

稳健医疗 (300888)

证券研究报告

2021年06月27日

一站式全品类大健康消费平台，广阔市场空间赋能百亿业务成长

医药及生活用纸行业标的的成长对比复盘，医药消费双轮协同成长有望复刻

医药消费两大标的均经历了从初始中医药核心品类关联拓展至相关非处方药、保健品、日护消费品业务发展历程，且两大标的核心药品均具有独特功效（云南白药化瘀止血作用、片仔癀护肝消肿特性），确立两大中医药品牌在特定细分药用领域（外伤止血、护肝消炎）难以复制优势；凭借核心药物市场认可度及影响力优势，片仔癀及云南白药迅速拓展至关联药品品类及保健药品品类，日用护理消费品功能特性进一步被发掘，消费品成长属性逐步释放。具体来看，云南白药经历了从白药关联产品，牙膏口腔护理产品，面膜护肤、功能性卫生巾产品多级进化历程。片仔癀 2016 年携手上海家化强强联合，日用化妆品业务近 5 年延续快速扩容势头，消费品业务占比 2020 年升至 11%，持续贡献业绩增量。

生活用纸+个护用品已经成为生活用纸龙头恒安国际、维达国际成长中枢，凭借复合背景消费品属性顺利切入大健康消费品细分市场，中顺洁柔个护业务拓展彰显行业成长属性。参考医药+日化个护、用纸+个护多维度业务协同发展历程，医疗耗材 X 大健康消费品或赋能稳健医疗长期快速成长。

综合考虑并对比以上医药消费、个护用纸标的的成长路径，公司基于专业医用敷料医疗背景，基于全棉自然选材，独有穿着透气舒适度，未来有望接力复刻多业务协同成长路径。具体拆分公司健康消费品各细分市场空间，具体来看：

消费品业务涵盖棉柔巾（20 规模约 25 亿元）、卫生巾（20 规模约 320 亿）、湿巾（20 规模 80~100 亿元）、家居纺织品（内衣、居家服、床上用品等）、护肤品（19 年面膜市场 252 亿元）、婴童用品（童装 19 年规模约为 1750 亿元，母婴用品规模突破万亿），且多数伴随人均消费水平、需求提升延续稳定增速。此外津梁生活初步覆盖美妆、中高档保健品消费市场，业务成长空间较大。整体来看，公司健康生活消费品于各个细分市场围绕全棉天然选材舒适亲肤核心优势，实现了一站式有效覆盖，长期业绩增量可期。

小幅下调 21 年盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 19.55、23.14、29.11 亿元（21 年原值为 20.90 亿元），对应 EPS 分别为 4.58、5.42、6.83 元，对应 P/E 分别为 26.26X、22.19X、17.64X。我们采用 DCF 绝对估值法，计算得到公司 2021 年内在价值现值为 803.73 亿元，对应目标价格 188.45 元，对应 P/E 为 41.15X。

风险提示：新拓展门店店效不及预期，初期运营效率需要经历爬坡阶段，终端盈利能力不及预期；原材料成本波动上升，人力成本提升对终端成本、费用率控制带来压力；新拓展化妆品、护肤品等品类销售不及预期；限售股解禁流通股规模增大对终端股价波动影响等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,574.63	12,533.95	10,527.33	12,763.55	14,818.66
增长率(%)	19.16	173.99	(16.01)	21.24	16.10
EBITDA(百万元)	893.05	5,766.40	2,255.02	2,627.18	3,285.92
净利润(百万元)	546.29	3,810.41	1,955.44	2,313.58	2,910.93
增长率(%)	28.64	597.50	(48.68)	18.32	25.82
EPS(元/股)	1.28	8.93	4.58	5.42	6.83
市盈率(P/E)	93.99	13.48	26.26	22.19	17.64
市净率(P/B)	16.25	4.91	4.18	3.57	3.03
市销率(P/S)	11.22	4.10	4.88	4.02	3.46
EV/EBITDA	0.00	10.81	18.58	15.10	11.51

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	120.39 元
目标价格	188.45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	426.49
流通 A 股股本(百万股)	47.28
A 股总市值(百万元)	51,345.41
流通 A 股市值(百万元)	5,692.53
每股净资产(元)	25.65
资产负债率(%)	19.15
一年内最高/最低(元)	217.58/103.70

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004 fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《稳健医疗-季报点评:21Q1 继续高增，医用产能扩张+全渠道融合见成效》 2021-05-06
- 《稳健医疗-年报点评报告:21Q1 继续高增，医用敷料+健康生活全面发力》 2021-04-20
- 《稳健医疗-公司点评:winner 品牌升级产品完善，全棉拓店创新，开启新一轮成长》 2021-03-19

内容目录

1. 多角度跨行业复盘健康生活消费品发展空间：	5
1.1. 稳健医疗日用消费品业务快速拓展，持续贡献业绩成长增量	5
1.2. 从医疗消费复合成长角度来看公司业务扩充动能：医药背景外延至防护药品、功能性护理消费品	6
1.2.1. 云南白药：从核心中药积淀口碑，辐射普药、日护、保健品及彩妆护肤品综合巨头	6
1.2.2. 片仔癀：从护肝解毒消炎传统中药，成长为多品类、全覆盖健康生活消费品牌	8
1.2.3. 生活用纸：个护消费品成为龙头造纸标的业务构成重要一环	9
1.3. 多维比较看稳健医疗健康生活消费品发展空间：万亿市场、百亿征程	10
2. 大健康平台式品牌成长空间：四大细分市场增量叠加	11
2.1. 高频日用护理耗材类产品：核心功能+差异化竞争确立竞争优势	11
2.1.1. 生活用纸产品：应棉柔巾市场发展浪潮，全棉无纺布成就品牌特色	11
2.1.2. 一次性卫生用品：推出专业女性护理品牌，纯棉材质打造品牌竞争优势	13
2.2. 居家场景消费品：童装、家纺、内衣及日洁产品多品类共振	16
2.2.1. “散装”童装市场未来有望延续快速扩充，功能差异化赋能，加速缩小头部差距	18
2.2.2. 家居生活纺织品（成人外出、家居服、内衣、家纺）延伸全棉舒适居家概念	18
2.3. 初步覆盖功能性护肤及关联护理产品，品类拓展及品牌积淀空间广阔	19
2.4. 美妆及保健类产品：扩容起步高速拓展，业绩增量重要来源	20
3. 线上下渠道融合并进，渠道效率稳步提升，助推双轮长期成长	22
3.1. 线下渠道持续拓展优化，看好后疫情时代店效盈利回升弹性：	22
3.2. 线上多平台发力助推，小程序等新零售模式促渠道融合提效	23
4. 盈利预测、估值及投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司医用耗材业务营收（亿元）及 YOY（%）、毛利率（%）	5
图 2：公司医用耗材业务各产品构成（亿元）及整体毛利率（%）	5
图 3：公司健康生活消费品业务营收（亿元）、YOY 及毛利率（%）	5
图 4：公司健康生活消费品产品构成（亿元）及无纺产品占比（%）	5
图 5：云南白药业务拓展结构示意图	6
图 6：云南白药市值成长（亿元）	7
图 7：云南白药口腔护理产品矩阵	7
图 8：云南白药及稳健医疗日用护理消费品业务拓展逻辑类比	8
图 9：公司业务结构构成（亿元）及业务同比 YOY（%）	9
图 10：片仔癀各业务毛利率水平（医药商业毛利率参考右轴）	9

图 11: 洁柔、恒安、维达个人护理业务占比变化	9
图 12: 洁柔、恒安、维达个人护理业务品牌矩阵	9
图 13: 片仔癀、稳健医疗消费品业务占比及业务扩展增长贡献占比逐年提升, 发展走势相似	10
图 14: 中国零售生活用纸市场规模 (亿元) 及增速	11
图 15: 中国零售生活用纸销量 (万吨) 及增速	11
图 16: 棉柔巾具有丰富的应用场景	11
图 17: 2013-2019 年中国棉柔巾行业需求量增长统计	12
图 18: 2020-2025 年中国零售生活用纸市场规模 (亿元人民币)	12
图 19: 棉柔巾市场竞争格局 (2019 年, 天猫平台)	13
图 20: 2013-2019 中国吸收性卫生用品市场规模 (亿元)	13
图 21: 2020 年中国吸收性卫生用品领先品牌市场份额分布	14
图 22: 中国擦拭巾 (含湿巾) 市场规模稳步增长 (亿元)	14
图 23: 2020 年中国婴童湿巾市场规模达 58 亿元	15
图 24: 2020 年中国通用湿巾市场规模达 40 亿元	15
图 25: 中国卸妆湿巾市场规模快速增长 (亿元)	15
图 26: 中国居家清洁湿巾市场规模稳步增长 (亿元)	15
图 27: 2020 年中国湿巾品牌市场份额分布图	15
图 28: 2015-2020 年中国部分主要湿巾品牌市占率变化	15
图 29: 奈丝公主品牌主打全棉卫生巾	16
图 30: 2017-2020 年公司卫生巾产品销量快速增长	16
图 31: 2010-2019 年纺织、服装及日用品专门零售商品销售额 (亿元)	16
图 32: 健康生活消费品业务中服饰类产品收入增速较快 (亿元, %)	17
图 33: 2020 年中国消费者购买家居服首要三大因素	18
图 34: 品牌家居服透气性评分排行表 (mm/s), 全棉时代透气性最优	18
图 35: 全棉时代天然草本精华面膜 SKU 展示及玻尿酸面膜展示	19
图 36: 中国美妆行业市场规模 (亿元)	20
图 37: 2020 年中国美妆细分产品市场份额对比 (%)	20
图 38: 2016-2019 年中国美妆市场集中度变化情况 (%)	21
图 39: 2020 年中国美妆市场企业市占率 (%)	21
图 40: 津梁生活包含八大品类产品, 覆盖不同生活场景	21
图 41: 津梁生活旗下部分代理化妆品品牌	21
图 42: 公司健康生活消费品渠道拆分	22
图 43: 公司全棉时代线下平均店效 (万元/年) 及坪效 (万元/平米)	22
图 44: 公司旗下部分门店按面积分类经营数据	23
图 45: 公司新开标准七代形象店深圳 KK MALL 装修陈列风格	23
图 46: 公司健康消费品电商营收 (亿元) 及 YOY (%)、毛利率 (%)	23
图 47: 公司健康消费品电商业务各平台营收 (亿元) 及占比 (%)	23
图 48: 全棉时代小程序、抖音平台直播流量转化	24
图 49: 全棉时代携手薇娅等头部主播 618 直播大促	24
图 50: 稳健医疗业务及盈利预测拆分	25

