

稳健医疗（300888.SZ）

产品为基，品牌向上驱动新增长

公司研究 · 深度报告

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

- 【 01 】 公司概况：医疗和消费品两大业务进入稳健发展阶段
- 【 02 】 医用敷料行业：奠定公司发展基石，内生外延齐发力
- 【 03 】 消费品行业：恰逢时代东风，强化品牌心智
- 【 04 】 卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极
- 【 05 】 盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长
- 【 06 】 投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值
- 【 07 】 风险提示

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康。公司成立于1991年，早期以医用敷料代工出口业务为主，2005年成立“Winner稳健医疗”品牌拓展国内市场。2009年公司因研发医用耗材技术开创棉柔巾产品切入消费市场，创立“Purcotton全棉时代”品牌。目前公司主营业务分为以“稳健医疗”为核心的医用耗材板块和以“全棉时代”为核心的健康消费品板块，两大板块各贡献公司约一半的收入。从财务状况看，公司在2024年后逐步摆脱感染防护产品基数拖累，实现双位数的收入和净利润的可比增速，并且净利率显著提升。2025年前三季度公司营收同比+30.1%至79.0亿元，归母净利润同比+32.4%至7.3亿元。同时公司基于较健康的现金流状况，积极回报资本市场，分红比例逐年提升，2023/2024年分别为50%/54%。截至2025年中，公司累计现金分红和回购股份支付现金合计占首发募集资金净额100%。

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力。医疗低值耗材行业中国市场超1000亿元，多年双位数复合增长，呈现集中化、高端化的发展趋势。全球市场超5000亿元，中国出口占6-7成，高端敷料增速更明显。公司医疗业务当前聚焦严肃医疗（手术耗材、高端敷料）和消费医疗（科学防护、医疗美护等）两大领域，海内外市场比例为43:57。产品方面，公司自研高价值产品和并购拓展品类齐发力；市场方面，公司在海外以OEM/ODM为基本盘，自主品牌在东南亚、中东及跨境电商快速成长；在境内通过提供一站式耗材解决方案深化公立医院覆盖，并在零售端通过药店与电商渠道引领增长。

健康消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智。公司主打以棉为核心的生活消费品，包括无纺类（棉柔巾、卫生巾）和有纺类（婴童服饰用品、成人服饰、家纺等）。面对万亿消费市场和众多竞对品牌，公司依托稳健医疗深厚的医疗背景，以健康材质为核心卖点，将“医疗级健康标准”贯穿产品始终，在当下低质产品“内卷”的时代中迎合了消费者对好产品的向往。以“好产品”为基，公司确立“品牌向上”战略，在聚焦核心品类、主动营销破圈、渠道优化调整的助推下，全棉时代、奈丝公主品牌在近一年谨慎的消费环境中逆势快速成长，初步展现了战略转型的成效。未来围绕核心品类集中火力打造爆品，撬动多元化渠道增长杠杆，公司在广阔的消费市场中仍有较大的份额提升空间和增长动力。

卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极。中国卫生巾行业规模超1000亿元，近年头部集中度呈分散化，主要老牌外资玩家深耕渠道壁垒，而今行业迎来破局时刻，渠道端传统商超和分销体系正在被电商、即时零售和硬折扣渠道颠覆，营销端社交媒体“成分党”、“评测”等用户生成内容改变品牌叙事方式。奈丝公主品牌在卫生巾“全体塌房”事件中脱颖而出，底层逻辑即为产品力打破传统品牌构建的营销与渠道壁垒。目前公司把资源重点向奈丝公主倾斜，加快产品开发、品宣和渠道建设，有望趁势而上跻身卫生巾品牌头部榜单。

风险提示：宏观经济表现不及预期；品牌声誉风险；渠道建设不及预期；国际政治贸易风险；系统性风险。

盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长。预计未来3年医疗业务内生保持13%-15%的收入复合增速，消费业务保持15%的收入复合增速，两大业务利润率稳步提升，共推公司三年净利润复合增速在27%左右；我们按医疗和消费业务分部估值，合计后公司合理市值约为289.4-313.5亿元，对应2026PE为24.0-26.0X。

投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值。目前从外部环境看市场趋于稳定，健康生活理念与公司的业务发展方向和产品特点相契合，零售生态变化方向也与公司渠道布局形态相吻合，公司迎来了发展的新机遇；从内部看，公司也在危机中积累了品牌口碑和扩张资本，经受了环境突变下的运营考验，引进了职业化人才团队，优化了经营发展策略，强化了向零售型企业发展的能力，有助于未来持续实现增长突破。我们看好公司保持在千亿级医疗低值耗材市场的领导力和在万亿级消费品市场的成长潜力，以及公司稳健的运营和出色的现金回报能力。基于公司业务发展的顺利趋势，我们小幅上调盈利预测，预计2025-2027年公司净利润分别为10/12/14.3亿元（原为10/11.7/13.5亿元），同比增长43%/21%/18%。基于盈利预测的上调，小幅上调公司合理估值区间至49-53元（原为48-52元），对应2026年24-26XPE，维持“优于大市”评级。

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,185	8,978	11,235	12,812	14,468
(+/-%)	-27.9%	9.7%	25.1%	14.0%	12.9%
净利润(百万元)	580	695	997	1205	1426
(+/-%)	-64.8%	19.8%	43.4%	20.9%	18.3%
每股收益(元)	0.98	1.19	1.69	2.05	2.42
EBIT Margin	10.2%	9.8%	10.8%	11.4%	11.8%
净资产收益率(ROE)	5.0%	6.2%	8.6%	9.8%	11.0%
市盈率(PE)	40.0	32.7	23.07	19.09	16.1
EV/EBITDA	24.5	23.6	18.3	15.3	13.3
市净率(PB)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

- 【 01 】 公司概况：主营医疗耗材和消费品两大业务，财务指标健康
- 【 02 】 医用敷料行业：奠定公司发展基石，内生外延齐发力
- 【 03 】 消费品行业：恰逢时代东风，强化品牌心智
- 【 04 】 卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极
- 【 05 】 盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长
- 【 06 】 投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值
- 【 07 】 风险提示

公司概况： 主营医疗耗材和健康消费品两大业务， 财务指标健康

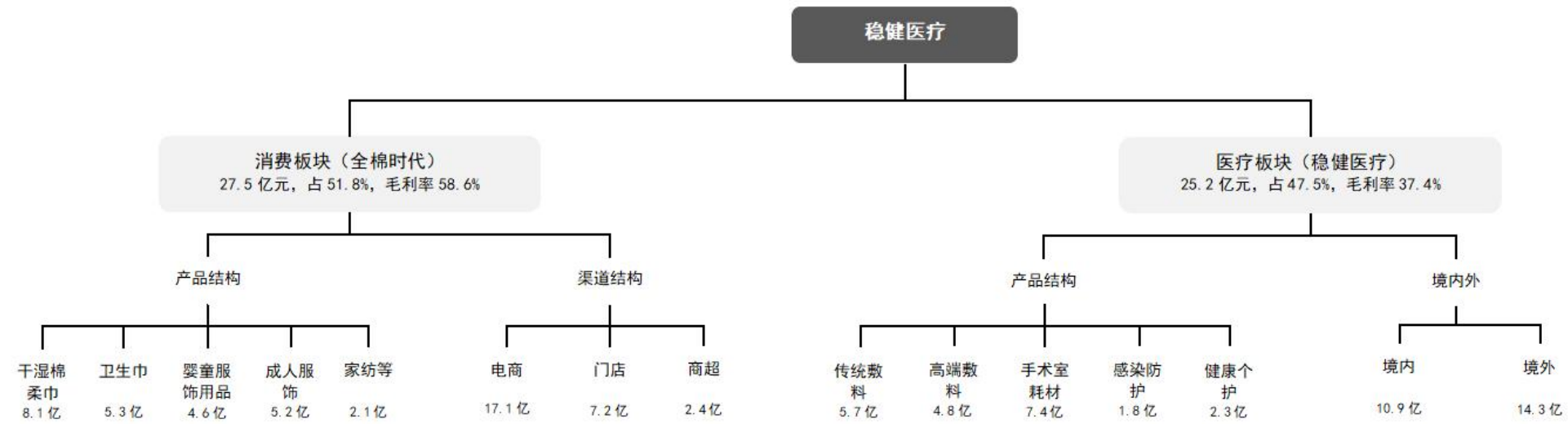


公司概况： “Winner” 与 “全棉时代” 双品牌驱动， 构建 “医疗+消费” 健康生态

稳健医疗成立于1991年，初期以医用敷料代工（OEM）起家，2003年创立自主医疗品牌“Winner”，2005年突破性研发“全棉水刺无纺布”技术，奠定产品创新基础。2009年延伸至消费领域，推出“全棉时代”，以棉柔巾等产品切入母婴及家居市场。2020年深交所上市后，通过并购隆泰医疗、桂林乳胶等企业完善医疗产品矩阵，并加速全球化布局，形成“医疗+消费”双轮驱动的综合性的健康企业。

2025年上半年公司营收53.0亿元，其中医疗板块占比约47.49%，消费板块占比约51.84%，医疗板块产品涵盖传统伤口敷料、高端敷料（如硅胶泡沫敷料）、手术室耗材及感染防护用品。销售渠道覆盖全球110多个国家和地区，国内进驻超7,000家医院、23万家药店，海外通过OEM/ODM及并购GRI拓展欧美市场；消费板块主打棉柔巾、卫生巾（“奈丝公主”系列）、婴童及成人纱布服饰。渠道以“线上+线下”融合为主，2024年线下门店达484家（直营380家），线上通过天猫、抖音等平台实现全域会员近6,700万人。

图：稳健医疗业务概况（2025年半年报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



历史复盘：医疗耗材代工起家，历经三十余年发展，“医疗+消费”双轮驱动

公司的发展历程可以概括为由代工制造转型自主品牌、由医疗领域赋能健康消费的过程：

第一阶段：初创与破局（1991-2005年）

创始人李建全于1991年在珠海创立稳健医疗，初期以医用敷料代工（OEM）为主。彼时中国医用敷料因质量参差不齐被国际市场贬称为“垃圾”，公司通过从棉花采购到生产出口的全产业链把控和严格质量管理，逐步扭转行业形象。1995年成立荆门子公司，专注医用纱布、服装生产，产品出口欧美、东南亚，成为以严苛质量要求著称的日本市场主要供应商。2005年前，公司产品获欧盟CE、美国FDA认证，出口规模跻身行业前列，为中国制造赢得国际信任。

第二阶段：技术革新与双品牌布局（2005-2009年）

2005年，公司耗时3年研发“全棉水刺无纺布”技术，以水刺工艺直接加工原棉成布，解决传统纱布易掉絮、引发感染的问题，获全球30多国专利。基于此项技术公司生产出“棉柔巾”产品，应用到消费者生活场景，并于2009年创立“全棉时代”，将医用级棉制品拓展至母婴、家居领域，首开深圳3家门店，提出“全棉改变生活”理念。

第三阶段：消费品牌崛起与市场扩张（2010-2019年）

全棉时代通过“线上+线下”全渠道策略快速占领市场：1）产品创新：以棉柔巾替代传统纸巾，推出婴童用品、纱布服饰等差异化产品，2018年签约王俊凯代言，吸引年轻消费群体；2）渠道拓展：2019年“双11”天猫销售额12小时破亿，线下门店超400家，覆盖一线城市核心商圈；3）财务表现：2016年消费业务营收反超医疗板块，毛利率长期稳定在60%左右。

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



历史复盘：医疗耗材代工起家，历经三十余年发展，“医疗+消费”双轮驱动

第四阶段：医疗资本化整合与消费业务再次腾飞（2020年至今）

公司于2020年9月深交所上市后，当年因疫情防护用品需求激增公司业绩大幅增长，随后2021-2023年感染防护产品需求回落，叠加行业库存高企，公司医疗板块收入持续下滑。尽管业绩承压，疫情期间公司积累了充沛的现金流（2020年经营性现金流净额47.7亿元）及IPO融资35.6亿元，为后续并购整合提供充沛的子弹：1）2022年并购隆泰医疗（高端敷料）、桂林乳胶（医用手套）、平安医械（注射穿刺类产品），合计出资19.3亿元；2）2024年收购美国GRI 75.2%股权，约8.4亿元，获取海外产能及渠道网络，加速全球化布局。

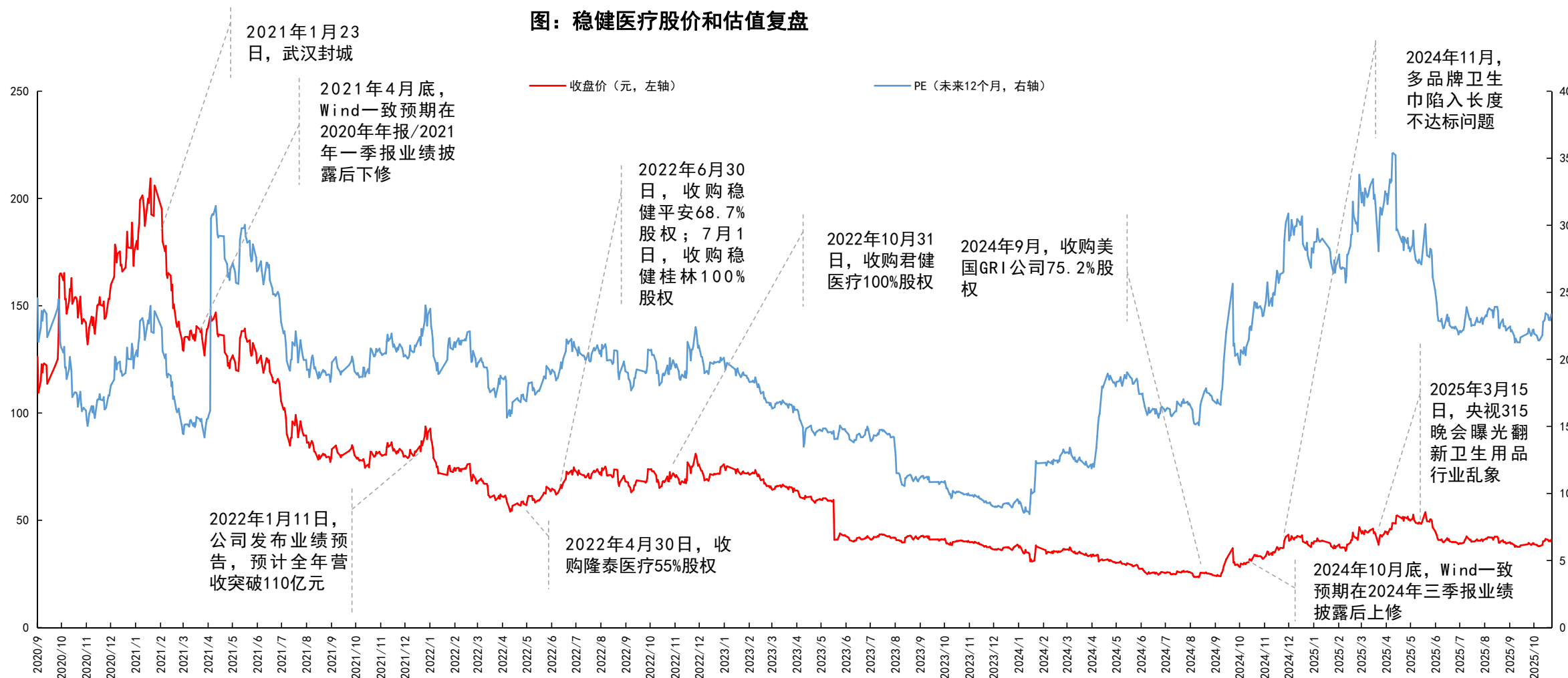
自2024Q3起，公司充分消化疫情影响，实现医疗业务收入增速转正。并且，在相对低迷的消费环境下，公司的消费板块业务实现了逐季加速的增长趋势，尤其第三季度的双位数增长大幅好于行业情况，引起市场关注。背后驱动力主要来自于核心产品棉柔巾的材质教育实现较好的消费反馈，以及公司线下渠道保持快速增长。此外，公司还推出了股权激励计划，树立业绩收入增长目标，彰显公司对未来发展的信心。到2024年底，卫生巾行业出现了负面舆情事件，公司的卫生巾品牌“奈丝公主”凭借医护级定位火爆出圈，进一步拉动消费板块业务增长提速。另外，较好的资产负债结构下公司积极分红，上市以来累计现金分红约28.8亿元，回购股份16.9亿元，两项合计45.7亿元，占首发募集资金净额的100.3%。

