

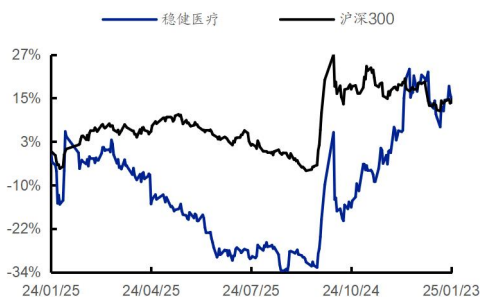
研究所：
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn
 证券分析师：赵兰亭 S0350524080004
 zhaolt@ghzq.com.cn
 证券分析师：马川琪 S0350523050001
 macq@ghzq.com.cn
 联系人：孙馨竹 S0350124060027
 sunxz@ghzq.com.cn

医疗+消费双轮驱动，“一朵棉花”铸就

医疗健康领航者

——稳健医疗（300888）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2025/01/24

表现	1M	3M	12M
稳健医疗	-3.9%	36.1%	19.5%
沪深300	-3.8%	-2.4%	17.0%

市场数据

2025/01/24

当前价格(元)	40.22
52周价格区间(元)	23.31-44.45
总市值(百万)	23,421.30
流通市值(百万)	7,058.84
总股本(万股)	58,232.98
流通股本(万股)	17,550.57
日均成交额(百万)	139.74
近一月换手(%)	2.36

投资要点:

- 以“棉”为核心不断拓宽产业版图，收入规模进入良性发展周期。公司通过“winner 稳健医疗”品牌和“Purcotton 全棉时代”品牌实现医疗及消费板块协同发展，产品已拓展至覆盖传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、干湿棉柔巾、卫生巾、婴童服饰与用品等多领域。2024Q1-Q3 公司累计实现营收 60.7 亿元、同比+1.0%，收入规模追平 2023 年因感染防护产品的高基数影响，累计同比转为正增长，单季度收入同比提速发展（2024Q2 收入同比+11.0%）。
- 医疗板块：单季度收入增速提升至双位数，内生外延布局全产业链。**随着我国老年人口增加、对高端伤口敷料的认知提高、道路交通事故和烧伤病例数量的增加以及糖尿病伤口的高发率和慢性感染，对高端伤口护理的需求日渐迫切，行业前景持续向好。公司抓住疫情国内爆发式需求，持续加深渠道建设，获取市场份额，2024Q3 医疗板块实现营收 9.4 亿元/同比+13.1%，单季度收入增速提升至双位数水平。2024Q3 医疗 C 端销售得到较好发展，国内药店及电子商务共实现营收 1.9 亿元/同比+21.6%。2024Q1-Q3 海外渠道实现营收 12.0 亿元/同比+12.7%，占比医用耗材业务 45.2%。随着 GRI 收购完成，有望形成规模效应加强海外产能、销售渠道及本地化运营能力。
- 消费板块：核心产品干湿棉柔巾引领增长，渠道品牌全面发力。**公司在消费品领域革新性地开发出了纯棉柔巾、纯棉湿巾及全棉表层卫生巾等产品，形成护城河式的差异化品牌内涵。线上 2024H1 全棉时代兴趣电商平台抖音同比增长近 80%。截止 2024H1，私域平台注册会员数量约 2900 万（门店约 1400 万，官网和小程序约 1500 万），线下直营店态不断优化，门店盈利能力已经恢复至 2019 年水平，同时以加盟模式加快布局下沉市场。2024Q1-Q3，消费品业务实现营收 33.6 亿元/同比+13.7%，2024Q3 干湿棉柔巾、卫生巾及成人服饰同比分别增长 47.1%、17.1%及 23.8%，增量趋势可观。营销方面，整合现有渠道资源和粉丝基础，专注打造爆款战略品，深入挖掘品类发展潜力。

- **推出 2024 年限制性股票激励计划方案，充分提升团队积极性。**公司于 2024 年 10 月 28 日发布公告，拟授予的限制性股票数量为 747.63 万股，约占公司总股本 1.28%。医疗业务板块、消费品业务板块均设定营业收入复合增速触发值 13%、目标值 18%（不含 2024 年 8 月以后及未来 3 年新并入公司数据）。随着公共卫生事件对公司业绩影响逐步消除，公司恢复常态化经营之路，目标核定有望充分激发团队积极性，聚焦公司未来发展战略并促进经营目标的实现。
- **盈利预测和投资评级：**公司医疗+消费双赛道具备协同优势，稳健医疗、全棉时代双品牌成长空间可期，随着疫情影响下医疗板块高基数影响逐渐消退，线上公域私域渠道布局领先，线下店效稳步提升。医疗+消费有望持续放量，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2024-2026 年公司营业收入 88.90/111.87/125.94 亿元，归母净利润 8.03/9.41/10.97 亿元，2025 年 1 月 24 日最新收盘价市值对应 PE 估值为 29/25/21x。
- **风险提示：**原材料价格波动，市场竞争日益加剧，全国化拓展不及预期，营销网络拓展不及预期，经营业绩波动风险，汇率波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8185	8890	11187	12594
增长率(%)	-28	9	26	13
归母净利润（百万元）	580	803	941	1097
增长率(%)	-65	38	17	17
摊薄每股收益（元）	1.00	1.38	1.62	1.88
ROE(%)	5	7	8	9
P/E	38.01	29.16	24.89	21.34
P/B	1.92	2.04	1.99	1.93
P/S	2.71	2.63	2.09	1.86
EV/EBITDA	14.55	16.57	14.90	13.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 稳健医疗一图看增长逻辑	6
2、 坚持全“棉”理念，三十年成长展现发展韧性	6
2.1、 以“棉”为核心不断拓宽产业版图，收入规模进入良性发展周期	6
2.2、 双轮驱动产品优势突出，多渠道融合展现发展韧性	9
2.3、 股权结构稳定集中，多元并举建立长效激励机制	11
3、 医疗板块：行业规模稳步增长，高端伤口敷料消费市场前景广阔	13
4、 消费板块：国产品牌逐渐崭露头角，电商平台发展注入新活力	17
4.1、 中国棉柔巾市场集中度相对稳定，国产品牌市占率不断提高	17
4.2、 卫生巾行业规模平稳增长，终端需求向纯棉、抗菌等细分方向升级	18
4.3、 新兴渠道为行业注入新活力，电商逐渐取代线下销售渠道	20
5、 医疗消费双开花，研发、品牌、渠道、产品全面发力	22
5.1、 研发投入不断加码，长期看好自主品牌影响力提升	22
5.2、 全产业链+高效管理优势，毛利率稳步提升	24
5.3、 多元营销深化品牌形象，医疗级品质提升产品力	26
5.4、 线上线下渠道优势互补，品牌探索稳扎稳打	31
6、 盈利预测与评级	36
7、 风险提示	36

图表目录

图 1: 稳健医疗一图看增长逻辑	6
图 2: 稳健医疗发展历程	7
图 3: 稳健医疗主要产品结构	8
图 4: 2018-2024Q1-Q3 营业收入及增速	9
图 5: 2018-2024Q1-Q3 归母净利润及增速	9
图 6: 2018-2024H1 分产品营业收入 (亿元)	10
图 7: 2018 及 2023 年公司产品营收结构	10
图 8: 2018-2024H1 公司分地区营业收入 (亿元)	10
图 9: 2018 及 2023 年国内外营收结构	10
图 11: 2018-2024H1 健康生活消费品分渠道营业收入 (亿元)	11
图 12: 2018-2023 年医用耗材分渠道营业收入 (亿元)	11
图 13: 稳健医疗股东结构 (截止 2024Q3)	12
图 14: 2021 年、2024 年两次回购彰显公司发展信心	12
图 15: 医疗耗材行业相关政策	13
图 16: 医用耗材的价值角度分类及相关介绍	13
图 17: 2015-2025E 中国医用耗材市场规模及增速	14
图 18: 2015-2025E 中国低值医用耗材市场规模及增速	14
图 19: 2012-2022 年医疗卫生机构数量及增速	15
图 20: 2012-2022 年入院人次及增速	15
图 21: 2013-2023 年中国人口年龄结构示意图	15
图 22: 2013-2023 年中国 65 岁及以上人口占比	15
图 23: 2021-2029E 年中国高端现代敷料市场规模及增速	16
图 24: 2013-2024Q2 中国医用敷料出口数量及增速	16
图 25: 2013-2024Q2 中国医用敷料出口金额及增速	16
图 26: 2013-2024Q2 中国医用敷料平均出口单价及增速	17
图 27: 2017-2024 年天猫洗脸巾品牌销售额占比 (%)	18
图 28: 2024 年天猫平台洗脸巾各品牌市占率	18
图 29: 2017-2024 年天猫平台洗脸巾品类销售额及增速	18
图 30: 2019-2024 年天猫平台洗脸巾品类各品牌均价变化 (元)	18
图 31: 2018-2022 年中国卫生巾市场规模及增速	19
图 32: 2018-2022 年中国标准卫生巾市场规模及增速	19
图 33: 2018-2022 年中国轻薄卫生巾市场规模及增速	19
图 34: 2021-2024 年电商平台 (天猫、京东、抖音) 卫生巾品类销售额及增速	20
图 35: 2021-2024 年电商平台 (天猫、京东、抖音) 卫生巾品类各品牌市占率 (%)	20
图 36: 2011-2022 年中国电子商务交易额及增速	21
图 37: 2007-2023 年中国网络购物用户规模及增速	21
图 38: 2021 年我国卫生巾渠道分布情况	21
图 39: 2015-2021 年我国卫生巾超市渠道、电商渠道占比走势情况	21
图 40: 2014-2023 年稳健医疗各专利申请数量 (个)	22
图 41: 2014-2023 年稳健医疗累计专利申请及增速	22
图 42: 2015-2024H1 同业可比公司研发费用 (亿元)	22
图 43: 2015-2024H1 同业可比公司研发费用率 (%)	22
图 44: 2017-2024H1 稳健医疗医用耗材营业收入及增速	23
图 45: 2017-2023 稳健医疗医用耗材各产品营收占比 (%)	23

图 46: 2017-2023 年稳健医疗伤口护理产品营业收入 (亿元)	23
图 47: 2017-2023 年稳健医疗高端伤口敷料营收占比 (%)	23
图 48: 稳健医疗收购兼并企业及主营业务	24
图 49: 2017-2024H1 稳健医疗医用耗材内外销营业收入 (亿元)	24
图 50: 2017-2024H1 稳健医疗医用耗材内外销营收占比 (%)	24
图 51: 2017-2023 年稳健医疗五大客户销售金额 (亿元)	25
图 52: 2017-2023 年稳健医疗五大客户占销售总额比例 (%)	25
图 53: 稳健医疗七家全资生产子公司	25
图 54: 2023 年稳健医疗医用耗材产能及产能利用率	26
图 55: 2017-2024H1 稳健医疗医用耗材各产品毛利率 (%)	26
图 56: 2015-2024H1 稳健医疗营销费用及增速	27
图 57: 2015-2024H1 稳健医疗营销费用占营业收入比例	27
图 58: Winner 品牌原创 IP “55 护手节”	27
图 59: Winner 品牌参加第 88 届中国国际医疗器械 (秋季) 博览会 (CMEF)	27
图 60: 奈丝公主走进上海交通大学举办我最好的那个女同学主题快闪展	28
图 61: 全棉时代 X 丁香医生联名款纱布卫生巾	28
图 62: 赵丽颖代言全棉时代家纺居家服饰	28
图 63: 郭晶晶担任全棉时代品牌代言人	28
图 64: 2017-2024H1 稳健医疗生活消费品营业收入及增速	29
图 65: 2017-2023 年稳健医疗生活消费品各产品营收占比 (%)	29
图 66: 2017-2024H1 稳健医疗健康生活消费品各产品毛利率 (%)	29
图 67: 天猫平台部分热销棉柔巾品牌对比 (统计时间为 2024 年 11 月) 价格单位: 元	30
图 68: 全棉时代悬挂式棉柔巾	30
图 69: 全棉时代婴儿棉柔巾产品	30
图 70: 天猫平台部分热销卫生巾品牌对比 (统计时间为 2024 年 11 月) 价格单位: 元	31
图 71: 奈丝公主 “超净吸” 全棉卫生巾	31
图 72: 奈丝公主敏感肌适用卫生巾	31
图 73: 线上渠道通过私域公域流量引流	32
图 74: 全棉时代微信小程序构建私域流量场域	32
图 75: 2023 年全棉时代各渠道营业收入 (亿元)	32
图 76: 2023 年全棉时代销售渠道营收占比 (%)	32
图 77: 天猫主要卫生巾品牌对比	32
图 78: 全棉时代天猫、京东、抖音卫生巾均价 (元)	33
图 79: 全棉时代天猫、京东、抖音卫生巾销售额 (百万元)	33
图 80: 全棉时代天猫、京东、抖音洗脸巾均价 (元)	33
图 81: 全棉时代天猫、京东、抖音洗脸巾销售额 (百万元)	33
图 82: 全棉时代会员数量及增速	34
图 83: 全棉时代私域平台注册流量 (万人) 其中包括官网和小程序注册及门店注册 (万人)	34
图 84: 2023 年全棉时代线下门店面积档、数量及店效同比增减 (%)	34
图 85: 2023 年全棉时代分地区新增门店数量	35
图 86: 稳健医疗、登康口腔、百亚股份相对估值比较	36

1、稳健医疗一图看增长逻辑

图 1：稳健医疗一图看增长逻辑



资料来源：赛柏蓝器械，公司公告，Wind，国海证券研究所

2、坚持全“棉”理念，三十年成长展现发展韧性

2.1、以“棉”为核心不断拓宽产业版图，收入规模进入良性发展周期

医用耗材代工起家，以“棉”为核心不断拓宽产业版图。公司通过“winner 稳健医疗”品牌和“Purcotton 全棉时代”品牌实现医疗及消费板块协同发展。从出口医用耗材代工到进军国内市场，公司已从单一的医用耗材生产企业发展成为覆盖传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、干湿棉柔巾、卫生巾、婴童服饰与用品等多领域的医疗、消费大健康企业。

起步期（1991-2003年）：医用辅料 OEM 起家，海外市场初展头角。

1991年珠海稳健成立，深耕日本市场，从纱布、棉签等传统医用敷料 OEM 业务起步。1995年，荆门稳健成立，是稳健医疗的首家自建工厂。2001年，稳健登顶中国医用敷料出口额第一位，并将总部搬到深圳龙华区。2000年“winner 稳健医疗”品牌创立，主要从事医用敷料海外 OEM 业务。

