



公司研究 | 深度报告 | 稳健医疗（300888.SZ）

观“潮”系列 2——稳健医疗：再读消费，兴于
个护 β ，成于差异化 α

报告要点

公司以“棉”为核心，医疗及消费板块协同发展且 2024 年起周期拐点均向上。行业维度，个护消费趋势变化和线上化率新趋势下，新兴国货品牌正通过创新与营销实现抢滩。其中，卫生巾市场大且较成熟，机会源于格局变化。初期份额获得体现在选择对的渠道和讲好品牌故事，长期份额提升则更体现在领先的品牌力和好的营销策略的基础上，突出产品细分卖点且能持续迭代。棉柔巾为小而美赛道，目前景气扩张且格局改善。公司以研发为基，实现产品质价比和品牌领先，差异化的电商布局和品类选择进一步促进 α 。目前对比部分新消费公司，成长性不弱、业绩弹性较优，仍有估值性价比优势。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

稳健医疗（300888.SZ）

观“潮”系列 2——稳健医疗：再读消费，兴于个护 β ，成于差异化 α

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

“棉”为核心，向上周期

以“棉”为核心，医疗及消费板块协同发展且周期拐点均向上。公司股权集中，2020 年后引进行业人才完善管理梯队，并于 2024 年较高目标的发布股权激励。2015-2024 年公司收入 CAGR 19%成长性优，同期消费收入 CAGR 25%驱动成长，医疗（剔除感染防护产品）则受益于品牌美誉度提升和收购拉动，2021 年后增长提速。利润因毛利率略降、营销费用率上行、减值影响增速弱于收入。但展望来看，消费在个护 β 、事件红利和龙头优势下，增速中枢上移，且因结构优化、售罄&折扣率改善、营销投放精准化等带动利润增速更优。医疗在感染防护产品和并购减值包袱显著减轻，整固常规业务下增长确定性提升且中枢提升。

供需共振，个护行业现 β

个护消费趋势变化和线上化率新趋势下，新兴国货品牌正通过创新与营销实现抢滩。个护线上化率近年迅速提至 60%，部分内资新兴品牌依托于线上，产品端迎合健康、品质、悦己的需求趋势进行产品和场景的创新和挖掘，凭借精准消费者教育、内容营销，推动细分品类渗透与升级。其中，抖音作为新兴平台，以其生态位平权和新品牌资源扶持培育新兴品牌，以其内容营销和爆品策略实现高效转化和平台外溢，是新品牌或品类突围的支撑渠道。

细分行业来看，卫生巾市场大且较成熟，机会源于格局变化。卫生巾行业格局起于国产替代，兴于抖音催化，品牌 CR5 2023 年较 2021 年-3.7pct，盛于舆情催化下的安全舒适消费意识提升，预计 2024H2 起加速分散。因此初期份额获得体现在选对渠道和讲好故事，长期份额提升则需在领先的品牌力和好的营销策略的基础上，突出产品细分卖点且持续迭代。棉柔巾为小而美赛道，目前景气扩张且格局改善。行业通过产品教育、场景挖掘（婴儿/成人/厨房清洁，平放/悬挂）和渠道拓展（抖音降速外溢至传统电商提速、线上外溢至线下 KA）推动渗透率进一步提升，催生品类扩张，亦带动线上集中度 2024 年触底回升，2024 年 CR5 +3pct 至 36%。

研发为基，差异化布局促 α

研发为基，实现产品质价比和品牌领先，差异化布局促 α 。以全棉水刺无纺布为无纺创新载体，构筑产品差异化，制品重视棉花特性改善，提高竞争力。无纺选在竞争缓和的电商突围，棉柔巾作为初创者， β 下通过深化产品教育和拓场景，绑定高品质客群超额增长。奈丝定位中高端，突出全棉和安全，以稳健医疗和全棉时代背书，央广宣传、抖音&KA 为矛，份额加速提升。

品类对比，无纺销售效率高，有纺优化空间大。无纺交叉指标明显高于有纺，其中卫生巾最高、棉柔巾次之，且基于线上更优的投放效率和弹性，预计为利润占比和弹性的核心贡献业务。而有纺基于较低的周转效率对尚待改善的坪效和直营较高的渠道通路成本下，盈利提升潜力大。

股价复盘和估值分析

上市-2022 年初股价与估值波动主要受感染防护产品影响，2022 年后稳态的消费和常规医疗成为定价业务。2024Q3 以来消费和医疗底部周期向上，估值&股价双升。目前对比部分新消费公司，成长性不弱、业绩弹性较优，仍有估值性价比优势。

风险提示

1、电商平台竞争加剧；2、电商流量机制变化；3、终端消费波动风险；4、开店进度不及预期；5、店效爬坡不及预期；6、贸易磋商政策变化；7、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	44.96
总股本(万股)	58,233
流通A股/B股(万股)	17,551/0
每股净资产(元)	19.60
近12月最高/最低价(元)	54.80/23.31

注：股价为 2025 年 6 月 16 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《稳健医疗 2024A&2025Q1 点评：消费高增迎收获，医疗整固再成长》2025-05-15
- 《稳健医疗 2024Q3 点评：收入规模追平高基数，未来有望迎来高质量增长》2024-11-13
- 《稳健医疗 2024H1 点评：整固常规业务下，收入&利润迎良性发展周期》2024-09-18



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

“棉”为核心，向上周期.....	7
供需共振，个护行业现β.....	10
卫生巾洗牌期：产品创新、渠道突围.....	12
棉柔巾渗透期：产品教育、品牌生长.....	15
研发为基，差异化布局促α.....	17
以研发建立竞争优势.....	17
差异化品类&渠道促α.....	19
对比：无纺销售效率高，有纺优化空间大.....	24
股价复盘与估值分析.....	28
风险提示.....	30

图表目录

图 1：公司业务发展历程.....	7
图 2：2024 年公司各细分品类收入占比.....	7
图 3：稳健医疗消费品业务构成.....	7
图 4：消费品品类结构较均衡.....	8
图 5：消费品渠道以电商为主，线下渠道为辅.....	8
图 6：2015-2024 年，稳健医疗营收/归母净利润 CAGR 为 19%/14%.....	8
图 7：常态化下消费和医疗结构较为均衡.....	8
图 8：2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 47.3%/7.7%.....	9
图 9：历史销售费用率波动较大，为利润率的主要影响项之一.....	9
图 10：消费营业利润率更优，2022 年起逐年回升，医疗反之.....	9
图 11：公司现金流充足，历史净现比均大于 80%.....	9
图 12：2025Q1，稳健医疗股权结构图.....	9
图 13：2024 年 10 月，公司发布较高目标的股权激励.....	9
图 14：个护消费者决策趋于理性，注重精致悦己，且愿意分享.....	10
图 15：2025 年中国消费者对国潮偏好（2025/03，N=1604）.....	10
图 16：2014-2024 年服装、零食、卫生巾、纸巾线上占比趋势.....	12
图 17：个护各品类 2024H1 分渠道营收 yoy.....	12
图 18：电商平台销售结构持续变化，2024 年阿里系/京东系/拼多多/抖音占比 37%/15%/24%/16%.....	12
图 19：2022-2023 年抖音双 11 大促中，国货品牌销售占比快速提升.....	12
图 20：2024 年卫生巾线上渠道中，天猫/京东/抖音占比 53%/14%/33%.....	13
图 21：中国卫生巾行业量价增长驱动拆分：2013 年起由价升驱动增长.....	13
图 22：国产&外资卫生巾在产品、渠道和营销方面的对比.....	14
图 23：线上洗脸巾行业规模及 yoy.....	15
图 24：线上棉柔巾行业从 2023 年开始由价升驱动增长.....	15
图 25：2024 年起个护上游代工链收入增长提速.....	17
图 26：2023 年起，线下商超加快了自有品牌棉柔巾的布局.....	17

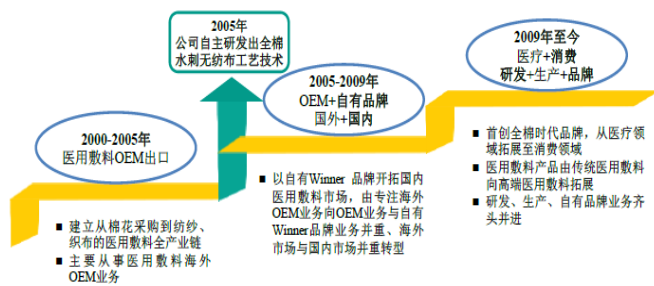
图 27: 纺粘、水刺、针刺为三大主要无纺布工艺 (2021 年)	18
图 28: 我国无纺布年产能约 814 万吨, 水刺无纺布增速较高	18
图 29: 稳健医疗全棉水刺无纺布吨成本趋降、毛利率改善	18
图 30: 稳健的全棉水刺无纺布毛利率&吨价更高	18
图 31: 从可比公司研发费用率来看, 稳健近年位居前列	19
图 32: 2017 年以来, 稳健医疗研发开支快速增加	19
图 33: 分公司口径, 部分个护消费品集中度概览	20
图 34: 棉柔巾 2017-2019 年产能&产销饱满, 此后产能利用率下降	21
图 35: 无纺及主要单品规模&yoy	21
图 36: 线上洗脸巾大盘 2024Q2 起回暖, 全棉时代棉柔巾份额于 2024 年企稳回升	21
图 37: 全棉时代天猫官方旗舰店品类布局	22
图 38: 全棉时代会员数和 yoy	22
图 39: 代表性新兴国产品牌和传统外资品牌在产品、营销、渠道的布局概览	24
图 40: 无纺消费品强调周转, 有纺消费品毛利更优	25
图 41: 无纺消费品渠道以电商为主, 有纺服饰更重线下 (2019 年)	25
图 42: 全棉时代主要产品毛利率高于多数同业可比性公司	25
图 43: 2020 年后全棉开店提速, 但单店面积迅速下降	26
图 44: 2020 年以来直营大幅缩减 500 m ² 以上的门店, 提高中小店占比	26
图 45: 2014 年至今公司坪效在波动中提升, 2024 年 1.2 万	26
图 46: 全棉时代 2018-2019 年 SKU 大幅提升, 2024 年回至正常水平	26
图 47: 同业对比来看, 公司坪效仍有提升空间	27
图 48: 公司 2024 年销售费用率 25%, 高于同业平均	27
图 49: 稳健医疗股价复盘	28
图 50: 优质纸品公司 PE_TTM 主要集中于 10X-30X	29
图 51: 传统低值耗材医疗公司 PE_TTM 主要集中于 10X-20X	29
图 52: 新消费公司 PE_TTM 主要集中于 30X-50X	29
图 53: 优质零售商 PE_TTM 主要集中于 30X-40X	29
表 1: 2024 年股权主要激励对象	10
表 2: 代表性卫生巾品牌在产品和使用场景上的创新和挖掘	11
表 3: 代表性棉柔巾品牌在产品和使用场景上的创新和挖掘	11
表 4: 卫生巾行业分渠道 yoy: 2021 年前线上增长主要为天猫拉动, 2021 年后转为抖音	12
表 5: 品牌口径来看, 卫生巾的集中度和行业格局	13
表 6: 线上&天猫&抖音渠道卫生巾品牌前 7 大品牌份额情况	14
表 7: 卫生巾行业近期舆情事件对品牌的影响分析	15
表 8: 2017 年至今线上 (天猫、京东、抖音) 洗脸巾行业竞争格局概览	16
表 9: 洗脸巾行业线上市场规模及分渠道 yoy	17
表 10: 全棉时代的棉柔巾和其他品牌的定价比较	18
表 11: 稳健医疗近年成功研发项目及效果列示	19
表 12: 核心日用消费品零售额、渠道结构拆分	20
表 13: 奈丝公主天猫&京东&抖音销售额、yoy、排名	22
表 14: 奈丝公主和其他品牌的定价比较	23

表 15：有纺消费品细分品类收入、毛利率拆分	27
表 16：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）	30

“棉”为核心，向上周期

稳健医疗是一家以“棉”为核心，医疗及消费板块协同发展的医疗健康企业。公司以出口传统伤口包扎与护理产品起家，2005 年伴随自主研发全棉水刺无纺布基础材料作为载体后，2009 年创立全棉时代，成功实现医用产品向家用产品的拓展。成为以棉为核心原材料，覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多领域的大健康企业，业务主要包括医用敷料（Winner 品牌+OEM）和健康生活消费品（全棉时代+奈丝公主）两个板块，2024 年医疗、消费收入分别占比 43.9%、56.1%。

图 1：公司业务发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：2024 年公司各细分品类收入占比

业务板块	收入占比	产品品类	收入占比	主要产品
医疗耗材产品	43.9%	伤口与包扎护理产品	30.6%	医用棉类、纱布类等
		高端伤口护理敷料产品	20.0%	硅胶类敷料、藻酸盐敷料等
		手术室感染防护产品	21.2%	外科手套、手术组合包等
		疾控防护产品	9.1%	口罩、防护服等
		健康个护产品	10.3%	口罩、医美个护等
		其他产品	8.8%	注射穿刺产品等
		干湿棉柔巾	31.2%	棉柔巾、湿巾等
健康生活消费品	56.1%	卫生巾	14.0%	卫生巾、安睡裤等
		其他无纺用品	7.1%	面膜、化妆棉等
		成人服饰	19.3%	婴童家居服等
		婴童服饰及用品	19.3%	成人家居服、外出服等
		其他有纺用品	9.0%	床上用品、卫浴用品等