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康

历史复盘：医疗耗材代工起家，历经三十余年发展，“医疗+消费”双轮驱动



图：稳健医疗股价和估值复盘



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



股东和管理层：大股东持股比例高，高管跨领域背景丰富

股权方面，公司实际控制人为李建全先生，他通过其100%控股（与其妻子谢平、儿子李晓远共同持有，其中李建全先生持股73.74%）的稳健集团有限公司间接持有上市公司稳健医疗用品股份有限公司69.83%的股份。此外，公司设立了多个员工持股平台，如厦门乐源投资合伙企业（有限合伙）、厦门慧康投资合伙企业（有限合伙）等，合计持有公司一定比例的股权，旨在建立长效激励机制。

管理团队方面：

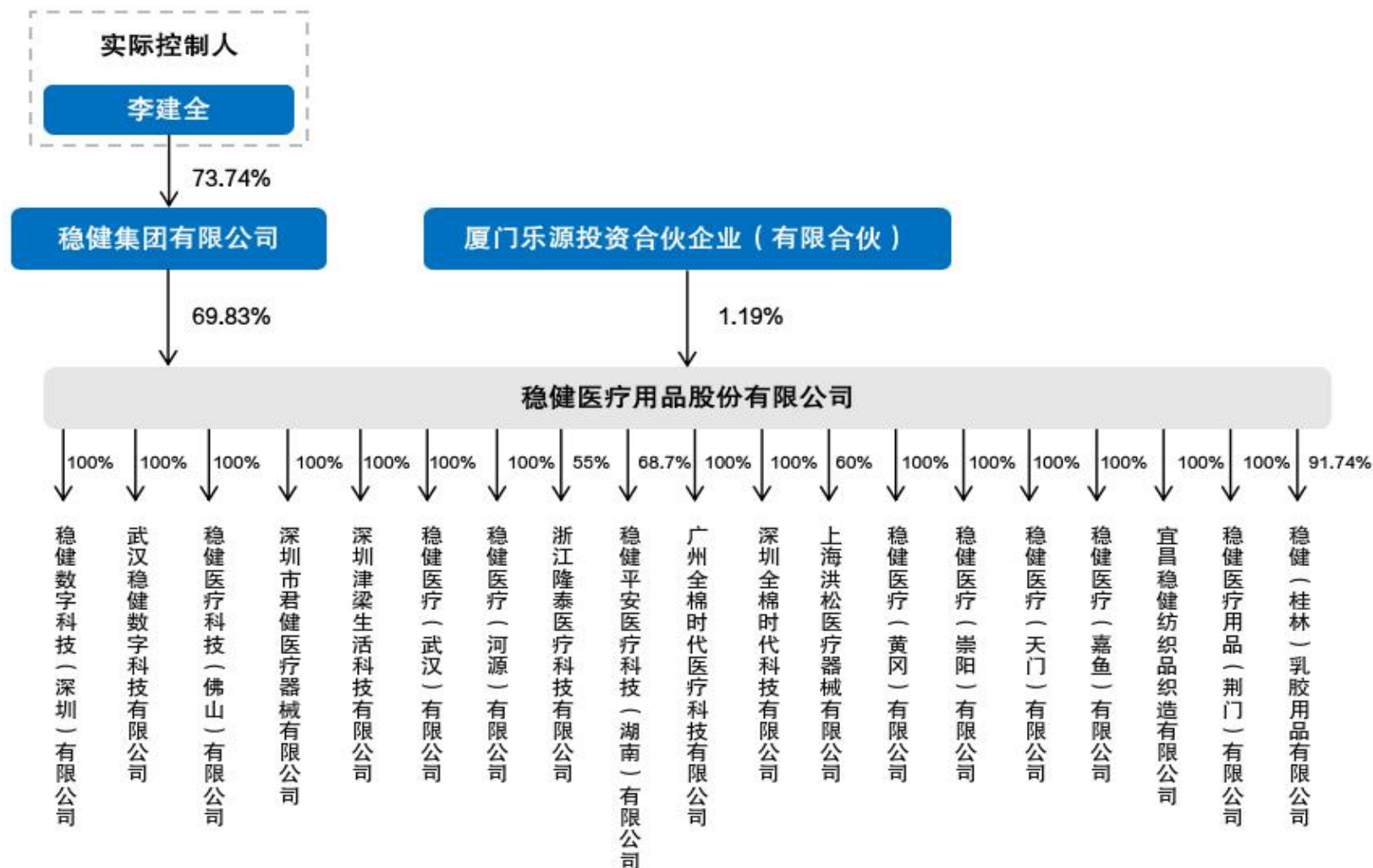
1. 公司创始人、董事长兼总经理李建全担任中国医药保健品进出口商会医用敷料分会会长，拥有丰富的医药行业和企业治理经验；
2. 首席财务官方修元是中国注册会计师，具备扎实的财务管理和审计知识；
3. 副总经理、董事会秘书陈惠选金融硕士学历，具备金融与资本市场相关知识；
4. 医疗业务负责人、稳健医疗国内营销副总裁、董事张燕先后担任稳健医疗用品（荆门）有限公司常务副总经理、全棉时代科技有限公司供应链负责人、稳健医疗用品股份有限公司供应链负责人等职位，具备丰富的供应链与运营管理经验；
5. 消费品业务负责人、全棉时代科技有限公司副总裁廖美珍此前在宝洁公司工作多年，担任销售经理、销售总监、中国区护肤品销售总经理等职位，具备丰富的快消品行业经验；

公司高管团队不仅具备医疗和快消品行业背景，还涵盖了财务、金融、市场营销、公司治理等多个专业领域。

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康

股东和管理层：大股东持股比例高，高管跨领域背景丰富

图：公司股权结构图



资料来源：iFind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



股东和管理层：大股东持股比例高，高管跨领域背景丰富

表：公司主要高管和简介

姓名	职务	年龄	简介
李建全	董事长、总经理	68	1957年出生，中国香港籍，清华大学工商管理硕士。公司创始人，现任公司董事长、总经理。同时担任深圳全棉时代科技有限公司董事长、总经理，中国医保商会医用敷料分会创始人，中国棉花协会副会长。他创建了“winner 稳健医疗”和“Purcotton 全棉时代”两大品牌。
方修元	董事、副总经理、首席财务官	57	1968年出生，中国国籍，大专学历，香港中文大学（深圳）金融EMBA在读，中国注册会计师。2000年加入公司，现任公司董事、副总经理、首席财务官。同时在多家子公司担任董事或董事长职务，是深圳市第七届政协常委。
张燕	董事、稳健医疗国内营销副总裁	41	1984年出生，中国国籍，本科学历。2006年7月加入公司，曾担任公司医疗板块轮值CEO，现任公司董事、稳健医疗国内营销副总裁，并兼任稳健（桂林）乳胶用品有限公司执行董事及法定代表人。
廖美珍	董事、全棉时代科技有限公司副总裁	43	1982年出生，中国国籍，本科学历，中欧国际工商学院EMBA在读。曾任职于宝洁公司，2021年加入全棉时代科技有限公司，现任公司董事、全棉时代科技有限公司副总裁。
陈惠选	副总经理兼董事会秘书	43	1982年出生，中国国籍，英国格拉斯哥大学金融硕士。2009年加入稳健实业（深圳）有限公司，现任公司副总经理兼董事会秘书。
廖冠来	副总经理（投资副总裁）	43	1982年出生，中国国籍，香港大学工商管理学士与软件工程学士。曾任职于麦肯锡、摩根士丹利、贝恩资本、海王集团，2020年加入公司，现任公司副总经理（投资副总裁），并在多家子公司担任董事职务。
吴克震	公司监事、医疗板块轮值CEO	49	1976年出生，中国国籍，上海财经大学工商管理硕士。曾任职于当纳利、新加坡金鹰集团、斯道拉恩索，2016年8月加入公司，现任公司监事、医疗板块轮值CEO。公司核心管理团队相对稳定，多位高管在公司任职多年，具备丰富的行业经验和管理能力。

资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



财务分析：疫情对历史业绩构成较大波动，疫情过后内生成长性好

1、成长性：收入随疫情反复波动，疫情后企稳回升

疫情前，2017~2019年公司营业收入稳步提升，从35.0亿增长到45.7亿，复合增速14.4%，其中医疗业务收入从11.0亿增长到11.9亿，复合增速4.2%；消费业务收入从21.4亿增长到30.3亿，复合增速19.0%，增速主要由消费业务驱动。2017-2019年归母净利润从4.3亿增长到5.5亿元，复合增速13.1%，净利润增速略慢于收入主要因为消费业务迅速扩张导致销售费用的大幅上涨（销售费用从8.4亿增长到13.6亿，复合增速28.2%），而医疗业务占主营业务比重下滑，未能有效对冲消费板块的费用压力所致。

疫情期间，2020年公司医用口罩、防护服等医用防疫产品销售大幅增加，营业收入增长174.0%至125.3亿元，归母净利润同比增长597.8%达到38.1亿元。2021年，随着疫情防控进入常态化阶段，各地医用防护产品产能大幅增长，原材料及产品价格均回归常态，公司营业收入下降至80.4亿元，同比减少35.9%，归母净利润下降至12.4亿元，同比下降67.5%。2022年，公司营业总收入回升至113.5亿元，其中仅口罩及防护服产品的营业收入就达到44.8亿元，同比增长130.9%。主要是因为年内防疫产品需求高增所致，另外公司并购了隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林，并购增厚相关产品线收入8.1亿元。消费业务营收韧性增长，尽管疫情导致门店客流受限、物流受阻，消费业务营收仍由35.2亿元稳步提升至40.5亿元，年均复合增长率约7.3%，主要得益于线上渠道与商超渠道的发展。毛利率从55.2%微降至53%，主因原材料价格上涨导致。净利率由12.6%降至9.8%，主因费用率上涨所致。

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康

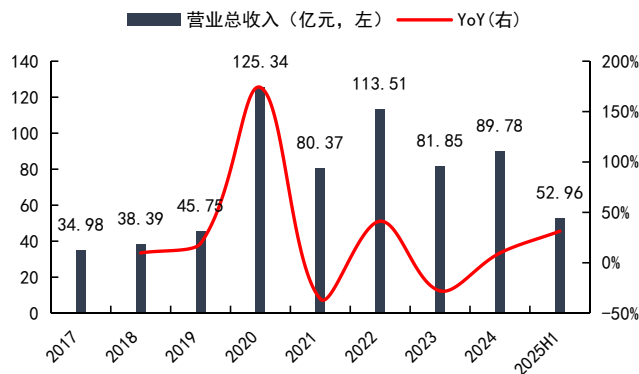


财务分析：疫情对历史业绩构成较大波动，疫情过后内生成长性好

1、成长性：收入随疫情反复波动，疫情后企稳回升

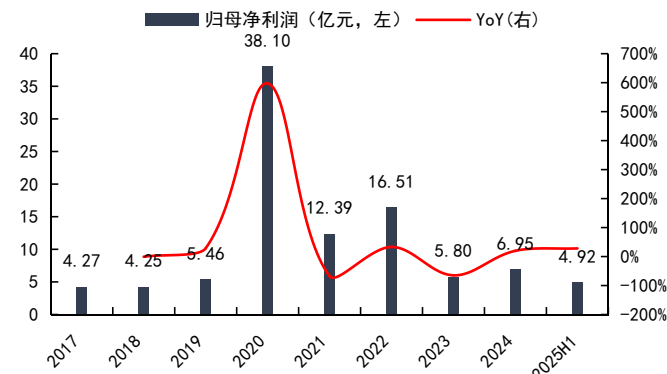
疫情后，2023年，受疫情管控放开影响，感染防护产品市场需求大幅下降，公司感染防护产品收入下降80.7%至9.1亿，拖累营业收入同比减少27.9%至81.9亿（除感染防护产品外，公司营业收入同比增加9.9%至72.7亿），归母净利润下降至5.8亿元，同比减少64.84%。2024年，得益于医用耗材核心品类快速发展、全棉时代践行爆品策略等因素的影响，公司营业收入达到89.8亿元，同比增长9.7%，归母净利润达到7.0亿元，分业务看，消费业务收入49.9亿元，同比增长17.1%；医疗业务收入39.1亿元，同比增长1.1%，其中，公司于2024年9月份并购了美国医用耗材公司GRI，年内贡献收入共计2.9亿元。2025年前三季度，公司实现营业收入79.0亿元，同比增长30.1%，归母净利润同比上升32.4%至7.3亿元，其中消费业务收入增长19.1%至40.1亿元，医疗业务内生增长10.2%至29.3亿元，叠加GRI并表增收44.4%至38.3亿元，消费和医疗的经营利润率也同步实现同比改善。

