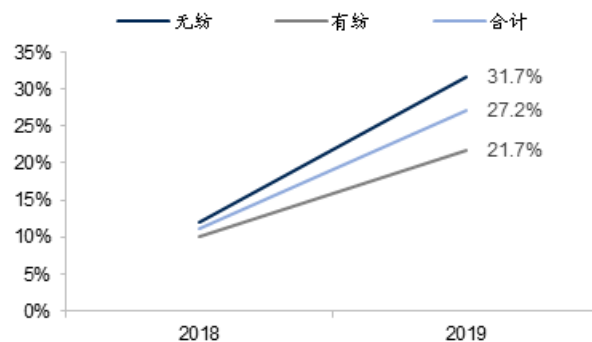
分产品看, 公司健康生活消费品分为无纺消费品和纺织消费品两大类。无纺品收入 2019 年为 17.1 亿元, 占比接近 6 成, 近两年 CAGR 为 21.5%。公司的无纺消费品主要分为棉柔巾、卫生巾、湿巾和其他无纺品, 毛利率较高的棉柔巾与推动了无纺品的快速成长。2019 年棉柔巾收入为 9.4 亿元, 收入占比超过一半, 近两年 CAGR 为 25.4%, 毛利率在 30% 左右; 卫生巾收入为 3.2 亿元, 占比约 2 成, 近两年 CAGR 为 25.1%。无纺品还包括湿巾和其他无纺品, 收入分别为在 2.2/2.4 亿元的规模, 近两年 CAGR 分别为 9.5%/15.8%。无纺品中卫生巾毛利率较高, 接近 70%, 棉柔巾、湿巾及其他的毛利率在 50% 左右。

图 60: 消费业务主要产品类别占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 61: 消费业务主要产品类别增长



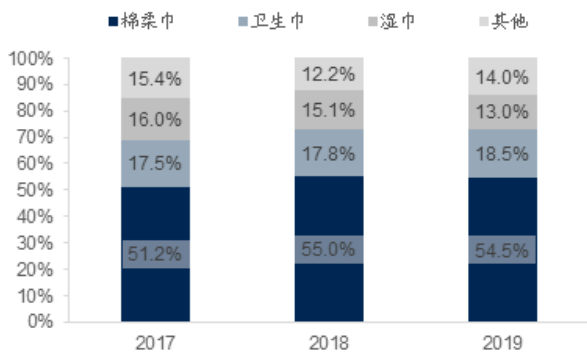
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 12: 消费业务主要产品占消费品比重

产品	2017 年度	2018 年度	2019 年度
棉柔巾	27.8%	30.1%	30.9%
卫生巾	9.5%	9.8%	10.5%
湿巾	8.7%	8.2%	7.4%
其他无纺用品	8.4%	6.7%	7.9%
无纺消费品	54.3%	54.8%	56.7%

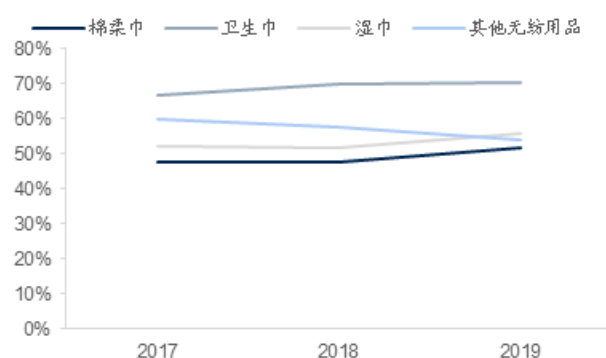
资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 62: 无纺布主要产品类别占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 63: 无纺主要产品毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

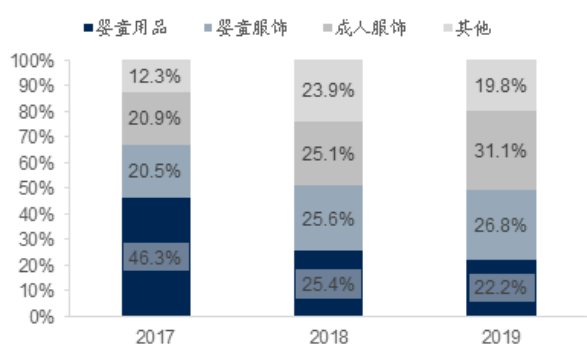
有纺品占消费品的 4 成以上, 毛利率较高。2019 年公司有纺品收入为 13.1 亿元, 近两年 CAGR 为 15.8%, 其中婴童有纺用品收入为 2.9 亿元, 年均减少 19.8%, 毛利率在 60% 左右; 成人服饰收入为 4.1 亿元, 近两年 CAGR 为 41.2%, 上升较快, 毛利率为 66%~72%; 婴童服饰/其他有纺品收入分别为 3.5/2.6 亿元, 近两年 CAGR 为 32.4%/47.0%, 毛利率均在 60%~70% 之间。

表 13: 有纺消费品占消费品比重

产品	2017 年度	2018 年度	2019 年度
婴童有纺用品	21.1%	11.5%	9.6%
婴童服饰	9.4%	11.6%	11.6%
成人服饰	9.6%	11.4%	13.5%
其他有纺用品	5.6%	10.8%	8.6%
有纺消费品	45.7%	45.2%	43.3%

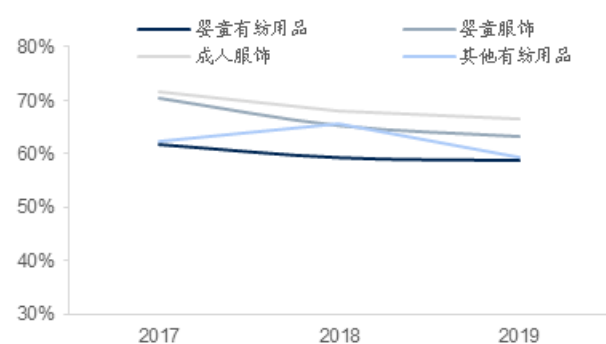
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 64: 有纺品主要产品类别占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 65: 有纺主要产品毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

渠道: 线上竞争力显著, 线下有待扩张

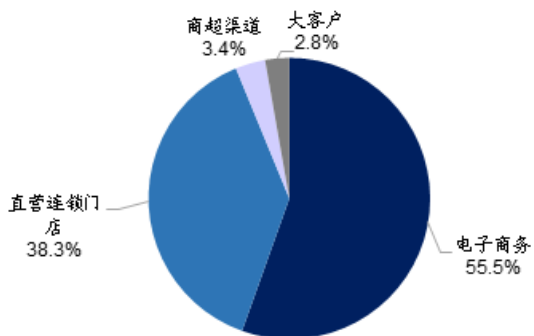
分渠道来看, 公司消费品的渠道主要分为电商、直营门店、商超渠道和大客户, 收入分别为 17.0/11.6/1.0/0.8 亿元, 分别占比 55.5%/38.3%/3.4%/2.8%, 2019 年除大客户外各渠道收入增速加快。具体来看:

- 1) 公司销售占比最大的渠道是电商渠道, 占消费品收入的 55.5%。其中, 天猫和京东渠道合计占比 90% 以上。分商业模式来看, 直营/入仓/寄售分别占比 87.9%/11.1%/1.0%。2019 年公司电商业务的销售费用率为 28.8%,

有小幅上升的趋势，主要是公司不断加大线上营销力度和电商佣金增加所致。

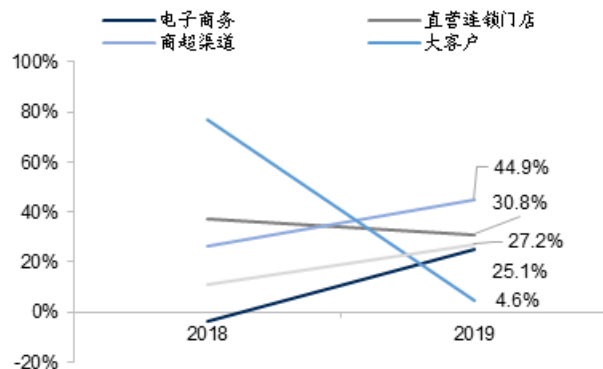
- 2) 公司线下直营连锁门店占收入 38.3%，保持较快增长。直营门店渠道销售费用率为 59.7%且近年呈上升趋势，主要是由于公司渠道结构升级，门店租赁费和人员薪酬上升所致。
- 3) 商超和大客户占比较小、销售费用率较低。商超渠道占收入 3.4%，销售费用率为 22.1%，较为稳定；大客户占收入 2.8%，销售费用率 8.1%，销售费用率较低且逐年下降，主要是由于客户规模效应逐步显现。