图 51：稳健医疗 DCF 绝对估值法26

1. 多角度跨行业复盘健康生活消费品发展空间：

1.1. 稳健医疗日用消费品业务快速拓展，持续贡献业绩成长增量

公司作为布局大健康日用消费品龙头企业，医用防护+健康生活消费品双核驱动业绩成长，具体来看：

1) 2020 年全球新冠疫情带来的防护用品订单高速增长，医用耗材业务（医用敷料、防护用品等产品）业务规模升至 86.84 亿元（+630.45%）；2021Q1 医用耗材业务保持高基数下快速增长，达到 13.76 亿元（+67.16%）。

图 1：公司医用耗材业务营收（亿元）及 YOY（%）、毛利率（%）



资料来源：wind，稳健医疗年报，天风证券研究所

图 2：公司医用耗材业务各产品构成（亿元）及整体毛利率（%）



资料来源：wind，稳健医疗年报，天风证券研究所

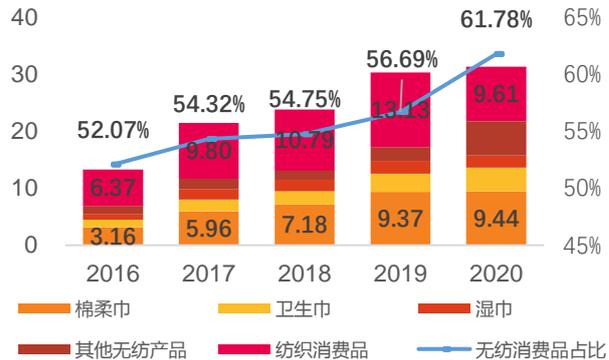
2) 受益于人均卫生防护意识提升、人均健康消费支出逐年提升，公司健康消费品业务保持快速成长，2020 年全年业务规模增至 35.17 亿元（+16.03%），2021Q1 业务规模达到 8.18 亿元（+40.38%）。

图 3：公司健康生活消费品业务营收（亿元）、YOY 及毛利率（%）



资料来源：wind，稳健医疗年报，天风证券研究所

图 4：公司健康生活消费品产品构成（亿元）及无纺产品占比（%）



资料来源：wind，稳健医疗年报，天风证券研究所

考虑到 2020 新冠疫情对医用防护用品需求短期催化影响，在 2021 年全球疫苗接种覆盖效率稳步提升的背景下，未来短期订单需求增速或有所下降，公司未来健康消费品业务将成为业务扩充、业绩成长中流砥柱，我们在本报告中对公司旗下全棉时代、及津梁生活消费品业务进行分类分析，对旗下高频护理耗材（棉柔巾、卫生巾、湿巾等）、居家场景消费品（居家服、童装、毛巾家纺等）、功能性护肤产品（面膜等）、化妆品及保健类产品等进

行详细拆解分析，从市场空间、规模增速、市占率、核心竞争优势等角度对公司旗下消费品各细分类别成长空间进行估算，得到以下结论：

大健康消费品市场未来保持稳步扩容阶段，健康生活消费品渗透率稳步提升的基础上，中高端健康消费品业务有望实现“产品渗透提升、消费频率上升、品牌力积淀”多维催化成长。

医用防护耗材业务中感染防护产品受疫情短期催化影响明显，21~22 年短期伴随需求恢复正常或有所回落，但消毒清洁用品及伤口护理产品受一次性医护用品渗透率提升、政策倾斜催化影响，未来或将保持稳健增速。

1.2. 从医疗消费复合成长角度来看公司业务扩充动能：医药背景外延至防护药品、功能性护理消费品

我们以复盘视角，对 A 股中医药消费品标的“云南白药”、“片仔癀”进行分阶段成长剖析：两大标的均经历了从初始中医药核心品类关联拓展至相关非处方药、保健品、日护消费品业务发展历程，且两大标的核心药品均具有独特功效（云南白药化瘀止血作用、片仔癀护肝消肿特性），确立两大中医药品牌在特定细分药用领域（外伤止血、护肝消炎）难以复制优势；此后，凭借核心药物市场认可度及影响力优势，片仔癀及云南白药迅速拓展至关联药品品类及保健药品品类，日用护理消费品功能特性进一步被发掘，消费品成长属性逐步释放。

1.2.1. 云南白药：从核心中药积淀口碑，辐射普药、日护、保健品及彩妆护肤品综合巨头

云南白药原为曲焕章先生于 1902 年配制百宝丹，对于跌打损伤、化瘀止血有疗效显著，现被列入国家一级保护专利中药，在传统中药领域功效与口碑兼具。目前云南白药已经形成以**核心白药品类**（酏、喷雾剂、胶囊、膏贴等多种类型）、**普通药物**（例如活血概念气血康口服液、儿童伤风感冒颗粒小柴胡颗粒等）、**健康器械**（颈舒、腰舒治疗仪，腰部、背部固定器）、**日护耗材**（创可贴、酒精湿巾棉片、卫生巾、牙膏等）、**日化消费品**（“养元青”洗发露、“采之汲”面膜、护手霜、身体乳等）、**中药保健药品**（三七片/粉、红瑞徕保健茶）。

图 5：云南白药业务拓展结构示意图



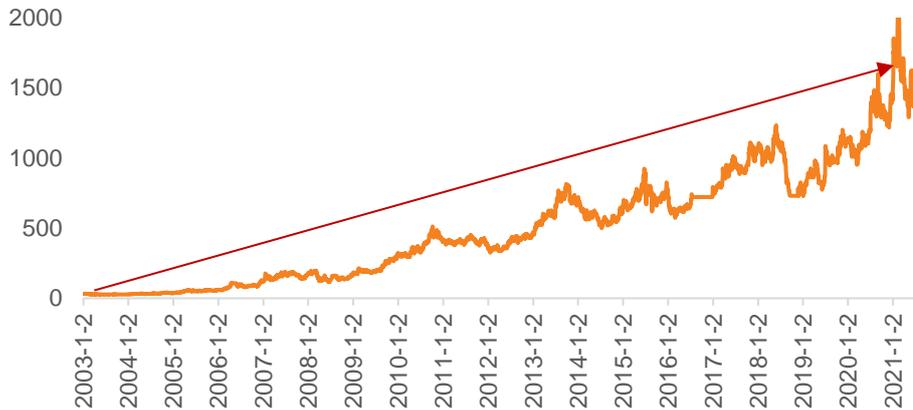
资料来源：云南白药公司官网，天风证券研究所

客观来看，云南白药从化瘀止血核心药品确立业界口碑，相继外延拓展至普药、日护耗材、

日化消费品，发展路径由同类、关联品类、再到大健康概念品类，拓展路径呈现发散辐射状；后续品类多为立足于大健康细分品类，核心品类口碑声誉为整体品牌力积淀奠定了强力支撑。

伴随着业务规模拓展及产品种类的增多，云南白药品牌生态圈逐步丰富完善，集团市值规模迎来长期稳定成长，截至 2021 年 6 月 21 日，公司市值规模已经达到 1367.97 亿。

图 6：云南白药市值成长（亿元）



资料来源：wind，云南白药公司官网，天风证券研究所

口腔护理产品作为公司明星日化护理产品，成为云南白药品牌影响力辐射延伸至大健康消费品重要桥梁。从具体产品功能性来看，云南白药牙膏从“牙龈止血”关联功能逐步拓展至减少牙菌斑、平衡口腔菌群、强化牙质等其他口腔清洁护理功能；2020 年，“云南白药口腔健康医学研究中心”在京成立，未来将搭载现代化进程中一系列新技术、新手段，聚焦产学研深度融合，全方位提供口腔健康数字化智能护理及治疗解决方案。

图 7：云南白药口腔护理产品矩阵



资料来源：云南白药牙膏天猫旗舰店，天风证券研究所

我们依据云南白药所处的主要关键细分市场，分解公司长期成长空间：

- 1) 传统中药物市场，分为止血化瘀核心药物市场、普通药物市场、及医药商业市场，

逐步扩展。依据制药网及艾媒网中药市场研究数据，2020 年中国中药行业整体市场规模有望达到 5806 亿元，市场复合增长率为 8.2%；其中中药材市场接近 1708 亿元，2024 年该市场规模有望突破 2000 亿元，整体中医药市场在高基数基础上持续迸发增长动能。

2) 日常健康消费品市场，分为个人护理产品（主要为口腔、头发、皮肤等三大类）、以及日常保健品。云南白药消费品业务起步于口腔护理牙膏产品，目前也是公司消费品业务主力及明星产品：2020 年公司牙膏类产品品牌市占率达到 22.2%，居国内牙膏品牌首位；涵盖牙膏、漱口水、牙刷、冲牙器等 30 款产品，以缓解牙龈出血，修复口腔黏膜损伤为主打功能并为消费者逐步认可。云南白药牙膏目前已经成为国内牙膏第一品牌，市占率角度较高露洁、佳洁士等主流品牌优势明显。

功能护理型日护消费品另一个拓展实例即为洗护发产品，云南白药自 2010 年开始即推出自有养元青系列主打“头皮护理”产品，公司在洗护发产品定位发展战略与牙膏类似，白药独特口碑赋能品牌天然成分护理功能优势，以白药独有生物活血活性成分为基础，配以蛇床子等多类中草药材提取物，聚焦日常头皮环境护理、防脱发掉发等护理功能，与海飞丝、飘柔、潘婷等传统日化品牌“控油去屑”等传统洗护发功能形成差异化错位竞争。

图 8：云南白药及稳健医疗日用护理消费品业务拓展逻辑类比



资料来源：云南白药及稳健医疗公告，云南白药、全棉时代官网，天风证券研究所

云南白药护肤品系列“采之汲”面膜于 2011 年上市，基于纯天然草本精华护理概念，凸显天然成分核心优势，整体产品矩阵逐步丰富增厚，借助“天然护理”的品牌核心口碑，护肤品类未来有望成为公司业绩成长驱动新源泉。

