

# 消费+医疗双轮驱动，经营拐点向上

华泰研究

2024年12月11日 | 中国内地

首次覆盖

消费轻工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

48.44

研究员

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523090004  
SFC No. BSE590

刘思奇

liusiqi@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524090004

曾令仪

zenglingyi@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

首次覆盖稳健医疗并给予买入评级，目标价 48.44 元（基于 25 年 28X 目标 PE）。公司是定位于“消费+医疗”双轮驱动的大健康企业，经营拐点向上。展望未来：1) 消费品坚持产品领先战略，整合营销精准投放，运营渐入佳境，线上/线下与有纺/无纺全面发力，24 年增长持续提速，看好消费品板块增长潜力。2) 医疗板块感染防护用品高基数充分消化，Q3 已回归常态化增长；常规品增长提速，内生&外延双向发力，有望受益于行业扩容。

## 看点一：全棉时代渐入佳境，消费品板块增长动能强劲

1) 产品端，通过创新研发、调整产品结构持续推动商品运营提效，精简 SKU 工作成效渐显，有望持续发力；2) 营销端，主打“棉≠绵”的营销理念，整合营销效果不断释放，品牌力提升；3) 渠道端，线上积极布局新兴电商渠道，线下通过门店面积优化等提升运营效率，经营渐入佳境。24Q1/Q2/Q3 消费品板块收入同比分别+7.1%/+13.8%/+20.6%，未来有望延续增长动能。

## 看点二：感染防护高基数充分消化，常规品增长提速

24 年以来感染防护用品高基数压力充分消化，前三季度收入 2.6 亿元 (yoy-68.1%)，单季度看 24Q1/Q2/Q3 分别同比-87.6%、-19.8%、+3.1%，后续有望回归正常供需节奏。同时，常规品依托持续产品创新+渠道开拓，高端敷料及手术室耗材等持续增长，B 端+C 端+出口多维发力，24Q1/Q2/Q3 常规品收入分别同比+4.3%/+11.0%/+14.3%，看好未来增长潜力。

## 看点三：发布股权激励计划，彰显发展信心

公司拟授予不超过 308 人合计 747.6 万股限制性股票，约占总股本 1.28%，业绩考核要求为 25-27 年公司收入 yoy 触发值 13%/目标值 18%，医疗/消费品板块考核要求与整体一致，激发团队动力的同时亦为市场注入信心。

## 我们与市场观点不同之处

市场担忧两大板块成长性，我们认为：1) 消费品板块 24 年品牌运营找准节奏，经营渐入佳境，同时渠道扩张空间充足，有望延续增长动能。2) 24 年感染防护用品高基数消化完毕，常规品则有望受益内生&外延双向发力；

## 盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 8.18/10.06/11.86 亿元 (yoy+41.0%/+22.9%/+18.0%)，对应 EPS 为 1.41/1.73/2.04 元，参考可比公司 Wind 一致预期 25 年 28 倍 PE 均值，给予 25 年 28 倍目标 PE，目标价 48.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：需求复苏不及预期，渠道拓展不及预期，原材料成本大幅波动。

## 经营预测指标与估值

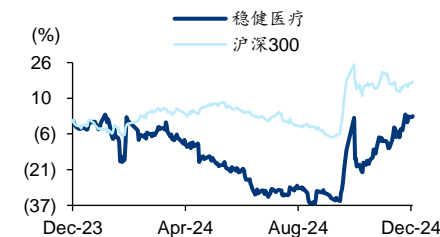
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	11,351	8,185	8,719	10,115	11,620
+/-%	41.23	(27.89)	6.53	16.01	14.87
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,651	580.40	818.31	1,006	1,186
+/-%	33.18	(64.84)	40.99	22.89	17.99
EPS (人民币，最新摊薄)	2.83	1.00	1.41	1.73	2.04
ROE (%)	13.74	5.19	6.98	8.07	8.87
PE (倍)	13.12	37.32	26.47	21.54	18.26
PB (倍)	1.85	1.88	1.80	1.70	1.59
EV EBITDA (倍)	6.60	13.10	11.34	8.78	8.11

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (人民币)	48.44
收盘价 (人民币 截至 12 月 10 日)	37.20
市值 (人民币百万)	21,663
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	117.95
52 周价格范围 (人民币)	23.45-38.64
BVPS (人民币)	19.51

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	12,126	10,556	10,267	11,216	12,260
现金	4,527	4,706	3,733	4,408	4,723
应收账款	932.64	768.60	1,044	1,059	1,356
其他应收账款	236.30	218.91	266.00	296.57	349.67
预付账款	229.23	122.28	168.35	199.48	223.06
存货	1,559	1,434	1,736	1,931	2,271
其他流动资产	4,642	3,306	3,320	3,322	3,337
<b>非流动资产</b>	6,112	6,556	7,562	7,791	8,094
长期投资	21.75	20.88	25.47	29.66	33.63
固定投资	2,313	2,749	3,528	3,895	4,144
无形资产	1,033	995.23	1,101	1,235	1,382
其他非流动资产	2,744	2,791	2,907	2,631	2,534
<b>资产总计</b>	18,238	17,112	17,828	19,007	20,353
<b>流动负债</b>	5,487	4,271	4,416	4,833	5,222
短期借款	2,295	1,493	1,493	1,493	1,493
应付账款	1,120	1,117	1,252	1,488	1,651
其他流动负债	2,073	1,661	1,671	1,852	2,077
<b>非流动负债</b>	567.51	730.69	712.81	676.51	640.80
长期借款	0.00	170.00	152.12	115.82	80.11
其他非流动负债	567.51	560.69	560.69	560.69	560.69
<b>负债合计</b>	6,055	5,002	5,129	5,510	5,862
少数股东权益	478.16	577.10	644.97	728.38	826.80
股本	426.49	594.39	582.33	582.33	582.33
资本公积	4,546	4,381	4,381	4,381	4,381
留存公积	7,231	7,029	7,461	7,993	8,620
归属母公司股东权益	11,705	11,533	12,054	12,769	13,664
<b>负债和股东权益</b>	18,238	17,112	17,828	19,007	20,353

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	2,983	1,063	895.91	1,704	1,345
净利润	1,674	628.55	886.18	1,089	1,285
折旧摊销	555.15	595.03	504.41	645.23	558.19
财务费用	(122.57)	(61.86)	(41.80)	(49.42)	(59.49)
投资损失	(51.47)	(127.34)	(81.58)	(101.58)	(71.58)
营运资金变动	495.26	(449.12)	(344.52)	152.35	(329.75)
其他经营现金	432.90	478.07	(26.78)	(31.44)	(37.15)
<b>投资活动现金</b>	(3,818)	1,030	(1,410)	(751.46)	(763.88)
资本支出	(1,199)	(753.07)	(1,384)	(700.36)	(779.63)
长期投资	(1,161)	1,588	(4.59)	(4.20)	(3.97)
其他投资现金	(1,458)	195.32	(22.05)	(46.91)	19.72
<b>筹资活动现金</b>	1,118	(1,785)	(458.67)	(277.62)	(266.69)
短期借款	2,295	(801.98)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	170.00	(17.88)	(36.30)	(35.71)
普通股增加	0.00	167.90	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(3.37)	(165.12)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,174)	(1,156)	(440.79)	(241.32)	(230.98)
现金净增加额	282.21	306.52	(972.97)	675.06	314.55

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	11,351	8,185	8,719	10,115	11,620
营业成本	5,973	4,175	4,421	5,115	5,861
营业税金及附加	98.09	66.41	70.75	82.08	94.28
营业费用	2,050	2,090	2,262	2,594	2,956
管理费用	633.61	693.65	669.16	756.09	845.29
财务费用	(122.57)	(61.86)	(41.80)	(49.42)	(59.49)
资产减值损失	(362.87)	(393.76)	(87.19)	(80.92)	(69.72)
公允价值变动收益	32.15	46.68	5.00	5.00	5.00
投资净收益	51.47	127.34	81.58	101.58	71.58
<b>营业利润</b>	1,977	817.97	1,103	1,356	1,590
营业外收入	10.57	16.62	11.08	12.75	13.48
营业外支出	67.61	84.74	57.09	69.82	70.55
<b>利润总额</b>	1,920	749.85	1,057	1,299	1,533
所得税	245.30	121.30	171.02	210.16	247.97
<b>净利润</b>	1,674	628.55	886.18	1,089	1,285
少数股东损益	23.62	48.14	67.88	83.41	98.41
归属母公司净利润	1,651	580.40	818.31	1,006	1,186
EBITDA	2,401	1,274	1,546	1,925	2,055
EPS (人民币, 基本)	3.90	0.98	1.41	1.73	2.04

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	41.23	(27.89)	6.53	16.01	14.87
营业利润	33.95	(58.62)	34.87	22.93	17.23
归属母公司净利润	33.18	(64.84)	40.99	22.89	17.99
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	47.38	49.00	49.29	49.44	49.56
净利率	14.75	7.68	10.16	10.77	11.06
ROE	13.74	5.19	6.98	8.07	8.87
ROIC	30.35	9.72	12.22	15.02	16.32
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	33.20	29.23	28.77	28.99	28.80
净负债比率 (%)	(15.66)	(22.21)	(15.12)	(19.49)	(20.57)
流动比率	2.21	2.47	2.32	2.32	2.35
速动比率	1.86	2.02	1.81	1.80	1.80
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.72	0.46	0.50	0.55	0.59
应收账款周转率	13.29	9.62	9.62	9.62	9.62
应付账款周转率	6.44	3.73	3.73	3.73	3.73
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.83	1.00	1.41	1.73	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	5.12	1.83	1.54	2.93	2.31
每股净资产(最新摊薄)	20.10	19.81	20.70	21.93	23.46
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	13.12	37.32	26.47	21.54	18.26
PB (倍)	1.85	1.88	1.80	1.70	1.59
EV EBITDA (倍)	6.60	13.10	11.34	8.78	8.11

## 正文目录

投资要点 .....	6
我们与市场观点不同之处 .....	6
<b>稳健医疗：消费+医疗双轮驱动，经营拐点向上 .....</b>	<b>7</b>
公司速览：以棉为核心的医疗+消费板块龙头，激励充分管理优秀 .....	7
股价复盘：业绩驱动特征明显，业绩拐点有望催化行情修复 .....	9
财务分析：防护类高基数充分消化，常规品/消费品增长提速 .....	11
<b>消费板块：产品领先，渠道提质，品牌理念渐入人心 .....</b>	<b>14</b>
聚焦核心消费场景，打造爆品，精简 SKU .....	14
线上迈向全渠道布局，强化私域流量运营 .....	18
成熟门店提质增效，新门店加速开拓 .....	20
<b>医疗板块：高基数充分消化，回归常态化增长 .....</b>	<b>24</b>
医疗活动必选品，低值耗材市场快速扩张 .....	24
内生+外延双轮驱动，提供一站式医用耗材解决方案 .....	27
B端+C端双向发力，渠道开拓空间充足 .....	28
感染防护高基数充分消化，常规品增长提速 .....	30
<b>盈利预测与估值 .....</b>	<b>31</b>
盈利预测 .....	31
估值分析 .....	33
风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1：一图看懂稳健医疗业务结构 .....	7
图表 2：公司发展历程 .....	8
图表 3：公司股权结构图（截至 2024 年三季报） .....	9
图表 4：公司累计收益率及市盈率复盘 .....	10
图表 5：公司单季度营收及扣非净利同比增速 .....	11
图表 6：稳健医疗营收及同比增速 .....	11
图表 7：稳健医疗归母净利润及同比增速 .....	11
图表 8：医用耗材板块收入构成-分品类 .....	12
图表 9：健康生活消费品板块收入-分渠道 .....	12
图表 10：稳健医疗毛利率及净利率情况 .....	13
图表 11：稳健医疗期间费用率情况 .....	13
图表 12：中国纱线价格指数(CY,Index,C32S) .....	13
图表 13：中国棉花价格指数:3128B .....	13
图表 14：稳健医疗经营活动现金净流量 .....	13
图表 15：稳健医疗货币资金及交易性金融资产余额 .....	13

图表 16: 公司消费品板块主要产品种类.....	14
图表 17: 中国棉柔巾市场规模.....	15
图表 18: 公司干湿棉柔巾销售收入.....	15
图表 19: 主要品牌棉柔巾/洗脸巾产品对比.....	15
图表 20: 中国女性卫生用品市场规模.....	16
图表 21: 公司卫生巾销售收入.....	16
图表 22: 中国儿童服饰市场规模.....	16
图表 23: 公司婴童服饰销售收入.....	16
图表 24: 中国成人服装市场规模.....	16
图表 25: 公司成人服饰销售收入.....	16
图表 26: 公司推出悬挂式、含乳霜、加大加厚等爆品.....	17
图表 27: 公司核心单品示例.....	17
图表 28: 全棉时代旗舰店将“棉≠绵”作为营销触点.....	17
图表 29: 奈丝公主营销突出“医护级”理念.....	17
图表 30: 电子商务收入情况及贡献占比.....	18
图表 31: 2023 年健康生活消费品渠道构成.....	18
图表 32: 2023 年 5 月 MAT 淘宝天猫、京东、抖音棉柔巾/洗脸巾品牌销售一览.....	18
图表 33: 新型平台月活人数超越传统平台 (单位: 万人).....	19
图表 34: 主要棉柔巾品牌抖音门店销售、粉丝情况对比.....	19
图表 35: 不同平台全棉时代棉柔巾价格对比.....	19
图表 36: 全棉时代会员数量.....	20
图表 37: 全棉时代小程序销售页面.....	20
图表 38: 全棉时代线下门店.....	20
图表 39: 全棉时代线下门店数量.....	20
图表 40: 优衣库、孩子王、爱婴室、无印良品门店数量.....	21
图表 41: 2023 年国内新开购物中心情况.....	21
图表 42: 全棉时代线下新开直营门店情况.....	22
图表 43: 全棉时代线下新开加盟门店情况.....	22
图表 44: 全棉时代线下门店平均店效.....	22
图表 45: 全棉时代线下门店平均坪效.....	22
图表 46: 全棉时代及可比店态店效情况对比 (2023 年).....	23
图表 47: 全棉时代及可比店态坪效情况对比 (2023 年).....	23
图表 48: 分面积看成熟门店数量变动趋势.....	23
图表 49: 23 年不同面积下门店坪效对比.....	23
图表 50: 医用耗材分类及品种一览.....	24
图表 51: 2015-2025 年国内医用耗材市场规模.....	25
图表 52: 2015-2025 年国内低值医用耗材市场规模.....	25
图表 53: 我国 65 岁及以上人口占比情况.....	25
图表 54: 我国人均卫生费用.....	25
图表 55: 医用敷料企业主要产品、收入及盈利能力对比.....	26



图表 56: 医用敷料产业链.....	26
图表 57: 公司医用耗材板块主要产品种类.....	27
图表 58: 并购公司主营业务及销售情况一览.....	28
图表 59: 稳健医疗合作品牌.....	28
图表 60: 医用耗材境外收入情况.....	28
图表 61: 医用耗材医院渠道收入情况.....	29
图表 62: 中国医院数量及公司覆盖医院数.....	29
图表 63: 医用耗材 C 端渠道收入情况.....	29
图表 64: 中国零售药店数量及公司覆盖药店数.....	29
图表 65: 感染防护用品收入 vs 常规品收入.....	30
图表 66: 感染防护用品毛利率 vs 常规品毛利率.....	30
图表 67: 2024-2026 年公司盈利预测假设.....	32
图表 68: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 12 月 10 日).....	33
图表 69: 稳健医疗 PE-Bands.....	33
图表 70: 稳健医疗 PB-Bands.....	33

## 投资要点

**医疗+消费双轮驱动的大健康领军企业，经营拐点显现。**公司定位于“医疗+消费品”双板块协同发展的大健康企业。其中：1)“winner 稳健医疗”覆盖医疗板块，致力于提供一站式医用耗材解决方案，产品线覆盖伤口护理、感染防护及健康个护等，渠道端广泛覆盖国内 6000 余家医疗机构，19 万家零售药店以及主流电商平台，国外医疗业务客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等百余个国家和地区；2)“Purcotton 全棉时代”覆盖消费品板块，作为以全棉理念为核定竞争力的健康生活品牌，产品端覆盖纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、家纺和服装等，渠道端广泛覆盖主流电商、官网及小程序、社交类新零售平台等线上渠道，以及线下 444 家实体门店（截至 24H1）。

**看点一：全棉时代渐入佳境，消费品板块增长动能强劲。**1) 产品端，通过创新产品研发、调整产品结构持续推动商品运营提效，精简 SKU 工作成效渐显，爆品集中度有所提高，未来有望继续在精简 SKU、提升款效等方面积极发力；2) 营销端，主打“棉≠绵”的营销理念，消费者教育取得成果，品牌认知度提升，整合营销、精准投放的效果不断显现，带动 24 年以来消费品增长提速；3) 渠道端，线上积极布局新型电商渠道及私域流量平台，线下通过门店面积优化等提升渠道运营效率，加盟门店有望拓展提速。