资料来源：公司公告，长江证券研究所

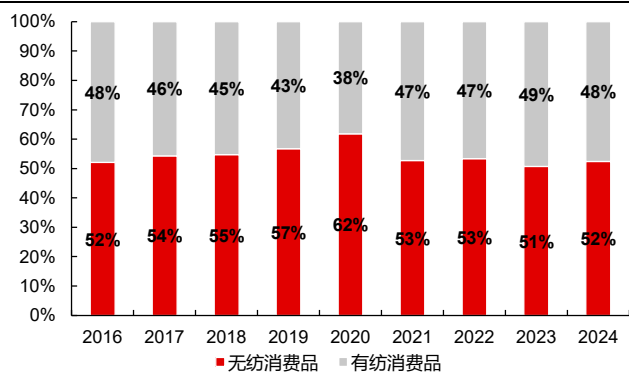
消费品，销售渠道以线上为主、品类以无纺为主。分渠道，2024 年电商/线下门店收入占比 62%/30%，电商为主力销售渠道。分产品，无纺产品主要由棉柔巾、卫生巾、湿巾、一次性内裤等构成，同期占比 52%，主要原材料即为自研自产的全棉水刺无纺布，有纺由婴童&成人服饰、婴童用品等构成，产品主要选择贴身、简约、注重材质的服饰细分品类。

图 3：稳健医疗消费品业务构成



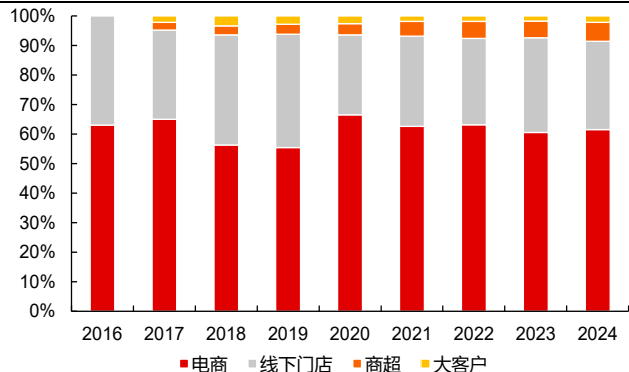
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：消费品品类结构较均衡



资料来源：公司公告，长江证券研究所

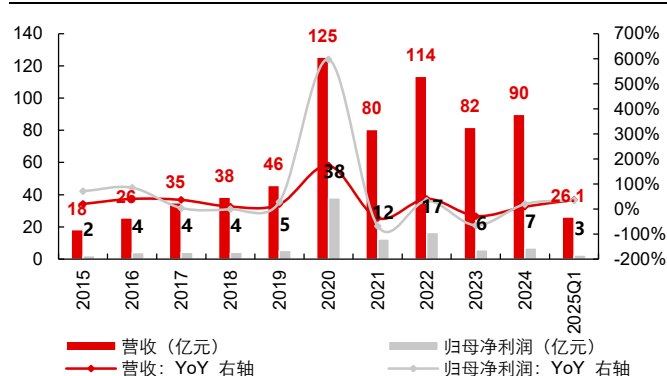
图 5：消费品渠道以电商为主，线下渠道为辅



资料来源：公司公告，长江证券研究所

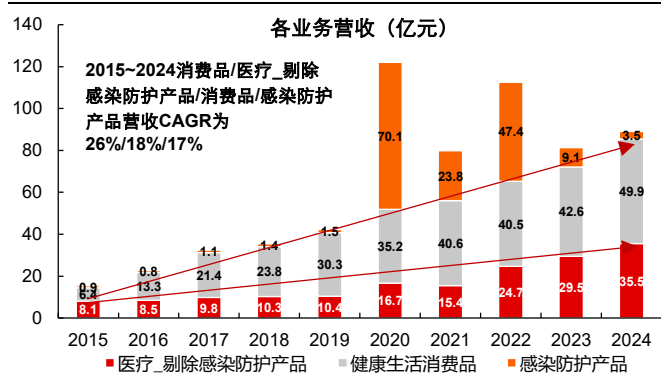
历史成长性优，消费为主要驱动。2015-2024 年，公司营收/归母净利润 CAGR 为 19%/14%。其中，消费 2015-2024 年收入 CAGR 达 26%，驱动公司成长。医疗，2015-2019 年收入 CAGR 为 7%增长稳健，此后借力前期卫生事件带来的美誉度提升和收购拉动，剔除感染防护产品后的医疗产品 2020-2024 收入 CAGR 达 21%，2021 年后增长提速。感染防护产品经历此前的高波动后，2024 年收入规模 3.5 亿，贡献回至常态。

图 6：2015-2024 年，稳健医疗营收/归母净利润 CAGR 为 19%/14%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：常态化下消费和医疗结构较为均衡



资料来源：Wind，长江证券研究所

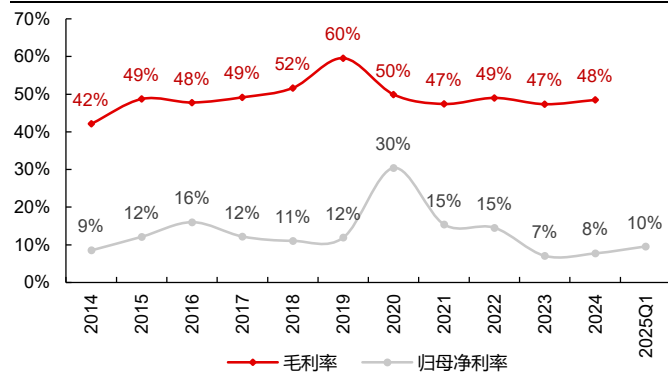
医疗结构优化带动公司毛利率较 2017 年略有下降，费用率&减值拖累近年利润率走低。毛利率，2025Q1 为 48%，基本回至 2017 年水平。消费，在“价值回归”战略导向下毛利率自 2021 年起趋势回升，但 2024 年距电商红利期&竞争缓和的 2016-2018 年仍有 1-2pct 的恢复空间。医疗，近年在感染防护产品量价回落下，毛利率趋降，但整体毛利率因内销高毛利率产品和高端敷料占比提升，中枢较 2017 年左右明显提升。费用率，2024 年销售费用率较 2017 年+1.3pct，同期管理费用率因外部人才引进和收购影响亦显著提升+2.9pct。资产减值损失，除常规的存货跌价损失外，2023（商誉、感染防护产品&设备）、2024（商誉）均有医疗的非常规性减值，还原商誉减值损失下，2023-2024 年归母净利率分别为 9.4%、8.8%。

综上，2024 年毛销差、剔除商誉减值后净利率较 2017 年-1.7%、-3.5%，其中毛销差中毛利率-0.5pct（消费影响）、销售费用率+1.3pct（消费&医疗影响）。

盈利能力迎筑底回升，消费贡献主要利润。2025 年，消费受益于净利率优的两大单品高增、有纺折扣&新品售罄率改善和原材料底部周期，医疗在产品结构持续优化叠加感染防护产品毛利率修复下，两业务毛利率均有提升空间。费用率良好管控叠加商誉减值

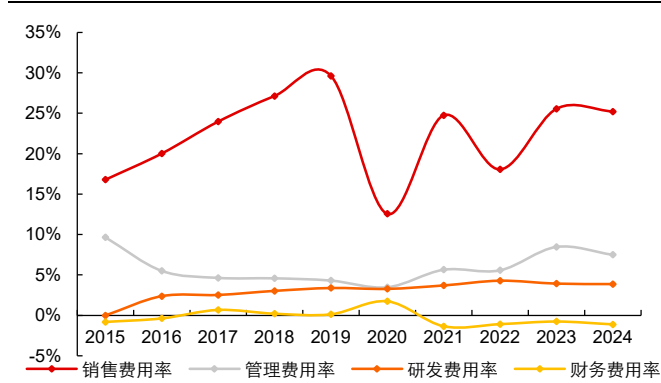
风险降低下,预计净利率回升更为明显。对比来看,2024 年消费、医疗营业利润率 12.1%、7.7%,消费在营业利润中的占比为 67%,贡献主要利润。

图 8: 2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 47.3%/7.7%



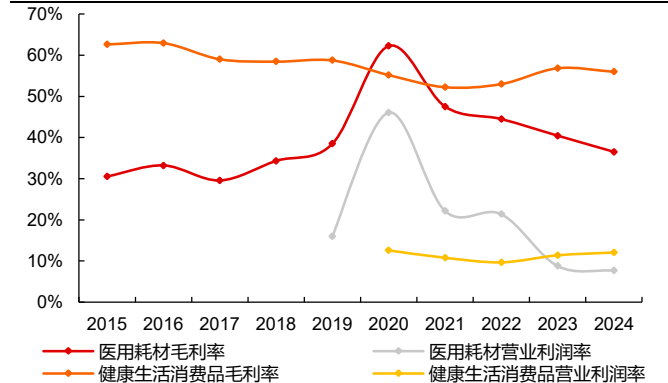
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9: 历史销售费用率波动较大, 为利润率的主要影响项之一



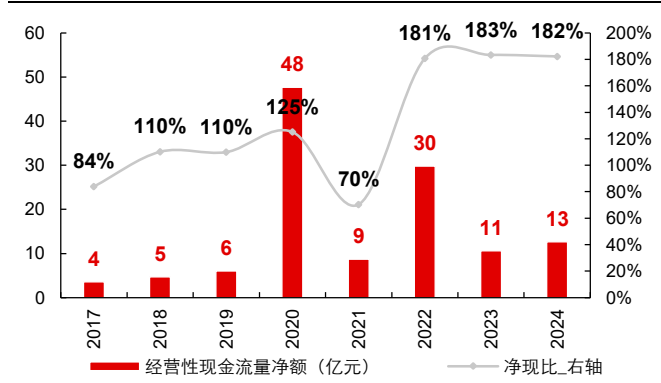
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 10: 消费营业利润率更优, 2022 年起逐年回升, 医疗反之



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

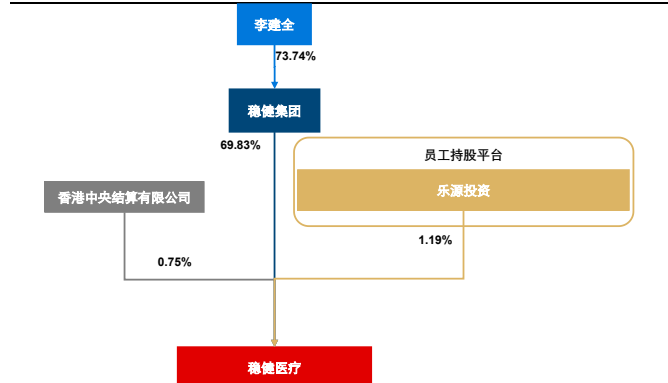
图 11: 公司现金流充足, 历史净现比均大于 80%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司股权集中, 2020 年后引进行业人才完善管理梯队, 并于 2024 年发布股权激励。李建全先生直接持有公司 51.5% 股份, 股权集中。2020 年后, 公司陆续从快消品、投资公司等引入消费和投资领域的核心高管, 完善管理梯队。此后于 2024 年 10 月发布限制性股票激励计划, 授予股份数 747.6 万股, 包括公司高管、核心骨干等, 注重员工激励。

图 12: 2025Q1, 稳健医疗股权结构图



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 13: 2024 年 10 月, 公司发布较高目标的股权激励

目标	公司层面/医疗板块/消费品板块2025-2027年营收增长同比+13%/+18% (触发值/目标值)
价格	15.4元/股
授予股票数量	747.6万股
占公司总股本	约1.3%
激励对象	不超过308人
背景	感染防护产品高基数带来的负面影响已基本结束, 公司发展已经回归到良性健康的正增长通道

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 1：2024 年股权主要激励对象

姓名	职务	获授数量(万股)	占授予总量的比例	薪酬（万元）	简介
方修元	董事、副总经理、财务总监	8	1.07%	164	2000 年至今，任公司董事、副总经理、首席财务官。
张燕	董事	5	0.67%	66	2006 年 7 月加入公司，曾为公司供应链负责人，现担任公司医疗板块轮值 CEO 兼稳健乳胶执行董事
廖美珍	董事	10	1.34%	/	2021 年加入公司，曾在宝洁工作 16 年，现任全棉时代副总裁
陈惠选	副总经理、董事会秘书	4	0.54%	100	2009 年 9 月加入公司，曾任任美国飞利凯睿证券有限公司分析师助理，现任稳健健康医疗董事。
廖冠来	副总经理	10	1.34%	/	2020 年加入公司，曾在多个大型外资公司从事投资分析工作，现任稳健医疗投资副总裁，隆泰医疗、稳健平安董事
高月华	核心骨干	1	0.13%	/	/
CHEW WAI YEE	核心骨干	1	0.13%	/	/

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

供需共振，个护行业现 β

需求端，个护消费注重健康护理与品质生活，女性作为主导下，推动品类渗透与升级。

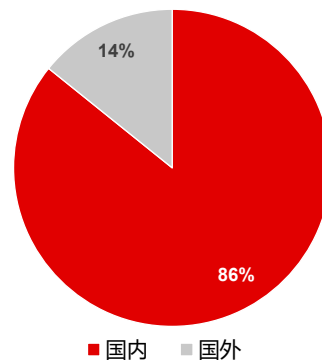
在物质丰裕、卫生事件教育、女性主体意识增强下，女性消费群体更加注重健康、安全和全方位护理，对棉柔巾、卫生巾、牙膏等贴身/日用/高频使用的个护产品提出了更高要求。同时，“颜值经济”、“品质便捷”、“悦己消费”等理念通过抖音、小红书等内容营销和社交平台加速传播，进一步促进了相关品类的市场创造和渗透。此外，国货消费偏好的提升和内资品牌在营销和渠道方面更为灵活积极的运营策略，助力个护品类中内资品牌的崛起。

图 14：个护消费者决策趋于理性，注重精致悦己，且愿意分享

阶段	具体决策	看重因素		
	产品选择	功效	口碑/评价	成分
购中	购物决策	正品与否	购物保障	购物体验
	购物平台	正品与否	购物保障	购物体验
购后	反馈方式	约 90%消费者会以社交话题形式与人分享，以提升彼此对产品的认知		

资料来源：尼尔森，长江证券研究所

图 15：2025 年中国消费者对国潮偏好（2025/03，N=1604）



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

产品端，品牌迎合需求趋势进行产品、场景的创新和挖掘，个护较低的制造门槛决定其

实现路径较快。个护产品近年主要通过原料升级、工艺迭代、生产改进和场景挖掘上，实现产品概念升级。例如，在棉柔巾品类里，为干性肌肤在棉柔巾中添加乳霜因子以实现保湿超柔，抑或是区分悬挂式和抽取式，既完善棉柔巾功能，又主动照顾消费者“精致讲究”的消费心态；而在卫生巾品类里，各品牌创新研发全棉、益生菌卫生巾，强调生产流程的安全、消毒等特征，精准把握消费者的需求。在使用场景方面，棉柔巾品类采取细化存量场景（如：成人用、婴儿用）和挖掘增量（如：厨房用）并举；卫生巾亦在细化存量场景，如推出出行便携迷你装等。