1.2.2. 片仔癀：从护肝解毒消炎传统中药，成长为多品类、全覆盖健康生活消费品牌

片仔癀则是将自身药品品牌作为竞争力核心，拓展延伸至高端中药保健品领域，近年来公司化妆品业务领域迎来高速增长，日化护理产品业务自 2016 年与上海家化成立合资公司，实现强强联合，目前片仔癀已经形成了专业肝病药物及高端中医保健品为主要业务，个护及化妆品等多消费品业务快速成长，构筑医药消费品牌生态圈。

公司在传统肝病治疗领域核心优势显著：“片仔癀”由麝香等多味名贵中药材配合调制而成，针对热毒血瘀造成的急慢性肝炎具有独特疗效。同时片仔癀所处肝病细分市场常年稳步提升，具体需求可以分为两部分：

1、受到国内独特的饮酒社交文化、生活作息影响、加班等快节奏生活影响，酒精性肝功损伤、非酒精性脂肪肝患者基数持续上升，2020 年酒精性脂肪肝患者数量或超过 7500 万人，非酒精性脂肪肝患者数则接近 2.6 亿人；

2、病毒性肝炎带来固定庞大的病患基数，片仔癀等传统肝病用药市场基础需求稳定；

从片仔癀整体业务规模及结构来看，公司核心产品片仔癀中药制剂产品近十年来在高基数背景下保持稳健提升，2017~2020 年营业收入 CAGR 保持在 23.13%。国内人均医疗支出水平的稳步提升，主产品稳步提价为公司主营业务扩充发展注入充足动力。

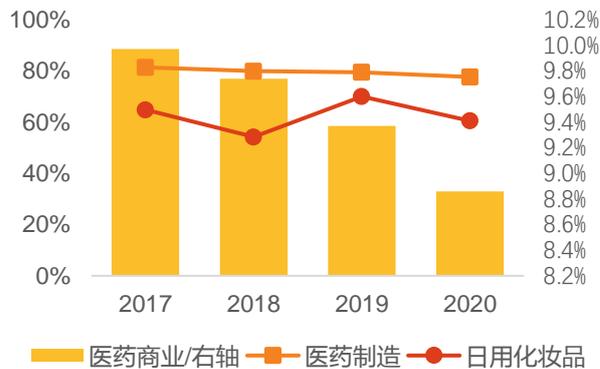
日用品及化妆品业务规模保持快速扩充态势，2020 年业务规模增至 9.05 亿元(+42.49%)，业务增速明显优于主营业务，成为整体业绩增长第二大动力来源。

图 9：公司业务结构构成（亿元）及业务同比 YOY (%)



资料来源：wind，片仔癀公告，天风证券研究所

图 10：片仔癀各业务毛利率水平（医药商业毛利率参考右轴）



资料来源：wind，片仔癀公司公告，天风证券研究所

1.2.3. 生活用纸：个护消费品成为龙头造纸标的业务构成重要一环

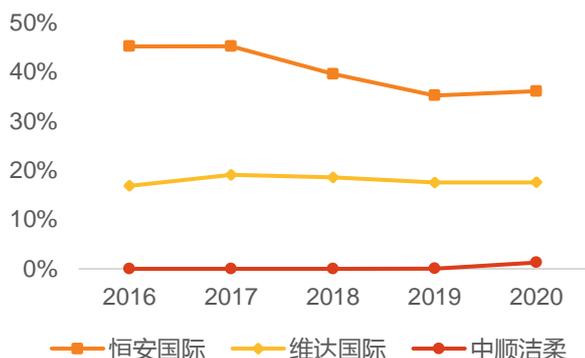
国内生活用纸市场目前正处稳步扩容发展阶段，2020 年市场规模预计达到 1415.96 亿元，5 年市场规模 CAGR 达到 8.22%；同时，国内生活用纸市场短期竞争格局保持稳定，头部品牌市占率近年持稳，整体品牌集中度有待进一步提升。

具体来看，恒安国际旗下心相印、及维达国际主力品牌维达仍然为国内生活用纸龙头品牌，前瞻产业研究院数据显示，2019 年两大品牌市占率分别为 9.5%及 9.4%，洁柔及清风分别以 5.5%、5.3%稳居生活用纸市占率第二梯队。作为高度标准化、高频率日常生活消费品细分行业，新旧护理型产品成为传统生活用纸生产企业成长扩容的关键动力，例如洁柔各类功能湿巾、旗下朵蕾蜜卫生巾，恒安旗下七度空间、安尔乐、小嗨森等卫生巾品牌集群。

从数据表现来看，各大生活用纸企业个人护理产品业务均保持快速增长且占比逐年提升，推动整体行业业务结构不断优化：洁柔集团 2020 年个人护理业务占比由 2019 年的 0.05% 提升至 1.28%，恒安集团旗下卫生巾业务稳步提升 3.0%达到 66.55 亿元，业务占比提升至 29.7%，维达国际旗下个人护理消费品业务下降 3.0%到 24.44 亿元。

图 11：洁柔、恒安、维达个人护理业务占比变化

图 12：洁柔、恒安、维达个人护理业务品牌矩阵



资料来源: wind, 恒安国际、维达国际、中顺洁柔公告, 天风证券研究所

资料来源: wind, 恒安、维达、洁柔官网, 天风证券研究所

此外, 各大头部纸企为顺应消费升级趋势, 生活用纸及个护产品均走上了细化分类、功能差异化发展道路, 以恒安旗下卫生巾、湿巾产品矩阵为例, 七度空间主打年轻女性日常护理市场, 2020年签约高人气女团“火箭少女101”成员杨超越、新生代女团“SNH48”成员为品牌代言人, 借助各大女团对年轻消费客群影响力, 深化对年轻女性客群触达覆盖; 小嗨森产品着眼于经期女性睡眠护理需求, 突出防侧漏+穿着舒适度核心需求, 实现对传统女性护理产品创新迭代; 安尔康着眼于国内人口老龄化趋势带来的成人失禁护理需求, 涵盖护理垫、成人纸尿裤等一系列功能产品。

综上所述, 大健康消费品业务目前已经成为传统中医药制造、生活用纸、个护产品不同细分市场背景公司业绩长期增长重要增长来源, 推动医药+日化个护、用纸+个护多维度业务协同, 同时为中医药制造机生活用纸代表公司业务结构改善带来了重要增量。

1.3. 多维比较看稳健医疗健康生活消费品发展空间: 万亿市场、百亿征程

传统医药背景企业成功拓展至日化消费品领域成功案例, 为“医药消费品”多业务协同结合奠定了坚实的方法论基础, 2020年片仔癀消费品业务占比达到13.90%。稳健医疗以医药敷料(绷带、手术耗材等)业务为基础, 2019年全棉时代为代表的健康消费品业务对终端业务增长贡献达到84.52%, 医用消费品业务协同共振发展模式类似。

图 13: 片仔癀、稳健医疗消费品业务占比及业务扩展增长贡献占比逐年提升, 发展走势相似



资料来源: wind, 片仔癀、稳健医疗公告, 天风证券研究所

目前公司健康消费品业务目前已涵盖个护、纺织消费品、功能性护肤及美妆产品各大细分

品类，其中护肤品及美妆产品尚处于初期探索拓展阶段，各大细分市场整体规模超过 1000 亿元，赋能健康消费品业务广阔成长空间。

另一方面，公司在不同细分市场，产品市占率及品牌力积淀存在差异，例如全棉时代旗下核心个护产品棉柔巾品类，根据我们的测算，公司市占率约为 20~25%，细分品类中品牌力优势凸显，未来或以 10%以上综合增速持续贡献业绩增量。成熟个护产品市场，如湿巾、卫生巾领域，公司品牌积淀时间相对头部品牌较为有限，但基于全棉天然材质优势，产品定向差异化，并积极推动产品创新（全棉婴幼儿纸尿裤等）发掘消费升级背景下新兴健康需求。

2. 大健康平台式品牌成长空间：四大细分市场增量叠加

2.1. 高频日用护理耗材类产品：核心功能+差异化竞争确立竞争优势

2.1.1. 生活用纸产品：应棉柔巾市场发展浪潮，全棉无纺布成就品牌特色

中国生活用纸市场规模达千亿级，产品普及率逐步上升。据欧睿国际，2020 年中国零售生活纸市场规模 1415.95 亿元，2006-2020 年 CAGR 9.62%；2020 年中国零售生活纸销量 809.55 万吨，2006-2020 年 CAGR 7.15%。生活用纸具有刚性和持续性的需求特征，市场持续扩大，面巾纸及擦拭纸类产品普及率也进一步上升。纯棉柔巾因其更具环保性、不易致敏，可形成对传统纸品的替代，市场潜力较大。

图 14：中国零售生活用纸市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 15：中国零售生活用纸销量（万吨）及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

棉柔巾的基材是水刺无纺布，根据纤维不同又有棉纤维、木纤维、竹纤维、涤纶纤维等区别，或者两种纤维按照一定比例配比，目前市场上主要以天然棉花为主，其具有柔软细腻、吸水性佳、不掉屑等特点，是纸巾、化妆棉、洗脸巾等产品的新环保型替代产品。棉柔巾应用场景丰富，可广泛使用于卫生清洁、个人护理等场景，随居民消费能力的提升，渗透率有望进一步上升。

图 16：棉柔巾具有丰富的应用场景



资料来源：淘宝全棉时代官方旗舰店，天风证券研究所

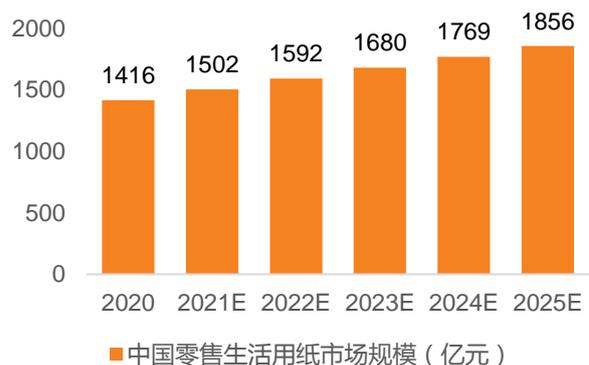
棉柔巾市场认可度逐步提升，市场规模有望进一步扩大。天猫已在纸品分类中新增棉柔巾品类，即使在全部抽纸类产品中进行排名，全棉时代旗舰店棉柔巾成交金额超过维达旗舰店、洁柔旗舰店等纸品成交额，可见棉柔巾已逐步受到消费者认可。除此之外，根据立鼎产业研究院数据，中国棉柔巾需求量由 2015 年的 23.8 亿张增长至 2019 年的 232.6 亿张，年均复合增长率达到 77.5%。据欧睿国际的数据显示，到 2025 年中国生活用纸市场规模将达到 1856.49 亿元，棉柔巾也将随之迎来持续增长。

