

稳健医疗 (300888.SZ)

消费品牌力提升，医疗内生外延并举，未来可期

核心观点：

- 公司业务概况。**稳健医疗是一家以“棉”为核心，通过“winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗及消费板块协同发展的企业。2024Q1-3 公司实现收入 60.70 亿元，同比+0.99%，归母净利润 5.53 亿元，同比-74.25%；其中医疗业务收入 26.6 亿元，收入占比 43.8%，消费业务收入 33.6 亿元，收入占比为 55.4%。
- 医用耗材：**公司医用耗材业务受防疫产品影响较大，2024Q3 实现收入 9.4 亿元，同比+13.1%；其中常规医用耗材收入 8.5 亿元，同比+14.3%，防疫产品影响已相对较小。自 2022 年起，公司医疗业务通过外延+内生增长，规模不断扩张，致力于打造一站式医疗耗材解决方案。
- 健康生活消费品：**全棉时代主要分为无纺消费品（棉柔巾、湿巾、卫生巾等）和有纺消费品（婴童用品及服饰、成人服饰等）。截止 2024H1 年全国门店 444 家（加盟 84 家），仍有较大拓店空间。2024Q1/Q2/Q3 收入分别同比+7.1%/+13.8%/20.6%，在消费疲弱下，逆势环比提速。
- 股权激励计划，明晰未来发展目标。**根据股权激励公告（2024/10/28），公司拟推出股权激励计划，向公司董事、高管及相关人员，授予股票 747.63 万股，授予价格 15.39 元/股，公司层面考核目标为以 2024/2025/2026 年业绩为基数，触发值/目标值分别为次年营收增长 13%/18%。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 1.32/1.81/2.10 元/股。鉴于公司消费业务 2024 年前三季度逆势逐季提速，医疗业务于 2024Q3 基本无防疫基数影响，恢复双位数增长，且收购美国 GRI，有望发挥协同作用；2025 年医疗与消费业务均有望实现较快增长，参考可比公司，给予公司 2025 年 23XPE 估值，对应合理价值 41.62 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。**宏观经济波动、需求放缓的风险，竞争加剧的风险，上游原材料价格波动风险，存货减值的风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11351	8185	9031	11100	12635
增长率（%）	41.2%	-27.9%	10.3%	22.9%	13.8%
EBITDA（百万元）	2353	1348	1521	1912	2131
归母净利润（百万元）	1651	580	770	1054	1224
增长率（%）	33.2%	-64.8%	32.6%	36.9%	16.2%
EPS（元/股）	2.79	0.98	1.32	1.81	2.10
市盈率（P/E）	25.63	38.01	25.60	18.70	16.10
ROE（%）	14.1%	5.0%	6.6%	8.5%	9.3%
EV/EBITDA	12.24	14.55	10.37	7.53	6.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

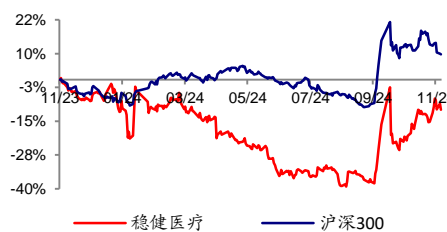
买入

当前价格	33.84 元
合理价值	41.62 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-26

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	582.33/175.51
总市值/流通市值（亿元）	197.1/59.4
一年内最高/最低（元）	39.50/23.45
30 日日均成交量	7.09
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	44.44/17.71

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002

021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001

SFC CE No. BSE791



021-38003540



zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、稳健医疗：以“棉”为核心，“医疗+消费”双轮驱动	5
（一）公司发展历史	5
（二）公司营收水平稳步增长	6
（三）管理层经验丰富，公司股权集中	11
二、医用耗材有望提高集中度，全棉时代聚焦品牌差异化	14
（一）医用耗材：低值医用耗材市场规模大，集中度低	14
（二）健康生活消费品：聚焦全棉细分赛道，品牌及产品竞争力强	19
三、核心竞争力	25
（一）注重产品质量，30 余年发展历史，铸就消费+医疗双品牌优势	25
（二）完善的线上线下销售渠道，深度融合致会员有效沉淀	27
（三）技术创新能力强，注重研发投入	28
四、盈利预测及投资建议	30
（一）盈利预测	30
（二）投资建议	32
五、风险提示	32
（一）宏观经济波动，需求放缓的风险	32
（二）竞争加剧的风险	32
（三）上游原材料价格波动风险	33
（四）存货减值的风险	33

图表索引

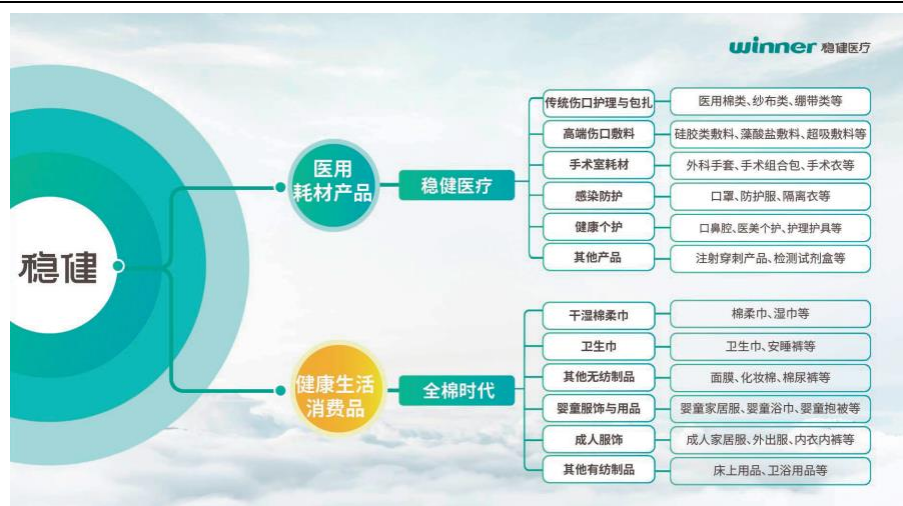
图 1: 公司主营业务及产品	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司历年营业收入情况	6
图 4: 公司历年归母净利润情况	6
图 5: 医用耗材业务营收及增速	7
图 6: 全棉时代营收及增速	7
图 7: 无纺消费品业务营收及增速	7
图 8: 有纺消费品业务营收及增速	7
图 9: 公司历年收入的分产品收入占比	8
图 10: 健康生活消费品销售渠道占比	8
图 11: 医用耗材销售渠道占比	8
图 12: 公司分地区收入及增速	9
图 13: 公司收入分地区占比	9
图 14: 公司整体毛利率及分业务毛利率	9
图 15: 健康生活消费品分产品毛利率	9
图 16: 医疗耗材分产品毛利率	10
图 17: 健康生活消费品分产品毛利率	10
图 18: 公司各项费用率情况	10
图 19: 公司股权架构图 (截至 2024Q3)	13
图 20: 国内医用耗材市场规模	14
图 21: 国内低值医用耗材市场规模	14
图 22: 全球手术铺单手术衣、定制化手术包规模	16
图 23: 全球高端医用敷料规模	16
图 24: 公司医疗耗材分产品收入情况 (单位: 亿元)	18
图 25: 公司医疗耗材分产品收入占比情况	18
图 26: 公司历年无纺消费品销售收入情况 (单位: 亿元)	21
图 27: 公司无纺消费品销售收入占比情况	21
图 28: 棉柔巾电商平台销量排名	21
图 29: 棉柔巾电商平台销售额排名	21
图 30: 全棉时代湿巾电商平台销售额及其平台占比	22
图 31: 全棉时代卫生巾电商平台销售额及平台占比	23
图 32: 全棉时代湿巾电商平台销售额及平台占比	23
图 33: 全棉时代湿巾电商平台销售额排名变化	23
图 34: 公司有纺消费品销售收入情况 (单位: 亿元)	24
图 35: 公司有纺消费品销售收入占比情况	24
图 36: 公司线下门店情况 (单位: 家)	24
图 37: 稳健医疗分业务销售渠道	27
表 1: 公司管理层概况	11
表 2: 股权激励计划拟授予限制性股票的分配情况	12