表 2：代表性卫生巾品牌在产品和使用场景上的创新和挖掘

品牌	自由点		奈丝公主		七度空间	淘淘氧棉
	成立时间	2002 年	成立时间	2010 年	2002 年	2009 年
	中国 2024 年排名	5		11		12
产品	产品系列	益生菌 PRO+系列	产品系列	超净吸系列第 6 代	少女肌超薄透气系列	天山白小扇尾系列
	推出时间	2024 年 5 月 20 日	推出时间	2023 年秋冬	2024 年 3 月	2023 年 8 月
	差异化特质	添加益生元等，帮助调节阴道微生态系统平衡	差异化特质	100%全棉面层不易致敏 干爽性+35%、吸收速度+14%、吸收量+12%	0.1cm 超薄芯体，吸收量提升 20% 3D 立体透气底膜，减少闷热感	尾部加宽至 157mm 防漏 真菌不得检出
	推出背景	敏感肌、私处微生态关注	推出背景	对“安全+吸收力”的双重需求	对“轻薄无感”的需求持续增长	量大久坐人群对卫生巾防后漏有所需求
	场景	细化存量使用场景——出行便携迷你装				

资料来源：欧睿，各品牌官方旗舰店&官网，中国日报，长江证券研究所 注：中国 2024 年排名为欧睿品牌口径

表 3：代表性棉柔巾品牌在产品和使用场景上的创新和挖掘

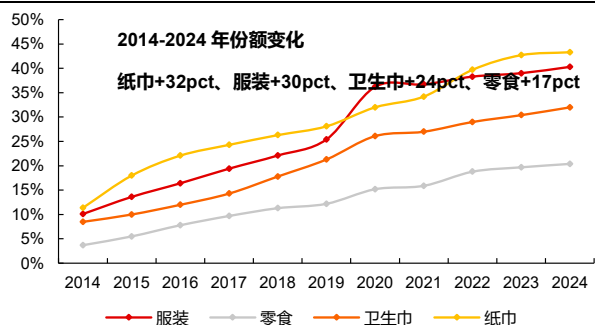
品牌	全棉时代		德佑	心相印
	成立时间	2009 年	成立时间	2018 年
	线上三平台排名	1		5
产品	产品系列	婴儿加大加厚奶黄包棉柔巾	产品系列	医护级全棉洗脸巾
	推出时间	2024 年	推出时间	2024 年
	差异化特质	100%纯棉更柔 45% 加厚 33%，加大 21%，功能更全面	差异化特质	适合敏感肌，医护级更安心
	推出背景	消费者希望一张棉柔巾能搞定多项护理工作	推出背景	对高品质、安全卫生洗脸巾需求增加
	场景	挖掘增量——厨房 细化存量——成人、婴儿		

资料来源：久谦，各品牌官方旗舰店&官网，长江证券研究所 注：线上三平台市占率排名为 2025 年 2 月，三平台指“天猫、京东和抖音”，下同

个护产品属性促使线上化率迅速提升，部分内资品牌依托于线上，在产品升级的基础上，凭借精准消费者教育、内容营销，推动细分品类渗透与升级。对比零食、电子产品等品类，个护因产品日用高频、相对标准化而线上化率更高，据尼尔森报告，个护产品 2024H1 线上销售占比约 60%，较 2023 年显著提升 13pct。区别于多数外资品牌在传统渠道(KA、经销等)强势领先，本轮个护的线上化率则更有利于营销灵活且本土化的品牌。

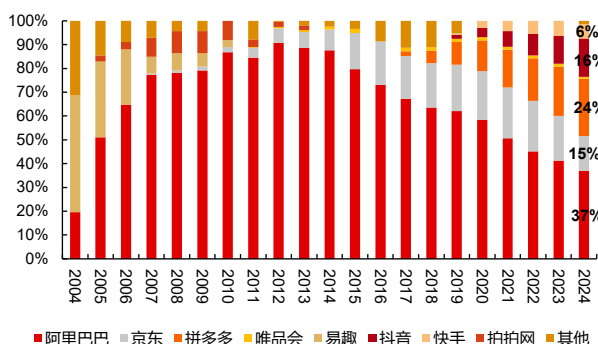
其中，抖音作为新兴平台，以其生态位平权和新品牌资源扶持培育新兴品牌，以其内容营销和爆品策略实现高效转化，通过“新品牌/品类→快速验证跑通→规模爆发→规模外溢”的路径效率，强化了线上贡献，更是新品牌或品类突围的支撑渠道。2024 年抖音在电商平台中占比 16%，较 2019 年+15pct。

图 16：2014-2024 年服装、零食、卫生巾、纸巾线上占比趋势



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 18：电商平台销售结构持续变化，2024 年阿里系/京东系/拼多多/抖音占比 37%/15%/24%/16%



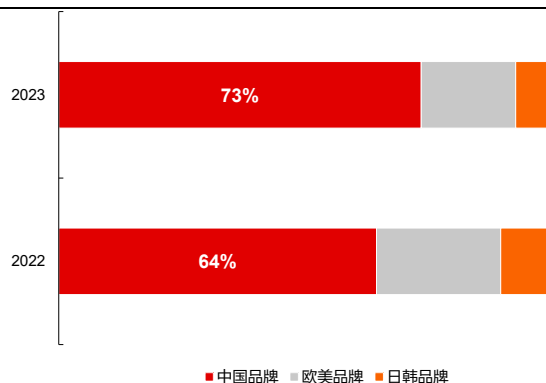
资料来源：炼丹炉，雪球，长江证券研究所

图 17：个护各品类 2024H1 分渠道营收 yoy

分品类	全渠道	线下渠道	电商渠道
洗护美发	4.3%	-6.2%	13.2%
身体洗护	3.2%	-6.1%	5.9%
口腔护理	1.5%	-6.4%	18.1%
女性护理	5.8%	-0.2%	20.4%

资料来源：尼尔森，长江证券研究所

图 19：2022-2023 年抖音双 11 大促中，国货品牌销售占比快速提升



资料来源：飞瓜，长江证券研究所

因此，近年个护消费趋势变化和线上化率新趋势下，国货品牌正通过创新与营销实现抢滩。在消费者习惯转变、国货消费偏好提升、女性消费主体意识增强的多重推动下，个护内资品牌依托于线上，凭借精准消费者教育、产品升级及内容营销，推动细分品类渗透与升级。

卫生巾洗牌期：产品创新、渠道突围

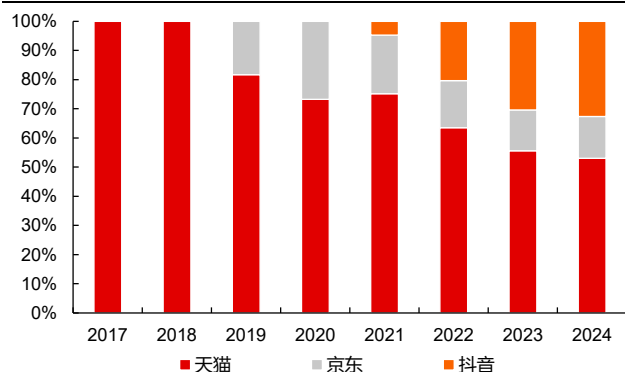
卫生巾市场大且较为成熟，2013 年行业主要增长驱动由量转价。2024 年中国卫生巾市场规模为 1050 亿元，2015-2024 年 CAGR 4%，增速稳健。分渠道，线上&线下表现显著分化，渠道结构持续重构，线上贡献扩张动力（2021 年前主要为天猫，此后抖音），而线下则因分流预计下降。2024 年卫生巾行业线上销售占比为 32%，较 2018 年+14.2pct，同期抖音在全渠道中占比+10.6pct 贡献显著。分量价，行业以 2012 年为界，从消费量增长逐步切换为价格提升主导，仍处产品功能性完善和品牌普及下的消费升级阶段。

表 4：卫生巾行业分渠道 yoy：2021 年前线上增长主要为天猫拉动，2021 年后转为抖音

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全渠道	5%	6%	1%	7%	3%	2%	3%	3%
线上		41%	60%	36%	8%	18%	7%	12%
天猫		41%	31%	22%	11%	0%	-6%	7%
京东				12%	-17%	-11%	13%	0%
抖音						406%	61%	20%

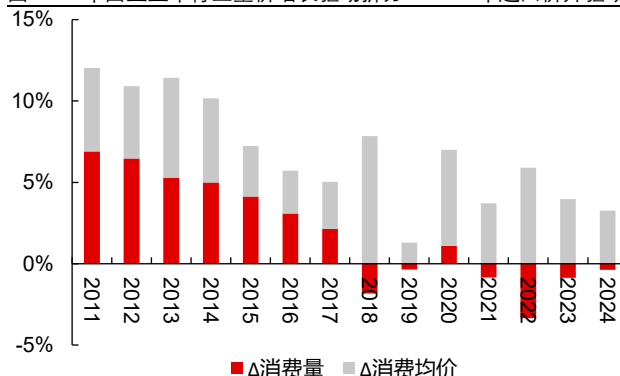
资料来源：欧睿，久谦，长江证券研究所

图 20：2024 年卫生巾线上渠道中，天猫/京东/抖音占比 53%/14%/33%



资料来源：久谦，长江证券研究所

图 21：中国卫生巾行业量价增长驱动拆分：2013 年起由价升驱动增长



资料来源：欧睿，长江证券研究所

从竞争格局来看，成熟外资品牌凭借完善的产品梯队搭建和领先的全渠道渗透率，占据主要市场份额，但近年来正面临新兴国产品牌和个别灵活应变的外资品牌的分流，卫生巾行业 CR5 由 2020 年的 35.1% 降至 28.2%。以久谦数据为例，2024 年前十二大品牌中，内、外资卫生巾品牌在线上三平台的份额占比为 46%、54%。考虑线下为外资品牌的强势渠道，预计外资品牌仍占据领先份额。从趋势来看，传统外资品牌中，苏菲、护舒宝、花王份额流失明显，排名分别为 1、3、7，2020-2024 年份额分别-3.5/-1.5/-0.6pct。相比之下，金佰利通过策略调整实现 0.4pct 的份额增长。内资品牌表现分化，自由点依靠差异化产品和抢滩抖音录得份额+1.5pct，洁婷和奈丝公主份额小幅提升。

表 5：品牌口径来看，卫生巾的集中度和行业格局

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024 份额	2019-2024 零售额 CAGR
CR5	32.9%	34.7%	35.1%	33.7%	31.7%	30.0%	28.2%	-6.9%	-0.6%
苏菲(尤妮佳)	10.5%	11.6%	12.4%	12.0%	10.5%	9.7%	8.9%	-3.5%	-1.8%
七度空间(恒安)	11.1%	10.7%	10.2%	9.1%	9.0%	8.8%	8.3%	-1.9%	-1.6%
护舒宝(宝洁)	5.2%	5.7%	5.7%	5.6%	5.2%	4.7%	4.2%	-1.5%	-2.5%
高洁丝(金佰利)	3.0%	3.4%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%	0.4%	7.3%
自由点(百亚)	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	2.1%	2.8%	1.5%	22.0%
ABC(景兴健护)	3.1%	3.3%	3.2%	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%	-0.6%	-1.5%
乐而雅(花王)	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	-0.6%	-1.8%
洁婷(丝宝)	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0.1%	3.9%
薇尔(维达)			0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.6%	
Free(景兴健护)	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.0%	6.2%
奈丝公主(稳健)	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.1%	12.7%
淘淘氧棉(洁伶)	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	-0.3%	-4.6%

资料来源：欧睿，长江证券研究所 注：标粉的为内资品牌

图 22：国产&外资卫生巾在产品、渠道和营销方面的对比

对比维度	新兴国产品牌	少量外资品牌	传统外资品牌
产品共性	注重吸收、透气、舒适等基础性能，推多种规格功能产品和适用场景		
产品差异	材质天然环保，配方和生产强调安全健康，包装时尚性	有独特专利技术，选高端原料，定位高端	技术成熟，性能稳定，产品系列全
渠道差异	线上为起家和本盘渠道，线下弱势	线上为主，但积极布局线上，提升占比	KA/经销渠道强势领先，线上仅天猫强势，但被新平台&新品牌持续分流中
营销共性	重视线上推广，借广告塑品牌形象，强调舒适和质量安全		
营销差异	强调性价比、健康、国货情怀，靠KOL、官方媒体测评等内容营销出圈	强调技术品质，提供试用装、好售后	凭知名度口碑，大规模广告，覆盖广泛客群

资料来源：未来智库，搜狐网，新浪财经，长江证券研究所

格局变化兴于抖音带动，盛于舆情催化下的安全舒适消费意识提升。作为后发平台，线上卫生巾格局较线下明显更为集中，2024 年卫生巾行业 CR5 为线上 54%、全渠道 28%。而伴随 2021 年起抖音的兴起，卫生巾行业受新品牌分流同步开始分散化，从卫生巾品牌销售额 CR5 来看，2021 年较 2019 年下降 1.0pct。在 2022-2023 年抖音占比快速提升，即部分国产新兴品牌借力抖音起势下行业集中度进一步下降，2023 年较 2021 年 CR5 下降 3.7pct。2024H2 起在行业舆情频发下导致消费者对安全卫生、健康舒适意识提升下，预计行业加速分散。