图 17：2013-2019 年中国棉柔巾行业需求量增长统计



资料来源：立鼎产业研究院，天风证券研究所

图 18：2020-2025 年中国零售生活用纸市场规模 (亿元人民币)

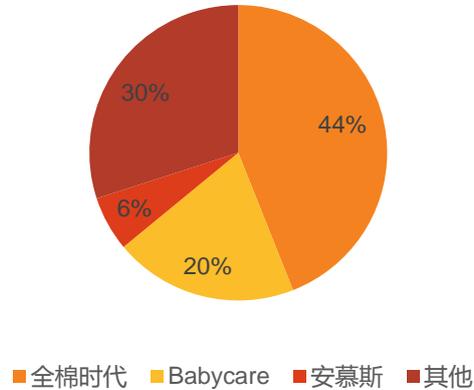


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

凭借独创全棉革新技术，公司细分市场龙头地位稳固。公司于 2005 年自主研发了全棉水刺无纺布技术，围绕该基础技术十余年来不断投入和研发，已经打成一个完整的技术集群，技术在美国、欧洲、日本等 30 余个国家和地区获得了专利授权。公司独创性地将全棉水刺无纺布应用于消费品领域并推出棉柔巾、纯棉湿巾及全棉表层卫生巾等产品，以全棉替代化纤、远离化学品刺激的革新性产品理念，向消费者提供医疗级品质的健康生活消费品。纯棉柔巾使用的是可降解的棉花，物理加工而成，化学刺激少，可重复使用，生产与使用都更具舒适性、安全性和环保性。公司凭借独特产品优势，市占率稳居行业前列。据 2019 年天猫平台棉柔巾品牌销售额计，全棉时代、Babycare 以及安慕斯三大品牌占平

台销售额的 70%左右，其中全棉时代品牌约占 44%。随着棉柔巾市场规模逐步扩大，市场份额有望进一步向头部品牌集中。

图 19：棉柔巾市场竞争格局（2019 年，天猫平台）



资料来源：立鼎产业研究院，天风证券研究所

2.1.2. 一次性卫生用品：推出专业女性护理品牌，纯棉材质打造品牌竞争优势

一次性卫生用品包括吸收性卫生用品和擦拭巾（含湿巾），其中，吸收性卫生用品包括女性卫生用品、婴儿纸尿裤和成人失禁用品。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会，2013-2019 年中国吸收性护理用品市场由 624.8 亿元快速增长到 1248.3 亿元，年均复合增长率为 12.2%。其中，女性卫生护理用品由 354.8 亿元增长到 591.7 亿元，年复合增长率达到 8.9%。

图 20：2013-2019 中国吸收性卫生用品市场规模（亿元）

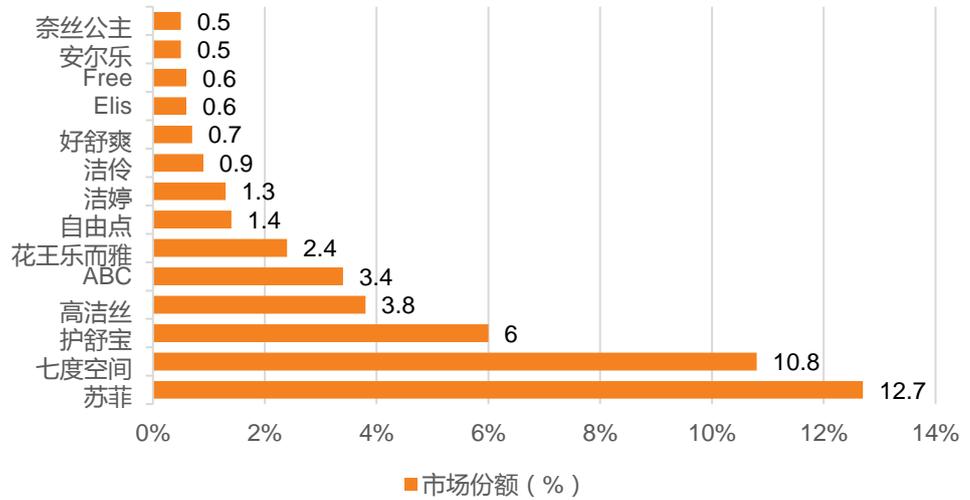


资料来源：立鼎产业研究院，公司招股说明书，天风证券研究所

在吸收性卫生用品领域，行业竞争较为激烈，市场集中度较低，有众多国内厂商与全球性厂商共同参与竞争。行业竞争态势由价格竞争向高品质、高附加值的差异化竞争转型。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计，排名领先的国内制造商包括恒安国际（七度空间、安尔乐）、广东景兴健康护理实业股份有限公司（ABC、Free）等，国际厂商包括宝洁（中国）有限公司（护舒宝、帮宝适）、尤妮佳生活用品（中国）有限公司（苏菲、

妈咪宝贝)、金佰利公司(高洁丝、好奇)等。

图 21: 2020 年中国吸收性卫生用品领先品牌市场份额分布



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

湿巾在我国的市场普及率较低, 目前市场以婴童湿巾、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, 可开发的市场空间较大。2006-2020 年, 湿巾的市场规模由 14.85 亿元增长到 108.6 亿元, 2006-2020 年 CAGR 达 15.27%。

图 22: 中国擦拭巾(含湿巾)市场规模稳步增长(亿元)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

由于疫情影响, 2020 年消费者对于通用型湿巾的需求大幅增长。从细分市场来看, 2020 年婴童湿巾市场规模达 57.64 亿元, 同比增长 14.5%; 通用型湿巾市场规模达 41.07 亿元, 同比增长 40.3%; 卸妆湿巾市场规模达 4.88 亿元, 同比增长 17.2%; 居家清洁湿巾市场规模达 0.61 亿元, 同比增长 16.1%。

图 23：2020 年中国婴童湿巾市场规模达 58 亿元



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 24：2020 年中国通用湿巾市场规模达 40 亿元



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 25：中国卸妆湿巾市场规模快速增长（亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

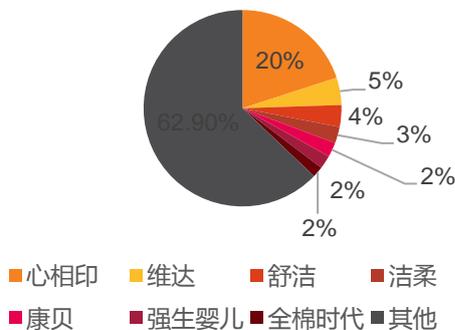
图 26：中国居家清洁湿巾市场规模稳步增长（亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

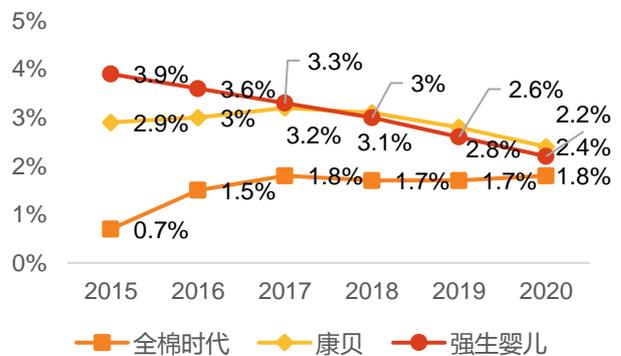
中国湿巾领域的全国性品牌不多，市场主要集中在少数几个全国性品牌企业。根据欧睿国际统计，2020 年包括全棉时代在内的排名前七的擦拭巾生产商所占市场份额约为 37.1%。全棉时代所占市场份额逐步提升，从 2015 年至 2020 年，市场份额由 0.7% 增长至 1.8%。

图 27：2020 年中国湿巾品牌市场份额分布图



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 28：2015-2020 年中国部分主要湿巾品牌市占率变化



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

以棉为特色，开创卫生巾及湿巾领域新品类，打造品牌独特竞争优势。2010 年公司推出专业女性护理品牌奈丝公主，首创全棉芯卫生巾专利，以全棉代替木浆芯体，创新性地在产品接触人体肌肤部分运用全棉材质，替代传统化纤成分，有效降低化学刺激，在婴童市场及女性市场广受欢迎。卫生巾产品不断推陈出新，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，满足不同消费者需求；在营销策略上，2020 年奈丝公主开始布局校园市场，打造校园专属产品，逐渐渗透年轻群体；同时，继续扩展渠道版图，进驻永辉等全国顶级大卖场，扩张线下份额的同时借助小程序将线上线下打通，推行新零售业务模式。2020 年公司卫生巾产品销售额达 4.16 亿元，同比增长 30.8%；销量达 5.67 亿片，同比增长 43.72%。

公司湿巾产品覆盖领域齐全，满足消费者的全生活场景需求，具体包括婴童护理湿巾、成人护理湿巾、美妆护肤湿巾以及日常消毒湿巾。以全棉材质为特色，棉湿巾不添加香精、色素、CIT/MIT 类防腐剂等等，以通过欧盟食品级标准检测的产品品质，提供给消费者安全无刺激的湿巾产品体验。

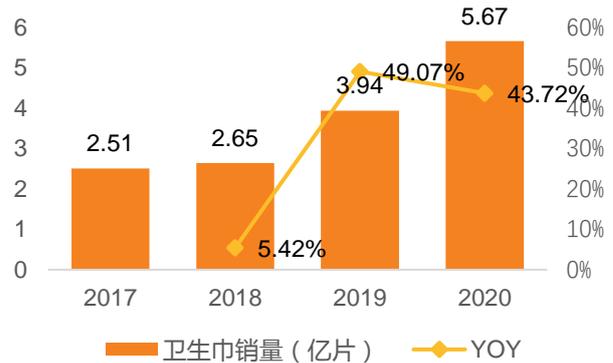
通过独创纯棉柔巾、纯棉湿巾、纯棉卫生巾等核心单品，全棉时代创造了生活用品运用全棉材质的全新品类和生活方式，塑造了以棉为核心材质、产品品质过硬的品牌形象，品牌知名度提升的同时，已形成有效的竞争壁垒和强大的产品附加值。