表 3: 公司层面/医疗业务板块/消费品业务板块的股权激励计划首次授予的考核目标	13
表 4: 医用耗材板块主要产品种类及部分产品	17
表 5: 公司医用耗材类主要产品销售量及其同比变化情况	18
表 6: 医用耗材主要产品的产能利用率	19
表 7: 医用耗材主要产品的产销率	19
表 8: 全棉时代品牌下的无纺消费品主要产品	20
表 9: 门店数量、门店面积的变化情况	25
表 10: 医用敷料出口前五名的企业	25
表 11: 稳健医疗、振德医疗、奥美医疗的医疗业务收入情况对比 (单位: 亿元) ..	25
表 12: 稳健医疗、振德医疗、奥美医疗的出口收入情况对比 (单位: 亿元) ..	26
表 13: 公司医疗业务收购情况	26
表 14: 全棉时代历年会员人数 (单位: 万人)	28
表 15: 公司医疗业务历年覆盖医疗机构和药店情况	28
表 16: 公司参与制定的国家标准和行业标准	29
表 17: 公司历年专利情况 (单位: 项)	30
表 18: 收入拆分	31
表 19: 可比公司估值情况 (2024 年 11 月 26 日)	32

一、稳健医疗：以“棉”为核心，“医疗+消费”双轮驱动

两大品牌三大产品，公司已覆盖完成医疗及消费两大板块的大健康产品体系构建。稳健医疗是一家以“棉”为核心，通过“Winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗及消费板块协同发展的医疗健康企业。根据健尔康招股说明书，稳健医疗品牌下的医用敷料已连续7年位于出口前三；根据中消网，全棉时代品牌下的棉柔巾已做到淘宝全网同品类销售第一。公司始终坚持以“一朵棉花、一种纤维”为主营业务方向，通过持续创新及不断拓展产业边界，从单一纱布类医用敷料生产企业发展成为以棉为核心原材料，主要从事棉类制品的研发、生产、销售，已覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多领域，产品先后获得欧盟CE认证、美国FDA认证及日本厚生省认证。

图1：公司主营业务及产品

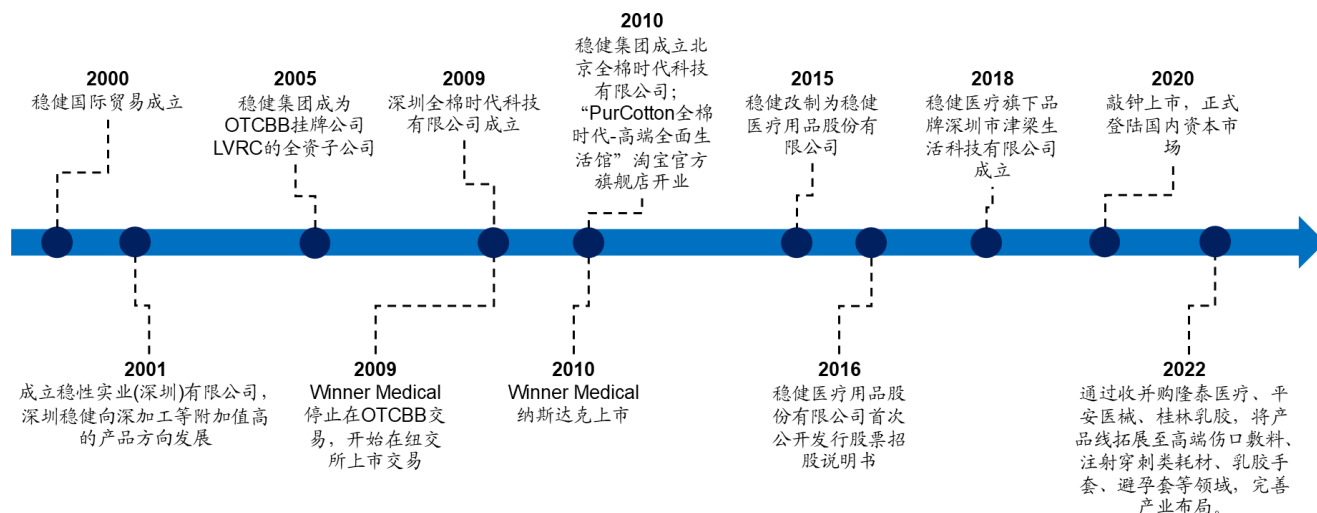


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（一）公司发展历史

2000年8月24日，稳健国际贸易成立，这是稳健医疗的前身。2001年，稳健国际贸易改组成立稳健实业，主营医用敷料产品。2005年12月16日，公司在美国场外交易系统（OTCBB）挂牌。2009年10月6日，公司转板至纽约证券交易所上市。同年，2009年12月，公司成立“Purcotton全棉时代”品牌，发力消费市场。2010年3月16日，公司转板至纳斯达克证券交易所上市。2012年12月26日，公司从美国证交所退市注销。2015年8月，稳健实业变更为稳健医疗用品股份有限公司。2018年，稳健医疗第一次增资，深创投以3亿元人民币全额认购本次增资扩股（占增资后总股本比例2.26%）。2020年，公司筹备在国内上市，上市前稳健集团持股77.14%。2020年9月17日，公司于创业板上市，代码300888.SZ。2022年，公司先后收购隆泰医疗55%股权、桂林乳胶100%股权、平安医械68.7%股权，将产品线拓展至高端伤口敷料、乳胶手套、避孕套、注射穿刺类耗材等医疗耗材领域，进一步完善医疗业务产业布局。

图2: 公司发展历程

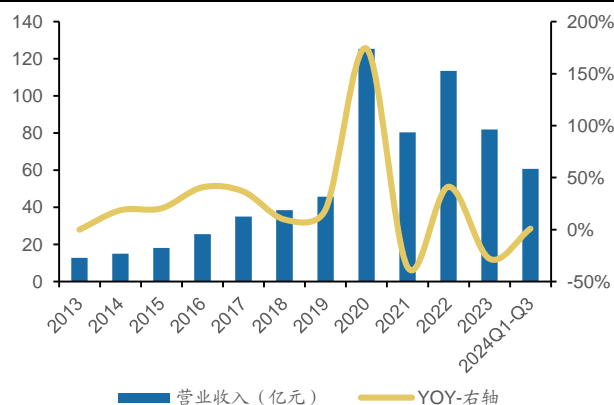


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 公司营收水平稳步增长

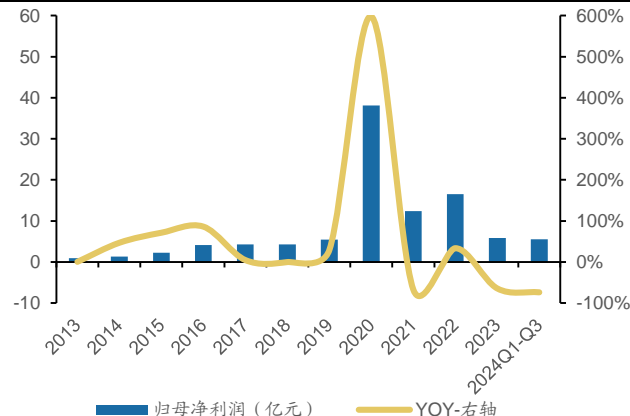
近年来公司业绩受疫情影响波动较大, 未来有望恢复稳健增长。2021-2023年及2024Q1-3 公司实现营业收入分别为80.37亿元/113.51亿元/81.85亿元/60.70亿元, 同比变动-35.87%/+41.23%/-27.89%/+0.99%; 公司实现归母净利润分别为12.39亿元/16.51亿元/5.80亿元/5.53亿元, 同比变动-67.48%/+33.18%/-64.84%/-74.25%。2022年收入及利润高增主要系防疫物资贡献; 2024Q1-3公司收入微增, 利润大幅下滑, 主要系去年同期有稳健工业园更新改造项目增加归母净利润13.6亿元, 若剔除该因素影响, 前三季度公司归母净利润同比增长62.17%。

