

## 稳健医疗深度报告

# 以棉为轴， 守初心探前路



### 分析师及联系人

• 于旭辉

(8621)61118735

yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490518020002

• 马榕

(8621)61118735

marong@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490518120001

• 蔡方羿

(8621)61118723

caify@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490516060001

• 米雁翔

(8621)61118723

miyx@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490520070002

稳健医疗(300888)

## 以棉为轴，守初心探前路

### ● 医疗消费协同发展的优质大健康企业

公司成立于 1991 年，以医用敷料出口起家，通过对产品质量的严要求、强管控，逐步奠定了在传统敷料出口市场的头部地位，近年来稳居国内第二。随后公司于 2005 年自主研发全棉水刺无纺布技术，并将其创新性地应用至消费品，开发出了棉柔巾、全棉表层卫生巾等无纺消费品，并于 2009 年成立全棉时代品牌，以医疗为背书切入消费领域。2018 年公司成立津梁生活，产品涵盖美妆、香氛、洗护等 8 大产品专区，以非全棉的品类释放潜在消费空间。坚守“舒适、健康、环保”的初心，公司现已打造了稳健医疗+全棉时代+津梁生活的品牌矩阵，旨在实现医疗与消费协同发展的大健康领军企业。受益于防疫用品的带动，公司 2020 年业绩表现亮眼。

### ● 传统敷料业务出口优势确立，疫情催化内销契机

基于技术、规模优势和客户资源，公司传统医用敷料业务头部地位稳固，近年着力优化产品结构和客户结构、发力内销市场、提升盈利能力、探索多元发展前景。具体来看，在传统医用敷料外销市场增速平稳下，公司创立自有品牌开拓内销及新兴经济市场，重点布局高端医用敷料市场，发力渠道、深耕研发以实现进口替代；公司亦积极布局国内仍有较大发展空间的传统医用敷料、一次性手术室感染控制产品、定制化手术组合包等市场，把握住疫情防控带来行业扩容，以及公司渠道扩张与品牌知名度提升的契机。预计在渠道拓宽、加码研发、品牌力提升、加大产品在医疗领域的宣传推广下，公司自有品牌在内销市场的发展空间将进一步打开。

### ● 健康生活消费品为另一大支柱业务，渠道改善空间清晰

公司基于升级品类的愿景布局消费市场，凭借前瞻的研发意识、渠道布局、医疗背书逐渐形成差异化的竞争优势。产品端，无纺消费品中棉柔巾基于技术和成本优势已掌握了定价权，卫生巾等产品势能逐步释放；有纺消费品主打全棉制品服饰，以直营大店为载体，凭借无纺引流+差异化竞争+品牌背书持续扩大规模。渠道端，无纺电商为主、有纺直营为主。据测算，在直营优化面积、调整位置后，盈利能力修复空间大；而在数字化推进线上线下融合后，未来以小程序为主的自有平台占比提升亦能平滑传统电商平台成本趋升对盈利的扰动。另外，加盟等新渠道有望为公司盈利增长带来持续贡献。

### ● 医用耗材拥抱新格局，健康生活消费品成长空间大

医用耗材：疫情催化行业的扩容和规范化，公司作为头部企业将充分受益；同时疫情为公司渠道拓宽和品牌力提升带来契机，产品推广预计更加通畅，内销前景可期。健康生活消费品：无纺竞争力强，有纺消费品延伸了客群和渠道，在原有渠道盈利改善清晰、新渠道拓展空间大的背景下，未来成长可期。预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 17.3、20.9、26.0 亿元，同比-54.6%、+20.5%、+24.9%，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示：

1. 零售环境恶化的风险；
2. 拓店不及预期的风险；
3. 市场竞争加剧的风险等。

报告日期	2021-05-27
联合研究	公司深度
评级	买入   首次
当前股价(元)	135.01

#### 公司基本数据

总股本(万股)	42,649
流通 A 股/B 股(万股)	4,796/0
资产负债率	19.15%
每股净资产(元)	25.65
市盈率(当前)	14.50
市净率(当前)	5.26
12 个月内最高/最低价(元)	209.31/109.5

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究

## 目录

以棉为核心，医疗及消费板块协同发展 .....	6
医用耗材：外销为基，内销拥抱新格局 .....	8
传统敷料市场，国内增速优、存整合空间 .....	8
细分市场潜力大，渠道重要性高 .....	10
出口优势确立，疫情催化内销契机 .....	11
全棉水刺无纺布：技术领先，树立标杆 .....	16
健康生活消费品：产品奠基，渠道修复可期 .....	18
无纺消费品：产品领先、品牌赋能 .....	19
锚定升级市场，空间广 .....	19
差异化品类、渠道布局 .....	24
有纺消费品：产品与渠道的延伸 .....	28
注重优质赛道，与同业错位竞争 .....	28
解构渠道：盈利存改善空间 .....	29
线上：重私域、强化会员运营 .....	30
线下：重提效、调整展店计划 .....	32
津梁生活：健康生活平台，第三增长曲线 .....	34

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司品牌矩阵及主要产品 .....	6
图 3：公司近三年研发费用率在可比公司中均处于较高水平 .....	7
图 4：公司专利情况 .....	7
图 5：2020 年公司收入、归母净利润同增 174%、598% .....	7
图 6：2020 年公司毛利率、净利率分别为 59.5%、30.5% .....	7
图 7：2017-2019 年健康生活消费品为主要收入来源 .....	8
图 8：公司各业务收入与毛利率表现 .....	8
图 9：公司股权结构、4 大员工持股平台及主要合伙人梳理 .....	8
图 10：2014-2018 年全球医用敷料市场 CAGR 仅 2.5% .....	9
图 11：医用敷料出口格局较为稳定 .....	9
图 12：2014-2020 年中国医用敷料市场规模及增速 .....	9
图 13：部分国内医用敷料企业自有品牌成立时间梳理 .....	9
图 14：稳健医疗的国际市场布局 .....	12
图 15：医用耗材业务销售渠道 .....	13
图 16：2016-2019 年，除伤口与包扎护理产品外，其余产品稳定增长 .....	13
图 17：境外是医用耗材的主要销售地区，但近年占比趋势下降 .....	13
图 18：2016-2019 年传统敷料为主要收入来源 .....	13

图 19: 近四年医用耗材毛利率持续提升 .....	14
图 20: 2016-2019 年, 境内业务增速均高于境外 .....	14
图 21: 前三大医用敷料出口企业对比 .....	14
图 22: 公司医用敷料业务毛利率优于行业平均 .....	14
图 23: 2020 年公司内销渠道大幅拓宽 .....	15
图 24: 公司 3 月成立稳健学院, 4 月参加第三届健博会发布新品 .....	15
图 25: 2020 年医用耗材三大品类中处于研发或注册阶段的项目 .....	15
图 26: 医用耗材业务医疗器械注册证统计 .....	15
图 27: 2019 年我国无纺布产量为 621 万吨 .....	16
图 28: 纺粘、针刺、水刺为三大无纺布工艺 (2019) .....	16
图 29: 2015-2018 年全棉水刺无纺布扩产速度达 20% .....	16
图 30: 2014-2020 年稳健医疗全棉水刺无纺布产能 CAGR 达 38.5% .....	16
图 31: 2011-2019 年代表性纺织原料年度均价一览 (元/吨) .....	17
图 32: 公司全棉水刺无纺布收入及其增速 .....	18
图 33: 公司全棉水刺无纺布业务经营情况 .....	18
图 34: 健康生活消费品主要产品概览 .....	19
图 35: 健康生活消费品主要产品收入及毛利率 .....	19
图 36: 近年来纸巾市场规模增速较为平稳 .....	20
图 37: 超市渠道销售占比持续下降, 但仍为第一大销售渠道 .....	20
图 38: 棉柔巾市场增长迅速, 2016 至 2018 年市场扩容三倍 .....	20
图 39: 棉柔巾渗透率从 2017 年的 0.7% 提至 2019 年的 6.8% .....	20
图 40: 淘系平台中, 天猫是棉柔巾销售的主要渠道 .....	22
图 41: 棉柔巾作为新兴品类, 消费者对其性能关注度高 .....	22
图 42: 具有新材质概念、进阶功效的棉柔巾产品消费增长迅速 .....	22
图 43: 近两年中国卫生巾消费呈现量缩价增的趋势 .....	23
图 44: 中国卫生巾销售均价自 2010 年起快速提升 (美元/100 片) .....	23
图 45: 2019 年湿巾市场规模为 87.8 亿, 2013-2019 年 CAGR 为 13.2% .....	24
图 46: 中国湿巾渗透率较其他地区相比处于偏低水平 (2019) .....	24
图 47: 无纺消费品各核心品类营收 (亿元)、渠道结构、毛利率情况 .....	25
图 48: 稳健医疗核心无纺消费品近 4 年销售量、销售均价变化 .....	25
图 49: 代表性棉柔巾定价一览 (元) .....	26
图 50: 2017-2019, 稳健医疗全棉水刺无纺布卷材吨成本下移、毛利率提升 .....	26
图 51: 6 月与 11 月促销期间全棉时代价格弹性更强 .....	26
图 52: 奈丝公主与丁香医生联名的爆款纱布卫生巾, 主打轻薄、干爽透气、全棉面层 .....	27
图 53: 联合薇娅推广奈丝公主卫生巾 .....	27
图 54: 全棉时代在 2019&2020 年婴儿湿巾品牌中均位列第二 .....	27
图 55: 童装行业为服装行业中的高景气赛道 .....	28
图 56: 棉质面料是消费者购买童装材质的首选 .....	28
图 57: 有纺消费品各核心品类营收 (亿元)、渠道结构、毛利率情况 .....	29
图 58: 电商中无纺用品收入占 77%、直营中有纺用品收入占 77% .....	30
图 59: 线上渠道复合增速更优 .....	30
图 60: 2017-2019 年直营门店销售占比趋势提升 .....	30

图 61: 2017 年以来线下渠道开店提速, 小店占比提升 .....	30
图 62: 健康生活消费品在各电商平台的收入及复合增速 .....	30
图 63: 各电商平台不同销售模式的收入占比(2019) .....	30
图 64: 全棉时代的私域流量运营机制 .....	32
图 65: 公司 500 平方米以上的大店坪效显著低于小店 (2020) .....	32
图 66: 2020 年公司各品牌门店数 .....	34
图 67: 津梁生活门店形象、品牌特色与会员机制 .....	35
表 1: 新版《医疗器械监督管理条例》梳理 .....	10
表 2: 传统医用敷料与高端医用敷料的比较 .....	10
表 3: 手术感染控制产品中两大细分市场梳理 .....	11
表 4: 稳健医疗医用耗材业务主要产品梳理 .....	12
表 5: 无纺布行业主要参与者业务表现一览 (2019 年, 万吨、万元、万元/吨) .....	18
表 6: 棉柔巾行业竞争格局 .....	21
表 7: 女性卫生用品需求端的差异判断创新方向 .....	23
表 8: 各品牌棉柔巾的各项指标表现 .....	26
表 9: 健康生活消费品电商渠道盈利表现 .....	31
表 10: 健康生活消费品直营门店盈利能力及单店表现 .....	33
表 11: 三种情景假设下直营门店盈利能力修复测算 .....	33



以棉为核心，医疗及消费板块协同发展

以“棉”为核心，旨在通过“winner 稳健医疗”、“Purcotton 全棉时代”、“PureH2B 津梁生活”三大品牌实现医疗及消费板块协同发展的医疗健康企业。1991年公司前身“珠海稳健”成立，创立初期主要从事纱布、棉签等传统医用敷料海外OEM业务。2000年创立“winner 稳健”品牌后逐渐开拓国内医用敷料市场。2009年创立“Purcotton 全棉时代”品牌，成功实现了医用敷料产品向家用产品的拓展，“医疗+消费”协调发力。2019年公司创立“PureH2B 津梁生活”品牌，致力于打造能够覆盖美妆、个护、运动等的健康美丽生活需求的一站式零售平台。通过持续创新及不断拓展产业边界，公司将业务从单一的纱布类医用敷料生产拓展至医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等领域。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

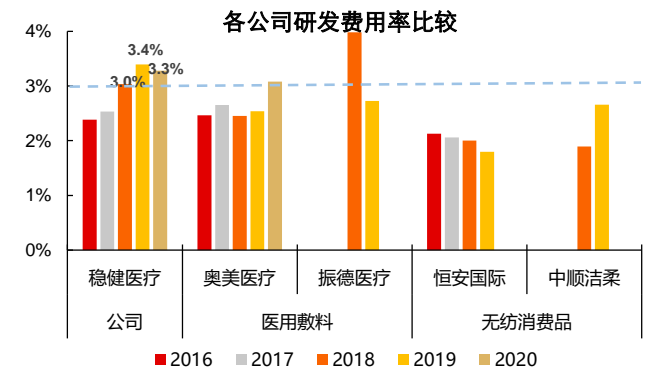
图 2：公司品牌矩阵及主要产品

品牌	成立时间	愿景及地位	主要产品
 winner 稳健医疗	2000	<b>愿景：</b> 为医疗单位提供全球领先的伤口护理和感染防护解决方案 <b>地位：</b> 起家业务	<b>医用敷料：</b> 传统医用敷料：伤口与包扎护理产品 高端医用敷料：硅胶类、负压引流等敷料 手术室感染防护产品：手术包、手术衣 消毒清洁产品：棉卷、棉球
 Purcotton 全棉时代	2009	<b>愿景：</b> 全棉改变世界 <b>地位：</b> 实现了由医疗领域向消费领域拓展	<b>日用消费品：</b> 无纺：棉柔巾、卫生巾、湿巾、纸尿裤 有纺：家居服、内衣、棉袜、浴巾、床上用品
 PureH2B 津梁生活	2019	<b>定位：</b> 打造以服务体验和体验为核心的健康美丽生活平台 <b>地位：</b> 第三增长曲线	<b>非全棉的日用消费品：</b> 涵盖美妆、香氛、洗护、食品、保健、家居、运动、茶饮等8大产品专区

资料来源：公司官网，公司公告，天猫旗舰店，长江证券研究所

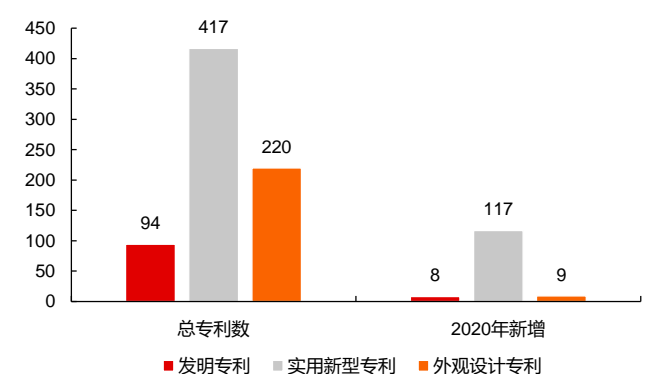
**注重研发投入，深化技术领先优势。**公司是国内最早建立从上游棉花采购到纺纱织布的医用纱布全产业链，成为灭菌后纱布直接对外出口的企业之一，在传统的医用敷料市场中产品质控和技术领先。随后为解决医用纱布易掉纱线头引起伤口感染甚至引发医疗事故的问题，公司于2005年自主研发全棉水刺无纺布技术，但在行业标准尚未制订、技术推广受阻的背景下，公司将其应用至消费品，开发出了以全棉水刺无纺布为主要原材料的棉柔巾、湿巾等消费品，并陆续将其创新性地应用至卫生巾、纸尿裤等。无论是医疗还是消费品领域，公司重视研发，不断深化技术上的领先优势筑就产品壁垒和品牌背书。2020年公司研发费用为4.11亿元，同增165%，近三年研发费用率在可比公司中均处于较高水平。招股说明书显示，公司在途研发项目20项，均围绕主营业务展开，研发周期在1-3年之间，为行业前沿技术，具有一定竞争优势。截至2020年，公司共有发明专利94项、实用新型专利417项、外观设计专利220项，涵盖原材料、工艺&制造方法、成品，全产业链研发。