图 66: 消费业务 2019 年销售渠道占比



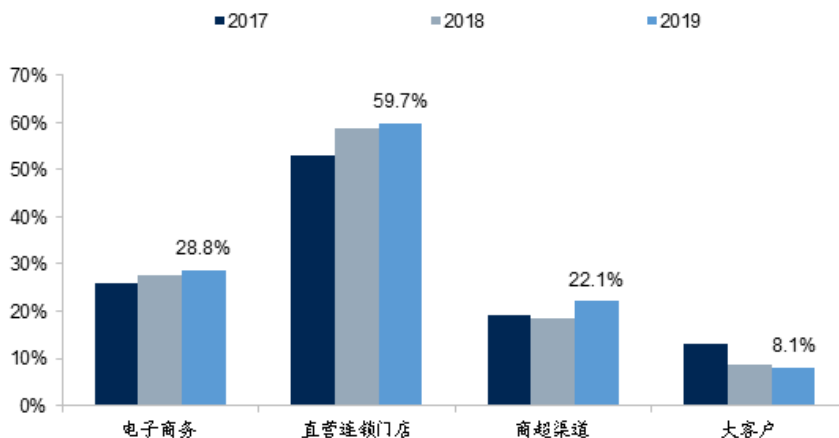
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 67: 消费业务分渠道收入增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

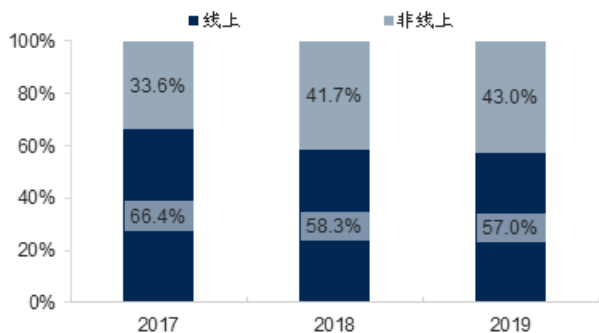
图 68: 消费品业务分渠道销售费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

线上规模领先，盈利能力出色。公司的消费品业务主要通过线上渠道销售，近年公司线上收入占比约 60%，而线上渠道主要分为品牌旗舰店、电商平台入仓、全棉时代官网（包括 APP、小程序）和电商寄售。分销售模式来看，2019 年公司的直营/入仓/官网/寄售占比分别为 83.8%/11.1%/4.1%/2.0%，近年官网的收入占比有所提升。2020 年“双 11”全棉时代全渠道成交额突破 6.6 亿元，在 2019 年 6 亿元的高基数上提升约 10%，位列婴童用品类目品牌排行第三名（其他位列前十名的品牌主要包括 babycare、好孩子等）、洗护类目品牌排行第三名（其他位列前十名的品牌包括维达等）。

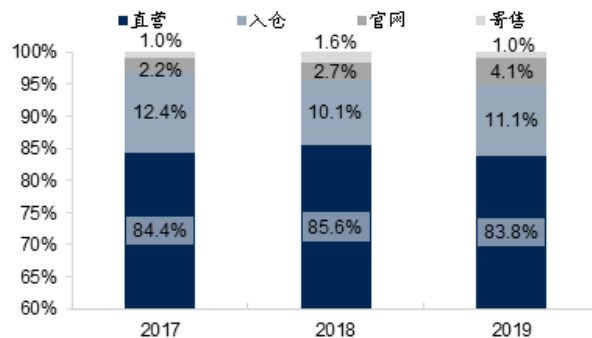
图 69: 消费业务分渠道收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 非线上指的是直营门店、商超、大客户的总和

图 70: 消费品线上分销售模式占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

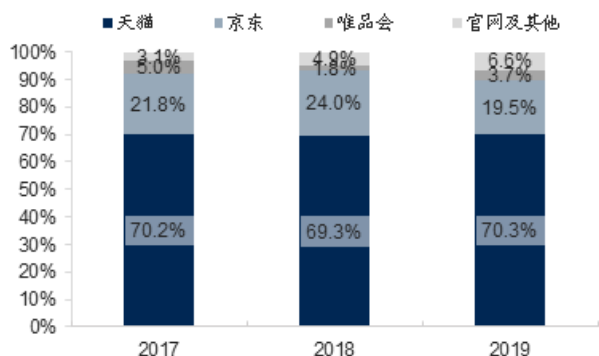
注: 官网包括小程序和 APP

分销售平台来看, 公司的线上渠道以天猫、京东为主。其中, 天猫占比在 70%左右, 京东占比在 20%左右, 其余的官网、唯品会等渠道占比均在 5% 以下。

天猫的销售费用率略高于京东的销售费用率, 预计 2019 年的销售费用率分别约为 25.8%/21.8%, 主要由广告与宣传费、运费和销售佣金构成。销售费用构成具体情况如下:

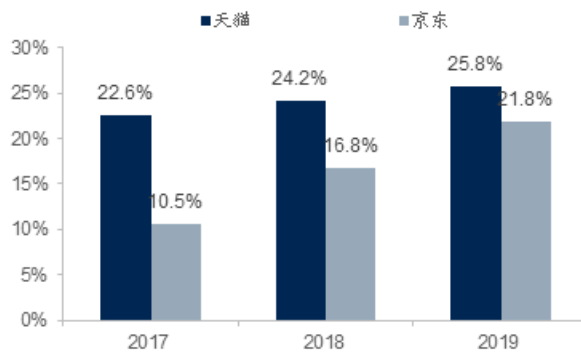
- 1) 广告宣传费用率占比最高, 天猫近年的广告宣传费用率在 11%~13% 之间, 京东的广告宣传费用率从 1.7% 上升到 10.3%, 主要是由于公司加大在京准通的广告投入;
- 2) 佣金方面, 天猫的佣金率在 4%~6% 之间, 京东在 2%~4% 之间, 佣金率有提升的趋势, 主要是由于京东平台对部分商品提高佣金比例, 以及电商平台新兴的直播带货模式佣金比例较高所致;
- 3) 电商销售运费率 6%~8% 左右, 2019 年上升至 8.1% 主要是由于公司开始小件包邮的方式开拓新客户。
- 4) 其他电商销售费用包括存货减值等, 预计为 1% 左右。

图 71: 消费业务线上分平台收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

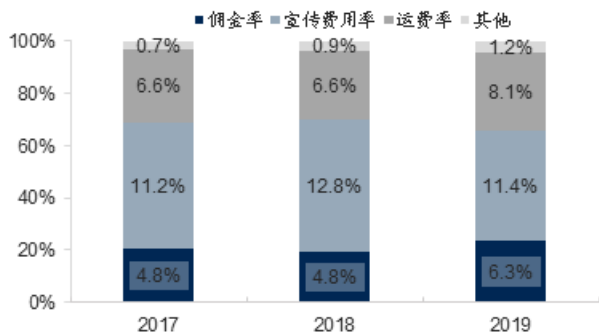
图 72: 消费业务天猫与京东销售费用率对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

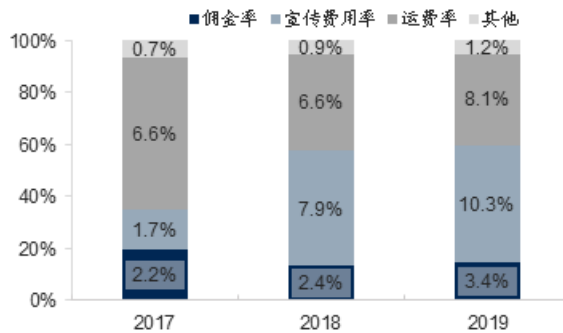
注: 非线上指的是直营门店、商超、大客户的总和

图 73: 天猫销售费用率构成



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 74: 京东销售费用率构成



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司将品牌理念融入店铺设计中, 以兼具美观度与饱满度的展览式产品陈列方式提升客户的消费体验, 并增加体验区如全棉咖啡区、全棉定制区 HelloKittylife 专区等, 以此来强化门店的展示性和体验性, 在提高公司销售规模的同时进一步提高品牌知名度。