图：公司营收及同比变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：公司净利润及同比变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



财务分析：疫情对历史业绩构成较大波动，疫情过后内生成长性良好

2、利润率：疫情时期整体毛利率大幅提升，疫情后整体毛利率保持相对稳定

疫情前，2017-2019年企业毛利率稳步提升至51.6%。公司净利率在2017-2019年保持稳定，大约12%左右，主要因为消费板块高增长带来的销售费用率持续攀升，抵消了毛利率提升对利润的正面贡献，而医疗板块保持稳健。

疫情期间，2020年公司整体毛利率大幅提升7.9%至59.6%，主要因为医用耗材毛利率同期大涨23.3%至62.2%带动，而健康生活消费品受疫情影响毛利率同比下降3.5%至55.2%。2020年净利率同步大幅提升22.2%至36.2%，除毛利率因素外，费用率较低的医疗业务占比扩大也带动公司整体销售费用率和管理费用率的大幅下降。2021-2022年，受全球医用防护产品销售价格回落，医疗业务毛利率大幅下降，尽管健康生活消费品毛利率保持相对稳定，公司整体毛利率依然下降至47.4%。而叠加消费业务占比回升，销售费用率和管理费用率的也有所回升，净利率进一步下降至17.4%。

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



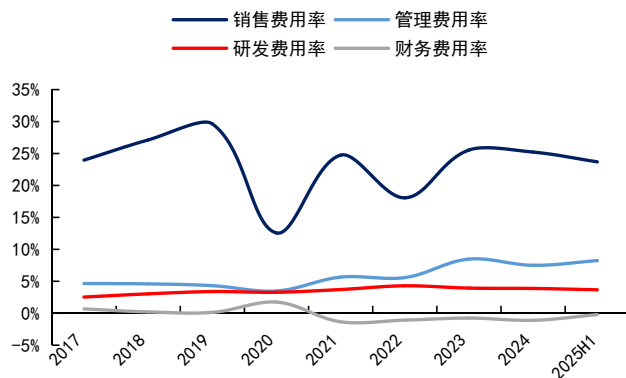
财务分析：疫情对历史业绩构成较大波动，疫情过后内生成长性良好

2、利润率：疫情时期整体毛利率大幅提升，疫情后整体毛利率保持相对稳定

疫情后，2023-2024年，公司总体毛利率和经营利润率在底部企稳。因感染防护产品需求回归常态化导致企业需要清理库存、处理设备，公司医用耗材业务毛利率进一步下行并产生较大规模资产减值，2024年医疗业务毛利率/经营利润率分别为36.5%/7.7%；而消费业务通过折扣管控、降本增效、新品迭代、优化产品结构、精细化运营等行动，稳步提升盈利能力，2024年毛利率/经营利润率分别为55.9%/12.1%。

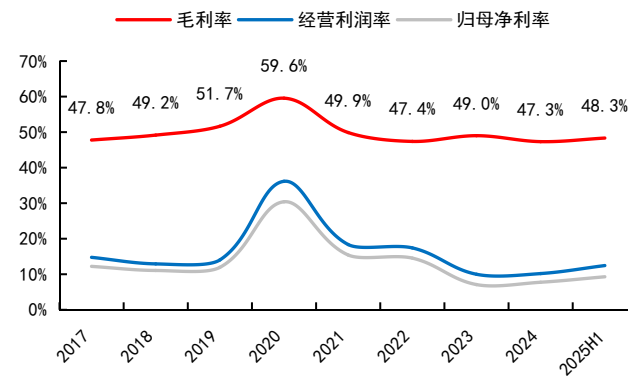
2025年上半年，公司盈利趋势进一步向好，整体毛利率同比微降0.4%至48.3%，净利率同比+0.7个百分点至12.4%。其中医疗业务并购带动收入高增长和GRI占比的结构性提升，毛利率虽同比-0.7%至37.4%，经营利润率却同比+0.9个百分点至8.6%，主要因GRI拖累整体毛利率而高毛利产品高端敷料和健康个护带动医疗板块经营利润高增长；消费业务也呈现快速增长势头，在折扣优化、高价值产品和渠道引领下，毛利率同比+1.7%至58.6%，经营利润率同比+1.2%至14%。

图：公司费用率及同比变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：公司利润率及同比变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



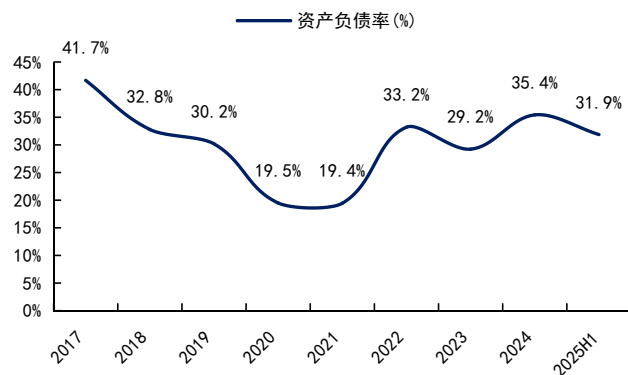
财务分析：疫情对历史业绩构成较大波动，疫情过后内生成长性良好

3. 现金水平：现金充沛，资产增厚导致ROE较低，派息率逐年提升。

从资产负债率看，2020年公司上市后，在疫情导致的防疫物资需求激增和上市募集资金的双重推动下，资产总额大幅增加，致使资产负债率有所下降，总体维持在20%左右的健康水平，2022年由于短期借款增加，小幅上升至33.2%后，至今保持稳定，2025年上半年为31.9%。

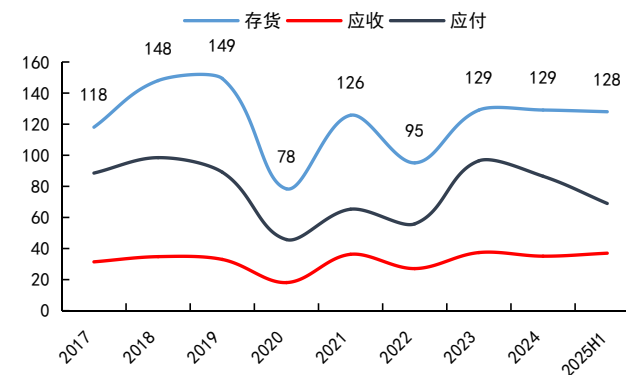
从营运资金周转天数看，2019-2022年存货周转天数波动较大，最高149天，最低78天，主要是由于疫情期间医用耗材需求量大，存货变现速度快所致，2023年-2025年上半年存货周转天数稳定至130天左右；应收账款周转天数基本稳定，疫情之前保持30~40天左右，2020年下降至18天，随后回升至疫情前的水平，2025年上半年末为37天。

图：资产负债率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：营运资金周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康

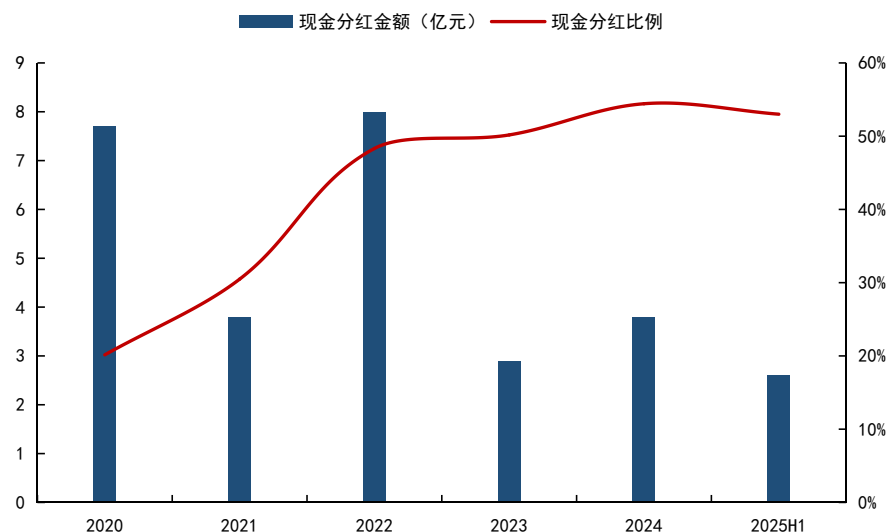


财务分析：疫情对历史业绩构成较大波动，疫情过后内生成长性好

3. 现金水平：现金充沛，资产增厚导致ROE较低，派息率逐年提升。

同时，基于较健康的现金流状况和“以投资者为本”的宗旨，公司上市至今积极通过现金分红与回购回报资本市场，每年坚持现金分红，分红比例逐年提升，2023-2024年派息率分别为50.17%和54.43%。截至2025年中期，公司累计现金分红28.8亿元，回购股份支付现金6.9亿元，两项合计占首发募集资金净额的100.3%。

图：上市后现金分红情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况：主营医疗耗材和健康消费品两大业务，财务指标健康



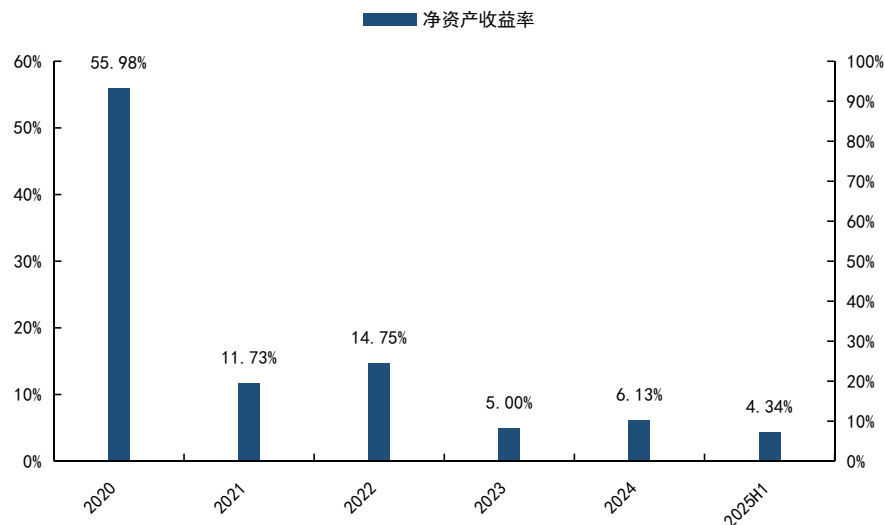
财务分析：疫情对历史业绩构成较大波动，疫情过后内生成长性好

3. 现金水平：现金充沛，资产增厚导致ROE较低，派息率逐年提升。

受疫情后净利率和总资产周转率下降的影响，近年ROE呈现波动下降趋势，2024年ROE仅为6.13%；以2024年ROE进行杜邦分析，可以看到2024年公司归母净利率为7.75%、总资产周转率为0.51、权益乘数为1.57，与疫情前（2018-2019年）相比，净利率由11%左右有所下降，而总资产周转率下降更为明显，由1次以上减少一半。资产周转率下降，主要由于2020年公司上市叠加疫情公司账面现金大幅增加，总资产由2019年的45亿增加到2020年的130亿，其中货币现金和交易性金融资产增加近80亿元。

截至2025年中报，公司净现金（货币资金+交易性金融资产+大额存单-短期负债）合计37亿元，现金储备仍然充沛。

图：上市后ROE及变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 公司概况：医疗和消费品两大业务进入稳健发展阶段
- 【 02 】 医用敷料行业：奠定公司发展基石，内生外延齐发力
- 【 03 】 消费品行业：恰逢时代东风，强化品牌心智
- 【 04 】 卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极
- 【 05 】 盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长
- 【 06 】 投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值
- 【 07 】 风险提示

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

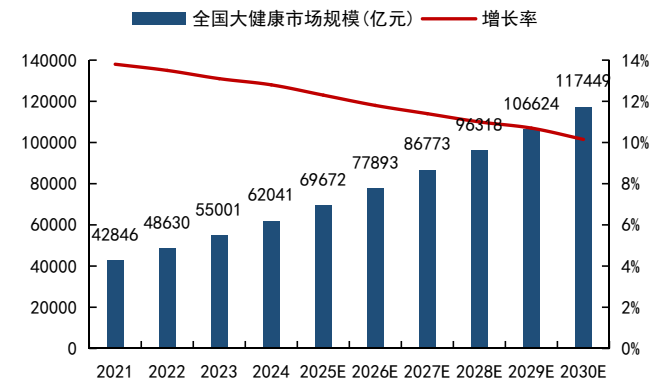
行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

1. 宏观环境：中国大健康市场稳健增长，人均医疗保健消费支出不断上升，卫生费用占GDP比例仍较低

近年来，传统健康领域逐步扩容，催生了涵盖预防、诊断、治疗及康复全周期的大健康领域，全国大健康市场持续呈现稳健增长态势。动脉橙产业智库的数据显示，市场规模从2021年的42846亿元稳步提升至2024年的62041亿元，年均复合增长率超过12%。尽管增长率预计将从2025年的12.3%逐步放缓至2030年的10.15%，但仍持续保持双位数增长，表明大健康消费需求具有较强的韧性和确定性。这种稳定扩张的趋势，与国家政策支持、人口老龄化加速以及居民健康意识增强密切相关，预计将进一步刺激健康管理、医疗消费等多领域支出。

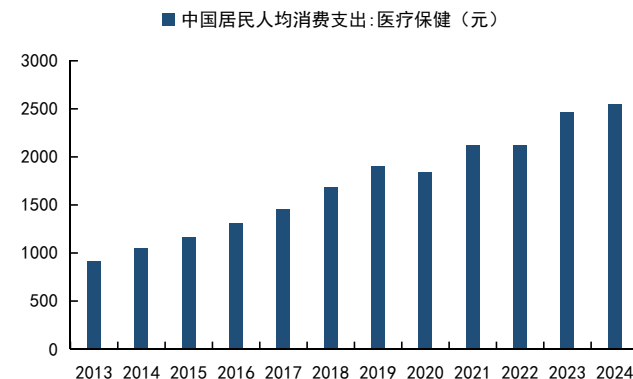
根据Wind数据显示，中国居民人均医疗保健消费支出呈现稳步增长趋势。从2013年的912.1元持续上升至2024年的2547元，十年间增长近两倍，反映出居民健康意识的提升和医疗需求的不断扩大。特别是2020年后增速明显加快。这一变化既体现了人民生活水平的提高，也预示着医疗健康产业在消费结构中的重要性持续增强。