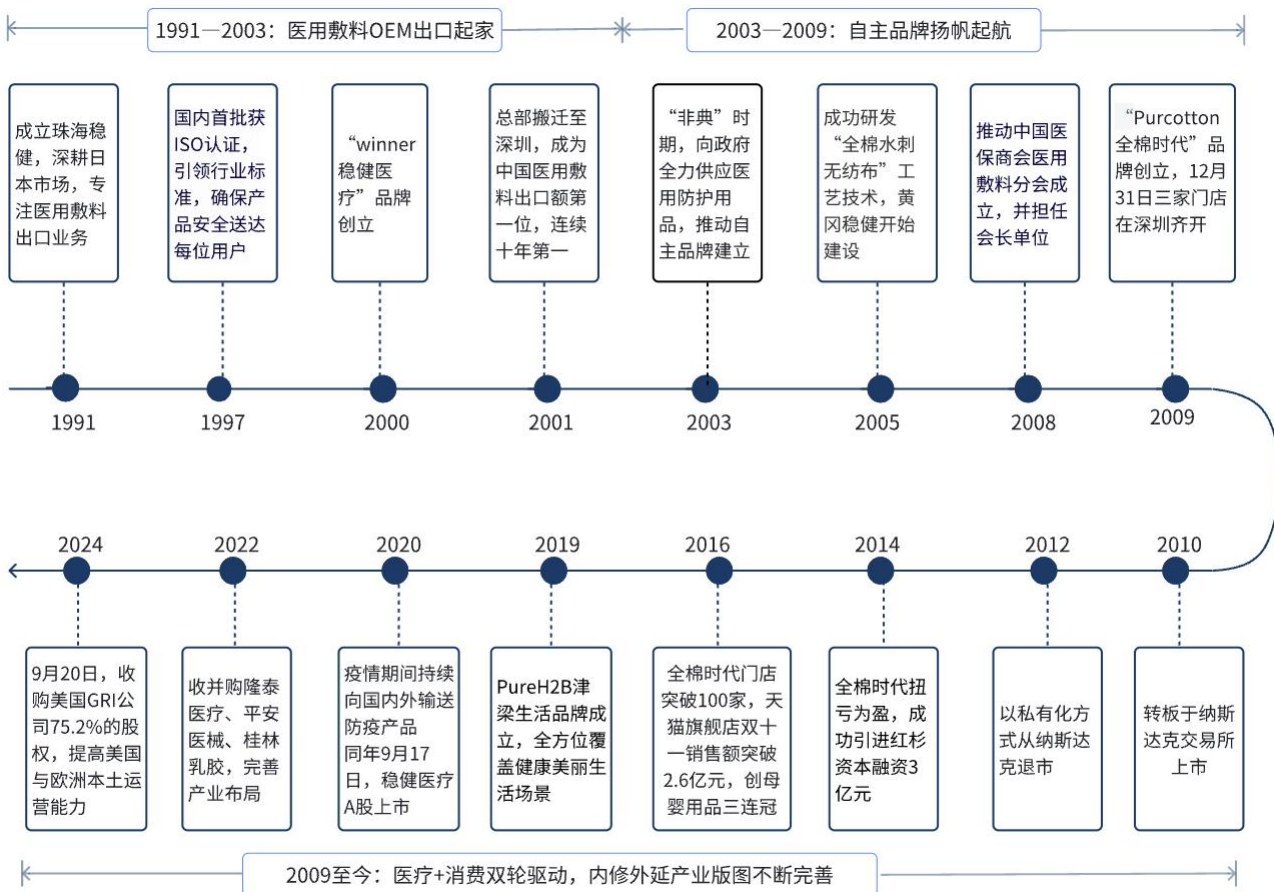
成长期（2003-2009年）：成功研发全棉水刺无纺布，自主品牌扬帆起航。

2003年“非典”时期，公司向政府全力供应医用防护用品，为国内业务发展打下坚实基础，也开拓了公司向内地发展的契机。2005年，公司成功自主研发出“全棉水刺无纺布”工艺技术。到2008年初步实现了全棉水刺无纺布的量产。2009年推出“全棉时代”，转型家用棉品，公司认为相对于医用耗材，大健康领域是空间更大的产业，同年12月31日在深圳开业3家门店，打开医疗与消费协同发展的市场大门，构筑稳健增长的第二曲线。

成熟期（2009年至今）：医疗+消费双轮驱动，内修外延产业版图不断完善

经过长时间探索与尝试，全棉时代聚焦母婴市场，通过用户支持和口碑积累，2014年全棉时代一举扭亏为盈，同年公司引进战略投资者红杉资本，成功融资人民币3亿元。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。全棉时代稳步发展的同时持续深耕医疗板块，通过2022年收并购隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶，2024年收购美国GRI，将产品线拓展至高端伤口敷料、注射穿刺类耗材、乳胶手套、避孕套等领域，完善产业布局。

图 2：稳健医疗发展历程



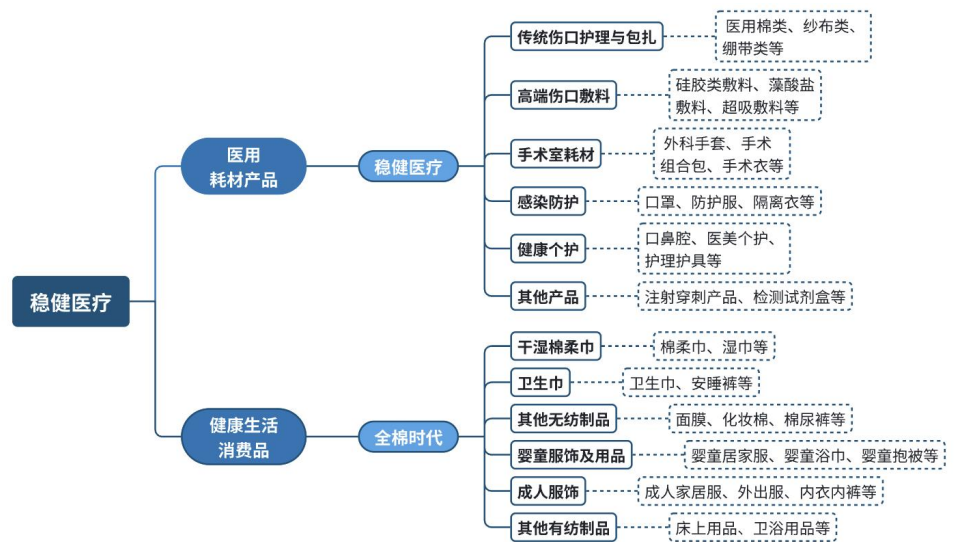
资料来源：公司官网，公司公告，Wind，腾讯网，腾讯新闻，深圳特区报，澎湃新闻，搜狐新闻，美通社，人民网，红星资本局，界面新闻，21世纪商业评论，国海证券研究所

产品主要分为医用耗材与健康消费品两大板块，横跨多个消费场景。公司产品线覆盖传统伤口护理与包扎、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护等。

1) 医用耗材产品方面，公司已由以纱布类产品为主的传统敷料产品拓展至高端伤口敷料产品，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。

2) 消费品方面，全棉时代产品覆盖婴童、女性、家居等多个消费场景，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、家纺和服装等多条产品线。全棉时代是以全棉水刺无纺布为发展开端，以“医学贴近生活，全棉呵护健康”为品牌主张，以“医疗背景、全棉理念、品质基因”为核心竞争力的健康生活品牌，产品包括干湿棉柔巾、卫生巾、婴童服饰与用品、成人服饰、无纺/有纺制品等。

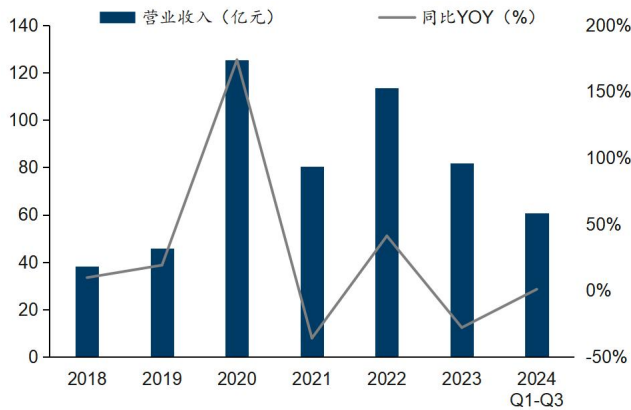
图 3：稳健医疗主要产品结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

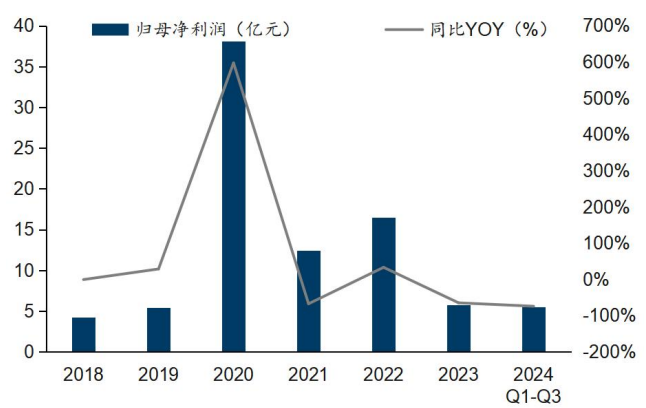
公共卫生事件影响基本消除，收入规模进入良性发展周期。公司营业收入由 2018 年的 38.39 亿元增长至 2023 年的 81.85 亿元，CAGR 达 16.35%，归母净利润由 2018 年的 4.25 亿元增长至 2023 年的 5.80 亿元，CAGR 达 6.45%。2020 年受疫情期间特殊市场环境的影响，营业收入实现大幅增长达 125.34 亿元，同比增长 173.99%。随后几年随着疫情逐渐好转以及防疫用品需求下降，2021/2023 年营业收入降至 80.37/81.85 亿元，同比下降 35.87%/27.89%。基于 2023Q1 感染防护产品带来的高基数的影响，2024Q1-Q3 公司累计实现营收 60.7 亿元/同比+1.0%，累计同比转为正增长。其中，2024Q3 实现营业收入 20.4 亿元/同比+16.8%，单季度收入同比提速发展（2024Q2 收入同比+11.0%）。

图 4：2018-2024Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：2018-2024Q1-Q3 归母净利润及增速



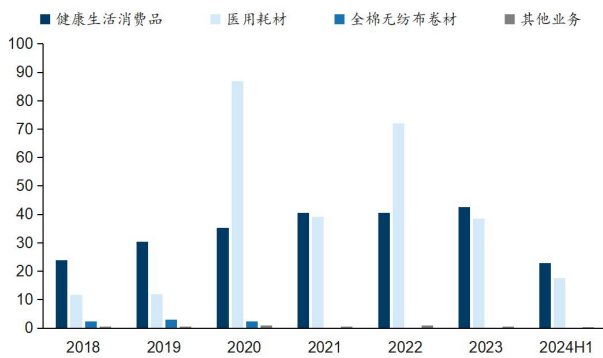
资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、双轮驱动产品优势突出，多渠道融合展现发展韧性

消费板块：产品优势突出，展现发展韧性。健康生活消费品业务自 2018 年起营业收入由 23.84 亿元增长至 2023 年的 42.63 亿元，CAGR 达 12.33%。尽管 2020 年由于疫情影响营收占比出现短暂下滑，但随后迅速恢复并稳定在较高水平，显示产品需求的持续性和增长潜力。2023 年全棉时代卫生巾实现营业收入 5.9 亿元，同比增长 4.2%，干湿棉柔巾作为核心单品实现营业收入 11.9 亿元/同比+2.8%。得益于线下销售的恢复，成人服饰/其他有纺制品增速亮眼，分别实现营业收入 8.4/4.1 亿元，同比增长 21.7%/17.1%。核心单品干湿棉柔巾销售额引领全品类显著增长，2024Q1-Q3 实现营收 10.1 亿元/同比+31.3%，2024Q3 干湿棉柔巾、卫生巾及成人服饰同比分别增长 47.1%、17.1%及 23.8%，增量趋势可观。

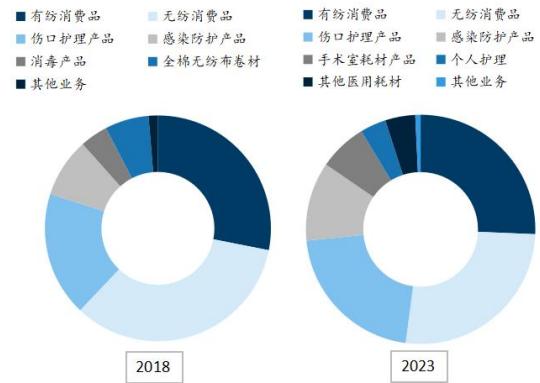
医疗板块：单季度收入增速提升至双位数，核心品类提速发展。在感染防护产品高基数、目前市场需求大幅下降的影响下，2023 年医用耗材产品实现营业收入 38.6 亿元/同比-46.7%。常规医用耗材业务作为基本盘实现营业收入 29.5 亿元/同比+17.3%，其中传统敷料业务实现收入 11.5 亿元，同比增长 7.0%，高端敷料及手术室耗材业务分别实现营业收入 6.0/5.6 亿元，同比增长 27.7%/17.7%，产品结构持续优化。2024Q3 医疗板块实现营收 9.4 亿元/同比+13.1%，疫情影响基本消化充分，单季度收入增速提升至双位数水平。常规医用耗材产品提速发展，2024Q3 实现营收 8.5 亿元/同比+14.3%，核心品类高端敷料/健康个护业务 2024Q1-Q3 实现营收 5.7/2.9 亿元，同比+33.5%/+36.2%，增长势头良好。

图 6: 2018-2024H1 分产品营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

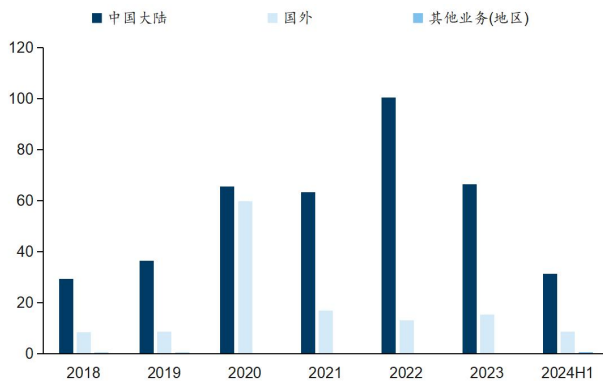
图 7: 2018 及 2023 年公司产品营收结构



资料来源: Wind, 国海证券研究所

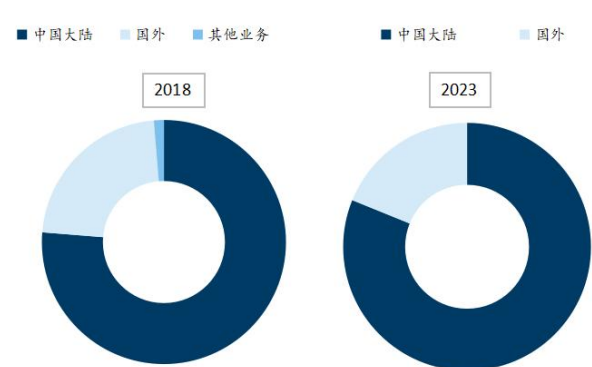
境内境外市场持续深耕, 营收结构持续优化。境内地区营业收入由 2018 年的 29.28 亿元增长至 2023 年的 66.41 亿元, CAGR 达 17.80%。公司积极把握国际市场机遇, 境外地区营业收入由 2018 年的 8.60 亿元增长至 2023 年的 15.44 亿元, CAGR 达 12.42%, 2020 年境外营收达 59.78 亿元/同比+590.67%, 境外业务营收占比从 2019 年的 18.93% 提升至 2020 年的 47.69%, 随后几年境外收入占比逐渐回落, 2024H1 境内/境外地区营收占比达 77.57%/21.62%。