图 75: 全棉时代门店



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 76: 全棉时代门店



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

具体看线下店的单店模型, 店铺面积与费用的上升速度快于店均收入的增速。截至 2019 年门店数量约为 250 家, 近两年每年增长约 50 家。从 2017 年到 2019 年, 线下毛利率稳定在 62% 左右, 店均收入增长至 517.8 万元, CAGR 为 8.1%; 店均面积为 420.8 平方米, CAGR 为 11.1%; 平均坪效为 1.2 万元, CAGR 为 -2.7%。费用开支方面, 2019 年店均租金/店均人工/其他销售费用分别为 120.6 万/141.0 万/15.7 万, 分别占收入的 23.3%/27.2%/3.0%。

表 14: 消费业务单店模型

项目	单位	2017 年度	2018 年度	2019 年度
门店数量	家	146	199	250
门店平均收入	万元/家	443.46	514.97	517.75
店均面积	平方米	341.03	430.35	420.80
平均坪效	万元/平	1.30	1.20	1.23
店均租金	万元/家	100.59	112.42	120.58
店均人工	万元/家	118.81	133.64	141.04
其他销售费用	万元/家	15.39	16.69	15.72
毛利率		62.0%	62.0%	62.0%
租金占比		22.7%	21.8%	23.3%
人工占比		26.8%	26.0%	27.2%
其他占比		3.5%	3.2%	3.0%
经营利润率		10.1%	4.1%	3.3%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

2019 年 7 月, 公司推出“PureH2B 津梁生活”品牌, 意在打造能够覆盖美妆、个护、运动等的健康美丽生活需求的一站式零售平台。在资源方面, 同属于消费品零售行业的津梁生活与全棉时代可以在数字化运营、会员、产品方面实现共享。截至 2020 年第四季度末, 公司在已在北京, 武汉, 深圳, 杭州, 成都, 上海开设 8 家线下门店。线上渠道方面, 津梁生活小程序已经上线, 产品主要分为 4 大场景、8 大类别, 围绕“健康+美丽”的主题采购并打造产品, 丰富了稳健医疗大健康概念下的品牌和品类。

从产品方面来看, 津梁生活目前引入了 La Mer、雅诗兰黛等美妆个护品牌以及 Beats、Fitbit 等运动配件品牌, 以知名品牌引流的方式进行获客, 未来有望发力创新产品, 目前已自主研发生姜洗发水和冻干面膜两款纯天然、无防腐剂的产品。

图 77: 津梁生活门店



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 78: 津梁生活门店



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 79：津梁生活微信小程序功能简介



资料来源：津梁生活小程序，国信证券经济研究所整理

无纺布业务：强劲的产品力创造高附加值

公司的全棉水刺无纺布为工业中间品，是生产棉柔巾、卫生巾等产品的主要材料，直接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企业。

分地区来看，全棉水刺无纺布业务以境内销售为主，占据约 8 成的比例，收入增长较快，近年来保持 20% 左右的增速。相比同行，公司全棉水刺无纺布毛利率较高，主要是可比公司生产销售的以化纤水刺无纺布为主。全棉水刺无纺布与化纤水刺无纺布相比，具有不易致敏、清洁度高、舒适环保的特点，可应用于医用、美妆、护理等领域，拥有较高的产品附加值。公司的全棉水刺无纺布业务主要与恒安集团等大客户合作，客户集中度较高，销售费用率较小。

表 15: 无纺布业务情况

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
销售收入占比			
境内	75.4%	77.3%	80.8%
境外	24.6%	22.7%	19.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%
销售收入增长			
境内		13.0%	24.5%
境外		1.6%	0.6%
合计		10.2%	19.1%
公司与同行毛利率比较			
稳健医疗全棉水刺无纺布	27.1%	29.3%	33.1%
诺邦股份水刺非织造材料	25.0%	23.6%	28.2%
金春股份水刺非织造材料	23.2%	19.2%	20.1%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

表 16: 无纺布业务客户情况

年份	序号	客户名称	销售金额	占全棉水刺无纺布收入比例
2019 年	1	恒安国际集团有限公司	10,494.78	35.92%
	2	YUHAN-KIMBERLY Ltd.	3,568.16	12.21%
	3	平湖市瑞恩健康护理卫生用品有限公司	3,470.62	11.88%
	4	南六企业（平湖）有限公司	3,433.43	11.75%
	5	广州市洁宝无纺制品有限公司	1,186.78	4.06%
	合计		22,153.78	75.82%
2018 年	1	恒安国际集团有限公司	13,761.90	57.10%
	2	YUHAN-KIMBERLY Ltd.	2,867.72	11.90%
	3	广州市洁宝日用品有限公司	665.61	2.76%
	4	平湖市瑞恩健康护理卫生用品有限公司	630.68	2.62%
	5	南六企业（平湖）有限公司	590.48	2.45%
	合计		18,516.40	76.83%
2017 年	1	恒安国际集团有限公司	14,241.28	71.75%
	2	YUHAN-KIMBERLY Ltd.	1,816.09	9.15%
	3	佛山市啟盛卫生用品有限公司	431.42	2.17%
	4	广东川田卫生用品有限公司	415.07	2.09%
	5	Toruńskie Zakłady Materiałów Opatrunkowych S.A.	382.62	1.93%
	合计		17,286.48	87.09%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

增长动力：“全棉”成长空间大，“稳健”站上新台阶

消费业务：品牌内涵延伸，以产品力为基，新零售驱动增长

1. 品牌力：高端健康生活品牌形象，辐射客群广阔。

1) 全棉时代品牌在消费者心目中与“纯棉”、“母婴”、“稳健医疗”联想紧密。全棉时代品牌依托医疗专业背景，主打全棉功能性(安全、健康、柔软、环保)，围绕健康生活打造高端消费品牌。根据百度搜索指数的需求图谱，“全棉时代”与“稳健医疗”的相关度较高，医疗背景的品牌受到消费者认可。另外，“全棉时代”与“全棉”、“纯棉”和“哺乳睡衣”等词相关度较高，说明全棉时代在全棉材质与母婴用品方面给消费者留下较为深刻的印象。此外，全棉时代还与母婴品牌“babycare”、“小蓝象”、“可优比”等品牌有一定的相关度。

图 80：“全棉时代”百度搜索指数需求图谱



资料来源:百度搜索指数, 国信证券经济研究所整理

百度搜索指数需求图谱注释: 该数据为您显示: 通过用户在搜索该词的前后的搜索行为变化中表现出来的相关检索词需求

算法说明: 综合计算关键词与相关词的相关程度, 以及相关词自身的搜索需求大小得出。相关词距圆心的距离表示相关词与中心检索词的相关性强度; 相关词自身大小表示相关词自身搜索指数大小, 红色代表搜索指数上升, 绿色代表搜索指数下降。

2) 丰富的品类持续充实品牌内涵。全棉时代品牌在售 SKU 从 2017 年的 1.36 万个上升至 2019 年的 2.67 万个, 复合增速为 40.1%。通过不断完善产品体系, 全棉时代已拥有较为全面的品类布局, 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, 能满足顾客“一站式”购物体验。

3) 消费人群主要为中高层次年轻人群。全棉时代超过 6 成的消费人群在 29 岁以下, 大部分集中于 20~39 岁之间, 与洁柔、babycare 相比客群更为年轻, 而无印良品由于商品属性的原因, 19 岁以下的青少年客群比例高于其他品牌。从消费者性别分布来看, 全棉时代的女性客群略多但男女消费者较类似品牌较为平衡, 男女比例与无印良品接近, 男性用户比例明显多于母婴品牌 babycare。医疗背景的背书与优秀的产品把控能力使得全棉时代品牌“舒适、健康、环保”的产品形象深入人心, 广受消费者认可, 截至 2020 年 9 月, 全棉时代会员数量已突破 2000 万人。

图 81: “全棉时代”百度搜索指数人群属性



资料来源:百度搜索指数, 国信证券经济研究所整理

2. 从产品角度来看, 兼具性价比与突出产品力构建口碑传播基础。

目前棉柔巾产品已具备规模化成本优势, 与其他品牌的棉柔巾相比, 全棉时代在性价比高的同时, 仍能保持比同行高约 10% 的毛利率水平。医用级别生产线生产安全卫生级别高, 塑造良好的产品口碑。生产环节方面, 参照医用敷料的高标准进行健康护理消费品的生产, 对一次性内裤、初生婴儿服等贴身衣物亦采用医疗级灭菌包装, 进一步保证产品的安全性、环保性。在原材料方面, 公司采用优质的新疆棉、澳棉、美棉, 从源头把控产品品质与安全。

