

稳健医疗（300888.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年1月20日

徐靖泽
医药商业、个护用品
行业研究员

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	36.86
总市值	214.65亿
PE-TTM	24.55
PB-MRQ	1.87

估值结果

价值	311.48亿
DDM估值	上行空间 45%
状态	偏低估
价值	286.05亿
动态估值	上行空间 33%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

稳健医疗是一家以“棉”为核心，医疗和消费板块协同发展的大健康企业。医疗板块产品主要覆盖伤口护理、感染防护、健康个护等低值耗材，消费品板块产品覆盖纯棉柔巾、女性护理、家纺和服装等。

公司成长空间较好，主要系消费品板块中棉柔巾行业当前尚处成长期，渗透率较低，随着消费者健康意识提升以及产品在母婴护理、美妆等细分场景的应用增加，未来有望通过持续的消费者教育以及内容电商的种草推动渗透率持续提升。公司盈利趋势较好，消费品板块全棉时代品牌定位中高端，盈利能力较强。公司产业格局中等，医疗板块所处医用敷料行业进入壁垒较低，厂商众多导致格局十分分散。公司护城河较深，作为棉柔巾品类的开创者，全棉时代品牌具备一定知名度，市占率长期领先，多品类产品坚持采用100%全棉材质，长期被侵蚀的风险较小。

预计公司未来业绩增长一方面来自医疗板块高端敷料的国产替代和出海增量，另一方面来自消费品板块全棉时代棉柔巾渗透率的持续提升，以及线下门店的扩张。基于以上假设，公司当前估值偏低估。

我们区别于市场的观点

市场担忧公司于2024年9月收购美国GRI后，供应链可能受关税冲击导致盈利能力承压，若业绩不及预期可能引发减值。我们认为，根据公司交流，供应链已于2025年Q3全面恢复，受益于本土及近岸生产基地的扩展，客户信心有所增强，7-10月订单及业绩也显著好转。随着公司完成组织架构调整，将对GRI欧洲及亚太地区销售进行分管，同时通过数字化改造及智能制造赋能，进一步提升其生产与管理效率。

风险提示

电商平台竞争加剧：公司消费品的主要销售渠道为电商，若新品牌进入竞争加剧可能对其销售产生影响。

原材料成本波动：公司产品以棉为核心，棉花价格波动将对公司各板块盈利能力产生明显影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

稳健医疗的前身稳健实业有限公司于1991年成立，起家于医用敷料OEM业务，2000年改组成立创立自有品牌“winner稳健医疗”。2005年公司成功研发“全棉水刺无纺布”并获得发明专利，成为引领行业变革的划时代产品。2009年公司创立品牌“Purcotton全棉时代”，成功实现从医疗到消费品的业务模式变革。2020年9月于深交所上市，当前公司已发展为医疗和消费品双板块协同发展的大健康企业。

2. 业务介绍

对于稳健医疗公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医用耗材：

医用耗材是医疗机构开展日常医疗及护理工作的必须消耗品，公司业务所涉及的主要为低值医用耗材的生产与销售，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、健康个护等多领域产品。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内和境外。上游为原材料供应商，下游在中国境内主要为医院、零售药店以及国内电商平台，在境外主要为海外ODM/OEM客户和亚马逊电商平台等。

有纺制品：

有纺制品业务产品主要包括全棉时代品牌婴童服饰及用品、成人服饰和床上用品、卫浴用品等其他有纺制品。上游为原材料供应商，下游渠道主要为全棉时代线下门店、商超便利店等零售终端、大客户以及线上电商、自营官方商城和小程序等。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

无纺制品：

无纺制品业务产品主要包括全棉时代品牌干湿棉柔巾、奈丝公主品牌卫生巾以及面膜、化妆棉等其他无纺制品。作为品类的开创者，核心产品干湿棉柔巾市占率领先。上游为原材料供应商，下游渠道主要为全棉时代线下门店、商超便利店等零售终端、大客户以及线上电商、自营官方商城和小程序等。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