图 8: 2018-2024H1 公司分地区营业收入 (亿元)



资料来源: iFind, 国海证券研究所

图 9: 2018 及 2023 年国内外营收结构



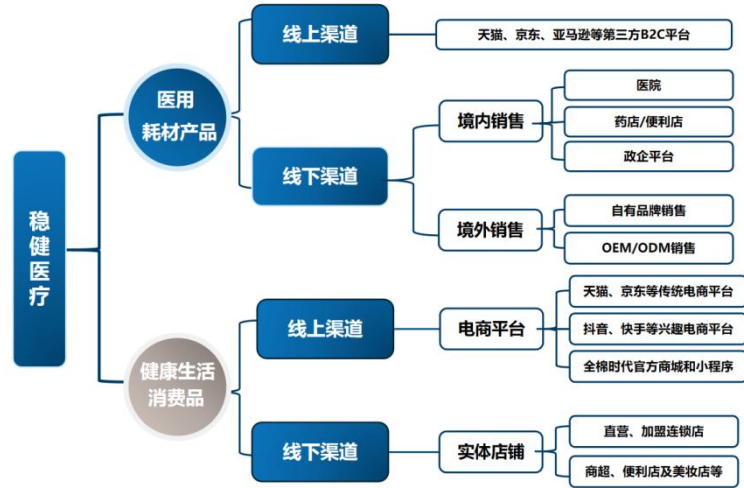
资料来源: iFind, 国海证券研究所

线下市场加速恢复, 线上深入布局抖音赛道, 实现多渠道深度融合。

-在医用耗材产品方面, 直销业务/电商业务由 2018 年的 7.02/0.13 亿元增长至 2023 年的 13.04/6.27 亿元, CAGR 达 13.19%/116.64%。公共卫生事件的影响逐渐削弱, 医疗业务渠道回归常态化收入结构。截止 2024H1, 国内电商平台累计粉丝数近 1700 万, 线下进入国内头部药店近 19 万家, 跨境电商亚马逊平台核心大单品类目排名持续保持领先。公司抓住疫情国内爆发式需求, 持续加深渠道建设, 获取市场份额, 2024Q3 医疗 C 端销售得到较好发展, 国内药店及电子商务共实现营收 1.9 亿元/同比+21.6%。2024Q1-Q3 海外渠道实现营收 12.0 亿元/同比+12.7%, 占比医用耗材业务 45.2%。随着 GRI 收购完成, 有望形成规模效应加强海外产能、销售渠道及本地化运营能力。

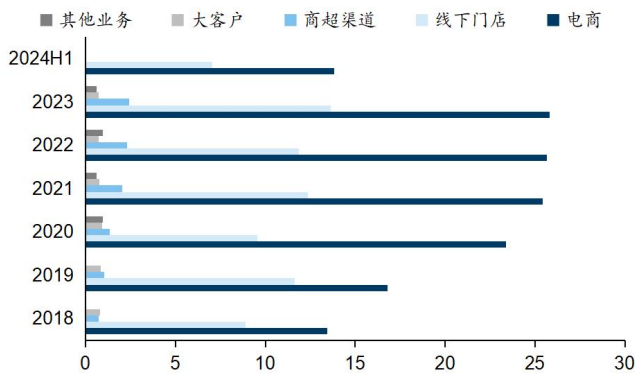
-在健康生活消费品方面，全棉时代持续深耕线上渠道，线上渠道由 2018 年的 13.43 亿元增长至 2023 年的 25.83 亿元，CAGR 达 13.96%。随着线下市场加速恢复，门店成为营收增长主力渠道，线下渠道由 2018 年的 8.88 亿元增长至 2023 年的 13.64 亿元，CAGR 达 8.96%。2024H1 全棉时代线上渠道实现营收 13.8 亿元/同比+11.1%，其中传统第三方电商平台同比增长超 15%，兴趣电商平台抖音同比增长近 80%。线下门店盈利能力已经恢复至 2019 年水平，截止 2024H1 全棉时代线下门店数量为 444 家，新开门店数量 42 家。

图 10：稳健医疗分渠道销售情况



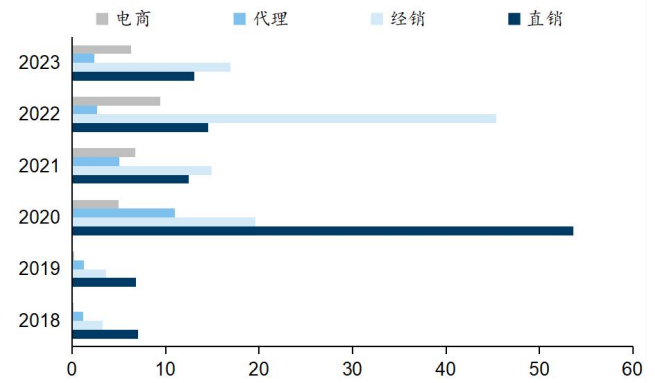
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 11：2018-2024H1 健康生活消费品分渠道营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：2018-2023 年医用耗材分渠道营业收入（亿元）



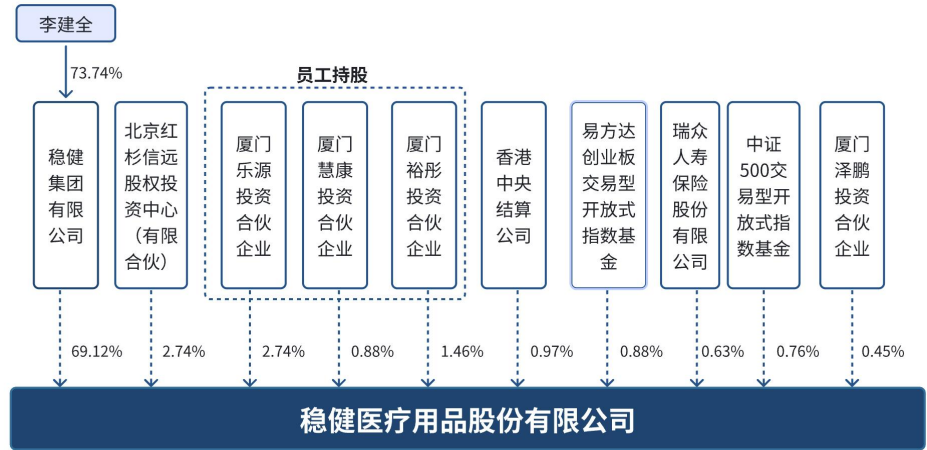
资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3、股权结构稳定集中，多元并举建立长效激励机制

公司股权结构稳定集中，构建多元薪酬激励与员工持股计划。截止 2024Q3，公司实际控制人李建全通过稳健集团有限公司间接持有公司 69.12%的股权，股东集中程度高，稳定性高，有利于提升公司经营决策效率，公司通过员工持股平台

共计持有公司 5.08% 股权（厦门乐源持股 2.74%，厦门慧康持股 0.88%，厦门裕彤持股 1.46%），健全有效的员工激励机制绑定了管理层的利益，有助于稳固公司的日常经营管理活动。

图 13：稳健医疗股东结构（截止 2024Q3）



资料来源：Wind，国海证券研究所

两次回购建立健全公司长效激励机制。2020 年上市以来公司进行过两次回购，目前回购股份合计超过 1039 万股，使用自有资金合计超过 6 亿元。其中 2021 年回购计划已经完成，最终回购金额 5 亿元，累计回购公司股份 675.47 万股。2023 年 12 月，稳健医疗计划将 2021 年回购计划的剩余 609.47 万股由原用途“用于公司员工持股计划或者股权激励”变更为“用于注销减少公司注册资本”，以提升每股收益。2024 年 2 月 1 日，公司第二次回购方案发布，拟回购金额 1-2 亿元，预计累计回购公司股份 217.39-434.78 万股。

图 14：2021 年、2024 年两次回购彰显公司发展信心

公告日期	回购种类	回购用途	价格区间	回购金额 (亿元)	回购数量占总股本比例 (%)	回购结果
2021年9月29日	公司发行的人民币普通股 (A股)	股权激励或员工持股计划	不超过116元/股	不低于人民币3亿元、不高于人民币5亿元	以拟回购价格上限和回购金额区间测算，回购数量不低于258.62万股、不高于431.03万股，占公司总股本比例不低于0.6064%、不高于1.0107%。	截至2022年4月7日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份675.47万股，占公司总股本的比例为1.5838%，成交价为60.09-82.42元/股，成交总金额为5.00亿元（不含交易费用）
2024年2月1日	公司发行的人民币普通股 (A股)	股权激励或员工持股计划	不超过46元/股	不低于人民币1亿元、不高于人民币2亿元	以拟回购价格上限和回购金额区间测算，回购数量不低于217.39万股、不高于434.78万股，占公司总股本比例不低于0.3657%、不高于0.7315%	截至2024年4月29日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份580.79万股，占公司总股本的比例为0.9872%，成交价为29.25-39.79元/股，成交总金额为1.95亿元（不含交易费用）

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

推出 2024 年限制性股票激励计划方案，充分提升团队积极性。公司于 2024 年 10 月 28 日发布公告，拟授予的限制性股票数量为 747.63 万股，约占公司总股本 1.28%，激励对象涵盖上市公司董事、高级管理人员，在公司共享职能板块及部分生产制造板块（共享）任职的优秀管理人员和核心骨干。公司层面、医疗业务板块、消费品业务板块均设定营业收入复合增速触发值 13%、目标值 18%（不含 2024 年 8 月以后及未来 3 年新并入公司数据）。随着公共卫生事件对公

司业绩影响逐步消除，公司恢复常态化经营之路，目标核定有望充分激发团队积极性，聚焦公司未来发展战略并促进经营目标的实现。

3、医疗板块：行业规模稳步增长，高端伤口敷料消费市场前景广阔

医用耗材行业政策支持力度不断加强，国产替代进度加快。医疗行业关乎国民生命安全，部分医用耗材价格虚高、过度使用、医用耗材市场乱象等问题频繁出现，国家发布一系列措施来监管医用耗材行业，随着国家对医疗器械行业政策的支持力度不断加强，近年来国产医疗器械替代的推进速度逐渐加快。

全球老龄化及慢病化日益凸显，为医疗器械行业提供发展空间。根据联合国《世界人口展望 2022》，全球生育率持续下降，1950 年妇女平均生育 5 个孩子，但到 2021 年，世界每名妇女平均生育 2.3 个孩子。根据民政部、全国老龄办数据显示，2022 年末中国 60 岁及以上人口达 2.80 亿人，占全国人口的 19.8%，2023 年末中国 60 岁及以上人口达 2.97 亿人，占全国人口的 21.1%，社会医疗环境适老化这一重要趋势为医疗器械行业的发展提供广阔的市场空间，推动着医疗器械行业加速创新发展。

图 15：医疗耗材行业相关政策

发布时间	政策名称	重要内容
2023年1月2日	《关于加强医药集中采购领域知识产权保护的若干意见》	对拟开展集中带量采购规模较大、关注度较高的药品和医用耗材中涉及知识产权风险的产品进行重点关注。
2022年12月15日	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	全面实行药品、医用耗材集中带量采购，完善医药服务价格形成机制，加速推进医师多点执业。
2022年5月25日	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	落实药品耗材集中采购医保资金结余留用政策，完善结余留用考核，激励合理优先使用中选产品，加强医用耗材价格监测。
2021年11月28日	《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》	重点优先实现医保疾病诊断和手术操作、药品、医用耗材、医疗服务项目编码的落地应用，并上传统一的医保结算清单。
2021年5月24日	《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	常态化制度化开展国家组织药品集中采购，逐步扩大药品和医用耗材集中带量采购范围。

资料来源：中国政府网，中林医疗微信公众号，智研咨询，国海证券研究所

图 16：医用耗材的价值角度分类及相关介绍

种类	产品介绍	主要品类
高值医用耗材	一般指对安全至关重要生产使用必须严格控制限于某些专科使用且价格相对较高的消耗性医疗器械。高值医用耗材主要是相对低值医用耗材而言的，主要是属于医用专科治疗用材料	骨科植入、血管介入器械、神经外科高值医用耗材(颅骨材料、脑膜材料、引流材料、缝合材料、神经刺激材料、脑电监测材料、辅助工具)、眼科高值医用耗材(眼内用耗材、眼表用耗材和其他耗材)、口腔科高值医用耗材、血液净化类高值医用耗材等
低值医用耗材	低值医用耗材是指医院在开展医疗服务过程中经常使用的一次性卫生材料	包括一次性注射器、输液器、输血器、引流袋、引流管、留置针、无菌手套、手术缝线、手术缝针、手术刀片等

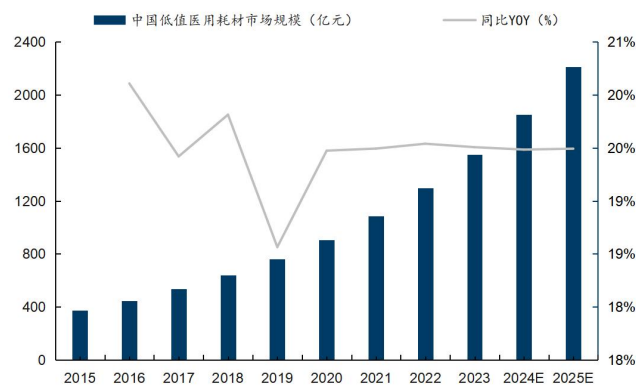
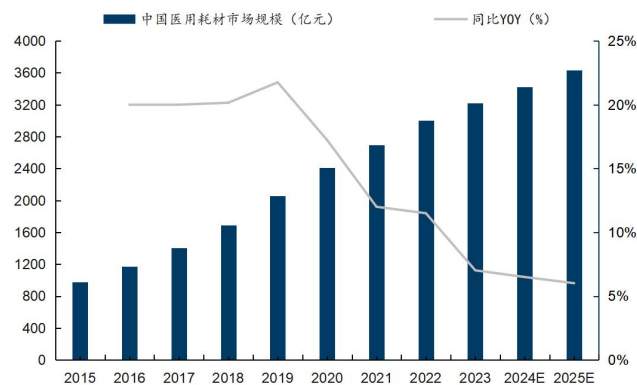
资料来源：智研咨询，国海证券研究所

医用耗材使用场景广泛，种类繁多。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、护理工作的重要物资。从价值角度，医用耗材可分为高值医用耗材和低值医用耗材，相比高值医用耗材，低值医用耗材以注射穿刺类、医用卫生材料及敷料类、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为主，进入门槛较低，市场竞争激烈。除医技耗材类外，稳健医疗现有业务已覆盖低值医用耗材七大类中的六大类，不断提高国内外市场市占率。