表 6：线上&天猫&抖音渠道卫生巾品牌前 7 大品牌份额情况

线上三平台												
2018			2019		2020		2021		2022		2023	
No.1	护舒宝	18%	护舒宝	23%	护舒宝	23%	护舒宝	24%	护舒宝	21%	护舒宝	18%
No.2	苏菲	16%	苏菲	16%	苏菲	17%	苏菲	17%	苏菲	15%	苏菲	12%
No.3	七度空间	14%	七度空间	11%	高洁丝	11%	高洁丝	12%	高洁丝	11%	高洁丝	10%
No.4	高洁丝	9%	高洁丝	9%	乐而雅	9%	乐而雅	9%	七度空间	8%	七度空间	8%
No.5	洁婷	6%	乐而雅	7%	七度空间	8%	七度空间	8%	乐而雅	8%	自由点	7%
No.6	乐而雅	5%	洁婷	4%	奈丝公主	5%	奈丝公主	4%	奈丝公主	4%	乐而雅	6%
No.7	奈丝公主	3%	奈丝公主	3%	洁婷	3%	洁婷	3%	自由点	3%	薇尔	4%
CR5	63%		66%		68%		71%		63%		55%	
天猫							抖音					
2024Q3			2024Q4		2025Q1		2024Q3		2024Q4		2025Q1	
No.1	护舒宝	14%	护舒宝	17%	护舒宝	15%	自由点	25%	自由点	18%	自由点	16%
No.2	高洁丝	13%	苏菲	12%	高洁丝	12%	七度空间	8%	高洁丝	10%	淘淘氧棉	10%
No.3	七度空间	9%	高洁丝	11%	苏菲	8%	淘淘氧棉	8%	淘淘氧棉	7%	高洁丝	10%
No.4	苏菲	9%	自由点	10%	七度空间	7%	高洁丝	6%	七度空间	7%	七度空间	7%
No.5	自由点	9%	七度空间	6%	乐而雅	6%	护舒宝	5%	护舒宝	6%	草本伊	4%
No.6	乐而雅	6%	乐而雅	6%	奈丝公主	6%	苏菲	5%	苏菲	4%	绵绵的羊	4%
No.7	洁婷	4%	她研社	5%	自由点	6%	棉妮佳	4%	奈丝公主	4%	护舒宝	4%
CR5	54%		56%		48%		52%		49%		48%	

资料来源：久谦，长江证券研究所 注：标粉的为内资品牌

表 7：卫生巾行业近期舆情事件对品牌的影响分析

行业事件	影响	受益品牌		受损品牌	
		特征	对应品牌	特征	对应品牌
2024 年 11 月，博主测评发现多款卫生巾实际长度短于标注	知名品牌因虚标和质量问题遭抵制	直播展示生产流程，材料与工艺保障健康	绵绵的羊、奈丝公主	实际长度普遍短于标注，内吸收层减量	ABC、护舒宝、苏菲、花王
2025 年 3 月，多家企业被曝生产时添加荧光剂	给消费者的健康带来潜在威胁	多为知名大厂，有严格的质量控制	奈丝公主、高洁丝等	含荧光剂	苏菲雅洁
2025 年 3 月 15 日，某公司从知名卫生巾生产商处购入残次品并流入市场	降低消费者对行业的信任度	有医疗背景或强大研发实力，检测严格	护舒宝、高洁丝等	部分产品被检出问题	七度空间
				企业管理存在漏洞	自由点、苏菲、奈丝公主

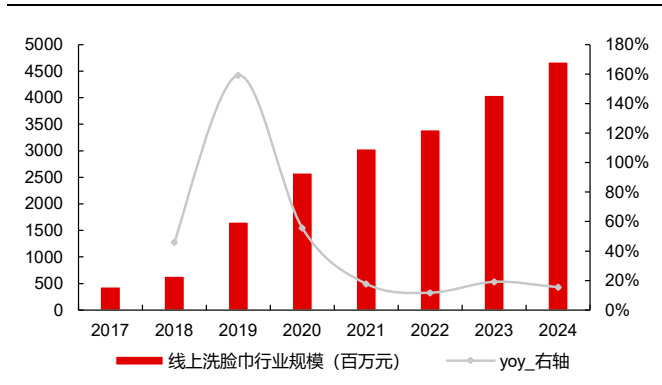
资料来源：澎湃新闻，新浪财经，长江证券研究所

因此，卫生巾行业目前仍处格局加速变动期，初期份额的快速获得体现在选择对的渠道和讲好品牌故事，长期份额提升则更体现在领先的品牌力和好的营销策略的基础上，突出产品细分卖点且能持续迭代。当前消费意识的变化使得女性对健康、安全、舒适的需求日益增强，品牌需通过产品创新（如全棉材质、益生菌添加）和精准宣传（医疗级、医护标准、消毒抑菌概念）来满足需求。在渠道和营销路径上，借助抖音内容营销和直播卖货可快速孵化新品牌并测试市场反应，而通过代言人和 KOL 合作则能进一步强化品牌影响力，实现规模扩张。长期来看，持续迭代产品卖点并保持品牌故事的一致性，是久期获得市场份额的关键。

棉柔巾渗透期：产品教育、品牌生长

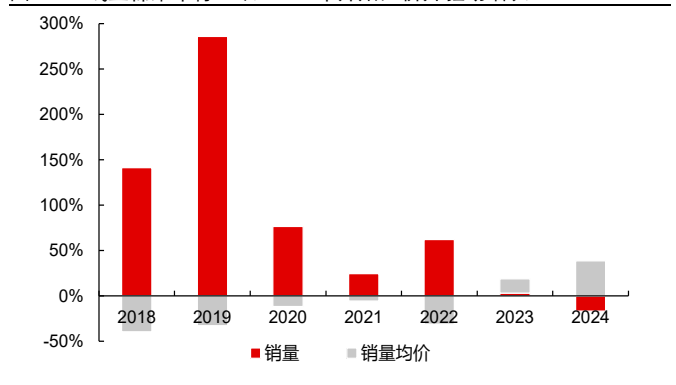
棉柔巾为精准切入细分需求的小而美赛道，2023 年起行业由价升驱动增长。作为新兴市场，棉柔巾凭借其能够替代传统纸巾和毛巾的功能定位，在市场中崭露头角。线上洗脸巾行业规模 2024 年已达 47 亿元的体量，2017-2024 年 CAGR 高达 40%。线上因其客群年轻、新品类进入门槛低但转化率高，成为推动棉柔巾行业普及和渗透的核心渠道。拆分量价，2018-2022 年线上洗脸巾行业高增均由渗透率提升带来的量贡献，低壁垒之下行业扩产拖累价格持续走低，2023 年开始由价升驱动增长。

图 23：线上洗脸巾行业规模及 yoy



资料来源：久谦，长江证券研究所 注：2019 年因电商平台支持、消费者意识提升，线上洗脸巾爆发式增长

图 24：线上棉柔巾行业从 2023 年开始由价升驱动增长



资料来源：久谦，长江证券研究所

从竞争格局来看，品类起势初期，即 2017 年前行业呈一超（全棉时代）和其余品牌多强格局，此后因全棉时代被新品牌&平台分流，份额下降明显拖累行业集中度走低，2024 年触底回升。线上洗脸巾行业，2017 年全棉时代作为品类初创者 CR1 高达 69%，占据

领先份额优势。但伴随白牌、纸巾&其他个护品牌崛起导致的行业竞争加剧下，全棉时代在 2018-2022 年被明显分流，期间抖音平台的高增亦加速了全棉时代份额的流失和行业格局的分散。2022 年全棉时代份额、行业 CR5 份额降至 17%、32%，较 2017 年下降 52、37pct，2024 年在抖音放缓并实现外溢，全棉加强品质宣传后，两者均开始企稳回升。

表 8：2017 年至今线上（天猫、京东、抖音）洗脸巾行业竞争格局概览

线上三平台合计									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
CR1	69%	42%	32%	20%	19%	17%	15%	17%	
CR5	69%	43%	45%	36%	33%	32%	33%	36%	
天猫									
No.1	全棉时代 68%	全棉时代 42%	全棉时代 26%	全棉时代 18%	全棉时代 17%	全棉时代 19%	全棉时代 19%	全棉时代 20%	
No.2	心相印 0.2%	得宝 1%	欧亿姿 7%	欧亿姿 6%	洁丽雅 6%	欧亿姿 6%	洁丽雅 6%	洁丽雅 7%	
No.3	植护 0.01%	心相印 1%	洁丽雅 3%	洁丽雅 5%	黑魔法 6%	黑魔法 6%	欧亿姿 6%	尔木萄 5%	
No.4	洁丽雅 0.001%	欧亿姿 0.5%	健美创研 2%	黑魔法 5%	欧亿姿 5%	洁丽雅 6%	黑魔法 5%	欧亿姿 4%	
No.5	健美创研 0.0001%	洁丽雅 0.2%	得宝 1%	欧伊俪 4%	欧伊俪 4%	欧伊俪 5%	尔木萄 4%	漫花 3%	
CR5	69%	45%	40%	38%	38%	41%	40%	39%	
京东									
No.1			全棉时代 42%	全棉时代 39%	全棉时代 40%	全棉时代 38%	全棉时代 49%	全棉时代 47%	
No.2			贝览得 10%	黑魔法 6%	黑魔法 6%	黑魔法 6%	尔木萄 5%	尔木萄 8%	
No.3			黑魔法 4%	贝览得 3%	植物主义 3%	植物主义 4%	黑魔法 5%	心相印 7%	
No.4			名创优品 2%	名创优品 3%	尔木萄 2%	尔木萄 3%	植物主义 4%	1 号会员店 6%	
No.5			洁丽雅 1%	洁丽雅 3%	洁丽雅 2%	欧亿姿 2%	欧亿姿 3%	洁柔 5%	
CR5			60%	54%	53%	53%	67%	73%	
抖音									
No.1					全棉时代 9%	半奈儿 18%	半奈儿 16%	半奈儿 14%	
No.2					轻迎 5%	轻迎 5%	尔木萄 5%	尔木萄 8%	
No.3					尔木萄 5%	尔木萄 3%	浪莎 5%	全棉时代 6%	
No.4					半奈儿 5%	全棉时代 3%	迪士尼 4%	小棉噪 5%	
No.5					芊芊少女 1%	洁舒颜 1%	小棉噪 4%	浪莎 5%	
CR5					24%	30%	33%	38%	

资料来源：久谦，长江证券研究所

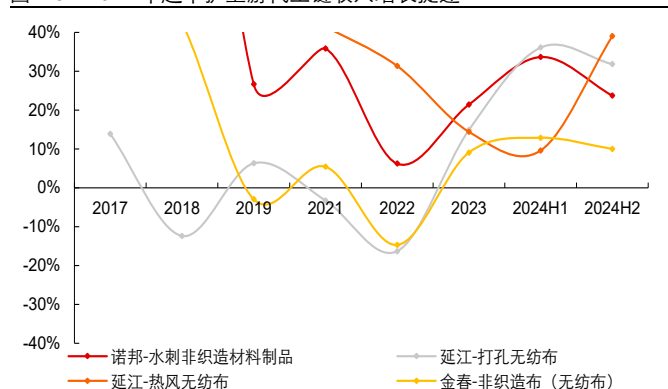
2024 年起，棉柔巾行业通过产品教育、场景挖掘和渠道拓展三大策略推动渗透率提升，并催生品类扩张。在产品教育方面，行业通过普及棉柔巾卫生便捷的优势替代传统毛巾和抹布，同时细分品类以满足差异化需求，例如添加乳霜因子服务干性肌肤用户，或推出悬挂式与抽取式设计以迎合消费者精致化需求。场景挖掘上，行业打破原有使用定势，拓展至婴儿手口擦拭、成人洁面及厨房清洁等新场景，并通过产品形态创新进一步强化功能性。渠道方面，天猫主导品牌的线上销售后，抖音 2022-2023 年助力白牌崛起并加速消费者教育，并于 2024 年形成对传统电商的外溢，同时线下商超也积极布局自有品牌，推动年龄段和客群的扩容。以上促使棉柔巾渗透率提升，为个护品牌代工的上游公司相关业务 2024 年亦出现提速。

表 9：洗脸巾行业线上市场规模及分渠道 yoy

洗脸巾	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
线上规模（亿元）	4	6	17	26	30	34	40	47
线上 yoy		46%	159%	56%	18%	12%	19%	15%
--天猫		46%	140%	48%	15%	-19%	-1%	20%
--京东				149%	-6%	17%	-16%	24%
--抖音						561%	77%	8%
线上占比								
--天猫	100%	100%	92%	88%	86%	62%	52%	54%
--京东			8%	12%	10%	10%	7%	8%
--抖音					5%	27%	41%	38%

资料来源：久谦，长江证券研究所 注：2019 年因电商平台支持+消费者意识提升，线上洗脸巾爆发式增长

图 25：2024 年起个护上游代工链收入增长提速



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：以上公司业务则选自下游制品为个护相关产品

图 26：2023 年起，线下商超加快了自有品牌棉柔巾的布局

商场名称	代销品牌		自有品牌		
	品牌名称	布局品类	品牌名称	布局时间	布局品类
会员制	山姆	全棉时代 婴儿用棉柔巾	Member's Mark	2023年	洗脸用棉柔巾
	盒马	全棉时代、得宝 洗脸用棉柔巾、婴儿用棉柔巾	盒马牌棉柔巾	2024年	洗脸用棉柔巾
	胖东来	-	胖东来	2024年	洗脸用棉柔巾
普通	永辉	全棉时代、babycare、尔木萄 洗脸用棉柔巾、婴儿用棉柔巾、厨房用棉柔巾	欧腹芮	2020年	洗脸用棉柔巾
	华润	全棉时代	Ole Every Day	2022年	洗脸用棉柔巾
美妆类	屈臣氏	全棉时代、心相印 洗脸用棉柔巾、婴儿用棉柔巾	屈臣氏牌	2024年	洗脸用棉柔巾、婴儿用棉柔巾