其他：

其他业务主要为公司名下自有物业对外租赁收入、销售生产过程中闲置的原材料销售以及其他如物流供应链管理、仓储服务等辅助性服务收入。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

图1：预测2025年收入占比

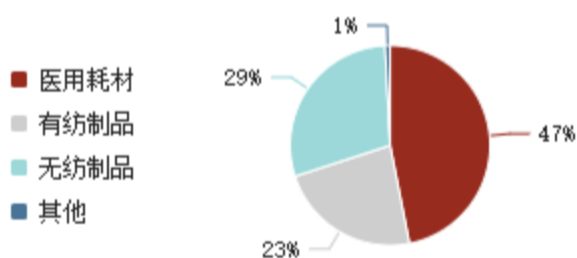
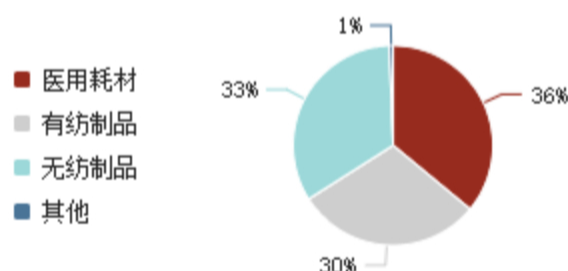


图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

数据来源：公司财报，壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第4页

3. 商业模式

公司作为自主生产的医疗和大健康企业，具备自有厂房和产线，资产强度较高。公司的主要产品具备较强的消费品属性，因此需要投入较高的营销强度增强消费者对品牌的了解以及终端渠道的推广，人力资源密集度也相对较高。公司业务众多，下游客户分散，客户集中度较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，2024年存货、固定资产和在建工程占总资产的比重约35%。稳健医疗作为自主生产型公司，其固定资产主要为生产厂房和产品所需的配套生产设备，资产投入较高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的营销强度较高，2024年销售费用率为25.2%。线下渠道在医用耗材方面为开拓医院和零售药店渠道需要一定销售费用，在消费品方面全棉时代直营门店需要支付租金和销售人员薪资，在商超和大客户方面也需要一定营销费用，实现场景渗透和终端下沉。线上渠道通过投入广告营销费用进行电商平台投流，签约品牌代言人、进行达人合作直播等，实现品牌推广和营销转化。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的人力资源密集度较高，员工主要由生产人员（占比约54%）和销售人员（占比约25%）组成。2024年公司人均创收57.4万元，人均薪酬12.1万元，人力资源密集度较高。

3.4 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司的客户集中度较低，2024年前五名销售客户仅占年度销售总额的12.6%。线下渠道在医用耗材方面主要面对医院、零售药店和海外客户，消费品方面主要面对各类渠道经销商和大客户，线上渠道直接面对消费者，因此客户集中度较低。

4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司成长能力和业务控制力较好，整体水平优于同行。但盈利能力中等，主要系销售费用率有所提升影响净利率，且股东回报能力一般，分红水平不高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力中等。2021-2022年受益于疫情，高毛利的医用防护产品需求旺盛，盈利能力较好。2023年后全球医用防护产品销售价格回落，公司发力消费品业务，销售费用率有所上升，盈利能力降至中等水平。2024年公司ROE约为6.1%，净利率为8.3%。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



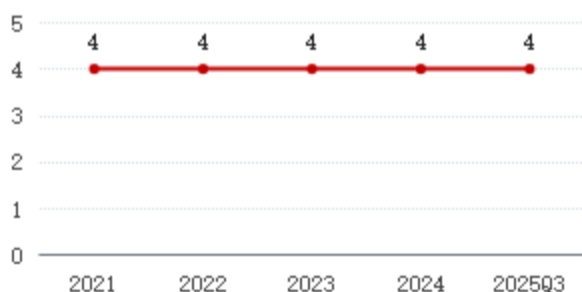
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力较好。2021和2023年因防疫相关产品销售回落以及棉花等原材料价格上涨，收入及毛利率有所下降。近年来随着防疫用品基数的逐步消化，以及消费品板块棉柔巾渗透率持续提升、中高端产品占比增加，成长星级持续回升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力较好。2024年公司的经营性现金流净额/营业收入比例为14.1%，上下游净占款/总资产比例为4.9%，均高于行业平均。公司对下游具备一定话语权，可以实现一定占款。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力中等，分红比例中等，2023-2025分红比例仅略高于50%。2024年分红比例为53.3%，股息率为1.07%，分红不高。