中国医用耗材用品市场规模持续上升，增长速度趋于稳定。国内医用耗材市场规模由 2015 年的 975 亿元稳步增长至 2023 年的 3218 亿元，CAGR 达 16.10%。国内低值医用耗材市场规模由 2015 年的 373 亿元增长至 2023 年的 1550 亿元，CAGR 达 19.49%，根据 IBM 研究数据，预计在 2025 年达到 2213 亿元的市场规模，市场规模的同比增速在 2015-2019 年期间短期波动，在 2020-2023 年期间趋于稳定，预计在未来将保持现有的增速水平稳健增长。

图 17: 2015-2025E 中国医用耗材市场规模及增速

图 18: 2015-2025E 中国低值医用耗材市场规模及增速



资料来源：《2021-2026 年中国医用耗材行业市场现状与投资前景调查报告》，《中国医疗器械蓝皮书》，中国医药报，IBM 报告，国海证券研究所

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书》，中国医药报，Magna Information Centre，IBM 报告，国海证券研究所

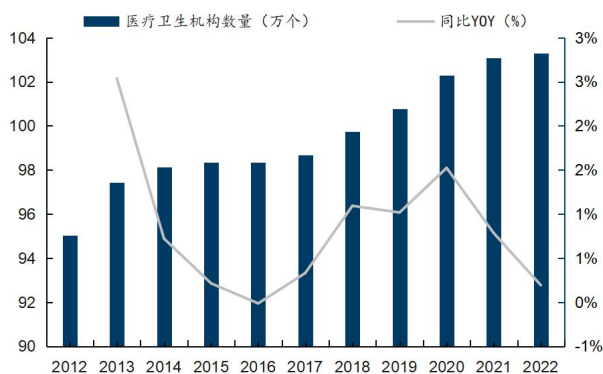
注射穿刺类和医用卫生材料及敷料类在中国低值医用耗材市场的占比超 50%。

从 2022 年中国低值医用耗材市场结构来看，注射穿刺类器械在我国低值医用耗材市场规模中占比最大，市场份额占比高达 28%，其次为医用卫生材料及敷料类，市场份额占比达 25%。高值医用耗材在价格方面不占优势，但是对安全性有严格的要求，临床使用较大，从高值医用耗材细分领域占比情况来看，血管介入耗材占比达到 35.74%，位居第一，其次是骨科植入耗材，占比达到 26.74%，眼科耗材排名第三，占比达到 6.98%。

医疗机构数量及入院人次数持续增长，低值医用耗材市场需求有望不断增加。

根据卫健委、智研咨询研究，医疗机构是低值医用耗材最主要的应用领域，且临床常规低值耗材的增长整体与卫生机构入院人次数呈正相关性。随着近年来我国医疗水平的不断提升以及医疗卫生投入的持续增长，我国医疗卫生机构数量不断增加，入院人次数持续增长。根据国家统计年鉴统计，在 2022 年末，我国医疗卫生机构已达到 103.29 万个，入院人次数达到 24686 万人次，对低值医用耗材的需求量将保持增长趋势。

图 19: 2012-2022 年医疗卫生机构数量及增速



资料来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, 国海证券研究所

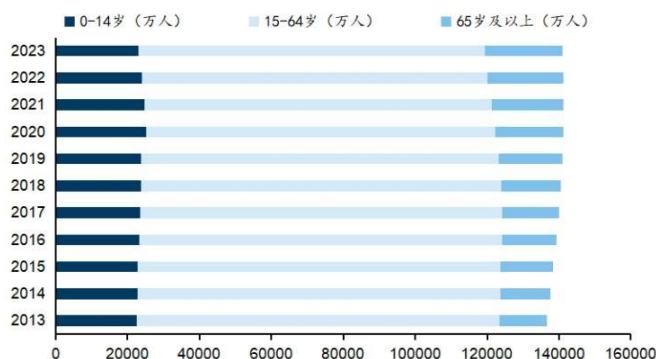
图 20: 2012-2022 年入院人次及增速



资料来源: 中国产业研究院, 国海证券研究所

人口老龄化促使低值医用耗材市场需求扩大, 行业前景持续向好。根据国家统计局统计数据, 中国 65 岁及以上人口数量在 2013-2023 年期间逐年增加, 并于 2023 年达到 2.17 亿人, 65 岁及以上人口占总人口的比例也不断提高, 在 2023 年已经达到 15.4%, 中国人口老龄化形势不断加剧。随着中国人口老龄化逐渐进入中度时期, 以及国内医疗水平的不断提升, 居民的医疗投入将持续增长, 促使对低值医用耗材的需求增加, 中国低值医用耗材市场前景广阔。

图 21: 2013-2023 年中国人口年龄结构示意图



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

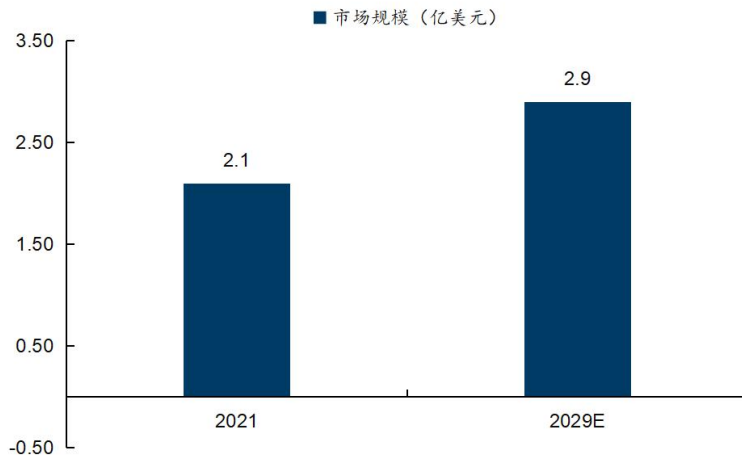
图 22: 2013-2023 年中国 65 岁及以上人口占比



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

中国伤口护理市场的高端产品占比快速提高, 但与全球平均水平仍有差距。据 Grey Views 数据显示, 2021 年中国高端现代伤口敷料市场规模为 2.1 亿美元, 占整体敷料市场 16%, 远低于全球平均水平 (50%+), 预计到 2029 年将达到 2.7 亿美元, CAGR 为 3.5%。随着我国老年人口增加、对高端伤口敷料的认识提高、道路事故和烧伤病例数量的增加以及糖尿病伤口的高发率和慢性感染, 对高端伤口护理的需求日渐迫切, 中国伤口护理市场向高端化稳步发展, 为头部国产企业进军高端伤口护理市场提供发展机会。

图 23: 2021-2029E 年中国高端现代敷料市场规模及增速



资料来源: Grey Views, 华经产业研究院, 国海证券研究所

中国医用敷料出口规模小幅波动但稳居全球第一, 平均出口单价波动明显。根据海关总署公布的进出口数据, 中国的医用敷料出口规模近年来存在小幅度波动, 但一直稳居全球第一, 并在 2023 年达到 24.95 万吨、19.88 亿美元的出口规模。平均出口单价在经历 2013-2017 年间的小幅度下降后, 于 2018 年开始快速增长, 并在 2022 年达到峰值 9.08 美元/千克, 之后在 2023 年略微降低至 7.97 美元/千克。中国高端伤口敷料企业目前大部分销售还是集中在海外市场, 经过多年建设, 产品品质达到世界较高水准, 获得国际市场认可。随着国内居民消费水平提升与医护意识的不断崛起, 国内家庭护理制度的普及, 以及逐步接轨国际先进的医疗护理知识, 中国高端伤口敷料消费市场前景广阔。

图 24: 2013-2024Q2 中国医用敷料出口数量及增速



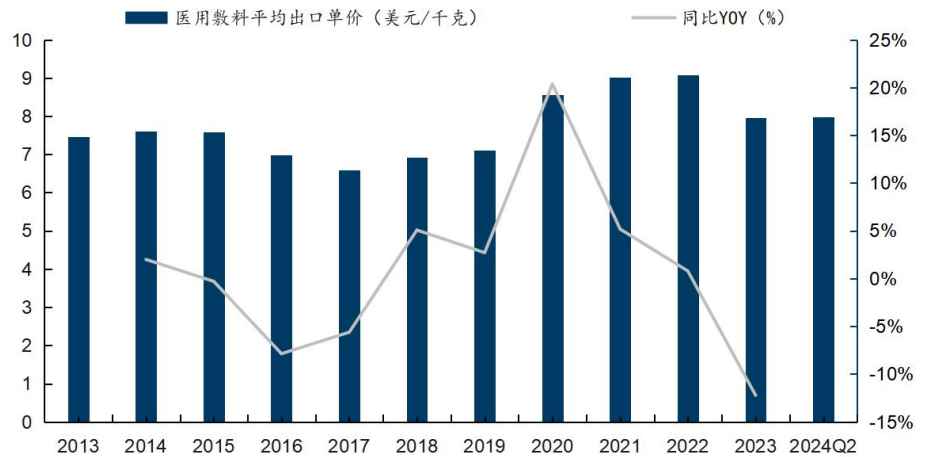
资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 25: 2013-2024Q2 中国医用敷料出口金额及增速



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 26: 2013-2024Q2 中国医用敷料平均出口单价及增速



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

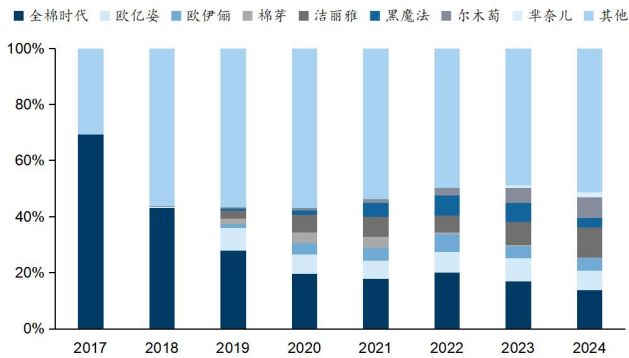
4、消费板块: 国产品牌逐渐崭露头角, 电商平台发展注入新活力

4.1、中国棉柔巾市场集中度相对稳定, 国产品牌市占率不断提高

全球棉柔巾市场规模高速增长, 市场需求快速提升。纯棉柔巾因其更具环保性、不易致敏, 可形成对传统纸品、毛巾的替代, 市场渗透率不断提高。据中研产业研究院公布《2019-2025 年中国棉柔巾行业现状与发展趋势研究报告》显示基于产品属性、生产效率、环保等优势, 婴儿、产妇、敏感肌肤者和美妆护肤频率高的人群更愿意为高质量付出高价格, 棉柔巾产品认知度迅速提升, 市场需求量快速增长。根据 Euromonitor 数据, 2023 年全球棉柔巾市场行业零售规模约 610 亿片, 处于高速增长阶段。

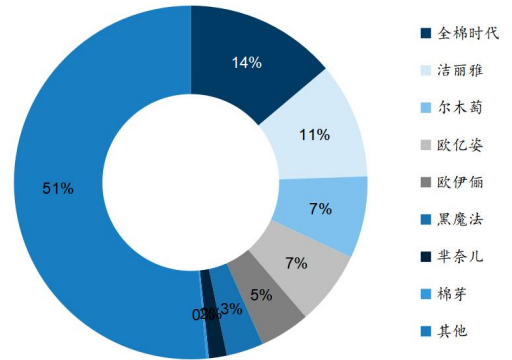
我国线上洗脸巾格局相对集中, 全棉时代龙头地位稳固。根据久谦中台统计, 2024 年洗脸巾品类天猫销售数据来看, 我国洗脸巾品类 CR5 占比为 38.74%, 头部企业份额相对集中, 全棉时代凭借先发优势、技术优势、生产优势以及医疗背书下的品牌优势凸显, 2024 年天猫洗脸巾销售额份额占比达 13.85%, 龙头地位稳固, 洁丽雅、尔木萄、欧亿姿、欧伊俚线上销售份额紧随其后, 长期格局向好。

图 27: 2017-2024 年天猫洗脸巾品牌销售额占比 (%)



资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

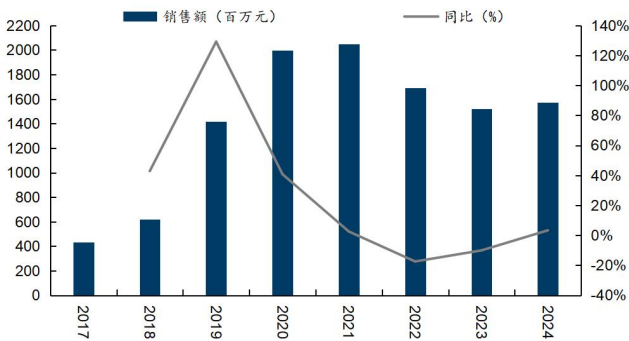
图 28: 2024 年天猫平台洗脸巾各品牌市占率



资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

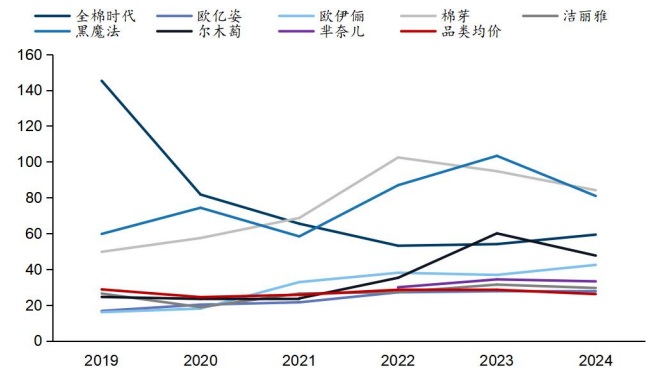
品类逐渐具备必需品属性, 行业空间不断扩大。消费者量贩式囤货意识加强, 根据久谦中台 2023Q4 报告显示, 洗脸巾品类单次消费 8-9 包及 12-15 包比例提升, 带动头部产品均价提升 (2024 年 CR8 均高于品类均价)。在清洁用品消费精致化趋势下, 消费者对产品需求的不断变化, 细分品类产品的不断涌现带动用户建立消费习惯, 扩大行业空间, 根据久谦中台数据, 2024 年洗脸巾品类天猫线上销售额同比+3.31%。随着洗脸巾渗透率提升, 加上一巾多用、可二次使用的产品特性, 消费者对洗脸巾消耗快, 加大、家庭装提供更多的产品, 可以满足家庭日常使用的需求, 消费需求旺盛。

图 29: 2017-2024 年天猫平台洗脸巾品类销售额及增速



资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

图 30: 2019-2024 年天猫平台洗脸巾品类各品牌均价变化 (元)