图 29：奈丝公主品牌主打全棉卫生巾



资料来源：全棉时代官网，天风证券研究所

图 30：2017-2020 年公司卫生巾产品销量快速增长

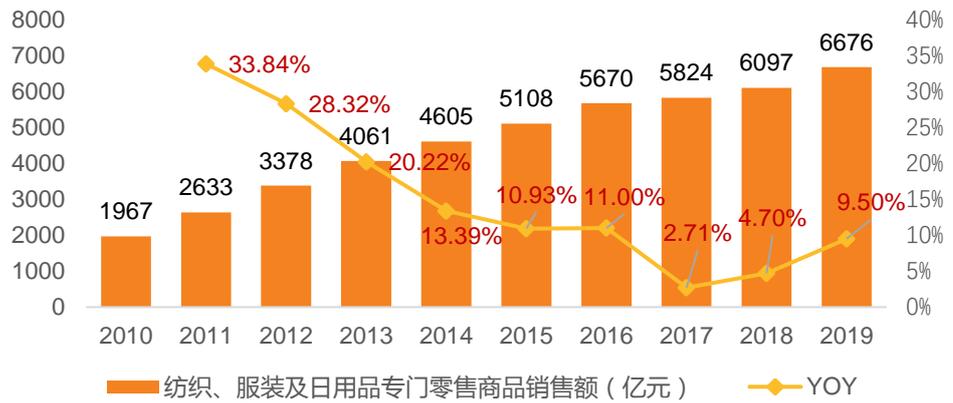


资料来源：稳健医疗年报，天风证券研究所

2.2. 居家场景消费品：童装、家纺、内衣及日洁产品多品类共振

中国已成为全球最大的纺织品服装生产国及消费国。我国纺织、服装及日用品专门零售商品销售额由 2010 年的 1967 亿元增长至 2019 年的 6676.4 亿元，CAGR 达 14.54%。电子商务行业的发展同样也带动了近年来纺织、服装及日用品行业的转型升级。2020 年纺织服装电子商务持续增长，电子商务交易额为 7.29 万亿元，同比增长 8.97%。其中，纺织服装网络零售的规模为 1.8 万亿元，占实物商品网络零售总额的 15.32%。

图 31：2010-2019 年纺织、服装及日用品专门零售商品销售额 (亿元)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

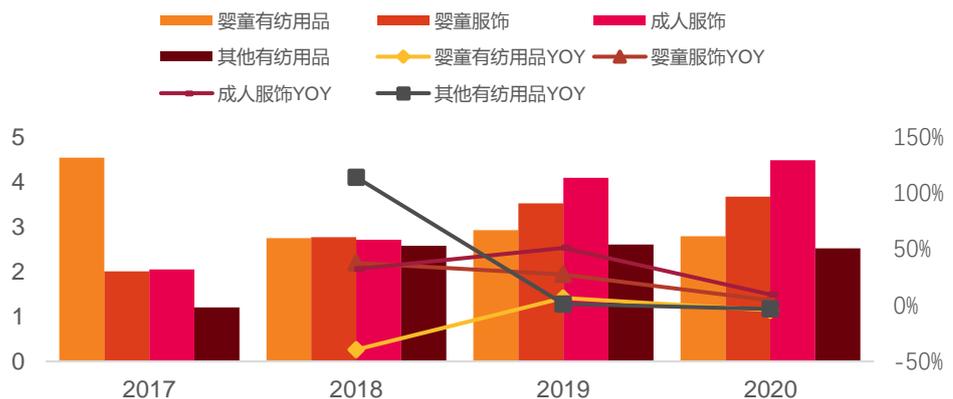
公司纺织消费品主要包括婴童用品、童服饰、成人服饰和其他纺织消费品（如床上用品）等。纺织消费品 2019 年实现营收 13.13 亿元，同比增长 21.71%，占总营收比例达到 29.09%。

1) 婴童用品：主要产品为纱布尿垫、纱布各年库和婴童纱布浴巾等，近年收入占比有所下降，2020 年实现营收 2.78 亿元，占有纺消费品的比重为 20.71%，占健康生活消费品的营收比重为 7.91%。

2) 婴童服饰和成人服饰：服饰类业务近年收入实现较快速增长；其中，2020 年婴童服饰收入实现 3.67 亿元，同比增长 4.28%；成人服饰 2020 年实现收入 4.48 亿元，同比增长 9.47%。公司服饰类产品收入增速较快主要系公司加大对于面料和版型设计的研发力度，丰富产品线，将两季产品丰富到四季产品，促进了服饰类产品的销售。

3) 其他纺织消费品：主要非床上用品如纱布被等，2020 年实现收入 2.51 亿元，占有纺消费品营收 18.70%。

图 32：健康生活消费品业务中服饰类产品收入增速较快（亿元，%）



资料来源：稳健医疗公告，天风证券研究所

在纺织服装业市场竞争趋于激烈的背景下，具备品牌优势的服装品牌商和具备规模优势、技术优势的生产商将在竞争中脱颖而出，占领有利市场地位。

从品牌方面来看，全棉时代自 2009 年成立以来，持续向消费者传达“医学贴近生活，全棉呵护健康”的品牌主张和“全棉改变世界”的品牌愿景，将品牌营销拓展为全棉生活方式的消费文化输出，使品牌整体传递的信息更加丰满。

从技术方面来看，公司在行业内较早建立起医疗级的质量管理体系，将医疗器械检验中的微生物指标检测运用于产品检验中，使得贴身衣物、婴童服饰等灭菌包装的服装消费品在细菌菌落总数等方面达到医疗器械的灭菌标准。因此，通过医疗级的质量管控，公司能够向消费者提供更高品质的居家场景消费品，在产品安全性、环保性等方面更加具有保障性。

2.2.1. “散装”童装市场未来有望延续快速扩充，功能差异化赋能，加速缩小头部差距

童装消费具有更换频率较高特点（婴幼儿童身体成长发育迅速等客观因素），整体市场规模 2020 年有望达到 2292 亿元，据欧睿国际数据分析，2021~2025 年国内童装市场年化增速有望保持在 12%~15% 区间，国内童装市场较其余男装女装市场增速优势较为明显。

国内各大童装品牌呈现分散式竞争格局，除森马集团旗下巴拉巴拉品牌、adidas、nike 与安奈儿市占率超过 3% 之外，剩余童装品牌市占率均保持在 2% 以下；按公司 2020 年婴童服饰业务规模 3.67 亿元计算，公司市占率接近 0.2%，分散竞争格局下，较头部童装品牌市占率差距较为有限。童装市场增量客观来看，可以分为“三孩生育”政策为代表的市场需求增量、以及消费需求升级消费频率及功能需求增加。我们对主要童装品牌及公司童装品牌进行对比发现：

1) 公司全棉时代婴童服饰产品价格区间保持在 100~400 元，围绕“全棉天然材质”主打亲肤透气功能，专注婴童、小童功能穿着，属于中高价位为主、功能性婴童品牌；

2) 传统头部童装品牌巴拉巴拉主打 IP 联名、设计风格差异化，以自身品牌力、渠道布局优势确保自身竞争优势，如明星联名、动漫 IP 联名、品牌联名，实现产品差异化。传统优势童装品牌例如安奈儿、金发拉比等品牌运营模式与此类似，面料研发与产品设计并重，全棉时代以面料穿着舒适度为导向的品牌定位更易与传统童装形成差异化竞争。

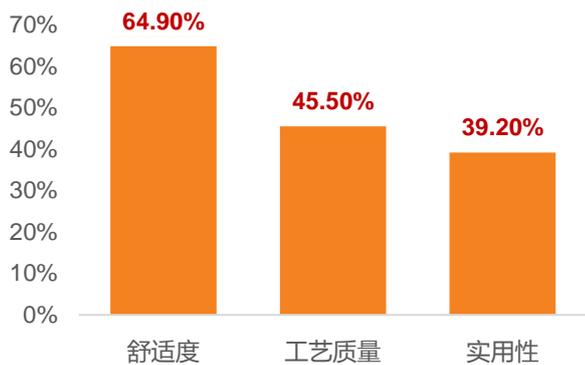
2020 年全棉时代旗下童装品牌实现营收 3.67 亿元，同比增长 4.28%，优于传统儿童服饰品牌同期表现，与头部童装品牌差距进一步缩小。未来在全棉天然核心优势，无荧光、甲醛，兼有独特纱布透气面料等材质功能优势基础上，未来有望延续稳健增速。

2.2.2. 家居生活纺织品（成人外出、家居服、内衣、家纺）延伸全棉舒适居家概念

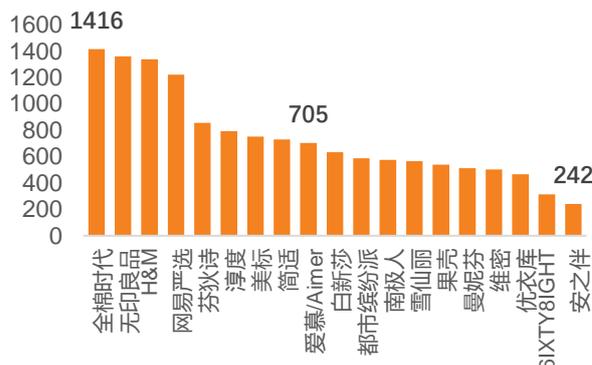
家居生活纺织品定位消费群日常居家穿着需求，广义上涵盖居家休闲服饰、内衣、床上用品（狭义家纺）等诸多细分品类。消费者选购添置家居服主要参考舒适度、工艺质量、场景实用度三大因素，艾媒咨询 2020 年研究统计数据显示，64.9% 消费者将衣物舒适度置于首要考虑因素，其次为工艺质量及场景实用度。全棉时代品牌强调全棉选材舒适透气品牌效应，贴切家居纺织消费品舒适度需求，赋能公司居家纺织消费品业务快速成长，2020 年成人服饰业务整体实现营收 4.48 亿元（+9.47%）。

图 33：2020 年中国消费者购买家居服首要三大因素

图 34：品牌家居服透气性评分排行榜（mm/s），全棉时代透气性最优



资料来源：艾媒网-艾媒咨询，天风证券研究所



资料来源：深圳市消费者协会，天风证券研究所

此外，2020年新冠疫情延长居家生活时长、催化宅经济发展，市场需求发生明显变化，家居服正逐步渗透到广大消费客群生活当中：2020年艾媒咨询调查数据显示，63.5%消费者偏好棉材质袜子，52.3%、42.8%于2020年7月购买过成人款、家庭款家居服。深圳市消费者委员会2018年发布《20款春夏家居服比较试验总评表》资料显示，96.4%参与调查人群居家场景中身着家居服，女性客群占比甚至达到了83%，接近40%消费者倾向于选择全棉材质家居服。全棉时代家居服在测试中达到1416mm/s的透气性，得到10分满分。