图3: 公司历年营业收入情况



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图4: 公司历年归母净利润情况



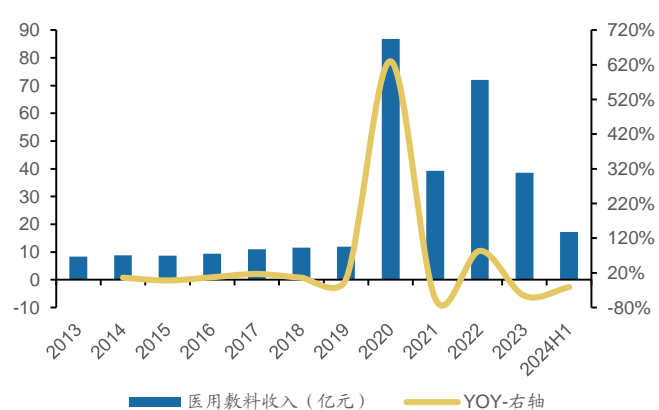
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

分业务看: 公司业务包括医用耗材、健康生活消费品 (即全棉时代品牌, 业务可分为服装等有纺消费品和棉柔巾、卫生巾等无纺消费品) 两大业务。

2021-2023年及2024H1, (1) **医用耗材**: 收入分别为39.22/72.03/38.62/17.18亿元, 同比变动-56.03%/+83.65%/-46.74%/-20.93%, 近几年收入大幅波动主要系疫情影响。(2) **健康生活消费品**: 收入分别为40.54/40.55/42.63/33.62亿元, 同比变动+15.27%/+0.02%/+6.36%/+13.59%, 2022年收入微增主要系当年线下消费场景受限。其中**无纺消费品**业务收入分别为21.36/21.18/ 21.62/6.81亿元, 同比变动-1.71%/-0.82%/+2.05%/-34.51%; **有纺消费品**业务收入分别为19.19/18.89/21.01/8.85亿元, 同比变动+42.73%/-1.52%/+11.20%/-13.59%。

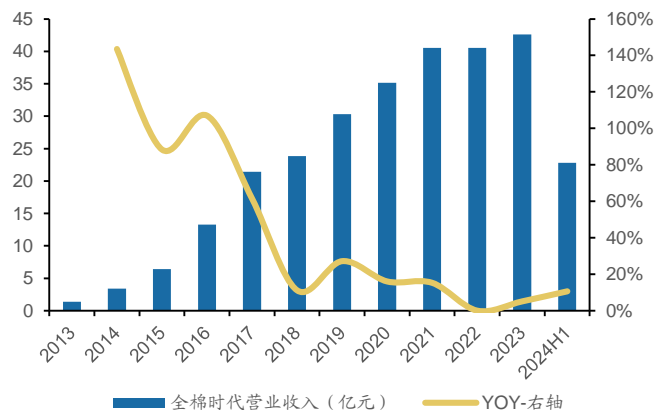
分业务占比看, 2023年公司医用敷料、无纺消费品、有纺消费品分别占营收比例为47.18%、26.41%、25.67%。

图5: 医用耗材业务营收及增速



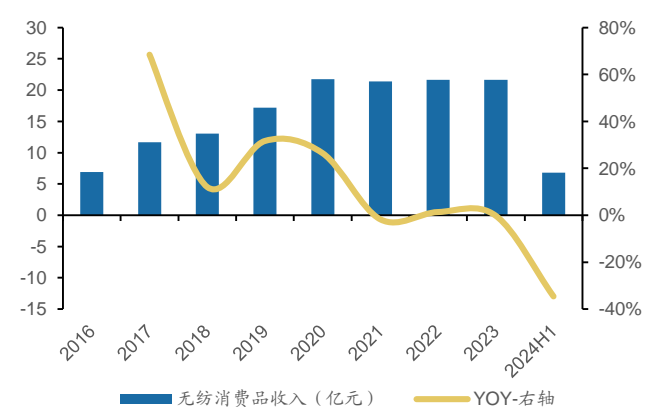
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图6: 全棉时代营收及增速



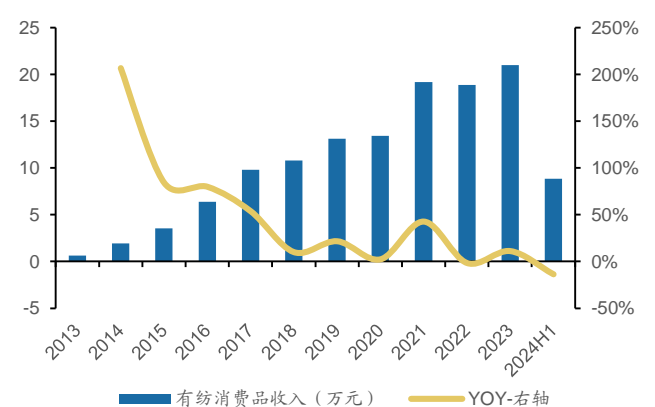
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图7: 无纺消费品业务营收及增速



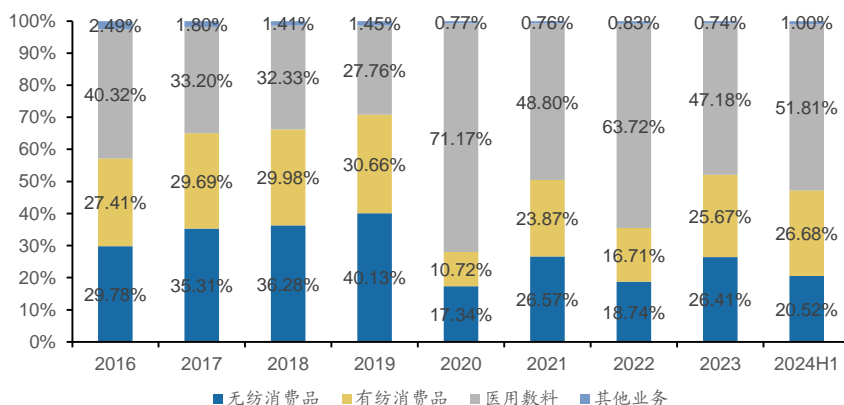
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图8: 有纺消费品业务营收及增速



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图9: 公司历年收入的分产品收入占比

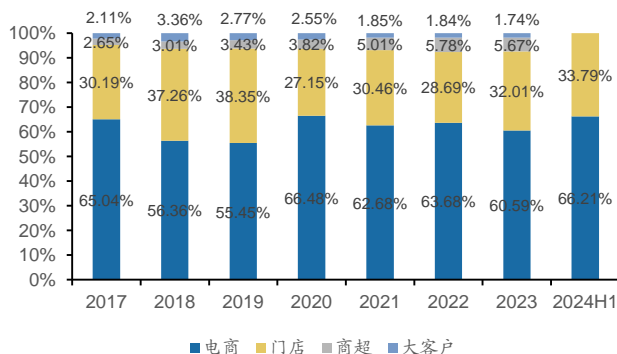


数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

分渠道: (1) 健康生活消费品: 健康生活消费品基本采用直销模式, 销售渠道分为线上渠道和线下渠道, 线上渠道主要销售无纺消费品; 线下渠道包括线下门店、商超和大客户, 主要销售服装等有纺消费品。2021-2023年, 健康生活消费品线上收入分别为25.41/25.52/25.83亿元, 同比+8.69%/+0.43%/+1.19%; 线下门店收入分别为12.35/11.50/13.64亿元, 同比+29.34%/-6.90%/+18.67%; 商超渠道收入分别为2.03/2.32/2.42亿元, 同比+51.18%/+14.15%/+4.26%; 大客户收入分别为0.75/0.74/0.74亿元, 同比-16.57%/-1.35%/+0.12%。2023年, 电商、线下门店、商超、大客户的收入占健康生活消费品业务的收入比例分别为60.59%/32.01%/5.67%/1.74%。