**看点二：感染防护高基数充分消化，常规品增长提速。**复盘可知，过去 4 年公司收入及利润波动主要受感染防护用品影响，并由此带动股价调整，24 年以来感染防护用品高基数压力充分消化，前三季度收入 2.6 亿元(yoy-68.1%)，单季度看 24Q1/Q2/Q3 分别同比-87.6%、-19.8%、+3.1%，后续有望回归正常供需节奏。同时，常规品方面，公司产品线完备，品质领先，可提供一站式医用耗材解决方案；得益于疫情期间防疫物资所建立的品牌口碑，同时依托持续产品创新+渠道开拓，高端敷料及手术室耗材等持续增长，B 端+C 端+出口多维发力，24Q1/Q2/Q3 常规品收入分别同比+4.3%/+11.0%/+14.3%，看好未来增长潜力。

**看点三：发布股权激励计划，彰显发展信心。**公司发布股权激励计划草案，拟授予不超过 308 人合计 747.6 万股限制性股票，约占总股本 1.28%，业绩考核要求为 25-27 年公司收入 yoy 触发值 13%/目标值 18%，医疗/消费品板块考核要求与整体一致。2022 年以来，公司收入与利润端持续消化防疫物资高基数影响，业绩表现有所调整，市场关注基本面拐点确认，当前时点公司发布股权激励计划草案，明确指出 25-27 年增长目标，增强组织动力的同时，亦为市场注入信心。

## 我们与市场观点不同之处

市场担忧公司医疗与消费品板块成长性，我们认为：

1) 消费品板块 24 年品牌运营找准节奏，24 年前三季度消费品板块营收同比+13.7%至 33.6 亿元，其中 24Q1/Q2/Q3 收入同比分别+7.1%/+13.8%/+20.6%，增长逐步提速，主要受益于有效的消费者教育&新品开发等，经营渐入佳境。同时渠道扩张空间充足，据中指研究院数据，截至 23 年底全国 3 万方以上购物中心总数超 6100 个，对标可比店态，截至 23 年优衣库在中国门店数 1031 家，据此可见全棉时代门店开拓远未至天花板（截至 24 年 6 月 30 日 444 家），未来直营及加盟门店建设发力+运营提效下，消费品板块收入成长性仍值得期待。

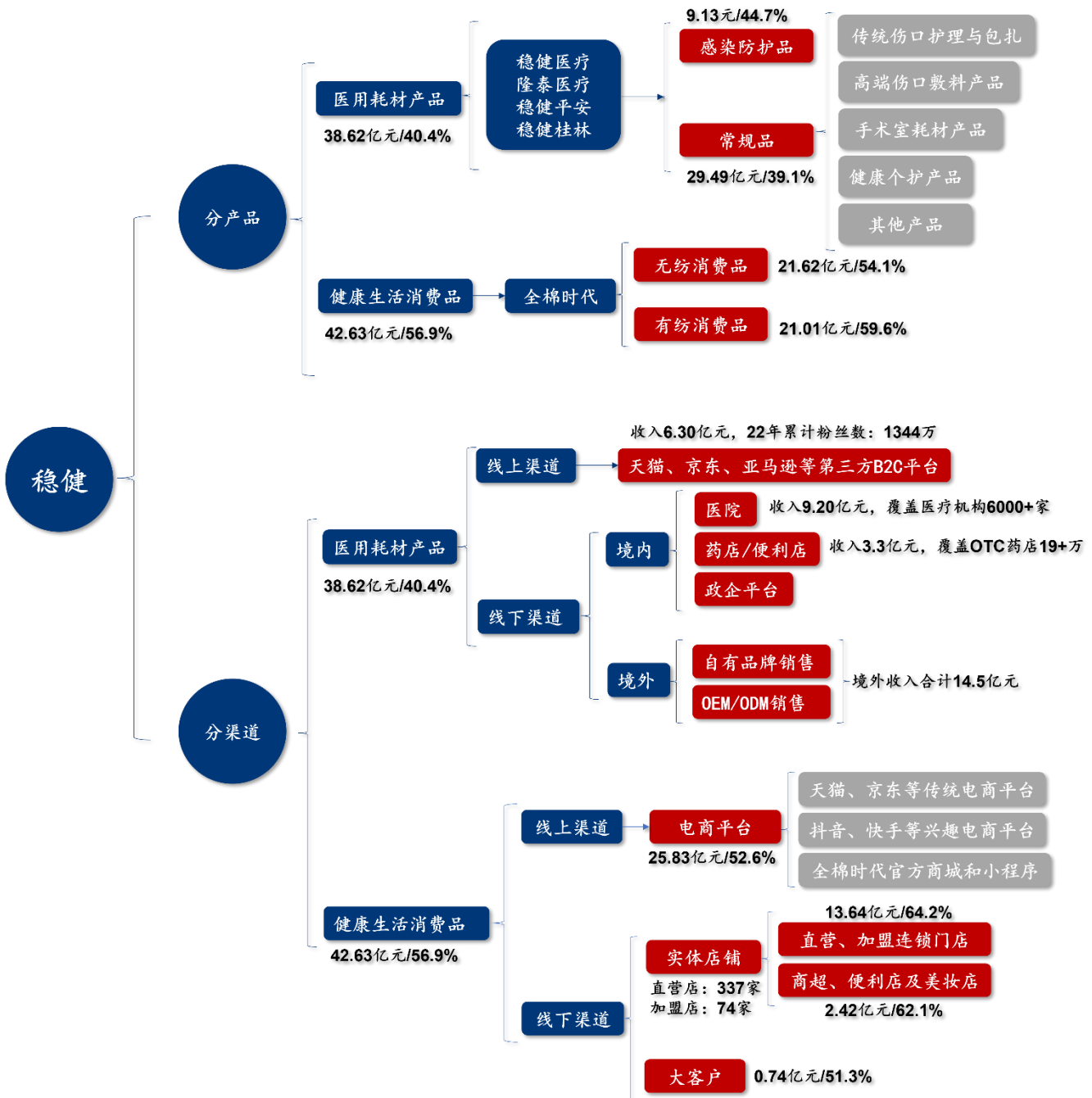
2) 24 年感染防护用品高基数调整完毕，24 年前三季度医用耗材营收 26.6 亿元(yoy-11.5%)，其中常规品和感染防护类产品分别同比+9.8%/-68.1%至 24.0/2.6 亿元，单季度看 24Q1/Q2/Q3 感染防护用品分别同比-87.6%/-19.8%/+3.1%，Q3 单季已恢复正常增长区间，证明高基数压力充分消化；同时，常规品收入分别同比+4.3%/+11.0%/+14.3%，增长逐步提速，后续常规品有望受益内生&外延双向发力；

## 稳健医疗：消费+医疗双轮驱动，经营拐点向上

### 公司速览：以棉为核心的医疗+消费板块龙头，激励充分管理优秀

消费+医疗双轮驱动，品牌+产品+渠道体系完备。公司前身由李建全先生于 1991 年创办，2020 年 9 月于深交所上市，时至今日，已从单一的医用耗材生产企业发展成为定位“医疗+消费品”双板块协同发展的大健康企业。其中：1) “winner 稳健医疗”覆盖医疗板块，是国内医用耗材行业的标杆品牌，产品线覆盖伤口护理、感染防护及健康个护等，渠道端广泛覆盖国内 6000 余家医疗机构，19 万家零售药店以及主流电商平台，国外医疗业务客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等百余个国家和地区；2) “Purcotton 全棉时代”覆盖消费品板块，作为以全棉理念为核定竞争力的健康生活品牌，产品端覆盖纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、家纺和服装等，渠道端广泛覆盖主流电商、官网及小程序、社交类新零售平台等线上渠道，以及线下 444 家实体门店（截至 2024H1）。

图表1：一图看懂稳健医疗业务结构



注：图表中数据均来自 2023 年财报，无特殊说明外，黑色文字部分表示各项业务“收入/毛利率”；资料来源：公司公告，华泰研究

回顾公司 30 余年成长历程，可划分为三大阶段：

**1) 1991~1999 年：起家于医用敷料 OEM 业务，大力拓展海外市场。**1991 年李建全先生创立珠海稳健，1995 年在荆门建立首家自有工厂，是国内最早建立从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链、并实现灭菌后纱布成品直接对外出口的企业之一，产品质量符合欧美日标准，并逐步在国际市场崭露头角，至此后的 2001 年，稳健医疗登顶中国医用敷料出口额第一位。

**2) 2000~2008 年：设立自有医疗品牌，品牌+代工双线发展。**2000 年稳健公司改组成立稳健医疗前身稳健实业（深圳）有限公司，创立自有品牌“winner 稳健医疗”，确立自主品牌+代工的双线发展方向，同时积极开拓国内市场，产品逐步进入国内药店与医院等。此外，2005 年，公司成功研发“全棉水刺无纺布”，并获得发明专利，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，成为引领行业变革的划时代产品。

**3) 2009 年至今：创立全棉时代，医疗+消费品双板块协同发展。**2009 年公司创立品牌“Purcotton 全棉时代”，以“全棉改变世界”为愿景，为消费者提供以棉花为核心原材料的高品质全棉生活用品，至此公司成功实现从医疗到消费品、从 ToB 到 ToC 的业务模式变革；至 2016 年，全棉时代门店突破 100 家，天猫官方旗舰店双十一销售额突破 2.6 亿元，创母婴用品三连冠；至 2023 年，全棉时代全域会员人数超 5242 万人，年末线下门店数量达到 411 家，至 2024H1 门店数量增长至 444 家，消费品业务已成为驱动公司长期增长的核心源动力。

图表2：公司发展历程

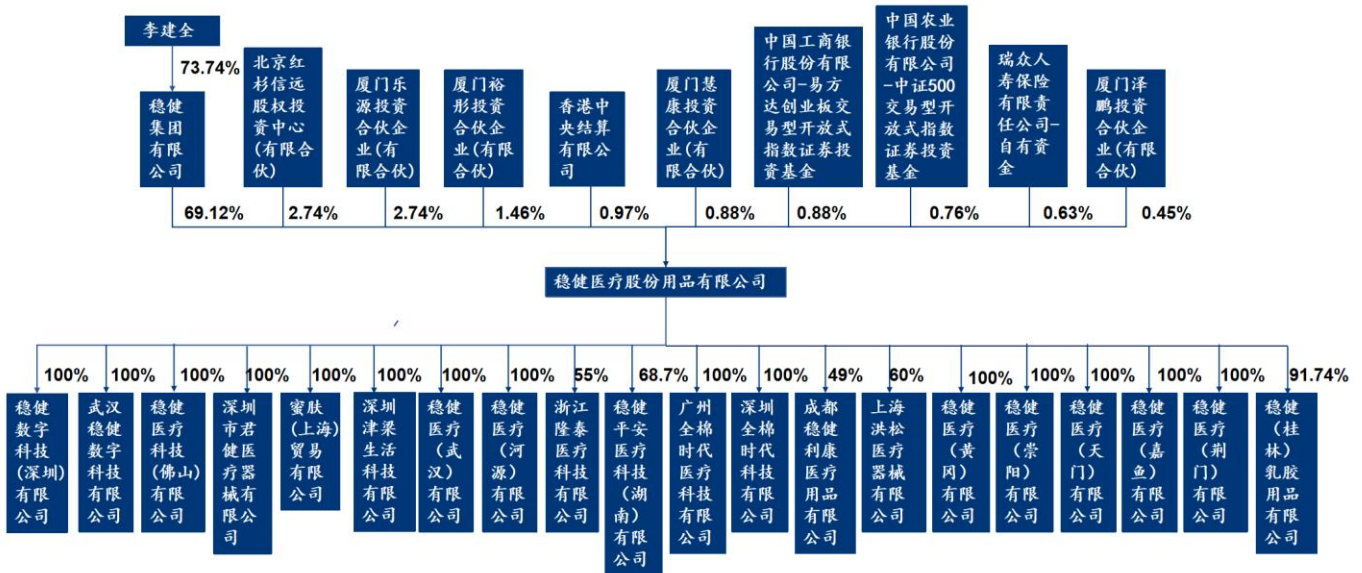


资料来源：公司官网，华泰研究

**股权结构集中，股权激励充分。**截至 24 年三季报，公司第一大股东为稳健集团有限公司，持有公司 69.12% 的股份，稳健集团有限公司由公司董事长兼总经理李建全及其妻子、儿子 100% 控股（其中李建全、谢平（妻子）、李晓远（儿子）分别持有稳健集团有限公司 73.74%/18.07%/8.19% 的股权），公司股权结构稳定且集中，有利于公司战略执行的可持续性。此外，公司股权激励充分，据公司招股书资料，公司设立为厦门乐源、厦门裕彤、厦门慧康、厦门泽鹏四个员工持股平台，覆盖包括董监高及各级业务人员在内的 178 位激励对象，截至 24 年三季报上述四个平台合计持有公司 5.53% 的股权。

创始人管理能力优秀，核心管理层稳定。公司创始人李建全先生是改革开放后下海创业的第一批企业家，从为国外品牌代工起家，逐步建立了完整的生产体系及产业链，2000年创办稳健医疗以来，一直担任公司董事长兼总经理，先后创建稳健医疗、全棉时代品牌，秉承“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”的核心经营原则，持续推动公司成长。此外，公司副总经理兼财务总监方修元先生、副总经理兼董事会秘书陈惠选女士、副总经理张莉女士、研发总监王欢先生、全棉时代研发部总监宋海波先生在公司任职均超过15年，核心管理团队稳定，且主要来自内部培养。

图表3：公司股权结构图（截至2024年三季度）



资料来源：公司公告，华泰研究

### 股价复盘：业绩驱动特征明显，业绩拐点有望催化行情修复

复盘公司上市以来股价/估值表现，业绩驱动特征明显，股价拐点基本对应业绩拐点。

**1) 阶段一（20M9至21M2），业绩表现亮眼驱动股价上行：**公司股价从上市首日20年9月17日的82.60元最高涨至21年2月4日的136.94元，对应累计收益率最高达65.79%，PE(FY1)从上市首日的24.57X变动至23.99X；这一阶段始末估值表现接近，股价上涨主要来自业绩驱动，受益于感染防护用品需求旺盛，20Q3/20Q4/21Q1 营收增速分别为427.4%/106.8%/53.0%，扣非归母净利增速分别为1112.8%/365.9%/50.7%。

**2) 阶段二（21M1至22M4），需求回落下业绩与估值双杀：**公司股价从高点回落至22年4月26日的35.89元，对应累计收益率回落至-56.55%，这一阶段股价下行主要系业绩与估值双杀：2021年感染防护用品需求回落，21Q2起公司收入及利润同比出现明显下滑，21Q2/22Q3/21Q4/22Q1 营收增速分别为-33.6%/-67.1%/-26.4%/+2.4%，扣非归母净利增速分别为-60.7%/-84.8%/-87.0%/-27.9%；期间估值亦有所下修，从21年2月4日的23.99X回落至22年4月26日15.78X。

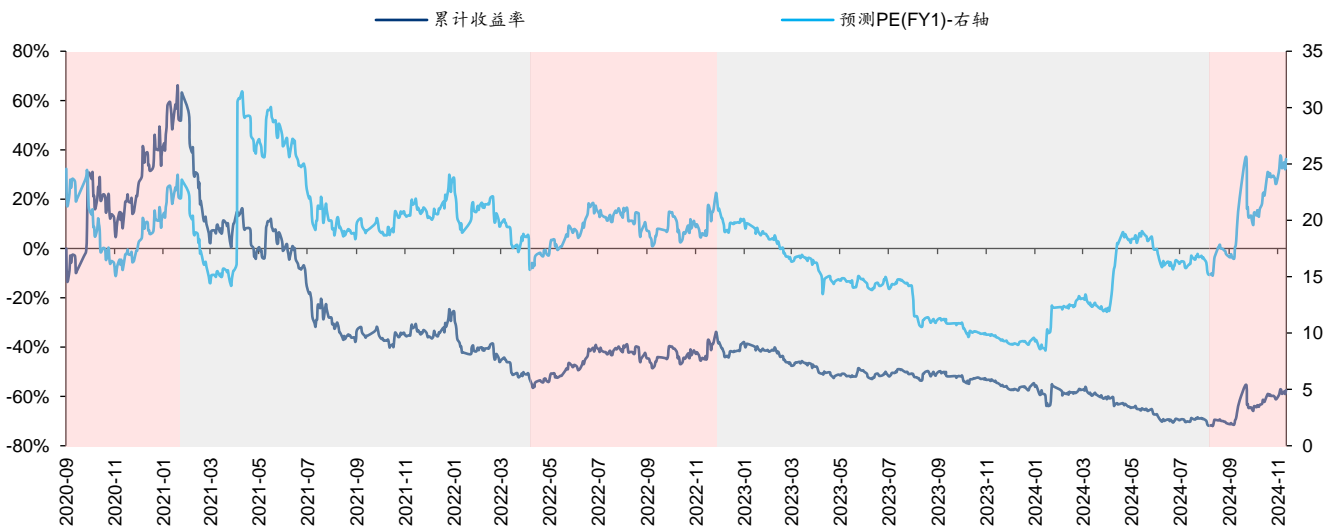
**3) 阶段三（22M4至22M12），业绩+估值双击驱动股价修复：**公司股价从22年4月26日的低点回升至22年12月12日的54.59元，股价涨幅52%，对应累计收益率回升至-33.91%，这一阶段股价回升主要受益于业绩与估值双升：1) 受益于防疫物资需求回升，22Q2起公司业绩迎来复苏，22Q2/22Q3/22Q4 营收增速分别为58.3%/41.2%/67.3%，扣非归母净利增速分别为186.0%/2.1%/413.5%；2) PE(FY1)修复至22年12月12日的22.40X。