表 17: 水刺无纺布毛利率同行比较

公司名称	产品类别	2017	2018	2019
诺邦股份	水刺非织造材料	24.96%	23.64%	28.20%
金春股份	水刺非织造布	23.16%	19.23%	20.10%
行业平均	水刺无纺布	24.06%	21.44%	24.15%
稳健医疗	全棉水刺无纺布	27.06%	29.30%	33.10%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 82: 全棉时代棉柔巾与其他品牌棉柔巾比较

产品名称	全棉时代	得宝	Babycare	Damah	名创优品
产品样式					
功能特点	单张厚度+12.5%、100%优质棉、舒适亲肤、高吸水性、高释水性、提花纹理清洁力强、无荧光、食品级水刺无纺布；薄、好、不掉絮	100%天然纯棉、亲肤柔软、锁水抗敏、较硬、吸水性好、抗敏、不掉絮	加厚加大干湿两用、100%美棉、亲肤柔软、婴儿口手屁可用；薄、吸水性好、抗敏、不掉絮	90g/m ² 毛巾级加厚、干湿两用、天然植物纤维、高级华夫格纹、韧性强、无荧光、一次性洁面、可二次利用；质量好、有胶味厚实、硬	一次性洁面巾、天然纯棉、干湿两用、可二次利用、无荧光剂、无香料、无有害菌、交叉铺网水刺无纺布；干净卫生、不掉絮
价格(元)	14.15元	21.65元	29元	19.8元	12.48元
抽数(抽)	100	60	100	72	120
单张价格	0.14元/片	0.36元/片	0.29元/片	0.28元/片	0.10元/张
单张尺寸	20cm*20cm	20cm*20cm	20cm*20cm	20cm*20cm	15cm*19cm

资料来源: 淘宝网, 国信证券经济研究所整理

图 83: 全棉时代卫生巾与其他品牌卫生巾对比

产品名称	全棉时代	护舒宝	苏菲	高洁丝	七度空间
产品样式					
功能特点	100%全棉面层、超吸干爽导流层、进口瞬吸因子SAP芯体、360上下包裹层不反渗、高透气PE膜	欧美原装进口、液体材料FlexFoam聚合一体成型、轻薄透气、挤压不变形、3D贴合身体曲线新柔护表层	美国进口原棉表层、无添加、低刺激、低致敏、分离无感设计减少对腿部皮肤的摩擦、	面层采用澳洲进口纯棉、0.08cm无感吸收芯、可吸收17倍自重、安心零添加	100%纯棉表层、导流无纺布、高效锁水层、超能吸高分子层、透气底膜
价格(元)	12.9元	26.6元	23.3元	8.3元	8.2元
数量(片)	10	10	12	8	10
单张价格	1.3元/片	2.6元/片	1.9元/片	1.0元/片	0.8元/片
单张尺寸	245mm	270mm	250mm	240mm	245mm

资料来源: 淘宝网, 国信证券经济研究所整理

表 18: 无纺消费品同行业毛利率比较

品类	产品类别	2017	2018	2019
卫生巾	恒安国际	68.80%	69.40%	70.30%
	维达国际(估计)	65.00%	67.00%	69.00%
	中顺洁柔	/	/	60.90%
	百亚股份	55.44%	53.75%	55.30%
	稳健医疗	66.70%	69.72%	70.04%

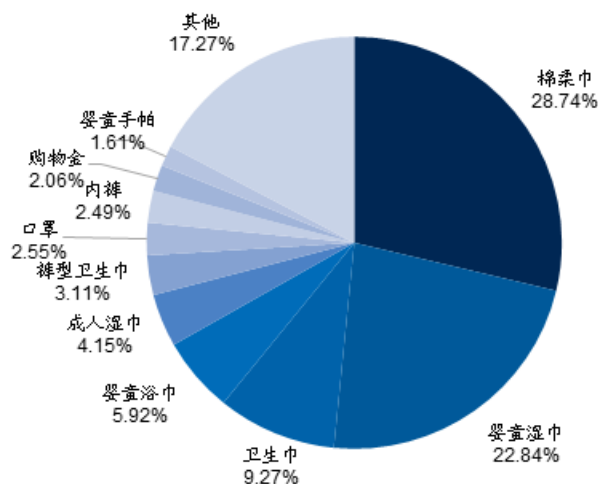
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

3. 从渠道角度来看,线上优势显著,线下扩张空间大,O2O 模式下有望带动线上线下游协同增长。

线上渠道布局丰富,公司已完成主要包括天猫、京东在内的第三方电商平台布局,占据主流线上流量入口,并重点打造全棉时代官网、APP 和小程序等自营线上渠道,深度覆盖线上消费者,并与线下渠道做到协同和融合。

公司在主流第三方电商平台上的主打品类份额优势显著。公司 2020 年 11 月全棉时代天猫平台销售额前五的类目分别为棉柔巾、婴童湿巾、卫生巾、婴童浴巾和成人湿巾。在棉柔巾、婴童浴巾和成人湿巾类目,全棉时代排名第一,在棉柔巾/婴童浴巾类目优势尤为明显,11 月单月销售额约 1.9/0.3 亿元,分别为第二名品牌的 6.7/2.5 倍;在婴童湿巾和卫生巾类目中,全棉时代分别排名第二/第六位,收入分别为 1.3/0.9 亿元,分别为第一名的 72%/18%。

图 84: 2020 年 11 月全棉时代天猫平台分类目销售占比



资料来源:阿里第三方数据平台,国信证券经济研究所整理

表 19: 2020 年 11 月天猫热销品类前五名

品类	行业销售额前五的品牌	品牌销售额排名	销售额(万元)
棉柔巾	1)全棉时代	1	18552.6
	2)damah		2765.9
	3)得宝		969.2
	4)unifree 母婴		432.2
	5)心相印		586.9
婴童湿巾	1)babycare by philemon	2	18434.0
	2)全棉时代		13290.9
	3)好孩子		6581.2
	4)bc babycare		5344.6
	5)可优比		5230.1
卫生巾	1)护舒宝	6	51322.8
	2)苏菲		37361.9
	3)高洁丝		21237.1
	4)乐而雅		14807.2
	5)七度空间		11936.2
婴童浴巾	1)全棉时代	1	3294.0
	2)卡伴		1311.7
	3)可优比		731.1
	4)bc babycare		411.7
	5)好孩子		404.6
成人湿巾	1)全棉时代	1	2300.8
	2)维达		2268.9
	3)心相印		1814.3
	4)妇炎洁		887.7
	5)班爵		880.9

资料来源: 阿里第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

第三方平台自营旗舰店以外仍有较多渠道扩张空间。2019 年, 公司在线上销售的直营模式占比接近 90%, 主要通过第三方平台和自有的官方旗舰店销售, 而目前仍有其他线上销售渠道有待公司开拓, 比如在天猫超市、线上经销商等方面, 未来也有望贡献较多增量。

私域流量平台发展迅猛, 微信小程序表现亮眼, 带动线上线下协同发展。截至 2020 年第三季度, 公司的小程序收入占比从 2019 年末的低单位数提升至 10%~20%, 增长迅速, 私域会员数达到约 1200 万人, 销售额接近 3 亿元, 占整个线下私域流量零售新生态的板块收入的 30%。在渠道、商品和消费者运营三个方面, 公司在结构上已经有了非常清晰的前中后台的大结构, 中台现在已经实现了线上线下全渠道融通, 目标实现八通: 库存、商品、支付、价格、促销、会员等, 目前实现进度过半。