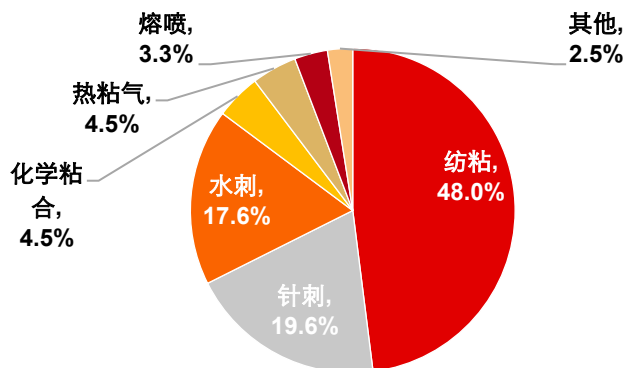
资料来源：各商场小程序，长江证券研究所

研发为基，差异化布局促 α 以研发建立竞争优势

材料端，以全棉水刺无纺布为无纺创新载体，构筑产品差异化优势。2005 年公司将自主研发的全棉水刺无纺布推广至棉柔巾、湿巾、卫生巾等无纺布消费领域应用，推动全棉替代化纤。相较于化纤水刺无纺布，全棉材质具有不易致敏、清洁度高、舒适环保等优势，可广泛应用于医用、美妆及护理领域，产品附加值较高。

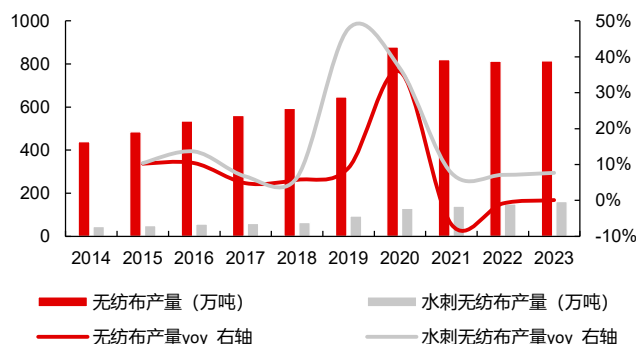
全棉水刺无纺布单位产线产能低且成本更高，主要用于高品质个护产品。2023 年无纺布市场规模约 814 万吨，其中水刺无纺布占比约 18%。在产能方面，全棉水刺无纺布单位产线产能较低，如滕州永喜无纺布有限公司水刺无纺布单线产能达到 9600 吨，而安庆华欣全棉水刺无纺布生产线年均单线产能仅 1000 吨。原材料成本方面，传统无纺布以涤纶、粘胶短纤为主，全棉水刺无纺布以棉花为主，涤纶短纤、粘胶短纤、棉花、进口木浆 2024 年吨成本分别为 7597 元、13401 元、16120 元、955 美元，稳健医疗单位产品原材料成本更高。

图 27：纺粘、水刺、针刺为三大主要无纺布工艺（2021 年）



资料来源：仙桃市非织造布产业协会，长江证券研究所

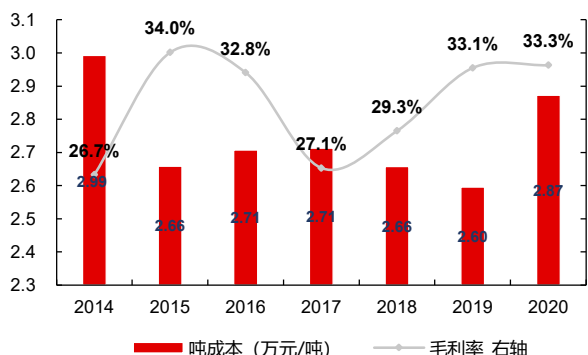
图 28：我国无纺布年产能约 814 万吨，水刺无纺布增速较高



资料来源：智研咨询，观研报告网，中商产业研究院，长江证券研究所

早期材料端具备生产成本优势，后期竞争格局加剧下逐步外化为品牌优势，产品质价比和品牌均明显领先。一方面，稳健在该材料端的生产具备技术领先性，且扩产之下稳健医疗重视效率提升，2014 至 2019 年稳健的全棉水刺无纺布销量从 5323 吨增至 7532 吨，成本从 2.99 万元/吨降至 2.60 万元/吨，毛利率从 26.7%提升至 33.1%。成本优势叠加产销一体化的经营模式下，全棉定价具备优势，以 100 抽成人棉柔巾产品为例，其定价和心相印、德祐相近，低于洁丽雅。更重要的是，公司长期持续投入消费者教育，成功将技术先发优势转化为品牌认知优势，在消费者心智中建立“买棉柔巾就选全棉时代”的强势品牌联想，结合产品质价比优势，巩固了其在品质棉柔巾中的领导地位。

图 29：稳健医疗全棉水刺无纺布吨成本趋降、毛利率改善



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：稳健的全棉水刺无纺布毛利率&吨价更高

公司名称	业务范围	产量(万吨)	营收(亿元)	毛利率	吨价(万元/吨)
稳健医疗	全棉水刺无纺布	2.6	2.9	33.1%	2.6
诺邦股份	水刺非织造布	5.5	7.1	21.8%	1.0
金春股份	非织造布	7.5	9.0	8.3%	1.1

资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：稳健为 2019 年数据，产量含自产、外协以及外购，诺邦、金春为 2024 年数据

表 10：全棉时代的棉柔巾和其他品牌的定价比较

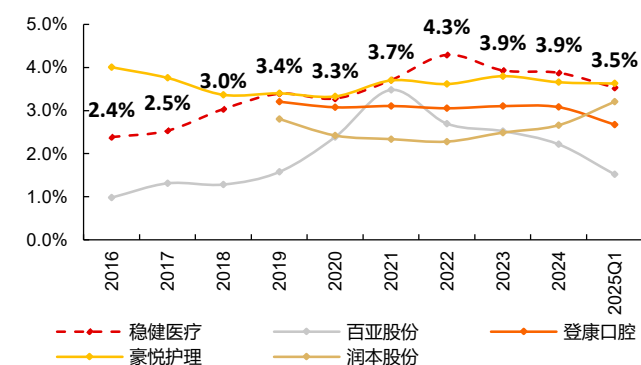
全棉时代竞品价格&产品分析						
价格带 (元)		价格 (元)		差异点		
成人棉柔巾	100 抽	100 抽加厚平铺	100 抽加厚悬挂	材料	材质	是否加乳霜保湿液
全棉时代	19~26	23.5	24.8	纯棉	100%棉	否
尔木萄	12~29	21.1	22.3	植物纤维	再生纤维素纤维	否
洁丽雅	16~40	32.6	33.4	纯棉 (新疆棉)	100%棉	否
		18.7	19.9	100%植物纤维	再生纤维素纤维	否
德佑	15~24	23.1	-	纯棉	100%棉	否
		16.4	17.0	植物纤维	植物纤维素纤维	否
心相印	12~24	21.1	22.3	纯棉	100%棉	否
		14.0	14.9	100%木纤维	木纤维	否
		14.6	15.5	纯棉 (新疆棉)	100%棉	否

半奈儿	3~16	4.0	12.9	黏胶纤维	黏胶纤维	否
价格带 (元)		价格 (元)		差异点		
婴儿棉柔巾	100 抽	100 抽		材料	材质	是否加乳霜保湿液
全棉时代	12~34	23.6		纯棉	100%棉+甘油	是
德佑	9~16	13.6		纯棉	100%棉	否
babycare	12~16	14.9		纯棉	100%棉	否
可心柔	9~17	14.0		纯棉 (新疆棉)	100%棉	否
嘟咪熊	4~6	4.9		植物纤维	100%植物纤维+甘油	是

资料来源：各品牌官方旗舰店，长江证券研究所 注：1) 半奈儿和嘟咪熊抖音市占率较高的品牌使用抖音价格，其余品牌使用天猫价格，价格为成交价；2) 数据截至 2025/05

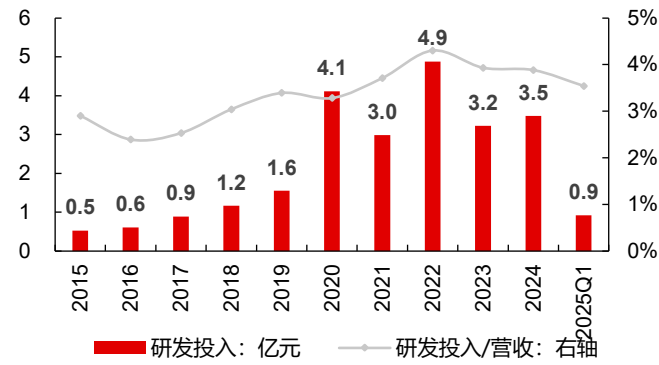
制品端，加大研发投入重视棉花特性改善，提高消费品竞争力。自 2017 年以来稳健医疗持续加码研发，研发费用率在可比公司中位居前列，2025Q1 达 4%。近年技术研发重点聚焦在消费品和高端敷料领域，并在棉花性能升级和棉类制品创新方面取得突破，如：抗菌、凉感、防蚊、风柔棉等，通过创新强化产品优势。同时依托“医疗、全棉、健康”的品牌基因，为产品提供了强有力的品牌背书，使品牌推广更具效率。

图 31：从可比公司研发费用率来看，稳健近年位居前列



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：2017 年以来，稳健医疗研发开支快速增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 11：稳健医疗近年成功研发项目及效果列示

年份	研发项目	实现效果 (认证)
2024	硅凝胶泡沫敷料	升级至第四代并成功上市
2024	亲水性纤维敷料	通过欧盟最新 MDR 法规的 CE 注册
2024	自柔软技术	实现全棉柔巾类核心产品柔软度提升
2024	弹力纱布	实现纱布的弹力突破，弹性是常规纱布的 6 倍以上
2024	益生菌抗过敏抗菌纱布	有效减少过敏源和抑制致病菌的生长繁殖，此技术已用于婴儿连体服及婴童用品
2024	生物波物理仓防蚊产品	无化学成分添加，不会刺激人体皮肤，无味更安全，此技术已用于婴童裤子
2023	多款抗菌敷料和生物活性胶原蛋白敷料	获得美国 FDA 准入资质
2023	凉感纱布相关产品	接触瞬间凉感值超过国标 30%
2023	风柔棉纱线	独创风柔棉暖绒系列保暖产品，保温率达到 30% 以上，轻盈度提升 20%
2023	舒弹卫衣面料	极大地提升了婴幼儿卫衣和裤子的舒适度和弹性

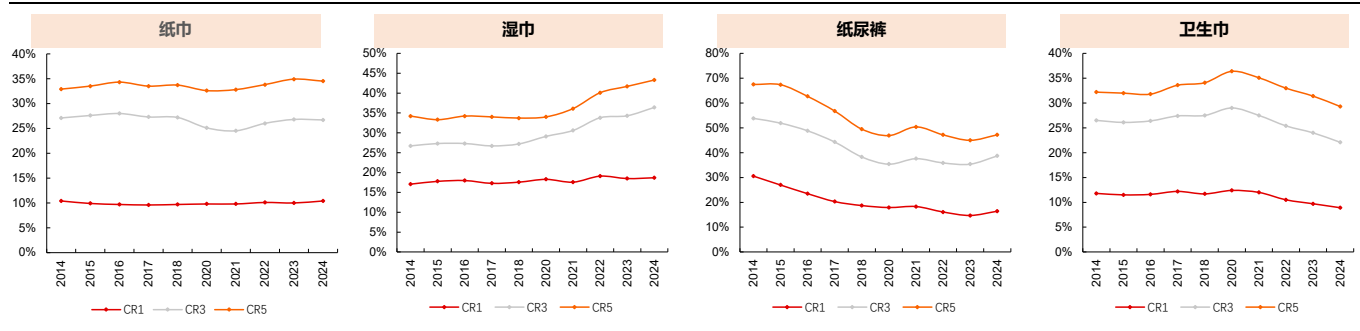
资料来源：公司公告，长江证券研究所

差异化品类&渠道促 α

核心品类选择在竞争格局相对缓和、具备差异化渠道布局机会的领域突破。从核心单品选择来看，卫生巾市场集中度不高且呈分散化，品牌普及和产品升级下价增主导增长，奈丝亦定位中高端市场。而干湿棉柔巾品类渗透率提升空间大，是更具成长性的细分赛

道，全棉则为棉柔巾初创者。渠道布局上，卫生巾、纸巾、湿巾等高频日用消费品集中于商超渠道销售，因此全棉起家 and 核心的销售渠道均立足于线上，差异化渠道为市场突围提供机会。综合看行业空间，全棉时代无纺业务的市场空间超 1000 亿元。

图 33：分公司口径，部分个护消费品集中度概览



资料来源：欧睿，长江证券研究所

表 12：核心日用消费品零售额、渠道结构拆分

		零售额(亿元)	零售额(亿元)	2017-2024	渠道结构	渠道结构	2017-2024
		2017	2024	零售额 CAGR	2024	2017	渠道结构△
卫生巾	商超	398	381	-1%	36%	48%	-12%
	电商	117	337	16%	32%	14%	18%
	合计	823	1050	4%			
湿巾	商超	29	47	7%	37%	43%	-6%
	电商	11	36	19%	28%	16%	12%
	合计	67	129	10%			
纸巾	商超	542	665	3%	39%	47%	-8%
	电商	158	492	18%	29%	14%	15%
	合计	1154	1705	6%			