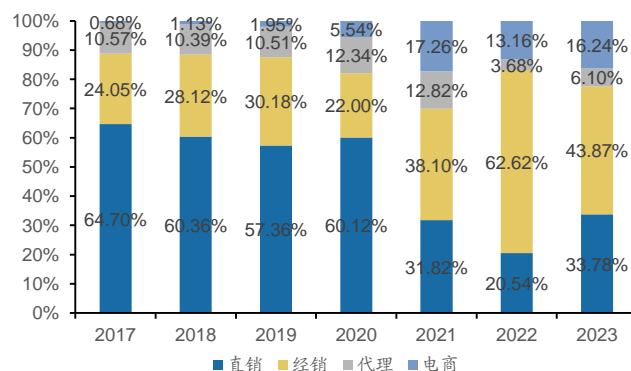
(2) 医用耗材: 公司医用敷料主要分直销、经销、代理及电商渠道。2021-2023年, 直销收入分别为12.48/14.89/13.04亿元, 同比-76.73%/+19.32%/-12.40%; 经销收入分别为14.94/45.40/16.94亿元, 同比-23.85%/+203.79%/-62.68%; 代理收入分别为5.03/2.67/2.36亿元, 同比-54.34%/-46.87%/-11.75%; 电商收入分别为6.77/9.54/6.27亿元, 同比+37.05%/+40.95%/-34.26%。2023年, 直销、经销、代理、电商收入占医用耗材业务收入比例分别为33.78%/43.78%/6.10%/16.24%。

图10: 健康生活消费品销售渠道占比



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

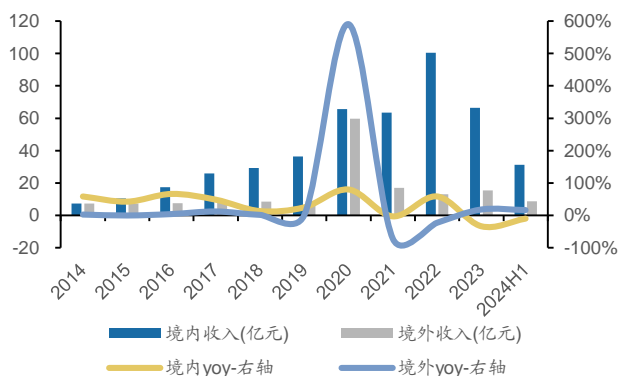
图11: 医用耗材销售渠道占比



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

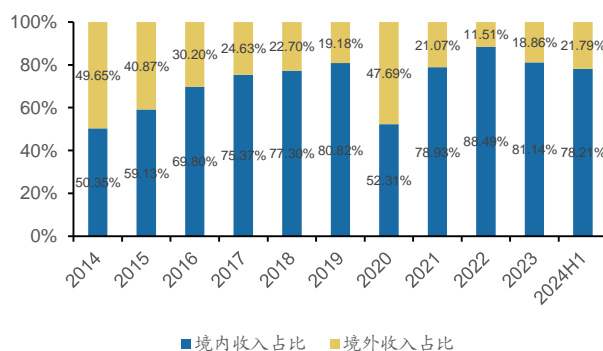
分地区看，内销收入占比高。2021-2023年及2024H1，公司境内销售收入分别为63.44/100.45/66.41/31.29亿元，同比变动-3.24%/+58.34%/-33.88%/-10.26%，占主营业务收入比例分别为78.93%/88.49%/81.14%/78.21%。2022年内销收入大幅增长主要系防疫物资收入大幅增加。2021-2023年及2024H1公司外销收入分别为16.93/13.07/15.44/8.72亿元，同比变动-71.67%/-22.85%/+18.16%/+16.26%，2021年大幅下滑主要系原材料及产品价格回归常态。

图12: 公司分地区收入及增速



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

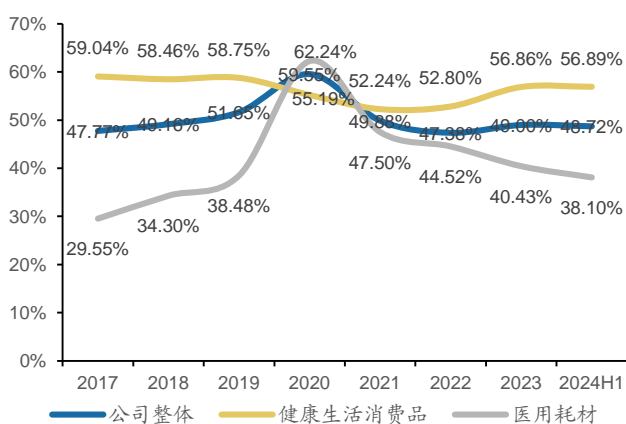
图13: 公司收入分地区占比



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

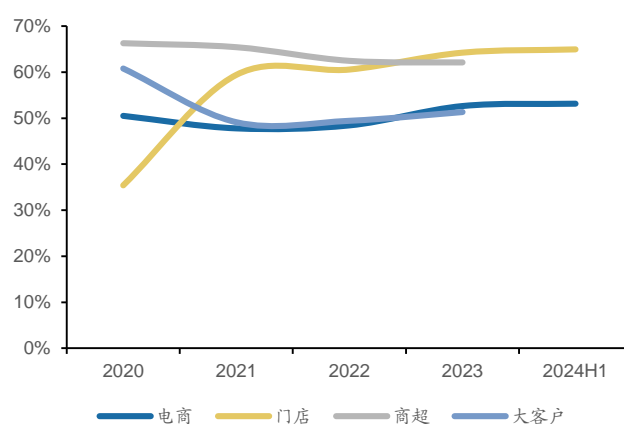
近年来主要得益于生产端降本增效及运营效率提升, 虽有原材料、疫情防控等影响, 公司毛利率水平整体相对稳定。2021-2023年及2024H1, 公司毛利率分别为49.88%/47.38%/49.00%/48.72%。分产品来看, 健康生活消费品毛利率分别为52.2%/52.80%/56.86%/56.89%, 呈上升趋势主要系线下消费场景逐渐恢复, 公司严控折扣; 医用敷料毛利率分别为47.50%/44.52%/40.43%/38.10%, 呈下滑趋势主要系防疫产品影响。

图14: 公司整体毛利率及分业务毛利率



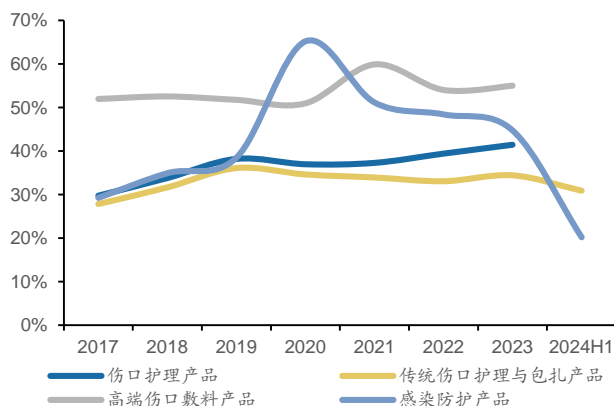
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图15: 健康生活消费品分渠道毛利率