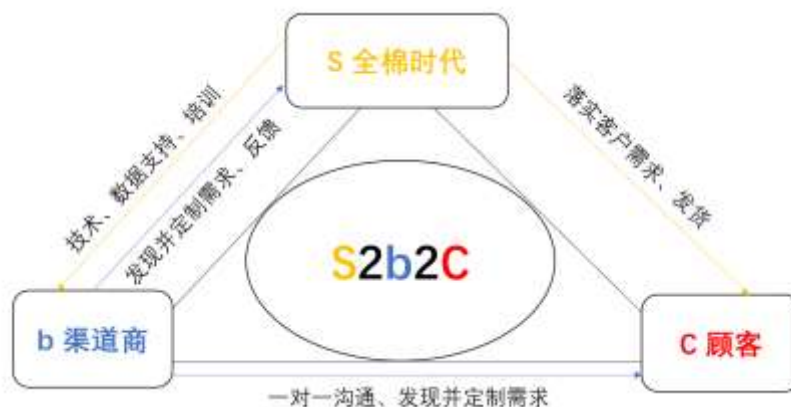
图 85: 全棉时代小程序表现突出



资料来源:阿拉丁研究院, 国信证券经济研究所整理

小程序贡献显著增量销售同时, 盈利能力出色。公司对小程序平台的引流主要包括线下门店引流和 S2B2C 模式两种方式。公司通过数字化转型, 将线上平台与线下门店结合, 目前小程序是介于自有的线下渠道以及第三方平台中间新的模式。而 S2B2C 模式是一种集合供货商赋能于分销商并共同服务于顾客的全新电子商务营销模式, 它的核心理念是 Supplier(大供应)帮助 business(小商), 而商品不经过小商之手, 直接从工厂到达消费者。公司在小程序平台的销售追求的是同质同价, 与线下门店毛利率相差较小, 但由于增量的销售没有固定的人员配置, 没有固定的租金费用支出, 也没有第三方渠道的平台佣金和广告营销开支, 预计盈利能力显著优于传统的线下门店与线上第三方平台。

图 86: S2b2C 商业模式



资料来源:搜狐网, 国信证券经济研究所整理

线下渠道店铺数量有较大扩张空间。截至 2020 年底, 全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 50 余个重点城市的中高端购物中心开设近 260 家线下门店, 目前门店基数较小, 参考类似以一二线购物中心为主的品牌, 如 FILA、优衣库、无印良品等, 预计远期规模可达到 500-1000 家。门店扩张将通过直营与加盟两种模式齐头并进, 目前公司门店以直营为主, 未来将逐步放开加盟

的发展，公司计划 2021 年整体开店数量达到 100 家。

图 87: 全棉时代线下渠道与同行对比

渠道分布	全棉时代	无印良品	优衣库	Fila
一线	31.9%	28.9%	25.7%	27.8%
新一线	48.6%	43.7%	26.0%	52.3%
二线	19.4%	35.3%	21.9%	36.7%
三线	16.3%	18.5%	14.8%	18.4%
四线	6.6%	11.9%	9.7%	7.4%
五线	9.0%	3.3%	1.9%	4.2%
店数	288	394	939	1198

资料来源: 百度地图, 国信证券经济研究所整理

线下门店经营效率与盈利能力有望优化。公司的零售门店模式和客群消费水平与无印良品较为接近，我们与无印良品的单店模型和费用利润水平进行比较，发现无印良品的店效、坪效、人效等指标领先于全棉时代。无印良品的全球经营利润率在高单位数的水平，中国区在 15% 左右，也好于全棉时代直营门店业务。线下门店除了作为销售渠道，更是全棉时代品牌与消费者进行深度体验的重要接触点，能够通过产品的柔软的品质与明亮门店环境向消费者传达健康优质的品牌形象。公司前期在建立品牌形象方面开设了较多面积较大的旗舰店，未来开店将侧重于面积在 600 平以下的高坪效店开设，并通过逐步开放加盟业务进一步改善费用结构，预计在中期将取得较好的线下经营利润率。

表 20: 无印良品与全棉时代单店模型对比

项目	单位	2017 年度	2018 年度	2019 年度	项目	单位	2017 年度	2018 年度	2019 年度
无印良品					全棉时代				
门店数量	家	876	917	970	门店数量	家	146	199	250
门店平均收入	万元/家	2124.72	2170.51	2331.18	门店平均收入	万元/家	443.46	514.97	517.75
直营店均面积	平方米	756.44	777.49	845.32	店均面积	平方米	341.03	430.35	420.80
平均坪效	万元/平/年	4.23	4.22	4.47	平均坪效	万元/平	1.30	1.20	1.23
店均租金	万元/家	249.93	265.17	243.40	店均租金	万元/家	100.59	112.42	120.58
店均人工	万元/家	342.20	375.42	400.98	店均人工杂项	万元/家	118.81	133.64	141.04
推广费和运费	万元/家	145.66	161.91	189.74	推广费和运费	万元/家	15.39	16.69	15.72
毛利率		50.6%	51.7%	49.7%	毛利率		63.0%	63.0%	63.0%
租金占比		9.6%	7.4%	7.4%	租金占比		22.7%	21.8%	23.3%
人工占比		13.2%	14.1%	14.0%	人工占比		26.8%	26.0%	27.2%
广告占比		1.6%	1.7%	1.7%	推广占比		1.5%	1.8%	1.6%
物流占比		4.0%	4.4%	4.9%	物流占比		1.9%	1.4%	1.4%
折旧摊销和其他占比		10.3%	10.7%	12.2%	其他销售费用占比		0.0%	0.0%	0.0%
经营利润率		12.0%	10.9%	8.3%	经营利润率		10.1%	4.1%	3.3%
人效	万元/人	160.34	149.71	165.86	人效		34.18	35.62	29.96
平均存货	万元/平米	3.35	3.31	3.40	平均存货		/	/	/
人均面积	平米	37.90	35.50	37.10	人均面积		26.29	34.34	35.48

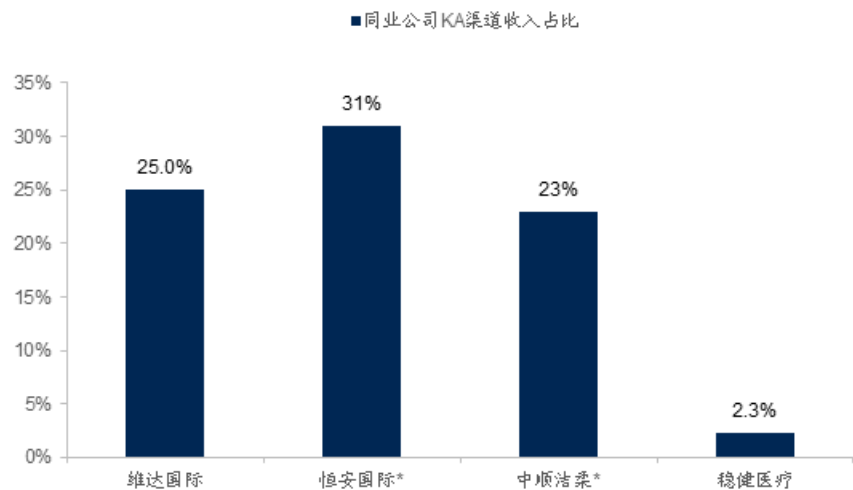
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 无印良品灰色部分表示日本地区数据。

表 21: 无印良品与全棉时代盈利与费用情况对比

毛利率	FY2017	FY2018	FY2019
无印良品	50.6%	51.7%	49.7%
全棉时代直营门店业务	62.0%	62.0%	62.0%
SG&A			
无印良品	38.7%	40.8%	41.4%
全棉时代直营门店业务	52.9%	58.9%	59.7%
经营利润率			
无印良品-全球	12.0%	10.9%	8.3%
无印良品-日本	12.2%	10.2%	8.3%
无印良品-欧美	4.2%	4.7%	10.9%
无印良品-西亚南亚及大洋洲	0.9%	3.1%	2.0%
无印良品-东亚	15.4%	16.2%	13.5%
全棉时代直营门店业务	10.1%	4.1%	3.3%
净利率			
无印良品-全球	7.9%	8.3%	5.3%
无印良品-日本	8.2%	5.3%	5.7%
无印良品-欧美	0.3%	-0.2%	8.3%
无印良品-西亚南亚及大洋洲	-3.0%	-1.8%	-0.6%
无印良品-东亚	11.4%	11.3%	10.9%
全棉时代直营门店业务	/	/	/

资料来源:Wind、良品计划官网、国信证券经济研究所整理

商超渠道将继续扩大覆盖率。公司已入驻优质渠道，棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾等核心产品已成功进驻华润万家、Ole'精品超市、永辉超市、山姆会员店、沃尔玛等主流线下渠道的约 5000 个网点，但目前贡献销售的比例仍较低。而公司的生活用纸同行企业，商超渠道是线下销售的重要组成部分，KA 渠道收入占比大幅高于公司。未来随着公司品牌力的增强以及对商超渠道开拓，公司在商超渠道的合作的数量、区域覆盖面等方面仍有较大扩张空间。