图 3：公司近三年研发费用率在可比公司中均处于较高水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

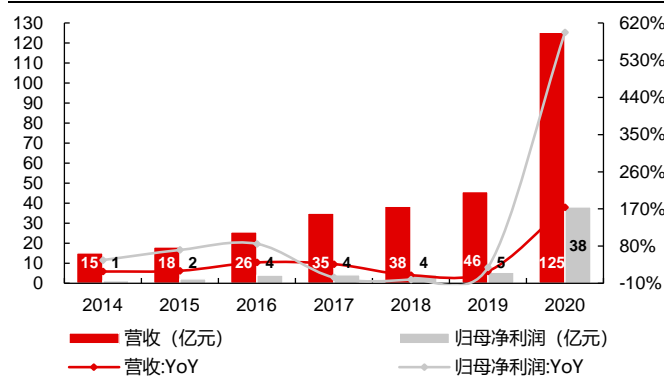
图 4：公司专利情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

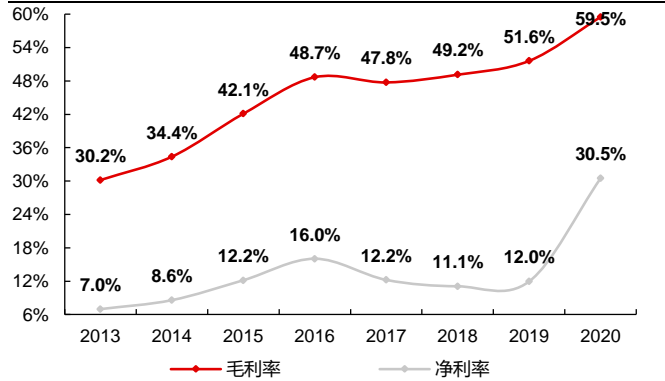
**短期疫情带动医用防护物资需求激增，公司 2020 年业绩表现亮眼。**受 2020 年防疫物资需求带动，公司医用耗材收入增长显著，叠加全棉时代拓展小程序、直播等新兴渠道，整体经营表现亮眼。2020 年度实现营收、归母净利润 125.3、38.1 亿元，同比增长 174%、598%，2015-2020 年 CAGR 分别为 47.1%、76.8%，收入与利润均大幅增长。高毛利的医用防护产品占比提升下，公司 2020 年毛利率同增 7.9pct 至 59.5%，净利率同增 18.5pct 至 30.5%，盈利水平大幅提升。

图 5：2020 年公司收入、归母净利润同增 174%、598%



资料来源：Wind，长江证券研究所

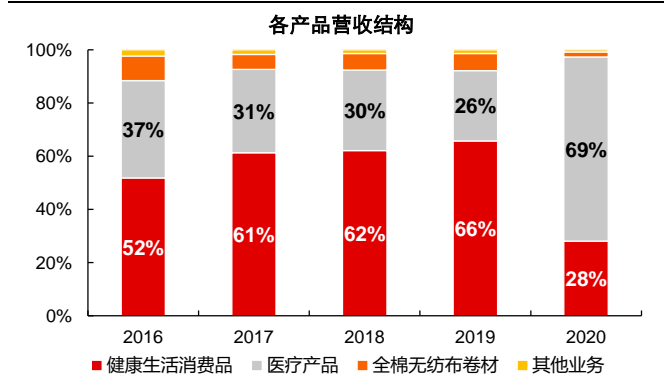
图 6：2020 年公司毛利率、净利率分别为 59.5%、30.5%



资料来源：Wind，长江证券研究所

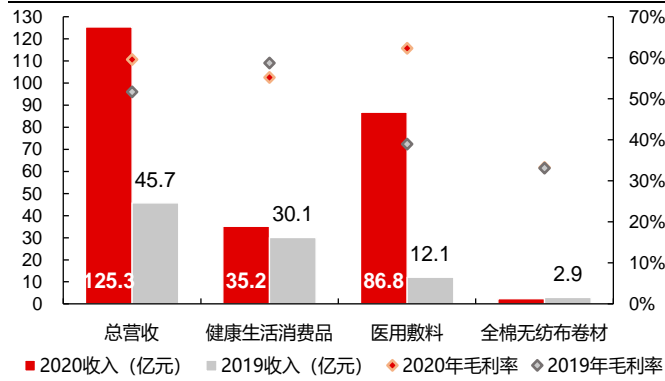
**分业务来看，疫情催化医用耗材业务表现，健康生活消费品成长为另一大支柱业务。**2017-2019 年健康生活消费品贡献了主要的收入和利润，2019 年对收入和毛利的贡献为 65.8%、74.8%；医疗耗材作为传统的起家业务，发展稳健，2016-2019 收入 CAGR 为 9.0%。疫情影响下 2020 年公司医用耗材业务同增 616%至 86.8 亿元，占比同比提升 42.8pct 至 69%；健康生活消费品则在自有电商平台高增、新品势能释放的带动下，收入同增 17%至 35.17 亿元；全棉无纺布卷材收入同降 19%，主因下游防疫产品需求旺盛，公司优先满足自产，对外销售减少所致。

图 7：2017-2019 年健康生活消费品为主要收入来源



资料来源：公司公告，长江证券研究所

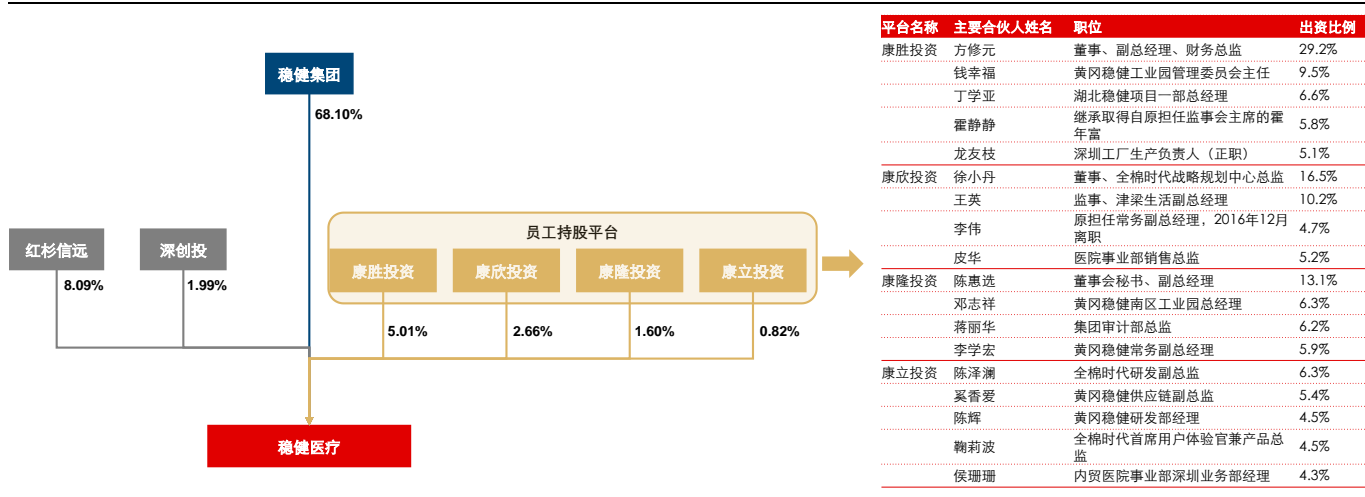
图 8：公司各业务收入与毛利率表现



资料来源：公司公告，长江证券研究所

**李氏家族持股集中，推进合伙人激励。**公司实控人为李建全，李建全、谢平和李晓远合计持有稳健集团 100% 的股份，稳健集团直接持有稳健医疗 68.10% 的股份，股权集中。其中，李建全和谢平为夫妻、李建全与李晓远为父子。公司 2013 年成立了康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资 4 大员工持股平台，合计持有公司 10.09% 股份，覆盖各业务条线上百名核心员工，员工激励充分。

图 9：公司股权结构、4 大员工持股平台及主要合伙人梳理



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 医用耗材：外销为基，内销拥抱新格局

公司是国内最早实现灭菌后纱布成品直接对外出口的企业之一，出口产品以纱布、绷带、棉签等传统医用敷料为主，在传统敷料出口市场中头部地位稳固。在全球行业发展平缓叠加传统医用敷料生产逐步向人力成本更低的东南亚国家转移的趋势下，公司医用耗材发展重心逐步转变为：依托自有品牌“winner 稳健医疗”，加大对内销市场的开拓，以及布局国内高端伤口护理敷料、手术室感染防护等高附加值、更具增长潜力的细分市场。

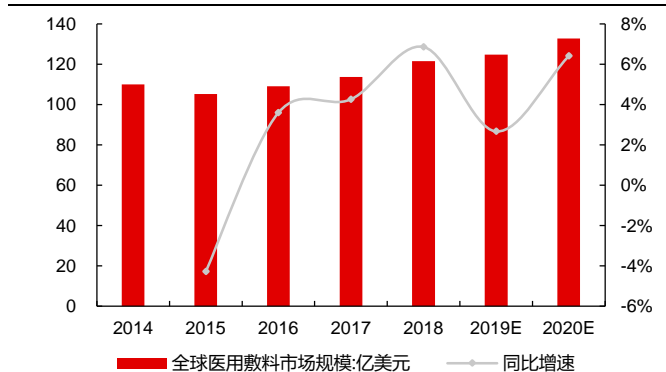
## 传统敷料市场，国内增速优、存整合空间

传统医用敷料海外市场增速平稳，头部出口企业格局稳固。20 世纪 90 年代起，发达国家逐渐将医用敷料中劳动力需求较密集、附加值较低的传统伤口护理产品的生产环节转移至亚洲、南美等地区和国家。中国凭借人力成本优势和产业链优势，承接了传统医用



敷料的产业转移，现中国已成为全球最大的医用敷料出口国。2019 年中国医用敷料出口额达 27.16 亿美元，预计占全球医用敷料 22% 的市场份额，出口优势产品以药棉、纱布和绷带等天然材料类医用敷料为主。近年来全球医用敷料行业发展平稳，据 BMI Research 统计，2014-2018 年全球医用敷料市场规模由 111.01 增至 121.58 亿美元，CAGR 为 2.5%，同期中国医用敷料出口金额 CAGR 仅 0.7%。医用敷料出口市场中，头部企业凭借品质控、规模优势和客户资源，地位稳固。

图 10：2014-2018 年全球医用敷料市场 CAGR 仅 2.5%



资料来源：BMI Research，长江证券研究所

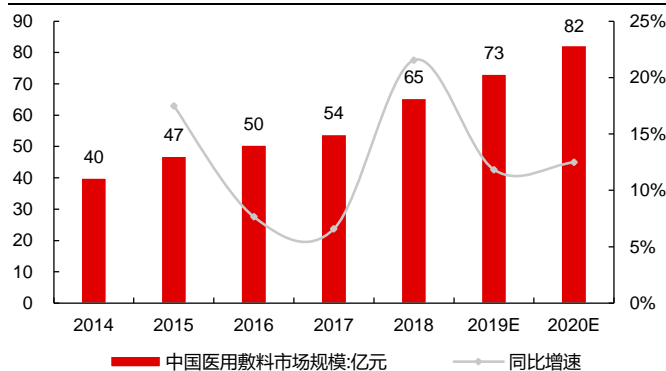
图 11：医用敷料出口格局较为稳定

排名	2017	2018	2019
1	奥美医疗	奥美医疗	奥美医疗
2	稳健医疗	稳健医疗	稳健医疗
3	振德医疗	振德医疗	振德医疗
4	普尔德医疗	普尔德医疗	施洁医疗
5	施洁医疗	施洁医疗	普尔德医疗

资料来源：医保商会，长江证券研究所

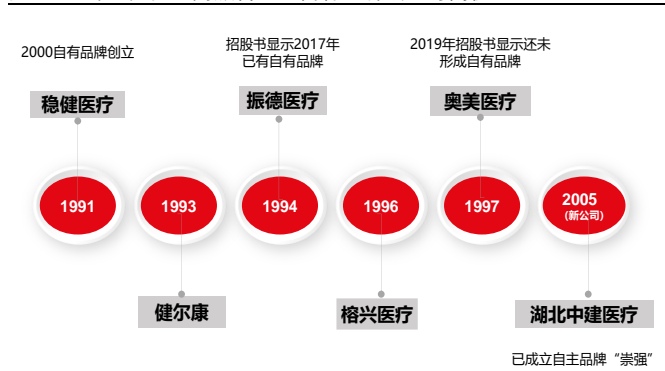
国内行业增速大幅领先于全球平均，头部出口型企业以自有品牌布局内销市场。随着健康意识及医疗水平的提升，国内传统医用敷料市场需求日益扩大。2018 年中国医用敷料市场规模为 65 亿元，2014-2018 年 CAGR 达 13%，市场增速显著优于全球。在出口市场增长放缓以及内需市场前景向好的背景下，头部医用敷料出口型企业加大对国内市场的开拓。此外，疫情提高了国家对医用耗材行业的关注度，推动了行业进一步扩容以及规范化发展，预计医用敷料在公共卫生领域、医护专业领域、个人卫生领域的渗透率会逐步提高。2020 年 6 月，中央全面深化改革委员会审议通过了《关于健全公共卫生应急物资保障体系的实施方案》，2020 年 7 月发改委下达卫生领域 2020 年卫生领域中央预算内投资，共安排 456.6 亿元，支持全国 31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团加强公共卫生防控救治能力建设。

图 12：2014-2020 年中国医用敷料市场规模及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 13：部分国内医用敷料企业自有品牌成立时间梳理



资料来源：各公司公告，各公司官网，长江证券研究所

国内市场以低价竞争为主、格局分散，政策指引下市场规范化有望带动行业整合。就市场格局而言，国内医用敷料市场发展时间短，相应的监管体系尚不完善、标准较低，企业以同质化较高的天然材料类敷料、低价竞争为主，据稳健医疗 2017 年招股说明书，

中国传统医用敷料在医用敷料行业占比约为 80%。CFDA 南方医药研究所数据显示，国内医用敷料行业 CR3 不足 10%。因此，国内医用敷料市场较为分散，业内参与者以小规模地方性企业居多，品牌识别度和影响力都相对较低；但 2021 年 6 月 1 日将实施新版《医疗器械监督管理条例》，条例实行新的器械注册人制度，即医疗器械注册人是医疗器械产品的“出品人”，对研制、生产、经营、使用全过程的医疗器械安全性、有效性依法承担责任。该条例有利于产业集中，提高优质企业的竞争力。预计伴随行业政策趋于成熟、企业规模化效应释放，头部企业集中度提升空间大。

表 1：新版《医疗器械监督管理条例》梳理

主体人	主要修订内容	意义
医疗器械注册人、备案人产品负责的相关要求	医疗器械注册人、备案人对医疗器械研制、生产、经营、使用全过程的安全性、有效性依法承担责任。	新《条例》正式确立医疗器械注册人和备案人制度，推动上市许可持有人制度全面实施。新《条例》正式将医疗器械注册人、备案人制度在行政法规层面予以落实，并将其从试点制度上升到在全国范围内均适用的基本制度。
医疗器械注册人、备案人委托生产的相关要求	医疗器械注册人和备案人应对所委托生产的医疗器械质量负责，受托生产企业对生产行为负责，并接受委托方的监督。	提高违法成本，保障人民群众健康，给守法企业营造公平的竞争环境。
相关主体人	大幅提高罚款幅度、加大行业和市场禁入处罚力度、增加“处罚到人”规定。	

资料来源：司法部，市场监管总局，药监局，健康界，长江证券研究所

## 细分市场潜力大，渠道重要性高

除传统敷料外，细分市场里高端医用敷料、手术室感染防护等产品的渗透率较低。全球市场中，2018 年高端医用敷料渗透率为 48%。由传统医用敷料在行业内占比约 80%，可估计高端敷料在我国渗透率低于 20%，距离全球平均水平仍有一半以上的提升空间。而手术室感染控制产品中的一次使用型及定制化组合包，作为更加环保、便利的升级产品，空间也值得期待。

### ➤ 高端医用敷料：进口替代空间大

**纵向渗透率存在提升空间。**相较传统棉质医用敷料，高端伤口敷料的技术门槛高，主要针对更为复杂的伤口护理，具有加速创面修复、降低综合治疗成本等优点。从全球趋势来看，随着“湿疗法”的普及、人口老龄化下糖尿病溃疡和静脉曲张溃疡患病率的增长，下游市场对具有更好效能和更高护理效率的医用敷料的需求日渐迫切，传统的棉纱布越来越多地被新端医用敷料取代。早在 2010 年，欧洲市场新型敷料渗透率已经达到了 62.2%，预计中国高端医用敷料还有很大的提升空间。