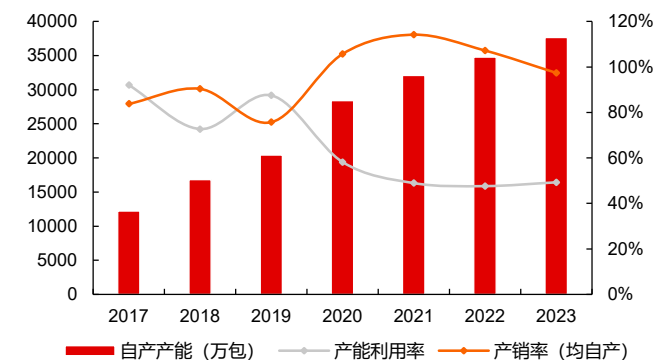
资料来源：欧睿，长江证券研究所 注：以上合计口径为全渠道

棉柔巾享行业成长，全棉心智领先

稳健医疗作为棉柔巾品类的开创者，经历竞争加剧和品类初期渗透后，β下再迎成长。

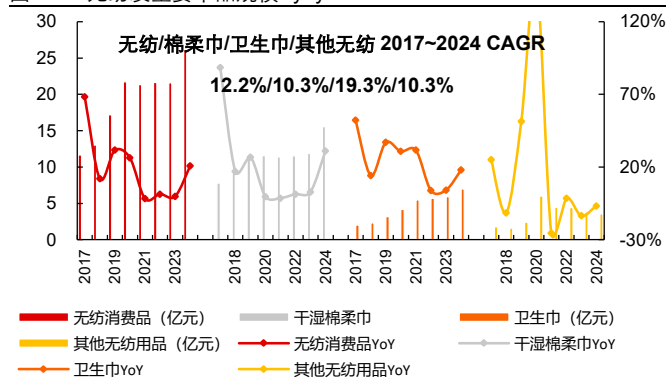
2014-2019 年线上红利叠加品类渗透期，推动无纺收入实现 CAGR 62.9% 的高速增长，棉柔巾凭借产品和布局优势维持稳定溢价；2020-2023 年受线上传统平台流量红利递减和线下零售波动影响，叠加竞争加剧下无纺收入 CAGR 降至-0.2%；2024 年以来伴随线上回暖和事件催化，无纺收入增速回升至 20% 以上增长，其中棉柔巾在β下销售逐季提速，强劲复苏。

图 34：棉柔巾 2017-2019 年产能&产销饱满，此后产能利用率下降



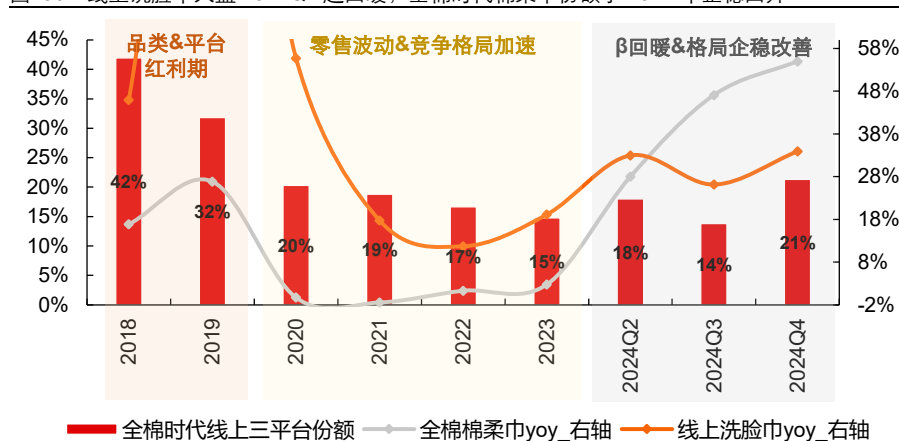
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：无纺及主要单品规模&yoy



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：线上洗脸巾大盘 2024Q2 起回暖，全棉时代棉柔巾份额于 2024 年企稳回升



资料来源：公司公告，久谦，长江证券研究所 注：1) 全棉棉柔巾 yoy 口径为报表，线上洗脸巾 yoy&全棉时代线上三平台份额口径为久谦；2) 2019 年线上洗脸巾高增系电商平台支持和消费者意识提升，波动太大故未显示

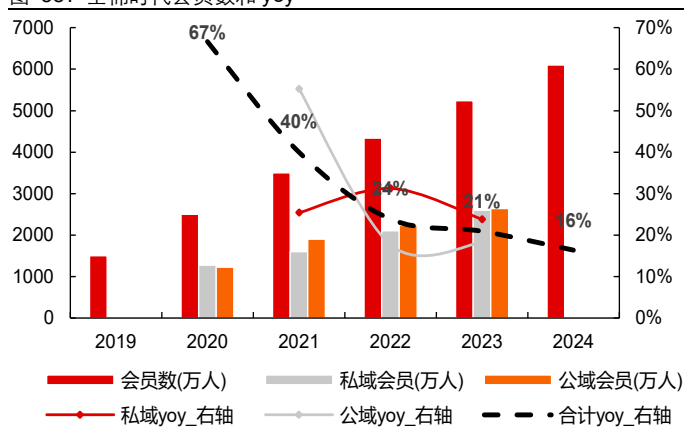
β之下，全棉通过深化产品教育和拓展使用场景，成功绑定高品质消费群体实现超额增长。在产品教育方面，重点突出“全棉”核心卖点，以“绵≠棉”的差异化营销策略强化消费者认知，并借助央视等权威媒体合作实现价值传递和优质客群积累，2024 年合计会员数 6100 万，同比+16%；在场景创新方面，作为品类开创者展现出较强的前瞻性，持续拓展新使用场景和工艺创新，为增长注入新动力。

图 37：全棉时代天猫官方旗舰店品类布局

分类	品类
场景	手口专用
	洁面
	净颜
	卸妆
	洗脸巾
	车载清洁
	旅游便携
	厨房专用
	送礼款
	加厚款
工艺	网纹款
	悬挂式
	卷筒式

资料来源：全棉时代天猫官方旗舰店，长江证券研究所

图 38：全棉时代会员数和 yoy



资料来源：公司公告，长江证券研究所

卫生巾迎格局洗牌，奈丝乘势而上

奈丝公主定位中高端，格局洗牌之下份额加速提升。奈丝公主卫生巾产品以“全棉、舒适、不易致敏”为核心卖点，通过医疗级品质保障、全棉消费品牌优势和官方权威媒体影响力，成功打造差异化高端产品定位，持续获得市场认可。2024 年起行业舆情频发下，以相对小众且健康卫生的品牌形象，份额加速提升。从定价来看，奈丝日用、安睡裤产品定价高于大多数品牌，部分高端系列款式定价为 top 级。从季度趋势看，2024Q1-2025Q1 奈丝线上排名和增速趋势上升，且 2024Q4 以来提速显著，目前在线上排名位列 7，2024 年在行业内份额 0.7%，2025 年有望提升至 1pct 以上。

表 13：奈丝公主天猫&京东&抖音销售额、yoy、排名

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025 年 4 月
排名	-	9	8	8	7	7
线上(百万元)	77	116	95	200	168	47
--天猫	50	80	62	112	87	28
--京东	17	29	24	47	43	11
--抖音	9	8	10	42	37	8
线上(yoy)	-9%	-1%	6%	74%	118%	69%
天猫	-15%	0%	7%	42%	74%	38%
京东	-12%	1%	1%	114%	147%	86%
抖音	57%	-18%	15%	189%	300%	357%

资料来源：久谦，长江证券研究所

表 14：奈丝公主和其他品牌的定价比较

奈丝公主竞品价格&产品分析					
价格带（元）		价格（元）		差异点	
日用卫生巾	1 片	240mm1 片		材料	是否有香味
奈丝公主	1~3	1.9		100%全棉面层*木浆、高吸收性树脂、透气 PE 膜	否
护舒宝	0.5~2	0.9		100%进口全棉面层	否
		1.3		100%进口全棉面层	是
高洁丝	1~3	1.6		100%进口纯棉面层	否
苏菲	1~2	1.3		贵族棉面层	否
淘淘氧棉	0.5~1.5	1.1		纯棉表层	否
绵绵的羊	1~2	1.5		棉柔表层	否
ABC	0.5~1	0.7		棉柔表层、KMS 清凉配方	否
自由点	1~2	1.3		棉柔表层、无纺布、吸水高分子、PE 透气膜	否
价格带（元）		价格（元）		差异点	
夜用卫生巾	1 片	360mm1 片加长夜用	420mm1 片量多夜用	材料	是否有香味
奈丝公主	1~3	2.5	2.5	100%全棉面层*木浆、高吸收性树脂、透气 PE 膜	否
淘淘氧棉	1~2	-	1.8	纯棉表层	否
高洁丝	3~5	3.3	3.4	100%进口纯棉面层	否
苏菲	2~4	-	2.7	贵族棉面层	否
ABC	1~2	1.0	-	棉柔表层、KMS 清凉配方	否
绵绵的羊	1~1.5	1.0	1.2	棉柔表层	否
护舒宝	2~4	2.3	-	棉柔表层	否
自由点	1~2	1.7	-	棉柔表层、无纺布、吸水高分子、PE 透气膜	否
价格带（元）		价格（元）		差异点	
安睡裤	1 条	M-L 1 条		材料	是否有香味
奈丝公主	3~10	4.0		100%棉面层、无纺布、木浆、高吸收性树脂、透气 PE 膜	否
淘淘氧棉	2~4	3.8		纯棉表层	否
高洁丝	4~10	5.0		海岛棉面层	否
苏菲	2~4	3.1		棉柔表层	否
ABC	4~5	4.4		棉柔表层、KMS 清凉配方	否
绵绵的羊	2~4	3.0		棉柔表层	否
护舒宝	2~4	3.0		棉柔表层、高吸收性材料	否
自由点	1~2	1.9		棉柔表层	否

资料来源：各品牌官方旗舰店，长江证券研究所 注：1) 绵绵的羊、淘淘氧棉、自由点为抖音市占率较高的品牌，因此使用抖音价格；其余品牌为天猫市占率较高的品牌，因此使用天猫价格；3) 价格为成交价，数据截至 2025/05

产品突出全棉和健康，以稳健医疗和全棉时代背书，央广宣传、抖音&KA 为矛。从竞品对比来看，国产品牌中洁婷、七度空间因成立较早，和外资品牌渠道结构相仿，均以线下为重。新兴国产品牌（如：奈丝、自由点）均依托于线上做差异化竞争，在产品差异化的定位下，重视抖音、直播、小红书等内容营销方式以突出产品优势，且在行业信任危机下强化官方合作（如：联合央视财经、新华网、高铁局等做推广视频）。从奈丝公主定位来看，主打全棉面层、医护级产品，差异化地选择央视等官方媒体进行产品教育和品牌心智强化，渠道以传统电商为主，但发力抖音和 KA 作为弹性增长渠道。

图 39：代表性新兴国产品牌和传统外资品牌在产品、营销、渠道的布局概览

品牌		奈丝公主					自由点			绵绵的羊		洁婷					
零售额（亿元）		6					29					13					
产品系列		超净吸	超方便	超透气	超环保	超柔软	益生菌PRO	无感七日	超长	敏感肌	月光宝盒	日安裤	透气双U	微薄	迷你	透氧	侧吸护围
产品	核心单品	全棉卫生巾	全棉安睡裤	棉纱卫生巾	全棉芯卫生巾	有机棉卫生巾	益生菌PRO卫生巾/安睡裤	无感7日卫生巾	久坐360卫生巾	敏感肌卫生巾	超薄组合、消毒级组合卫生巾	日安裤安睡裤	透气双U卫生巾日夜组合	微薄透气卫生巾	透气迷你卫生巾	透氧·零敏肌卫生巾	侧吸护围超长夜用卫生巾
	产品卖点	100%全棉表层					添加乳杆菌LA88+N13+益生元	超薄、瞬间吸收	适合久坐人群	天然蚕丝呵护敏感肌	吸收能力强可撕拉设计	采用便携U型防漏设计	采用U型防漏设计	超薄感、透气性、锁水	轻柔不移位	采用天然透气材质	防侧漏又防后漏
营销	代言人	郭晶晶					虞书欣			无		关晓彤					
	差异化策略	有过硬品质与 医护级 认证背书；携手 官方媒体宣传 ；依托抖音等兴趣电商精准推送、直播带货					推出 “全民直播” 战略，联合 铁路局 “高铁卫生巾自由”，抖音平台大力推广，营销内容精准投放			创始人直播吃背胶、 公开工厂 ；官方账号在 抖音日 更短视频		通过代言人热播大剧 IP营销 ；联合国产品品牌，策划发起 国潮 主题活动；与 腾讯社交媒体 打通，实现粉丝经济变现					
线上三平台占比		55%					42%			基本为线上销售		19%					
品牌		苏菲					七度空间			高洁丝							
零售额（亿元）		93					87			43							
产品	产品系列	超熟睡裤	弹力贴身	裸感S贵族棉	超熟睡超薄		少女	优雅	萌睡裤	果滋润	海岛棉	少女肌	奢透蝉翼	极夜奢护			
	核心单品	超熟睡裤	弹力贴身超薄日用卫生巾	裸感S极上日用卫生巾	超熟睡超薄350夜用卫生巾		少女超薄100%纯棉卫生巾	棉柔超薄卫生巾	动物君萌睡裤	果滋润卫生巾	海岛奢宠纯棉卫生巾	少女肌超薄绵柔卫生巾	奢透蝉翼卫生巾	极夜奢护夜用卫生巾			
	产品卖点	像内裤一样穿着方便	贴身、超薄	贵族棉材质，触感柔软细腻	超薄与高吸收		纯棉表层，为年轻女性服务	为久坐人群设计	双层防护，多倍吸收	添加果木牛奶双萃	选用长绒棉，表层添加乳霜	表层含维E精华，充满少女感	薄到透光，同时升级锁量芯	防侧漏和后漏			
营销	代言人	于文文					张子琪			宁艺卓							
	差异化策略	联动洛天依拓展二次元，借女生节与游戏合作，推出 联名 礼盒					七度空间通过精准定位 少女群体 ，打造青春时尚的品牌形象，多样化广告宣传、跨界合作			与 热门IP 跨界联名；绑定腾讯视频等头部平台，创意口播、 场景植入 和定制互动							
线上三平台占比		10%					9%			23%							

资料来源：各品牌官方旗舰店，公司公告，欧睿，久谦，长江证券研究所 注：1）零售额为 2024 年欧睿数据；2）线上三平台占比计算方法为“2024 年天猫&京东&抖音合计销售额（久谦口径）/各品牌 2024 年零售额（欧睿口径）；3）绵绵的羊无公开零售额数据，因此数据空缺；4）标黄为外资品牌

对比：无纺销售效率高，有纺优化空间大

品类对比：有纺盈利能力占优。无纺填补了全棉材质在日用品领域的空白，通过结构升级和品牌理念宣传获得优于同业的盈利能力，全棉时代 2024 年干湿棉柔巾毛利率 48%，卫生巾历史毛利率中枢为 67%-70%，为消费中毛利率最优品类。相比之下，有纺基于健康和品质背书保持较高毛利，但近年呈下行趋势，预计 2025 有所回升。