**4) 阶段四 (22M12 至 24M8): 消化防疫物资高基数, 业绩承压&估值下修:** 受到感染防护用品需求回落影响及同期高基数影响, 23Q1 起公司营收及利润增长再度面临压力, 23Q1/23Q2/23Q3/23Q4/24Q1 营收增速分别为+1.3%/-32.5%/-29.8%/-41.4%/-18.8%。扣非净利增速分别为-5.6%/-51.2%/-78.4%/-150.7%/-53.5%, 对应股价从 54.59 元回落至 24 年 8 月 27 日的 23.12 元, 股价跌幅 57.6%, PE(FY1)回落至 15.09X。

**5) 阶段五 (24M8 至今): 经营拐点已至, 业绩修复&估值提振可期:** 2024 年 8 月 27 日公司发布中期财报, 24Q2 单季度收入同比+11.0%, 收入重回增长区间, 市场预期走向改善, 估值修复先行; 24Q3 公司季报数据显示, 单季收入同比+16.8%, 增长环比提速, 其中医疗/消费品板块同比增速分别为+13.1%/+20.6%, 均较 Q2 进一步提速。截止 24 年 11 月 27 日, 股价修复至 35.10 元, 对应 PE(FY1)提升至 25.4X。

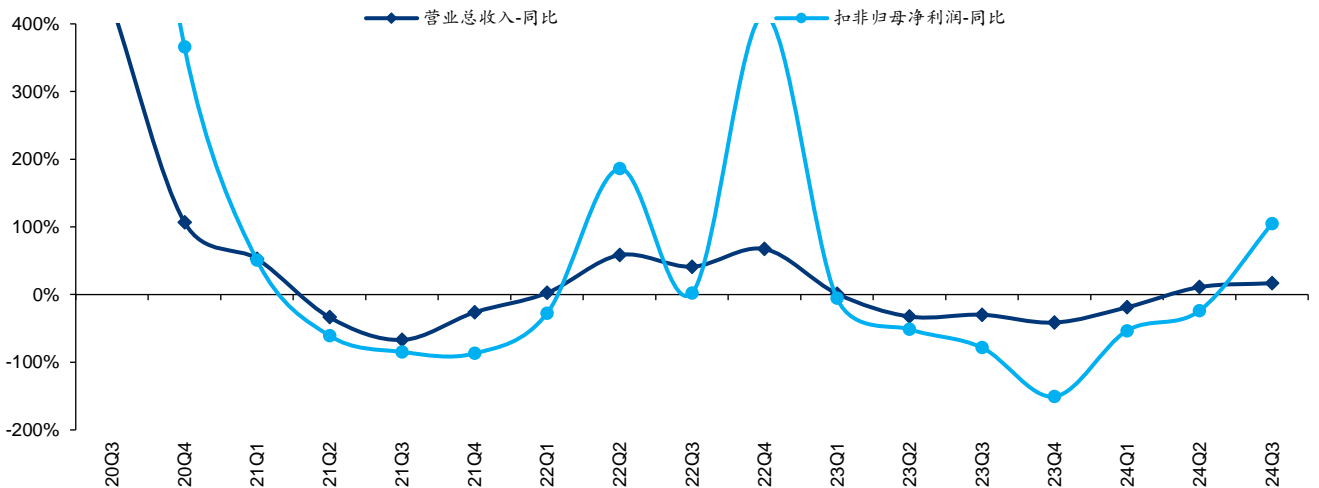
综上, 近 5 轮股价波动的复盘显示, 公司股价具备明显的业绩驱动特征, 每一轮行情的启动或结束基本对应公司收入/利润增速拐点, 例如 21Q1/22Q4 对应收入/利润阶段性高增长的结束, 22Q2 则对应阶段性高增长的开始, 24Q2/Q3 则对应新一轮基本面修复的拐点。过去 4 年公司业绩主要受防疫物资需求扰动, 24Q2 以来公司营收增速已然转正, 24Q3 进一步提速, 在感染防护用品高基数影响充分消化、医疗常规品和消费品增长提速驱动下, 公司经营拐点已至, 看好公司演绎业绩改善&估值修复的戴维斯双击。

图表4: 公司累计收益率及市盈率复盘



注: 统计区间为 2020 年 9 月 17 日至 2024 年 11 月 27 日  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5：公司单季度营收及扣非净利润同比增速

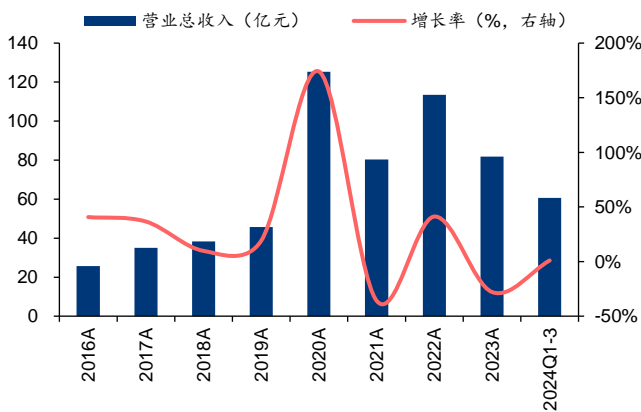


资料来源：Wind，华泰研究

**财务分析：防护类高基数充分消化，常规品/消费品增长提速**

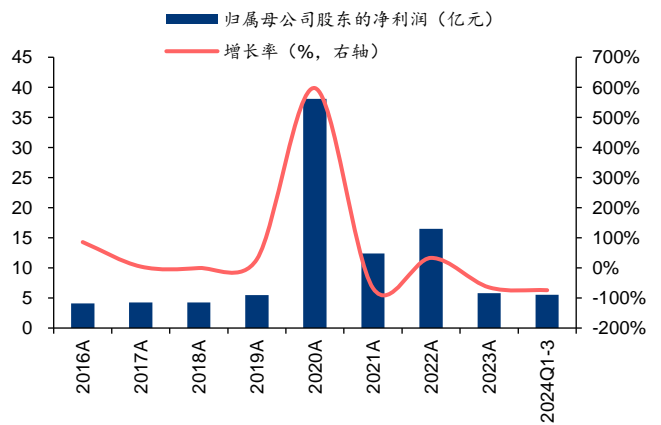
感染防护用品需求下滑阶段性扰动经营，24Q2起收入迎来拐点。2018-2023年，公司营收从38.39亿元增长至81.85亿元，CAGR为16.3%，归母净利润从4.25亿元增长至5.8亿元，CAGR为6.4%。据公司年报，2023年公司营收实现81.85亿元，同比下降27.9%，收入下行主要系23Q2起感染防护需求大幅降低；23年公司实现归母净利5.8亿元，同比下滑64.8%，利润下滑幅度超过收入，主要系：1)受公共卫生事件影响，感染防护产品市场需求大幅下降，营业收入比上年减少约38.2亿；2)2023年公司处理感染防护产品库存(含口罩、防护服、隔离衣等)、感染防护产品设备报废减少利润约2.5亿元；3)商誉减值减少归母净利约1.88亿元。24年前三季度营收同增+1.0%至60.7亿元，其中Q1/Q2/Q3单季增速分别为-18.8%/+11.0%/+16.8%，经营逐季改善。

图表6：稳健医疗营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：稳健医疗归母净利润及同比增速

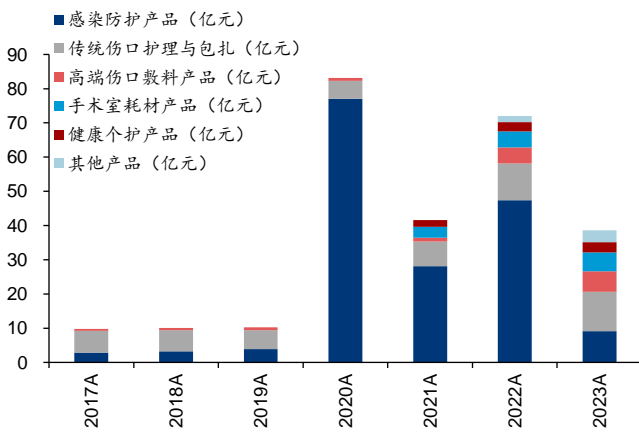


资料来源：Wind，华泰研究

**医疗板块：感染防护用品高基数充分消化，常规品增长稳健。**感染防护用品需求波动是近年来扰动公司收入增速的核心变量，其中 20/22 年为需求大年：1) 20 年，医用耗材收入 86.84 亿元 (yoy+630.4%)，其中感染防护用品 77.02 亿元 (yoy+1873.1%)；2) 22 年，受益于防疫需求增长+并购公司并表，医用耗材收入 72.02 亿元 (yoy+83.7%)，其中感染防护用品 47.35 亿元 (yoy+68.4%)。21/23 则为需求小年：1) 21 年，海外需求收缩下医用耗材收入 39.22 亿元 (yoy-54.8%)，其中感染防护用品 28.12 亿元 (yoy-63.5%)；2) 23 年医用耗材营收 38.62 亿元 (yoy-46.4%)，其中感染防护用品 9.13 亿元 (yoy-80.7%)。24 年前三季度医用耗材营收 26.6 亿元 (yoy-11.5%)，其中常规品和感染防护类产品分别同比+9.8%/-68.1%至 24.0/2.6 亿元，单季度看 24Q1/Q2/Q3 感染防护用品分别同比-87.6%/-19.8%/+3.1%，Q3 单季已恢复正常增长区间，证明高基数压力充分消化；同时，常规品收入分别同比+4.3%/+11.0%/+14.3%，增长逐步提速。

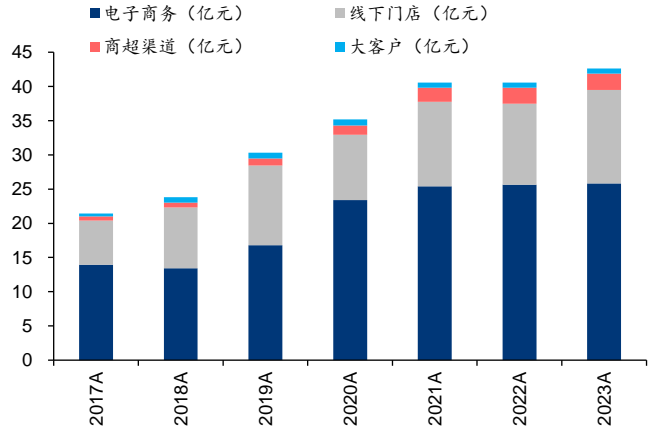
**消费板块：持续稳健增长，24 年以来增长提速。**2018-2023 年，健康生活消费品营收从 23.84 亿元增长至 42.63 亿元，CAGR 为 12.3%，期间在面临终端客流压力、物流受阻等压力下，公司依托产品创新与爆款打造、线上渠道开拓、线下渠道精耕提效等，营收保持了较强的增长韧性。2023 年，健康生活消费品业务累计实现营业收入 42.63 亿元，同比增长 5.12%。24 年前三季度，消费品板块营收同比+13.7%至 33.6 亿元，其中 24Q1/Q2/Q3 收入同比分别+7.1%/+13.8%/+20.6%，增长逐步提速，主要受益于有效的消费者教育&新品开发等。24 年以来公司营销更为聚焦，“棉+绵”的品牌理念深入人心，无纺及有纺产品双向发力，新品迭代创新提速，看好消费品板块持续增长潜力。

图表8：医用耗材板块收入构成-分品类



资料来源：Wind，华泰研究

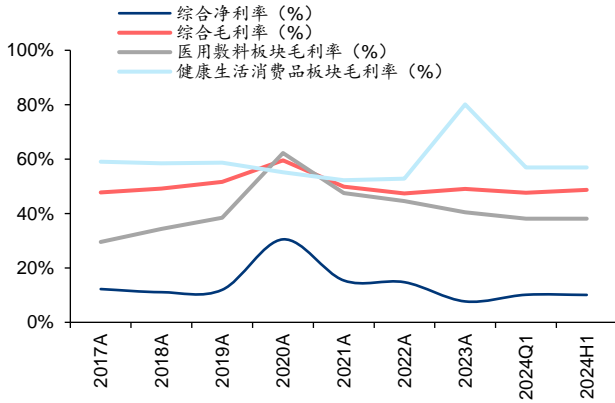
图表9：健康生活消费品板块收入-分渠道



资料来源：Wind，华泰研究

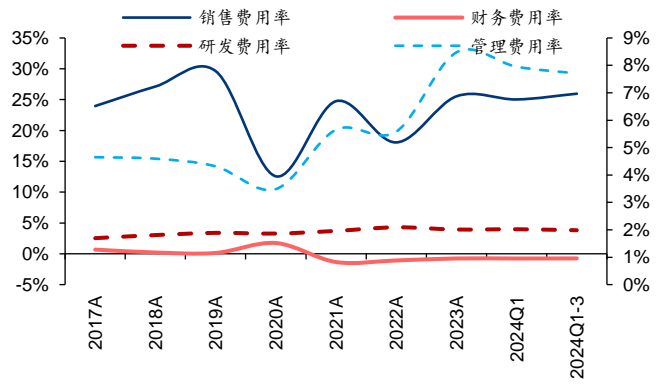
**盈利能力方面，医用耗材毛利率有所承压，健康生活消费品毛利率迎来回升。**原料成本、产品结构、价格策略对公司毛利率变动影响大，公司产品以棉为核心，棉花/棉纱/坯布是三大核心原材料，23 年直接材料占到医用耗材和消费品营业成本的 67.55%/75.96%，据招股书数据，上述三大类原材料又占到直接材料成本的 55%以上。21-22 年，受棉花等原材料采购价格高位、高毛利率的感染防护类收入占比下降及价格回落等，公司毛利率整体从 20 年的 59.5%下降至 23 年的 49.0%，其中产品结构变化下医用耗材板块毛利率承压更为明显，而受益于产品精简 SKU+渠道运营提效，22-23 年消费品板块毛利率同比已逐步迎来回升。

图表10: 稳健医疗毛利率及净利率情况



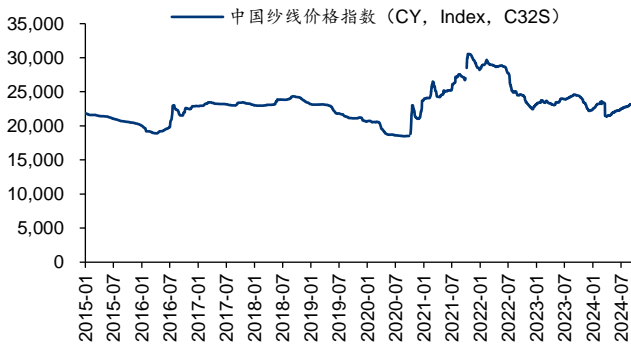
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 稳健医疗期间费用率情况



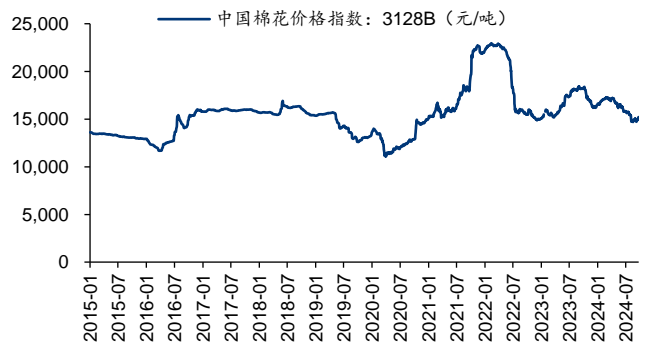
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 中国纱线价格指数(CY,Index,C32S)