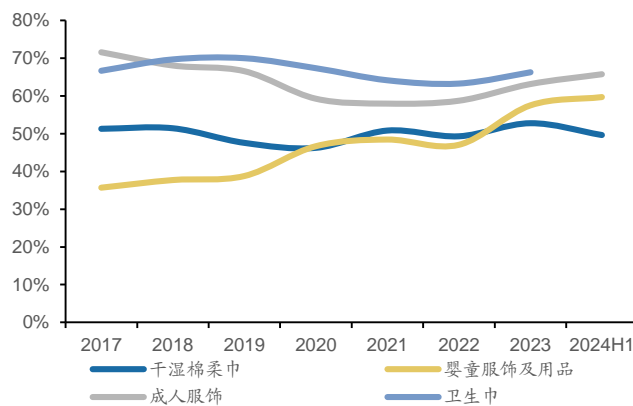
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图16: 医疗耗材分产品毛利率



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图17: 健康生活消费品分产品毛利率



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

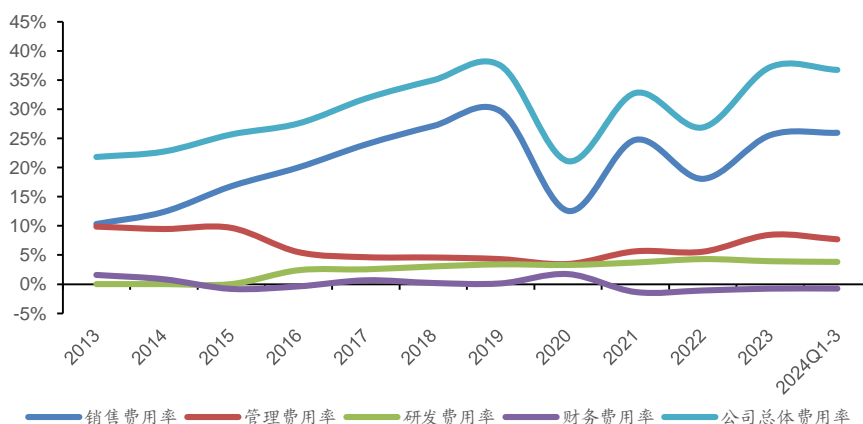
销售费用: 2021-2023年及2024Q1-3, 公司期间费用率分别为32.77%/26.86%/37.19%/36.74%, 其中销售费用为期间费用的主要构成项目, 各年度销售费用占期间费用的比例分别为75.51%/67.25%/68.67%/70.67%。公司销售费用主要由职工薪酬、租赁费、广告与宣传费、运费和销售佣金构成。2021-2023年及2024Q1-3公司销售费用率分别为24.75%/18.06%/25.54%/25.96%, 2022年明显下滑主要系当年防疫物资收入大幅增加。

管理费用: 2021-2023年及2024Q1-3, 公司管理费用率分别为5.65%/5.58%/8.47%/7.71% 2023年管理费用率明显上升主要系折旧摊销费用增加3305.16万元、深圳龙华工业园搬迁及处理防疫物资造成存货报废损失及物料消耗5988.86万元。分拆项目看, 公司管理费用主要为职工薪酬、折旧摊销费, 2021-2023年, 这两项费用合计占当期管理费用总额的比例分别为71.32%/74.54%/77.58%。

研发费用: 公司注重产品及工艺创新, 研发费用率一直维持相对高位, 2021-2023年及2024Q1-3期间研发费率分别为3.71%/4.30%/3.93%/3.82%。

财务费用: 主要系借款利息和汇兑损失, 占比较低, 2021-2023年及2024Q1-3期间分别为-1.34%/-1.08%/-0.76%/-0.75%。

图18: 公司各项费用率情况



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

（三）管理层经验丰富，公司股权集中

公司管理层均为产业内及金融行业专业人士，具备专业背景知识，管理经验丰富。董事长李建全曾任武汉纺织大学客座教授、中山大学国际商学院职业发展导师；目前还担任中国医药保健品进出口商会医用敷料分会会长，中国人民大学深圳校友企业家商会副会长，武汉纺织大学校友会名誉会长，中国产业用纺织品行业协会副会长，深圳市质量促进会副会长等，具有丰富的从业经验。

表1：公司管理层概况

姓名	年龄	本公司任职	任职起始日期	履历
李建全	67	董事长、 总经理	2015/5/18	香港特别行政区永久性居民，大专学历，清华大学五道口金融学院EMBA在读。创建了“稳健医疗”、“全棉时代”两大品牌，现任稳健医疗董事长、总经理，全棉时代董事长、总经理，中国医保商会医用敷料分会创始人，中国棉花协会“中国棉花可持续发展项目”轮值主席，获得了深圳市委和市政府颁发的“深圳经济特区40周年40人”荣誉。
方修元	56	董事、 副总经理、 财务总监	2015/5/18	大专学历，香港中文大学（深圳）金融EMBA在读，中国注册会计师。1988至1998年，历任湖北省医药保健品进出口公司财务科会计、科长；1998至1999年，任珠海宏桥高科技有限公司财务总监；2000年至今，任稳健医疗公司董事、副总经理、首席财务官；担任浙江隆泰医疗科技有限公司董事长，深圳全棉时代科技有限公司、深圳前海全棉时代电子商务有限公司、稳健医疗（黄冈）有限公司、稳健医疗（崇阳）有限公司、稳健医疗（嘉鱼）有限公司、稳健医疗用品（荆门）有限公司、宜昌稳健纺织品织造有限公司、稳健医疗（天门）有限公司、稳健医疗（武汉）有限公司董事，厦门乐源投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。目前是深圳市第七届政协常委、深圳市龙华区工商联（总商会）副主席。
张莉	46	副总经理、投 资管理副总 裁	2015/5/18	本科学历；2010年9月加入稳健医疗用品股份有限公司，2010年9月至2021年6月期间，先后担任医疗业务市场部总监、研发总监、外销总监、销售总监、轮值CEO和医疗板块副总裁等，现任公司副总经理、投资管理副总裁和稳健平安医疗科技（湖南）有限公司董事长。
陈惠选	42	副总经理、董 事会秘书	2015/5/18	英国格拉斯哥大学金融硕士研究生学历。2007年2月至2009年6月，任美国飞利凯睿证券有限公司分析师助理；2009年9月至2015年5月，任稳健实业（深圳）有限公司投资管理部经理；2015年5月至今，任公司副总经理兼董事会秘书。目前还担任厦门慧康投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、成都稳健利康医疗用品有限公司董事。陈惠选女士目前是中国上市公司协会第三届投资者关系委员会委员、深圳上市公司协会投资者关系委员会副主任委员，连续荣获2022年度、2023年度中国上市公司协会“董事会秘书履职评价5A级”，新财富第十八届、第十九届金牌董秘等荣誉。
徐小丹	36	董事	2015/5/18	研究生文凭；2013年8月至2015年1月，任深圳全棉时代科技有限公司采购部经理；2015年1月至2020年1月，任深圳全棉时代科技有限公司商品中心总监，分管商品、大计划和采购；2015年5月起，任公司董事；2020年2月至2024年3月，任公司战略规划部总监；2024年3月起，任公司CIO兼战略规划部总监。目前还担任稳健医疗（河源）有限公司、稳健医疗（武汉）有限公司董事。
郭振炜	40	董事	2018/6/28	中央财经大学本科学历、中欧国际工商学院EMBA硕士学位。2007年7月至2009年9月，任德勤华永会计师事务所高级审计师；2009年9月至2010年7月，任中国国际金融有限公司研究员；2010年7月至今，就职于红杉资本中国基金，现任董事总经理；2018年6月至今，任稳健医疗用品股份有限公司董事。郭振炜先生目前还担任石家庄君乐宝乳业有限公司、上