品类对比：无纺周转效率领先。无纺凭借更优的竞争格局、更突出的产品差异化以及更为高频刚需的消费特性，实现更高销售效率。2019 年棉柔巾/卫生巾的毛利率×库存商品周转率达 3.3/2.7，远高于婴童和成人服饰的 0.8。而有纺受制于产品多样化、消费低频可选等特性，库存周转率偏低且效率优化空间较大。

品类对比：无纺重线上，有纺主线下。在渠道策略方面，无纺以电商渠道为支撑，借助升级产品与传统生活用品错位竞争，2019 年电商销售占比棉柔巾为 83.5%、卫生巾为 57.3%。有纺则主要依托线下渠道，2019 年直营门店销售占比婴童服饰为 84.1%、成人服饰为 87.2%，借助无纺构建的品牌影响力，以母婴为切入点，将产品线延伸至服饰及用品领域，延伸客群生命周期。

图 40：无纺消费品强调周转，有纺消费品毛利更优

品类结构		毛利率		库存商品周转率 (次)		毛利率×库存商品 周转率	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
无纺	棉柔巾	48%	52%	4.9	6.4	2.3	3.3
	卫生巾	70%	70%	4.9	3.9	3.4	2.7
	湿巾	52%	56%	4.9	3.1	2.5	1.7
有纺	婴童有纺	59%	59%	1.9	2.3	1.1	1.3
	婴童服饰	65%	63%	1.6	1.3	1.0	0.8
	成人服饰	68%	67%	1.3	1.2	0.9	0.8
消费品	小计	58%	59%	2.6	2.2	1.5	1.3

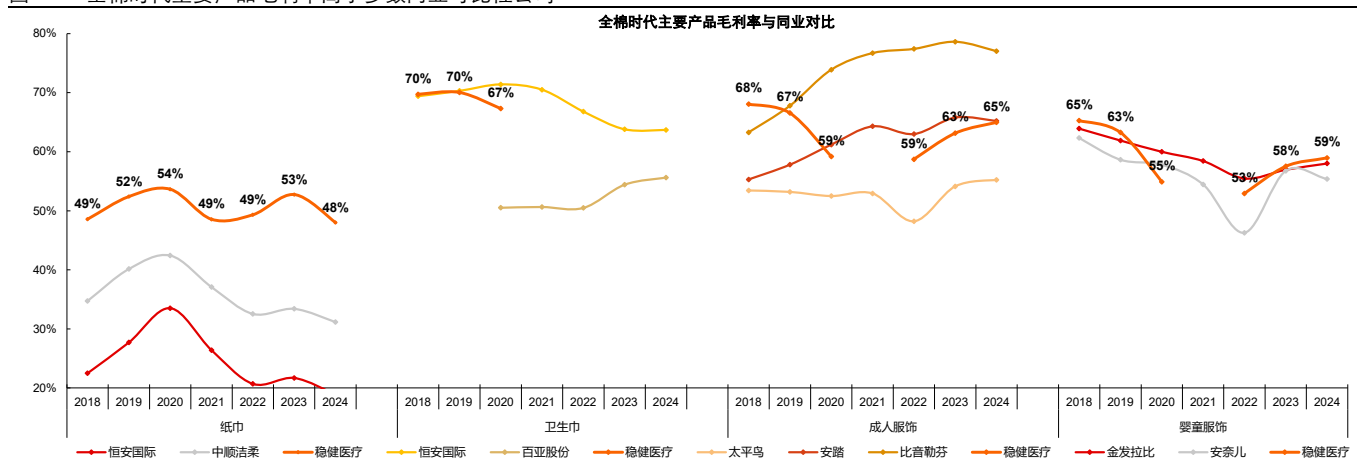
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 41：无纺消费品渠道以电商为主，有纺服饰更重线下（2019 年）

渠道结构	产品名称	电子商务	直营门店	商超渠道	大客户
无纺消费品	棉柔巾	83.5%	11.8%	1.2%	3.5%
	卫生巾	57.3%	16.1%	24.4%	2.2%
	湿巾	79.3%	15.1%	2.3%	3.3%
	其他	66.7%	27.7%	1.2%	4.4%
有纺消费品	婴童有纺用品	69.6%	25.9%	1.3%	3.2%
	婴童服饰	15.7%	84.1%	0.0%	0.1%
	成人服饰	12.6%	87.2%	0.0%	0.2%
	其他	26.5%	66.3%	1.3%	6.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42：全棉时代主要产品毛利率高于多数同业可比性公司

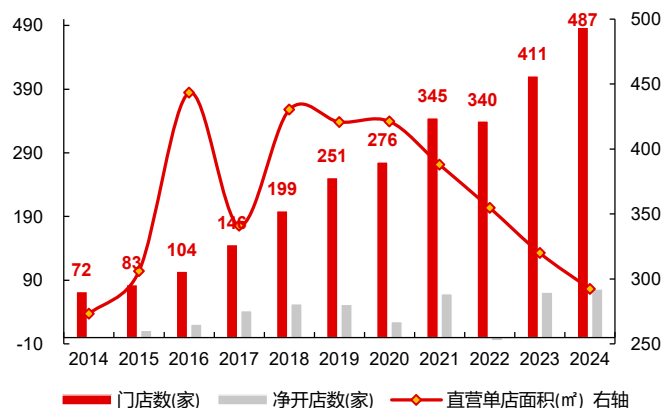


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

有纺发展经历了从规模扩张到效率提升的战略转型。有纺收入增长主要依赖直营渠道扩张，但早期低店效和高渠道成本制约了盈利能力，促使 2021 年起转向效率优化。具体来看：

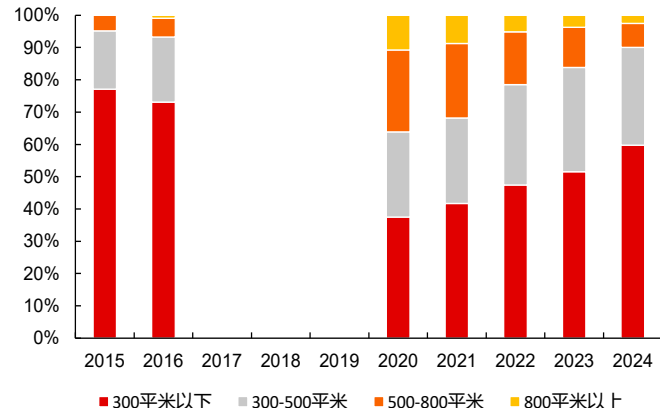
- **2014~2020 年：从小规模试点到快速扩张；**2014-2016 年为小店探索阶段，2017 年后加速直营开店并推行大店策略，2016-2020 年消费品 300 ㎡以上的大店数量占比+36pct 至 63%，为支撑大店销售全棉时代 SKU 亦从 2017 年的 1.36 万个增至 2019 年的 2.67 万个，但冗余 SKU、较弱的门店运营能力叠加零售环境波动下，坪效大幅走低。
- **2021 年至今：优化展店模型，提款效坪效；**在渠道方面，前期以直营为主，后期直营和加盟并举；在运营效率上，聚焦 500 ㎡以下核心店型并强化服务，提升坪效和盈利，同时精简低效 SKU，集中资源发展五大核心品类，单款产品效益显著提升。

图 43：2020 年后全棉开店提速，但单店面积迅速下降



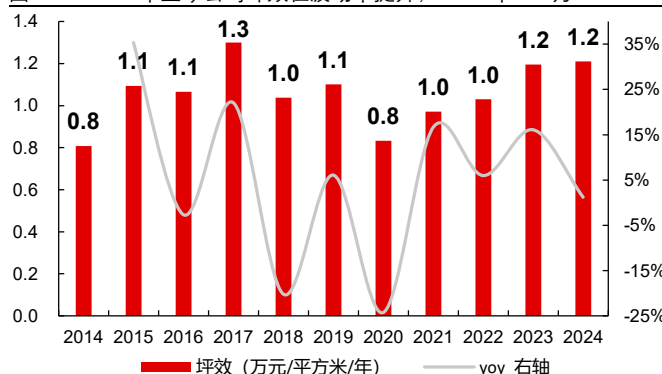
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 44：2020 年以来直营大幅缩减 500 ㎡ 以上的门店，提高中小店占比



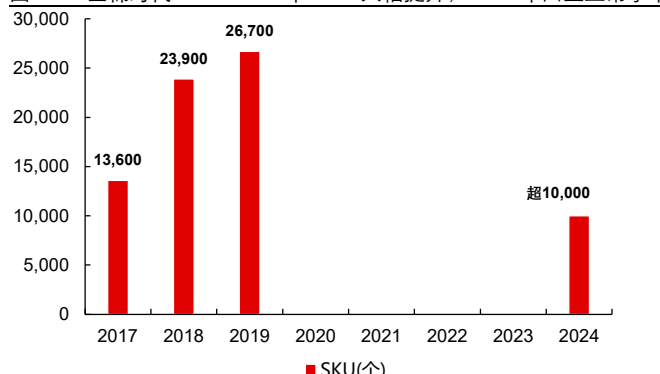
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：2014 年至今公司坪效在波动中提升，2024 年 1.2 万



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：全棉时代 2018-2019 年 SKU 大幅提升，2024 年回至正常水平



资料来源：公司公告，iBrandi 品创，长江证券研究所

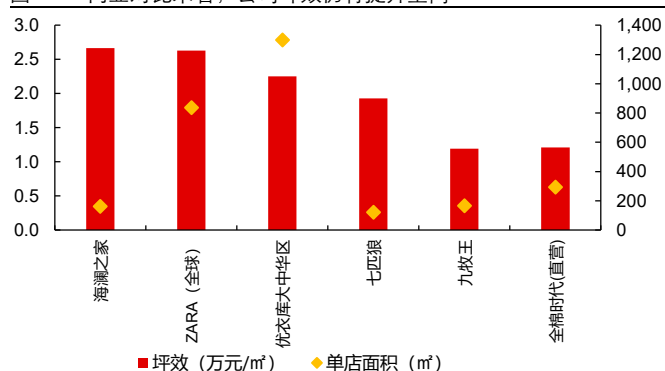
成人服饰经营质量最强，婴童服饰次之。从品类表现来看，成人服饰品类展现出较强的经营质量，2024 年营收 9.6 亿元，同比+15.4%，不仅保持收入稳定增长还维持了毛利率韧性，2024 年毛利率 65%，婴童服饰品类次之，其他品类表现相对较弱。盈利能力方面，公司 2024 年销售费用率 25%，不低于同业，其中消费品线上渠道、医疗业务远低于整体，因此消费品线下销售费用率高企。坪效虽在 2020 年后稳步提升，但相较优秀同业仍有距离，因此不占优的坪效和较高的渠道通路成本（主要为租金和装修支出）为线下低盈利的主要拖累。考虑零售环境企稳和线上竞争加剧，预计费用端节余空间有限，通过产品设计&材质、选款陈列、服务能力等提升带动品类运营效率改善，有望成为中期线下盈利改善的抓手。

表 15：有纺消费品细分品类收入、毛利率拆分

产品	指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2017-2024 CAGR/变动
成人服饰	营收(亿元)	2.1	2.7	4.1	4.5	6.8	6.9	8.4	9.6	25%
	yoy	92%	32%	51%	9%	52%	1%	22%	15%	
	毛利率	71.6%	68.1%	66.6%	59.2%		58.7%	63.1%	65.0%	-6.6%
婴童服饰及用品	营收(亿元)	6.5	5.5	6.4	6.5	8.7	8.5	8.5	9.6	6%
	--婴童服饰	2.0	2.8	3.5	3.7	5.1				
	--婴童用品	4.5	2.7	2.9	2.8	3.6				
	yoy	44%	-16%	17%	0%	35%	-3%	0%	13%	
	--婴童服饰	84%	38%	27%	4%	39%				
	--婴童用品	32%	-40%	6%	-5%	30%				
	毛利率	64.3%	62.3%	61.2%	53.3%		52.9%	57.5%	59.0%	-5.3%
	--婴童服饰	70.3%	65.3%	63.3%	54.9%					
	--婴童用品	61.6%	59.3%	58.8%	51.1%					
其他有纺用品	营收(亿元)	1.2	2.6	2.6	2.5	3.7	3.5	4.1	4.5	21%
	yoy	57%	114%	1%	-3%	46%	-4%	17%	9%	
	毛利率	62.4%	65.7%	59.3%	53.4%					
有纺品	营收(亿元)	9.8	10.8	13.1	13.4	19.2	18.9	21.0	23.8	14%
	yoy	54%	10%	22%	2%	43%	-2%	11%	13%	
	毛利率	65.6%	64.6%	62.5%	55.3%					
	yoy	2.6%	-1.0%	-2.1%	-7.2%					

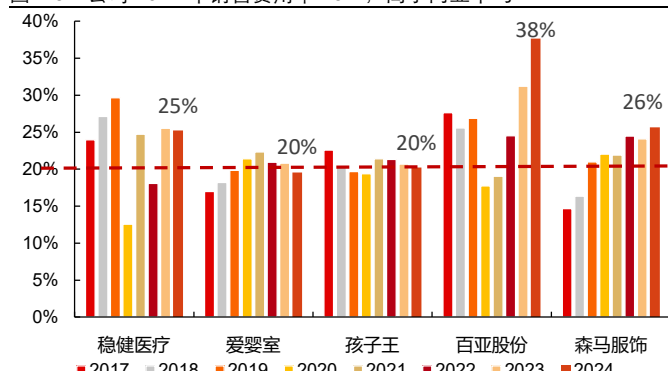
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：上表最右侧列 2017-2024 年 CAGR/变动，营收对应为期间 CAGR，毛利率为期间变动

图 47：同业对比来看，公司坪效仍有提升空间



资料来源：欧睿，公司公告，长江证券研究所

图 48：公司 2024 年销售费用率 25%，高于同业平均



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

综合来看，无纺交叉指标（毛利率*存货周转率）明显高于有纺，其中卫生巾最高，且基于线上更低的销售费用率，预计为利润贡献的核心业务，卫生巾高增带来的盈利结构优化预计也是中期无纺业绩弹性的主要驱动。而有纺过去基于较低的周转效率和较高的直营租金费率，虽规模扩张但效率制约下盈利贡献有限，但在单店模型优化和运营能力提升下预计有所改善。