资料来源: Wind, 华泰研究

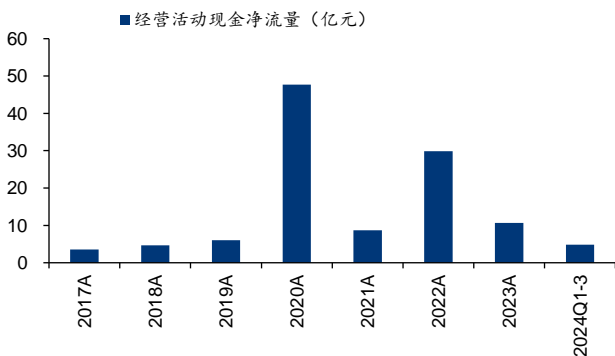
图表13: 中国棉花价格指数:3128B



资料来源: Wind, 华泰研究

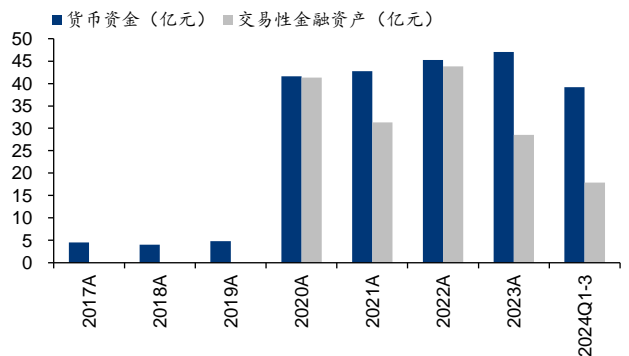
现金流表现良好, 账面货币资金充足。受益于收入整体增长和良好的销售回款, 公司经营活动现金净流量持续为正, 2020/2022 年收入快速增长下, 公司经营活动现金净流量分别达 47.7/29.8 亿元, 2021/2023 公司营收同比有所下滑, 但经营性净现金仍有 8.7/10.6 亿元, 24 年前三季度经营性净现金流 4.88 亿元, 同比增长 119.30%, 现金回款健康。此外, 截至 24 年第三季度公司账面货币资金达 39.18 亿元, 交易性金融资产 17.91 亿元, 账面货币资金充足, 为公司后续市场开拓、产业布局等提供有力支撑。

图表14: 稳健医疗经营活动现金净流量



资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 稳健医疗货币资金及交易性金融资产余额



资料来源: Wind, 华泰研究

## 消费板块：产品领先，渠道提质，品牌理念渐入人心

### 聚焦核心消费场景，打造爆品，精简 SKU

公司是行业内较为稀缺的具备医疗背景的消费品企业，打造以棉为核心的消费品矩阵。公司将全棉水刺无纺布工艺从医用耗材拓展向消费品赛道，率先提出以全棉替代化纤、远离化学品刺激的革新性产品理念，于 2009 年创立 Purcotton 全棉时代品牌。全棉时代为消费者提供以棉花为核心原材料的高品质全棉生活用品，聚焦婴童、女性和家居三大消费场景，构建了涵盖无纺（棉柔巾/卫生巾/湿巾等）和有纺（婴童服饰/成人服饰/床上用品等）两大类的多元化产品矩阵，据公司年报，23 年无纺和有纺消费品贡献分别为 21.62/21.01 亿元，同比分别-0.2%/+11.2%。公司以棉为核心的产品理念天然贴进消费者，在线上线下渠道建立差异化的产品定位，产品原料采用全球优质棉花，生产环节参照医用耗材高标准，例如一次性内裤/婴儿服等贴身衣物采用医疗等级灭菌包装，保障产品的安全性与环保性。

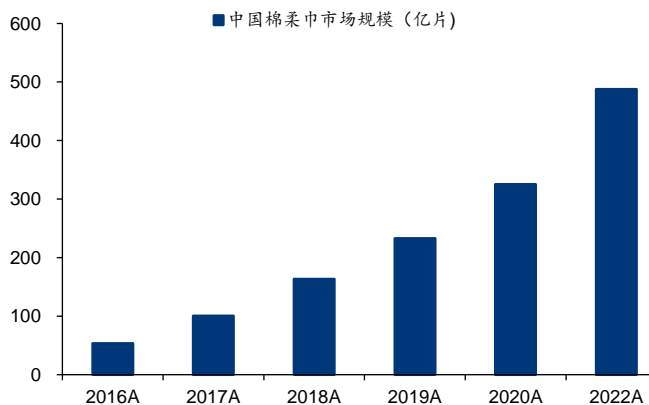
图表16：公司消费品板块主要产品种类



资料来源：公司公告，华泰研究

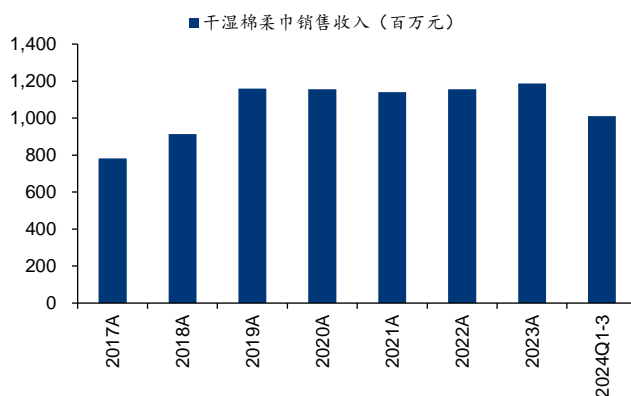
**核心品类之棉柔巾：**棉柔巾作为全棉时代首创的革新性产品，棉柔巾原材料为可降解棉花，由物理加工而成，化学刺激较少且可重复使用，较普通纸巾更柔软、不刺激皮肤，可部分替代生活用纸，具有舒适性、安全性和环保性，消费者认可度已显著提升。参考全棉时代天猫旗舰店热销 TOP3 棉柔巾片单价（约 0.14 元/片），折算销量在 77 亿片左右，而据前瞻产业研究院数据，22 年中国棉柔巾市场行业零售规模约 487.6 亿片，据此测算全棉时代棉柔巾销量市占率在 15.8%左右。据公司财报，23 年干湿棉柔巾销售收入 11.87 亿元（yoy+2.8%），24 年公司经营策略调整：1) 主打“棉≠绵”的营销理念，消费者教育取得成果，品牌认知度提升；2) 整合营销、精准投放，聚焦核心品类；3) 加大加厚、悬挂式等创新型产品推出引领市场；综合影响下，24Q1-3 干湿棉柔巾销售额实现营收 10.1 亿元（yoy+31.3%），引领全品类增长。

图表17: 中国棉柔巾市场规模



注: 2021 年数据统计缺失  
资料来源: 前瞻产业研究院, 华泰研究

图表18: 公司干湿棉柔巾销售收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

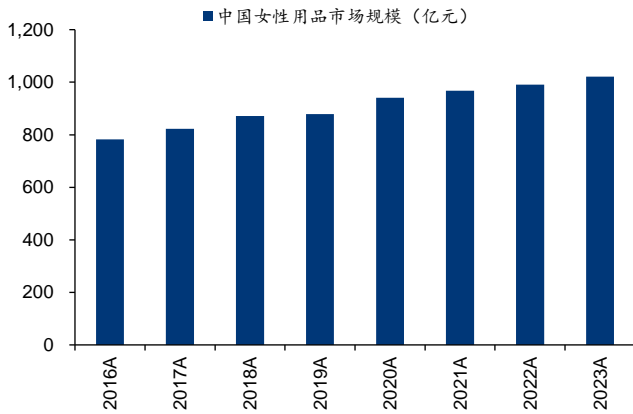
图表19: 主要品牌棉柔巾/洗脸巾产品对比

品牌	热销棉柔巾	尺寸	产品规格	价格	单品均价	材质
全棉时代	全棉柔巾-尝鲜装 	200*200mm	70抽/包	9.9元/包	0.14元	100%棉
德佑	德佑飞鸟绵柔洗脸巾 	200*200mm	60抽/包	7.89元/包	0.1315元	100%黏胶纤维
babycare	小熊植物毛巾 	200*200mm	60抽/包	8.9元/包	0.148元	粘胶纤维、莱赛尔纤维
洁丽雅	洁丽雅一次性洗脸巾 	200*200mm	60抽/包	7.475元/包	0.12元	100%可再生纤维素纤维

注: 统计截至 2024 年 3 月 28 日, 选取门店热销款进行对比  
资料来源: 天猫官方旗舰店, 华泰研究

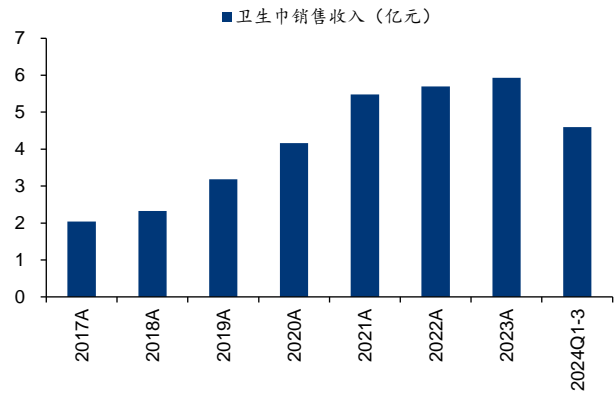
**核心品类之卫生巾:** 据 Euromonitor 数据, 23 年国内卫生巾市场规模为 1021.09 亿元, 5 年 CAGR 为 3.2%, 拆分量价看 5 年内量增 CAGR 为 -0.73%, 而价增 CAGR 为 +3.99%, 消费升级驱动市场规模扩容。我们认为卫生巾消费长期升级逻辑顺畅: 一方面, 卫生巾消费刚需且客单值不高 (23 年行业单片均价仅 0.89 元), 消费者对价格实际不敏感; 另一方面, 女性卫生健康意识提升, 体验大于价格, 产品升级创新能够带来一定溢价从而推动消费升级。公司旗下奈丝公主品牌卫生巾创新性地 在产品接触人体肌肤部分运用全棉材质, 100%全棉表层 (表层/隔边/护翼表层) 替代传统化纤成分, 有效降低化学刺激, 亲肤不致敏, 树立差异化品牌形象。据公司年报, 23 年卫生巾销售额 5.93 亿元 (yoy+4.2%), 据此测算市占率 0.6%; 24Q1-3 营收同比+10.4%至 4.6 亿元, 其中 Q3 单季同比+17.1%至 1.42 亿元, 已逐步在市场中打开局面, 未来有望受益于卫生巾赛道消费升级与国货崛起趋势。

图表20: 中国女性卫生用品市场规模



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

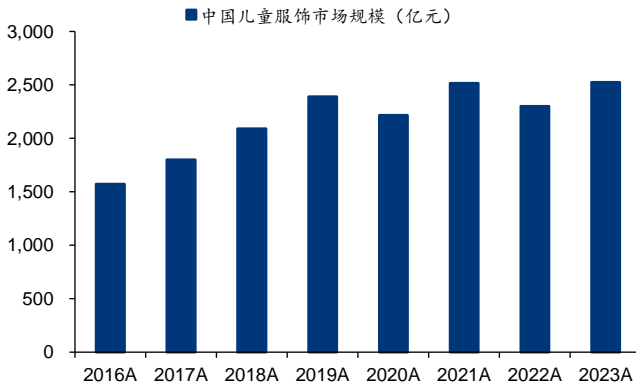
图表21: 公司卫生巾销售收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

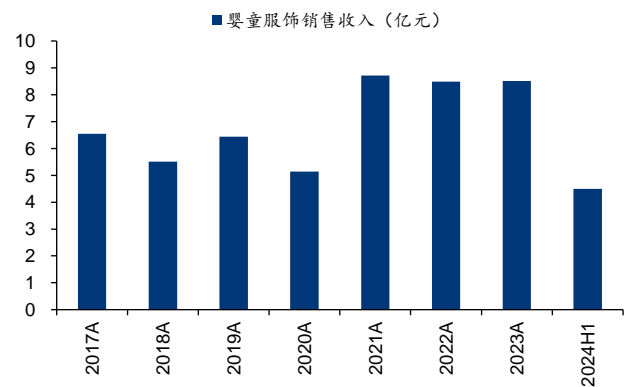
**核心品类之婴童/成人服饰:** 在有纺产品方面, 全棉时代围绕中高端定位, 重点聚焦精致妈妈、品质中高产、新锐白领三类人群, 积累了高粘性的客户群体。公司以全棉材质的安全、舒适、亲肤等特性精准切入母婴市场需求, 消费者教育已初显成效, 并进一步通过扩展消费场景切入成人服饰和家庭纺织品。据欧睿数据, 23年婴童服饰、成人服饰的市场规模分别为 2526、16060 亿元, 其中内衣裤市场规模达 2491 亿元, 市场规模均可观。据公司年报, 23年婴童服饰、成人服饰销售收入分别为 8.51、8.36 亿元, 分别同比增长 0.2%、21.7%。婴童及成人服饰的销售场景主要在线下门店, 可受益于全棉时代品牌影响力提升所带来的连带效应, 未来收入规模有望保持稳步扩张。

图表22: 中国儿童服饰市场规模



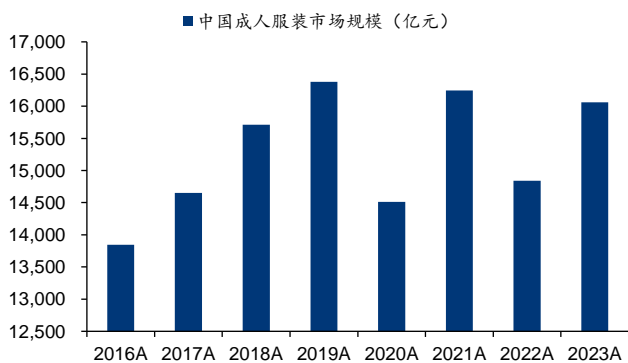
资料来源: Euromonitor, 华泰研究

图表23: 公司婴童服饰销售收入



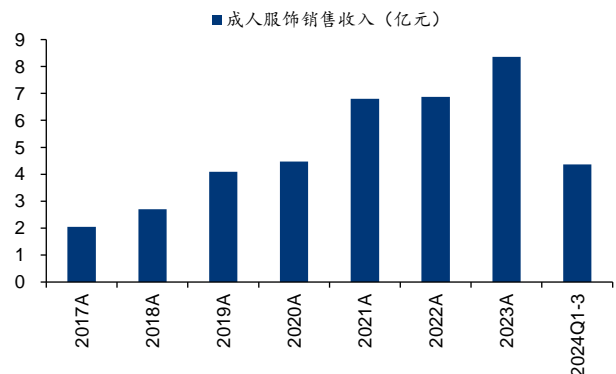
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表24: 中国成人服装市场规模



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

图表25: 公司成人服饰销售收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

聚焦优质品类，精简 SKU，推动商品运营提效。据公司招股书数据，2017-2019 年在售“Purcotton 全棉时代”产品 SKU 数量分别达 1.36/2.39/2.67 万个，SKU 数量逐年增加。但在实际经营中，据公司公告，22 年有纺消费品中 20%左右的 SKC（即某款某色）贡献约 80%的销售额，无纺消费品中 TOP10 的 SKU 贡献约 80%的销售额，可见核心单品对销售带动作用明显，而过多的长尾 SKU 反而会拖累整体运营效率。2022 年起，公司开始精简低效 SKU，提高库存健康度、商品受欢迎程度、爆品集中度。据公司业绩快报，23 年公司通过缩减 SKU、提升爆款成功率，在核心品类行业排名稳步提升，婴童服装和成人服装售罄率创新高，库存周转天数显著下降，商品运营效率得到较大提升。24 年，公司继续在精简 SKU、提升款效等方面积极发力，带动商品运营提效与消费品收入增长。

图表26: 公司推出悬挂式、含乳霜、加大加厚等爆品



资料来源: 天猫旗舰店, 华泰研究

图表27: 公司核心单品示例



资料来源: 公司公告, 华泰研究

品牌营销找准方向，以全棉理念传递品牌价值，形象渐入人心。24 年以来公司营销策略进一步调整：1) 一方面，精准传递全棉理念，全棉时代坚持使用 100%全棉，与市场上使用化纤的产品区分开来，通过“棉≠绵”的营销理念，找到与消费者沟通的差异点，提升了消费者对全棉产品的认知；2) 另一方面，公司整合营销资源并精准投放，聚焦棉柔巾等核心品类，推出爆品并引领市场。24 年以来，新营销策略不断取得成效，在市场整体环境承压下，带动全棉时代经营表现逆势向上，建立品牌势能，为长期成长奠定基础。