图：2021-2030年全国大健康市场规模及增长率



资料来源：动脉橙产业智库、国信证券经济研究所整理

图：中国居民人均医疗保健消费支出



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

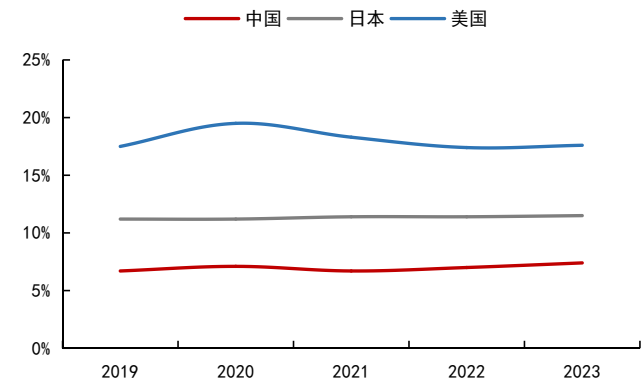
行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

1. 宏观环境：中国大健康市场稳健增长，人均医疗保健消费支出不断上升，卫生费用占GDP比例仍较低

与此同时，与发达国家相比，中国大健康市场仍处于发展初期，存在显著提升空间。从卫生总费用占GDP比重来看，中国在2023年仅达到7.4%，而同期日本和美国分别为11.5%和17.6%。这一差距不仅反映出我国在医疗卫生投入方面仍有待加强，也意味着大健康消费尚未完全释放其潜力。随着经济发展和医疗体系不断完善，中国卫生费用占比有望逐步向发达国家靠拢，从而为大健康市场带来结构性增长机遇。

综合来看，在稳定增长的宏观背景下，叠加消费结构升级和政策红利推动，中国大健康市场未来仍具备广阔的潜在增长空间，有望逐步从以治疗为核心的传统模式，向覆盖全生命周期、融合服务与消费的大健康生态体系转变。

图：中日美三国卫生总费用占GDP比重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

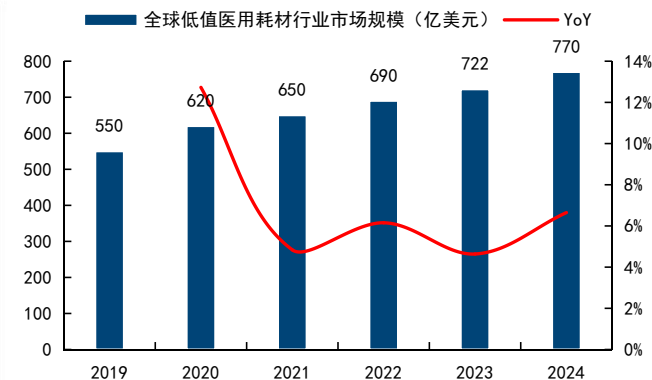
行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

2. 行业前景：医用低值耗材全球近千亿美元规模，中国渗透率提升

全球市场快速增长，发达国家主导。全球低值医用耗材市场空间广阔，据YHResearch数据，2024年全球市场规模达到770亿美元，预计到2030年将达到1,298亿美元，2024-2030年复合增长率约为9.1%。市场驱动因素包括全球人口老龄化加剧、慢性病发病率上升、医疗卫生意识提升以及医疗支出的增加。发达国家企业凭借技术、渠道和规模优势占据主导，并将低附加值产品的生产制造向新兴国家转移。

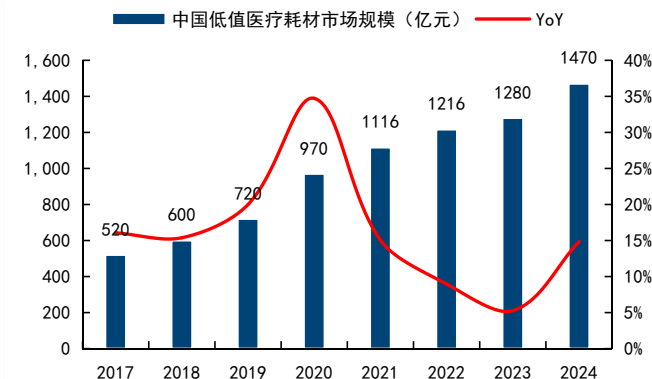
中国市场受政策与国产替代驱动快速增长，行业集中度提升，利好头部企业。中国低值医用耗材市场保持快速增长，根据中国医疗器械蓝皮书，中国医疗低值耗材市场规模2024年为1,470亿元，同比增长14.8%，远高于全球6.6%的增速。驱动因素与全球类似，同时受益于国家政策对医疗器械行业的支持和国产替代进程的加快。目前国内市场呈现高度分散化特征，传统低端产品面临价格竞争压力，而具备研发实力的企业正加速向中高端领域转型，如定制化手术组合包、高端伤口敷料等增长前景可观的细分市场。带量采购等政策推动行业集中度提升，利好具备质量、供应和研发综合能力的头部企业。

图：全球医疗低值耗材行业规模和变化



资料来源：中国医疗器械蓝皮书、国信证券经济研究所整理

图：中国医疗低值耗材行业规模和变化



资料来源：中国医疗器械蓝皮书、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

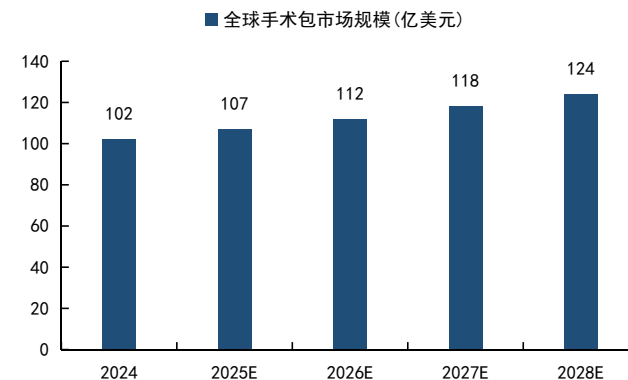
行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

2. 行业前景：医用低值耗材全球近千亿美元规模，中国渗透率提升

一次性手术产品加速替代传统产品，定制化手术包市场前景广阔。一次性产品因能显著降低交叉感染风险（降低60%）正逐步取代重复使用型产品。定制化手术组合包（Surgical Pack）因其能提高手术效率和安全性、降低成本，根据德勤中国的预测，全球手术包市场规模预计将从2024年的102亿美元稳步增长至2028年的124亿美元，呈现稳定扩张态势。从区域结构来看，美国占据全球40%的市场份额，保持主导地位，中国目前占比为5%，与部分欧洲发达国家接近，但因中国人口基数较大，人均水平仍远远落后于德国、法国、英国等欧洲发达国家。然而，在复合年增长率（CAGR）方面，中国预计以9.5%的增速领先全球主要市场，远高于美国（7%）、日本（3.5%）及欧洲多国，显示出强劲的增长动能。

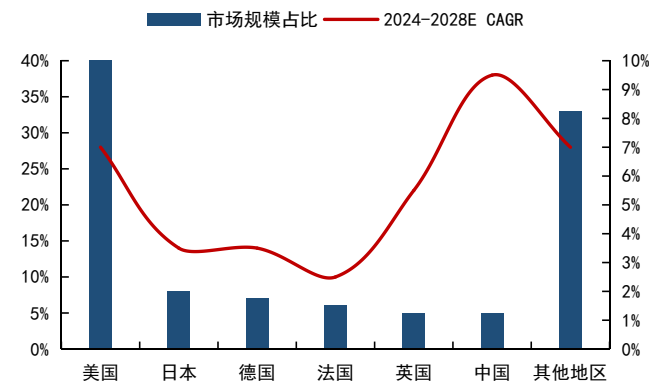
这一高增长不仅反映出中国手术包市场整体处于快速成长期，也预示着其在定制化手术包领域具备广阔的发展前景。随着医疗体系不断完善及手术标准化、专科化需求提升，能够更好契合特定临床场景和个人化需求的定制化手术包产品将迎来显著机遇。中国企业在产能基础、产业链协同和医疗创新支持政策等方面具有良好条件，有望在未来全球市场中扮演越来越重要的角色，潜在发展空间较大。

图：全球手术包市场规模



资料来源：德勤中国、国信证券经济研究所整理

图：全球手术包市场规模区域分布及增速



资料来源：德勤中国、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

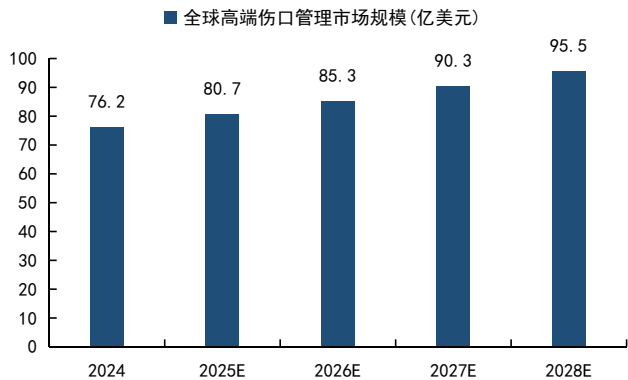
行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

2. 行业前景：医用低值耗材全球近千亿美元规模，中国渗透率提升

高端伤口敷料加速替代传统敷料，国内市场提速成长。高端伤口敷料凭借其临床优势（控制渗液、湿性愈合、抗粘连等）正逐步取代传统敷料，尤其在慢性和复杂创面管理中。根据德勤摩立特统计及预测，全球高端伤口管理市场呈现稳定增长趋势，市场规模预计从2024年的76.2亿美元扩大至2028年的95.5亿美元，反映出该领域具备持续发展的潜力。在这一背景下，中国市场正迎来需求结构升级与国产替代的双重机遇。从竞争格局来看，目前国际企业如墨尼克、康乐保和康维德等仍占据较高份额（跨国公司总计占比62%），CR3为45%，集中度较高，但威高等国内企业已逐步崛起，整体市场格局尚未固化，市场仍处于成长期。

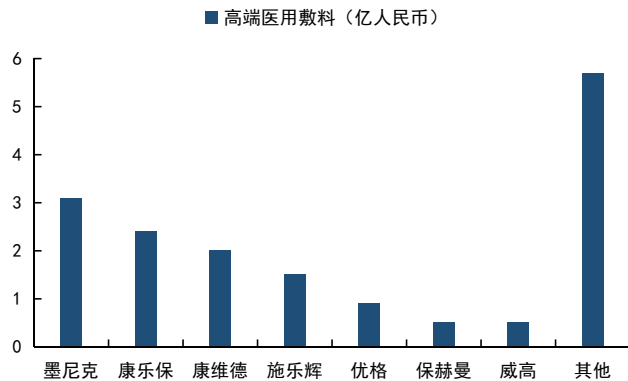
伴随中国医疗政策的积极引导，包括鼓励创新医疗器械发展和提升国产化率，以及居民健康支付能力和伤口护理意识的提升，高端伤口护理产品需求正从医院端向更广泛的消费医疗场景扩展。国产企业凭借性价比、本地化创新及政策支持，有望持续扩大市场份额，加速实现进口替代。因此，中国高端伤口管理市场不仅将受益于全球行业的稳健增长，更处于规模提速和结构升级的关键发展阶段，未来成长空间广阔。

图：全球高端伤口管理市场规模



资料来源：德勤摩立特、国信证券经济研究所整理

图：2024年中国主要AWC敷料厂家市场竞争格局



资料来源：德勤摩立特、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力



行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

3. 出口现状：医用敷料出口额稳居世界第一，产品结构优化助力出口止跌企稳

2024年出口企稳，高端敷料占比提高。据中国医保商会根据海关数据统计，2024年我国医用敷料出口额总计40.26亿美元，同比微涨0.8%，摆脱2023年以来出口下降态势。2024年我国医用敷料整体出口量同比上涨15.3%，出口价格同比下降12.6%，价格竞争压力较2023年（同比下降31.1%）也有所缓解。

同时，医用敷料出口产品结构持续优化升级，表现在高端医用敷料(Advanced Wound Care, AWC)出口尤为突出，2024年出口额为8.7亿美元，同比增长达19.3%，出口数量同比增长24.7%，在医用敷料中占比进一步提高（18.2%上涨到21.6%），“高质量发展态势”尤其明显。

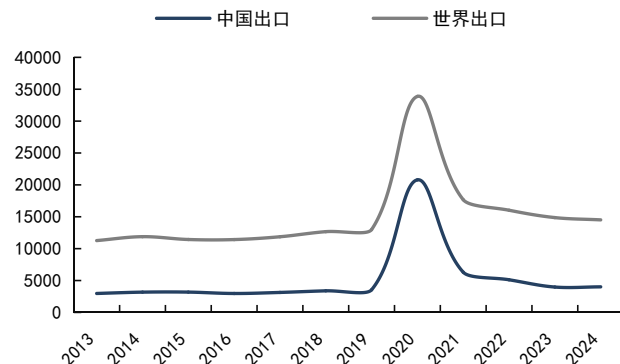
出口稳居第一，美日德市场占比最高。纵观国际市场，我国医用敷料出口一直稳居全球第一，2015-2024年期间，我国医用敷料出口从26.15亿美元，同比增长到40.26亿美元，年复合增长率为4.41%，高端医用敷料出口额从2.97亿美元增长到8.7亿美元，年复合增长率达到11.35%。2024年，我国共向全球205个国家和地区出口医用敷料。美国、日本、德国是我国主要出口目的地。其中美国是我国第一大出口市场，我国对其出口金额占比超过全球的1/4，达到26.7%，出口额为10.8亿美元，同比上升20.5%，出口美国最多的医用敷料产品是高端医用敷料。日本是我第二大出口市场，出口额4.5亿美元，同比下降19.8%，降幅较2023年大幅趋缓，出口日本最多的医用敷料类产品还是口罩。德国是我第三大出口市场，出口额2亿美元，出口德国最多的是药棉、纱布、绷带。

行业龙头集中效应显现，国际市场占有率不断提升。凭借多年沉淀发展，我国医用敷料行业龙头集中效应逐渐体现，具有雄厚的生产制造能力和研发创新实力，技术、品控、供应链、产业链管理、数字化转型能力、AI赋能包括ESG责任进一步提升，依靠近年来积累的行业品牌度与知名度，价值链、海内外线上线下渠道建设进一步得到夯实，为国际市场占有率不断提升打下坚实基础。

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

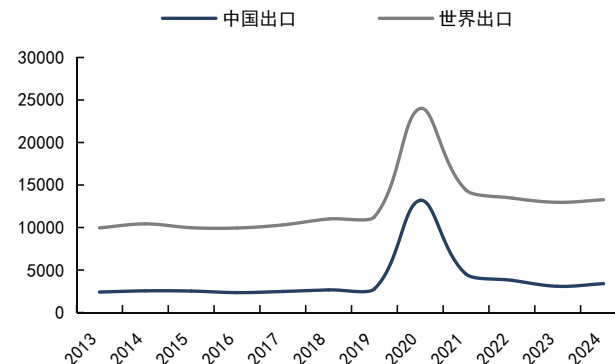
行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