图 88: 同行 KA 渠道占比比较


资料来源:Wind、公开资料，国信证券经济研究所整理

注: "*"表示采用 2018 年的数据，其余则采用 2019 年的数据

表 22: 公司与同行合作商超对比

公司名称	合作商超名称
维达国际	沃尔玛、家乐福、麦德龙、大润发、华润万家、屈臣氏等
中顺洁柔	大润发、家乐福、沃尔玛、华润万家等
全棉时代	华润万家、Ole'精品超市、永辉超市、山姆会员店、沃尔玛等

资料来源:Wind、公开资料, 国信证券经济研究所整理

医疗业务: 品牌打入新渠道, 树立良好形象, 产品结构升级

1. 渠道扩张: 切入新渠道, 疫后医院防护物资采购重视程度强化。

境外渠道: 公司疫情期间进入 CVS、Walgreens 等国外连锁药店渠道, 在防护物资领域实现对 3M、杜邦等国产替代, 未来有望在其他医用或民用领域与新客户进行合作。根据最新年报, CVS Health 共有 99000 个零售店面和 1100 个免约诊所, 2019 年总收入为 2567.7 亿美元; Walgreens 于 FY2020 的收入为 1395 亿美元, 目前在 11 个国家拥有 21000 家零售门店, 在 20 个国家拥有 250000 家寄售网点。

图 89: Walgreens 连锁药店门店实景图



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

图 90: CVS 连锁药店门店实景图



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

表 23: 新境外大客户情况

客户名称	2020 年上半年采购金额(万元)	收入	介绍
CVS		FY2019 总收入为 2567.8 亿美元 (约合人民币 16618.0 亿元)	CVSHealth 公司的目标是, 通过卫生服务、计划和社区药剂师帮助人们走上更好的健康之路。公司以社区为基础, 以本地为重点, 让消费者在需要的时间和地点获得他们需要的护理。公司拥有约 9900 家零售商店, 大约 1100 医疗诊所、药房业务约有 9300 万计划成员、约 2200 万名医疗会员, 公司的专用高级药学保健业务每年服务超过 100 名患者。这种创新的医疗保健模式增加了获得高质量医疗保健的机会, 提供了更好的健康结果, 并降低了总体医疗保健成本。
WBA	8852.82	FY2020 总收入为 1395.4 亿美元 (约合人民币 9036.4 亿美元)	沃尔格林是全球领先的制药零售和批发公司沃尔格林博姿联盟(WBA)的美国零售药房部门。作为美国最受欢迎的制药、健康和美容公司, 沃尔格林的宗旨是倡导美国每个社区的健康和福祉。沃尔格林在美国、波多黎各和美属维尔京群岛拥有 9000 多家零售店, 每天为大约 800 万名顾客提供服务。沃尔格林的药剂师在美国医疗保健系统中扮演着重要的角色, 他们提供了广泛的药房和医疗保健服务。为了更好地满足客户和患者的需求, 沃尔格林提供真正的全渠道体验, 通过将实体和数字相结合的平台, 在最新技术支持下, 在全国各地社区提供高质量的产品和服务。

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

境内渠道: 政府增加对医用低值耗材、防护物资储备的重视, 增量空间较大, 利好大品牌覆盖二三四线城市医院。2020 年 7 月, 国务院出台政策加强公共卫生体系的建设, 强化各级医疗机构疾病预防控制职责 (包括乡镇卫生院和社区卫生服务中心)、增加药品和医疗防护物资储备, 而公司在疫情期间为湖北省、广东省提供大量优质防护物资, 经销商质量得到很大提升, 新增的大客户包括

湖北国药控股等。

表 24: 2019H1 与 2020H1 公司前五大客户对比

2019	2020H1
北京京东世纪贸易有限公司	国药控股湖北有限公司
SakaiShotenCo.,Ltd.	MölnlyckeHealthCareAB.
恒安国际集团有限公司	深圳市市场监督管理局
MölnlyckeHealthCareAB.	SUPERMAXHEALTHCARECANADAINC.
RichardsonHealthcareLtd.	WalgreensBootsAlliance

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2. 品牌强化: 居民防疫意识增强, 对稳健品牌认知加深, 有望带动 2C 销售。积极抗击疫情, 企业社会价值得到认可。在疫情初期, 稳健医疗果敢决策, 生产线 24 小时不停机, 所有医疗防护产品的生产线进入 24 小时满负荷运行状态, 源源不断地为“白衣战士”们铸造和输送“战甲”和“战袍”, 大大地疏解了疫情初期湖北防护物资匮乏之困。6 月 30 日, 国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情防控联防联控机制医疗物资保障组, 在发给稳健医疗的感谢信中, 称其是“当之无愧的抗击疫情军工工厂”。9 月 8 日, 全国抗击新冠肺炎疫情表彰大会在北京人民大会堂隆重举行, 大会对全国抗击新冠肺炎疫情先进个人、先进集体, 全国优秀共产党员、全国先进基层党组织进行表彰, 稳健医疗(黄冈)有限公司荣获全国抗击新冠肺炎疫情先进集体表彰。

图 91: 稳健医疗获得荣誉表彰

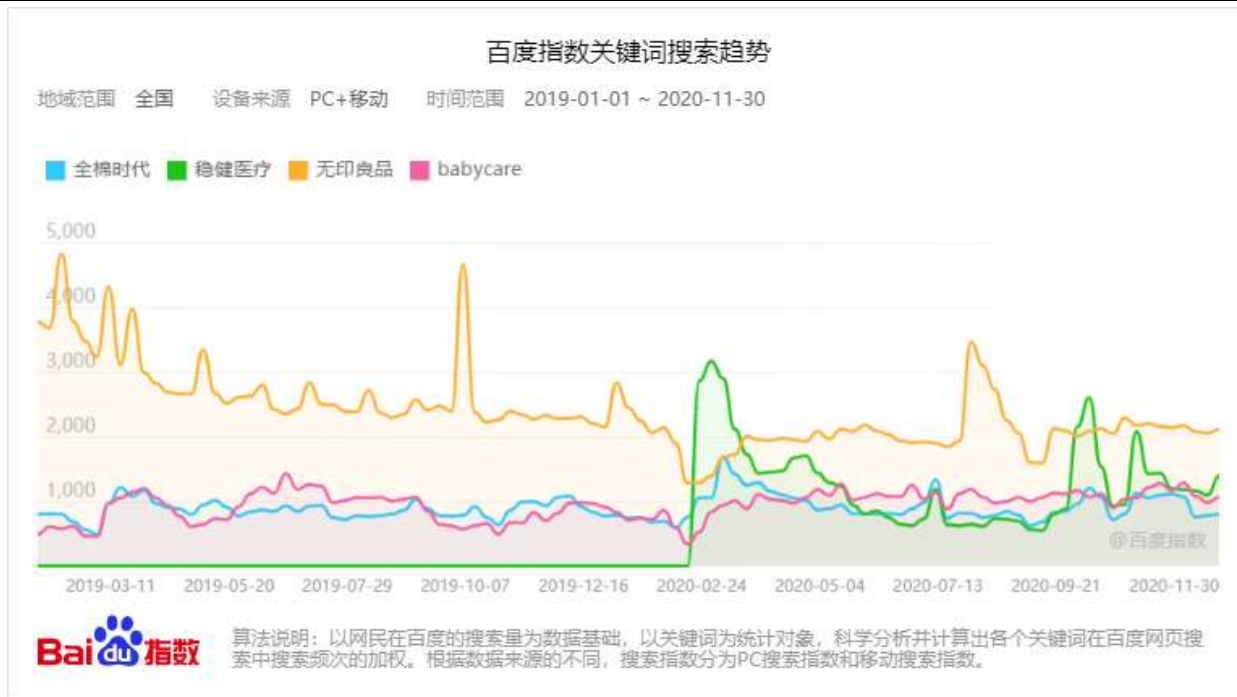


资料来源:证券时报, 国信证券经济研究所整理

防疫产品带动稳健品牌价值提升, 有望开启新成长曲线。2020 年 1 月底疫情爆发后, 稳健医疗的百度搜索指数迅速上升, 在口罩成为必需品的当下, 搜索指数仍然维持高位, 一方面体现了居民防护意识加强, 日常防护用品消费意愿上升, 另一方面也体现出消费者对稳健医疗品牌和产品的认可。公司“winner 稳健