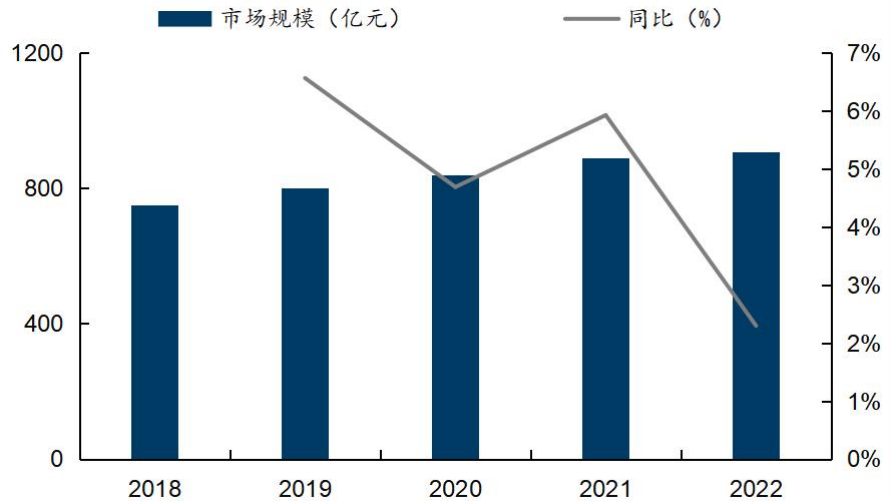
资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

4.2、卫生巾行业规模平稳增长, 终端需求向纯棉、抗菌等细分方向升级

中高端卫生巾需求不断增加, 卫生巾市场规模稳健增长。随着我国农村、乡镇地区以及其他经济发展水平较为落后的三、四线城市经济不断发展, 女性人均收入和个人健康护理意识均在提升。消费者对卫生巾产品消费的不断升级, 贴身性和舒适性更强、产品品质更高、功能选择更多的中高端卫生巾产品需求不断增加, 卫生巾产品市场规模进一步扩大。根据生活用纸专业委员会的资料显示, 我

国 2017 年卫生巾的使用适龄女性（15-49 岁）人口数量超过 3.4 亿，且近年来卫生巾使用适龄女性年龄段有向两端延伸的趋势，卫生巾市场拥有庞大的消费群体，市场规模稳步增长。2018-2022 年，市场规模从 751.84 亿元增加至 908.83 亿元，年复合增长率达 4.86%。

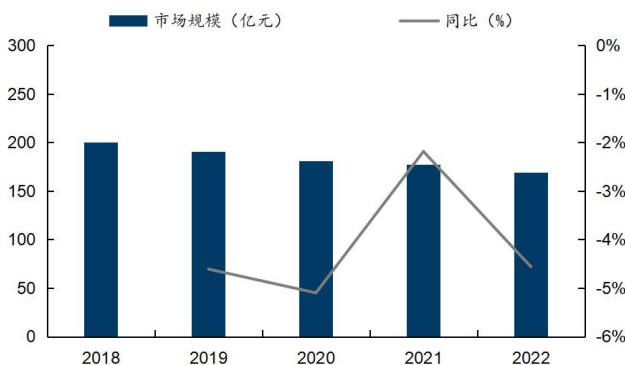
图 31：2018-2022 年中国卫生巾市场规模及增速



资料来源：观研天下，国海证券研究所

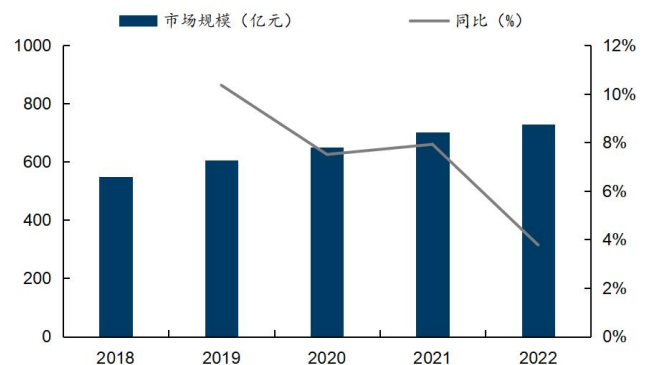
传统标准卫生巾市场规模下降，终端需求向纯棉、抗菌等细分方向升级。受终端消费者需求细化升级推动各卫生巾品牌不断推陈出新，进行产品升级。卫生巾吸收防漏等基本技术已相对成熟，伴随女性消费水平提升和健康意识加强，消费者对卫生巾的要求也从前期“吸收”、“防漏”等逐步向“超薄”、“纯棉”、“抗菌”、“天然”等细分方向发展，传统的标准卫生巾市场规模逐渐下降，由 2018 年时的 199.99 亿元下降至 2022 年的 169.00 亿元。其中轻薄卫生巾市场规模不断增长，市场规模在 2022 年已经达到 729.05 亿元，在我国卫生巾整体市场规模中占比达到 80.22%。

图 32：2018-2022 年中国标准卫生巾市场规模及增速



资料来源：观研天下，国海证券研究所

图 33：2018-2022 年中国轻薄卫生巾市场规模及增速

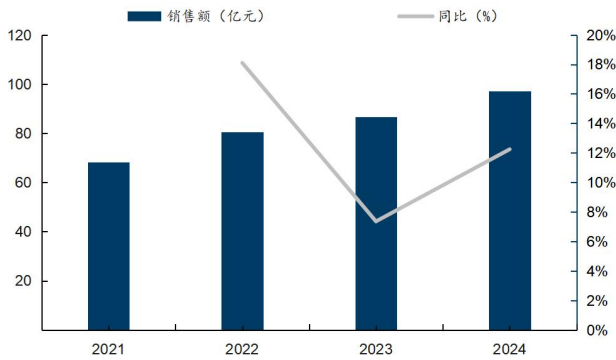


资料来源：观研天下，国海证券研究所

线上市场规模持续扩大，品牌格局变动，国产替代进程加快。随着女性生理健康知识普及，卫生巾已成为女性刚需用品，品类渗透率趋于饱和，线上市场规模保持稳定，据久谦中台数据，2024 年卫生巾品类电商平台（天猫、抖音、京

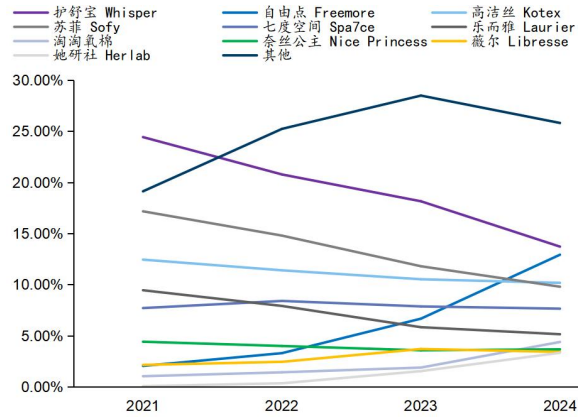
东) 销售额达 97.15 亿元, 同比增长 12.24%。国产品牌替代海外一线品牌进程加快, 据久谦中台数据, 卫生巾品类的 CR5 和 CR10 分别为 54.24% 和 74.20%, 同比 2021 年下降 9.53pct 和 6.68pct, 品牌集中度降低。海外品牌护舒宝、苏菲、高洁丝进入市场时间早, 几十年来在国内积累了较高的知名度和口碑, 品牌粘性强, 消费者基数大, 仍长期占据电商平台销售额 TOP3, 但其市场份额持续下滑, 据久谦中台数据, 2024 年护舒宝、苏菲、高洁丝电商平台(天猫、京东、抖音)市占率同比 2021 年分别下降 10.71/7.37/2.27pct。

图 34: 2021-2024 年电商平台(天猫、京东、抖音)卫生巾品类销售额及增速



资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

图 35: 2021-2024 年电商平台(天猫、京东、抖音)卫生巾品类各品牌市占率 (%)



资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

4.3、新兴渠道为行业注入新活力, 电商逐渐取代线下销售渠道

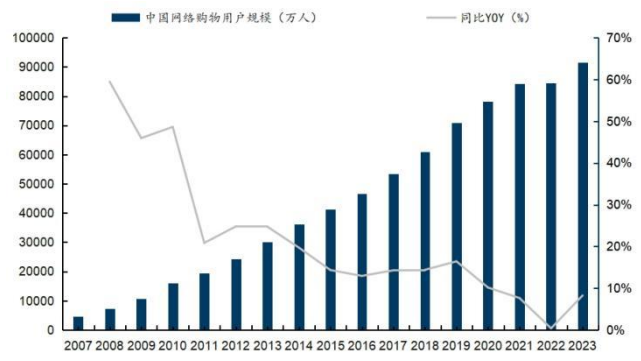
新兴销售渠道兴起, 电商平台发展为消费板块注入新活力。消费板块传统销售渠道包括大卖场、大型超市、小超市等网点, 新兴销售渠道包括专营店和专营连锁店、电商平台、垂直电商等。随着互联网以及网购的流行, 电商平台、垂直电商凭借其便利性逐渐成为消费板块的重要销售渠道之一。在互联网普及、网络零售发展驱动下, 电商行业发展迅猛, 用户规模持续增长。2022 年中国电子商务交易额已达 225724 亿元, 同比增长 27.67%, 2023 年网络购物用户规模达到 9.15 亿人。下游销售渠道的结构性变化为行业提供有效的流通支持, 互联网快速发展所带来的流量红利助力激活行业赛道。

图 36: 2011-2022 年中国电子商务交易额及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

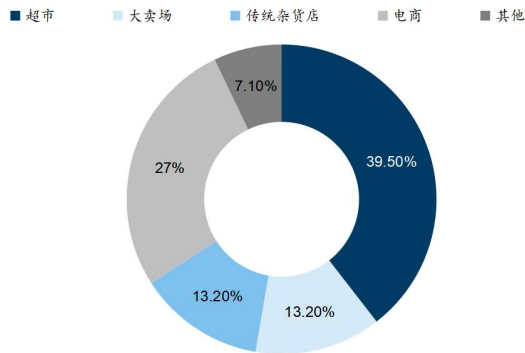
图 37: 2007-2023 年中国网络购物用户规模及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

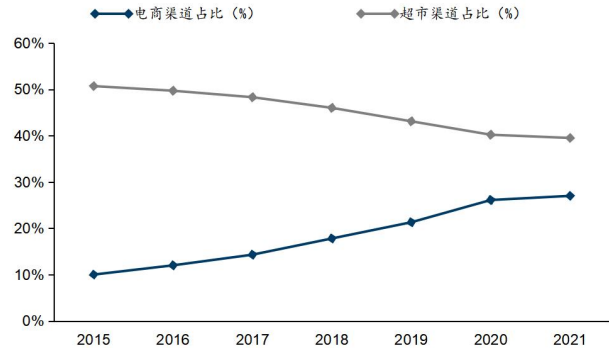
中国卫生巾市场销售渠道仍以超市为主，电商渠道发展迅速。目前我国卫生巾市场销售渠道分为以超市、大卖场、传统杂货店为主的线下渠道，以及线上电商渠道。超市渠道方面，由于卫生巾具有及时性和标准化双重属性，仍是我国卫生巾第一大消费渠道。根据观研报告网数据显示，2021 年我国超市占比为 39.5%，较 2015 年的 50.7% 下降 11.2pct。电商渠道增长迅速，已成为卫生巾行业第二大销售渠道，根据观研报告网数据显示，2021 年我国电商销售占比由 2015 年的 10% 增长到 2021 年的 27%，同比增长 17pct。

图 38: 2021 年我国卫生巾渠道分布情况



资料来源: 观研报告网, 国海证券研究所

图 39: 2015-2021 年我国卫生巾超市渠道、电商渠道占比走势情况



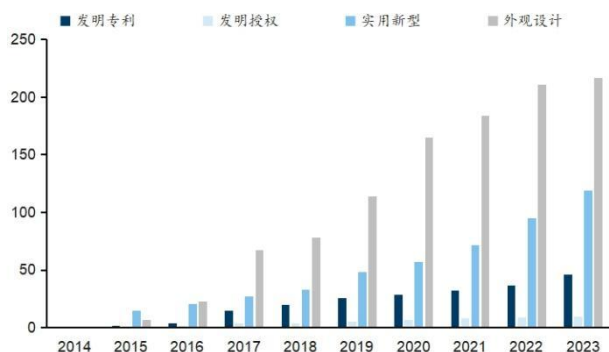
资料来源: 观研报告网, 国海证券研究所

5、医疗消费双开花，研发、品牌、渠道、产品全面发力

5.1、研发投入不断加码，长期看好自主品牌影响力提升

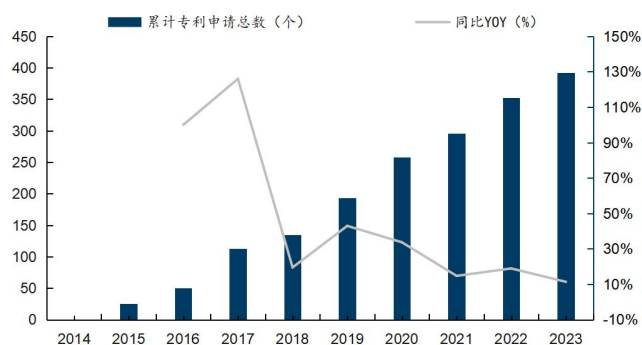
公司重视医疗研发合作，形成明显技术壁垒。公司自成立以来十分重视科技创新和科研合作，积极与各大高校、科研院所开展产学研项目合作，先后与香港理工大学、香港纺织及成衣研发中心、武汉纺织大学、苏州大学等开展合作研究，公司被深圳市人民政府认定为“自主创新行业龙头企业”，被深圳市市场监督管理局认定为“深圳市知识产权优势企业”。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已累计申请专利 392 项，取得发明专利 46 项、实用新型专利 119 项、外观设计专利 217 项。

图 40：2014-2023 年稳健医疗各专利申请数量（个）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

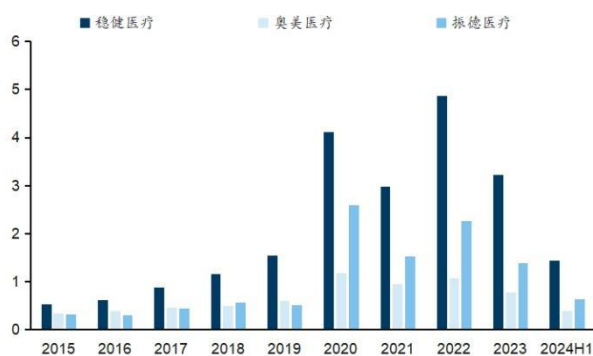
图 41：2014-2023 年稳健医疗累计专利申请及增速



资料来源：iFinD，国海证券研究所

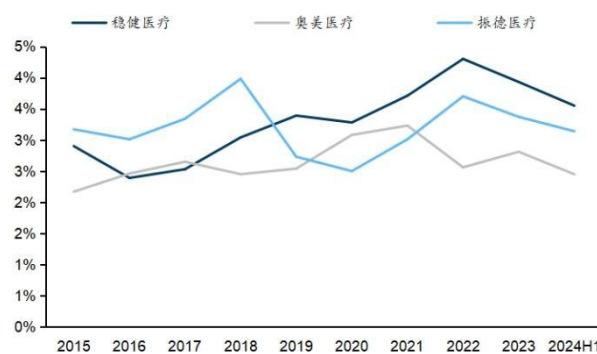
研发投入不断加码，费比高于可比公司。公司在医疗板块的主要竞争对手为奥美医疗、振德医疗。稳健医疗的研发费用从 2015 年的 0.53 亿元迅速增长至 2023 年的 3.22 亿元，年复合增长率高达 25.36%，研发投入远高于同业可比公司。公司的研发费用率处于行业较高水平，近年稳步提升并于 2023 年达到 3.93%，与同行竞争对手相比波动较小且增长稳定。