5. 四维评级

公司具有较好的成长空间，主要系医用耗材具备向高端敷料拓展的空间，无纺制品中棉柔巾的渗透率未来有望持续提升。公司具备较好的盈利趋势，主要系有纺和无纺消费品定位中高端，盈利能力较强，随着产品不断迭代和渠道拓展，市占率具备提升空间。公司护城河较深，主要系护城河可持续性较强，长期不易被侵蚀。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较好，预计未来5年收入CAGR约10-15%。医用耗材业务有望从传统敷料向高端伤口敷料拓展打开市场，并大力推进自主品牌出海。有纺制品将稳步进行门店扩张，长期开店具备较大空间，但公司更注重经营质量，未来增速更偏稳健。无纺制品中棉柔巾仍处成长期，随着渗透率的持续提升，未来有望实现快速增长。因此公司整体收入增长可期。

医用耗材(3.5星)：

公司医用耗材业务成长空间较好，预计未来5年收入CAGR约为15%。由于医用耗材是医疗机构开展日常医疗及护理工作的必须消耗品，随着未来老龄化带来医疗需求的不断增加，我国低值耗材市场有望保持稳健增长。公司也通过收购隆泰医疗从传统敷料向高端伤口敷料拓展，收购稳健平安增加注射穿刺类产品。一方面在国内有望承接高端敷料的国产替代空间，另一方面也将大力推进自主品牌的出海，整体业务有望实现快速增长。

有纺制品(3星)：

公司有纺制品业务成长空间中等，预计未来5年收入CAGR约为10%。有纺制品业务以线下门店销售为主，由于全棉时代婴童服饰、成人服饰等定位中高端，选址集中于国内一线及新一线城市高端商场，经测算预计短期门店数量可达500-600家，长期开店空间约1000-1200家。但公司更为注重单店质量，门店拓展速度相对保守，因此未来增速更偏稳健。

无纺布制品(4星):

公司无纺制品业务成长空间较好，预计未来5年收入CAGR约为15-20%。当前我国棉柔巾行业仍处成长期，随着持续进行的消费者教育和健康安全意识提升，棉柔巾进一步替代传统毛巾，预计未来渗透率将持续提升，提升路径主要受消费升级、场景拓展和渠道下沉驱动，有望维持较高增速。同理随着女性健康护理意识提升和产品迭代，奈丝公主卫生巾有望实现快速增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好。医用耗材产品虽差异化程度不高，但得益于公司拓展产品线，国内外业务均衡发展，盈利能力优于同行。有纺和无纺消费品均定位中高端，毛利率较高，为盈利提供稳健支撑。未来随着产品持续迭代、渠道拓展，市占率均有提升空间。

医用耗材(3.5星):

公司医用耗材业务盈利趋势较好，主要系公司国内市场开拓较早，经过多年发展国内外业务发展较为均衡，随着高毛利率的高端伤口敷料占比提升，业务整体毛利率水平领先同行。当前国内低值耗材行业较为分散，生产厂商数量众多，CR3仅约7%，公司为龙头，市占率排名第二。国内高端敷料领域几乎由外资品牌垄断，未来有待国产替代。同时我国也是医用敷料OEM出口第一大国，公司为三大出口企业之一。

有纺制品(3.5星):

公司有纺制品业务盈利趋势较好，主要系公司婴童服饰、成人服饰产品定位中高端，毛利率领先同行，为盈利提供稳健支撑。当前所处行业集中度不高，公司为二线龙头。随着公司婴童服饰由幼童向中大童延伸，成人服饰以家居、外出通勤、轻运动等六大场景为核心，未来市占率仍有提升空间。

无纺制品(3.5星):