图：中国/全球医用敷料出口规模（含口罩，百万美元）



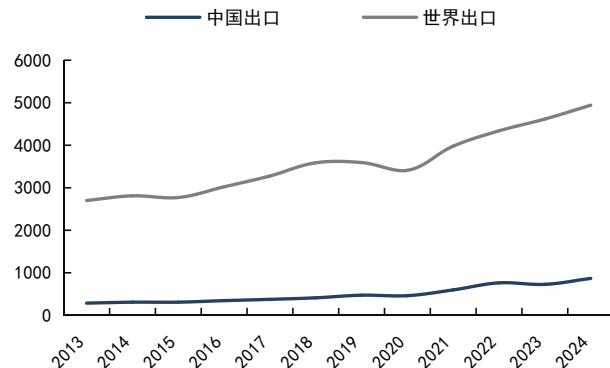
资料来源：UNcomtrade、国信证券经济研究所整理

图：中国/全球医用敷料出口规模（不含口罩，百万美元）



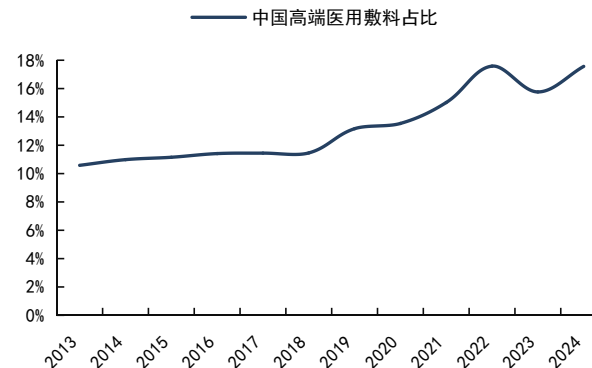
资料来源：UNcomtrade、国信证券经济研究所整理

图：高端医用敷料出口规模（百万美元）



资料来源：UNcomtrade、国信证券经济研究所整理

图：中国占全球高端医用敷料出口比例



资料来源：UNcomtrade、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力



行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

4. 国内市场：行业集中度较低，并购整合进行中

中国低值医用耗材市场呈现高度分散化的竞争格局，行业集中度较低。按《中国医疗器械蓝皮书》统计，2024年中国低值医用耗材市场规模为1470亿元，YHResearch数据2024年全球低值医用耗材市场规模为770亿美元，参考主要医用敷料上市公司2024年收入计算市占率，稳健医疗、奥美医疗、振德医疗作为头部企业市占率仍低。

奥美医疗近年并购整合情况：奥美医疗在2021年完成了对四川正和祥健康药房连锁有限公司的增资和股权转让。2022年，奥美医疗继续推进2021年完成的四川正和祥健康药房整合工作，逐步实现业务协同效应。奥美医疗通过整合药房资源，拓展大健康产业版图，推动公司从传统医疗耗材向医疗服务延伸。

振德医疗近年并购整合情况：2023年1月，其控股的英国子公司Rociale Healthcare收购英国Dene Healthcare Limited100%股权；2023年4月收购江苏因倍思科技发展有限公司100%股权；2024年，收购上海亚澳。振德医疗通过并购整合，丰富了手术感控产品线、拓展了英国市场，有助于快速拓展产品线并实现渠道协同效应，进一步增强了在高端医用敷料领域的竞争力。

公司	2024年医用耗材收入	全球市占率	2024年医疗耗材国内收入	中国市占率
稳健医疗	39.1亿元	0.71%	17.8亿元	1.21%
奥美医疗	33.3亿元	0.60%	5.7亿元	0.39%
振德医疗	42.6亿元	0.77%	17.7亿元	1.20%

资料来源：中国医疗器械蓝皮书、公司公告、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

5. 龙头企业：高品质产品供给能力成关键，稳健医疗多管齐下提升核心竞争力

尽管传统低值医用耗材行业竞争激烈，但高品质产品的供给能力仍然有限。以医用敷料为例，在这一细分领域，我国是全球最大的出口国，但多数企业以OEM/ODM代工为主，产品集中在传统伤口护理用品，高端敷料市场仍有较大发展潜力，目前国内高端敷料市场仍以外资品牌为主导。稳健医疗凭借其品牌、质量和渠道优势，在市场中占据一定地位，相比主要同行的差异化优势包括：

产品结构与多元化：稳健医疗产品线最为丰富，涵盖传统伤口护理、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护等，且在高端敷料、健康个护等新兴领域布局领先；奥美医疗以外科与伤口护理产品为主，传统敷料占比高，压力治疗与固定产品有一定特色；振德医疗在手术感控产品、基础伤口护理产品、造口与现代伤口护理产品等领域有较强竞争力，但产品结构相对稳健医疗略单一。

渠道与市场布局均衡：稳健医疗国内外市场均衡，境内收入规模在三家中最高，渠道覆盖医院、药店、电商，2B+2C并重，境外以OEM/ODM为主，出口覆盖110余国，欧洲、日本为主市场；奥美医疗出口业务占比较高，国内市场近年来发力，渠道以医院为主；振德医疗出口和国内市场均有布局，手术感控产品在国内医院渠道有一定优势。

技术与研发：稳健医疗研发投入高，2024年末持有1087项研发专利、649项医疗产品注册证（其中三类25项），高端敷料技术水平行业领先，毛利率高达55%；奥美医疗、振德医疗在传统敷料领域有一定技术积累，但高端敷料、创新产品布局和专利数量不及稳健医疗。

盈利能力：稳健医疗高端敷料毛利率55%，整体医用耗材毛利率35%以上，盈利能力优于同行；振德医疗、奥美医疗传统敷料毛利率分别为23.6%和32.0%，手术感控产品毛利率33.8%，整体盈利能力略逊于稳健医疗。

战略与品牌：稳健医疗以“医疗+消费”双轮驱动，旗下“全棉时代”品牌在消费端影响力大，品牌溢价能力强，形成医疗与消费协同效应；奥美医疗、振德医疗品牌影响力主要集中在医疗端，消费品布局相对较弱。

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力



行业趋势：低端产品价格竞争压力大，中高端领域市场前景广阔

表：稳健医疗差异化优势分析（2024年）

	稳健医疗	奥美医疗	振德医疗
产品结构	传统伤口护理、高端伤口敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护等	医用耗材及一次性医疗器械、感染防护用品、家庭护理产品	基础护理、手术感控、压力治疗与固定、造口及现代伤口护理、感控防护
医疗耗材国内收入	17.8亿元	5.7亿元	17.7亿元
医疗耗材国外收入	21.3亿元	27.6亿元	24.9亿元
技术与研发	1087项研发专利、649项医疗产品注册证（其中三类25项）	发明专利51项、实用新型专利292项、外观设计专利77项	105项发明专利，136项国家二类医疗器械注册证、11项三类医疗器械注册证
盈利能力	医用耗材毛利率36.5%	传统敷料毛利率32.0%	传统敷料毛利率23.6%
品牌战略	“医疗+消费”双轮驱动	医疗	医疗

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力



医疗业务近况：疫情带来短期超额利润，后疫情时期转型全品类布局、高价值业务引领增长

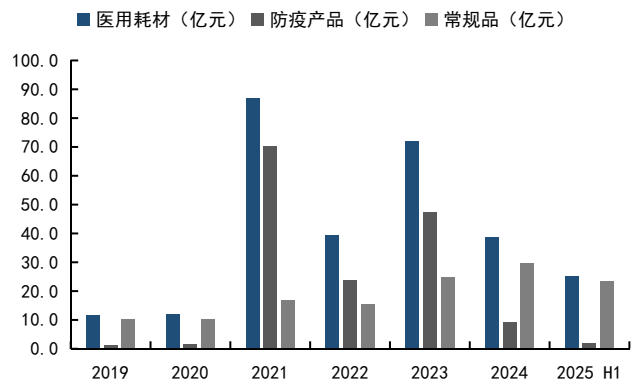
公司医疗板块业绩经历了大幅波动，如今步入高质量增长轨道。

- **2020年：**新冠疫情暴发初期，市场对口罩、防护服等感染防护产品的需求激增。公司凭借快速响应能力和过硬的产品质量，感染防护产品收入大幅增长至77.02亿元，带动医疗板块整体营收达到86.84亿元，医用耗材的毛利率也因高毛利的防护产品占比提升而显著提高至62.24%，经营利润率高达45%。
- **2021年：**随着全球疫情形势变化及疫苗接种推进，海外市场对感染防护产品的需求有所回落。公司感染防护产品收入降至28.12亿元，医疗板块整体营收相应下滑至39.22亿元。毛利率也因感染防护产品占比下降及价格回落而有所回调至47.5%，经营利润率回落至22.2%。
- **2022年：**国内疫情反复，对感染防护产品的需求再次上升。公司感染防护产品收入回升至47.35亿元，医疗板块整体营收增至72.02亿元，经营利润率21.3%。
- **2023年：**疫情影响大幅减弱，感染防护产品市场需求回归常态化。公司感染防护产品收入大幅降至9.13亿元。医疗板块整体营收降至38.62亿元。同时，公司对感染防护产品库存及相关设备进行处理，也对当期利润产生了一定负面影响。医疗板块经营利润率降至8.8%，毛利率降至40.43%，其中感染防护产品毛利率为44.7%。
- **2024年：**感染防护产品高基数影响基本消除，收入降至3.5亿元，毛利率进一步降21.2%。医疗板块整体营收为39.06亿元，同比增长1.14%。剔除感染防护产品后，医疗板块其他业务收入同比增长20.4%，显示常规业务的稳健增长。医疗板块整体毛利率为36.49%，经营利润率为7.7%。
- **2025上半年：**内生外延发力下，收入同比+46.4%至25.2亿元，占总营收比例提升至48%，剔除新并购公司GRI的贡献，医疗板块上半年营业收入同比+13.2%至19.5亿；其中，高端敷料和健康个护产品分别同比+25.7%/26.9%，消费C端渠道同比+33.2%，以高利润率的产品和渠道引领增长的驱动下，医疗板块营业利润率同比提升0.9个百分点到8.6%。

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

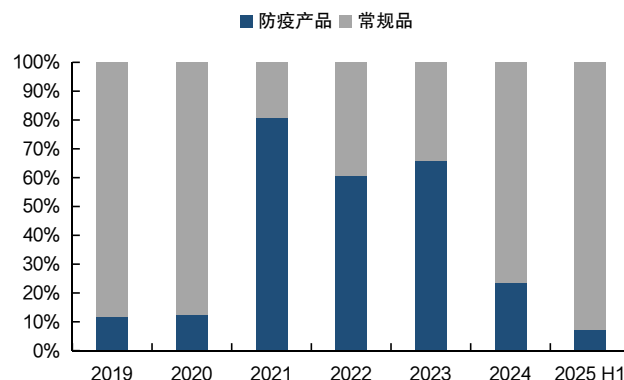
医疗业务近况：疫情带来短期超额利润，后疫情时期转型全品类布局、高价值业务引领增长

图：公司医用耗材营收情况



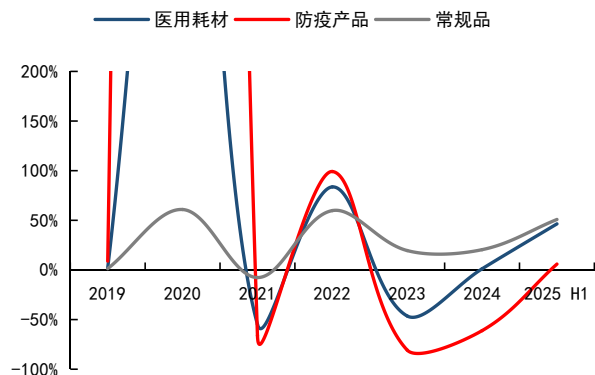
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司医用耗材营收占比情况



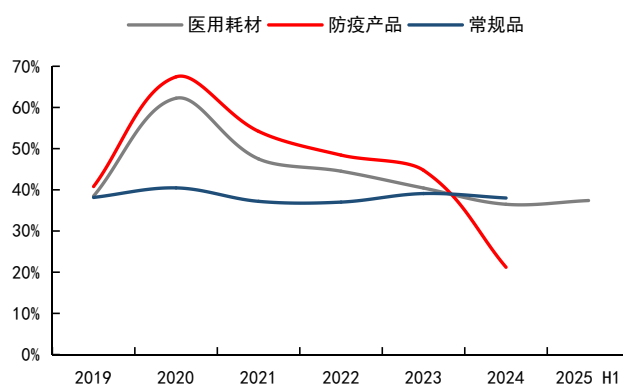
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司医用耗材营收同比变化情况



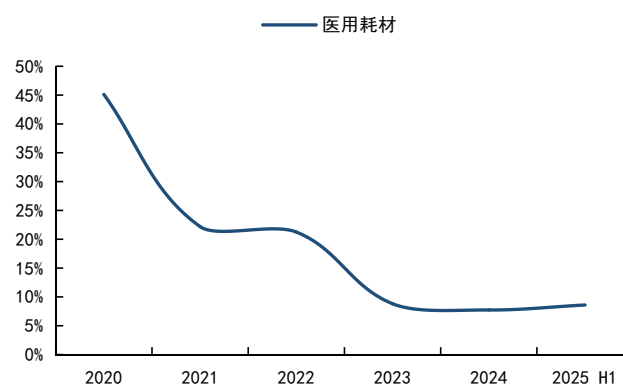
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司医用耗材毛利率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司医用耗材经营利润率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

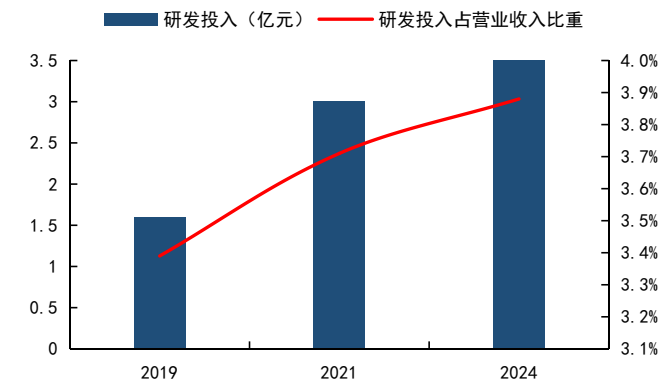
医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