图 42：2015-2024H1 同业可比公司研发费用（亿元）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

图 43：2015-2024H1 同业可比公司研发费用率（%）

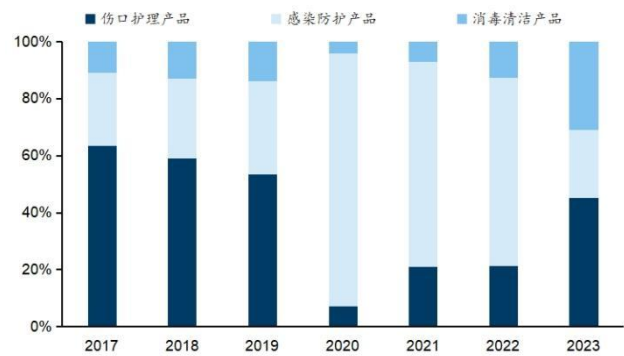
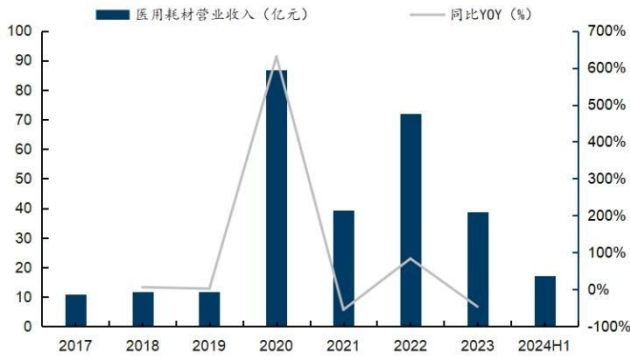


资料来源：iFinD，国海证券研究所

疫情影响下医用耗材业务激增，长期看好自主品牌影响力提升。2020年疫情期间公司医疗板块医用耗材业务营收激增，峰值达到86.84亿元，其中感染防护产品一度成为2020-2022年公司医用耗材业务最大品类。随着新冠疫情影响减弱以及市场同类产品竞争加剧，感染防护产品的需求量于2023年逐渐回归常态化，销售收入明显下滑。得益于2020年防疫产品迅速打开销售渠道，公司品牌知名度大大提升，对其他品类的消费起到引流带动作用。

图 44: 2017-2024H1 稳健医疗医用耗材营业收入及增速

图 45: 2017-2023 稳健医疗医用耗材各产品营收占比 (%)



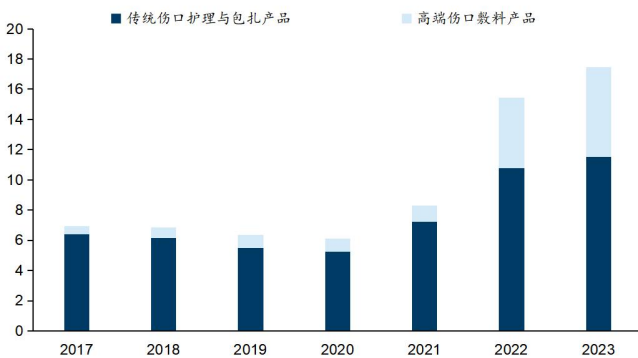
资料来源: iFinD, 国海证券研究所

资料来源: iFinD, 国海证券研究所

传统伤口护理规模回升，高端医用敷料有望进一步放量。2020年之前伤口护理产品一直是公司医用耗材业务的主要品类，直至疫情爆发伤口护理产品营收小幅度下降，但近年来逐渐回升，重新成为公司的重点发展品类。高端伤口敷料营收占比在经历2017-2021年的平稳上升后，于2021-2023年迅速增长至34.05%。公司高端敷料产品营业收入从2017年的0.55亿元快速增长至2023年的5.95亿元，CAGR达48.84%。随着公司收购完成，有望不断强化高端医用敷料业务优势，高端敷料销售有望持续放量。

图 46: 2017-2023 年稳健医疗伤口护理产品营业收入 (亿元)

图 47: 2017-2023 年稳健医疗高端伤口敷料营收占比 (%)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

资料来源: iFinD, 国海证券研究所

收购兼并丰富产品线，补足产线短板。低值医用耗材产品技术含量相对较低，行业内企业数量多，产品相对单一，多在低端市场内进行低价同质化竞争。稳健医疗于2022年相继收购隆泰医疗、平安医械、桂林乳胶三家企业，涉及高端伤口敷料、注射穿刺类耗材、乳胶手套、避孕套等领域，并于2024年9月23日收

购美国 GRI 企业，补足了公司的医疗注塑、容器产品板块，与公司在劳动力成本、海外产能、本地化服务能力提升产生协同。

图 48：稳健医疗收购兼并企业及主营业务

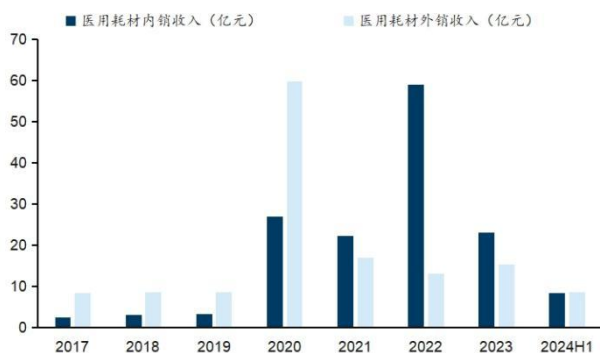
收购时间	收购企业	企业主营业务
2022年5月10日	隆泰医疗	高端伤口敷料，包括硅胶泡沫、水胶体、硅凝胶、水凝胶、薄膜敷贴及造口
2022年6月27日	桂林乳胶	医用乳胶外科手套、医用检查手套、乳胶避孕套
2022年7月26日	平安医械	注射器、输液器、采血管、采血针、留置针
2024年9月23日	GRI	手术包、洞巾、铺单、容器、手术衣、工业防护服

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

5.2、全产业链+高效管理优势，毛利率稳步提升

医用耗材业务重心出口转国内，把握国内市场发展机遇。2017-2020 年期间，公司医用耗材业务主要以出口为导向，外销收入逐年小幅增加，并于 2020 年迅速增长至 59.78 亿元，占医用耗材总收入的 68.84%。公司是国内最早建立从采购到研发、生产到直接对外出口的全产业链医用耗材企业之一，海外的知名度、美誉度、影响力不断提升。近年来国内医用耗材市场增速可观，公司逐步加深国内市场布局，2020-2023 年期间医用耗材内销收入保持良性快速增长，并逐渐超过外销收入，于 2023 年达到 23.18 亿元，占医用耗材总收入的 60.02%。

图 49：2017-2024H1 稳健医疗医用耗材内外销营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

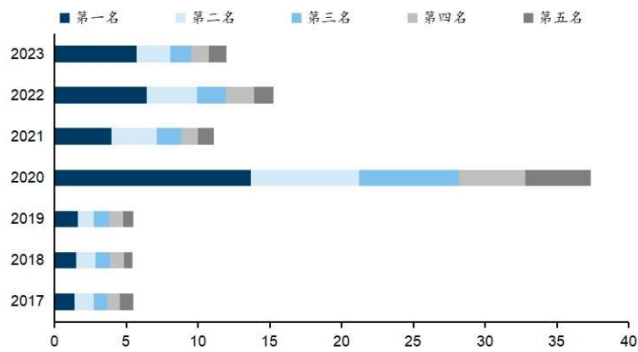
图 50：2017-2024H1 稳健医疗医用耗材内外销营收占比（%）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

高质量多品类产品保证公司 TOB 业务的高客户粘性。公司长期以来的出口导向在欧洲、日本、美国等成熟市场积累了大量稳定的大型医用敷料品牌商客户。2017-2023 年公司前五大客户销售金额合计占销售总额比例基本稳定在 15% 左右的高位水平，甚至在 2020 年达到 29.79%。得益于公司产品端高质量多品类优势，客户粘性较高，具有较高的忠诚度。

图 51: 2017-2023 年稳健医疗五大客户销售金额 (亿元)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 52: 2017-2023 年稳健医疗五大客户占销售总额比例 (%)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

全产业链模式和优秀管理体系布局, 保证产业链完整、产能充足。在生产方面, 公司已经布局建成从采购、生产、灭菌、仓储到交付的全产业链优势, 先发优势明显。在管理方面, 通过精益化、标准化、自动化、数字化、绿能化等战略, 公司健全完善了工厂内部的日常化管理体系, 未来公司将结合智慧工厂的建设, 在智能制造和智慧物流等方面大胆探索和实践, 逐步实现“生产无人化、管理流程化、流程数字化”。在产能方面, 稳健医疗具有七家全资生产子公司, 七家子公司在生产上分类明确、各司其职, 保证了公司完整的产业链和充足的产能。

图 53: 稳健医疗七家全资生产子公司



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

高效生产体现成本优势, 产能利用率处于高水平。公司长期深耕医用耗材领域, 布局智慧工厂, 生产规模不断扩大, 生产效率不断提升, 成本优势逐渐明显, 走在行业前列。2023 年医用耗材产品产能稳步布局, 其中口罩、全面水刺无纺布的产能利用率分别为 50.3%和 53.38%, 纱布类产品产能利用率较高, 为 67.17%; 组合包几乎处于满产状态, 产能利用率高达 90.7%。

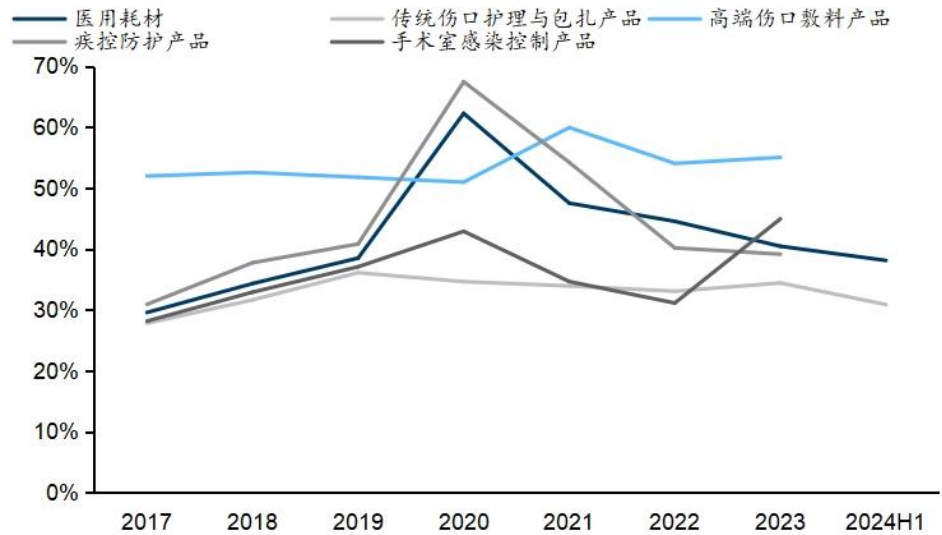
图 54：2023 年稳健医疗医用耗材产能及产能利用率

业务类别	产品类别	单位	2023年			2022年			产能利用率变动百分点
			产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	
医用耗材	纱布类	吨	10396	6983	67.17%	10396	7056	67.87%	-0.70%
	口罩	万片	365313	183736	50.30%	726710	590693	81.28%	-30.98%
	组合包	万包	4550	4127	90.70%	4550	3452	75.87%	14.83%
	全棉水刺	吨	54330	29000	53.38%	54330	29922	55.08%	-1.70%
健康生活消费品	棉柔巾	万包	37641	18538	49.25%	34795	16558	47.59%	1.66%
	卫生巾	万片	63738	53012	83.17%	50078	44858	89.57%	-6.40%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

高端伤口敷料盈利水平较高。公司的高客户粘性能够有效降低销售费用支出，对产能的高效利用和成本优势成就医用耗材各产的高毛利率。医用耗材总体毛利率从 2017 年的 29.55% 迅速上升至 2020 年的 62.24%，之后缓慢下降，2023 年毛利率为 40.43%。高端伤口敷料于传统敷料相比具有更高利润空间，其毛利率基本稳定在 50% 以上的较高水平，并于 2023 年增长至 55.01%。

图 55：2017-2024H1 稳健医疗医用耗材各产品毛利率（%）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

5.3、多元营销深化品牌形象，医疗级品质提升产品力

公司不断加大营销投入力度，营销费比呈上涨区间。公司不断加大营销投入的力度，受到公共卫生事件的影响，2021 年公司营销费用同比增长达 85.67%，2021-2023 年营销费用总额稳定在 6 亿元以上，由于公司总体营收规模有所波动，营销费用占营业收入的比例有所变化，但总体处于较高水平，2024H1 公司营销费用已经达到 3.40 亿元，占营业收入比例为 8.42%。

图 56: 2015-2024H1 稳健医疗营销费用及增速



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 57: 2015-2024H1 稳健医疗营销费用占营业收入比例



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

Winner: 持续巩固医护信赖品牌形象, 内容运营打造终端营销转化。通过临床拓展打造学术营销专业力, 通过内容运营打造终端营销转化, 通过做好公益活动打造品牌价值形式, 以品牌营销为驱动, 助力公司战略实现。品牌建设工作主要通过大型赛事活动、公关媒体合作、异业品牌联合等形式展开。

①**品牌活动:** 2023 年 Winner 品牌原创 IP “55 护手节” 活动曝光超过 1.1 亿, 并与各 C 端年轻品牌展开异业合作, 异业联动线上曝光超过 1600 万。2024H1, 联合央视网打造的“棉里层口罩”推广活动累计曝光过亿、与专业医生联合推广“生理盐水湿巾”, 传递稳健医疗提供舒适、绿色的高质量专业医疗产品的理念。

②**大型赛事:** 2023 年 Winner 品牌累计参加国内与海外 14 次大中型展会, 面向专业受众和普通受众展示稳健产品矩阵和综合实力。2023 年 11 月, 在北京参与首届中国国际供应链促进博览会, 作为健康生活馆代表展示中国企业的供应链韧性。2024H1 参加 CMEF 等医疗专业展会 4 场。2024 年 8 月荣获第十六届中国健康产业生态大会——西普会 2024 年度健康个护品牌西普金奖。