图表28: 全棉时代旗舰店将“棉≠绵”作为营销触点



资料来源: 天猫官方旗舰店, 华泰研究

图表29: 奈丝公主营销突出“医护级”理念

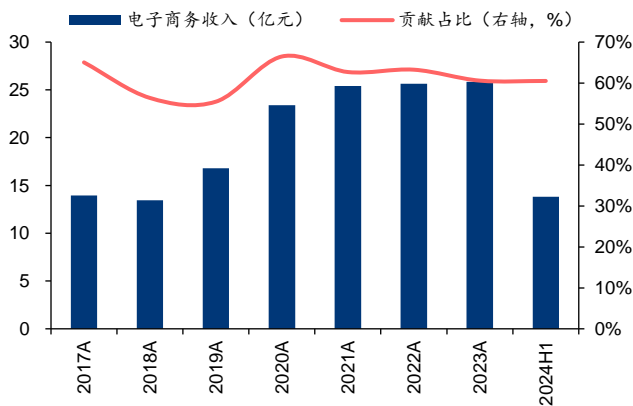


资料来源: 天猫官方旗舰店, 华泰研究

线上迈向全渠道布局，强化私域流量运营

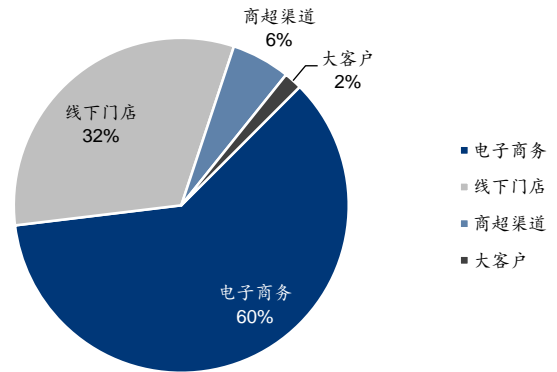
线上渠道贡献收入超 6 成，在天猫+京东两大核心电商优势明显。据公司公告，20-23 年，线上渠道收入均占到消费品板块收入的 60% 以上，23 年营收 25.83 亿元，5 年 CAGR 为 14.0%。目前全棉时代已完成包括天猫/京东/唯品会等传统第三方平台，抖音兴趣电商平台以及官网、小程序等自有平台的线上多渠道布局。公司在天猫+京东两大传统电商渠道优势明显，2020 年天猫+京东两大平台收入占到全棉时代电商收入的 82.5%，尤其棉柔巾、卫生巾等爆品在线上渠道表现优异。据魔镜市场情报，全棉时代棉柔巾分别位列淘宝天猫/京东棉柔巾销售额第 1/第 3 位，销售额分别位 5.2/1.1 亿元，平台内份额分别达 37.7%/17.2%（数据统计区间为 22M6-23M5）。

图表30：电子商务收入情况及贡献占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表31：2023 年健康生活消费品渠道构成



资料来源：公司公告，华泰研究

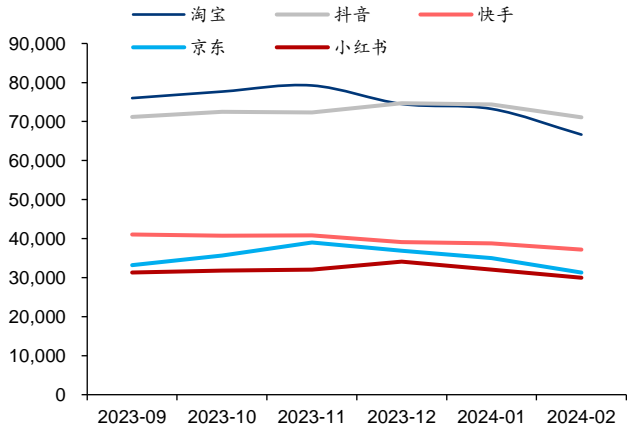
图表32：2023 年 5 月 MAT 淘宝天猫、京东、抖音棉柔巾/洗脸巾品牌销售一览

淘宝天猫					京东					抖音				
品牌名称	销售额 (万元)	销量 (万件)	商品均价(元)	市场份额	品牌名称	销售额 (万元)	销量 (万件)	商品均价(元)	市场份额	品牌名称	销售额 (万元)	销量 (万件)	商品均价(元)	市场份额
purcotton/全棉时代	52013.9	672.0	77.4	37.7%	bc babycare	13359.8	137.2	97.4	21.7%	幸奈儿	21955.1	803.9	27.3	14.6%
德佑	7043.0	217.9	32.3	5.1%	grace/洁丽雅	12549.0	405.5	30.9	20.4%	轻迎	6659.2	92.5	72.0	4.4%
bc babycare	5384.3	94.9	56.7	3.9%	purcotton/全棉时代	10558.6	183.5	57.5	17.2%	purcotton/全棉时代	6170.3	40.0	154.4	4.1%
unifree	5167.7	186.1	27.8	3.7%	德佑	3784.0	74.3	51.0	6.1%	梦之灵	4253.2	717.3	5.9	2.8%
cotton shoots/棉芽	4334.2	33.7	128.5	3.1%	十月结晶	1703.4	52.9	32.2	2.8%	洁舒颜	4121.1	207.9	19.8	2.7%
植护	4096.5	157.9	25.9	3.0%	kub/可优比	1695.6	16.8	100.9	2.8%	mingliang/明良	3342.9	654.4	5.1	2.2%
洁柔	3324.1	104.6	31.8	2.4%	emxee/嫫熙	1658.4	22.6	73.2	2.7%	美妍辰	3154.6	348.2	9.1	2.1%
tempo/得宝	2868.0	36.6	78.4	2.1%	anmous	1593.4	21.6	73.9	2.6%	织迹	2680.1	276.7	9.7	1.8%
心相印	2857.1	71.6	39.9	2.1%	fulcotton/棉柔世家	1559.7	39.5	39.5	2.5%	护可柔	2670.7	1293.7	2.1	1.8%
优可舒	2377.0	64.4	36.9	1.7%	京东京造	1151.7	33.0	34.9	1.9%	慕尚云	2610.0	87.4	29.9	1.7%

资料来源：魔镜市场情报，华泰研究

线上多渠道布局，抓住新型电商平台红利。伴随抖音/快手/小红书等电商新势力崛起，电商市场格局从三足鼎立走向群雄割据，公司敏锐捕捉到电商市场格局变化，在巩固传统电商平台销售优势的同时，全棉时代亦与抖音/快手等社交类新零售平台展开合作，并积极布局拼多多借机进军下沉市场，开辟新的销售增长渠道。据星图数据，2021-2022 年，综合电商 GMV 占比从 83% 下滑至 76%，而直播电商则从 14% 提升至 20%，2022 年抖音在直播电商 GMV 中份额已达 47%，抖音渠道有望成为公司品宣与爆品打造的又一主战场。截至 24 年 9 月 26 日，全棉时代抖音官方旗舰店粉丝数量 149.1 万，相较于粉丝数靠前的德佑（195.0 万）、Babycare（183.7 万）等品牌的销售额尚有提升空间，公司未来有望加强新型平台引流与转化，推动线上收入稳步增长。

图表33: 新型平台月活人数超越传统平台 (单位: 万人)



资料来源: CTR-Xinghan, 华泰研究

图表34: 主要棉柔巾品牌抖音门店销售、粉丝情况对比

品牌	销售额	官方店铺粉丝数 (万)	销量 (万)	品牌曝光 (亿)	商品数
全棉时代 Purcotton 全棉时代	5000-7500w	120.9	50-75	7	872
洁丽雅 洁丽雅 GRACE	1亿+	119.9	100+	38	6747
babycare Baby care	1亿+	154.1	100+	10.7	1986
德佑 Deeyoo 德佑	1亿+	166.8	100+	46	1085

注: 数据统计时间为截至 2024.3.28 的近 180 天  
资料来源: 抖查查, 华泰研究

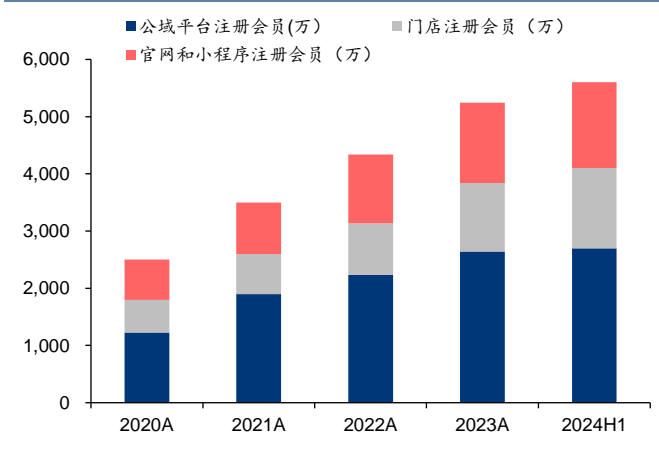
图表35: 不同平台全棉时代棉柔巾价格对比

平台	热销款	尺寸	产品规格	价格	单片均价	材质
天猫	全棉柔巾-尝鲜装	20cm*20cm	70片/包	9.9元/包	0.14元	100%棉
京东	全棉柔巾-尝鲜装	20cm*20cm	70片/包	9.41元/包	0.13元	100%棉
抖音	全棉柔巾	20cm*20cm	60片/包	91.9元/10包	0.15元	100%棉
快手	全棉柔巾	20cm*20cm	60片/包	60元/6包	0.17元	100%棉
小红书	全棉柔巾-经典款	20cm*20cm	100片/包	138元/6包	0.23元	100%棉
拼多多	全棉柔巾-加厚尝鲜	20cm*20cm	50片/包	29.69元/10包	0.05938元	100%棉
小程序	全棉柔巾-尝鲜装	20cm*20cm	70片/包	19.8元/包	0.28元	100%棉

资料来源: 抖查查, 华泰研究

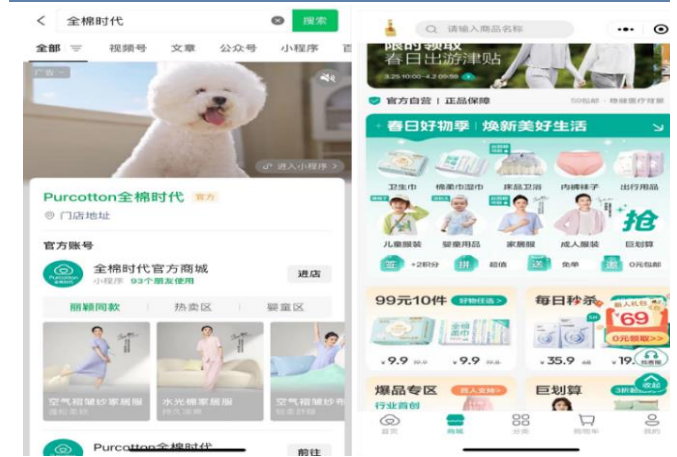
**强化私域流量运营, 建立高品牌粘性。**公司前瞻布局私域流量平台, 通过全棉时代官方网站和小程序积淀私域流量, 官网或小程序上可实现下单、配送、货款结算等全部销售流程, 也是公司产品展示、用户互动、品牌推广的重要平台。公司通过品牌活动、内容社群、会员体系等深度运营方式, 提高拉新转化率与老客复购率, 全棉时代小程序自 2019 年 10 月上线以来, 会员数稳步攀升, 至 24 年 6 月 30 日, 全棉时代用户数量达到约 5600 万, 其中私域平台注册会员数量超 2900 万 (门店超 1400 万, 官网和小程序超 1500 万)。此外, 公司通过线上渠道与线下门店资源整合打通, 线下消费者可通过线上渠道满足后续消费需求, 线上投资者可通过线下门店感受真切的产品及服务体验, 实现了较强的流量沉淀与转化, 2022 年官网渠道复购率将近 45%。

图表36: 全棉时代会员数量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表37: 全棉时代小程序销售页面



资料来源: 微信小程序, 华泰研究

### 成熟门店提质增效, 新门店加速开拓

线下渠道以直营及加盟门店为主, 锁定中高端卖场, 门店贡献收入约 3 成。全棉时代线下业务以直营及加盟连锁门店为主、商超及大客户渠道为辅, 据公司年报, 23 年线下门店、商超、大客户分别贡献收入 13.64/2.42/0.74 亿元, 贡献消费品板块收入的 32%/5.7%/1.7%。公司线下门店的主要策略为: 1) 区域选择上, 优先聚焦一二三线城市中高端购物中心开店, 锁定中高点卖场核心区位资源, 精准切入高消费力流量; 2) 运营模式上, 以直营模式为主, 直接面向消费者, 近年来陆续发力加盟渠道开拓; 3) 门店面积上, 以 300 平米以下门店为主, 300-500 平米门店其次, 800 平米以上大店占比较少。据公司年报数据, 截至 24 年 6 月 30 日, 公司合计门店数 444 家, 其中直营门店 360 家, 加盟门店 84 家, 覆盖深圳、上海、北京、广州等全国 90 余个重点城市。

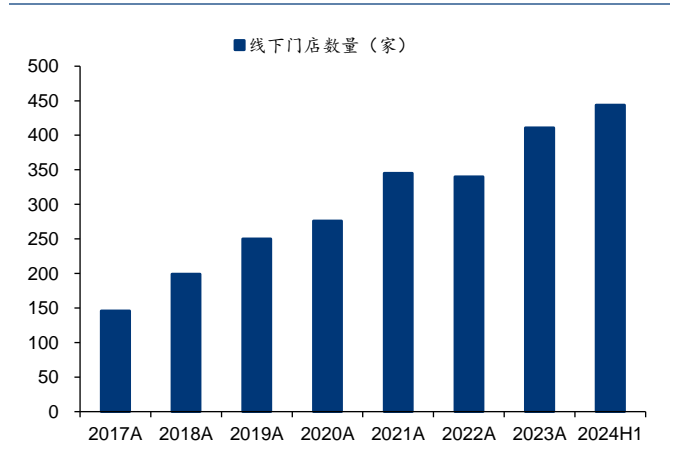
商超渠道聚焦高端及地区龙头超市, 作为线下渠道有益补充。在连锁商超等线下渠道上, 公司主要在全国知名连锁超市、高端精品超市、地区龙头超市和连锁便利店等进行布局, 截至 22 年底, 全棉时代棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾等核心产品成功进驻连如华润万家、大润发、Ole 精品超市、山姆会员店、沃尔玛、永辉、天虹等主流连锁超市约 11,000 个点, 7-11、罗森、便利蜂、Today、每一天、红旗等连锁便利店超 20,000 家, 屈臣氏、孩子王、爱婴岛等美妆店和线下母婴店超 7500 家。

图表38: 全棉时代线下门店



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表39: 全棉时代线下门店数量

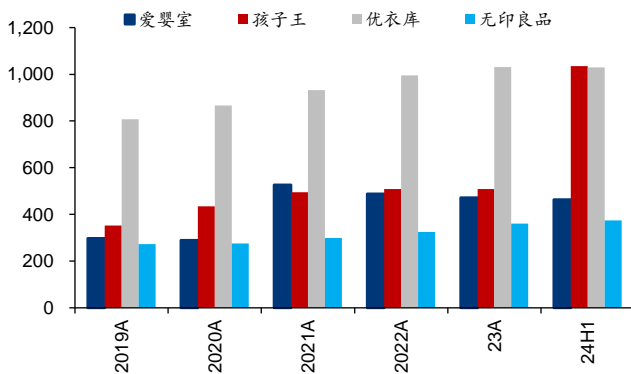


资料来源: 公司公告, 华泰研究

相较于竞争对手，公司线下渠道及产品具备差异化竞争优势。与孩子王/爱婴室（客群存在重叠）及优衣库/无印良品（品类存在重叠）等线下店态相比，全棉时代线下门店具备差异化的竞争优势：1)相较于孩子王/爱婴室等母婴零售业态，主要提供母婴一站式产品及服务，消费场景相对垂直，因涉及品类较多，店态以 500 平以上、甚至千平以上大店为主，而全棉时代面向婴童/女性/家居三大消费场景，品类聚焦有纺和无纺两类，门店面积大多在 500 以下，运营效率更高；2)相较于优衣库/无印良品，公司主打全棉的消费理念，严选一到三级高品质棉花，同类产品价格定位高于友商，但以质价比取胜，形成差异化竞争；3)相较于其他主打棉花制品的竞争对手，全棉时代为医疗背景出身，且将“全棉”消费理念写入品牌，在“棉”产品领域天然具备品牌优势，具备更高的品牌辨识度和先发优势。

展望未来，渠道红利有望加速释放，全棉时代展店空间仍大。我们认为，全棉时代未来展店空间仍然广阔：1)一方面，对标同业可比店态，据各公司公告，截至 24 年上半年主营服装零售的优衣库在中国门店数 1030 家，主营母婴零售的孩子王全国门店数为 1035 家，全棉时代门店数量及城市覆盖率均有较大提升空间；2)另一方面，据中指研究院数据，截至 23 年底全国 3 万方以上购物中心总数超 6100 个，其中五大城市群（长三角、珠三角、京津冀、成渝、长江中游城市群）已开业购物中心数量超 3700 个，占全国购物中心存量比重约 60%，23 年在新开 3 万方以上购物中心仍达 279 个，考虑到核心城市群购物中心基数庞大+优质购物中心供给增加，我们认为全棉时代门店扩张空间仍大。