表 2：传统医用敷料与高端医用敷料的比较

	适用场景	代表产品	作用	特点
传统医用敷料	普通伤口	纱布、绷带、药棉	主要为纱布类敷料，被动覆盖在创面上，为创面提供保护作用	<b>技术门槛低、附加值低</b> <b>优势：</b> 价格便宜 <b>劣势：</b> 易粘连，导致伤口二次创伤，需频繁更换
高端医用敷料	适用于慢性伤口愈合场景，如：糖尿病足、大面积烧伤、创伤等	透明薄膜类敷料、水胶体敷料、藻酸盐类敷料、泡沫类敷料	1) 以湿性伤口愈合理论为基础，缩短伤口愈合时间； 2) 敷料不会与伤口新生肉芽组织粘连，减少伤口感染的机会	<b>技术难度较大、附加值较高</b> <b>优势：</b> 减轻换药痛苦、加速创面修复、减少换药次数、降低综合治疗成本、换药操作简便易行 <b>劣势：</b> 价格高

资料来源：稳健医疗招股说明书，奥美医疗招股说明书，环球医药网，长江证券研究所

**横向有望实现国产替代。**目前国内高端医用敷料市场主要由施乐辉、Acelity、V.A.C. Therapy 等国际厂商占领，这些国际厂商自研能力强，且产品种类丰富，通过与医院医师、学术专家合作推广，已建立了在高端敷料的话语权，和医疗机构形成了稳定、高粘性的合作关系。国内切入该领域的企业以传统医用敷料龙头为主，但研发能力尚有所欠缺，产品种类&规格较少，但同类产品价格有明显优势。整体来看，渠道是实现国产替代需要主要攻克壁垒，其次为产品研发能力。在研发端深耕，以及渠道建设能力强的企业，有望以高性价比路线逐步实现国产替代。

➤ **手术感染控制产品：渗透率提升空间大**

**市场增速稳定，产品向一次使用型及定制化组合包转变。**手术室感染控制产品由各类手术单、手术衣、手术包等组成，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。据 CMI 统计，手术室感染控制产品市场规模预计将于 2026 年达到 36.88 亿美元，年均复合增长率 4.9%。其中，一次性使用型产品和定制化手术组合包产品的普及将是行业的发展趋势，据 Coherent 机构的报告，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%，而定制化手术组合包根据手术需求开发定制化的解决方案，更为高效便利。

表 3：手术感染控制产品中两大细分市场梳理

	一次性使用型产品	定制化手术组合包
特点	1) 显著降低手术中的交叉感染风险； 2) 避免了重复性产品二次消杀存在的污染、成本高问题	1) 可根据不同手术提供可选择的组件清单，定制化解决方案； 2) 降低成本、提高护理便利性
渗透率水平	1) 2014 年：北美市场的一次性阻隔医疗非织造布产品渗透率达 90%，亚太地区仅 15%，中国不到 10%； 2) 目前国内存在感染风险的手术一般采用一次性手术用品	-
行业增速	-	据 CMI，2017 年中国定制化手术组合包市场规模约 5.4 亿美元 年均复合增长率 12.2%
推广难点	1) 新产品需要借助原有渠道推广，医疗机构与品牌商合作粘性强；若原有渠道薄弱，预计推进较困难； 2) 医护人员习惯使用重复性的棉质产品	新产品需要借助原有渠道推广，医疗机构与品牌商合作粘性强；若原有渠道薄弱，预计推进较困难

资料来源：稳健医疗招股说明书，振德医疗招股说明书，长江证券研究所

**出口优势确立，疫情催化内销契机**

**率先完成全产业链布局，出口市场中先发优势、技术优势、规模优势、客户资源优势明显、地位稳固，后创建自有品牌开拓内销及新兴经济市场。**公司建立了从棉花采购到纺纱、织布的医用纱布全产业链布局实现对产品品质的强管控，成为国内最早实现灭菌后纱布成品直接对外出口的企业之一。2017-2019 年公司在医用敷料出口市场中出口额均位列第二，头部地位稳固，产品出口至 110 多个国家，主要出口市场为欧洲、亚洲、北美，2019 年三大市场在外销中的占比分别为 55%、29%、7%。2000 年公司创建自有品牌“winner 稳健医疗”，并于 2005 年进入国内医院和药店市场，并延伸布局亚非拉等发展中国家市场。目前医用耗材主要包括传统代工、自主品牌两大业务，主要对应国外、国内市场，前者优势确立，后者为发展重心。产品端由传统伤口护理产品，丰富至附加值更高、前景更广的高端敷料、手术室感染防控等品类。

图 14：稳健医疗的国际市场布局



资料来源：公司官网，长江证券研究所

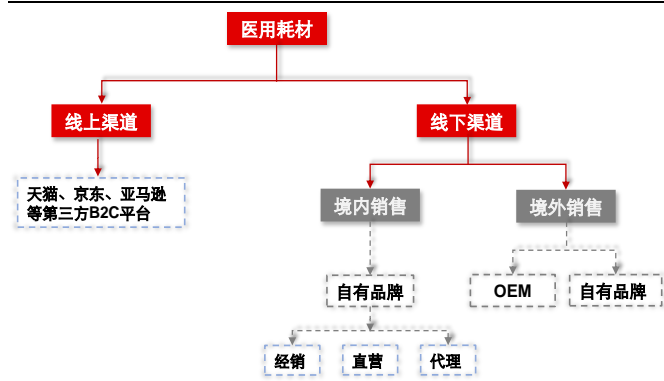
表 4：稳健医疗医用耗材业务主要产品梳理

种类	细分业务	主要产品
伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品	①纱布类的纱布片、纱布垫②无纺布类的无纺布片、球等③绷带及胶带
	高端伤口护理敷料产品	①硅胶类敷料②水胶体敷料③超级吸水垫等
感染防护产品	手术室感染防护产品	①一次性手术衣、手术单②涵盖心脑、腹腔等多个科室数十种外科手术包
	疾控防护产品	①医用级口罩、纱布口罩②医用级手套③防护服等
消毒清洁产品	消毒清洁产品	①棉类的棉签、棉球等②清洁、消毒棉类的酒精消毒片、碘伏消毒片等产品

资料来源：公司公告，长江证券研究所

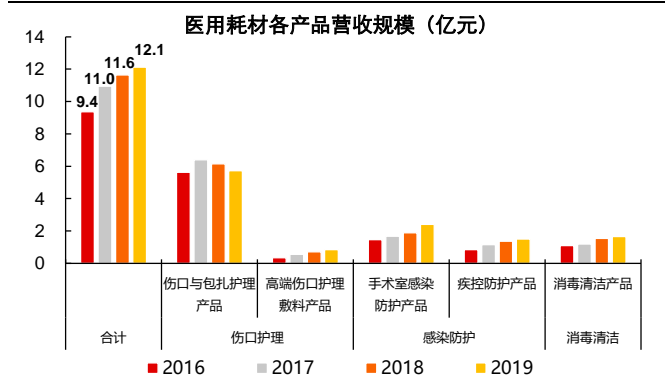
境外 OEM 直销为主要销售模式，境内业务占比趋势提升；疫情前传统敷料产品贡献主要收入来源。分地区看，2020 年公司医用耗材业务外销、内销实现营收 58.98、27.86 亿元，受防疫需求带动同增 652%、551%，分别占医用耗材业务的 67.9%、32.1%。从渠道看，2019 年外销中 OEM 模式占比为 88.4%，主要是直销给世界知名医疗用品公司瑞典墨尼克、德国罗曼、德国保赫曼等大客户；内销中经销、直营占比为 82%、12%，现已覆盖国内医院 3000 多家，OTC 药店 9 万多家。产品方面，2019 年伤口护理、感染防护、消毒清洁产品实现营收 6.57、3.90、1.64 亿元，占医用耗材收入的 54%、32%、14%，2016-2019 年 CAGR 为 3.2%、19.4%、14.7%。2020 年受防疫用品影响，产品结构变化较大，三者营收分别为 6.10、77.02、3.72 亿元，占医用耗材收入的 7.0%、88.7%、4.3%。

图 15：医用耗材业务销售渠道



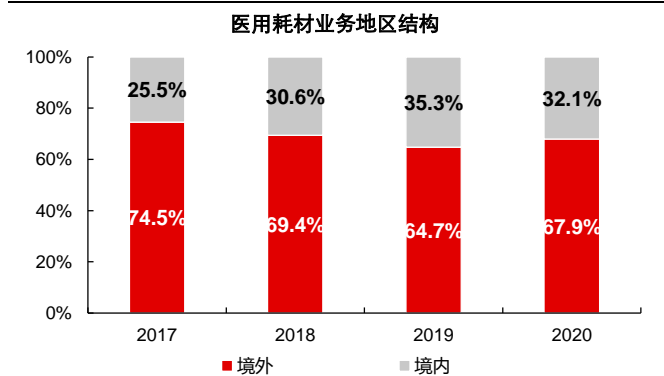
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 16：2016-2019 年，除伤口与包扎护理产品外，其余产品稳定增长



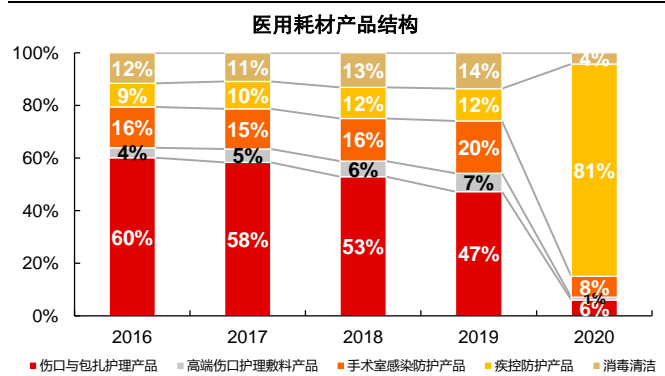
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：境外是医用耗材的主要销售地区，但近年占比趋势下降



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：2016-2019 年传统敷料为主要收入来源

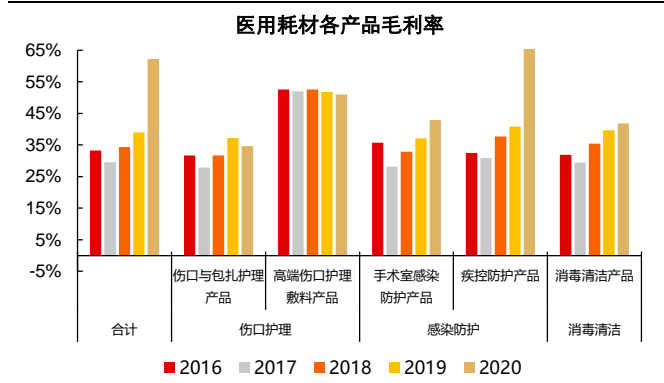


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司近年优化产品及客户结构、发力内销市场，盈利能力持续提升、内销市场增速高。2018、2019 医用耗材业务毛利率提升 4.7、4.7pct 至 34.3%、39.0%，主要在于公司为优化盈利能力，主动减少了对北美部分低毛利客户的销售，优化后公司纱布类产品单价从 2017 年的 5.25 万元/吨提至 2019 年的 6.40 万元/吨，同期产能利用率由 81%降至 60%，境外 OEM 模式下前五大客户集中度由 49.62%提至 52.95%，订单趋于优质和集中化。此外，产线升级后生产效率提升，以及毛利率较高的高端敷料、消毒清洁等产品占比提升亦带来正向贡献。内销方面，公司注重自有品牌的发展，持续加码研发提升高端敷料的功能性和丰富度，同时手术室感染防护产品亦增速较高。2020 年医用耗材业务毛利率提升 23.3pct，主要因为防疫相关产品的贡献。

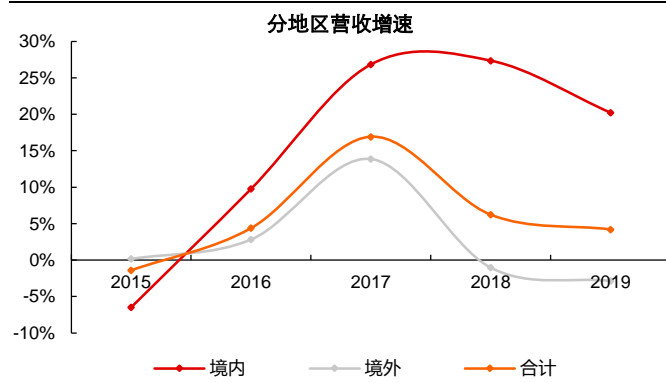


图 19：近四年医用耗材毛利率持续提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：2016-2019 年，境内业务增速均高于境外



资料来源：公司公告，长江证券研究所

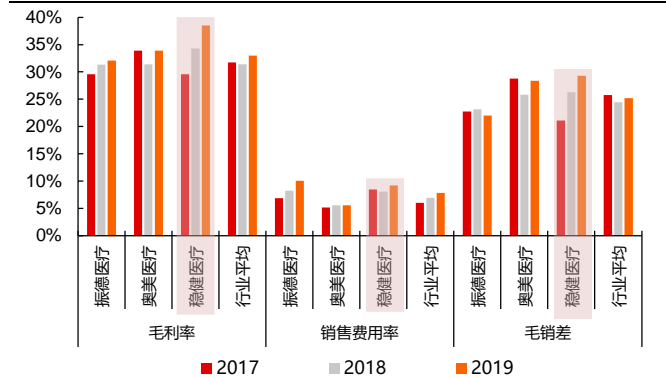
得益于产品结构的优化和生产效率的提升，公司医用耗材业务经营表现优于同行。纵向来看，相较可比公司奥美医疗和振德医疗，稳健医疗医用耗材毛利率自 2018 年起有了明显提升，2019 年毛销差已高于行业平均 4.12pct。毛销差的提高源于公司医用耗材业务更加重视产品和客户“质”的提升，因此盈利能力不断增强。

图 21：前三大医用敷料出口企业对比

公司	收入 (亿元)	外销占比	出口排名	主要产品
奥美医疗	23.52	88.4%	1	伤口与包扎护理类、手术外科类、感染防护类、医用组合包
稳健医疗	11.89	64.7%	2	高端敷料、与包扎护理类、手术外科类、感染防护类、医用组合包
振德医疗	18.7	67.3%	3	高端敷料、伤口与包扎护理类、手术外科类、感染防护类、医用组合包

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：为避免防疫用品带来的大幅扰动，均选取 2019 年各公司医用敷料业务的数据作比较

图 22：公司医用敷料业务毛利率优于行业平均



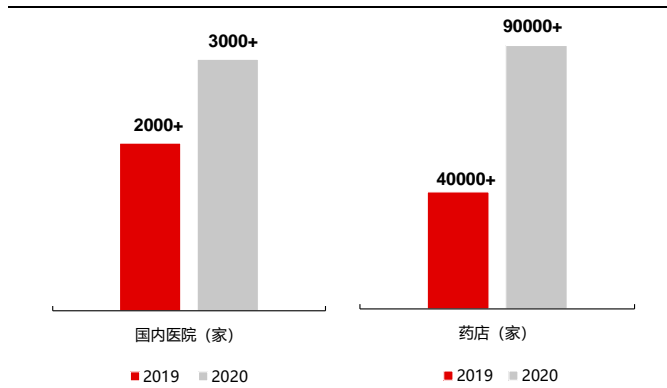
资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：2020 年因新会计准则变动以及防疫产品的影响，各公司毛利率及销售费用率较往年不具有可比性，因此未列示 2020 年数据

疫情催化了医用耗材行业的扩容和规范化发展，公司作为头部企业将充分受益。行业层面，疫情催化下，国家安排 456.6 亿元用于加强公共卫生防控救治能力建设，将推动医用耗材行业扩容，而新条例下新的器械注册人制度将推动行业规范化发展。因此，行业快速发展下，头部企业的竞争优势会更加凸显。

同时，疫情为公司渠道拓宽和品牌力提升带来契机，产品推广预计更加通畅，内销市场前景可期。公司层面，通过在抗疫中将社会责任放在首位、对内不涨价&对外不高价的担当，稳健医疗大幅提升了品牌的知名度和认可度。在此基础上，借助防疫用品大幅拓宽了渠道，外销攻克了之前没有建立合作的部分跨国公司和大型医药连锁店，内销则通过经销商覆盖了国内三千多家医院和九万多家药店，其中大多数医院为三级和二级医院，并在海王星辰、大参林、健之佳、高济等知名连锁药店设有产品专柜、产品系列陈列，在香港地区自有品牌产品已覆盖全港全部公立和大部分私立医院。考虑到医疗产品的推广需要借助和原有渠道的良好合作关系，拓宽渠道对于公司后续推新和开拓市场有重大意义。另外，公司通过全球范围内举办展会、发起“稳健学院”联合专家进行宣传教育、