③**内容曝光:** 公司通过与头部媒体、行业大咖等合作互动, 共创正能量传播内容, 积极建设品牌形象, 2023 年在微博微信、小红书、抖音、电梯广告等渠道的曝光总量超过 7.3 亿。

图 58: Winner 品牌原创 IP “55 护手节”



资料来源: 投资家

图 59: Winner 品牌参加第 88 届中国国际医疗器械 (秋季) 博览会 (CMEF)



资料来源: 中国健康网频道

全棉时代：深化与消费者的情感联结，原创内容增加品牌势能。通过代言人、公益行动、线下生活节、高校环保行，地铁创意展等多种形式和走心的原创内容累加品牌势能，让品牌专注棉、专注环保、温暖有力量的形象更加深入人心。

①**明星代言：**2022-2024年分别官宣郭晶晶、孙千、赵丽颖为品牌代言人，前者传递温柔有力量的女性形象，与品牌内涵高度契合，后两者在品牌目标消费群体中具有强大影响力。

②**公益行动：**2024年2月，全棉时代旗下卫生巾品牌奈丝公主开启 Nice For Her 美好予她经期女性友好行动，联合中国妇女发展基金会、爱小丫为困境地区中小学女生发放奈丝公主“月经公益包”开展月经健康课堂，同时在国内多所高校落地卫生巾互助盒，在商场、门店免费提供应急卫生巾等。

③**社媒宣传：**2023年3月，继续推出品牌原创人物记录系列《她改变的》白响恩篇，视频全网总播放量超4200万，微博话题总阅读量达7.34亿。2024年6月22日，全棉时代家纺居家服饰全球代言人赵丽颖见面会直播观看人数超过905万，进一步巩固了消费者对品牌的认知与好感度。

④**联名打造：**公司与大众健康服务品牌丁香医生联名推出首款纱布卫生巾和全棉婴儿湿巾等主打品类，通过专业医生背书拓展粉丝边界，强化医疗级产品品质形象。

图 60：奈丝公主走进上海交通大学举办我最好的那个女同学主题快闪展



资料来源：东方网

图 62：赵丽颖代言全棉时代家纺居家服饰



资料来源：全棉时代公众号

图 61：全棉时代 X 丁香医生联名款纱布卫生巾



资料来源：全棉时代公众号

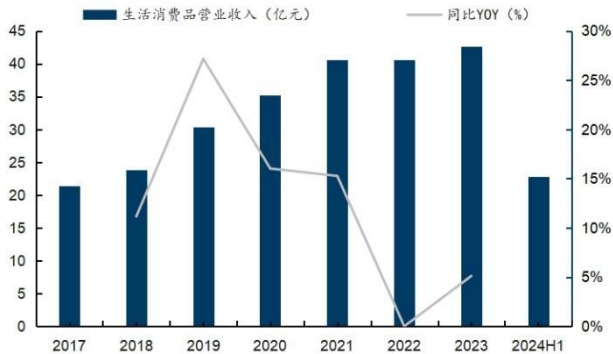
图 63：郭晶晶担任全棉时代品牌代言人



资料来源：全棉时代公众号

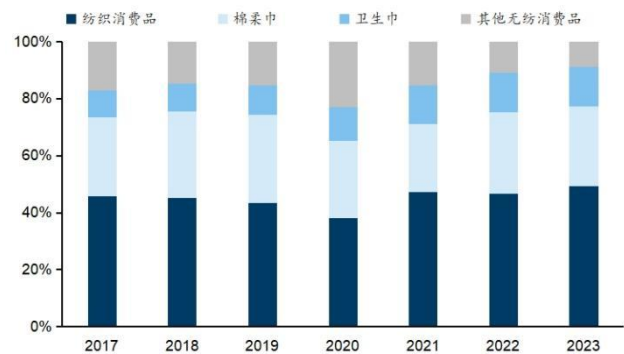
全品类布局提供生活用品一站式购物体验，消费板块营业收入持续增长。全棉时代已经建立较为全面的品类布局，产品覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家用纺织等多条产品线，健康生活消费品业务在经历 2017-2021 年的高速增长后，近年来同比增速逐渐趋于稳定，2017 年该板块营业收入为 21.44 亿元，2023 年达到 42.63 亿元，CAGR 为 12.13%。纺织品（服饰+家纺类）是消费板块的第一大品类，棉柔巾作为全棉时代的大单品，其营收占比平稳增长，保持消费板块第二大品类的地位。

图 64：2017-2024H1 稳健医疗生活消费品营业收入及增速



资料来源：iFinD，国海证券研究所

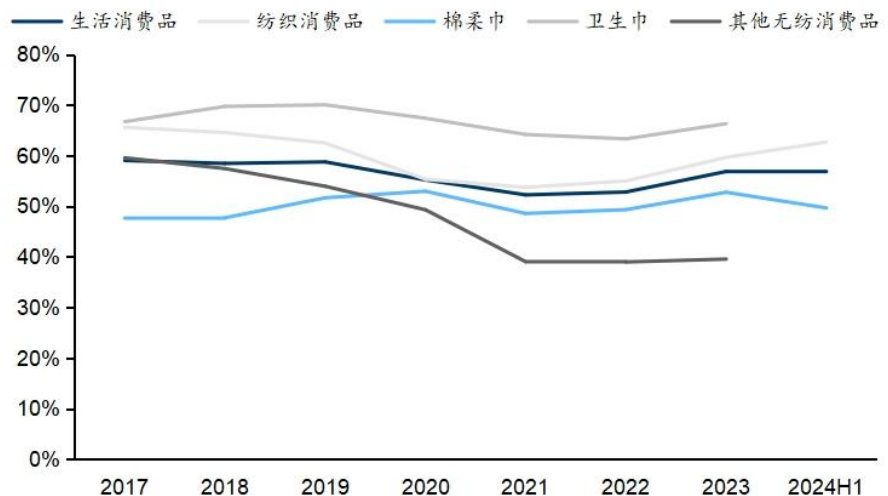
图 65：2017-2023 年稳健医疗生活消费品各产品营收占比 (%)



资料来源：iFinD，国海证券研究所

医疗级产品品质满足目标消费人群诉求，中高端定位构建毛利率优势。全棉时代主要目标群体为一二线城市的中高收入人群及母婴人群，前者对生活品质要求较高，后者对产品的安全舒适敏感性高。全棉时代用以棉为核心的高端化、差异化产品定位和过硬的医疗级产品品质建立起品牌壁垒，充分切中目标人群的核心诉求，有利于更高的品牌溢价和盈利空间。2023 年生活消费品总体毛利率为 56.86%，纺织消费品毛利率为 59.65%，棉柔巾毛利率为 52.75%，卫生巾毛利率为 66.31%。

图 66：2017-2024H1 稳健医疗健康生活消费品各产品毛利率 (%)



资料来源：iFinD，国海证券研究所

以公司核心产品棉柔巾和卫生巾为例，优品质产品造就产品力与市场影响力：

核心单品干湿棉柔巾引领全品类显著增长。消费者呈现出对追求更高端产品的趋势，更加倾向于选择全棉棉柔巾，选取天猫平台热门棉柔巾品牌 Babycare、欧伊俪与全棉时代对比，全棉时代的棉柔巾产品在原材料方面保证 100%全棉，与同样采用全棉原材料的洁丽雅比较，全棉时代棉柔巾采取大包装策略，将每张单价压缩至 0.2 元的低价，为消费者提供较高性价比，具备价格优势。2024Q1-Q3 干湿棉柔巾实现营业收入 10.1 亿元，同比增长 31.3%，2024Q2 同比增长 47.1%，收入增量可观，2024 年 1 月推出悬挂式洗脸巾，到 8 月销售额已经突破 1 亿元。

图 67：天猫平台部分热销棉柔巾品牌对比（统计时间为 2024 年 11 月）价格单位：元

品牌	规格 (cm)	单包张数	单包价格 (标价)	每张单价	单包价格 (折后)	每包单价 (折后)	原材料
Babycare	20*15	80	8.75	0.11	6.33	0.08	植物纤维
洁丽雅	20*20	60	16.63	0.28	8.87	0.15	全棉
欧伊俪	20*20	100	7.18	0.07	5.98	0.06	植物纤维
全棉时代	20*20	100	19.98	0.20	13.98	0.14	全棉

资料来源：各品牌天猫旗舰店，国海证券研究所

图 68：全棉时代悬挂式棉柔巾



资料来源：全棉时代天猫旗舰店

图 69：全棉时代婴儿棉柔巾产品



资料来源：全棉时代天猫旗舰店

全“棉”打出差异化，高品质支撑产品价格。全棉时代卫生巾产品以 100%全棉代替木浆芯体，主打亲肤不致敏，2024H1 卫生巾实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 7.6%，2024Q2 同比增长 16%。在各大卫生巾品牌格局相对稳定，打造棉柔表层产品的情况下，全棉时代旗下奈丝公主卫生巾同样采用大包策略，以每片 1.33 元的单价居于中等价格水平，具有一定价格优势，同时市面上大多数的棉卫生巾，只有中间的中身是棉，全棉时代能够做到从中身到护翼都是棉，这样柔软的棉护翼不会摩擦大腿根，使用天然、节能、环保的方式对产品进行加工，使得产品更加结实、柔软，确保更高的安全性，高产品品质对产品价格有强支撑。

图 70: 天猫平台部分热销卫生巾品牌对比 (统计时间为 2024 年 11 月) 价格单位: 元

品牌	规格 (mm)	单包片数	单包标价价格 (元)	片单价 (元)	是否为棉柔表层
七度空间	245	5	7.18	1.44	是
ABC	240	8	8.11	1.01	是
苏菲	250	13	20.38	1.57	是
奈丝公主	245	10	13.32	1.33	是

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 国海证券研究所

图 71: 奈丝公主“超净吸”全棉卫生巾



资料来源: 全棉时代天猫旗舰店, 国海证券研究所

图 72: 奈丝公主敏感肌适用卫生巾

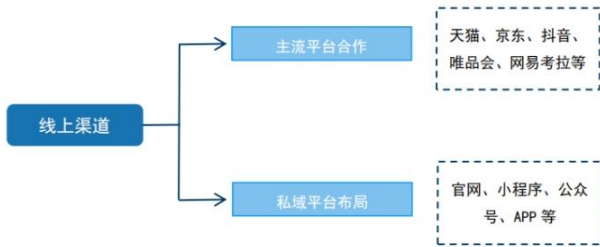


资料来源: 全棉时代天猫旗舰店, 国海证券研究所

5.4、线上线下渠道优势互补，品牌探索稳扎稳打

线上重视公域私域流量，品牌知名度逐渐深入人心。公司“winner 稳健医疗”品牌及“Purcotton 全棉时代”品牌已完成包括天猫、京东、拼多多、唯品会、亚马逊、乐天在内的主流第三方电商平台布局。同时全棉时代官方商城和小程序带有“销售+社交”属性是产品展示、用户互动、品牌推广的重要平台，截至 2024 年 6 月 30 日，全棉时代全域会员人数超 5600 万人，环比 2023 年末 5242 万人提升 358 万人，其中私域平台注册会员数量约 2900 万（门店约 1400 万，官网和小程序约 1500 万）。全棉时代亦与抖音、快手、小红书等社交类新零售平台合作，开辟新的销售增长渠道。

图 73: 线上渠道通过私域公域流量引流



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

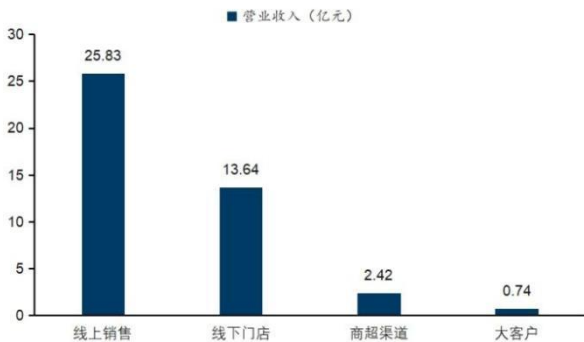
图 74: 全棉时代微信小程序构建私域流量场域



资料来源: 全棉时代微信小程序, 国海证券研究所

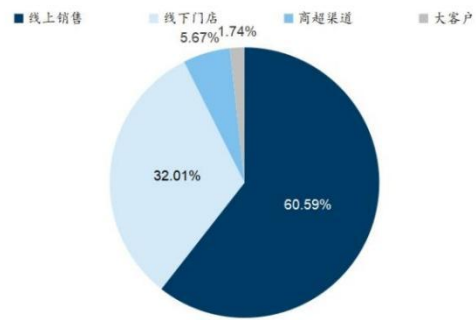
线上电商为公司消费品类主力销售渠道, 线上线下渠道优势互补。公司健康生活消费品的销售渠道包括电商、直营门店、商超和大客户, 其中电商为目前最主要的销售渠道, 2024H1 线上渠道实现营业收入 13.8 亿元/同比+11.1%, 其中, 传统第三方电商平台实现超 15% 增长, 兴趣电商平台实现突破性增长 (抖音同比增长近 80%)。在连锁商超等线下渠道终端方面, 公司根据全棉时代高品质消费品的产品定位, 主要在全国知名连锁超市、高端精品超市、地区龙头超市和连锁便利店、美妆店、线下母婴店布局, 2024H1 公司线下门店实现营业收入 7.0 亿元/同比+8.9%。公司将品牌理念融入线下店铺设计, 提升客户的消费体验, 增加体验区, 强化门店的展示性和消费者体验, 提高公司销售收入的同时进一步提高品牌知名度。

图 75: 2023 年全棉时代各渠道营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 76: 2023 年全棉时代销售渠道营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 77: 天猫主要卫生巾品牌对比

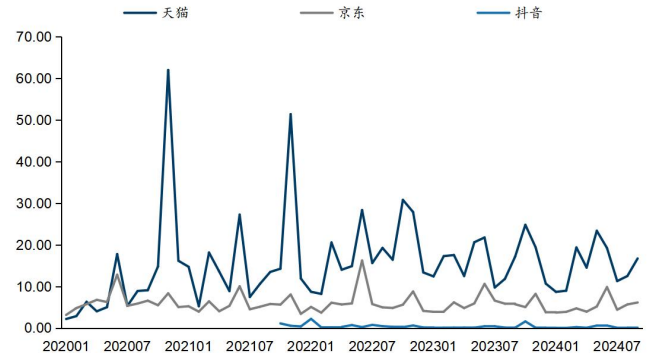
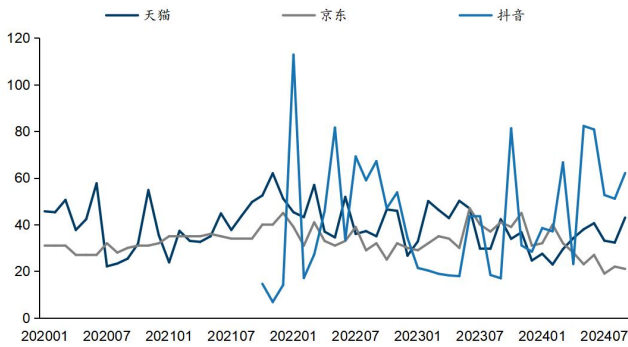
品牌	她研社	自由点	凸凸棉	舒莱	苏菲	七度空间	奈丝公主
品牌							
卖点	表面干爽不粘, 背面锁量不漏, 体感干爽+30%, 吸收量+25%, 超薄透气告别闷热	LA88专利益生菌, 升级V区菌群环境, 对常见致病菌抑制率>99%, 内外双瞬收, 0.1cm裸感薄	0.07cm极薄, 30倍海量吸收吸收速度提升300%, 两翼立体护围, 1.5D超柔纤维	3D凹凸透气面层, 30倍海量鲸吸, 高分子吸收芯, 微米孔透气底膜, 无化学物质添加	棉柔巾身温和包裹肌肤, 捕漏网格精准捕捉侧后漏, 锁芯技术海量吸收, 超长扇尾设计	100%天然纯棉表层, 脱脂工艺处理, S型波浪纹立体面层、立体式导流层构建扩容通道, 即刻瞬吸、干爽不粘, 16倍超吸, 透气微孔底膜, 7层防护	100%全棉面层, 不刺激、不磨肤, 天然呵护敏感肌, 首创超净吸全棉面层, 第六代全棉干爽科技, +35%干爽性, +14%吸收速度, +12%吸收量