公司无纺制品业务盈利趋势较好，主要系公司棉柔巾、卫生巾产品定位中高端，毛利率较高。棉柔巾行业较集中，线上CR5约35%，公司为龙头，综合市占率排名第一，随着棉柔巾渗透率提升、消费者对100%纯棉柔巾的认知与认可度增强，市占率仍有提升空间。卫生巾行业较集中，CR5约30%，公司为二线龙头，随着公司持续推进新品迭代以及品牌营销，未来市占率有望提升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，医用耗材和有纺、无纺消费品行业的进入壁垒都不算高，产品也无明显差异化。但公司产品上游原材料来源分散，下游客户面向渠道和消费者，在产业链具备一定议价能力。另外公司产品针对不同应用场景，在各领域被替代风险较小。

医用耗材(3.5星):

公司医用耗材业务产业格局中等，长期来看该行业产品差异化程度不高、产能进入壁垒较低。但其具备较高的渠道壁垒，需抢占医院、零售药店等分散的下游渠道，2024年公司已覆盖约6000家医院和23万家药店。由于公司医用耗材产品已基本覆盖低值耗材多数应用场景，被替代风险也较小。

有纺制品(3星):

公司有纺制品业务产业格局中等，长期来看婴童服饰和成人服饰差异化程度均不高、进入壁垒一般。公司下游主要通过线下门店和线上电商直接面向消费者，客户分散。但公司产品以“全棉、舒适”为核心卖点，定位中高端，具备一定的消费者需求，被替代风险较小。

无纺制品(3星):

公司无纺制品业务产业格局中等，棉柔巾和卫生巾都没有明显的进入壁垒，新兴品牌较易模仿并通过不同的流量入口抢占市场，产品差异化也不明显。但全棉时代作为棉柔巾的开创者，具备一定的品牌认知度，未来通过官媒背书以及持续的消费者教育有望增强，被替代风险也较小。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系医用耗材和无纺制品护城河表现较好，且未来可持续性较强。医用耗材主要护城河来源于线下渠道和规模经济，无纺制品主要护城河来源于品牌、产品力和线上渠道。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
医用耗材	(3星) 该业务的护城河宽度一般，经壹评级调整后的ROE为9.8%，ROIC为9.3%，低值医用耗材行业进入门槛较低，生产厂商众多，格局十分分散，公司在该渠道为龙头，市占率约占2.5%，排名第二。公司业务控制力较强，具备较好的议价能力。	(4.5星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河来源为线下渠道和规模经济。一方面公司在国内市场开拓较早，在医院、零售药店等线下渠道覆盖广度均优于同行，未来有望将此优势继续扩大，长期被侵蚀的可能性较低。另一方面公司产能遍布中国、美国、越南、多米尼加等全球各地，经过多年发展已形成规模优势，规模效应可带来单位固定成本的降低，未来也将加强公司国内外产能和供应链建设，整体未来不易被侵蚀。
有纺制品	(1.5星) 该业务的护城河宽度较差，经壹评级调整后的ROE为9.4%，ROIC为9%。婴童服饰和成人服饰行业格局分散，公司当前市占率较低，主要系公司婴童服饰主要定位0-6岁幼童、成人服饰也以家居服、内衣等为主，且定位中高端，价格带偏高，整体受众较为有限。	(4.5星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河为品牌和线下渠道。一方面公司坚持选用全球优质棉花，塑造了全棉时代“舒适、健康、环保”的产品心智，品牌带来的产品质量信任度较高，未来有望延伸到其他品类。另一方面，公司线下渠道直营门店数量中等，未来仍有较大扩张空间，且相比数量公司更重视单店经营质量，单店坪效领先同行，未来被侵蚀的可能性较低。
无纺制品	(3星) 该业务的护城河宽度一般，经壹评级调整的ROE为9.6%，ROIC为9.2%。一方面，棉柔巾行业尚处成长期，整体规模较小，格局较集中，公司作为龙头，市占率接近20%，长期排名第一。但另一方面，卫生巾行业格局分散，公司为二线龙头，奈丝公主市占率仅1%。	(4.5星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河来源为品牌、产品力和线上渠道。一方面公司作为棉柔巾品类开创者，品牌知名度较高，坚持选用全球优质棉花、用医疗级管理标准生产消费品，消费者对产品质量信任度较高，共同造就了较高的品牌和产品力，未来不易被侵蚀。另一方面公司线上渠道主要为天猫和京东等平台，线上市占率领先同行，营销投放的转化率较高，未来随着抖音等新兴平台的内容推广，有望进一步促进传统电商端的复购，可持续性较好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司未来业绩增长主要来自于：1) 医用耗材业务受高端伤口敷料和手术室耗材等产品需求增长拉动，随着公司在国内外产能持续布局、拓展销售渠道及加强本地化运营能力，业绩有望快速增长；2) 有纺制品业务通过线上线下全渠道布局，全棉时代门店提质增效，有望实现稳健增长；3) 无纺制品业务在消费者健康意识增强、棉柔巾渗透率不断提升，以及奈丝公主卫生巾品牌认可度增强的背景下，有望实现快速增长。基于壹评级的动态估值和DDM估值模型，公司当前估值偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务包括：医用耗材、有纺制品和无纺制品。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