2.3. 初步覆盖功能性护肤及关联护理产品，品类拓展及品牌积淀空间广阔

全棉时代立足于天然优选全棉材质优势，目前在护肤品及关联护理产品市场以面膜为基石，实现对功能性护肤品初步覆盖。

自有护肤品牌借助面膜实现初步覆盖：截至2021H1，全棉时代天猫旗舰店保湿修复面膜SKU共计五类，分别为“Hello Kitty 联名玻尿酸补水面膜”、“积雪草精华舒缓修复晒后肌肤面膜”、“白睡莲精华保湿亮肤面膜”、“库拉索芦荟精华补水嫩肤面膜”、“金盏花精华平衡水油细致肌肤面膜”，以草本植物精华功能护肤为亮点，基于全棉天然无纺布基质，实现对功能性护肤产品初步布局。

图 35：全棉时代天然草本精华面膜 SKU 展示及玻尿酸面膜展示



全棉织物精华护理系列

全棉时代玻尿酸护理面膜

资料来源：全棉时代天猫旗舰店，天风证券研究所

面膜市场规模2020年约为283亿元，未来年均增速有望保持在15%水平；伴随着国内消费者面膜消费习惯的逐步养成，中国已发展成为全球规模最大面膜市场。

津梁生活代理美妆大牌深化覆盖广度：公司津梁生活旗下代理热门护肤产品涵盖精油、面

部精华、乳液、面霜等产品品类，品牌涵盖日系（SK2、资生堂等）、欧系（雅诗兰黛、阿玛尼、圣罗兰等）、美系（蓝魅儿、Dior 等），品类齐全、代理品牌阵容强大，深化对专业护肤品市场覆盖积累。

2.4. 美妆及保健类产品：扩容起步高速拓展，业绩增量重要来源

中国美妆及个护行业市场规模达 5000 亿元。依托于经济快速发展，人均可支配收入持续提高，消费者的消费频次加快，消费金额加大。同时，随着化妆品消费渗透率不断增长、核心化妆人口持续扩散因素的多重因素下，中国美妆行业市场持续高速增长。根据欧睿国际数据显示，2015 年至 2020 年期间，我国美妆及个护行业市场规模从 3188.38 亿元增长至 5199.46 亿元，CAGR 达 10.28%，总体保持快速增长趋势；预计在 2025 年我国的美妆行业市场可达 9076.08 亿元。

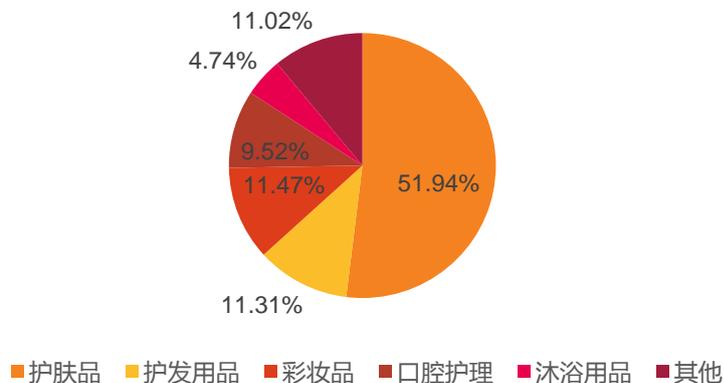
图 36：中国美妆行业市场规模（亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

护肤类产品细分市场规模最大。根据欧睿国际统计数据显示，2020 年护肤品、护发和彩妆是美妆消费市场的主力军，三者占据中国美妆市场份额约 75%，其中护肤品市场约为 2700.8 亿元，占比高达 51.94%。从增长速度来看，彩妆则成为增长最快的化妆品，2014-2019 年，年均复合增长率达 15.95%，远远高于整体行业增速。

图 37：2020 年中国美妆细分产品市场份额对比 (%)

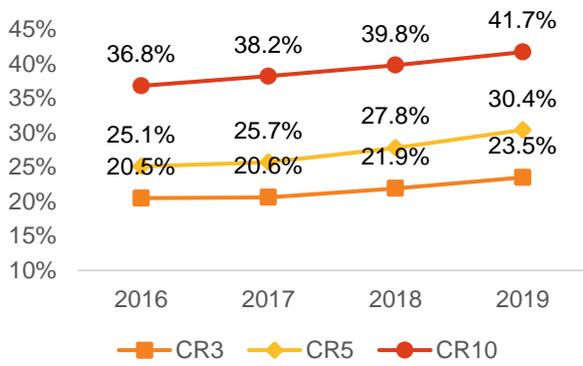


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

中国美妆市场行业集中度逐渐提升,国货品牌逐渐崛起。2019年中国美妆市场 CR3 为 23.8%, CR5 为 30.4%, CR10 为 41.7%, 市场集中度的三项指标均逐渐增长。中国美妆市场 CR10 超过 40%, CR5 超过 30%, 说明中国美妆市场已经逐渐由竞争型转变为寡占型。2019 年中国美妆行业企业市占率排前三的分别是欧莱雅、宝洁和雅诗兰黛,其中欧莱雅市占率为 10.2%, 宝洁市占率为 9.4%, 排名第三及以后的雅诗兰黛等企业与欧莱雅及宝洁的市占率相差较大, 不大于 5%。

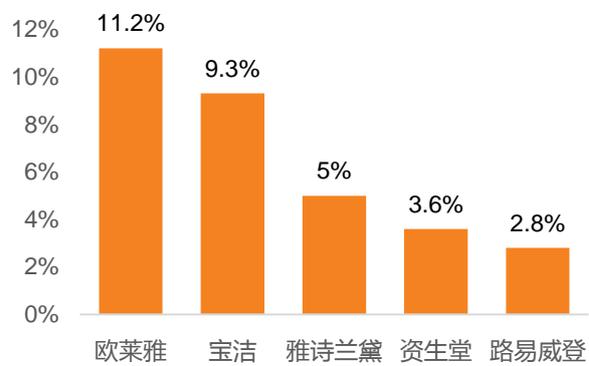
虽然 2019 年中国美妆市场份额前五的公司均为外资品牌,但近年来,由于 90 后消费迅速崛起,不少内资品牌及时响应年轻一代的需求,积极从品牌、成份、营销、设计等方面迎合年轻人的口味,而年轻一代对于国货的接受度也在逐渐提高。根据欧睿国际的数据显示,尽管内资企业起步发展晚,但近年来前 10 家中国本土美妆品牌市占率已经从 2015 年的 11.9%提升到 2019 年的 13.5%,随着国内美妆市场规模逐渐扩大,未来内资品牌仍有望抢占更多市场份额。

图 38: 2016-2019 年中国美妆市场集中度变化情况 (%)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 39: 2020 年中国美妆市场企业市占率 (%)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

目前中国美妆市场已经进入高速发展的时代。随着生活水平的提高,自身健康及肌肤护理的需求越来越受到消费者重视,周期性合理重复购买适合自己的化妆品已成为很多消费者的日常需求,这也为美妆品牌的发展提供了更多的机遇。

公司以“天然、科学、健美”为理念,意在打造覆盖美妆、个护、运动等健康美丽生活需求的一站式零售平台。通过打通线上线下渠道,品牌为消费者提供崭新的美妆新零售体验。门店设置三大区域:扫码购、“保税+新零售”、“健美测”。1) 扫码购:消费者可通过扫码一键选购产品,参与优惠活动,无需排队自动买单;

2) “保税+新零售”:门店汇集国外品牌热门产品,自营发货保证产品质量;3) “健美测”:门店提供体型检测服务,通过全面检测与分析,提供个性化健康美丽护理方案。除此之外,品牌定期邀请健康美丽领域专家,为 VIP 消费者开设健康美丽干货技能课程。

通过稳健医疗、全棉时代和津梁生活三大品牌,公司稳步构建覆盖医疗及消费两大领域的大健康产品体系,建立健康现代新生活方式的产品族群,充分满足消费者多样化、系统化的健康需求。未来随着体系内不同产品间的协同效应逐步显现,公司销售规模和市场影响力有望进一步提升。

图 40: 津梁生活包含八大品类产品,覆盖不同生活场景

图 41: 津梁生活旗下部分代理化妆品品牌



资料来源：津梁生活官网，天风证券研究所



资料来源：津梁生活官网，天风证券研究所

津梁生活作为自然选材、健康生活消费品业务延伸平台，除上化妆品、护肤品业务以外，目前已覆盖香氛、洗护、健康/保健食品、智能家居、运动穿戴装备、天然茶饮多场景健康生活场景，旨在打造一站式健康生活购物平台。

3. 线上下渠道融合并进，渠道效率稳步提升，助推双轮长期成长

3.1. 线下渠道持续拓展优化，看好后疫情时代店效盈利回升弹性：

公司健康生活消费品业务品牌全棉时代及津梁生活截至 2020 年末门店数量分别达到 257 家、8 家，全棉里物门店数 11 家，整体线下渠道规模维持稳步扩充态势。从门店店效水平方面来看，2020 年全棉时代线下门店销售收入 9.39 亿元，对应平均店效达到 361.60 万元，受疫情影响对线下客流影响，以及期间新拓门店店效提升爬坡等因素影响，店效及坪效同比小幅下滑，考虑到后疫情时代整体客流趋于稳定且终端鞋帽零售逐步趋于稳定，新拓门店效率逐步趋于成熟，2021 年全棉时代线下渠道店效表现有望展现出良好弹性。

图 42：公司健康生活消费品渠道拆分

(亿元, %)	2017	2018	2019	2020
线下门店销售	6.47	8.88	11.62	9.39
线下门店YOY		37.20%	30.85%	-18.87%
商超渠道销售	0.57	0.72	1.04	1.34
商超YOY		26.34%	44.87%	0.29
大客户销售	0.45	0.80	0.84	0.90
大客户YOY		77.10%	4.60%	7.27%
线上渠道销售	13.95	13.43	16.81	23.14
线上YOY		-3.68%	25.12%	38.29%
健康生活消费品	21.44	23.84	30.31	35.17
健康生活消费品YOY		11.19%	27.14%	16.03%