主办和参加学术论坛及公益活动、与国内外专家进行合作授课等方式，提高品牌知名度和产品在医疗领域的认可度。

图 23：2020 年公司内销渠道大幅拓宽



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：公司 3 月成立稳健学院，4 月参加第三届健博会发布新品



资料来源：公司官网，腾讯网，长江证券研究所

从未来发展策略来看，公司注重国内市场的开拓，重点布局高端医用敷料市场，发力渠道、深耕研发以实现进口替代，此外公司亦积极布局技术门槛相对较低、国内仍有较大发展空间的传统医用敷料、一次性手术室感染控制产品、定制化手术组合包等市场，把握住疫情防控带来行业扩容，以及公司渠道扩张与品牌知名度提升的契机。

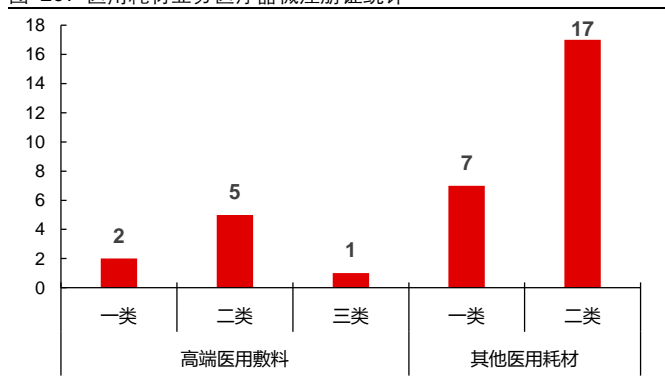
- 1) **高端敷料**：公司重视高端伤口护理产品的基础材料研发，IPO 募投项目中将总募集资金的 15.2%，即 2.17 亿元用于新建高端敷料生产线，主要生产硅胶类敷料、高吸液类敷料、负压引流类敷料及抗菌类敷料。截至 2020 年年报，公司一类、二类三类医疗器械注册证共拥有 42、59、1 项，其中公司于 2020 年 12 月新取得了泡沫敷料的三类医疗器械注册证，标志着公司高端敷料产品线在国内市场产品布局趋于完善，丰富了公司在慢伤护理领域压疮预防和渗液管理的产品解决方案。后续伴随公司加大研发投入，产品丰富、功能完善后竞争力加强，在深化渠道建设后，高端敷料有望逐步以高性价比实现国产替代。
- 2) **其他医用耗材业务**：传统医用敷料、一次性手术室感染控制产品、定制化手术组合包属于相对技术壁垒较低，但潜力大的市场。传统医用敷料作为公司的优势产品，行业规范化将夯实公司竞争优势；其余产品渗透率低，推广时对渠道的依赖度高，看好公司在继续深化渠道建设、提高在医疗领域的知名度后，发展可期。

图 25：2020 年医用耗材三大品类中处于研发或注册阶段的项目

分类	项目名称
传统医用敷料	RFID 电子纱布及探测系统
高端医用敷料	抗菌功能性伤口敷料开发
	高吸液纤维敷料的研究与开发
	硅凝胶疤痕修复系列产品
手术室感染防护产品	防幅射型复合材料介入造影手术重复性使用洞巾的开发
	PC 型 BVB 材料手术衣&洞巾开发应用
	无孔防水透湿复合材料的开发及其在高级别手术衣上应用

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：医用耗材业务医疗器械注册证统计



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：图中仅统计了 2020 年报告期末国内已获得注册证的医疗器械数量

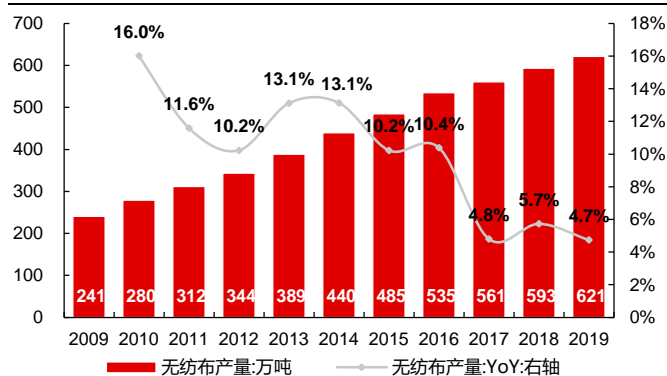
预计在渠道拓宽、加码研发、品牌力提升、加大产品在医疗领域的宣传推广下，公司自有品牌在内销市场的发展空间将进一步打开。

## 全棉水刺无纺布：技术领先，树立标杆

全棉水刺无纺布是无纺布的一种细分品类，以棉花为核心原材料、采用水刺工艺生产。中国产业用纺织品协会数据显示，2019 年我国无纺布产量为 621 万吨，近 3 年复合增速约 5%；其中，纺粘、针刺、水刺为无纺布生产的三大工艺，2019 年合计产量占比达 84%，其中水刺无纺布产量为 70 万吨。原材料层面，国内用于无纺布生产的三大纤维分别为聚丙烯、聚酯和粘胶纤维，其中聚丙烯纤维占比超过 60%；以棉花为原材料的全棉水刺无纺布目前产能相对较小。据稳健医疗招股说明书，2018 年我国全棉水刺无纺布年产能达 11 万吨，若产线满产 2018 年全棉水刺无纺布占水刺无纺布产量的 17%、占无纺布产量的 2%。

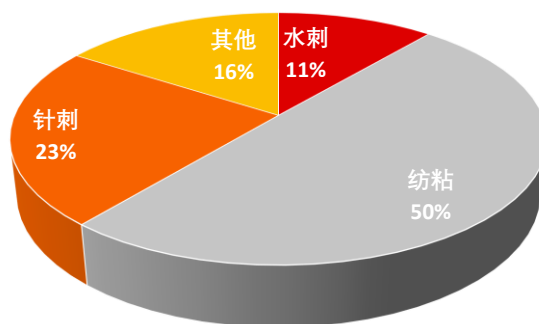
全棉水刺无纺布技术由稳健医疗于 2005 年自主研发而成，适用领域由医用敷料逐步推广至消费品。<sup>1</sup>基于全棉水刺新型技术生产出的材料具有较高的舒适性、安全性和环保性，最早由稳健医疗运用于医用敷料领域，开创出了包括仿纱布片、仿纱布垫等可替代纱布的产品，后逐步推广至消费品领域。2014 年以来，稳健医疗集团全棉水刺无纺布产能由 0.68 万吨快速提升到 2020 年 4.82 万吨，年复合增速达 38.5%；以 2018 年行业 11 万吨产能为基础，同年稳健医疗产能占比为 25%。

图 27：2019 年我国无纺布产量为 621 万吨



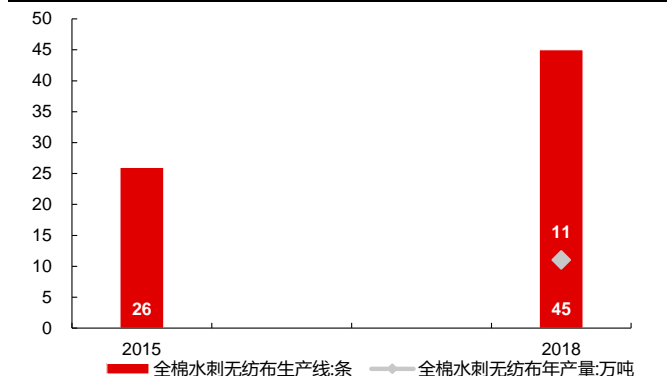
资料来源：中国产业用纺织品协会，长江证券研究所

图 28：纺粘、针刺、水刺为三大无纺布工艺（2019）



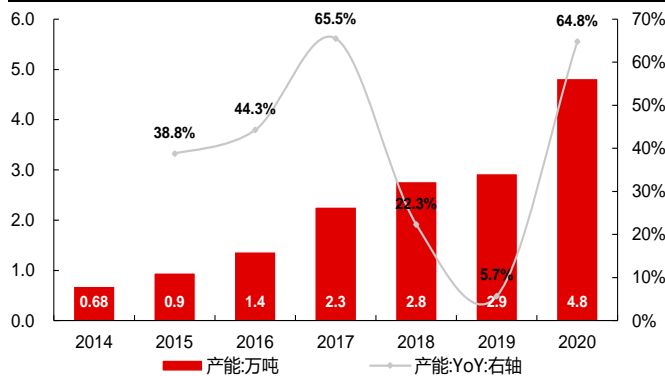
资料来源：中国产业用纺织品协会，长江证券研究所

图 29：2015-2018 年全棉水刺无纺布扩产速度达 20%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：2014-2020 年稳健医疗全棉水刺无纺布产能 CAGR 达 38.5%



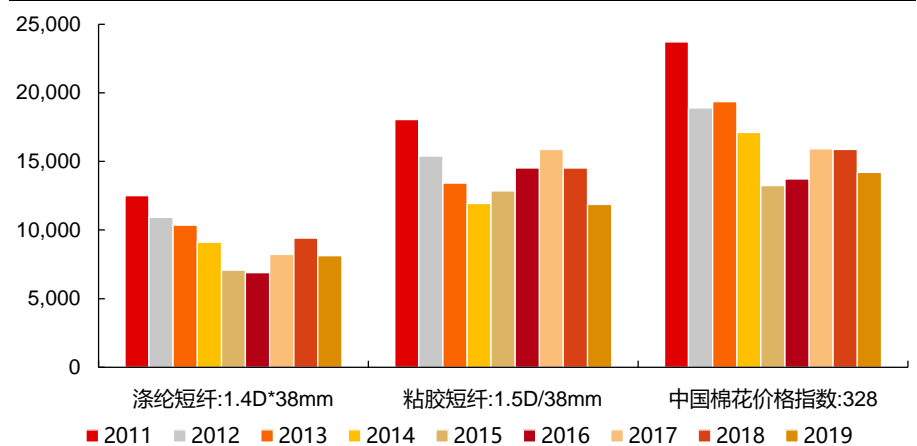
资料来源：公司公告，长江证券研究所

<sup>1</sup>水刺法是利用高速高压的水流对纤维网冲刺，促使纤维相互缠结抱合，达到加固纤维的目的。

全棉水刺无纺布因为原材料价格成本高、生产技术难度大，多应用于高端、高附加值卫生材料市场。国内采用涤纶短纤和粘胶短纤为原材料生产水刺非织造布的工艺技术已基本成熟，产品同质化程度高，而采用棉为原材料生产全棉水刺非织造布由于原棉含杂质多、纤维成网不均匀而生产技术难度大等问题，仅有少数厂商成功开发并进入高端、高附加值的卫生材料市场。

纺织相关产品多采用“成本加成”的定价模式，除技术端的难度之外，全棉水刺无纺布相对更高的原材料成本价格进一步推高了产品均价。举例来看，涤纶短纤(1.4D\*38mm)、粘胶短纤：(1.5D/38mm)、328 级棉花这三种原材料 2019 年销售均价分别为 8120 元/吨、11867 元/吨、14212 元/吨，棉花分别较前两类原材料溢价 75%、20%。

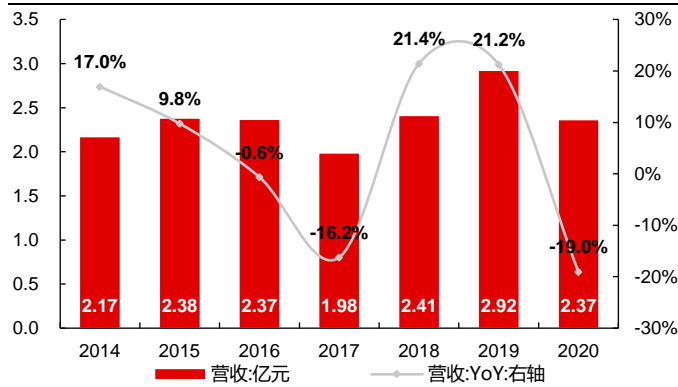
图 31：2011-2019 年代表性纺织原料年度均价一览（元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司产能优先满足自有产品所需，富余对外销售，历史收入波动受产能及自产产品影响。目前公司全棉水刺无纺布首先用于满足自有的棉柔巾、湿巾、卫生巾等个人护理产品和面膜等生产所需，但作为工业中间品，其富余产能将直接通过线下洽谈销售给国内外客户，主要客户包括恒安国际、金佰利等国内外知名企业。历史上，公司全棉水刺无纺布主收入波动主要受产能及自产产品影响。具体来看，2017 年销售额较低主因在于健康生活消费品销售快速增长，受当年产能所限公司生产的全棉水刺无纺布优先满足全棉时代产品生产需要，对外销售减少；2018 年起黄冈稳健、天门稳健转产使得全棉水刺无纺布产能增加，在满足自产需求后产能及产量仍有富余，因此对外销售显著增长；2020 年新产能投产下公司产能同增 64.8%至 4.8 万吨，但受防疫用品需求激增影响，对外销售下滑。

图 32：公司全棉水刺无纺布收入及其增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：公司全棉水刺无纺布业务经营情况

项目名称	2018	2019	2020	2018-2020CAGR
营收 (亿元)	2.41	2.92	2.37	-1%
毛利率	29.3%	33.1%	33.3%	
销量 (吨)	6,412	7,532	5,497	-7%
均价 (万元/吨)	3.76	3.88	4.30	7%
产能 (吨)	27,658	29,231	48,180	32%
产量 (吨)	20,091	26,119	35,710	33%
产能利用率	73%	89%	74%	
产销率	94%	100%	-	

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：营收、毛利率、销量、均价只统计对外销售的相应数据，其余项目包含自用

**全棉水刺无纺布毛利率较高。**从代表性无纺布生产企业来看，诺邦股份和金春股份均从事化纤水刺无纺布相关业务，2019 年其产品吨价分别为 1.45 万元和 1.34 万元，大幅低于稳健医疗全棉水刺无纺布 3.88 万元的水平；毛利率维度，稳健医疗基于升级品类毛利率为 33.1%，同期诺邦股份、金春股份毛利率为 26.3%、22.0%。

表 5：无纺布行业主要参与者业务表现一览（2019 年，万吨、万元、万元/吨）

公司名称	业务范围	产量	营收	毛利率	吨价
稳健医疗	全棉水刺无纺布	2.6	2.9	33.1%	3.9
诺邦股份	水刺非织造布	3.1	4.2	26.3%	1.5
金春股份	无纺布	5.2	7.0	21.9%	1.3

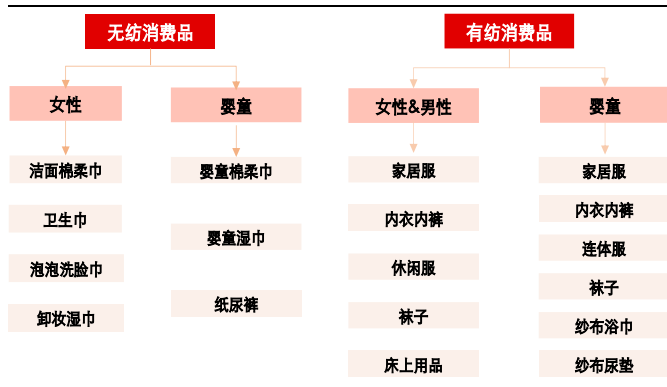
资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：1) 营收依次取自全棉水刺无纺布卷材、水刺非织造材料、无纺布业务（含交叉型水刺非织造布和直铺型水刺非织造布）；2) 防疫用品需求对原材料价格影响大，因此选择 2019 年数据作比较

## 健康生活消费品：产品奠基，渠道修复可期

公司以自主研发的全棉水刺无纺布为基础材料载体，业务范围从医用向家用拓展，旨在搭建无纺+有纺的消费品矩阵，打造一站式健康生活消费品品牌。公司于 2009 年成立“Purcotton 全棉时代”，凭借领先的产品研发能力、医疗级的产品品质强化消费者对“全棉时代”品牌优质、安全的认知，健康生活消费品业务发展迅速。2020 年公司健康生活消费品实现收入 35.17 亿元，2016-2020 年 CAGR 达 27.6%。其中无纺消费品以公司 2005 年自主研发的全棉水刺无纺布为原材料，主要用于纯棉柔巾、卫生巾、湿巾等产品，有纺消费品主打成人服饰、婴童服饰、婴童用品等产品，深化“亲肤”、“全棉”等概念。