图表40：优衣库、孩子王、爱婴室、无印良品门店数量



资料来源：公司公告，华泰研究

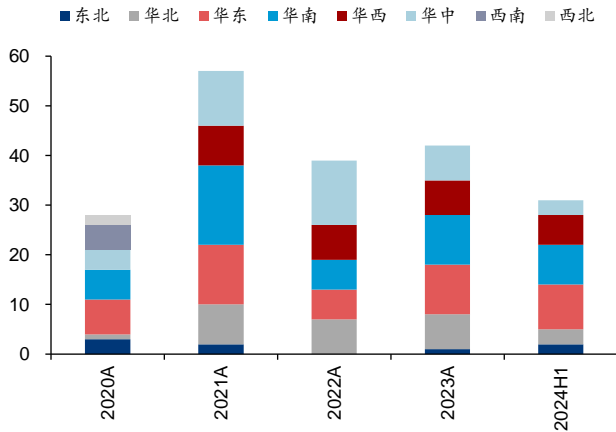
图表41：2023 年国内新开购物中心情况



资料来源：中指研究院，华泰研究

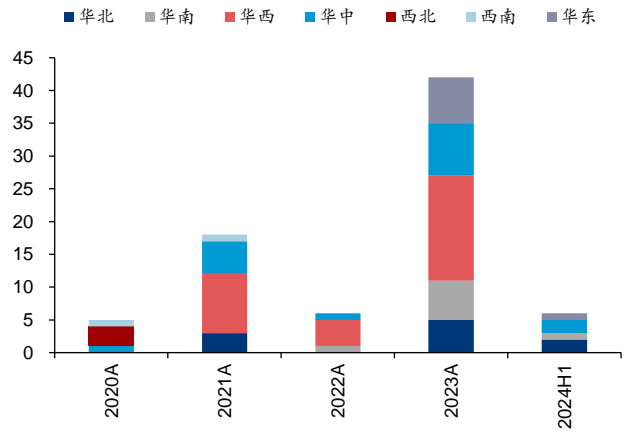
发力空白市场/下沉市场覆盖，加盟门店有望拓展提速。20-22 年，公共卫生事件扰动下，公司线下门店收入 3 年复合增速仅 0.6%，其中影响相对严重的 20/22 年门店分别净增+26/-5 家，开店节奏受到明显拖累；23 年恢复常态化运行后，公司门店净增 71 家至 411 家，已重回正常扩张节奏。我们统计 20-23 年分区域开店数量，新增直营门店主要集中在华南（38 家）、华中（35 家）、华东（35 家），新增加盟门店主要集中在华西（29 家）、华中（14 家）、华北（8 家）、华东（7 家）。展望 24 年，公司有望进一步保持稳健的门店扩张节奏：一方面通过直营门店进一步加强核心区域空白市场覆盖；另一方面，以直营门店运营经验为依托，通过加盟模式快速推进二三线城市及非核心区域市场布局，加盟门店拓展提速可期。

图表42: 全棉时代线下新开直营门店情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表43: 全棉时代线下新开加盟门店情况



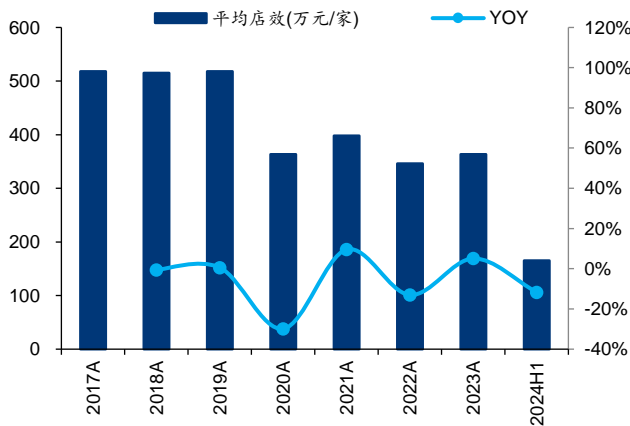
资料来源: 公司公告, 华泰研究

**客流复苏+门店结构调整, 终端运营效率有望逐步回归。**20-22 年间, 受公共卫生事件影响, 商场客流下滑, 居民消费力有所承压, 导致门店运营效率整体有所下行, 据公司公告, 19-23 年公司线下门店平均坪效贡献从约 1.2 万元/平降至 1.1 万元/平米, 平均店效从 517.8 万元降至 363.3 万元 (店效下行还受到门店结构向小店调整的影响)。面对挑战, 公司及时进行战略应对:

1) 一方面, 主动对门店结构进行调整, 增加坪效更高的小店占比, 截至 23 年底公司运营 12 个月以上的成熟门店 291 家, 其中 300 平以下/300-500 平门店分别为 150/94 家, 较 20 年净增 66/35 家, 而 500-800 平/800 平以上门店分别减少 21/13 家至 36/11 家; 以 23 年数据为例, 我们测算下 300 平以下/300-500 平门店坪效分别达 1.2/1.0 万元/平, 明显高于 500-800 平/800 平以上门店的 0.9/0.8 万元/平;

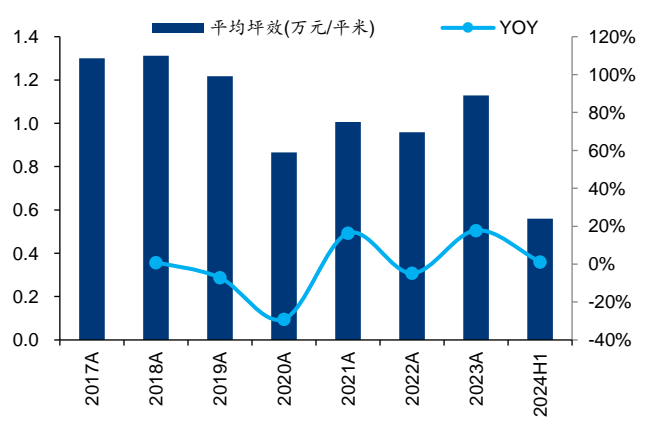
2) 另一方面, 公司积极拓展 O2O 渠道及门店极速达服务, 打通了线下门店与线上小程序之间的流量融合和销售互通, 为线下销售业绩提供新增量。据公司业绩快报, 23 年门店整体运营效率稳步提升, 坪效同比增长 15%, 门店复购率将近 50%。线下客流复苏及公司主动调结构、稳增长的战略赋能下, 门店运营效率有望逐步回归向疫前常态。

图表44: 全棉时代线下门店平均店效



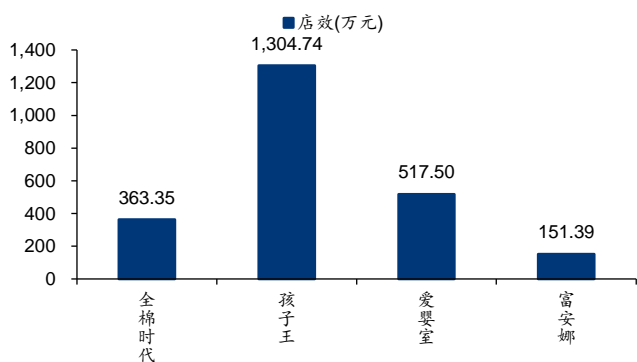
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表45: 全棉时代线下门店平均坪效



资料来源: 公司公告, 华泰研究

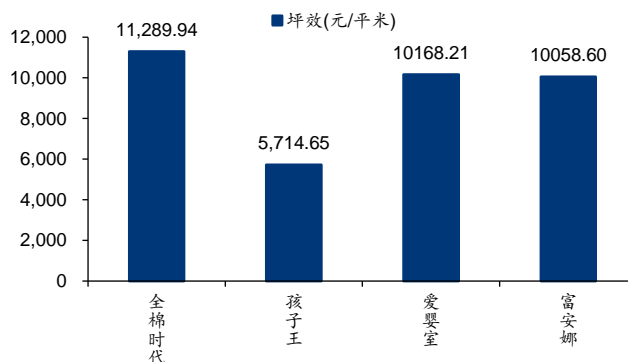
图表46: 全棉时代及可比店态店效情况对比 (2023年)



注: 1) 孩子王门店面积普遍较大, 因而店效偏高; 2) 富安娜店效选取直营门店计算。

资料来源: 公司公告, 华泰研究

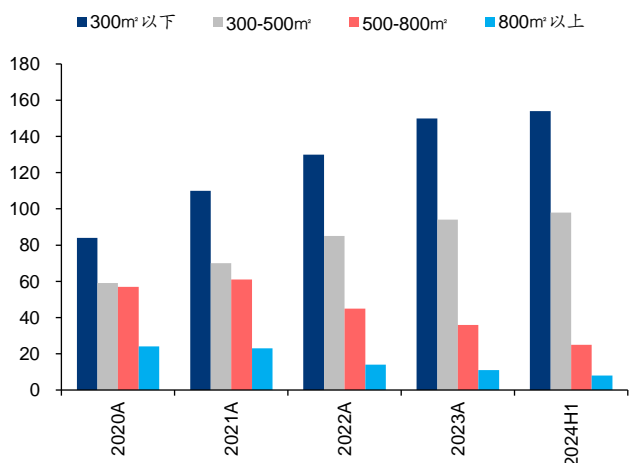
图表47: 全棉时代及可比店态坪效情况对比 (2023年)



注: 富安娜坪效选取直营门店计算。

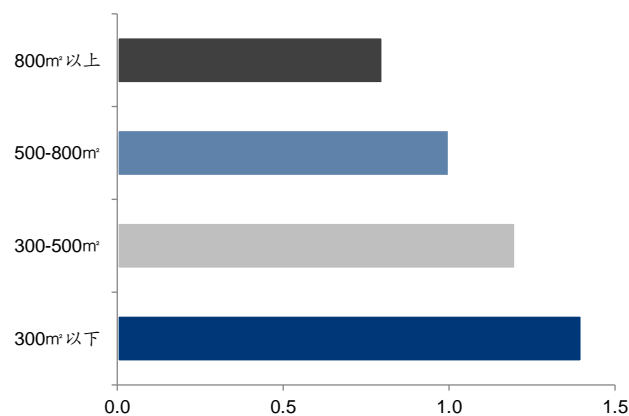
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表48: 分面积看成熟门店数量变动趋势



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表49: 23年不同面积下门店坪效对比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 医疗板块：高基数充分消化，回归常态化增长

### 医疗活动必选品，低值耗材市场快速扩张

医用耗材是医疗机构开展日常医疗及护理工作的必需消耗品。医用耗材是指在临床诊断和护理、检测和修复等过程中使用的医用卫生材料，是医疗机构开展日常医疗、护理工作的必需消耗品。根据医用耗材在实际应用中的价值性，可分为高值医用耗材和低值医用耗材：前者一般是介入类耗材，例如心脏介入类/人工关节类/外周血管介入类等，单次使用但价值较高，且具备很高的生物相容性，进入门槛较高；后者则为普通的一次性医用材料，品种型号繁多，可分为医用卫生材料及敷料类、注射穿刺类、医用高分子材料类、医用消毒类、麻醉耗材类、手术室耗材类和医技耗材七大类，进入门槛较低，市场竞争激烈。

图表50：医用耗材分类及品种一览

市场大类	产品大类	代表产品
高值耗材市场	骨科植入类	人工关节、固定板、人工骨等
	血管介入类	导管、导丝、球囊、支架及辅助材料
	神经外科	颅内植入物、填充物等
	口腔科材料	种植、颌面修复、充填、根管治疗材料等
	电生理、起搏器类	消融导管、起搏导管、心脏除颤器等
	体外循环血液净化	透析管路、干粉、分离器等
	眼科材料	人工晶状体、角膜、塑形镜、眼内填充物等
	非血管介入类	导管、导丝、球囊、支架等
	其他	人工瓣膜、人工补片、人工血管、高分子材料等
	低值耗材市场	医用卫材及辅料类
注射穿刺类		输液针、滞留针、一次性注射器、注射针、输液器等
医用高分子材料类		血液分离耗材、滤网、连接管路、空气过滤膜、血液过滤器、引流管、尿管、肠道插管、手套、集尿袋等
医用消毒类		医用酒精、医用消毒液、消毒剂、消毒包装袋、指示卡、指示胶布等
麻醉耗材类		麻醉包、输液泵喉罩、麻醉面罩、通气管、动脉插管、气管插管、导管、麻醉穿刺针、检测电极片等
手术室耗材类		一次性手术器、灌注器、缝合线、电凝笔、手术刀、医用备皮刀、医用胶、穿刺器、吸引头等
医技耗材类		B超打印纸、耦合剂、脑电图纸、心电图纸、监护仪纸、医用X光胶片、激光胶片等

资料来源：医疗器械创新网、华泰研究

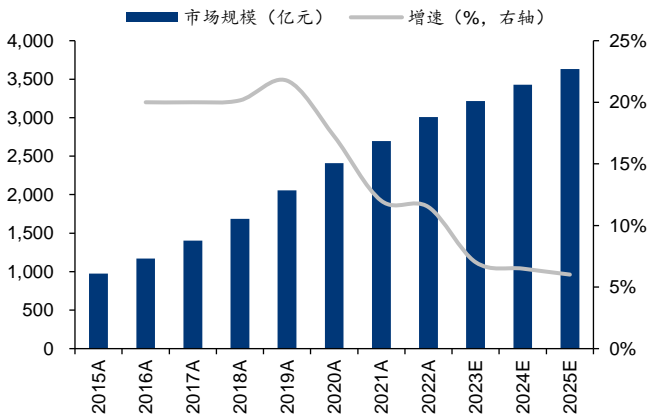
国内低值医用耗材市场空间广阔，25年市场规模可达2213亿元，3年CAGR达19.5%。受益于居民生活水平提升及医疗需求的不断增长，我国低值医用耗材市场保持快速增长趋势，据IBM数据，15-22年国内医用耗材市场规模从975亿元增至3007亿元，CAGR为17.5%，其中低值医用耗材市场规模从373亿元增至1297亿元，CAGR为19.5%，占比从15年的38.3%增至43.1%。展望未来，伴随人口老龄化进程推进、居民医疗卫生意识提升、人均医疗卫生支出增加，低值医用耗材市场规模仍有望保持快速增长，据IBM预测，到25年国内低值医用耗材市场规模可达2213亿元，占到整体医用耗材的60.9%。其中：

1) 手术室感染控制产品转向一次性使用，一次性产品需求旺盛。手术室感染控制产品可分为重复使用型和一次性使用型，由于外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强，手术室感染控制产品市场持续增长，据CMI统计，手术室感染控制产品国内市场规模预计将于26年达到36.88亿美元，年均复合增长率4.9%；其中，一次性产品能够显著降低交叉感染风险，且更具便利性，需求表现将更为旺盛。

2) 定制化手术组合包渗透率有望提升。定制化手术组合包可以根据手术类型及医生需求定制，既能提高效率和安全性，又能避免材料浪费，据招股书资料，早在2014年，北美市场一次性感控用品渗透率已经达90%，而亚太地区市场渗透率仅为15%，其中中国市场的渗透率不到10%，有较大提升空间。据CMI统计，全球定制化手术组合包市场规模预计将于26年增长至213.47亿美元，年均复合增长率为10.2%，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%。

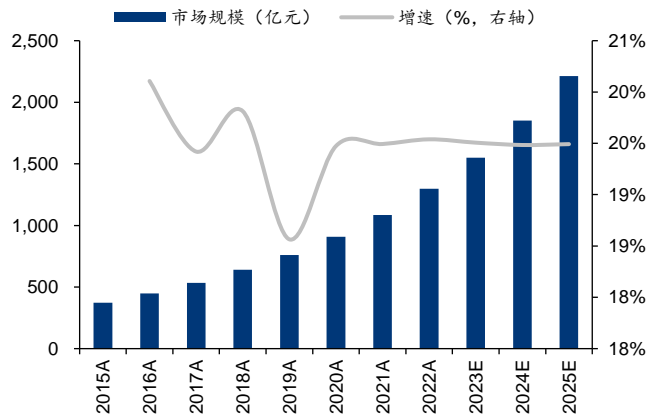
**3) 高端伤口敷料需求增长+国产替代。**高端伤口敷料是传统敷料的消费升级品，能够控制渗出液体且透气性更好，具有不粘连伤口、不破坏新生组织、避免细菌感染的特点，代表产品有水凝胶敷料、水胶体敷料、透明薄膜敷料、泡沫敷料、藻酸盐敷料等。伴随居民健康意识提升，高端敷料在全球及国内均迎来发展机遇，据 QYResearch 数据，20 年全球高端伤口敷料市场规模 58.46 亿美元，预计 27 年将达到 72.30 亿美元。此外，当前中国高端敷料企业大部分销售集中在海外 (ODM)，国内以外资品牌为主，未来伴随国内市场崛起，国内品牌有望承接国产替代空间，发展潜力较大。