资料来源：招股说明书，稳健医疗年报，天风证券研究所

图 43：公司全棉时代线下平均店效（万元/年）及坪效（万元/平米）



资料来源：wind，稳健医疗公告，天风证券研究所

公司健康生活消费品业务门店规模一般分为 300 平米、300~500 平米、500~800 平米及 800 平米四类，2020 年底四类门店数量分别为 84、59、57、24 家（仅统计开业 1 年以上门店），对应门店年坪效分别为 1.54、1.04、0.73、0.46 万元/平米，客观来看，大店店效受到客流波动影响更为明显，相对中小型门店坪效提升空间广阔。

图 44：公司旗下部分门店按面积分类经营数据

门店面积类型	门店数	平均店效/万元	门店坪效/(万元/平米)
300平米以下	84	315.51	1.54
300~500平米	59	394.09	1.04
500~800平米	57	456.67	0.73
800平米以上	24	432.72	0.46
部分门店经营数据实例	门店面积/平米	门店店效/万元	门店坪效/(万元/平米)
深圳壹方城点	404	1339.41	3.32
福田CoCoPark店	650	1067.93	1.64
深业上城店	1333	950.57	0.71
北京金源燕莎店	585	883.31	1.51

资料来源：wind，稳健医疗年报，天风证券研究所

图 45：公司新开标准七代形象店深圳 KK MALL 装修陈列风格



资料来源：中华网，天风证券研究所

此外，公司线下门店对于目标市场二三线城市覆盖率存在明显提升空间，以公司官网及百度地图显示数据，中东部省份地区二三线地市潜在目标市场尚未实现门店覆盖，未来短期拓店空间可以达到 400 家以上，以门店历史平均店效 360 万元水平进行初步估算，健康消费品业务线下渠道业务规模增量有望达到 10~12 亿元。

与此同时，加盟经营模式已于 2020 年完成试点，2020 年底加盟门店数量达到 5 家，门店区位多集中于西北西南管理半径较长地区，及部分中西部省份三线地市市场，整体渠道管理半径较长，与区域加盟商合作管理，为公司消费品业务渠道经营拓展储备丰富管理经验。

3.2. 线上多平台发力助推，小程序等新零售模式促渠道融合提效

公司健康消费品业务线上渠道销售主要通过天猫、京东、唯品会、公司官网等不同电商平台运营，其中天猫、京东平台 2019 年电商销售占比分别达到 70.28%、19.47%。

图 46：公司健康消费品电商营收（亿元）及 YOY（%）、毛利率（%）



资料来源：wind，稳健医疗公告，天风证券研究所

图 47：公司健康消费品电商业务各平台营收（亿元）及占比（%）

(亿元, %)	2017	2018	2019	2020
天猫	9.79	9.31	11.81	13.45
天猫占比	70.19%	69.28%	70.28%	58.14%
京东	3.04	3.22	3.27	4.32
京东占比	21.78%	23.97%	19.47%	18.69%
官网	0.31	0.37	0.68	-
官网占比	2.20%	2.73%	4.06%	-
唯品会	0.69	0.24	0.62	0.50
唯品会占比	4.98%	1.81%	3.69%	2.17%
健康消费品线上销售额	13.95	13.43	16.81	23.14

资料来源：wind，稳健医疗公告，天风证券研究所

公司立足于大健康消费生活需求，医疗耗材业务、及消费品品牌目前均已经入驻天猫、京东等主流第三方电商平台，对接新兴流量入口促线上业务长期增长。2020 年公司线上健康消费品业务营收增至 23.14 亿元，同比增加 39.09%，顶流主播直播销售合作、抖音小店试点运行，未来公司线上业务或将延续稳步扩充。

以小程序为代表的品牌私域流量平台，融合线上渠道购物便捷特性、及线下渠道消费体验优势，实现线上线下渠道流量融合，销售互通，提升渠道整体经营效率及业绩表现，2020年公司线上小程序和官网注册会员数达到 1276 万人，同期线上小程序营收规模达到 2.05 亿元，平台官网、小程序及 APP 移动端实现销售 4.05 亿元，同比增长 425.56%，规模增长显著。

图 48：全棉时代小程序、抖音平台直播流量转化



资料来源：wind，全棉时代小程序及抖音平台，天风证券研究所

图 49：全棉时代携手薇娅等头部主播 618 直播大促



资料来源：微博，天风证券研究所

考虑到公司目前线上渠道粉丝群体规模快速扩展，粉丝消费品牌忠诚度及消费粘性提升，及粉丝群体规模扩充，将成为公司线上渠道业务扩充直接动力。全棉时代作为健康生活全品类平台式品牌，以全棉天然选材、舒适防过敏作为品牌文化贯穿各大品类，相较传统个护品牌核心竞争优势更加突出。

4. 盈利预测、估值及投资建议

我们基于以下假设对公司 2021~2023 年营收及终端盈利情况进行预测：

- 1) 我们参照 2020 年末公司各类门店数量及占比情况，以及 800 平米以上大店店效目前尚存在较大提升空间客观情况，认为公司未来会更加注重已有大店经营效率提升，新开门店之中面积适中类型门店居多，面积多集中于 300~500 平方米，坪效水平在 2020 年 1.04 万/平米基础上保持 20%以上增幅，即达到 1.25 万元/平米以上。
- 2) 考虑到公司官网门店类型分布信息中，东部及中部部分省区（例如安徽、江西、河南、河北等省份）部分省会级别以下区域中心三线城市尚存开店空间，我们客观保守预计公司此后每年开店规模保持在 100 家左右，2021~2023 年保持该开店速度加快对潜在下沉市场覆盖。考虑到部分潜在拓店地区与公司现有线下直营渠道管理半径过长，新拓门店中部分门店可能采用加盟模式拓展，对应批发营收毛利率水平持平此前保持在 42~45%之间。
- 3) 业务构成方面，2021 年全国范围内疫情波动仅存在短期局部波动，线下客流快速及消费需求快速恢复，对于公司线下渠道标准化程度较低非耗材类产品销售恢复促进作用明显，结合公司 2017~2019 年期间消费品业务历史表现，该业务未来整体将呈现增速快速反弹态势，综合 CAGR 有望保持在 20%以上。医用耗材业务细分来看，传统护理包扎、伤口敷料、手术室防控耗材受益于国内一次性医用护理用品的渗透率提升市场趋势，未来将有望保持稳定增长。

图 50：稳健医疗业务及盈利预测拆分

(亿元人民币, %)		2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收		45.75	125.34	105.27	127.64	148.19
YOY		19.16%	173.99%	-16.01%	21.24%	16.10%
总毛利率		51.04%	59.28%	47.65%	47.27%	47.28%
医用敷料耗材业务						
感染防护用品	疾控防护用品	1.49	70.12	38.10	43.82	51.48
	YOY	8.93%	4599.10%	-45.66%	15%	17.50%
	手术感染防控	2.41	6.91	7.96	8.12	8.22
	YOY	27.90%	186.38%	15%	2.00%	1.25%
	手术感染防控毛利率	37.06%	42.88%	37.61%	39.18%	39.89%
伤口包扎护理产品	伤口包扎护理产品	5.49	5.23	6.86	7.73	7.97
	YOY	-10.58%	-4.79%	31.05%	12.80%	3.03%
	伤口包扎护理产品毛利率	36.09%	34.62%	34.11%	34.94%	34.56%
	高端伤口护理敷料产品	0.85	0.87	1.00	1.47	1.50
	YOY	20.49%	2.38%	15.00%	47.93%	2.02%
消毒清洁产品	消毒清洁产品	1.64	3.72	2.02	1.36	1.57
	YOY	7.43%	126.33%	-45.66%	-32.53%	14.78%
	清洁消毒用品毛利率	39.64%	41.79%	38.93%	40.12%	40.28%
	医用敷料耗材业务总营收	11.89	86.84	55.93	62.50	70.74
	医用敷料耗材业务毛利率	38.48%	62.24%	41.98%	40.95%	39.99%
健康生活消费品业务						
无纺消费品	棉柔巾	9.37	9.44	12.97	16.58	18.97
	YOY	30.54%	0.80%	37.38%	27.79%	14.42%
	棉柔巾毛利率	51.66%	52.96%	49.99%	50.58%	51.30%
	卫生巾	3.18	4.16	5.27	6.84	8.41
	YOY	36.99%	30.80%	26.45%	29.86%	22.94%
	卫生巾毛利率	70.04%	67.38%	68.46%	68.90%	68.70%
	湿巾	2.23	2.12	2.49	2.80	3.10
	YOY	13.46%	-4.80%	17.18%	12.62%	10.52%
	湿巾毛利率	55.54%	57.05%	53.02%	53.76%	53.71%
	其他无纺用品	2.40	6.00	3.97	4.88	6.00
YOY	51.52%	149.48%	-33.83%	22.90%	22.94%	
其他无纺用品毛利率	53.94%	49.29%	53.55%	52.26%	51.70%	
纺织消费品	成人服饰	4.09	4.48	6.07	8.06	10.09
	YOY	51.00%	9.47%	35.60%	32.82%	25.14%
	成人服饰毛利率	66.56%	59.25%	69.96%	66.36%	65.96%
	婴童服饰	3.52	3.67	4.73	5.90	7.19
	YOY	27.37%	4.29%	29.02%	24.60%	21.85%
	婴童服饰毛利率	63.26%	54.98%	58.50%	62%	63.80%
	婴童用品	2.92	2.78	3.49	4.29	5.23
	YOY	6.46%	-4.66%	25.27%	22.94%	21.95%
	婴童用品毛利率	58.75%	49.11%	57.19%	56.08%	55.28%
	其他有纺产品-家纺、内衣	2.60	2.51	3.24	3.96	4.77
YOY	1.07%	-3.50%	29.00%	22.32%	20.54%	
其他有纺用品毛利率	59.28%	53.40%	60.20%	59.66%	58.13%	
美妆护肤品	津梁生活		0.4	2.73	5.796	9.9792
	YOY			582.50%	112.31%	72.17%
津梁生活毛利率		28%	28.80%	31.80%	34.00%	
健康生活消费品业务总营收		30.31	35.17	44.95	59.10	73.72
健康生活消费品业务毛利率		58.75%	55.34%	56.24%	55.45%	55.02%
全棉无纺布耗材						
	全棉水刺无纺布耗材	2.92	2.37	4.39	6.04	3.73
	YOY	21.23%	-19.04%	85.57%	37.50%	-38.27%
	水刺无纺布业务毛利率	33.10%	33.26%	31.89%	32.75%	32.63%