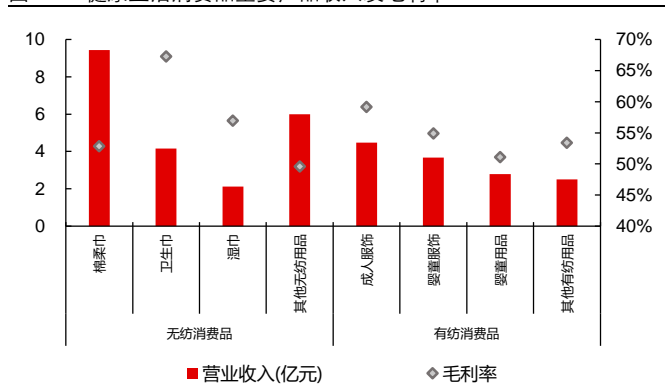


图 34：健康生活消费品主要产品概览



资料来源：公司官网，天猫旗舰店，长江证券研究所

图 35：健康生活消费品主要产品收入及毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 无纺消费品：产品领先、品牌赋能

### 锚定升级市场，空间广

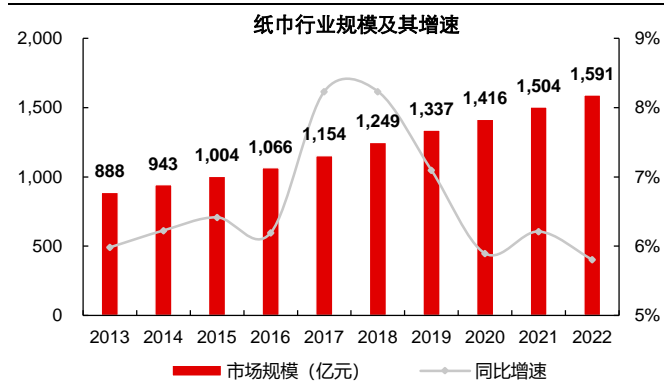
全棉时代无纺消费品主要集中在棉柔巾、卫生巾和湿巾 3 大品类。其纯棉柔巾与湿巾均采用全棉水刺无纺布为基础材料，更具环保性、不易致敏性，是生活用纸的升级品类；卫生巾则采用全棉水刺无纺布作为表层，创新性地在产品接触人体肌肤部分运用全棉水刺无纺布，替代传统化纤成分，降低化学刺激，锚定高端市场；湿巾以全棉水刺无纺布为原材料，区别于全涤，柔软亲肤、原料天然可降解。

分行业来看：

#### ➤ 棉柔巾

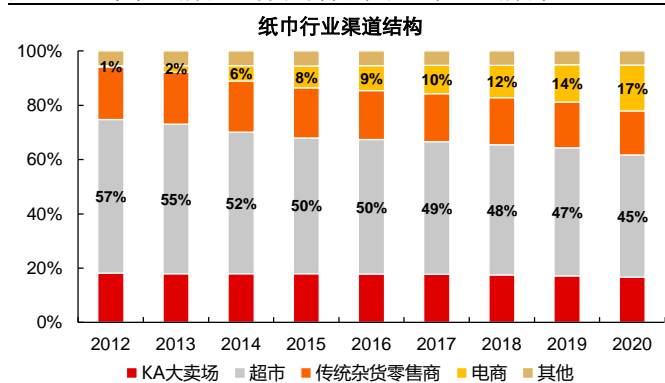
**传统纸巾市场增速平稳，商超为强势渠道。**2020 年纸巾市场规模为 1416 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 7.1%，增长平稳。从渠道结构来看，2020 年超市、电商、杂货零售商的销售占比为 45%、17%、16%。纸巾作为标准化高、同质化严重、消费频繁的日用品，商超以其便捷性、即时性得到消费者青睐；但受益于线上渠道红利、白牌价格优势、纸巾具备囤货属性等特性，电商销售占比则从 2013 年的 2%提至 2020 年的 17%，跃居成为第二大销售渠道。超市销售占比趋势下行但目前仍为强势渠道。但对比其他个护品类，纸巾价低对运输费用的摊薄有限，因此电商渗透率提升幅度相较其他个护品类偏低，2010 年至 2019 年纸巾、女性卫生用品、婴儿卫生用品的电商渗透率分别提升 13、19、39pct 至 14%、21%、44%。

图 36：近年来纸巾市场规模增速较为平稳



资料来源：欧睿，长江证券研究所

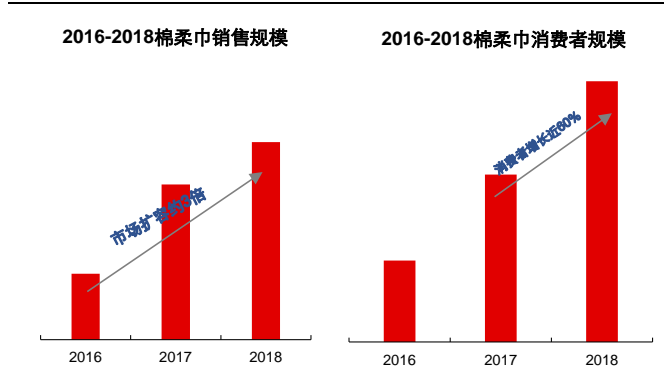
图 37：超市渠道销售占比持续下降，但仍为第一大销售渠道



资料来源：欧睿，长江证券研究所 注：传统的杂货零售商包括独立的小杂货店、食品/饮料/烟草专家、其他杂货零售商

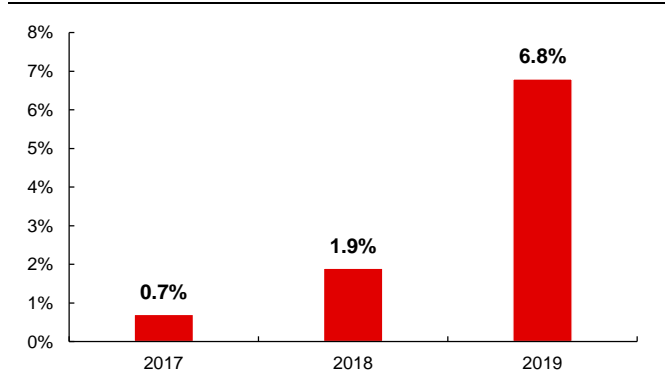
**棉柔巾作为升级替代品，市场高速增长，渗透率提升空间大。**棉柔巾使用场景与纸巾、毛巾高度重叠且均具备一定替代作用，产品性能提高了用户体验。相较纸巾，棉柔巾的柔软度、吸水度、重复利用的次数更优；相较毛巾，则更为安全、卫生、亲肤。据天猫&CBNDData联合发布的《高端纸品品类趋势分析报告》，近三年来线上棉柔巾市场规模增长迅速，2018年的市场规模较2016年增长约三倍，同时2018年的消费者规模较2017年增幅近60%。据凯度消费指数，2019年棉柔巾渗透率为6.8%，同比2017、2018年提升6.1、4.9pct。随着消费习惯的成熟以及各品牌企业在相关产品的布局和推广，棉柔巾消费渗透率有较大提升空间。

图 38：棉柔巾市场增长迅速，2016至2018年市场扩容三倍



资料来源：CBNDData，天猫，长江证券研究所

图 39：棉柔巾渗透率从2017年的0.7%提至2019年的6.8%



资料来源：凯度消费指数，长江证券研究所

**渠道更偏线上，与传统纸巾所在强势渠道错位竞争。**棉柔巾每张售价较传统纸巾中高3-5倍，如之前论述，标准化、国货属性强、售价高可摊薄运输费的个护品类，电商渗透率更高。加之棉柔巾作为新兴品类，推行初期主要定位母婴人群和年轻消费者，消费群体线上触达率高，且线上渠道可以减小与传统纸巾强势渠道直接竞争的风险，推广渠道的精准定位催化品类迅速发展。淘数据显示，全网口径下棉柔巾品牌数从2020年3月的303家增至2021年3月的533家，同增75.9%。

**“一超”格局形成，头部效应明显，CR5达74.1%。**因棉柔巾发展始于线上且现阶段销售仍以线上为主，选取线上淘数据全网口径分析其竞争格局情况。淘数据<sup>2</sup>显示，截至2021年3月棉柔巾行业CR5为74.1%，其中全棉时代市占率为50.1%，排序二至五名

<sup>2</sup> 淘数据为第三方网站，所得数据仅供参考行业趋势

的品牌分别为 damah、得宝、心相印和 babycare，全棉时代棉柔巾在淘系平台占据绝对优势。考虑到日用消费品以淘系为主的线上平台销售特征，预计全棉时代棉柔巾在电商渠道整体优势明显。

表 6：棉柔巾行业竞争格局

品牌名称	销售额(亿元)	市占率	渠道		品牌特点
			淘系平台店铺数	线下门店数	
全棉时代	5.65	50.1%	320	250	首创“棉柔巾”品类，线上销售为主
damah	1.49	13.3%	3750	-	韩国洗脸巾品牌，线上销售为主，采用店群模式销售
得宝	0.43	3.8%	301	商超+加盟	传统纸巾品牌，线下渠道较为完善
心相印	0.40	3.5%	386	商超+加盟	传统纸巾品牌，线下渠道较为完善
babycare	0.38	3.4%	34	-	母婴品牌，线上销售为主，用户粘性高
艾特柔	0.34	3.3%	109	-	日本洗脸巾品牌，线上销售为主
honeymate	0.26	2.3%	121	-	新兴卫生巾品牌，线上销售为主
名创优品	0.18	1.6%	285	2768	零售商，产品包括生活百货

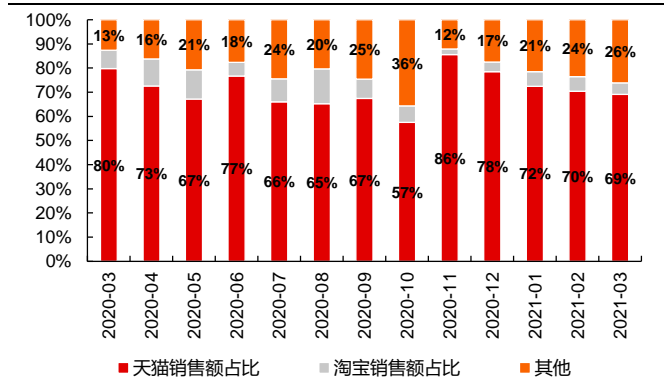
资料来源：淘数据，公司公告，各品牌官网，长江证券研究所 注：1) 销售额数据选取时间为 2020 年 3 月至 2021 年 3 月；2) 淘数据全网口径下前八大品牌市占率合计为 81.4%

#### 竞争格局源于品牌+产品，品牌为购前首要考虑因素，产品决定长期竞争力。

**品牌端：**据天猫新品创新中心，消费者在线上购买棉柔巾时，品牌是首要的售前考虑因素，且在母婴场景和 25-40 岁的消费人群中，品牌心智更强。全棉时代作为品类开拓者，初期客群定位为母婴群体有效提高了客群的品牌认知和粘性，品牌塑造的“全棉”、“健康”等理念深入人心，具有明显的先发优势。其余 7 大品牌则是在传统纸巾、洗脸巾、婴儿用品等行业中有较高知名度的品牌。品牌依赖度高挤压了白牌的生存空间，2020 年 3 月-2021 年 3 月，棉柔巾在天猫、淘宝的销售额占该品类在全网口径销售额的 75%、6%。

**产品端：**偏标品及壁垒低使得品牌力强的其余个护品牌也可切入棉柔巾行业，但长期来看产品指标的领先以及功能的持续迭代升级是核心竞争力。目前多数棉柔巾原材料为全棉水刺无纺布，工艺与技术决定了棉柔巾的纯度、韧性、柔软度、吸水性等的差异，升级品类+母婴用品的特性也决定消费者对产品指标差异的敏感度高。同时，含有植物纤维、干湿两用、保湿、抗菌、EF 纹等特征的产品消费热度上升也体现了消费者对新概念材质、进阶功效的产品需求。在研发端持续投入、工艺领先是品牌的核心竞争力，优质产品是带动消费者传播、复购的关键。

图 40：淘系平台中，天猫是棉柔巾销售的主要渠道



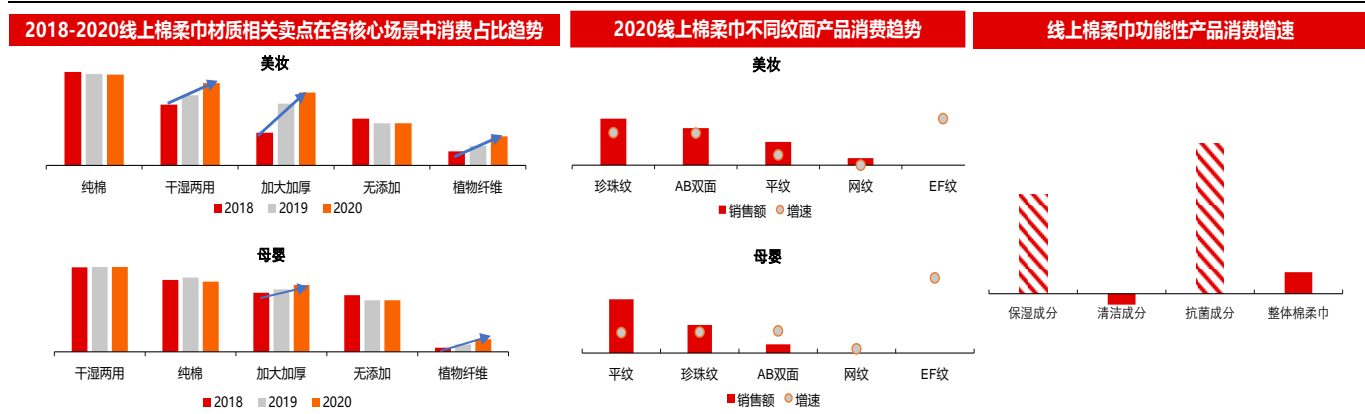
资料来源：淘数据，长江证券研究所

图 41：棉柔巾作为新兴品类，消费者对其性能关注度高



资料来源：小红书，知乎，长江证券研究所 注：1) 小红书数据选取时间为 2021 年 4 月 9 日；2) 纸巾测评笔记数中包含了部分柔巾、棉柔巾的测评；3) 指标测评截图来源为知乎

图 42：具有新材质概念、进阶功效的棉柔巾产品消费增长迅速



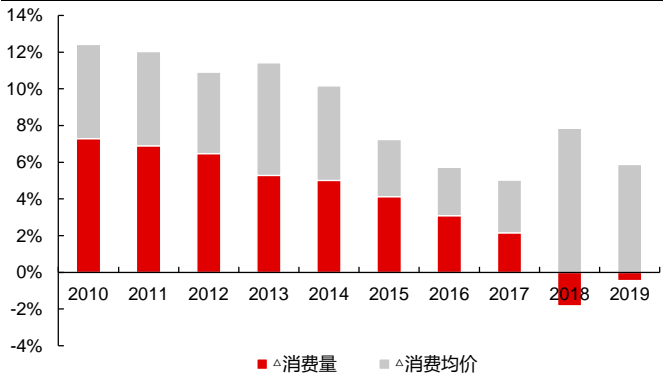
资料来源：CBNData，长江证券研究所

结合以上，基于品牌和产品两个维度，在其余个护品类（纸巾、纸尿裤、洗脸巾等）已有强势产品且品牌力较强的品牌可以顺势切入棉柔巾品类。但在该品类可以领先的核心在于，品牌背书下产品的细项竞争力是否能保持领先。

#### ➤ 卫生巾

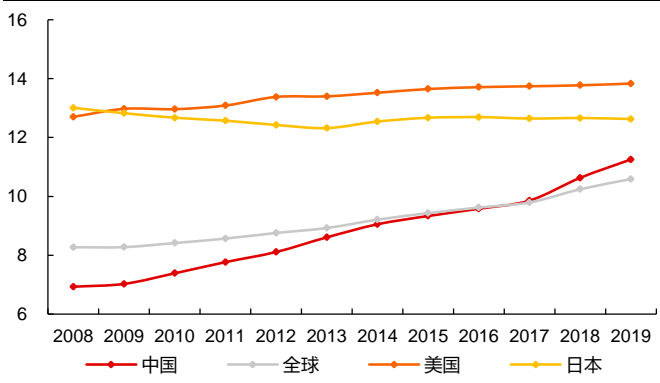
**增长平稳且主要由价升贡献、市场成熟渗透率高。**卫生巾于 20 世纪 80 年代进入中国，市场需求在 90 年代爆发，在 2000 年后产品基本完成普及后平稳增长，2019 年行业规模为 917.95 亿元，2011-2019 年 CAGR 为 7.83%，2018 年渗透率已达 97.3%。从量价拆分角度来看，女性卫生消费品市场相对成熟，近年来价升逐步取代了量增成为行业增长的主要驱动力，行业整体的升级属性明显。同时，中国卫生巾零售均价于 2017 年超越全球平均水平，但相对于美国和日本仍有较大提升空间。