医疗业务近况：疫情带来短期超额利润，后疫情时期转型全品类布局、高价值业务引领增长

创新投入驱动成长，研发成果持续领先。公司在医疗板块持续深化研发创新，近年来显著加大了研发投入力度。根据数据显示，公司研发投入从2019年的1.6亿元逐步提升至2024年的3.5亿元，研发费用占营业收入比重也由3.39%增长至3.88%，体现出公司对技术积累和产品创新的高度重视。

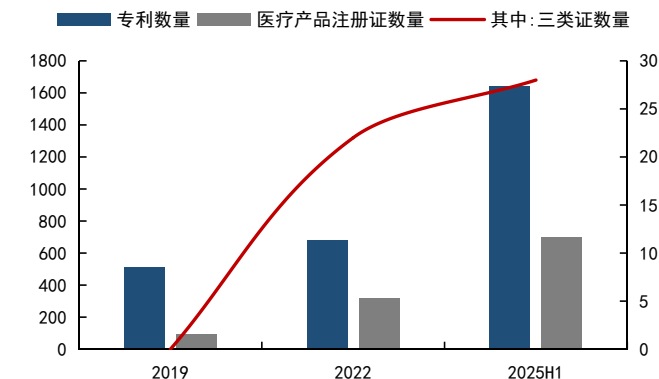
与此同时，研发成果显著落地，专利数量从2019年的514项大幅增长至2025年上半年的1639项，医疗产品注册证数量从94项迅速扩充至701项，其中三类医疗器械注册证实现从无到有、增至28项，进一步增强了产品矩阵的合规性和市场竞争力。这些专利与注册证作为医用耗材领域的关键准入壁垒，为公司产品入院销售 and 市场份额拓展奠定了坚实基础。未来，依托持续强化的研发体系和日益完善的知识产权布局，稳健医疗在医用耗材板块有望依托技术驱动和合规优势，持续释放增长潜力。

图：公司研发投入和占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司专利数量与医疗产品注册证数量



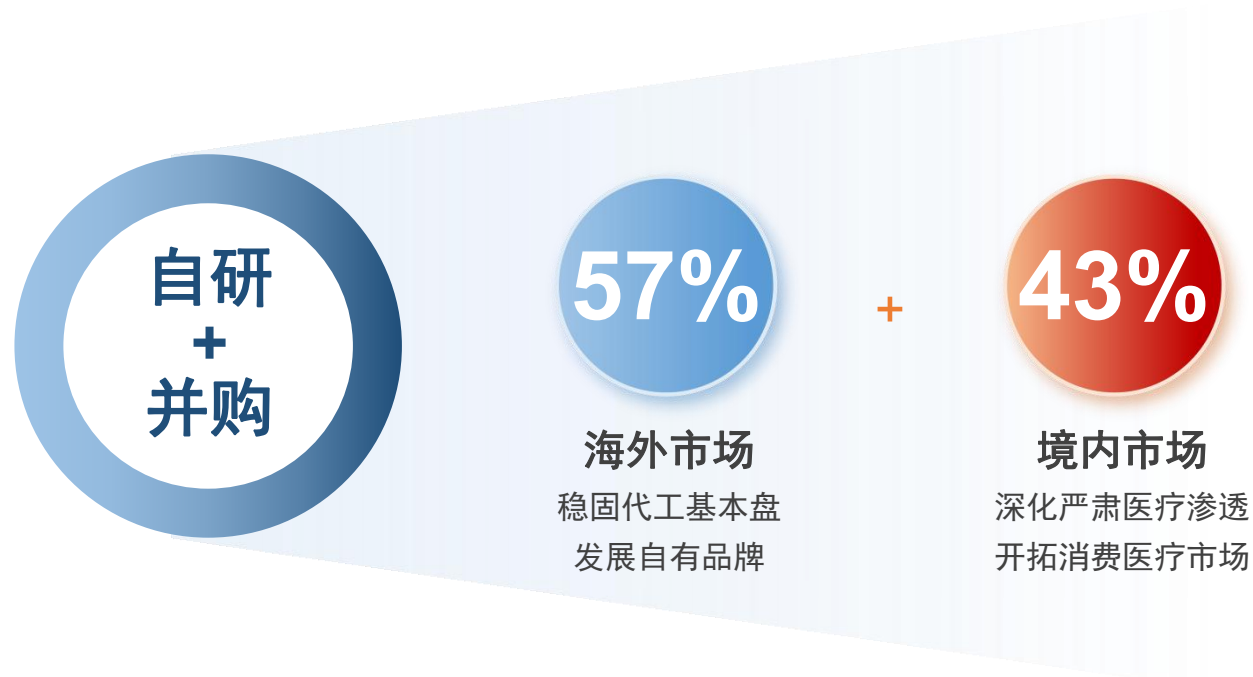
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

医疗业务战略：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

医疗业务当前聚焦严肃医疗（手术耗材、高端敷料）和消费医疗（科学防护、医疗美护等）两大领域，辐射海内外市场。产品方面，自研高价值产品和并购拓展品类齐发力；市场方面，在海外以OEM/ODM为基本盘，自主品牌在东南亚、中东及跨境电商快速成长；在境内通过提供一站式耗材解决方案深化公立医院覆盖，并在零售端通过药店与电商渠道引领增长。

图：公司医疗耗材业务战略与机会



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力



医疗业务战略：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

1. 产品策略：致力打造“医用耗材一站式解决方案”，强调产品结构“高端化转型”

公司结合行业特征与未来发展趋势，建立“原料采购-核心材料研发-产品生产-终端销售”的全产业链布局，产品获得欧盟CE、美国FDA、日本厚生省等多项国际认证。在此基础上，公司致力于打造“医用耗材一站式解决方案”，通过内生发展和外延并购（如收购隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林、GRI等）不断拓展与完善产品线，现已全面覆盖传统伤口护理、高端敷料、手术室耗材、感染防护、健康个护等多元品类，旨在为市场提供更全面的解决方案。

同时，通过持续优化产品结构（重点发展高端伤口敷料、手术室耗材、健康个护等高附加值品类，如迭代至第四代的硅凝胶泡沫敷料）和强化技术创新（坚持核心基础材料自主研发，如全棉水刺无纺布在手术耗材的应用），不断提升核心竞争力。

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

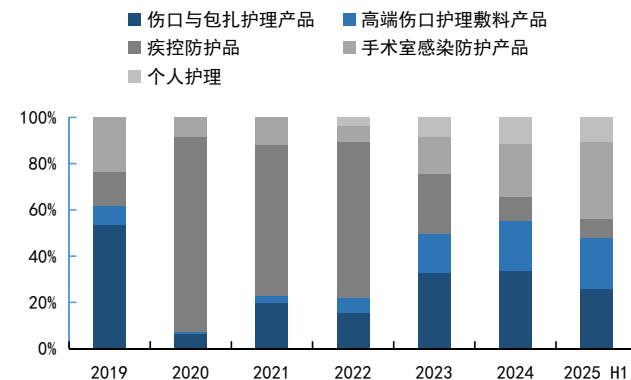
医疗业务战略：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

1. 产品策略：致力打造“医用耗材一站式解决方案”，强调产品结构“高端化转型”

医疗业务主要产品数据如下：

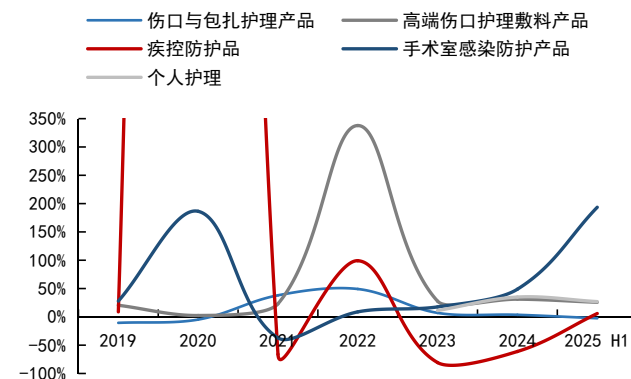
- ① **传统伤口护理与包扎产品**：作为公司的基石业务之一，该产品收入保持相对稳定增长。2023年、2024年分别收入11.5/12.0亿元，同比增长7.0%/3.6%；2025年上半年收入5.7亿元，同比减少2.5%。其毛利率从2023年的34.4%下降至2025年上半年的31.8%。
- ② **高端伤口敷料产品**：是公司重点发展的方向，近年来保持较快增长。2023年、2024年分别收入6.0/7.8亿元，同比增长27.7%/31.2%；2025年上半年收入4.8亿元，同比增长25.7%。该产品毛利率较高，2023年为55.0%，对提升板块整体盈利能力有积极作用。
- ③ **手术室耗材产品**：受益于市场需求增长及公司并购整合，该品类增长迅速。2023年收入5.6亿元，同比增长17.7%；2024年收入8.3亿元，同比增长48.8%（包含GRI并表因素）；2025年上半年收入7.4亿元，同比增长193.5%（剔除GRI，同比增长18.0%）。毛利率从2023年的44.9%下降至2025年上半年的30.1%。
- ④ **疾控防护品**：主要为口罩和防护服，2020年和2022年分别高达70亿、47亿的收入，在2024年疫情常态化下收入规模为3.5亿，2025年上半年收入1.8亿。
- ⑤ **健康个护产品**：主要面向C端市场，增长势头良好。2023年收入3.0亿元；2024年收入4.0亿元，同比增长35.0%；2025年上半年收入2.3亿元，同比增长26.9%。毛利率在2023年为39.1%。

图：医疗业务主要产品营收占比概况（2019-2025H1）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：医疗业务主要产品营收变动（2019-2025H1）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力



医疗业务战略：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

2. 通过并购快速扩张品类与市场，完善产业链，阶段性面临减值考验

公司在2022年收购了隆泰医疗、稳健平安、稳健桂林，2024年收购了美国GRI公司，这些并购旨在完善产业链布局，拓展产品线至高端敷料、注射穿刺、乳胶手套、手术室耗材等领域。

并购直接增厚了相关产品线的收入。2022年，隆泰医疗和稳健桂林分别贡献3.27亿元和2.40亿元，稳健平安贡献收入约2.43亿元，GRI公司自2024年9月并表后，在第四季度贡献收入2.9亿元，2025年前三季度贡献约9亿元收入，主要为手术室耗材。但并购标的的盈利能力不一，短期内可能对板块整体利润率产生影响。例如，GRI的营业利润率略低于稳健医疗板块的平均水平。

同时，并购产生了较大金额的商誉。由于市场环境变化或被并购企业业绩不及预期，公司对部分并购企业计提了商誉减值，直接影响了当期利润。2023年对稳健平安和稳健桂林合计计提商誉减值约1.88亿元。2024年对稳健桂林计提商誉减值9074万元。2025年GRI因美国关税政策可能产生减值影响。

表：公司主要收购情况

并购标的	交易金额	收购股权比例	并表时间	被收购前一年营业收入	被收购前一年净利润	主要产品/业务领域
隆泰医疗	7.28亿人民币	55%	2022年4月30日	35,469.24万人民币	8,637.39万人民币	高端伤口敷料OEM出口
稳健平安	7.52亿人民币	68.7%	2022年6月30日	36,008.70万人民币	8,503.26万人民币	注射穿刺类耗材
稳健桂林	4.50亿人民币	100%	2022年7月1日	32,088.36万人民币	5,085.41万人民币	医用乳胶手套、避孕套
美国GRI (Global Resources International)	1.20亿美元	75.2%	2024年9月	1.50亿美元	1,015.00万美元	医用耗材、工业防护产品

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

医疗业务战略：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

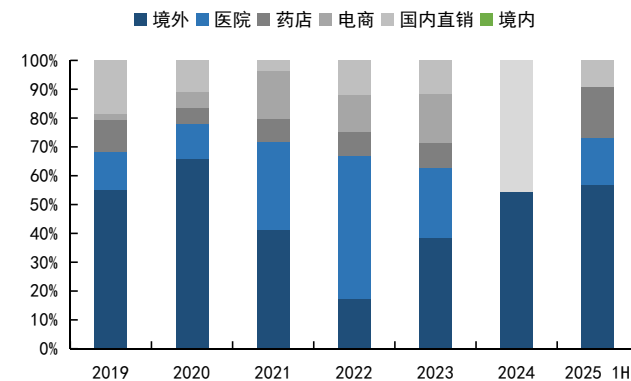
3. 渠道策略：三线协同搭配全球供应链，公司海外业务及国内C端实现高速增长

公司规划了“海外业务+国内严肃医疗（医院）+日用消费医疗（药店、电商等C端）”三线协同发展的渠道策略，通过自建与并购在中国、美国、越南、多米尼加、墨西哥等地布局产能，优化供应链，坚持“技术向外、产品向上”的全球化视野。在海外市场，通过OEM/ODM及自主品牌模式覆盖全球110多个国家和地区，并借助收购美国GRI等举措强化美国市场本土化运营。国内业务方面，B端C端同步推进，持续深耕医院渠道（B端）提升产品渗透率，同时在零售端（C端）覆盖近23万家OTC药店，并在主流及跨境电商平台布局健康个护品类，国内电商平台累计粉丝超1,744万。

2025上半年，公司医疗业务境外收入占比达56.9%，境内收入占比达43.1%，其中：

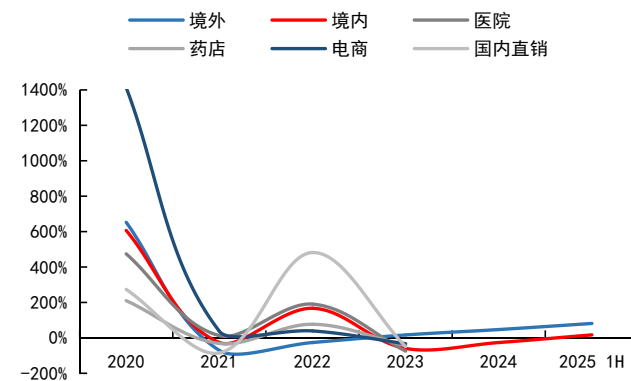
- ① **境外渠道**：收入受全球疫情及国际贸易环境影响较大。2020年因防疫物资出口激增，后续有所回落。2023年境外收入15.44亿元。2024年，医疗业务境外收入达21.31亿元，同比增长38.03%，其中剔除GRI并表贡献后的增速为19.0%，而2025上半年这两项增速分别为81.3%/10.4%。
- ② **境内医院渠道**：疫情期间，公司防疫产品迅速进入医院渠道，带动了品牌知名度和渠道覆盖率的提升。疫情后，常规产品渗透有望持续，2025上半年国内医院渠道收入4.1亿，占医疗境内收入37.6%，同比+16.2%。
- ③ **境内零售渠道（药店及电商）**：近年来增长迅速，2023年/2024年/2025上半年药店渠道覆盖19万家/22.6万家/23万家。2025年上半年，国内C端业务（药店、电商）实现收入4.5亿，占医疗境内收入41.3%，增速达33.2%，电商平台累计粉丝数1744万。