海百秋尚美科技服务集团股份有限公司、溜溜果园集团股份有限公司、杭州大希地科技股份有限公司、德清嘉隽饮品有限公司、四川环龙新材料有限公司、上海寿全斋电子商务有限公司、LOHO Holding Inc.、Dynamics China Holding Company、上海锐舒电子商务有限公司、Genki Forest Technology Group Holdings Limited、吉香居食品股份有限公司董事及上海旗曜汽车科技有限公司监事。

彭剑锋	63	独立董事	2021/7/13	中国人民大学硕士学位；1986年至今，在中国人民大学劳动人事学院陆续担任讲师、副教授和教授；此前，陆续担任天音通信控股股份有限公司、山河智能装备股份有限公司、歌尔股份有限公司、中文天地出版传媒集团股份有限公司、海尔智家股份有限公司、招商蛇口工业区控股股份有限公司、周大生珠宝股份有限公司和晶科电力科技股份有限公司独立董事；现任海能达通信股份有限公司非独立董事、建信信托有限责任公司董事、光启技术股份有限公司独立董事以及担任北京华夏基石企业管理咨询有限公司执行董事、华夏基石（北京）企业文化顾问有限公司执行董事等。
谢家伟	51	独立董事	2021/7/13	本科学历，注册会计师、税务师。曾陆续担任北京中天华正会计师事务所副所长、立信会计师事务所有限公司深圳分所副所长、深圳注册会计师行业协会第六届理事会副会长、深圳拓邦股份有限公司、广东新会美达锦纶股份有限公司、深圳市德方纳米科技股份有限公司、深圳香江控股股份有限公司和大族激光科技产业集团股份有限公司等独立董事、万和证券内核委员、广东省注协第六届理事会理事。现任大华会计师事务所合伙人。
Key Ke Liu	60	独立董事	2021/7/13	美国国籍，西北大学化学工程学士学位和硕士学位，美国纽约州立大学博士学位，美国伦斯勒理工学院管理学硕士，澳大利亚国家工程院外籍院士。曾任美国通用电气全球研发中心(GE Global Research)首席科学家、加州理工学院电力环境与能源研究中心 (PEER) 董事、国际匹兹堡煤炭大会 (PCC) 会议组织董事、国际匹兹堡煤炭会议组织理事、宁波江丰电子材料股份有限公司、深圳市惠程信息科技股份有限公司和湖南宇新能源科技股份有限公司独立董事，在Exxon-Mobil及UTC等著名跨国公司供职多年。现任南方科技大学创新创业学院院长、清洁能源研究院院长及化学系讲席教授，并任中国与全球化智库(CCG)常务理事、副主任，清华-卡内基中心理事，博瑞德环境集团股份有限公司董事。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司股权结构集中，有利于提高决策效率。截至 2024Q3，稳健集团的股东为李健全、谢平及李晓远，持股比例分别为 73.74%、18.07%、8.19%。李健全和谢平为夫妻关系，李健全与李晓远为父子关系。公司实际控制人李健全先生通过稳健集团控股稳健医疗用品股份有限公司 69.12% 股权，控股权稳定。

推出股权激励计划，稳定核心人才队伍建设。根据公司公告（2024/10/29），公司拟推出限制性股票激励计划，激励对象包括公司董事、高级管理人员，以及董事会认为需要激励的其他人员；拟授予的限制性股票数量为 747.63 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本的 1.28%；授予价格为 15.39 元。激励计划考核年度为 2025 年-2027 年，针对公司层面、医疗业务板块、消费品业务板块分别设置考核指标。

表2：股权激励计划拟授予限制性股票的分配情况

姓名	职务	国籍	获取数量 (万股)	占授予总量的比例	占公告日总股本比例
方修元	董事、副总经理、财务总监	中国	8.00	1.07%	0.0137%
张燕	董事	中国	5.00	0.67%	0.0086%
廖美珍	董事	中国	10.00	1.34%	0.0172%
陈惠选	副总经理、董事会秘书	中国	4.00	0.54%	0.0069%

廖冠来	副总经理	中国香港	10.00	1.34%	0.0172%
高月华	核心骨干	中国香港	1.00	0.13%	0.0017%
CHEW WAI YEE	核心骨干	马来西亚	1.00	0.13%	0.0017%
其他人员 (301 人)			658.63	88.10%	1.1310%
预留			50.00	6.69%	0.0859%
合计			747.63	100.00%	1.2839%

数据来源：公司公告20241029，广发证券发展研究中心

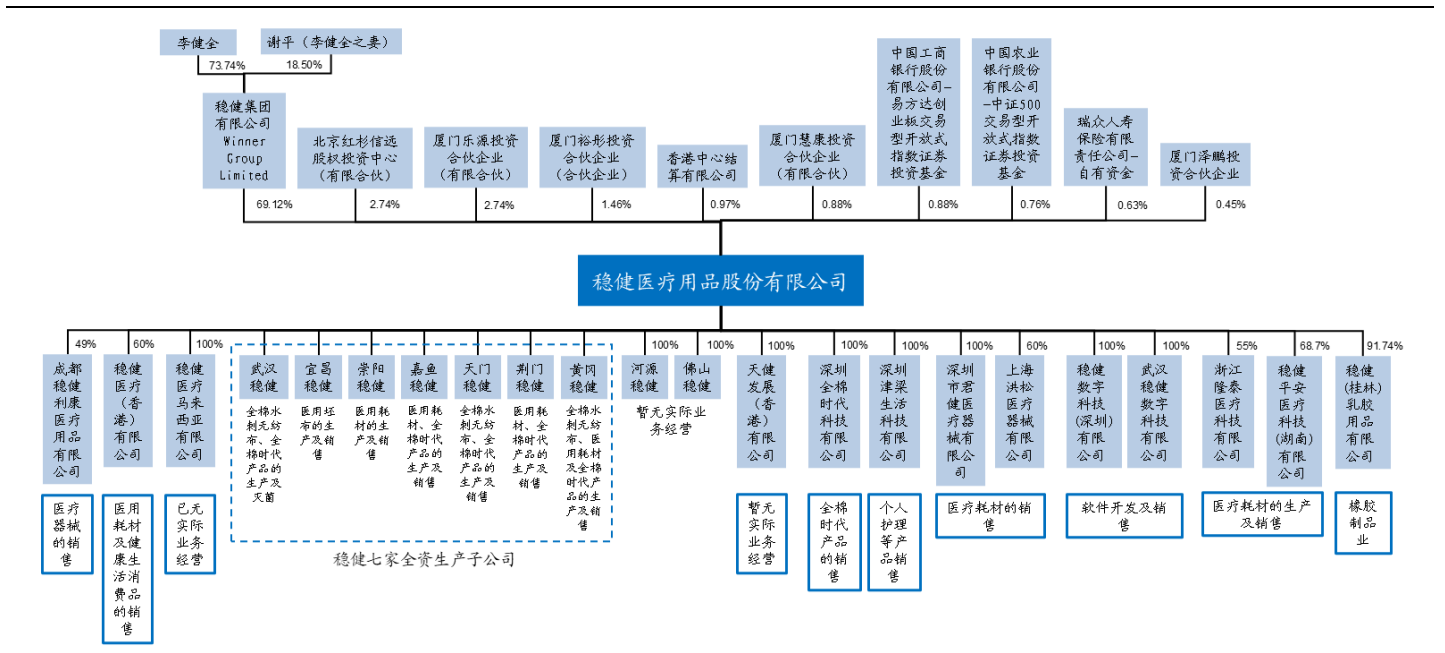
表3: 公司层面/医疗业务板块/消费品业务板块的股权激励机制首次授予的考核目标

归属期	归属比例	考核目标的触发值 (80%)	考核目标的目标值 (100%)
第一个归属期 (首次授予日起 18 个月-30 个月)	40%	以 2024 年为基数, 2025 年营业收入同比增长 13%	以 2024 年为基数, 2025 年营业收入同比增长 18%
第二个归属期 (首次授予日起 30 个月-42 个月)	30%	以 2025 年为基数, 2026 年营业收入同比增长 13%	以 2025 年为基数, 2026 年营业收入同比增长 18%
第三个归属期 (首次授予日起 42 个月-54 个月)	30%	以 2026 年为基数, 2027 年营业收入同比增长 13%	以 2026 年为基数, 2027 年营业收入同比增长 18%