图表51: 2015-2025 年国内医用耗材市场规模



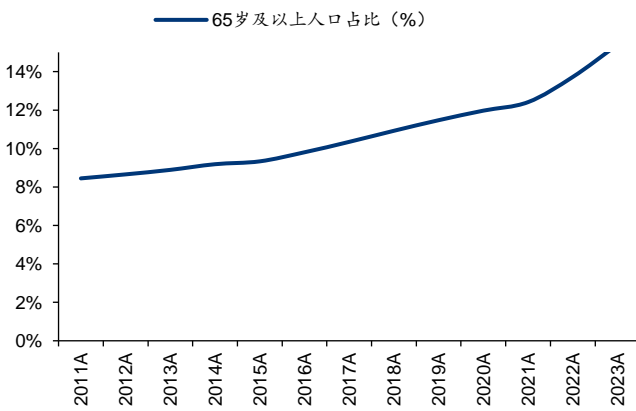
资料来源: 公司年报, IBM, 华泰研究

图表52: 2015-2025 年国内低值医用耗材市场规模



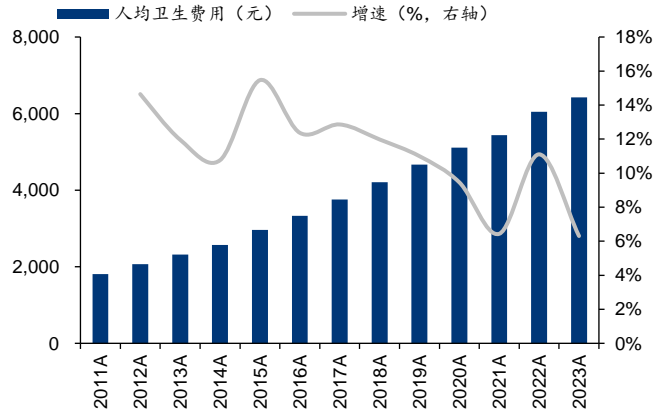
资料来源: 公司年报, IBM, 华泰研究

图表53: 我国 65 岁及以上人口占比情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表54: 我国人均卫生费用



资料来源: Wind, 华泰研究

从竞争格局看，22 年龙头稳健医疗市占率 4.6%左右，提升空间可观。我国低值医用耗材行业，进入门槛低，生厂商数量较多，据中金企信统计数据，截至 20 年，中国医用敷料行业生产企业数量约 6000 至 6500 家。其中仅 30 家左右生产企业年产值超过 1 亿元，占有所有生产企业 0.5%左右，80%左右的生产企业年产值不足 1000 万元，市场集中度低，其中稳健医疗、奥美医疗、振德医疗规模位居前列。以稳健医疗 22 年医用耗材内贸收入规模 59.6 亿计算，稳健医疗 22 年在国内低值医用耗材市场市占率仅为 4.6%左右，振德医疗 (41.0 亿) / 奥美医疗 (14.5 亿) 市占率则分别为 3.2%/1.1%，未来提升空间可观。

图表55: 医用敷料企业主要产品、收入及盈利能力对比

公司名称	产品大类	具体产品	收入 (亿元)	占营业收入比重	毛利率
稳健医疗	医用耗材类产品	传统伤口护理与包扎产品 (医用棉类、纱布类、绷带类等)	11.53	14.4%	34.4%
		高端伤口敷料产品 (硅胶类敷料、藻酸盐敷料、超吸敷料等)	5.95	7.3%	55.0%
		手术室耗材产品 (外科手套、手术组合包、手术衣等)	5.55	6.8%	44.9%
		感染防护产品 (口罩、防护服、隔离衣等)	9.13	11.1%	44.7%
		健康个护产品 (失禁护理、口腔产品、免洗手消毒凝胶等)	2.99	3.7%	39.1%
		其他产品 (注射穿刺产品、检测试剂盒等)	3.47	4.2%	18.0%
振德医疗	医疗领域产品	造口与现代伤口护理产品 (造口袋、敷贴、凡士林油纱等)	5.39	13.1%	46.0%
		手术感控产品 (手术单及配件、手术衣、手术包等)	14.26	34.6%	32.9%
		感控防护产品 (医用外科口罩、儿童口罩、隔离衣等)	6.41	15.5%	44.2%
		基础伤口护理产品 (纱布片、棉球、急救包等)	10.72	26.0%	23.4%
		压力治疗与固定产品 (绷带、治疗型静脉曲张袜等)	4.27	10.3%	41.8%
奥美医疗	医疗器械类产品	外科与伤口护理产品 (纱布片、无纺布片、医用手术巾等)	21.78	79.0%	29.5%
		高级敷料产品 (水胶体敷料、硅胶胶疤痕贴等)	0.62	2.2%	未披露
		感染防护产品 (医用外科口罩、医用隔离面罩、防护服等)	2.31	8.4%	未披露
		卫生护理产品 (婴儿湿巾、碘伏棉球、棉柔巾等)	1.31	4.7%	未披露

注: 数据统计为 2023 年年报  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

从全球产业链分工看，发达国家包揽医疗品牌，我国承接生产环节。医用敷料行业产业链上游主要包括棉花产业、棉纱产业以及石油化工产业，原材料主要包括棉纱、无纺布及其他化纤类原料等，中游主要为代工厂商，下游则为品牌方及终端用户。目前全球产业链分化明显，美国、欧洲和日本等为全球主要医用敷料消费市场，其发展时间更早、技术迭代更快，居民医疗保健意识更强，培育出诸如 3M、瑞典莫尼克、德国罗曼等大型知名医药跨国企业，品牌知名度与市场占有率位居世界前列；中国、东南亚、中东等更具人力与产业链优势的国家和地区则主要承接生产环节，其中我国凭借劳动力优势与产业链优势成为最主要的医用敷料出口国，并培育出以稳健医疗、奥美医疗以及振德医疗为代表的从事贴牌生产与出口业务的医疗企业。

图表56: 医用敷料产业链



资料来源: 奥美医疗招股说明书, 华泰研究

## 内生+外延双轮驱动，提供一站式医用耗材解决方案

公司产品线完备，致力于打造医用耗材一站式解决方案。低值医用耗材品种繁多，应用广泛，稳健医疗由纱布等单一伤口护理产品起家，逐步依托研发创新完善产品线，现有业务已涵盖高端伤口敷料、传统伤口护理与包扎、手术室耗材、感染防护及健康个护产品等，可覆盖低值医用耗材七大类中的六大类（除医技耗材外），使用场景覆盖临床医疗机构及家庭，可较好地满足客户一站式采购需求。据公司年报，截至 2023 年末，公司在医用耗材板块共持有各类专利 883 项、医疗产品注册证 367 项（其中三类医疗产品注册证 25 项）。此外，2022 年，公司战略并购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林三家兄弟公司，在高端伤口敷料、注射穿刺类耗材、乳胶手套、避孕套等领域增加产品线，持续打造医用耗材一站式解决方案。2024 年 9 月，公司完成对 Global Resources International 公司（主营医疗耗材及工业防护产品）75.2% 的股权并购，是公司首个国际控股权收购项目，增强公司医用敷料领域在美国及欧洲市场的本土运营能力。

图表 57：公司医用耗材板块主要产品种类



资料来源：公司公告，华泰研究

### 坚守产品质量，推动产品创新，以“品质力”打造“品牌力”。

产品质量方面，公司是国内最早建立从棉花采购到研发、生产到直接对外出口的全产业链医用耗材企业之一，先后获得欧盟 CE 认证、美国 FDA 认证以及日本厚生省认证，2005 年“winner 稳健医疗”品牌凭借出色的产品品质和服务打开国内市场，建立良好口碑。

**产品创新方面**，在伤口护理领域，公司从传统敷料向高端伤口敷料拓展，如硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫、负压引流产品等，主要应用于糖尿病、大面积烧伤、创伤等慢性伤口愈合场景，技术水平处于行业前列，国产替代空间广阔，是未来引领医疗业务增长的核心品类；在防护产品领域，公司推出生物降解口罩、高透 N95 医用防护口罩等，大大提升消费者佩戴舒适性；在家庭护理领域，公司将临床使用的专业产品如玻尿酸口罩、生理盐水清洁棉片、水胶体创可贴、医用面膜等通过便携装、消毒、包装多样化等提供给消费者，通过专业的健康护理产品和服务应用于日常家庭护理，减少用户去医院的频次。

图表58：并购公司主营业务及销售情况一览

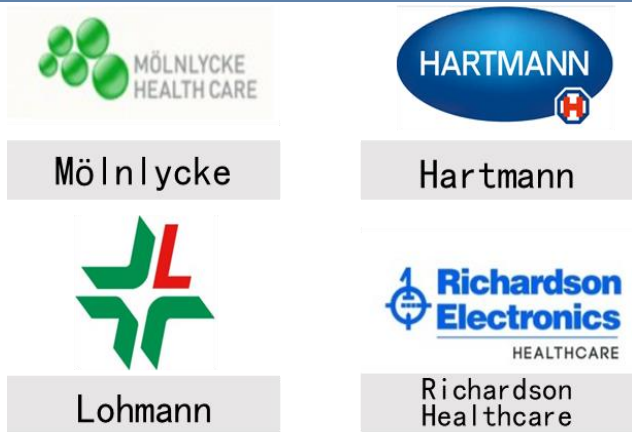
公司名称	收购时间	交易总价值 (万元/万美元)	收购股权比例	主营业务	主要销售渠道	收入 (万元/万美元)	净利润 (万元/万美元)
隆泰医疗	2022.4.8	72,754	55%	高端伤口敷料 OEM 出口	出口外销	35,469.24	8,637.39
稳健平安	2022.5.18	75,192.15	68.7%	注射穿刺类医用耗材的研发、生产和销售	国内销售	36,008.70	8,503.26
稳健桂林	2022.6.6	45,000	100%	医用乳胶外科手套、医用检查手套、乳胶避孕套的生产及销售	国内销售	32,088.36	5,085.41
GRI	2024.9.20	12,014	75.2%	手术包、手术衣等医疗耗材的研发、生产和销售	国外销售	15,233.61	893.76

注：1) GRI 公司收入及利润数据来自 2023 年，其他公司收入及利润数据来自 2021 年，2) GRI 公司交易总价值及收入利润数据单位为万美元，其他公司为万元；资料来源：公司公告，华泰研究

### B 端+C 端双向发力，渠道开拓空间充足

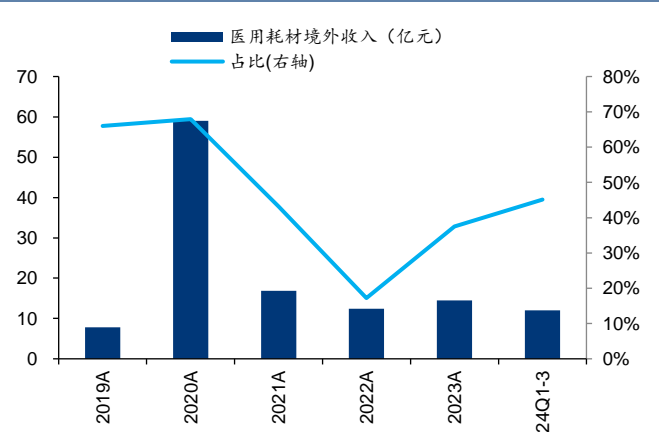
**出口：起家于 ODM 代工出口，客户资源丰富，合作关系稳固。**公司以医用敷料 ODM 代工出口起家，凭借高标准的产品质量控制体系以及数年行业深耕，与瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等国际知名医疗品牌建立了长期稳定的合作关系，截至 2023 年公司境外医疗业务客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等上百余个国家和地区，据中国医保商会统计数据，公司已连续多年稳居中国医用敷料出口前三名，2023 年国外销售渠道顶住压力，完成销售收入 14.5 亿元 (yoy+15.4%)，2024 年前三季度国外销售渠道保持较快增长，实现了 12.0 亿元的营收 (yoy+12.7%)。公司与客户合作关系稳固：一方面，公司产品获得欧盟 CE 认证、美国 FDA 认证以及日本厚生省认证，产品质量符合欧洲、美国、日本市场标准，成功构筑监管认证护城河；另一方面，公司合作品牌商均为全球知名医疗品牌，对生产商选择十分慎重，经历较严格的评审才能进入其供应链，一旦合作即具有较高合作粘性，客户付款能力强，且合作关系稳固。

图表59：稳健医疗合作品牌



资料来源：招股说明书，华泰研究

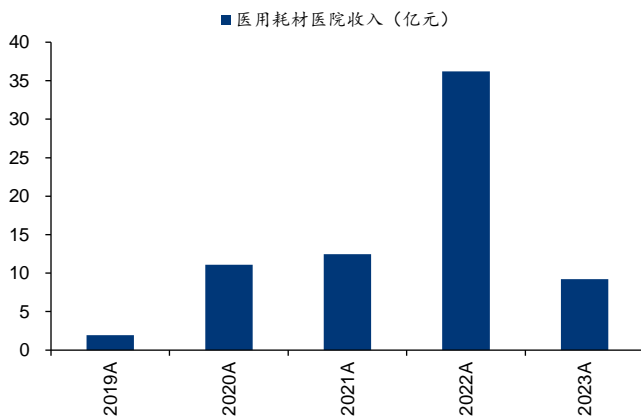
图表60：医用耗材境外收入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

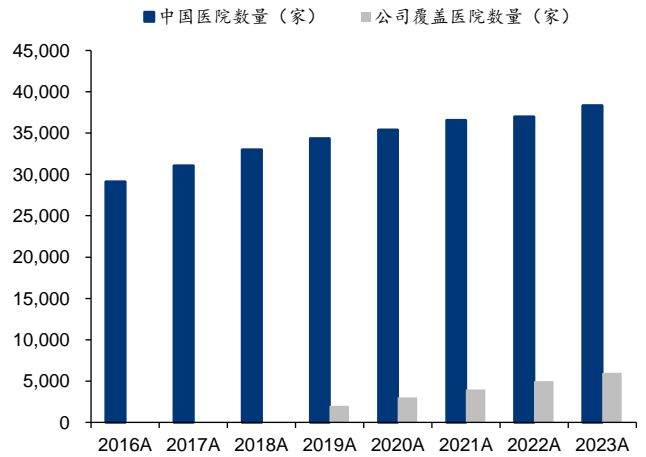
**B 端：品牌认可度提升，渠道开拓效果明显，未来成长空间可观。**公共卫生事件发生后，公司率先响应市场需求，加大感染防护类物资供给，公司产品质量过硬，同时承诺不涨价，获得政府单位、医疗机构和民众的一致好评，“winner 稳健医疗”品牌防护产品也得以迅速拓展医院和民用市场。其中，22 年公司优先保障医院渠道的防疫物资供给，当年度医院渠道贡献收入 36.2 亿元 (yoy+190.6%)，约占到医疗板块总收入的 50%，已经超越外销、成为医疗板块收入贡献最大的渠道。防疫产品为公司带来了良好的品牌声誉及口碑，同步带动了公司常规产品的认可度提升，近年来医院渠道的覆盖率有效提升，截至 23 年公司已覆盖医疗机构六千余家（据招股书，20 年仅覆盖 3000 余家；据国家卫计委数据，截至 23 年我国医院机构数 38355 家），拓展效果明显，且未来开拓空间仍充足。

图表61：医用耗材医院渠道收入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

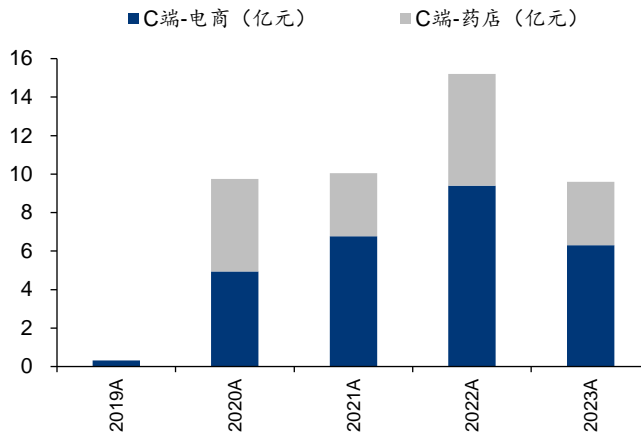
图表62：中国医院数量及公司覆盖医院数



资料来源：公司公告，国家卫计委，华泰研究

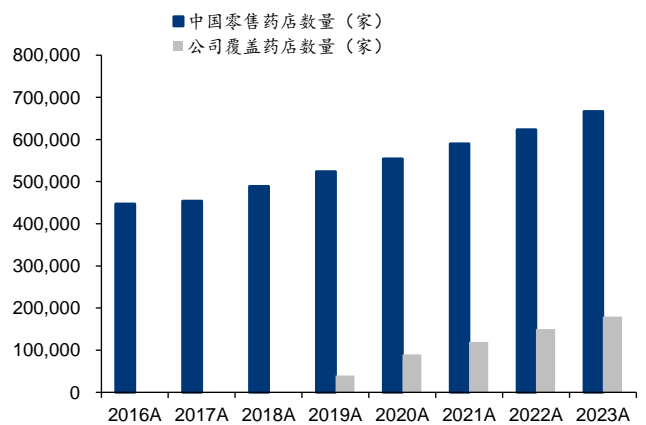
**C 端：电商及药店渠道快速发展，药店覆盖率提升空间充足。**低值医用耗材具有刚需、高频的特征，依靠防疫物资的连带销售+品牌美誉度提升，近年来公司医疗业务在 C 端零售渠道快速发展。据公司年报，23 年公司医疗板块 C 端销售额突破 9 亿元 (yoy-36.8%)，其中：1) 电商渠道贡献 6.3 亿元 (yoy-33.0%)，公司在天猫、京东、唯品会等传统第三方网上销售平台表现亮眼，截至 22 年底国内电商平台累计粉丝数 1344 万，年内新增 420 万；2) 药店渠道贡献收入 3.3 亿元 (yoy-43.1%)，截至 23 年底已覆盖 OTC 药店 19 万家，年内新增 4 万家（据招股书，20 年覆盖 9 万家；据国家食药监局数据，23 年全国零售药店数量 66.7 万家），未来药店渠道覆盖率提升空间十分充足。