医疗”品牌知名度提高后，也有望通过更加丰富的品类实现销售增长，除了防护产品外，也有机会拓展至个人护理、医美、居家健康等 2C 产品，开启新成长曲线。

图 92：2019 年 11 月至 2020 年 11 月稳健医疗百度搜索指数变化



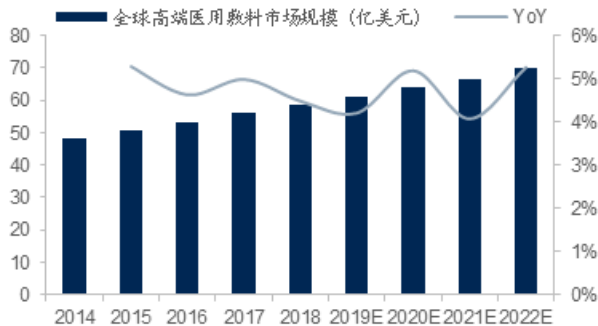
资料来源:百度, 国信证券经济研究所整理

3. 产品升级：高端医用敷料具备较大的增长潜力。

高端辅料：随着国内医用敷料行业技术的不断创新，国内医用敷料产业预计将逐渐向价值链的高端环节转移，在高端医用敷料市场实现进口替代。从全球趋势来看，近年下游市场对多功能、新材质、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切。高端伤口敷料可以减轻愈合较难的湿性伤口的感染几率，具有减轻换药痛苦、缩短愈合时间、减少换药次数、降低医务人员的劳动强度、降低综合治疗成本、换药操作简便易行等优点。根据 BMI Research 的统计，2017 年全球高端敷料市场规模达 55.95 亿美元，预计将于 2022 年达到 70.15 亿美元，是医用敷料市场中增长较快的细分领域。从全球范围来看，高端敷料占医用敷料市场的接近 50%，而中国高端医用敷料在渗透率方面仍有较大空间。

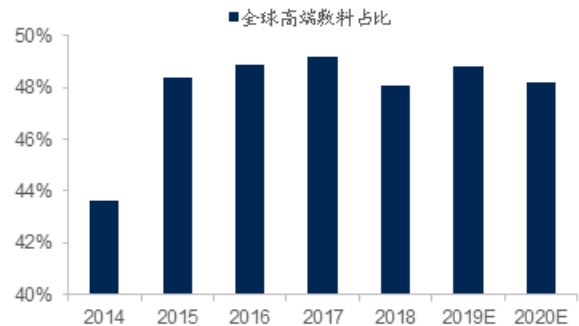
手术室组合包：近年来，定制化手术组合包的市场规模快速增长。根据 CMI 机构的统计，全球定制化手术组合包市场规模预计将于 2026 年增长至 213.47 亿美元，年均复合增长率为 10.2%，其中，我国定制化手术组合包规模预计将上升至 15.04 亿美元，年均复合增长率 12.2%，增长迅速。

图 93: 全球高端医用敷料市场规模



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

图 94: 全球高端敷料占医用敷料市场比重



资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理

4、产能扩张: 资金助力公司快速成长。

公司 IPO 共计募集资金 37.2 亿元, 扣除发行费用后为 35.6 亿元, 其中募集资金 14.3 亿元, 超募资金为 21.3 亿元。募集资金投入项目将服务于公司主营业务发展及未来经营战略, 主要目的在于突破产能瓶颈、提升品牌知名度与门店覆盖率, 以及加强研发强化内核。

表 25: IPO 募集资金投入项目

项目名称	总投资额 (亿元)	税前 IRR (%)	税后 IRR (%)	建设期 (年)	预计成果
1) 高端敷料生产建设项目	2.2	26.21%	22.42%	2 年	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。
2) 营销网络建设项目	7.0	26.64%	20.81%	2 年	计划在全国 45 个重点城市新增 96 家直营门店, 合计新增营业面积 6.0 万平方米, 为现有营业面积的接近 60%。
3) 研发中心建设项目	2.4			2 年	项目不直接产生经济效益, 但将会提升公司的整体研发实力和核心竞争力, 产生间接效益。
4) 数字化管理系统项目	2.7			2 年	项目不直接产生经济效益, 但将会改进公司的信息系统、提升公司综合管理水平, 产生间接效益。
合计	14.3				

资料来源: BMI research、国信证券经济研究所整理

表 26: IPO 超募资金投入项目

项目名称	使用超募资金金额 (亿元)	项目介绍
1) 永久补充流动资金	6.4	/
2) 嘉鱼科技产业园项目	4.0	嘉鱼科技产业园项目拟利用高压“水针”等高效生产工艺技术, 建设水刺、洗护、湿巾、医用棉/纱布/无纺布、手部消毒液等产品生产项目, 项目总投资额为 9.0 亿元。
3) 武汉稳健二期扩建项目	6.0	武汉稳健二期扩建项目包括非织造卷材中心、灭菌加工中心、国内医疗销售营销中心、湖北区域总部智能配送中心、华中区域总部及集团第二研发中心等六大中心, 总投资约 15 亿元, 由公司全额投资, 自主经营。项目将提高企业产能、扩大市场占有率。
4) 剩余超募资金及其收益	5.0	/
合计	21.3	

资料来源: BMI research、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

盈利预测假设

1、收入假设:

医用敷料: 2020 年因防疫物资带动和渠道扩张, 预计收入 89 亿元; 2021-2022 年, 收入分别为 62 亿元和 72 亿元, 因疫情受控后公司品牌知名度提升、品类与渠道扩张, 防疫物资以外品类占比扩大;

健康生活消费品: 随公司品牌力提升与消费业务扩张, 预计消费品业务 20-22 年收入分别为 35 亿元、54 亿元和 74 亿元, 增速分别为 15%/53%/38%。其中随电商扩渠道与新零售融合, 电商业务 20-22 年增速在 20%-50%之间; 随公司直营门店扩张和逐步放开加盟业务, 预计门店业务 20-22 年增速在 10%-60%之间; 其他渠道保持在 10%-30%的扩张速度;

全棉水刺无纺布和其他业务: 随公司产能扩张和市场需求增长, 保持在 10-15% 的增长速度。

2、毛利率假设:

医用敷料: 2020 年由于产能利用率大幅上升与市场价格上涨, 毛利率提升至 59%, 2021-2022 年随防疫物资供需趋向平稳, 毛利率回落, 但高附加值医用产品与 2C 端销售占比扩大对毛利率起到正面作用;

健康生活消费品: 预计 2020-2022 年公司业务结构保持线上线下比例相对接近, 毛利率相对稳定;

全棉水刺无纺布和其他业务: 预计 2020-2022 年毛利率相对稳定。

3、经营利润率假设:

医用敷料: 2020 年由于毛利率提升和规模效应, 经营利润率显著提升, 2021-2022 相比 2020 年有所回落, 但由于产品、品牌、渠道升级, 相比 2019 年及以前有明显提升;

健康生活消费品: 2020-2022 随业务规模扩大、经营效率提升、新零售业务发展, 经营利润率逐年提升;