资料来源：wind，天风证券研究所

小幅下调 21 年盈利预测，维持“买入”评级，19.55、23.14、29.11 亿元（21 年原值为 20.90 亿元），对应 EPS 分别为 4.58、5.42、6.83 元，对应 P/E 分别为 26.26X、22.19X、17.64X。

我们采取 DCF 绝对估值法对公司内在价值进行估算，基于以下假设：

1) 以深证成指与深证可选消费指数近三年历史数据进行回归分析，得到公司所处可选消费行业 $\beta = 0.91$ ；以 1 个月国债利率最新水平 1.90% 作为基准估算市场无风险利率；我们预估公司债务资本成本为 5.50%，参照公司 2020 年底、2021Q1 历史资产负债率估算公司资产负债率为 19%，参照公司历史税率估算公司所得税率为 15%。按照深证成指过去两年回

报率集合平均值作为市场历史回报，得到公司 WACC 为 10.18%。

2) 假设公司 2021~2030 年内为高速发展期，其中 2021~2023 年按上述盈利预测估算公司自由现金流，2024~2030 年期间增速假设保持在 15%~24.50%之间，期间公司业绩增速受到市场增速收敛及自身业务高基数影响，我们假设增速逐步收敛以更好拟合未来大健康市场发展客观趋势。2031 年及以后为永续期，我们预计公司在永续期内公司自由现金流增速保持在 3.60%。

图 51：稳健医疗 DCF 绝对估值法

(亿元人民币, %)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入	105.273	127.606	148.187	170.415	195.977	224.393	256.751	291.412	329.296	368.811	
YOY	-29.49%	21.24%	16.10%	15.00%	15.00%	14.50%	14.42%	13.50%	13.00%	12.00%	
净利润	19.5544	23.1358	29.1093	36.2411	44.7577	55.052	67.4387	79.5777	93.5038	107.529	
YOY	24.34%	18.32%	25.82%	24.50%	23.50%	23.00%	22.50%	18.00%	17.50%	15.00%	
净利率	18.57%	18.13%	19.64%	21.27%	22.84%	24.53%	26.27%	27.31%	28.40%	29.16%	
利息费用	-0.51	-0.72	-0.90	-0.71	-0.77	-0.79	-0.76	-0.78	-0.78	-0.77	
税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
折旧摊销	0.79	0.78	0.76	0.93	1.13	1.37	1.66	1.94	2.27	2.60	
资本支出	-0.22	-0.10	-0.19	4.16	4.97	6.01	7.23	7.09	8.13	8.19	
自由现金流FCFF	20.1316	23.4052	29.3021	32.4091	40.2578	49.7394	61.2228	73.7758	86.9833	101.283	永续现金流
YOY	2.29%	24.98%	23.26%	24.69%	24.77%	24.81%	24.85%	24.88%	21.75%	14.95%	1539.26
											3.60%

预测公司内在价值 803.73亿人民币 公司目标股价：188.45元人民币

DCF参数			
目标负债比率	19%	权益成本预测	11.52%
β	0.91	债务成本预测	5.50%
无风险收益率	1.90%	税后债务成本预测	4.68%
风险溢价	10.57%	永续增长率	3.6%
WACC	10.18%	永续自由现金流现值	471.65

资料来源：wind，天风证券研究所

我们据此得到公司 2021 年内在价值现值为 803.73 亿元，对应目标股价为 188.45 元，对应 2021 年目标 P/E 为 41.15X。

5. 风险提示

- 1) 新拓展门店店效不及预期，初期运营效率需要经历爬坡阶段，终端盈利能力不及预期；
- 2) 原材料成本波动上升，人力成本提升对终端成本、费用率控制带来压力；
- 3) 新拓展化妆品、护肤品等品类销售不及预期；
- 4) 限售股解禁流通股规模增大对终端股价波动影响等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	480.84	4,162.54	6,077.04	8,321.53	9,624.58	营业收入	4,574.63	12,533.95	10,527.33	12,763.55	14,818.66
应收票据及应收账款	416.35	844.32	878.29	335.41	1,073.71	营业成本	2,211.93	5,070.42	5,511.37	6,729.63	7,811.70
预付账款	96.76	124.03	210.64	192.37	235.07	营业税金及附加	39.55	116.57	105.27	139.12	161.52
存货	992.41	1,216.49	2,619.31	1,780.59	3,590.30	营业费用	1,355.77	1,575.16	1,368.55	2,533.56	3,082.28
其他	688.23	4,642.72	4,023.79	4,298.36	4,500.45	管理费用	197.46	436.97	442.15	497.78	666.84
流动资产合计	2,674.59	10,990.10	13,809.06	14,928.26	19,024.11	研发费用	155.19	411.38	242.13	331.85	414.92
长期股权投资	8.86	13.42	13.42	13.42	13.42	财务费用	6.20	218.64	(50.81)	(71.76)	(89.79)
固定资产	1,274.73	1,400.75	1,383.14	1,375.05	1,359.67	资产减值损失	(22.39)	(240.19)	(25.00)	(25.00)	(22.00)
在建工程	187.81	61.38	72.83	91.70	85.02	公允价值变动收益	10.82	11.18	(730.47)	(37.10)	497.00
无形资产	131.66	208.33	194.86	181.39	167.92	投资净收益	(13.51)	21.59	23.00	25.00	0.00
其他	253.83	328.27	177.54	145.12	164.04	其他	(8.15)	380.49	1,414.95	24.21	(994.00)
非流动资产合计	1,856.89	2,012.16	1,841.79	1,806.68	1,790.08	营业利润	641.77	4,531.74	2,226.20	2,616.26	3,290.19
资产总计	4,531.47	13,002.25	15,650.84	16,734.94	20,814.19	营业外收入	3.79	4.23	15.00	7.67	10.97
短期借款	120.00	150.07	100.00	80.00	60.00	营业外支出	7.15	33.51	14.15	18.27	21.97
应付票据及应付账款	735.80	756.00	2,244.99	1,041.82	2,413.90	利润总额	638.41	4,502.46	2,227.05	2,605.66	3,279.18
其他	331.21	1,520.71	864.61	1,081.15	1,258.97	所得税	91.21	679.91	267.25	286.62	360.71
流动负债合计	1,187.01	2,426.77	3,209.60	2,202.96	3,732.87	净利润	547.20	3,822.55	1,959.81	2,319.04	2,918.47
长期借款	134.21	0.00	80.00	50.00	20.00	少数股东损益	0.91	12.14	4.37	5.46	7.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	546.29	3,810.41	1,955.44	2,313.58	2,910.93
其他	46.71	107.09	63.47	72.42	80.99	每股收益(元)	1.28	8.93	4.58	5.42	6.83
非流动负债合计	180.92	107.09	143.47	122.42	100.99						
负债合计	1,367.93	2,533.86	3,353.08	2,325.39	3,833.87	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3.17	14.46	18.61	23.97	31.35	成长能力					
股本	376.49	426.49	426.49	426.49	426.49	营业收入	19.16%	173.99%	-16.01%	21.24%	16.10%
资本公积	948.91	4,481.71	4,481.71	4,481.71	4,481.71	营业利润	29.46%	606.13%	-50.88%	17.52%	25.76%
留存收益	2,783.84	10,028.55	11,852.67	13,959.09	16,522.48	归属于母公司净利润	28.64%	597.50%	-48.68%	18.32%	25.82%
其他	(948.87)	(4,482.82)	(4,481.71)	(4,481.71)	(4,481.71)	获利能力					
股东权益合计	3,163.55	10,468.39	12,297.77	14,409.55	16,980.32	毛利率	51.65%	59.55%	47.65%	47.27%	47.28%
负债和股东权益总计	4,531.47	13,002.25	15,650.84	16,734.94	20,814.19	净利率	11.94%	30.40%	18.57%	18.13%	19.64%
						ROE	17.29%	36.45%	15.92%	16.08%	17.17%
						ROIC	24.14%	149.81%	95.89%	80.00%	104.91%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	30.19%	19.49%	21.42%	13.90%	18.42%
净利润	547.20	3,822.55	1,955.44	2,313.58	2,910.93	净负债率	-6.88%	-38.33%	-47.92%	-56.82%	-56.19%
折旧摊销	155.11	257.74	79.63	82.69	85.52	流动比率	2.25	4.53	4.30	6.78	5.10
财务费用	10.50	(1.31)	(50.81)	(71.76)	(89.79)	速动比率	1.42	4.03	3.49	5.97	4.13
投资损失	13.51	(21.59)	(23.00)	(25.00)	0.00	营运能力					
营运资金变动	(69.08)	1,409.12	(706.66)	147.75	(755.55)	应收账款周转率	10.65	19.88	12.22	21.03	21.03
其它	(57.47)	(699.01)	(726.10)	(31.65)	504.55	存货周转率	4.98	11.35	5.49	5.80	5.52
经营活动现金流	599.77	4,767.50	528.49	2,415.61	2,655.65	总资产周转率	1.08	1.43	0.73	0.79	0.79
资本支出	(62.05)	179.07	103.61	71.05	41.43	每股指标(元)					
长期投资	1.69	4.57	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.28	8.93	4.58	5.42	6.83
其他	(359.30)	(4,613.57)	1,327.54	(56.65)	(1,084.63)	每股经营现金流	1.41	11.18	1.24	5.66	6.23
投资活动现金流	(419.67)	(4,429.94)	1,431.16	14.40	(1,043.20)	每股净资产	7.41	24.51	28.79	33.73	39.74
债权融资	263.19	150.07	184.53	134.50	83.01	估值比率					
股权融资	(6.11)	3,363.00	51.93	71.76	89.79	市盈率	93.99	13.48	26.26	22.19	17.64
其他	(355.47)	(164.99)	(281.61)	(391.79)	(482.21)	市净率	16.25	4.91	4.18	3.57	3.03
筹资活动现金流	(98.40)	3,348.08	(45.16)	(185.52)	(309.40)	EV/EBITDA	0.00	10.81	18.58	15.10	11.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	11.12	19.26	15.59	11.81
现金净增加额	81.71	3,685.64	1,914.50	2,244.49	1,303.05						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com