图：各类渠道营收占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：各类渠道营收同比变动情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

医疗业务战略：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

4. 未来成长性：医院、药店等渠道持续拓宽，“医美修复四部曲”迎合C端消费品需求，Dimora品牌成为公司海外潜在增长极

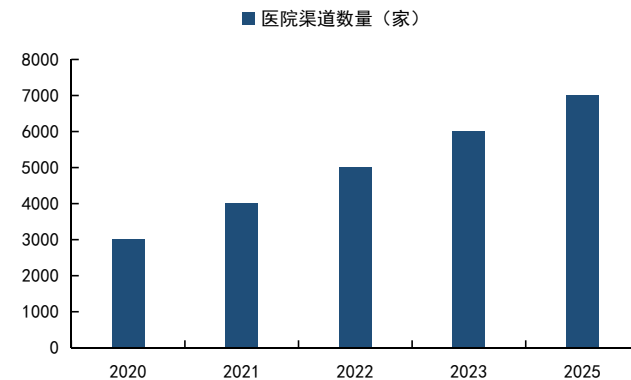
（1）品类丰富支撑医院、药店渠道持续拓宽

公司正持续且有效地拓宽其医疗板块的销售渠道，从而为未来增长奠定坚实的基础。

在医院渠道方面，覆盖数量从2020年的3000+家稳步提升至2025年8月的7000+家，五年内实现数量翻倍，显示出对高端医疗市场渗透的坚定决心。

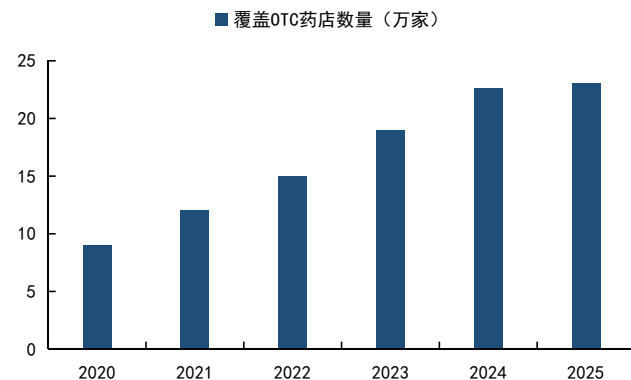
与此同时，药店渠道的拓展更为迅猛，覆盖的OTC药店数量从2020年的9万家快速增长至2025年8月末的23万+家，不到五年的时间内增长超过150%，庞大的药店网络有望形成强大的市场覆盖面。医院与药店渠道的同步快速扩张，丰富和完善了线下的营销网络，有望进一步推动产品销售放量，增强品牌影响力，从而使公司未来具备强劲的成长动能和广阔的市场空间。

图：医院渠道覆盖数量



资料来源：Amazon、国信证券经济研究所整理

图：药店渠道覆盖数量



资料来源：Amazon、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

公司医疗业务：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

4. 未来成长性：医院、药店等渠道持续拓宽，“医美修复四部曲”迎合C端消费品需求，Dimora品牌成为公司海外潜在增长极

(2) “医美修复四部曲” 开拓C端增量市场

根据第三方电商数据库显示，2025年前三季度公司医疗业务电商销售中，占比较大的品类分别为医疗保健（68.6%）、日用工具（20.2%）和家庭清洁（5.1%），占比较去年同期分别+5.9%、-3.4%、+1.4%。

目前，公司正大力推广其面向C端的“医美术后修复四部曲”解决方案，以精准切入高速增长“颜值经济”赛道。整体来看，2025年前三季度，生理盐水湿巾销售额占比较低，仅为0.4%，但较去年同期不足0.3%的占比而言，增长表现不错；透明质酸修复贴占比稍大，达1.1%，但较去年同期1.8%的占比而言，下滑明显；胶原复合修复液销售额占比最低，仅为0.3%，但较去年同期不足0.1%的占比而言，增长较快；日抛型防晒口罩销售额占比最高，达到7.1%，且较去年同期0.7%的占比而言，增长势头最强劲。

表：“医美修复四部曲” 2025年前三季度电商平台表现

	生理盐水湿巾	透明质酸钠修复贴	胶原复合修复液	日抛型防晒口罩
产品样式				
2025年前三季度销售额（万元）	92.7	238.1	55.0	1601.0
2025年前三季度均价（元/件）	29.0	43.3	39.2	22.8
2025年前三季度占比	0.41%	1.06%	0.25%	7.14%
2025年前三季度占比同比变化	0.16%	-0.75%	0.19%	6.40%

资料来源：第三方电商数据库、国信证券经济研究所整理

医疗耗材：奠定公司发展基石，内生外延齐发力

医疗业务战略：重点发展高附加值品类，医院、零售和海外市场三线协同发展

4. 未来成长性：医院、药店等渠道持续拓宽，“医美修复四部曲”迎合C端消费品需求，Dimora品牌成为公司海外潜在增长极

图：Dimora灭菌纸塑带粘边硅胶泡沫敷贴



资料来源：Amazon、国信证券经济研究所整理

（3）Dimora品牌扬帆出海，稳健医疗高端化与全球化的潜在增长极

稳健医疗旗下品牌Dimora专注医疗级健康护理用品，依托医用研发优势，为追求高品质生活的用户提供安全、舒适、环保的家庭健康护理产品，是公司重要的增长引擎。近年来，Dimora在东南亚、中东及跨境电商中快速成长，根据亚马逊第三方数据库资料显示，2023-2024年Dimora在亚马逊平台“伤口护理和敷料”品类中销售额排名第一，今年前三季度在亚马逊平台“伤口护理和敷料”品类中销售额同比双位数增长；在“创可贴”品类中增长更加迅速，今年前三季度销售额同比增长90.6%。

依托技术领先与品牌优势，Dimora将成为公司在高端医用耗材领域的强大增长极，并推动稳健医疗向“高端医用耗材”转型。

表：Dimora亚马逊平台“伤口护理和敷料”品类表现

	2021	2022	2023	2024	2025
排名	37	3	1	1	2
销售额(万美元)	15.8	259.5	373.8	580.8	503.1
YoY	-	1543.3%	44.0%	55.4%	15.5%

资料来源：亚马逊第三方数据库、国信证券经济研究所整理

表：Dimora亚马逊平台“创可贴”品类表现

	2021	2022	2023	2024	2025
排名	81	30	17	6	6
销售额(万美元)	15.1	69.6	144.2	295.2	377.3
YoY		360.4%	107.1%	104.8%	90.6%

资料来源：亚马逊第三方数据库、国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 公司概况：医疗和消费品两大业务进入稳健发展阶段
- 【 02 】 医用敷料行业：奠定公司发展基石，内生外延齐发力
- 【 03 】 消费品行业：恰逢时代东风，强化品牌心智
- 【 04 】 卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极
- 【 05 】 盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长
- 【 06 】 投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值
- 【 07 】 风险提示

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

消费品业务概况：疫情后重启增长，转型战略成功带动销售与盈利双升

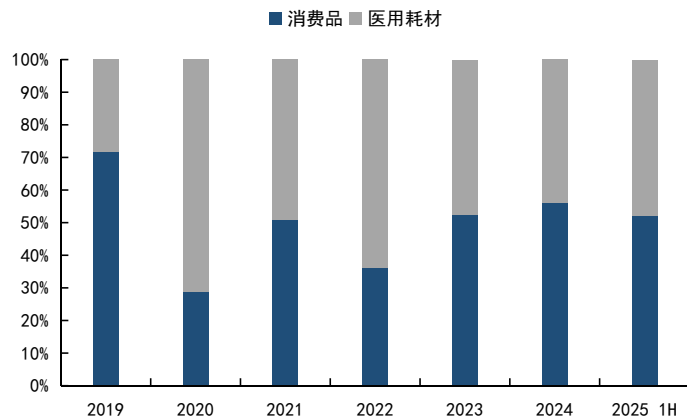
公司消费品业务依托“Purcotton全棉时代”品牌，提供以100%优质天然棉为核心原材料的日用消费品，覆盖母婴护理、女性护理、个人护理、家庭护理、家纺服饰等多个领域。核心技术为全棉水刺无纺布工艺，并在此基础上研发了Cotton Tech六大科技（柔软、透气、保暖、凉感、防晒、抗菌）。

收入方面，2019年公司消费品业务收入远大于医疗业务收入，而在2020-2022年疫情反复影响下，公司消费品业务收入落后于医疗业务。在疫情管控放开后的2023年，消费品业务迎来增长，2025上半年实现收入27.5亿元，同比增长20.3%，占整体收入的52.2%。

盈利方面，2019年公司消费品业务毛利率51.6%，2020年-2022年在疫情影响下公司消费品业务毛利率、经营利润率存在小幅下滑，毛利率下滑2.4%至52.8%，经营利润率下滑2.9%至9.8%，2023年疫情防控政策放开后，消费品业务毛利率和经营利润率回升，2024年消费品业务毛利率和经营利润率分别为55.9%和12.1%，2025年上半年消费品业务毛利率和经营利润率分别为58.6%和14.0%

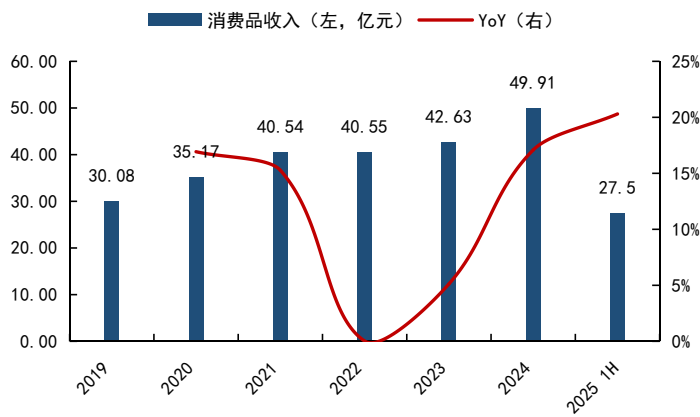
结构方面，2024年公司消费品收入按产品分为无纺布品（26.1亿）和有纺品（23.8亿），占消费品收入比例约为52.4%和47.6%，渠道中线上和线下收入比例约为61.5%和38.5%。

图：2019-2025H1公司业务占比



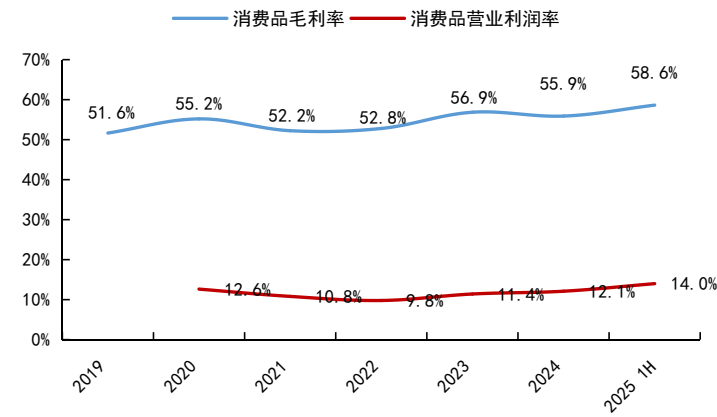
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：2019-2025H1消费业务收入与增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：2019-2024消费业务毛利率、营业利润率变化

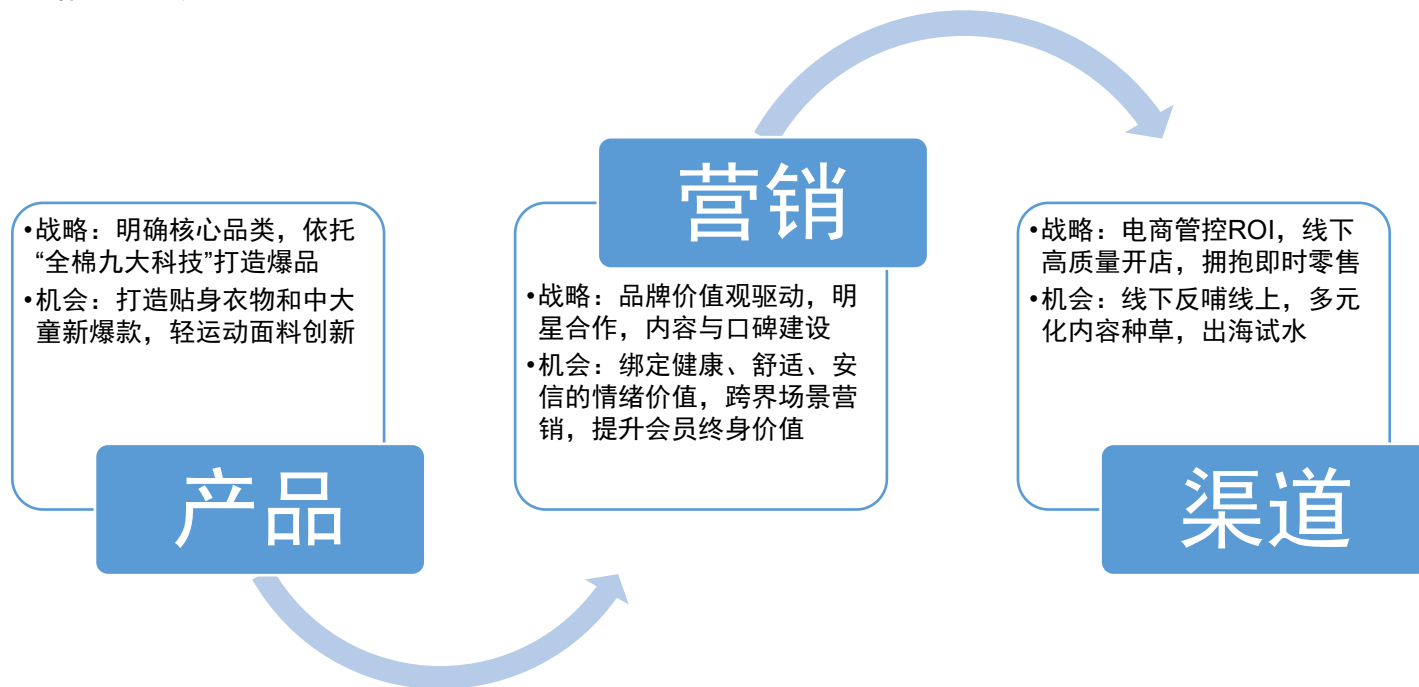


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

消费品业务概况：疫情后重启增长，转型战略成功带动销售与盈利双升

疫情后，除了企业经营环境得到恢复，消费者需求的变化也契合了全棉时代品牌的定位方向。面对万亿消费市场和众多竞对品牌，公司以健康材质为核心卖点，在当下低质产品“内卷”的时代中迎合了消费者对好产品的向往。然而“好产品”更需好的推广策略，公司确立“品牌向上”战略，聚焦核心品类、主动营销破圈、渠道优化调整的助推下，全棉时代、奈丝公主品牌在近一年谨慎的消费环境中逆势快速成长，初步展现了战略转型的成效。未来围绕核心品类集中火力打造爆品，撬动多元化渠道增长杠杆，公司在广阔的消费市场中仍有较大的份额提升空间和增长动力。