数据来源：公司公告20241029，广发证券发展研究中心

注：营业收入以公司定期报告中披露的营业收入数据为准，营业收入及业绩目标不包括2024年8月以后及未来三年新并入公司数据。

图19: 公司股权架构图 (截至2024Q3)



数据来源：公司财报，iFinD，广发证券发展研究中心

二、医用耗材有望提高集中度，全棉时代聚焦品牌差异化

（一）医用耗材：低值医用耗材市场规模大，集中度高

行业空间：国内医用耗材市场规模较大，且发展迅速。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。其品种型号繁多，应用广泛，是医疗机构开展日常医疗、护理工作的重要物资。根据公司财报引用的IBM分析数据，2023年我国医用耗材行业规模达3218亿元，2015年-2023年市场规模CAGR达16.10%，预计到2025年市场规模将达到3633亿元。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。因应用广泛且受益于我国人民生活水平的提高和医疗需求的不断增长，低值医用耗材市场空间较大，未来将继续保持高速增长。根据公司财报引用的IBM分析数据，2023年我国低值医用耗材市场规模达1550亿元，2015年-2023年市场规模CAGR达19.49%，预计到2025年市场规模将达到2213亿元。

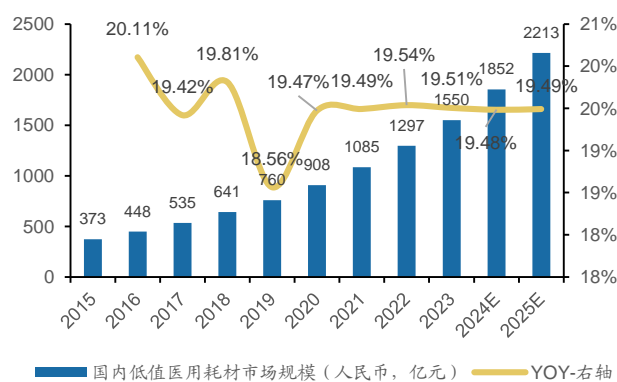
除医技耗材类外，稳健医疗现有业务已覆盖低值医用耗材七大类中的六大类。公司医疗业务定位为在医疗耗材领域遥遥领先，提供一站式医疗耗材解决方案。低值医用耗材具有刚需、高频的特征，依靠品牌美誉度、渠道覆盖以及强大的生产制造能力，公司将不断提升在国际和国内市场的占有率。

图20：国内医用耗材市场规模



数据来源：公司财报，《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，广发证券发展研究中心

图21：国内低值医用耗材市场规模



数据来源：公司财报，《中国医疗器械蓝皮书》，中国医药报，MagnaInformationCentre，IBM报告，广发证券发展研究中心

竞争格局：医用敷料竞争格局高度分散，行业集中度有望进一步提升。（1）从国内市场竞争情况看，我国医用敷料行业门槛较低，虽市场容量较大且增长较快，但行

业内生产企业众多且大部分为规模很小的地区性小企业，行业集中度较低，竞争极度分散。国产医用敷料以传统伤口护理类产品为主，产品同质化严重，企业存在低端市场低价竞争，高端产品有效供给不足且依赖国外进口的局面。随着行业技术不断创新，国内企业自身技术、工艺及研发能力不断提升，研发投入增加，国内医用敷料产业预计将逐渐向价值链高端环节转移，在高端医用敷料市场实现进口替代，从而实现行业集中度的提升。

(2) 从国际市场竞争情况看，我国凭借完善的配套供应链体系、精准的客户标准把握及突出的成本控制等优势，逐渐成为全球医用敷料重要的采购区域之一，崛起了一批以稳健医疗、奥美医疗和振德医疗为代表的大型医用敷料企业，我国也凭借内需市场的庞大技术及显著成长速度成为全球医用敷料市场最具发展潜力的地区。

细分市场发展状况：

(1) 手术室感染控制产品市场 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呈持续增长态势。根据公司财报引用的CMI机构统计，手术室感染控制产品国内市场规模预计将于2026年达到36.88亿美元，年均复合增长率4.9%。

手术室感染控制产品可分为重复使用型和一次性使用型，相较于重复使用型产品，一次性手术感染控制产品将成为行业发展趋势，主要系：第一，能够显著降低交叉感染风险，根据公司财报引用的Coherent机构报告，一次性手术室感染控制产品能够使得手术中的交叉感染风险降低60%；中华护理学会手术室专业委员会编制的《手术室护理实践指南》亦推荐手术室使用一次性无菌产品，来降低手术中的交叉感染风险。第二，一次性手术室感染控制产品在便利性、成本上相比重复使用产品亦具有优势。

相比于单个产品，定制化手术组合包产品因其可根据手术类型及医生需求定制的特点，能够更好地提高手术效率和安全性，同时能避免手术器械及材料浪费，降低医院成本及环境负担，因此定制化手术组合包的市场规模呈快速增长的趋势。根据公司财报引用的CMI机构统计，全球定制化手术组合包市场规模预计将于2026年增长至213.47亿美元，年均复合增长率为10.2%。其中，我国定制化手术组合包规模预计将上升至15.04亿美元，年均复合增长率12.2%，市场前景十分广阔。

(2) 高端伤口敷料产品市场：相较于传统伤口敷料，高端伤口敷料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。从全球趋势来看，多功能、新材质、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切，高端医用敷料产业将迎来良好的发展机遇。根据公司财报引用的QYResearch整理研究，2020年，全球高端伤口敷料市场规模达到58.46亿美元，预计2027年将达到72.30亿美元，年均复合增长率为3.08%。

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，产品品质已达到世界较高水准，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，人口老龄化，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。高端医用敷料领域未来有较大的国产替代空

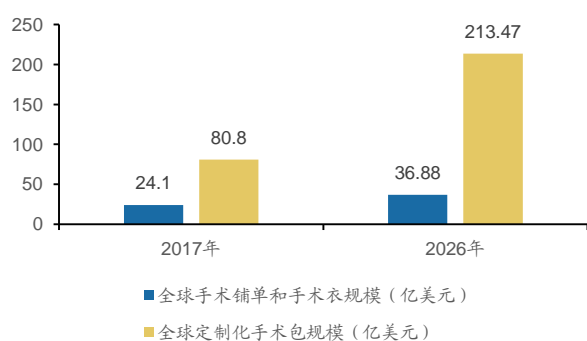
间，中国集中度将得到提升。

(3) 注射穿刺器械市场: 注射穿刺器械行业分为输注和穿刺两大类。其中输注类以输液器、注射器以及其他输注器械为主要产品，大多属于一次性医用耗材，需求量大。注射针注射器主要用于对人体肌肉、皮下、静脉注射药液用，是最常规的医疗器械；穿刺类产品丰富，主要指穿刺针类产品，包括护理类和专科类等。