其他业务: 预计保持稳定水平。

表 27: 盈利预测分业务主要假设及结果

项目	分类	2018/12/31	2019/12/31	2020E	2021E	2022E
营收	RMB mn					
	合计	3,838.9	4,574.6	12,806.9	12,039.5	15,054.0
	医用敷料	1,163.3	1,188.9	8,916.6	6,241.6	7,177.9
	健康生活消费品	2,383.8	3,031.3	3,497.3	5,364.1	7,400.1
	全棉水刺无纺布	241.0	292.2	321.4	352.0	383.7
	其他	50.8	62.3	71.6	81.8	92.3
	YoY					
	合计	9.8%	19.2%	180.0%	-6.0%	25.0%
	医用敷料	6.2%	2.2%	650.0%	-30.0%	15.0%
	健康生活消费品	11.2%	27.2%	15.4%	53.4%	38.0%
全棉水刺无纺布	21.4%	21.2%	10.0%	9.5%	9.0%	
其他	-14.6%	22.6%	15.0%	14.3%	12.8%	
毛利率	合计	49.2%	51.6%	58.2%	49.2%	49.7%
	医用敷料	34.3%	38.5%	59.0%	42.0%	42.0%
	健康生活消费品	58.5%	58.7%	58.8%	58.6%	58.0%
	全棉水刺无纺布	29.3%	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%
	其他	47.5%	44.3%	44.3%	44.3%	44.3%
	毛利率-销售费用率	合计	22.0%	22.0%	41.5%	29.1%
医用敷料		26.3%	30.0%	51.0%	34.0%	34.0%
健康生活消费品		19.3%	18.2%	18.9%	23.4%	24.3%
全棉水刺无纺布		21.3%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
其他		59.2%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%
综合费用率		营业税金及附加	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%
	销售费用	27.1%	29.6%	16.7%	20.1%	20.6%
	管理费用	4.6%	4.3%	4.0%	5.0%	4.5%
	研发费用	3.0%	3.4%	2.0%	3.4%	3.4%
	财务费用	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	净利润	合计	425.5	547.2	3,772.5	2,051.8
减: 少数股东损益		0.8	0.9	2.6	2.4	3.0
归属于母公司所有者的净利润		424.7	546.3	3,769.9	2,049.4	2,627.1
净利率	合计	11.1%	12.0%	29.5%	17.0%	17.5%
	YoY					
归属于母公司所有者的净利润	-0.6%	29%	590.1%	-45.6%	28.2%	
净利润分拆	医用敷料	153.4	193.8	3,223.1	1,242.6	1,467.1
	健康生活消费品	230.4	299.3	469.4	736.0	1,080.0
	全棉水刺无纺布	25.7	39.1	56.2	50.8	56.9
	其他	15.1	14.1	21.2	20.0	23.2

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

三年盈利预测

按上述假设条件, 我们得到公司 20-22 年收入分别为 128.1/120.4/150.5 亿元, 归属母公司净利润 37.7/20.6/26.4 亿元, 利润年增速分别为 589.8%/-45.3%/28.4%。每股收益 13-15 年分别为 10.01/5.47/7.02 元。

表 28: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,575	12,807	12,040	15,054
(+/-%)	19.2%	180.0%	-6.0%	25.0%
净利润(百万元)	546	3768	2060	2645
(+/-%)	28.6%	589.8%	-45.3%	28.4%
每股收益(元)	1.45	10.01	5.47	7.02
EBIT Margin	16.7%	34.6%	19.8%	20.3%
净资产收益率(ROE)	17.3%	62.9%	27.3%	28.2%
市盈率(PE)	131.2	19.0	34.8	27.1
EV/EBITDA	84.2	16.2	29.1	23.0
市净率(PB)	22.7	12.0	9.5	7.6

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

盈利预测的敏感性分析

表 29: 盈利预测的敏感性分析

项目	2017	2018E	2019E	2020E
乐观预测				
营业收入(百万元)	4,575	12,972	12,179	15,289
(+/-%)	19.2%	183.6%	-6.1%	25.5%
净利润(百万元)	546	3975	2258	2904
(+/-%)	28.6%	627.7%	-43.2%	28.6%
摊薄 EPS	1.45	10.56	6.00	7.71
中性预测				
营业收入(百万元)	4,575	12,807	12,040	15,054
(+/-%)	19.2%	180.0%	-6.0%	25.0%
净利润(百万元)	546	3768	2060	2645
(+/-%)	28.6%	589.8%	-45.3%	28.4%
摊薄 EPS(元)	1.45	10.01	5.47	7.02
悲观预测				
营业收入(百万元)	4,575	12,642	11,900	14,820
(+/-%)	19.2%	176.4%	-5.9%	24.5%
净利润(百万元)	546	3567	1866	2394
(+/-%)	28.6%	552.9%	-47.7%	28.3%
摊薄 EPS	1.45	9.47	4.96	6.36
总股本(百万股)	376.49	376.49	376.49	376.49

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议

我们认为公司过去的优势在于产品力和渠道力, 产品力来源于公司多年在医用敷料、全棉水刺无纺布、优质棉制有纺品等主打产品上的研发创新与对质量的坚持, 而渠道力来源于对电商、新零售渠道的开拓和遥遥领先的市场占有率; 目前, 经过疫情期间公司的企业社会价值的认可、知名度的提升, 品牌力显著增强, 公司长期成长空间被打开, 有望打造为大健康领域的龙头国产品牌。我们预计公司 20-22 年净利润分别同比增长 589.8%/-45.3%/28.4%, EPS 分别为 10.01/5.47/7.02 元, 合理估值 220-240 元 (22 年 PE 31.3x -34.1x), 首予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 220-240 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 2022 年 PE 31.3-34.1 倍，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、宏观经济风险：公司所处行业与宏观经济相关性较高，疫情反复的背景下可能会对消费能力产生影响，可能会导致公司消费业务发展不及预期；
- 2、经营风险：公司的医疗业务在疫情期间得到了快速的发展，疫情稳定或彻底受控后，公司如果未能尽快提高非防疫相关产品的业务规模，可能会导致公司医疗业务发展不及预期；
- 3、市场风险：公司可能面临较大市场竞争压力，如果行业库存高企，企业恶性竞争，可能会导致公司市场份额扩张不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	481	1549	3147	4110	营业收入	4575	12807	12040	15054
应收款项	1012	2834	2664	3331	营业成本	2212	5350	6120	7576
存货净额	992	2441	2776	3442	营业税金及附加	40	110	102	126
其他流动资产	189	529	498	622	销售费用	1356	2138	2419	3107
流动资产合计	2675	7353	9085	11506	管理费用	203	774	1017	1189
固定资产	1463	988	1171	1314	财务费用	6	7	(3)	(10)
无形资产及其他	132	126	121	116	投资收益	(14)	(18)	(17)	(21)
投资性房地产	254	254	254	254	资产减值及公允价值变动	33	(2)	(16)	(20)
长期股权投资	9	9	9	9	其他收入	(136)	14	64	80
资产总计	4531	8731	10640	13199	营业利润	642	4422	2416	3103
短期借款及交易性金融负债	129	0	0	0	营业外净收支	(3)	2	2	2
应付款项	736	1810	2058	2552	利润总额	638	4424	2418	3105
其他流动负债	322	744	857	1067	所得税费用	91	647	354	454
流动负债合计	1187	2554	2916	3619	少数股东损益	1	8	4	6
长期借款及应付债券	134	134	134	134	归属于母公司净利润	546	3768	2060	2645
其他长期负债	47	47	47	47					
长期负债合计	181	181	181	181	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1368	2735	3096	3800	净利润	546	3768	2060	2645
少数股东权益	3	9	12	17	资产减值准备	2	823	117	122
股东权益	3160	5987	7531	9383	折旧摊销	103	155	189	220
负债和股东权益总计	4531	8731	10640	13199	公允价值变动损失	(33)	2	16	20
					财务费用	6	7	(3)	(10)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(538)	(1292)	346	(632)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	(1)	(817)	(114)	(118)
每股收益	1.45	10.01	5.47	7.02	经营活动现金流	79	2639	2613	2256
每股红利	0.15	2.50	1.37	2.11	资本开支	28	(500)	(500)	(500)
每股净资产	8.39	15.90	20.00	24.92	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	21%	89%	40%	48%	投资活动现金流	26	(500)	(500)	(500)
ROE	17%	63%	27%	28%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	52%	58%	49%	50%	负债净变化	129	0	0	0
EBITMargin	17%	35%	20%	20%	支付股利、利息	(57)	(942)	(515)	(793)
EBITDAMargin	19%	36%	21%	22%	其它融资现金流	(173)	(129)	0	0
收入增长	19%	180%	-6%	25%	融资活动现金流	(29)	(1071)	(515)	(793)
净利润增长率	29%	590%	-45%	28%	现金净变动	77	1068	1599	963
资产负债率	30%	31%	29%	29%	货币资金的期初余额	404	481	1549	3147
息率	0.1%	1.3%	0.7%	1.1%	货币资金的期末余额	481	1549	3147	4110
P/E	131.2	19.0	34.8	27.1	企业自由现金流	249	2149	2068	1695
P/B	22.7	12.0	9.5	7.6	权益自由现金流	205	2014	2071	1703
EV/EBITDA	84.2	16.2	29.1	23.0					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032