对于医用耗材业务：

收入假设：

公司未来收入增长将主要由高端伤口敷料、手术室耗材和健康个护产品拉动，传统耗材预计将维持低个位数增长。高端伤口敷料具有不粘连伤口、不破坏新生组织、避免细菌感染的特点，伴随居民健康意识提升，国内外需求均有望增加。外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强，对手术感染控制产品和定制化手术包等产品需求将日益旺盛，受益于GRI并表，公司此方面业务有望快速增长。因此考虑到公司未来在国内外将持续加强产能、销售渠道及本地化运营能力，未来5年给予整体16%左右增长。

盈利能力假设：

前期疫情相关防疫产品带来的盈利波动已基本消化，后续随着高毛利的高端伤口敷料和健康个护产品占比的提升，医用耗材整体毛利率预计稳中有升，预计到半显性期将维持约38.5%。

对于有纺制品业务：

收入假设：

受新生儿人口数量波动影响，婴童服饰未来将通过增加中大童服饰占比改善增长趋势，预计维持个位数增长。成人服饰将以家居、外出通勤、轻运动等六大场景为核心进行规划，有望延续较快的增长趋势。随着婴童服饰及成人服饰在线下线上全渠道的布局，全棉时代成熟门店提质增效，新店持续扩张，同时无纺制品积淀的品牌力有望对有纺制品起到连带作用，整体未来5年给予10%左右增长。

盈利能力假设：

公司有纺制品定位中高端，价格带偏高，因此具备较高的毛利率。随着未来消费者对日常生活质量要求提升，预计未来远期毛利率可达约63%。

对于无纺制品业务：

收入假设：

1) 干湿棉柔巾：通过“绵≠棉”的消费者教育，以及产品使用场景创新，棉柔巾将从最初母婴护理的核心场景，拓展到洗脸、护肤以及美妆等基础场景。同时随着消费者健康安全意识提升，使用棉柔巾替代传统毛巾，线上通过内容电商种草、推出试用装等，再通过直播、传统电商转化，渗透率有望持续提升。因此未来5年给予其16%左右增长。

2) 卫生巾：奈丝公主产品主打100%全棉健康理念，前期卫生巾舆情事件加强了女性消费者的健康安全意识，亦对公司产品销售与品牌认可度提升构成催化。未来随着新品持续迭代，依靠医疗背景及央媒宣传背书，电商端投流带动销量排名提升，市占率有望加速提升。因此未来5年给予其25%左右增长。