根据公司财报引用的QYResearch研究，目前，我国注射穿刺器械行业主要呈现三大发展趋势。①从行业集中度看，随着省市医用注射穿刺器械产品带量采购兴起，大企业凭借规模优势有望占领更多市场，中小企业的生存空间将被进一步压缩，行业集中度呈现进一步提升的趋势。②从应用场景看，从原来的输注为主向更多场景延伸，临床需求带来的穿刺针产品需求主要包含多部位高端活检针、取卵等辅助生殖用针等。③从技术看，高端化、智能化、安全化将成为输注穿刺器械产品的技术发展趋势。根据公司招股书引用的QYResearch预计，预计2026年中国注射穿刺类器械销售额约达到367.5亿元。

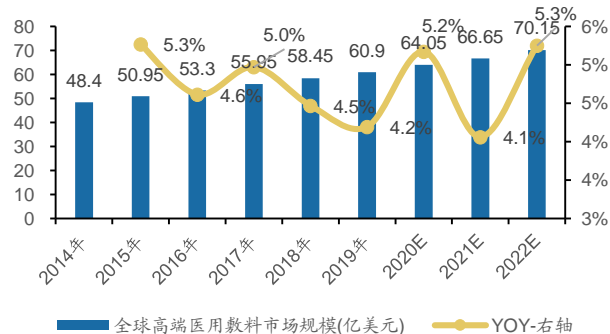
(4) 医用乳胶手套市场: 医用手套按照材质主要分为乳胶手套、丁腈手套、聚乙烯(PE)手套和聚氯乙烯(PVC)手套四种，根据适用场景又可分为医用外科手套、医用检查手套。其中乳胶手套具备高弹性及贴肤性等特点，在医用手套中占据重要地位。根据公司招股书引用的QYResearch数据，2021年全球一次性医用手套市场规模达到230.14亿美元，其中乳胶手套市场规模为69.9亿美元，占比达30.4%，预计乳胶手套将于2027年达到98.29亿美元的市场规模，年均复合增速达5.84%。

图22: 全球手术铺单手术衣、定制化手术包规模



数据来源: 公司招股书, CMI, 广发证券发展研究中心

图23: 全球高端医用敷料规模



数据来源: 公司招股书, BMI, 广发证券发展研究中心

产品结构: 稳健医疗产品覆盖伤口护理、感染防护、消毒清洁。公司医用耗材产品线由以纱布类产品为主的传统敷料产品拓展至针对更难愈合的慢性伤口的高端敷料产品，现主要包括医用耗材板块下的传统伤口护理产品、高端敷料产品、手术室耗材产品、感染防护产品、健康个护产品等类别。通过广泛采用具有先进水平的新技术、新工艺，加快技术创新和产品的研发，公司在高端敷料领域的技术水平已位于行业前列，有望打破国际大型医疗企业在该领域垄断，实现进口替代。从品质上看，公司产品获得国际认可，持有欧盟CE认证、美国FDA认证以及日本厚生省认证。

表4: 医用耗材板块主要产品种类及部分产品

产品门类	产品类别	主要用途	具体产品	部分产品图示
伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品	用于吸收伤口渗液、包扎伤口及运动防护	医用棉类、纱布类、绷带类等	
	高端伤口敷料	用于伤口护理, 为伤口提供湿性愈合环境, 减少敷料更换频率, 降低二次损伤	硅胶类敷料、藻酸盐敷料、超吸敷料等	
手术室耗材产品	手术室耗材	用于预防手术室感染	外科手套、手术组合包、手术衣等	
感染防护产品	感染防护	用于医护人员职业防护及患者隔离防护	口罩, 防护服, 隔离衣, 手套, 脚套, 帽子等	
健康个护产品	健康个护	用于伤口清理与消毒、日常健康护理	口鼻腔、医美个护、护理护具等	
其他产品	其他产品	用于健康管理以满足其医疗需求	注射穿刺产品、检测试剂盒等	

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

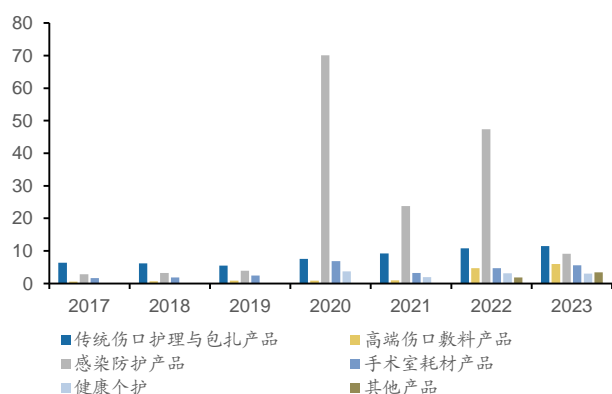
公司医用耗材 2021-2023 年分别实现收入 39.22/72.03/38.62 亿元, 同比 -56.03%/+83.65%/-46.74%。其中分产品:

2021-2023 年, 传统伤口护理与包扎产品收入分别为 9.25/10.78/11.53 亿元, 同比

+21.72%/+16.52%/+7.00%；高端伤口敷料产品收入分别为0.99/4.66/5.95亿元，同比+14.07%/+372.25%/+27.68%；手术室感染控制产品占收入分别为3.21/4.72/5.55亿元，同比-53.46%/+46.76%/+17.69%；疾控防护产品收入分别为23.78/47.35/9.12亿元，同比-66.09%/+99.14%/-80.73%；健康个护产品收入分别为1.99/3.16/2.99亿元，同比-46.48%/+58.75%/-5.49%。

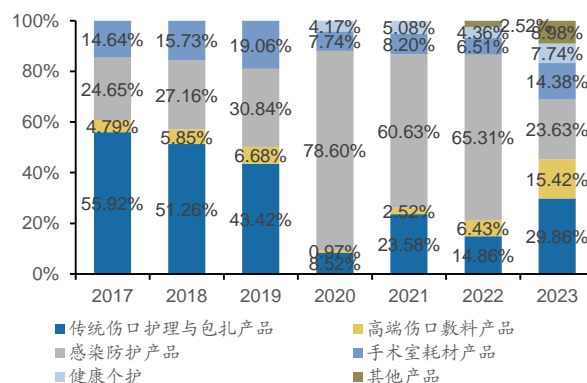
2023年，传统伤口护理与包扎产品、高端伤口敷料产品、手术室感染控制产品、疾控防护产品、健康个护产品的收入占医用耗材收入的比例分别为29.86%/15.42%/14.38%/23.63%/7.74%/8.98%。

图24: 公司医疗耗材分产品收入情况 (单位: 亿元)



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图25: 公司医疗耗材分产品收入占比情况



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

表5: 公司医用耗材类主要产品销售量及其同比变化情况

主要产品	纱布类		口罩		组合包	
	销售量	YOY	销售量	YOY	销售量	YOY
单位	吨	%	万片	%	万包	%
2019	6,856.84	-23.52%	41,023.65		3,735.98	12.74%
2020	6,104.92	-11.08%	338,900.27	726.11%	2,964.26	-20.66%
2021	5,919.75	-3.03%	337,060.18	-0.54%	3,767.56	27.10%
2022	7,173.86	21.19%	596,641.63	77.01%	3,393.69	-9.92%
2023	7,044.14	-1.81%	223,322.00	-62.57%	4,049.36	19.30%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

产能利用率: 公司医用耗材业务中, 纱布类产品保有一定的柔性生产空间; 口罩类产品2023年产能利用率大幅下降; 组合包产品产能利用率一直维持高位; 全棉水刺无纺布产能利用率相对稳定。

产销率: 以销定产, 产销率基本接近100%。公司医用耗材业务主要以销定产, 因此各系列产品产销率均维持较高水平。其中, 2021-2023年纱布类产品的产销率分别为98.01%/103.11%/100.88%, 口罩的产销率分别为91.43%/98.38%/121.55%, 手术组合包产销率为100.11%/98.31%/98.12%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/515103232323012004>