图 43：近两年中国卫生巾消费呈现量缩价增的趋势



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 44：中国卫生巾销售均价自 2010 年起快速提升（美元/100 片）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

产品注重使用感受的创新，电商为新兴品牌突围提供机遇。

**产品端：**吸收性和反渗等方面工艺已较为成熟，产品创新更多在于使用感受上的创新，如薄、柔等特点。其中，柔的使用体验更多通过面层材料实现，面层一般分为绵柔/网面/纯棉，网面一般是 PE 材质、手感会略差，绵柔的由各种无纺布制作、总体较为均衡，纯棉的亲肤性最好、透气性也比较好的。

**渠道结构：**与纸巾类似，商超渠道强势，但近年电商占比持续提升。积极拥抱线上渠道的品牌如苏菲、自由点等品牌份额提升，同时线上渠道也为产品有一定创新的新兴品牌提供了突围机会，如：全棉时代、乐而雅等。

表 7：女性卫生用品需求端的差异判断创新方向

产品大类	细分产品	消费者主要需求	产品主要创新点	典型创新产品
女性卫生用品	日用卫生巾	强吸收性、干爽、薄、柔（核心是需要满足消费者日常使用零包裹感的体验）	基于使用感受上的微创新	极薄卫生巾、纯棉卫生巾、迷你卫生巾等
	夜用卫生巾	强吸收性、干爽、不侧漏、薄、柔	解决不侧漏问题，其次是柔、薄等使用感受	经期裤、超长夜用卫生巾
	护垫	透气性、吸收性	-	迷你卫生巾

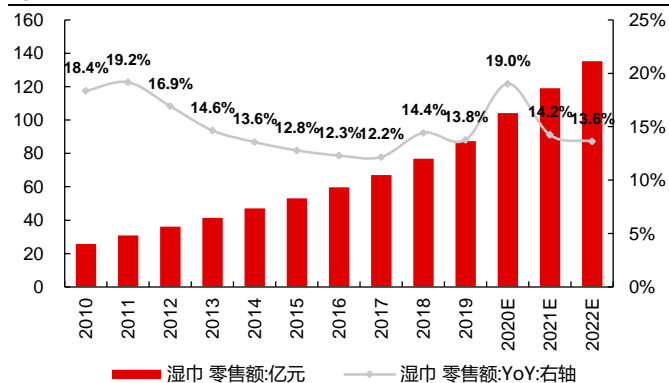
资料来源：淘宝，小红书，长江证券研究所

➤ 湿巾

**成长性优、渗透率低、可开发空间大。**据欧睿数据，1) 从市场规模来看，2019 年湿巾市场规模为 87.8 亿，2013-2019 年 CAGR 为 13.2%，预计 2021-2024 年 CAGR 为 13.4%，成长性较优；2) 从渗透率来看，2019 年中国湿巾零售额占纸巾零售规模的 6.5%，相对于全球 18.1%、美国 27.4% 和日本 31.1% 仍处于偏低水平。预计 2024 年渗透率将提至 9.2%；3) 从产品品类来看，目前市场以婴儿用湿巾、通用型湿巾为主，女性卫生湿巾、卸妆湿巾、居家清洁湿巾等品类占比较小。因此湿巾行业从渗透率、品类拓展的角度来看，都有很大开发空间。

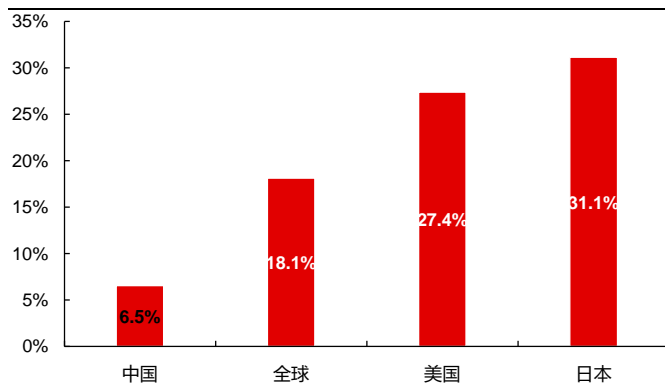


图 45：2019 年湿巾市场规模为 87.8 亿，2013-2019 年 CAGR 为 13.2%



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 46：中国湿巾渗透率较其他地区相比处于偏低水平（2019）



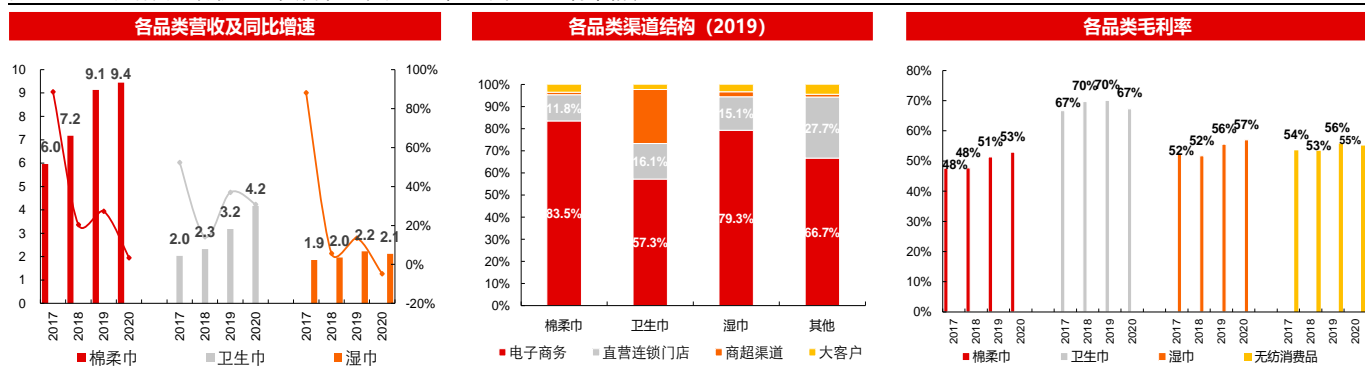
资料来源：欧睿，长江证券研究所

### 差异化品类、渠道布局

从全棉时代来看，棉柔巾、卫生巾和湿巾 3 大品类高附加值高毛利，销售渠道以电商为主。无纺消费品主打的纯棉柔巾、全棉表层卫生巾、纯棉湿巾等产品，填补了生活用品运用全棉材质的空白。结合居民消费升级下对全棉产品购买意愿加强，无纺纯棉产品在电商高速发展黄金周期下迅速打开市场。2020 年无纺消费品实现收入 21.7 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 33.1%。

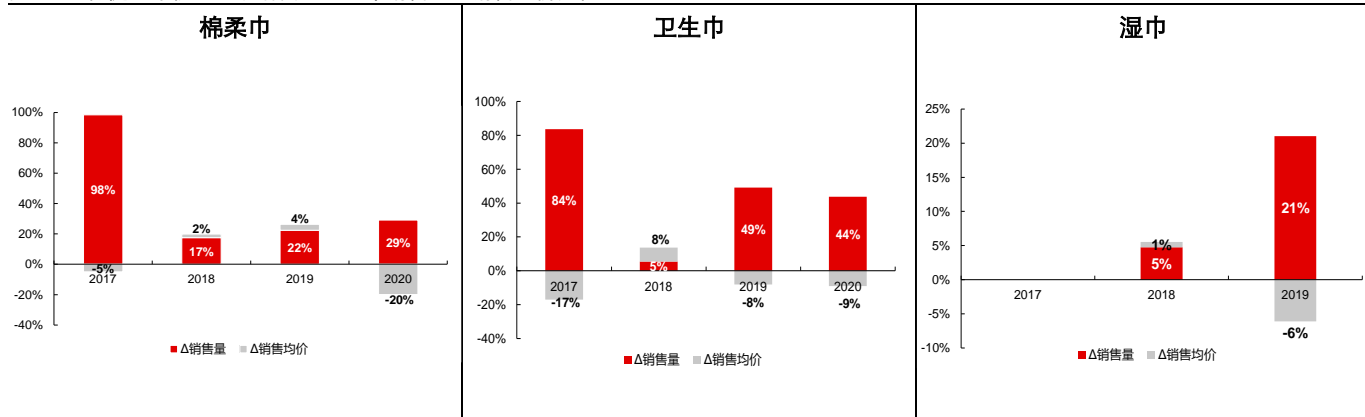
- 1) **收入结构：核心产品维持高增，棉柔巾为拳头产品。**2020 年棉柔巾、卫生巾、湿巾、其他无纺用品营收为 9.4、4.2、2.1、6.0 亿元，占健康生活消费品收入的 26.8%、11.8%、6.0%、17.1%，2016-2020 年 CAGR 为 31.5%、32.9%、21.0%、43.0%。整体无纺消费品营收对健康生活消费品的营收贡献为 61.8%。
- 2) **量价拆分：增长主要靠量增拉动，2020 年核心产品均价下滑。**无纺消费品收入端的增长主要受销售量带动，2016-2020 年棉柔巾、卫生巾销量 CAGR 为 38.5%、42.7%，同期销售均价 CAGR 为 -5.1%、-6.9%。2017-2019 湿巾销量、均价 CAGR 为 12.6%、-2.7%。2020 年棉柔巾、卫生巾均价下滑 20%、9%，但量增 29%、44%，价格弹性较高。
- 3) **渠道结构：无纺消费品以电商为主，与个护用品的传统强势渠道错位竞争。**2019 年棉柔巾、卫生巾、湿巾电商收入占比为 83.5%、57.3%、79.3%，仅卫生巾在传统商超渠道占比超 20%。
- 4) **毛利率：全棉无纺产品客群定位中高端，具有较高附加值。**2020 年纯棉柔巾、卫生巾及湿巾的毛利率分别为 52.9%、67.3%、57.0%，整体无纺毛利率为 55.2%，远高于可比公司恒安国际 2020 年 42.3% 的毛利率。毛利高附加值属性下，公司有更灵活的调价空间面对潜在的竞争压力。

图 47：无纺消费品各核心品类营收（亿元）、渠道结构、毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：渠道结构按招股书中披露数据计算，其余数据为 2020 年年报口径

图 48：稳健医疗核心无纺消费品近 4 年销售量、销售均价变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 分品类分析：

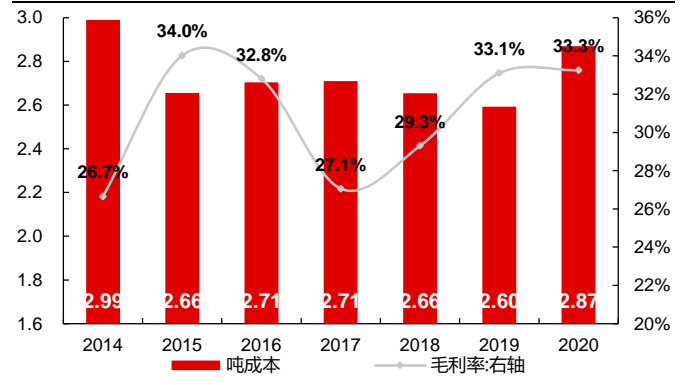
- 1) **棉柔巾**：产品丰富度高，客群覆盖面广，具备定价优势和定价空间。全棉时代棉柔巾在淘数据全网口径下市占率为 50.1%，占据绝对份额优势。从产品定价来看，作为棉柔巾的主要原材料，公司全棉水刺无纺布卷材由自主研发而成，技术工艺领先，吨成本 2017-2019 年以来持续下移、毛利率提升，2020 年吨成本增长主因疫情下原材料成本上升，但公司全棉水刺无纺布卷材仅同增 11% 亦体现全产业链自产下对成本的强把控能力。因此基于技术和成本优势，公司棉柔巾终端售价具备一定的定价优势和定价空间。选取 4 月 9 日核心棉柔巾品牌官方旗舰店销售价格及包装规模，测算显示同等包装、裁剪规格下，全棉时代棉柔巾具备明显的价格优势。而淘数据显示，2020 年 6 月与 11 月传统电商大促期间全棉时代展现出了更强的价格弹性，同期市占率超 60%，其余头部品牌 11 月市占率均有明显下降。从产品各项指标来看，基于初创者领先的产品开发意识，全棉时代棉柔巾 SKU、主打功能性、纹面、花色数量均多于竞品。且在产品定位中，前六大品牌中仅有全棉时代、心相印和 babycare 将棉柔巾覆盖的客群细分为婴儿&大众，其余品牌多强化“洗脸巾”概念，定位窄、客群多为女性。

图 49：代表性棉柔巾定价一览（元）

品名	包装规格	单张尺寸	100 抽售价
全棉时代 M 码纯棉柔巾 100 抽/包	6 包/提	15 cm×20 cm	10.7
全棉时代棉柔巾洗脸巾 100 抽/包	18 包/提	20 cm×20 cm	12.8
得宝洗脸巾	90 抽/包	9 包/提	23.1
棉上洗脸巾	60 抽/包	3 包/提	38.8
好孩子新生儿棉柔巾	100 抽/包	6 包/提	13.2
miniso 棉柔巾	120 抽/包	4 包/提	10.2

资料来源：天猫，长江证券研究所

图 50：2017-2019，稳健医疗全棉水刺无纺布卷材吨成本下移、毛利率提升



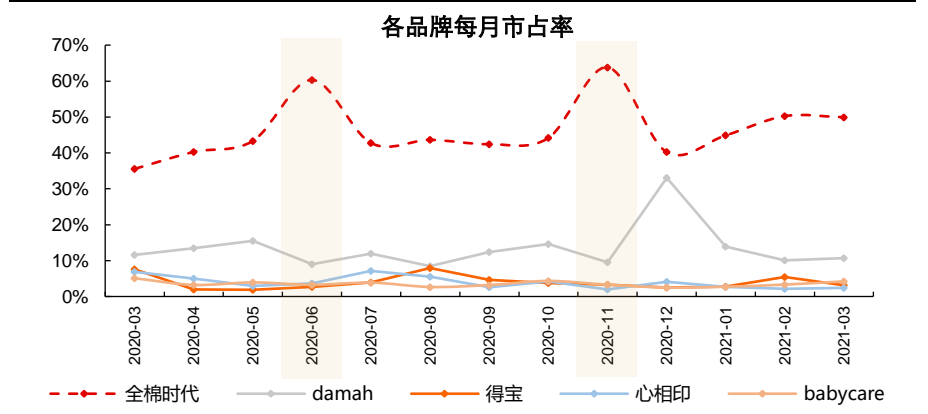
资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 8：各品牌棉柔巾的各项指标表现

品牌名称	SKU	产品定位	主打功能性	纹面	花色
全棉时代	134	婴儿干湿两用纸巾；洗脸/棉柔巾	干湿两用、加厚、双重防尘、可重复使用、抗菌、可入口	珍珠纹、平纹、加厚提花纹、波浪纹	花色较多，超 10 种
damah	33	女性清洁的洗脸/棉柔巾	干湿两用、可重复使用、加厚	华夫格纹、水波纹	经典花色
得宝	39	洗脸/棉柔巾	湿水柔韧、四层加厚	艺术印花	经典花色、森林奇遇款
心相印	27	婴儿干湿两用纸巾；棉柔/洁面巾	干湿两用、加厚	珍珠纹、EF 纹	花色较多，近 15 种
babycare	22	婴儿干湿两用纸巾；洗脸巾	干湿两用、加厚	珍珠纹、平纹	花色较多，近 10 种
艾特柔	19	洗脸/棉柔巾	干湿两用、加厚	珍珠纹、EF 纹	经典花色