资料来源: 各品牌官方天猫旗舰店, 久谦中台, 国海证券研究所

传统电商渠道优势明显，兴趣电商销售额同比高增。公司的核心产品卫生巾、棉柔巾等无纺布品标准化程度高、单价较低、使用高频、易消耗，天然适合电商渠道销售运营。根据久谦中台数据，通过对天猫、京东、抖音的第三方数据抓取，全棉时代的代表产品卫生巾、洗脸巾在天猫为销售主力平台，在京东、抖音平台尚处于成长阶段，2024H1 全棉时代抖音渠道销售额增长近 80%，兴趣电商平台进入高速成长周期。

图 78: 全棉时代天猫、京东、抖音卫生巾均价(元)

图 79: 全棉时代天猫、京东、抖音卫生巾销售额(百万元)

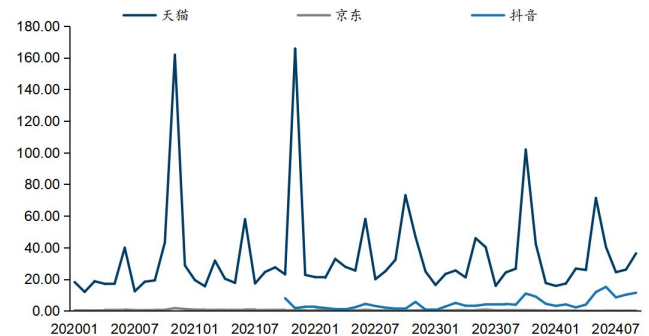
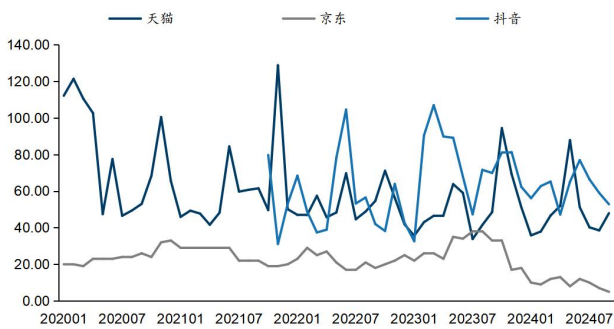


资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

图 80: 全棉时代天猫、京东、抖音洗脸巾均价(元)

图 81: 全棉时代天猫、京东、抖音洗脸巾销售额(百万元)

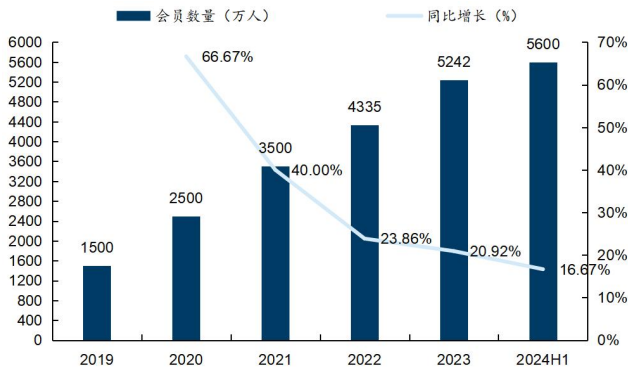


资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

资料来源: 久谦中台, 国海证券研究所

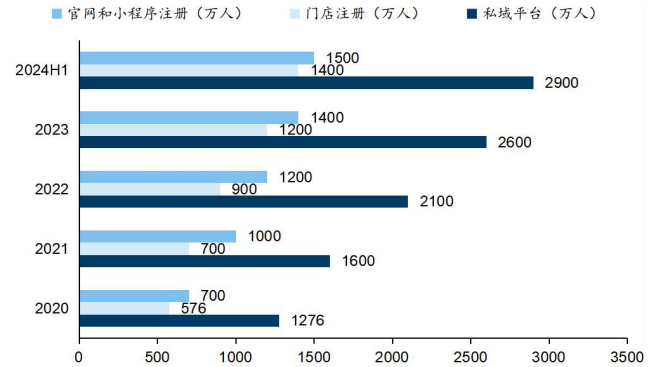
线上线下流量有效沉淀,会员数量快速扩张。公司注重渠道引流和会员社群建设,全棉时代会员数量由 2019 年的 1500 万人增长至 2023 年的 5242 万人, CAGR 达 36.73%, 截止 2024H1, 全棉时代会员数量已达 5600 万人/同比+16.67%, 会员数量快速增长。公司积极布局私域平台, 增强社交属性和产品展示功能, 在自有平台官网、小程序和 APP 端实现销售快速增长。截至 2024H1, 全棉时代私域平台会员注册人数已经达到 2900 万万人, 其中官网和小程序注册会员人数 1500 万人, 门店注册人数 1400 万人, 线上线下优势深度融合, 流量有效沉淀。

图 82: 全棉时代会员数量及增速



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 国海证券研究所

图 83: 全棉时代私域平台注册流量 (万人) 其中包括官网和小程序注册及门店注册 (万人)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

直营店态不断优化调整, 平均店效稳步增长。2023 年公司线下门店实现营业收入 13.6 亿元/同比+18.7%。截至 2024H1, 全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 100 余个重点城市中高端购物中心开设 444 家线下门店 (其中加盟店 84 家, 直营店 360 家), 门店数量持续增加的同时公司也在不断优化店态结构, 2023 年门店面积 300 m²以下/300-500 m²的门店同比 2022 年+20/+9 家, 500 m²以上的店面数量有所减少, 2022 年受公共卫生事件影响导致门店客流大幅下降闭店的影响逐渐消退, 2023 年各面积档门店平均店效均稳步增长, 且总体平均店效同比增长 13.98%。

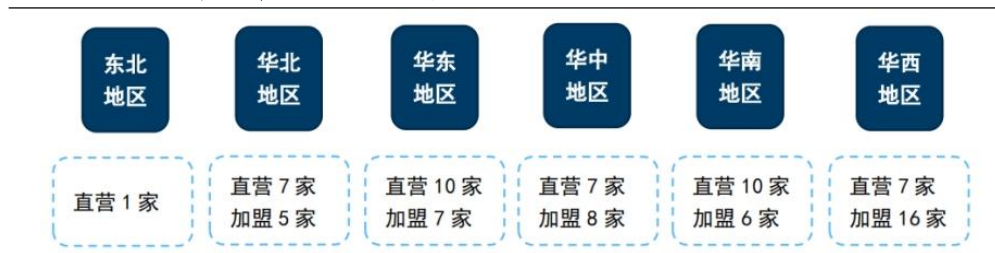
图 84: 2023 年全棉时代线下门店面积档、数量及店效同比增减 (%)

门店面积档	门店数量	2023年营业收入 (亿元)	2023年店效 (万元/店)	平均店效同比增速
300m ² 以下	150	4.73	315.02	15.53%
300-500m ²	94	4.00	425.32	12.90%
500-800m ²	36	2.11	586.27	13.61%
800m ² 以上	11	0.73	666.58	11.18%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

经济发达地区为直营门店重点发力区域, 加盟模式加快布局下沉市场。由于直营渠道对终端把控能力较强, 公司拓店方式以直营大店为主, 2020 年 5 月开始试点加盟门店。2023 年线下直营门店拓展区域集中在华东、华南经济发达地区, 加盟门店拓展区域主要为华西地区三、四线城市, 下沉市场展现出强大的拓店潜力, 加盟模式试点的成功经验有望迅速复制, 加速推进下沉市场的覆盖。

图 85: 2023 年全棉时代分地区新增门店数量



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

6、盈利预测与评级

公司医疗+消费双赛道具备协同优势，稳健医疗、全棉时代双品牌成长空间可期，随着疫情影响下医疗板块高基数影响逐渐消退，线上公域私域渠道布局领先，线下店效稳步提升。医疗+消费有望持续放量，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2024-2026 年公司营业收入 88.90/111.87/125.94 亿元，归母净利润 8.03/9.41/10.97 亿元，2025 年 1 月 24 日最新收盘价市值对应 PE 估值为 29/25/21x。

综合考虑稳健医疗所处行业、业务成长性及未来增长空间等多方面因素，我们选择个人护理行业的登康口腔、百亚股份作为可比公司，根据最新市值，稳健医疗对应的 2024-2026 年预测 PE 水平低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图 86：稳健医疗、登康口腔、百亚股份相对估值比较

股票代码	股票简称	最新市值		营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE			
		2025/1/24	2025/1/24	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300888.SZ	稳健医疗	234.21	40.22	81.85	88.90	111.87	125.94	5.80	8.03	9.41	10.97	38.15	29.16	24.89	21.34
001328.SZ	登康口腔	60.54	35.16	13.76	15.00	17.17	19.79	1.41	1.60	1.89	2.24	34.50	37.89	32.06	27.04
003006.SZ	百亚股份	101.66	23.68	21.44	32.55	43.09	53.58	2.38	2.85	3.75	4.74	27.32	35.64	27.10	21.46
平均值												33.32	34.23	28.02	23.28

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：登康口腔采用 Wind 一致预期，稳健医疗、百亚股份采用组内预测数据

7、风险提示

- 1) 原材料价格波动：**如果未来原材料出现上涨或持续大幅波动，可能将加大公司成本压力，对经营业绩造成不利影响。
- 2) 市场竞争日益加剧：**消费品行业厂商及品牌数目众多，市场化竞争程度较高，各类型营销渠道不断涌现，加大了市场竞争程度。
- 3) 全国化拓展不及预期：**公司全国化拓展进程可能受到需求不振及地方性品牌加剧市场竞争的影响；
- 4) 营销网络拓展不及预期：**公司通过线下渠道加大市场的开拓力度，同时依托快速发展的电商渠道向全国发力，如果公司市场拓展未达到预期，可能将对公司经营业绩产生不利影响。
- 5) 经营业绩波动风险：**若未来出现市场竞争加剧、原材料价格大幅上涨、募投项目收益未达预期或公司不能持续保持竞争优势等情形，公司将面临经营业绩波动的风险。
- 6) 汇率波动风险：**公司海外渠道占比较高，若未来出现汇率波动、关税提升等情形，公司将面临经营业绩波动的风险。

附表：稳健医疗盈利预测表

证券代码:	300888				股价:	40.22		投资评级:	买入		日期:	2025/01/24	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	5%	7%	8%	9%	EPS	0.98	1.38	1.62	1.88				
毛利率	49%	49%	51%	52%	BVPS	19.40	19.72	20.17	20.85				
期间费率	33%	34%	36%	36%	估值								
销售净利率	7%	9%	8%	9%	P/E	38.01	29.16	24.89	21.34				
成长能力					P/B	1.92	2.04	1.99	1.93				
收入增长率	-28%	9%	26%	13%	P/S	2.71	2.63	2.09	1.86				
利润增长率	-65%	38%	17%	17%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.46	0.51	0.62	0.65	营业收入	8185	8890	11187	12594				
应收账款周转率	9.62	11.28	12.27	11.66	营业成本	4175	4509	5445	6051				
存货周转率	2.79	3.07	3.28	3.15	营业税金及附加	66	72	92	105				
偿债能力					销售费用	2090	2310	3018	3384				
资产负债率	29%	31%	34%	36%	管理费用	694	756	996	1121				
流动比	2.47	2.15	1.85	1.67	财务费用	-62	-57	-2	37				
速动比	2.02	1.71	1.41	1.25	其他费用/(-收入)	322	356	509	567				
					营业利润	818	1005	1154	1337				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-68	-46	-46	-46				
现金及现金等价物	7556	6589	6187	6022	利润总额	750	959	1108	1291				
应收款项	812	852	1075	1214	所得税费用	121	155	166	192				
存货净额	1434	1505	1817	2019	净利润	629	804	942	1099				
其他流动资产	754	828	937	1004	少数股东损益	48	1	1	1				
流动资产合计	10556	9774	10016	10259	归属于母公司净利润	580	803	941	1097				
固定资产	2749	3741	4515	5154									
在建工程	985	642	471	386	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	2802	3279	3683	4088	经营活动现金流	1063	855	1429	1721				
长期股权投资	21	21	21	21	净利润	580	803	941	1097				
资产总计	17112	17456	18706	19908	少数股东损益	48	1	1	1				
短期借款	1493	1941	2345	2745	折旧摊销	595	486	527	571				
应付款项	1433	958	1157	1285	公允价值变动	-47	0	0	0				
合同负债	193	344	433	487	营运资金变动	-414	-517	-163	-102				
其他流动负债	1152	1294	1487	1610	投资活动现金流	1030	-2059	-1995	-2004				
流动负债合计	4271	4536	5422	6128	资本支出	-645	-1542	-1586	-1597				
长期借款及应付债券	170	270	370	470	长期投资	1441	-429	-429	-429				
其他长期负债	561	591	591	591	其他	234	-88	19	22				
长期负债合计	731	861	961	1061	筹资活动现金流	-1785	-381	-322	-448				
负债合计	5002	5398	6383	7189	债务融资	-650	701	504	500				
股本	594	588	588	588	权益融资	0	-447	0	0				
股东权益	12110	12059	12323	12719	其它	-1135	-635	-826	-948				
负债和股东权益总计	17112	17456	18706	19908	现金净增加额	307	-1567	-851	-674				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工小组介绍】

林昕宇，轻工行业首席分析师，8年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“Institutional Investor·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

赵兰亭，轻工行业分析师，4年卖方研究经验，伦敦国王学院硕士，曾就职于西南证券研究所，紧密跟踪覆盖出口链和个护板块。

马川琪，美国西北大学理学硕士，英国布里斯托大学理学学士，专注于全球视角的大消费产业研究。

孙馨竹，轻工行业研究助理，对外经济贸易大学金融硕士，紧密跟踪家居、造纸、个护板块。

【分析师承诺】

林昕宇，赵兰亭，马川琪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。