图表63：医用耗材 C 端渠道收入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表64：中国零售药店数量及公司覆盖药店数



资料来源：公司公告，国家卫计委，华泰研究

### 感染防护高基数充分消化，常规品增长提速

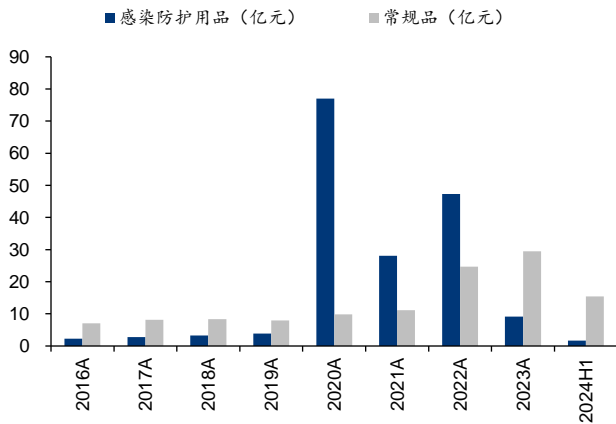
过去 4 年，公司收入及利润波动主要受感染防护用品影响。20-23 年，公司收入及利润的大幅波动主要源自公共卫生事件扰动下，感染防护用品的需求波动。据公司年报，19 年公司感染防护用品收入仅 3.90 亿元，20-22 年收入分别为 77.02、28.12、47.35 亿元，其中口罩及防护服收入分别约 54.9/19.4/44.8 亿元，占到医用板块总收入的 63.2%/49.5%/62.2%。口罩及防护服等感染防护类物资收入骤增一跃成为医疗板块的主力产品，对 20-23 年公司收入变化产生较大扰动。同时，相较于常规品，感染防护用品毛利率相对较高（据公司年报，20-23 年常规品毛利率分别为 38.8%/38.2%/37.0%/39.1%，感染防护用品毛利率分别为 65.2%/51.2%/48.4%/44.7%），对公司盈利表现亦产生较大扰动。

#### 24 年以来感染防护用品高基数充分消化，常规品增长提速，板块有望重回常态化增长：

一方面，24 年感染防护用品高基数问题已得到充分消化，前三季度感染防护产品收入 2.6 亿元 (yoy-68.1%)，单季度看 24Q1/Q2/Q3 感染防护用品分别同比-87.6%/-19.8%/+3.1% 至 0.8/0.9/0.9 亿元，季度间波动不明显且 Q3 恢复正增长，证明高基数压力充分消化。考虑到公共卫生事件后消费者卫生习惯养成+公司渠道开拓见成效，我们预计感染防护收入调整已基本完成，后续市场有望回归正常供需节奏，25 年收入及利润贡献有望重回增长。

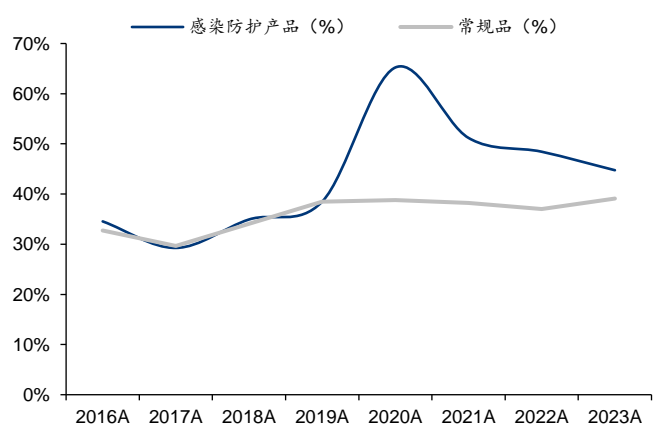
另一方面，依托于持续的产品创新+渠道开拓，常规品增长提速，23 年常规品收入 29.5 亿元，同比增长 19.5%，其中多个核心单品竞争力强劲，例如手术包、薄膜敷贴、口鼻腔、失禁护理品类增速同比超过 35%。24 年前三季度常规品收入同比+9.8%至 24.0 亿元，其中 24Q1/Q2/Q3 分别同比+4.3%/+11.0%/+14.3%，增长逐步提速。展望 25 年，依托公司此前在感染防护用品领域建立的品牌美誉度，以及公司持续的研发创新及渠道开拓，常规品有望保持前期稳步增长趋势，再度成为医疗板块收入增长的核心驱动力。

图表 65：感染防护用品收入 vs 常规品收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 66：感染防护用品毛利率 vs 常规品毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

我们预计稳健医疗 2024-2026 年公司实现营业收入同比分别增长 6.5%/16.0%/14.9%至 87.19/101.15/116.20 亿元，主要假设如下：

- 1. 健康生活消费品：1) 无纺消费品板块**，24 年起公司营销策略调整，打造爆品，聚焦 SKU，收入已有亮眼表现（前三季度棉柔巾/卫生巾收入同比增速分别+31%/+10%）；同时，公司产品均主打全棉健康理念，毒卫生巾等事件亦对公司产品销售与品牌力提升构成催化，我们认为无纺消费品增长势能有望延续，预计 24-26 年营收分别同比+22.0%/+20.0%/+18.0%至 26.37/31.65/37.34 亿元；毛利率方面，考虑到无纺品中相对低毛利率的棉柔巾增速更快，业务结构变化下，我们预计 24-26 年毛利率 53.8%/53.7%/53.6%。**2) 有纺消费品板块**，线下线上全渠道布局，成熟门店提质增效，同时无纺品积淀的品牌力有望对有纺品起到连带作用，我们预计 24-26 年营收分别同比+12.0%/+14.0%/+13.0%至 23.53/26.83/30.31 亿元；毛利率方面，考虑到线下折扣率收窄，我们预计 24-26 年毛利率 59.8%/60.0%/60.2%。
- 2. 医用敷料：1) 感染防护用品板块**，24 年持续消化防疫物资高基数，24Q3 起收入已恢复正增长，后续有望恢复平稳增长状态，我们预计 24-26 年收入分别同比-60.0%/+3.0%/+3.0%至 3.65/3.76/3.87 亿元；毛利率方面，此前防疫物资带动感染防护用品毛利率较高，参考 2019 年感染防护用品毛利率水平（正常年份、无疫情扰动），我们预计 24-26 年毛利率 40.0%/40.0%/40.0%。**2) 常规品板块**，近年来外部环境扰动下，常规品持续保持稳健增长，未来有望继续借助疫情期间积淀的渠道口碑持续开拓业务，我们预计 24-26 年营收分别同比+12.0%/+16.0%/+15.0%至 33.03/38.32/44.06 亿元；毛利率方面，考虑到高端敷料等高毛利业务占比提升，我们预计 24-26 年毛利率分别为 39.3%/39.5%/39.7%。

**资产减值**：22-23 年公司资产减值损失分别为 3.63、3.94 亿元，主要系疫情影响结束，公司处理感染防护产品库存（含口罩、防护服、隔离衣等）、感染防护产品设备报废等所致，经过两年消化，感染防护类产品库存减值已反映较为充分，后续有望恢复稳定，参考 2024Q1-3 资产减值损失占到营收的比例为 0.98%，我们预计 24-26 年资产减值损失占到营收的比例分别为 1.0%/0.8%/0.6%，减值金额分别为 0.87/0.81/0.70 亿元。

综上所述，我们预计 24-26 年公司营业收入同比分别增长 6.5%/16.0%/14.9%至 87.19/101.15/116.20 亿元，综合毛利率分别为 49.3%/49.4%/49.6%。费用率方面，销售费用率方面，24 年公司营销策略调整，但受高基数影响收入增长有限，我们预计销售费用率有所上升，但 25-26 年伴随规模起量费用率有望逐年下降，我们预计 24-26 年销售费用率分别为 25.9%/25.6%/25.4%；管理费用率方面，22-23 年公司管理费用绝对额相差不大，费用率提升主要系收入下滑所致，24 年起收入规模逐步恢复，同时公司加强精细化管理，预计费用率有所下行，但考虑业务规模扩大及股权激励费用摊销影响（据公司股权激励公告，24-26 年摊销费用分别为 885.21/5311.24/3361.78 万元），我们预计 24-26 年管理费用率分别为 7.7%/7.5%/7.3%；研发费用率方面，公司保持产品研发力度，我们预计 23-25 年研发费用率分别为 3.8%/3.8%/3.8%；财务费用率方面，公司账面货币资金充裕，近年来财务费用率普遍为负，我们预计 24-26 年财务费用率分别为 -0.5%/-0.5%/-0.5%。综合影响下，我们预计 24-26 年归母净利润分别为 8.18/10.06/11.86 亿元，对应 EPS 为 1.41/1.73/2.04 元。

图表67：2024-2026 年公司盈利预测假设

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8037.42	11351.33	8185.02	8719.10	10115.41	11619.79
YoY	-35.9%	41.2%	-27.9%	6.5%	16.0%	14.9%
<b>1、健康生活消费品</b>						
收入	4054.21	4054.99	4262.58	4990.24	5847.10	6765.45
YoY	15.3%	0.0%	5.1%	17.1%	17.2%	15.7%
毛利率	52.2%	52.8%	56.9%	56.7%	56.6%	56.6%
毛利额	2117.87	2140.97	2423.50	2828.14	3311.47	3829.32
毛利额占比	52.8%	39.8%	60.4%	65.8%	66.2%	66.5%
<b>1.1 无纺消费品</b>						
收入	2135.70	2165.60	2161.54	2637.08	3164.50	3734.10
YoY	-1.7%	1.4%	-0.2%	22.0%	20.0%	18.0%
毛利率	50.9%	50.9%	54.1%	53.8%	53.7%	53.6%
毛利额	1087.17	1102.04	1170.27	1419.82	1700.63	2003.00
毛利额占比	27.1%	20.5%	29.2%	33.0%	34.0%	34.8%
<b>1.2 有纺消费品</b>						
收入	1918.51	1889.38	2101.04	2353.16	2682.61	3031.34
YoY	42.7%	-1.5%	11.2%	12.0%	14.0%	13.0%
毛利率	53.7%	55.0%	59.6%	59.8%	60.0%	60.2%
毛利额	1030.69	1038.93	1253.22	1408.31	1610.85	1826.31
毛利额占比	25.7%	19.3%	31.2%	32.8%	32.2%	31.7%
<b>2、医用敷料</b>						
收入	3922.01	7202.77	3861.75	3668.16	4207.61	4793.64
YoY	-54.8%	83.7%	-46.4%	-5.0%	14.7%	13.9%
毛利率	47.5%	44.5%	40.4%	39.4%	39.5%	39.7%
毛利额	1863.06	3206.63	1561.33	1444.02	1663.75	1904.08
毛利额占比	46.5%	59.6%	38.9%	33.6%	33.3%	33.1%
<b>2.1、感染防护用品</b>						
收入	2811.60	4735.25	912.50	365.00	375.95	387.23
YoY	-63.5%	68.4%	-80.7%	-60.0%	3.0%	3.0%
毛利率	51.2%	48.4%	44.7%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利额	1438.87	2293.26	408.28	146.00	150.38	154.89
毛利额占比	35.9%	42.6%	10.2%	3.4%	3.0%	2.7%
<b>2.2、常规品</b>						
收入	1110.40	2467.52	2949.25	3303.16	3831.67	4406.42
YoY	13.1%	122.2%	19.5%	12.0%	16.0%	15.0%
毛利率	38.2%	37.0%	39.1%	39.3%	39.5%	39.7%
毛利额	424.18	913.37	1153.05	1298.02	1513.37	1749.19
毛利额占比	10.6%	17.0%	28.8%	30.2%	30.3%	30.4%
<b>3、其他业务</b>						
收入	61.20	93.58	60.70	60.70	60.70	60.70
YoY	-36.4%	52.9%	-35.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	46.2%	33.0%	42.2%	42.2%	42.2%	42.2%
毛利额	28.27	30.88	25.62	25.62	25.62	25.62
毛利额占比	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
<b>综合毛利率</b>	49.9%	47.4%	49.0%	49.3%	49.4%	49.6%
销售费用率	24.7%	18.1%	25.5%	25.9%	25.6%	25.4%
管理费用率	5.7%	5.6%	8.5%	7.7%	7.5%	7.3%
研发费用率	3.7%	4.3%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用率	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
<b>归母净利润 (百万元)</b>	1239.32	1650.58	580.40	818.31	1005.59	1186.49
YoY	-67.5%	33.2%	-64.84%	41.0%	22.9%	18.0%
EPS (元)	2.91	3.87	0.98	1.41	1.73	2.04

资料来源：Wind，华泰研究预测

### 估值分析

公司业务作为以棉为核心的大健康企业，通过“winner 稳健医疗”品牌和“Purcotton 全棉时代”品牌实现医疗及消费两大板块协同发展。我们选取日用消费品板块的中顺洁柔（生活用纸品牌）、百亚股份（女性卫生用品品牌），母婴零售企业孩子王（面向母婴宝妈客群），爱婴室（面向母婴宝妈客群），以及医用敷料企业振德医疗作为可比公司。我们预计公司24-26年归母净利分别为8.18/10.06/11.86亿元(yoy+41.0%/+22.9%/+18.0%)，对应EPS为1.41/1.73/2.04元，参考可比公司Wind一致预期25年28倍PE均值，给予25年28倍目标PE，目标价48.44元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表68：可比公司估值对比（截至2024年12月10日）

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE (X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002511 CH	中顺洁柔	94.95	3.33	3.25	3.82	4.53	29	29	25	21
003006 CH	百亚股份	108.28	2.38	3.25	4.23	5.39	45	33	26	20
603214 CH	爱婴室	170.63	1.05	2.05	2.95	3.86	162	83	58	44
301078 CH	孩子王	25.82	1.05	1.11	1.24	1.34	25	23	21	19
603301 CH	振德医疗	62.51	1.98	4.31	4.93	6.07	32	14	13	10
可比公司平均值							<b>58</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>23</b>
300888 CH	稳健医疗	216.63	5.80	8.18	10.06	11.86	37	26	22	18

注：稳健医疗盈利预测为华泰证券预测值，其余均参考Wind一致预期  
资料来源：Wind，华泰研究预测

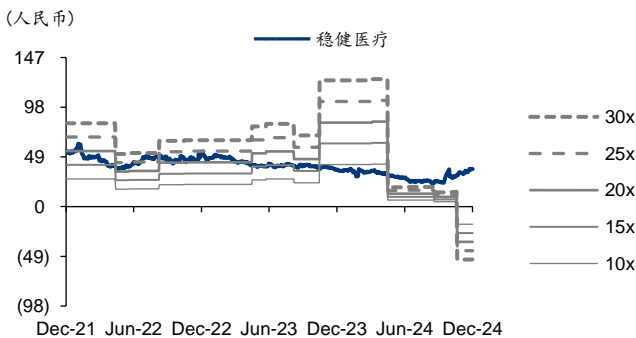
### 风险提示

**需求复苏不及预期：**公司产品线多元，终端客流情况、消费者购买力等对公司终端需求有较大影响，若整体消费环境偏弱，将导致行业需求不及预期，进而影响公司收入与业绩。

**渠道拓展不及预期：**门店数量运营质量与是关乎公司营收与利润增长的重要因子，若公司渠道数量扩展不及预期、新开门店运营效率不及预期，将影响公司消费品板块营收增长。此外，公司医疗业务面向B端和C端客户，若客户拓展不及预期，也将影响公司医疗板块收入增长。

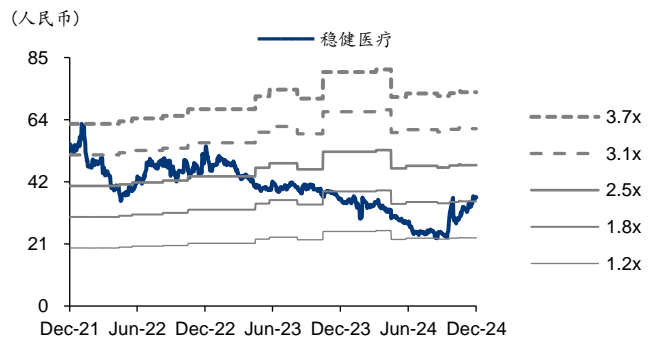
**原材料成本大幅波动：**公司产品以棉为核心，棉花价格波动对公司各板块利润率有明显影响，若棉价大幅上行，将对公司盈利能力产生冲击。

图表69：稳健医疗 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表70：稳健医疗 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、刘思奇、曾令仪，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、刘思奇、曾令仪本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司