资料来源：各品牌官方旗舰店，长江证券研究所 注：1）数据选取时间为 2021 年 4 月 9 日；2）纹面影响产品清洁度，适用于不同敏感度的肌肤

图 51：6 月与 11 月促销期间全棉时代价格弹性更强



资料来源：淘数据，长江证券研究所

2) 卫生巾：定位于升级市场，不断推陈出新，电商和传统商超渠道同步发展，有望持续放量成为另一大单品。在以升级为核心的消费趋势下，全棉时代创立了卫生巾品牌“奈丝公主”，利用品牌全棉形象与其余品牌差异化竞争，主打 100% 全棉，即指表层、隔边、护翼表层全棉，以天然舒适、不易致敏、轻薄为核心卖点，定位于高端女性卫生消费市场，并联合多个 KOL 推广。2020 年相继推出抑菌卫生巾、纱布卫生巾、卫生棉条、青春系列卫生巾等系列产品，扩充产品宽度，持续在面料工艺上创新。从渠道结构来看，电商为主、商超为辅，2019 年占比分别为 57.3%、24.4%。此外，需要重视的是稳健医疗旗下还有一块全棉水刺无纺布卷材销售业务，核心客户以卫生用品公司恒安国际、金佰利等为主；将核心材料外销给潜在的竞争对手理

论上会加剧 C 端市场的竞争，但考虑到全棉表层产品在女性卫生消费品领域仍属相对小众的品类，借助卫生消费品领域头部品牌共同的营销推广，有助于进一步提升全棉卫生用品的市场接受度、推动市场扩容。

图 52：奈丝公主与丁香医生联名的爆款纱布卫生巾，主打轻薄、干爽透气、全棉面层



资料来源：天猫旗舰店，长江证券研究所

图 53：联合薇娅推广奈丝公主卫生巾



资料来源：薇娅粉丝圈，长江证券研究所

3) 湿巾：定位于渗透率低、高增长的市场，持续品类拓展。湿巾主要由专业代工维尼健康生产，原料全棉水刺无纺布由稳健医疗提供，双方合作近 10 年，产品质量可靠且供应稳定，维尼健康其余客户还包括 GAMA、中顺洁柔、妇炎洁等。全棉时代的湿巾利用棉柔巾等大单品的客群积累和品牌影响力进行推广，品类由婴儿专用湿巾拓展至通用型湿巾，而后延伸功能至女性卫生专用、卸妆。在婴儿湿巾品牌中，全棉时代 2019&2020 年蝉联第二名。

图 54：全棉时代在 2019&2020 年婴儿湿巾品牌中均位列第二



资料来源：母婴行业观察，长江证券研究所

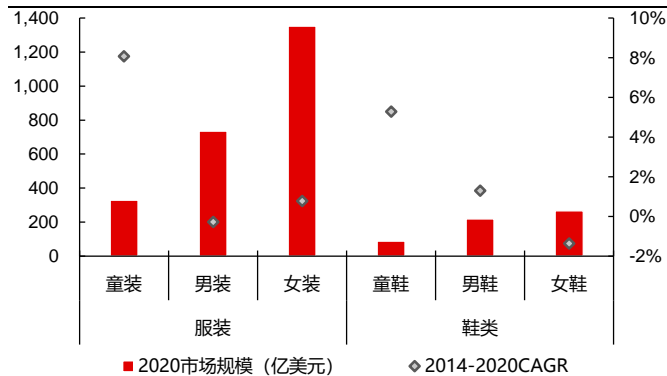
整体来看，无纺消费品注重差异化品类和渠道布局，研发旨在创造升级品类、解决前瞻需求；目前单品竞争力强，新品势能逐步释放。无纺消费品中棉柔巾、卫生巾锚定升级市场，产品在市场上形成了差异化认知，棉柔巾基于技术和成本优势已掌握了定价权，后续空间来源于渗透率提升；卫生巾在进驻商超渠道、弹性定价下展现出了第二大单品的潜力；湿巾则处于高增速市场，且在婴儿湿巾品类知名度高，后续细分品类成长性值得期待；另外公司以解决前瞻的升级需求的目的，持续研发纸尿裤、泡泡洗脸巾等新品丰富品类。无纺在持续推新以及卫生巾等单品竞争力提升下，产品结构优化，在公司领先的研发意识下，新品势能逐步释放。

## 有纺消费品：产品与渠道的延伸

### 注重优质赛道，与同业错位竞争

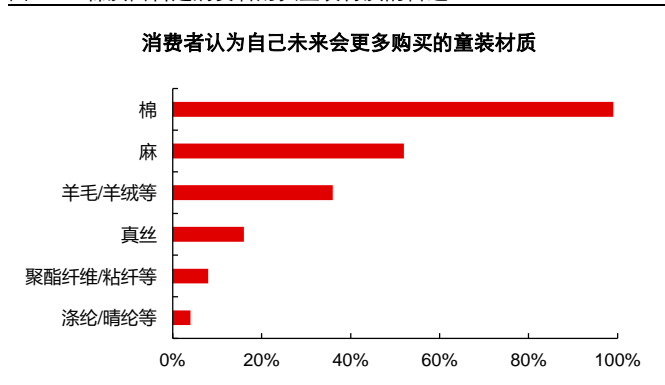
全棉时代有纺消费品主要包括成人服饰、婴童服饰、婴童用品等，产品材质均为以棉为主，主打舒适高质。成人服饰主要包括成人家居服、内衣等贴身衣物；婴童服饰主要包括婴童家居服、爬行服、连体衣等。其中婴童服饰是极佳的赛道，品质面料是基础，品牌调性更为品牌加分。虽然中国生育率下降，但 2014-2020 年童装行业市场规模 CAGR 为 8.1%，仍为服装行业中的高景气赛道。借鉴日本少子化的趋势下，优生优育成为多数人的选择，人均消费量处于增长期，对童装品质的要求及舒适性的提升成为主要需求。据 CBNDATA 线上调研数据，超九成童装消费者对童装面料格外关注，棉质面料是首选。其次，在品质面料的基础上，47%的消费者表示会对“品牌倡导的生活理念与我有共鸣”的品牌有偏好，品质调性和品牌的情感价值更为品牌加分。

图 55：童装行业为服装行业中的高景气赛道



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 56：棉质面料是消费者购买童装材质的首选



资料来源：CBNDATA，长江证券研究所

**医疗与全棉双重背书，通过线下渠道拓展。**有纺消费品进一步延伸了客群，覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体。且基于“医疗”、“全棉”、“健康”等理念的背书，延伸渠道至线下促进有纺用品的发展，近年成人服饰与婴童服饰维持高增。2020 年公司有纺消费品实现收入 13.4 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 20.5%，毛利率为 55.3%，同降 7.2pct。各品类表现如下：

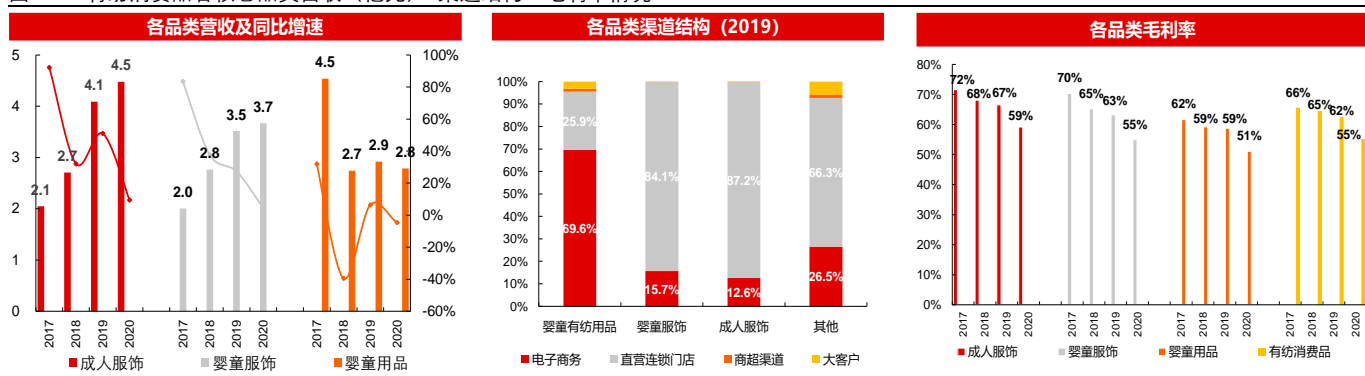
**1) 收入结构：产品表现分化，成人与婴童服饰高增，婴童用品下滑。**2020 年成人服饰、婴童服饰、婴童用品收入为 4.5、3.7、2.8 亿元，占健康生活消费品收入的 12.7%、10.4%、7.9%，2016-2020 年收入 CAGR 为 43.1%、35.4%、-5.1%。

**2) 渠道结构：有纺消费品主要为非标品，产品强调全棉、健康、高品质，渠道更注重线下。**有纺中服饰主要为纯棉家居服、连体衣、内衣等，通过线下直营店输出产品调性、强化穿着体验。2019 年成人服饰、婴童服饰、婴童用品直营收入占比为 87.2%、84.1%、25.9%，电商为第二大渠道。

**3) 毛利率：有纺产品以外协加工以外购成品为主，毛利率主要受原材料价格变动和外协成本的影响。**核心产品三年来毛利率持续下降，主因 2017 年起为提升纺织消费品竞争力，公司加大促销力度，同时外协成本进一步上升，导致 2018 年、2019 年成人服饰、婴童服饰、婴童用品毛利率持续降低。2020 年降幅较大主要在于疫情影响门店客流，公司进一步加大促销力度。2020 年三者毛利率分别为 59.2%、54.9%、51.1%，同比 2018 年下降 7.4pct、8.3pct、7.7pct，但在同业中仍处于较高水平。



图 57：有纺消费品各核心品类营收（亿元）、渠道结构、毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：渠道结构按招股书中披露数据计算，其余数据为 2020 年年报口径

**线下渠道以母婴为切入点，延伸客群生命周期。**从线下渠道竞争策略来看：相对于传统母婴渠道，品类结构上，传统的母婴品牌以高频刚需的奶粉为核心、辅之以日用消费品，全棉时代则以有纺用品为主。覆盖客群上，传统母婴渠道覆盖孕前及 0-6 岁婴童家庭，单客生命周期短，全棉时代通过日用消费品引流，覆盖人群及单客生命周期更长；相对于传统婴童品牌以小店为主，产品集中于服饰品类，全棉时代以大店为主，亦通过自有日用消费品引流，核心销售有纺棉品、强调安全与舒适。

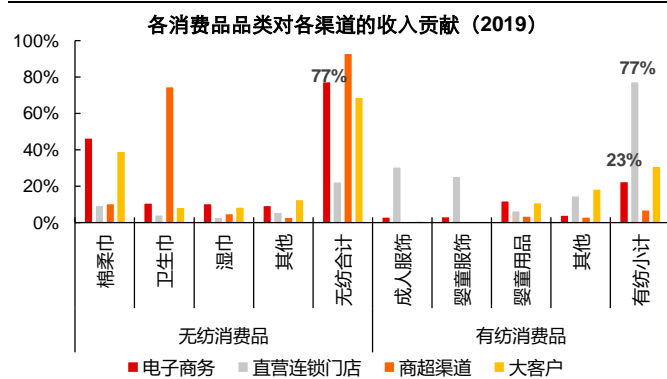
公司主打的全棉制品的服饰，契合消费者对于高品质生活追求的痛点，尤其是母婴群体对抗菌、舒适、亲肤等属性更加敏感。以重点城市购物中心的直营大店为载体，体现品牌调性和产品品质，未来有纺消费品有望在实体渠道扩张下，凭借无纺引流+差异化竞争+品牌背书持续扩大规模。

## 解构渠道：盈利存改善空间

无纺消费品以电商为主，有纺服饰更重线下；近三年健康生活消费品收入主要由实体渠道拉动。公司抓住无纺消费品的品类特性借以电商突围，2011 年起董事长带队开拓电商业务，通过“聚焦母婴市场”、“线上线下同质同价”、“利用大型电商活动加强品牌露出”等举措，无纺依托线上发展迅速；线下开设直营大店，培育有纺消费品。从健康生活消费品渠道结构来看，2019 年，电商渠道中无纺、有纺消费品的收入贡献为 77%、23%；直营渠道中无纺、有纺消费品的收入贡献为 23%、77%。2017-2019 年健康生活消费品增长主要由直营渠道拉动，主要在于 2017 年以来线下渠道开店提速，且主开大店，2015-2019 年开店数 CAGR 为 31.7%，2019 年公司门店数为 250 家，同期直营门店销售占比趋势提升。2020 年受疫情影响直营占比下降较大，全棉时代直营、加盟净开店 2、5 家。为支撑大店销售，健康生活消费品业务持续增加产品供应，2017-2019 年在售“Purcotton 全棉时代”产品 SKU 数量分别为 1.36、2.39、2.67 万个。

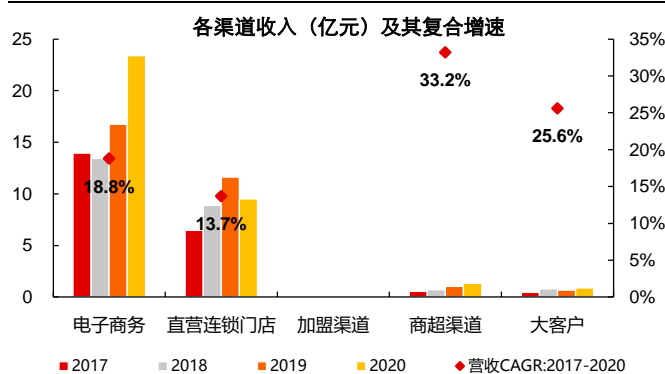
但公司电商渠道成本趋势提升以及线下自营渠道盈利偏弱，未来渠道盈利能力能否提升也是市场上比较关注的问题。因此，基于以上问题，我们将以定性+定量的角度予以解答。

图 58：电商中无纺用品收入占 77%、直营中有纺用品收入占 77%



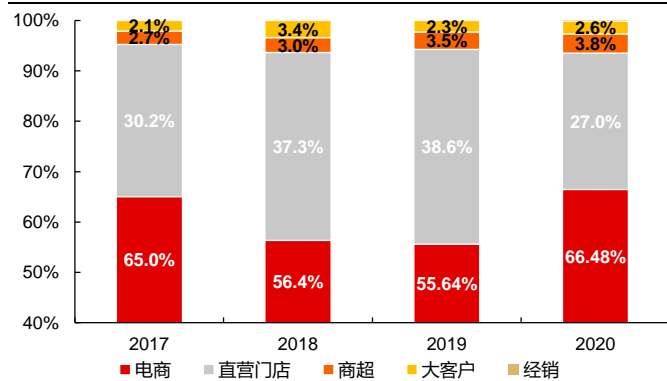
资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 59：线上渠道复合增速更优



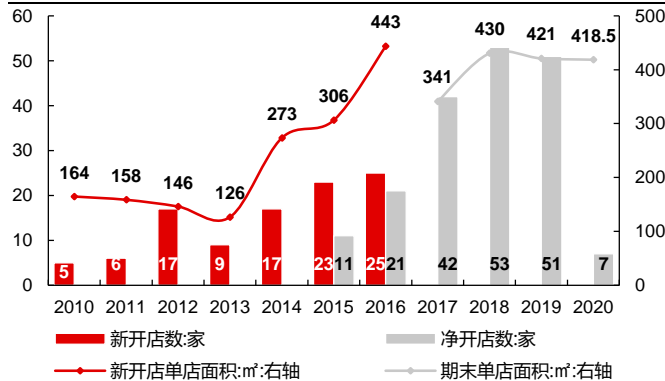
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 60：2017-2019 年直营门店销售占比趋势提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 61：2017 年以来线下渠道开店提速，小店占比提升