股价复盘与估值分析

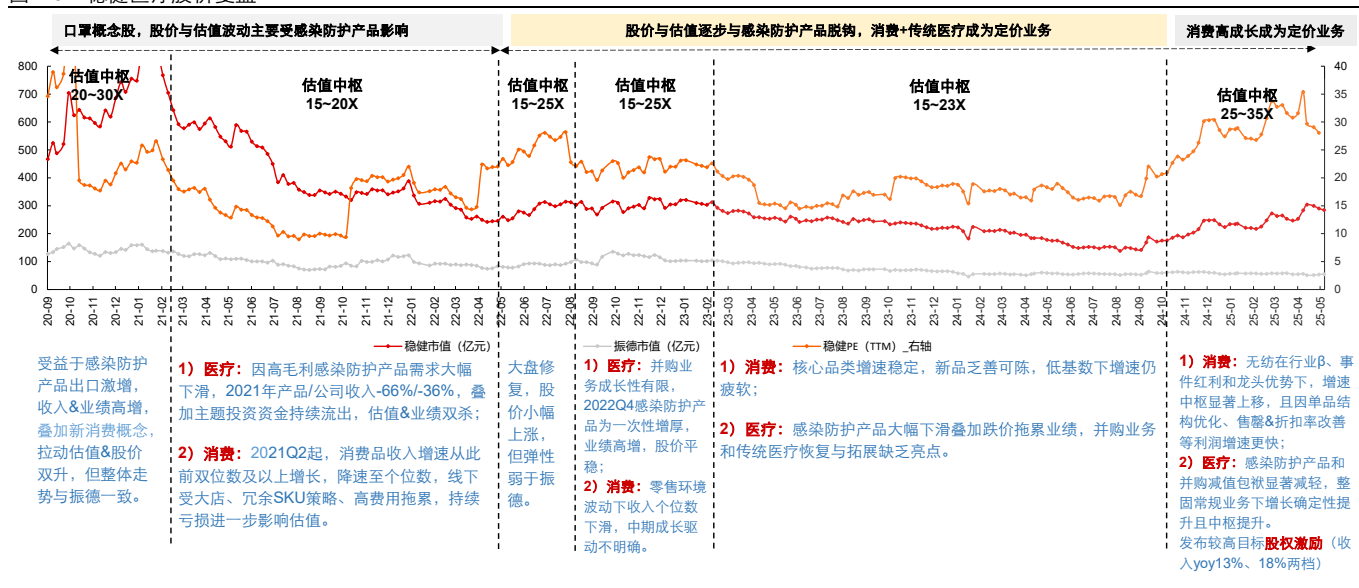
稳健医疗上市以来股价可分为三个阶段：

1) 上市-2022 年初 (PE_TTM 20~30X)：股价与估值波动主要受感染防护产品影响，且波动较大。2020 年 9 月~2021 年 1 月，涨幅较高主要为一次性卫生事件带来的大幅业绩增厚，且因事件炒作叠加新消费概念，估值中枢较高。此后至 2022 年初，全球一次性卫生事件趋于平稳下公司相关产品业绩下滑，消费品则因弱市叠加战略调整，收入降速且利润率走低，利润大幅下降拖累股价表现。

2) 2022-2024H1 (PE_TTM 位于 15~25X)：股价与估值逐步与感染防护产品脱钩，其长期稳态业务消费和传统医疗成为定价业务。消费，受零售弱市、竞争加剧等影响收入降速，且成长性不明朗。医疗，感染防护产品大幅下滑、常规医疗整顿、并购公司商誉减值等影响收入和业绩，股价长周期趋势下行。

3) 2024Q3 以来 (PE_TTM 位于 25-35X)：消费和医疗均底部周期向上，消费高弹性下逐步成为定价业务，估值&股价双升。消费，无纺在个护行业β、事件红利和龙头优势下，增速中枢显著上移，且因产品结构优化、售罄&折扣率改善、原材料底部周期等带动下，利润增速更快。医疗，感染防护产品和并购减值包袱显著减轻，整固常规业务下增长确定性提升且中枢提升。期间股价涨幅由新消费主题叠加公司经营周期改善带来的估值提升驱动（主要）和业绩增长（次要）驱动。

图 49：稳健医疗股价复盘



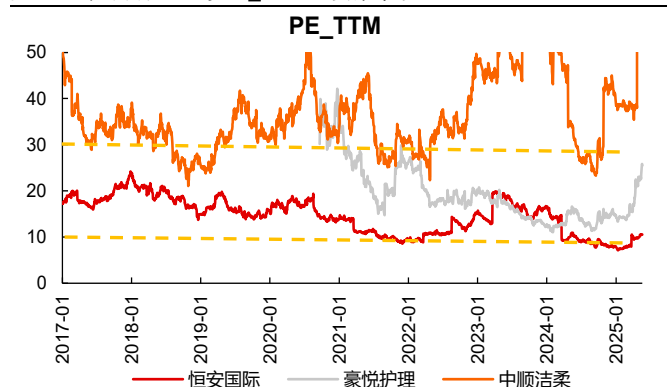
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

对比可比公司历史估值中枢 (PE_TTM) 发现：优质纸品集中于 10X-30X、传统低值耗材医疗公司 10X-20X、优质零售商和成长性消费公司 20X-40X。

1) 对比医疗公司：稳健因消费业务、医疗品牌力溢价，估值明显高于传统的低值耗材公司；

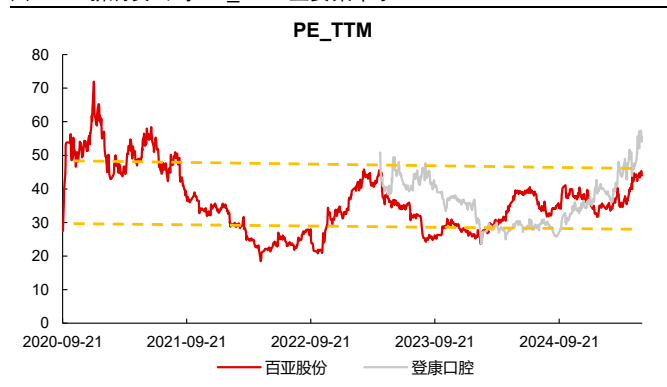
2) 对比新消费或零售公司：消费业务未来成长性和业绩弹性较优，因低值医疗耗材拖累，整体估值低于可比公司 23-45X 的中枢，但综合业绩弹性来看仍有估值性价比优势。

图 50：优质纸品公司 PE_TTM 主要集中于 10X-30X



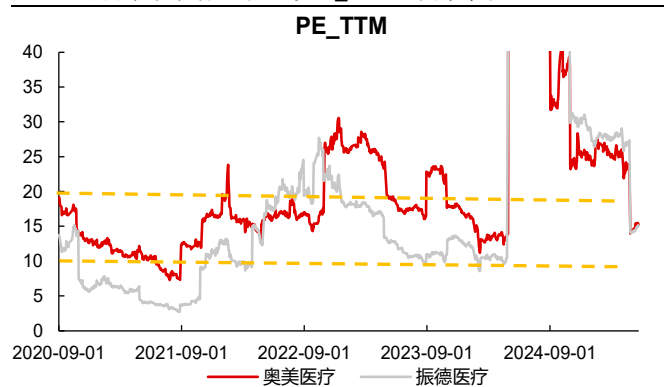
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：新消费公司 PE_TTM 主要集中于 30X-50X



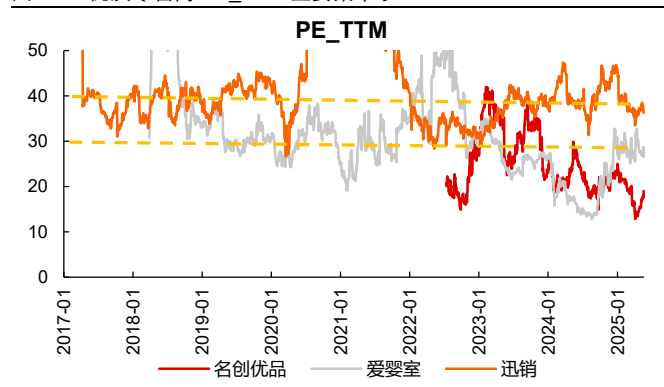
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 51：传统低值耗材医疗公司 PE_TTM 主要集中于 10X-20X



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 53：优质零售商 PE_TTM 主要集中于 30X-40X



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、电商平台竞争加剧：公司消费品的主要销售和利润贡献渠道为电商，若新品牌进入预计对消费品销售和盈利产生影响；
- 2、电商流量机制变化：若天猫、抖音等平台流量费用或搜索机制发生变化，预计对消费品业绩产生影响；
- 3、终端消费波动风险：如果终端消费承压将对公司开店、全渠道销售造成影响；
- 4、开店进度不及预期：若全棉时代新门店开店进度不及预期将影响业绩表现；
- 5、店效爬坡不及预期：若部分新门店店效爬坡不及预期将拖累业绩表现，并且对后续开店规划造成影响；
- 6、贸易磋商政策变化：公司医疗业务存在对美敞口，若后续美国对中国关税政策发生变化，预计对医疗业务的收入和业绩产生影响；
- 7、盈利预测假设不成立或不及预期：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司消费大单品所处行业迎来渗透率提升和格局变化，公司积极应对下收入有望释放较优弹性，而在盈利较优的消费大单品规模效应释放、棉花价格底部周期和商誉减值减少的带动下，公司利润弹性有望更高。预计公司 2025、2026 年营收分别为 110.9 亿元、127.6 亿元，增速分别为+23.5%、+15.1%，归母净利润分别为 10.3 亿元、12.2 亿元，增速分别为+47.4%、+18.9%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若行业竞争格局快速加剧、线上流量费用提升明显、原料价格攀升或中美贸易政策明显恶化，公司未来收入和业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，公司 2025、2026 年收入分别降至 108.0 亿元、122.6 亿元，增速分别为+20.4%、+13.5%，毛利率分别降低至 48.0%、48.5%，则对应测算归母净利润分别为 9.8 亿元、11.7 亿元，增速分别为+41.3%、+18.7%。

表 16：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	89.8	110.9	127.6	89.8	108.0	122.6
--yoy	9.7%	23.5%	15.1%	9.7%	20.4%	13.5%
毛利率	47.3%	48.3%	48.7%	47.3%	48.0%	48.5%
归母净利润	7.0	10.3	12.2	7.0	9.8	11.7
--yoy	17.2%	47.4%	18.9%	17.2%	41.3%	18.7%

资料来源：长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8978	11087	12758	14632	货币资金	1412	3354	4359	5812
营业成本	4730	5735	6548	7470	交易性金融资产	2921	1921	1921	1921
毛利	4248	5352	6209	7162	应收账款	981	911	1158	1408
%营业收入	47%	48%	49%	49%	存货	1958	1668	2153	2456
营业税金及附加	80	89	115	132	预付账款	107	149	170	194
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	702	799	857	922
销售费用	2264	2847	3280	3747	流动资产合计	8081	8803	10619	12713
%营业收入	25%	26%	26%	26%	长期股权投资	445	445	445	445
管理费用	674	891	1046	1200	投资性房地产	2	2	2	2
%营业收入	8%	8%	8%	8%	固定资产合计	3354	3354	3354	3354
研发费用	348	432	510	571	无形资产	1096	1096	1096	1096
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	1251	1191	1111	1031
财务费用	-99	-130	-140	-140	递延所得税资产	139	139	139	139
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	4023	5624	5624	5624
加: 资产减值损失	-243	-120	-80	-80	资产总计	18392	20655	22391	24405
信用减值损失	0	0	5	5	短期贷款	1969	2969	2969	2969
公允价值变动收益	3	5	5	5	应付款项	1156	1257	1435	1637
投资收益	75	89	102	102	预收账款	0	0	0	0
营业利润	915	1340	1587	1856	应付职工薪酬	309	258	295	336
%营业收入	10%	12%	12%	13%	应交税费	124	133	153	176
营业外收支	-7	-10	-5	-5	其他流动负债	1714	1827	2031	2262
利润总额	908	1330	1582	1851	流动负债合计	5272	6444	6883	7380
%营业收入	10%	12%	12%	13%	长期借款	53	53	53	53
所得税费用	168	239	285	333	应付债券	0	0	0	0
净利润	741	1091	1297	1518	递延所得税负债	159	159	159	159
归属于母公司所有者的净利润	695	1025	1219	1427	其他非流动负债	1033	1033	1033	1033
少数股东损益	45	66	78	91	负债合计	6516	7689	8128	8624
EPS (元)	1.19	1.76	2.09	2.45	归属于母公司所有者权益	11151	12176	13395	14822
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	724	790	868	959
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	11876	12966	14263	15781
经营活动现金流净额	1266	1444	888	1335	负债及股东权益	18392	20655	22391	24405
取得投资收益收回现金	194	89	102	102	基本指标				
长期股权投资	-424	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-875	0	5	5	每股收益	1.19	1.76	2.09	2.45
其他	-3006	-596	5	5	每股经营现金流	2.97	2.48	1.53	2.29
投资活动现金流净额	-4112	-507	112	112	市盈率	35.36	25.54	21.48	18.35
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.61	2.15	1.95	1.77
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	13.23	24.42	20.41	16.02
银行贷款增加 (减少)	359	1000	0	0	总资产收益率	3.8%	5.0%	5.4%	5.8%
筹资成本	-413	0	0	0	净资产收益率	6.2%	8.4%	9.1%	9.6%
其他	-424	5	5	5	净利率	7.7%	9.2%	9.6%	9.8%
筹资活动现金流净额	-478	1005	5	5	资产负债率	35.4%	37.2%	36.3%	35.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-3324	1942	1005	1452	总资产周转率	0.49	0.54	0.57	0.60

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相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
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相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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 /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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

本报告署名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。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。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。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，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。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。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。

本公司保留一切权利。