盈利能力假设：

公司干湿棉柔巾及卫生巾均定位中高端，未来随着消费者健康消费水平提升，公司通过提升产品溢价能力、线上聚焦提升ROI，整体毛利率有望小幅提升至55.8%左右。

表2：公司整体业绩预测

稳健医疗	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	113.5	81.9	89.8	112.4	128.4	145.4	162.1	181.0
归母净利润(亿)	16.5	5.8	7.0	9.0	10.8	12.9	14.9	17.1
归母净利润增速(%)	33.2	-64.8	19.8	29.6	19.5	19.9	15.7	14.8
经营性净利润(亿)	15.5	4.3	6.3	8.9	10.8	13.1	15.2	17.6
经营性净利润增速(%)	53.2	-72.0	45.1	41.3	21.0	21.2	16.5	15.4
经营性归母净利润(亿)	15.3	4.0	5.9	8.4	10.1	12.3	14.3	16.5
经营性归母净利润增速(%)	50.8	-73.8	47.6	41.5	21.0	21.2	16.5	15.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医用耗材	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	72.0	38.6	39.1	52.8	60.0	67.9	75.7	84.5
收入增速(%)	83.6	-46.4	1.1	35.1	13.6	13.3	11.5	11.6
经营性净利润(亿)	9.2	1.7	2.1	3.3	4.0	4.9	5.9	6.7
经营性净利率(%)	12.8	4.4	5.4	6.2	6.6	7.3	7.7	8.0
经营性净利润增速(%)	96.4	-81.7	25.1	53.9	22.0	24.1	19.0	14.8
有纺制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.9	21.0	23.8	26.0	28.5	31.4	34.5	37.9
收入增速(%)	-1.5	11.2	13.2	9.3	9.8	10.1	9.8	10.1
经营性净利润(亿)	3.0	1.4	2.1	2.6	2.9	3.3	3.8	4.3
经营性净利率(%)	15.9	6.5	9.0	10.1	10.2	10.7	11.0	11.3
经营性净利润增速(%)	15.2	-54.7	57.7	22.3	11.2	14.9	13.3	13.3
无纺制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	21.7	21.6	26.1	32.8	39.0	45.1	50.9	57.4
收入增速(%)	1.4	-0.2	20.9	25.6	18.9	15.5	12.8	12.9
经营性净利润(亿)	3.2	1.3	2.0	3.0	3.8	4.7	5.5	6.5
经营性净利率(%)	14.7	5.9	7.7	9.1	9.8	10.5	10.8	11.3
经营性净利润增速(%)	15.9	-60.1	57.6	48.9	28.7	23.2	16.3	17.7
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.9	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
收入增速(%)	52.9	-35.1	34.1	7.5	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	9.5	4.6	6.1	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
经营性净利润增速(%)	24.9	-68.9	80.2	13.9	5.1	4.9	5.1	4.9

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
无纺制品	9.8%	中等+	较好	强	7.5%	20.5	5.8
医用耗材	8.8%	中等	较好	强	6.8%	22.58	6.2
其他	3.0%	中低	一般	一般	6.0%	16.71	0.1
有纺制品	7.2%	中等	较好	强	6.8%	22.58	4.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
无纺制品(亿)	-10.4	89.3	78.9	4.8	-	-	83.8
医用耗材(亿)	3.1	107.0	110.1	5.1	-	-	115.2
其他(亿)	0.1	0.9	1.0	0.1	-	-	1.1
有纺制品(亿)	12.0	68.9	80.9	5.2	-	-	86.0
公司整体测算(亿)	4.8	266.1	270.8	15.2	-	-	286.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
无纺制品(亿)	3.0	75.0	78.0	4.8	-	-	82.8
医用耗材(亿)	33.1	97.5	130.6	5.1	-	-	135.7
其他(亿)	0.4	0.7	1.1	0.1	-	-	1.2
有纺制品(亿)	31.7	54.9	86.6	5.2	-	-	91.8
公司整体测算(亿)	68.2	228.1	296.3	15.2	-	-	311.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性一般，主要系公司历史收入和盈利能力波动性受疫情影响波动较大。公司与市场积极交流，消费品相关电商销售数据具备一定的可持续跟踪性。但线下渠道销售情况较难以跟踪，且公司产品众多数据无法尽数获取，消费者习惯日益变化，整体较难以定量预测，因此对估值确定性星级有所拖累。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。