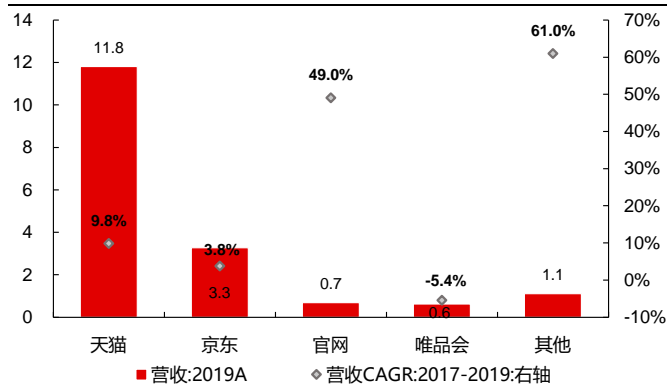


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 线上：重私域、强化会员运营

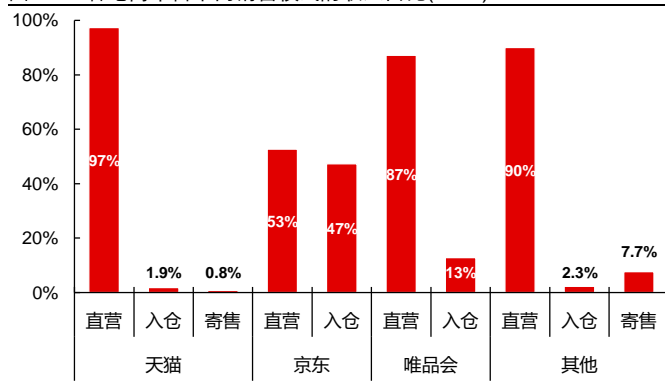
**电商渠道成本趋势提升。**公司健康生活消费品电商业务以天猫直营业务为主，2019 年天猫、京东、官网实现收入 11.8、3.3、0.7 亿元，对健康生活消费品电商收入的贡献为 70.3%、19.5%、4.1%。从渠道盈利来看，近年电商推广及佣金费率总体呈提升趋势，同时日用消费品货值偏低、物流费用较高，电商渠道成本趋势提升下使得毛销差持续降低。

图 62：健康生活消费品在各电商平台的收入及复合增速



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 63：各电商平台不同销售模式的收入占比(2019)



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 9：健康生活消费品电商渠道盈利表现

项目名称	2017	2018	2019	备注
销售收入（亿元）	13.9	13.4	16.7	
毛利率	57.5%	56.4%	57.4%	按电商收入结构加权平均计算
销售费用率	25.8%	27.7%	28.8%	
物流费用率	6.58%	6.58%	8.10%	2019 年采用单件包邮促销
电商推广费率	8.2%	10.8%	10.1%	
电商销售佣金率	4.3%	4.6%	5.8%	
天猫	4.8%	4.8%	6.3%	
京东	2.2%	2.4%	3.4%	
唯品会	5.2%	17.2%	5.1%	
其他	2.7%	2.0%	1.4%	
毛利率-销售费用率	31.7%	28.7%	28.6%	
存货周转率	-	2.12	2.05	采用无纺消费品存货周转率

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**注重私域流量运营，小程序等自有平台占比提升将平滑部分电商平台流量成本上升带来的利润率波动。**线上：2019 年底开始运营小程序积蓄私域流量，通过防疫用品、朋友圈广告、公众号、老客邀请引流至小程序，小程序内部则有积分兑换、签到、种棉花等活动提高会员粘性，多件多折、送券满减的方式提高客单、连单率、降低费用率；另外，企业微信打造了特色 IP 形象“小棉花”，通过人工加 AI 的方式定点推送产品上新、折扣等信息进行粉丝群体和社群的运维。**线下：**疫情促进了门店数字化的推进，在线下门店和线上小程序互通的前提下，公司对导购以销售扣点作为激励导流至小程序，公司小程序的收入及影响力大幅提升。一方面小程序的费用率较低，另一方面小程序与社群运维的联动能进一步加强消费者粘性，有效沉淀私域流量。此外，全棉时代亦通过品牌专柜入驻等方式积极探索与社交类电商云集等新零售平台的合作，在线上开辟新的销售增长渠道。

截至 2020 年，全棉时代会员数突破 2500 万，其中私域平台注册会员数量超 1276 万（门店注册会员数 576 万，官网和小程序注册会员超 700 万）。2020 年全棉时代在自有平台官网、小程序和 APP 端实现销售 4.05 亿元，同增 425.56%，在线上收入的占比同比提升 12.7pct 至 17.3%。其中门店引流到小程序实现的销售为 2.05 亿元，占线上收入的 8.8%。预计在公司小程序引流+运营模式成熟下，利润率较高的小程序贡献有望持续提高。

图 64：全棉时代的私域流量运营机制

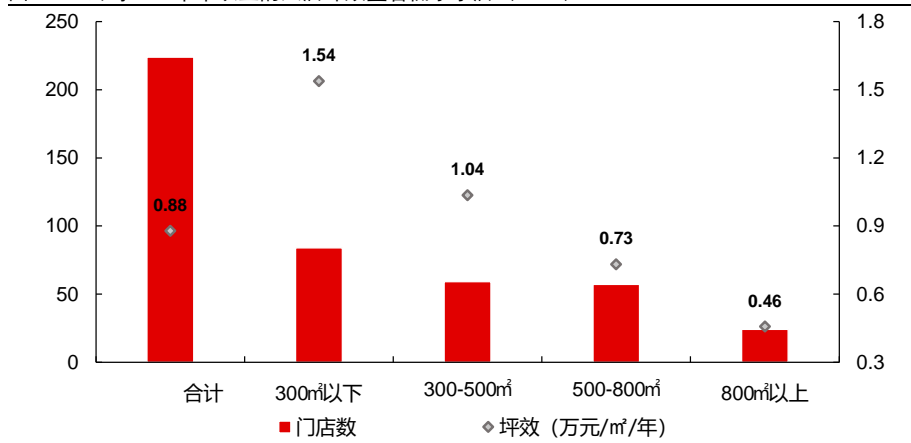


资料来源：全棉时代小程序，微信，长江证券研究所

## 线下：重提效、调整展店计划

**自营渠道盈利偏弱。**2016 年以来重视大店策略，通过在核心位置开大店提升品牌力，因此拓店力度大且以一、二线城市的大店为主。目前线下渠道成本高且店效及坪效偏低，致使线下渠道盈利能力弱。具体来看，**成本：**全棉时代的租金成本明显偏高，2019 年公司直营店单位面积租金为 3123 元/年；**坪效：**线下店中无纺品类均价低，对客单的贡献有限。同时，全棉时代健康生活消费品中各品类运营质量和零售效率较低。此外，门店面积较大对坪效有较大拖累，2020 年公司 500 平方米以上的直营门店坪效仅 0.62 万元/㎡/年，远低于 500 平方米以下直营门店 1.25 万元/㎡/年的坪效。

图 65：公司 500 平方米以上的大店坪效显著低于小店（2020）



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：门店统计口径为全棉时代截止 2020 年 12 月 31 日开业 12 个月以上的直营门店

表 10：健康生活消费品直营门店盈利能力及单店表现

	项目名称	2017	2018	2019	备注
盈利能力	销售收入（亿元）	6.47	8.88	11.62	
	毛利率	62.8%	62.0%	61.0%	按直营收入结构加权平均计算
	销售费用率	53.0%	58.9%	59.7%	
	门店租金费率	22.7%	25.2%	25.9%	
	门店装修摊销	3.9%	4.1%	4.6%	采用整体销售费用折旧及摊销
	毛销差=毛利率-销售费用率	9.8%	3.2%	1.3%	
	存货周转率	-	0.78	0.75	采用无纺消费品周转率
单店表现	平均单店收入（万元/家）	443	446	465	不含税收入
	平均销售坪效（万元/㎡/年）	1.30	1.04	1.10	不含税收入
	单店装修分摊（万元/年）	17	18	21	采用整体销售费用折旧及摊销
	单店租金（万元/年）	101	112	121	
	单位面积装修（元/年）	2,514	2,103	2,518	
	单位面积租金（元/年）	4,664	3,529	3,123	采用门店加权面积计算

资料来源：公司公告，长江证券研究所

基于面积调整、坪效提升、优化租金，调整渠道结构，实体渠道的店效和盈利修复空间大。公司目前以直营店为主，单店盈利情况仍较大改善空间。若公司未来开店以 300-500 平米的中小型店铺为主，减少 600-800 平米的大店占比，降低租金。基于此，我们对以下三种情况进行测算：

**情景 1：**假设店铺位置不变但面积减少，装修标准不变；坪效恢复至 2017 年水平。

修复空间：毛销差提升 4.9pct 至 6.2%

**情景 2：**在情景 1 的基础上，假设由于品类丰富&店铺零售效率提升，坪效提升 10%。

修复空间：毛销差提升 7.8pct 至 9.0%

**情景 3：**在情景 2 的基础上，考虑公司通过调整位置、对购物中心议价能力提升等门店租赁费下降 20%。

修复空间：毛销差提升 10.8pct 至 12.0%

表 11：三种情景假设下直营门店盈利能力修复测算

	项目名称	2019A	情景 1	情景 2	情景 3
盈利能力	销售收入（亿元）	11.62	13.00	14.30	14.30
	毛利率	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%
	销售费用率	59.7%	54.8%	52.0%	48.9%
	门店租金费率	25.9%	22.0%	20.0%	17.0%
	门店装修摊销	4.6%	3.9%	3.5%	3.5%
	门店推广费率	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
	线下销售运费率	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
	毛销差=毛利率-销售费用率	1.3%	6.2%	9.0%	12.0%
单店表现	存货周转率	1.7	1.7	1.7	1.7
	平均单店收入（万元/家）	465	520	572	572
	平均单店面积（㎡）	421	400	400	400
	平均销售坪效（万元/㎡/年）	1.10	1.30	1.43	1.43
	单店装修（万元）	106	101	101	101
	单店装修分摊（万元/年）	21	20	20	20
	单店租金（万元/年）	121	115	115	102

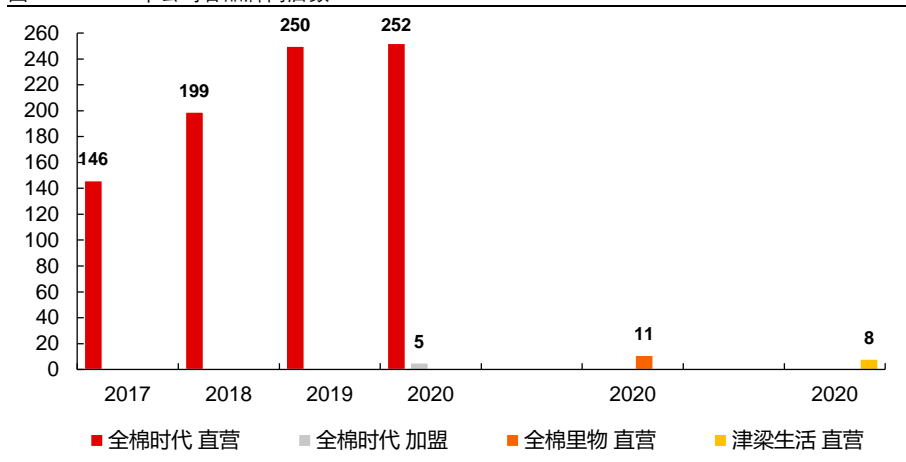


单位面积装修（元）	2518	2518	2518	1500
单位面积租金（元/年）	3123	3123	3123	2792

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：1) 备注同上表；2) 标蓝数字为假设值

**渠道盈利提升空间大，未来加盟、商超等推广带来新的增长空间。**在以小程序为主的自有电商平台占比提升，以及自营线下渠道开店降低面积、丰富品类、调整位置降低租金后，预计公司渠道盈利能力将有明显改善。另外相较可比公司，2020 年全棉时代门店数为 257 家，旗下子品牌全棉里物共开直营店 11 家。商超渠道目前已入驻大型连锁商超的 5000 多家线下店铺、4000 多家连锁便利店，2020 年在疫情影响下仍实现收入 1.34 亿元，同增 29.1%。预计伴随加盟商单店模型的跑通，以及商超渠道布局密度加大，线下渠道有望进一步为公司收入增长带来持续性贡献。

图 66：2020 年公司各品牌门店数



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司基于升级品类的愿景布局消费品市场，凭借前瞻的研发意识、渠道布局、医疗背书、品牌理念形成差异化的竞争优势。原有渠道盈利改善空间清晰、新渠道拓展空间大，未来成长值得期待。品牌端，全棉时代推广初期基于“医疗背书”、“全棉”、“母婴”等标签培育了健康安全品牌形象以及高粘性的消费者群体，而后扩大受众，在健康生活消费品领域逐步确立品牌优势；渠道端，立体渠道布局持续完善，原有渠道盈利改善的空间清晰，而加盟、商超等新渠道将带来新的增长空间；产品端，以无纺消费品为基础延伸开发服装、家纺等有纺消费品，逐步覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，未来品类扩充空间较大。

## 津梁生活：健康生活平台，第三增长曲线

深化医疗背景下的健康概念，结合“美丽”主题，释放潜在消费空间。津梁生活定位于健康生活平台，致力打造线上线下统一运营的数字化门店，为消费者提供扫码购、跨境购、健美测等特色项目。目前门店数为 8 家、SKU 为 4200+，涵盖美妆、香氛、洗护、食品、保健、家居、运动、茶饮等 8 大产品专区，2020 年实现收入 4000 万元。商业模式以会员消费为主，以定制妆容、体型检测等个性化服务增强会员粘性，通过大牌化妆品引流，自有品牌和独家代理品牌提升利润。

图 67：津梁生活门店形象、品牌特色与会员机制



资料来源：津梁生活官网，长江证券研究所

稳健医疗 30 余年在医用耗材上的技术积淀和全棉时代 10 余年的消费品运营经验，可以为津梁生活在研发、运营和品牌塑造上持续赋能。津梁生活作为公司的第三增长曲线储备，未来发展可期。

## 财务报表及指标预测

## 利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12534	10384	12486	14256
营业成本	5070	5328	6340	7215
毛利	7464	5056	6147	7042
%营业收入	60%	49%	49%	49%
营业税金及附加	117	93	112	128
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1575	1558	1935	2210
%营业收入	13%	15%	16%	16%
管理费用	437	623	749	642
%营业收入	3%	6%	6%	5%
研发费用	411	467	624	713
%营业收入	3%	5%	5%	5%
财务费用	219	100	120	150
%营业收入	2%	1%	1%	1%
加：资产减值损失	-240	-240	-240	-240
信用减值损失	-36	-35	-35	-35
公允价值变动收益	11	10	10	10
投资收益	22	52	62	71
营业利润	4532	2053	2471	3084
%营业收入	36%	20%	20%	22%
营业外收支	-29	-10	-10	-10
利润总额	4502	2043	2461	3074
%营业收入	36%	20%	20%	22%
所得税费用	680	306	369	461
净利润	3823	1737	2092	2613
归属于母公司所有者的净利润	3810	1732	2086	2605
少数股东损益	12	5	6	8
EPS（元）	8.93	4.06	4.89	6.11

## 现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	4767	1804	2027	2552
取得投资收益收回现金	17	52	62	71
长期股权投资	-5	0	-4	-5
资本性支出	-203	0	0	0
其他	-4240	-320	-315	-315
投资活动现金流净额	-4430	-268	-257	-249
债券融资	0	0	0	0
股权融资	3593	0	0	0
银行贷款增加（减少）	150	-150	150	50
筹资成本	-102	0	0	0
其他	-293	0	0	0
筹资活动现金流净额	3348	-150	150	50
现金净流量（不含汇率变动影响）	3691	1386	1921	2354

## 资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4163	5548	7469	9823
交易性金融资产	4131	4431	4731	5031
应收账款	844	711	855	976
存货	1216	1314	1650	1878
预付账款	124	160	190	216
其他流动资产	512	453	558	651
流动资产合计	10990	12618	15454	18576
长期股权投资	13	13	17	22
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1401	1306	1211	1116
无形资产	208	208	208	208
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	143	143	143	143
其他非流动资产	247	267	282	297
资产总计	13002	14555	17315	20362
短期贷款	150	0	150	200
应付款项	727	803	1042	1186
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	170	213	254	289
应交税费	444	312	375	428
其他流动负债	936	915	1090	1242
流动负债合计	2427	2242	2910	3345
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	12	12	12	12
其他非流动负债	95	95	95	95
负债合计	2534	2349	3018	3452
归属于母公司所有者权益	10454	12186	14272	16876
少数股东权益	14	20	26	34
股东权益	10468	12205	14297	16910
负债及股东权益	13002	14555	17315	20362

## 基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	8.93	4.06	4.89	6.11
每股经营现金流	11.18	4.23	4.75	5.98
市盈率	18.58	33.25	27.60	22.10
市净率	6.77	4.73	4.03	3.41
EV/EBITDA	12.89	21.59	17.82	13.92
总资产收益率	29.3%	11.9%	12.0%	12.8%
净资产收益率	36.4%	14.2%	14.6%	15.4%
净利率	30.4%	16.7%	16.7%	18.3%
资产负债率	19.5%	16.1%	17.4%	17.0%
总资产周转率	0.96	0.71	0.72	0.70

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者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、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