图：公司消费品业务战略与机会



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

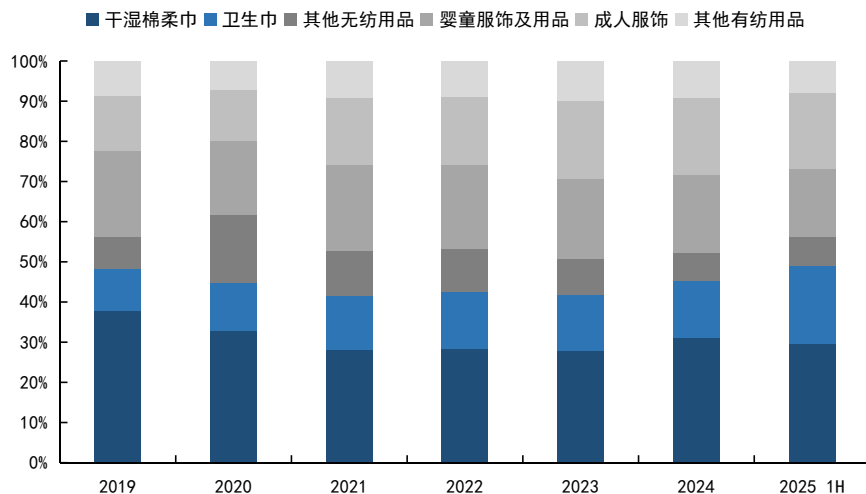
产品：棉柔巾份额领先，卫生巾异军突起，有纺品蓄势待发

产品结构：棉柔巾占比最高，卫生巾利润率领先

分产品看，公司消费品业务主要分为无纺消费品和纺织消费品两大类：

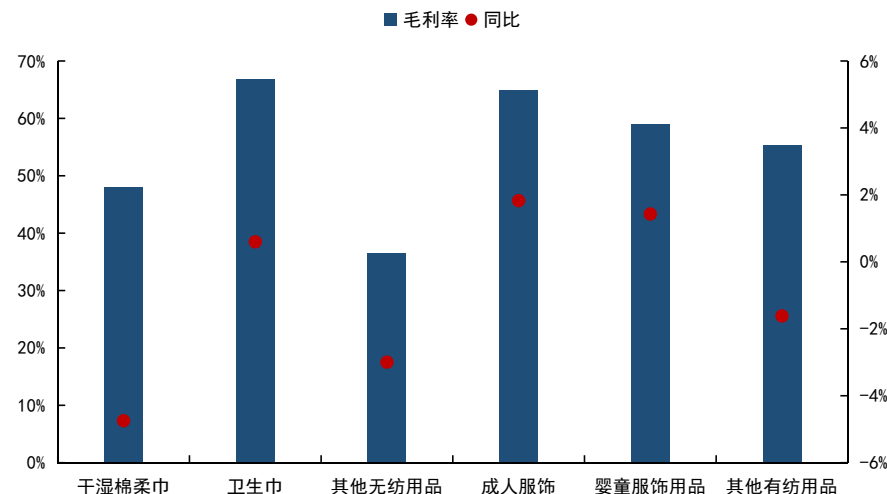
1. 无纺消费品（占52%）主要分为干湿棉柔巾、卫生巾和其他无纺品。干湿棉柔巾目前是占公司消费品业务最大的单一品类（占31%），2024年收入为15.6亿元，毛利率为48.0%；卫生巾（占14%）收入为7.0亿元，毛利率为66.9%，占公司消费品营业收入约14%。无纺品还包括其他无纺品，收入为3.6亿元，毛利率为36.6%。2025年上半年无纺品在卫生巾品牌高增长带动下，占消费品收入比例进一步上升至56.3%，毛利率也同比提升至55.2%。
2. 纺织消费品（占48%）主要分为婴童服饰及用品、成人服饰和其他有纺品。2024年两大服饰类产品体量接近，婴童服饰及用品（占19%）收入为9.6亿元，毛利率为59.0%；成人服饰（占19%）收入为9.6亿元，毛利率为65.0%。有纺品还包括其他有纺品，收入为4.5亿元，毛利率为55.3%。2025年上半年受蛇年生育率下降，童装增速放缓影响，占消费品收入比例下降至43.7%，但毛利率同比提升至63.1%。

图：主要消费品营收占比概况（2019-2025H1）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：2024年主要消费品毛利率变动



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

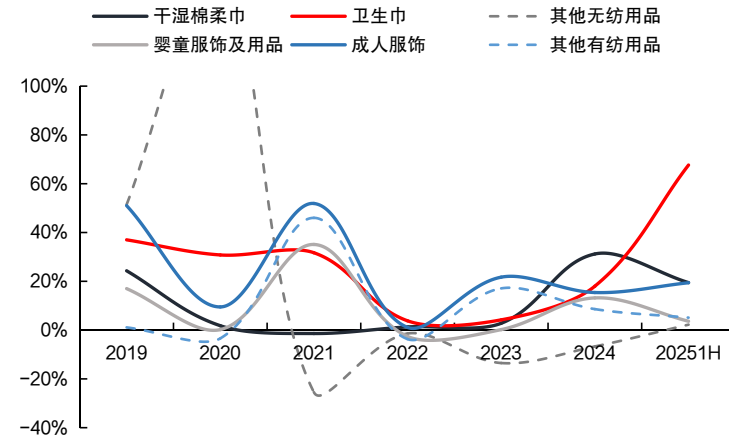
产品：棉柔巾份额领先，卫生巾异军突起，有纺品蓄势待发

产品战略：聚焦四大战略品类并打造多款爆品，纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

全棉时代确立以“棉”为核心、深度聚焦四大战略品类与爆品打造的增长战略，初步取得较好的成绩，2024年以来多个品类增长提速：（1）干湿棉柔巾在2024年取得31%的快速增长，2025年前三季度增长15.7%；（2）卫生巾2024年同比增长18%，其中Q4高达2.4亿元，同比增加35.6%；2025年前三季度同比增长63.9%；（3）成人服饰2024年增长13.2%，2025年前三季度继续增长17.3%。

公司未来将继续集中资源攻坚四大战略品类：棉柔巾、卫生巾、婴童用品（涵盖婴与童）、以及贴身衣物，并为每个品类设定了明确的市场份额目标：力保棉柔巾行业的绝对领导地位（No. 1），推动卫生巾品类进入中国市场前五，将贴身衣物提升至行业前十，并使婴童用品跻身行业前五。

图：主要消费品营收变动（2019-20251H）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代四大战略品和发展目标

棉柔巾目标	卫生巾目标	婴童用品目标	贴身衣物目标
			
保持份额第一	进入中国前5名	进入行业前15	进入行业前10

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

产品：棉柔巾份额领先，卫生巾异军突起，有纺品蓄势待发

产品战略：聚焦四大战略品类并打造多款爆品，纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

同时，公司坚持爆品打造计划。全棉时代拥有已被市场验证的爆品孵化能力，几乎每年都能成功推出1-2个销售额达5000万至亿级的新爆品。

爆品案例一：“超柔乳霜棉柔巾”

公司在婴童棉柔巾产品基础上推出新品“超柔乳霜棉柔巾”，针对用户使用痛点推出品质与体验感显著升级的产品，并在2025年6月加大推广力度后收获显著增长。

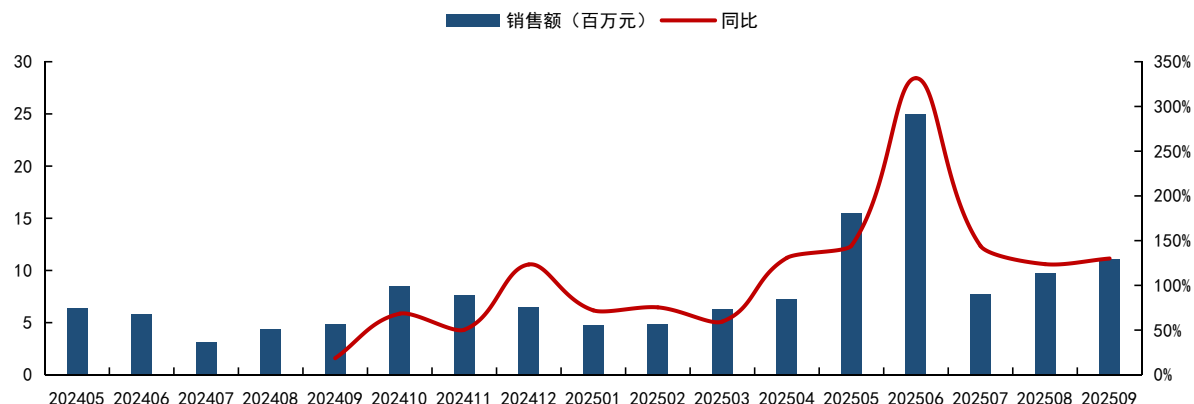
2025年6月5日-6月6日，公司连发两条微博宣传适用于婴儿的“超柔乳霜棉柔巾”，据电商第三方平台数据显示，2025年6月份全棉时代“超柔乳霜棉柔巾”销售额达2494万元，同比增长超300%，且在随后的7-9月份依旧保持每月同比超100%的增长。

图：全棉时代“超柔乳霜棉柔巾”宣传微博



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“超柔乳霜棉柔巾”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

产品：棉柔巾份额领先，卫生巾异军突起，有纺品蓄势待发

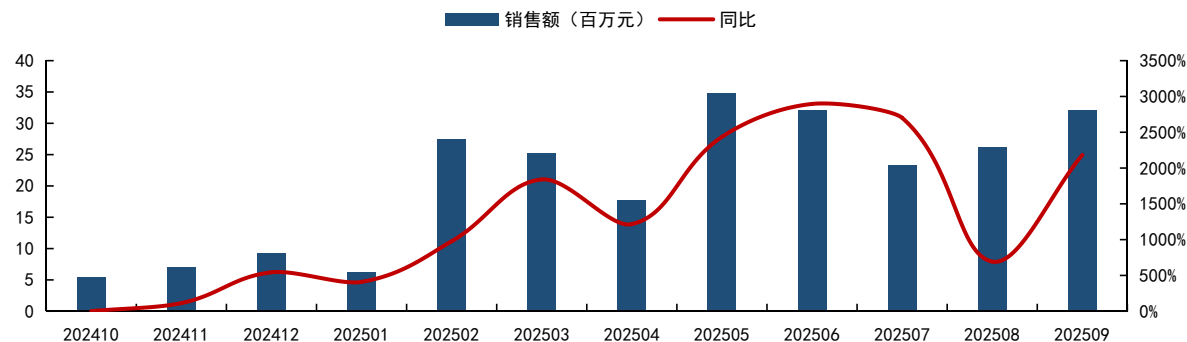
产品战略：聚焦四大战略品类并打造多款爆品，纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

爆品案例二：“医护级卫生巾”

2024年10月，公司发布微博和小红书笔记，向大众科普卫生巾达到医护级认证标准所需要的条件；2025年2月，公司在微博和小红书平台转发央视网专家科普“如何科学挑选卫生巾”，在强调医护级卫生巾的安全性的同时，向大众宣传自身全系列产品均是“纯棉+医护级认证”。

两次短视频内容营销起到了非常好的作用，奈丝公主医护级卫生巾从2024年11月至今，电商销售一直保持同比超100%增长，单月最大销售额达3478万元，最高涨幅高达2896%。

图：奈丝公主“医护级认证卫生巾”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“医护级认证卫生巾”宣传微博、小红书



资料来源：公司官微、公司官方小红书、国信证券经济研究所整理

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

产品：棉柔巾份额领先，卫生巾异军突起，有纺品蓄势待发

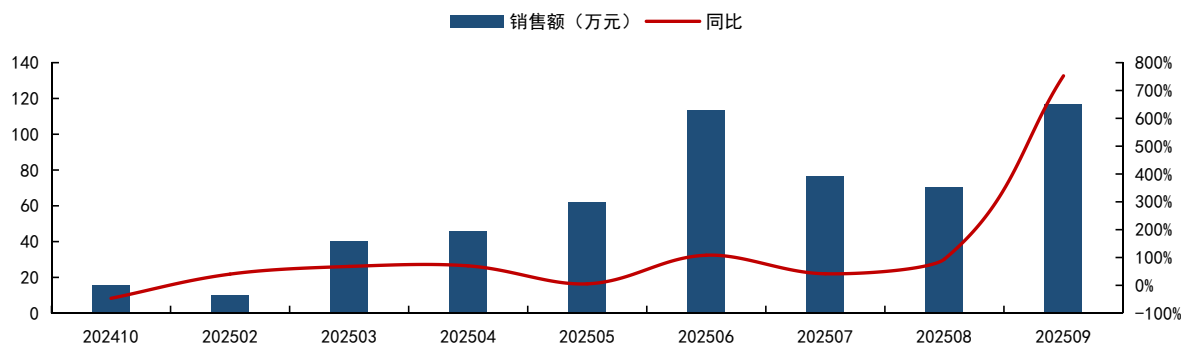
产品战略：聚焦四大战略品类并打造多款爆品，纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

爆品案例三：“无痕女士内裤”

公司根据女性需求，在原先女士内裤的基础上设计出新款全棉无痕女士内裤，并在2025年3月和5月底加大推广力度后取得不俗增长。

2025年3月14日，公司发布小红书笔记，宣传无痕女士内裤；5月27日，公司发布微博和小红书笔记，再次向公众宣传女士无痕内裤。两次宣传取得了亮眼的效果，据电商第三方平台数据显示，3-4月公司女士无痕内裤销售额同比均增长70%左右；6月-9月女士无痕内裤销售额同比增长均超过40%，其中6月和9月增长达三位数，销售额均突破百万元。

图：全棉时代“无痕女士内裤”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“无痕女士内裤”宣传微博、小红书



资料来源：公司官微、公司官方小红书、国信证券经济研究所整理

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

产品：棉柔巾份额领先，卫生巾异军突起，有纺品蓄势待发

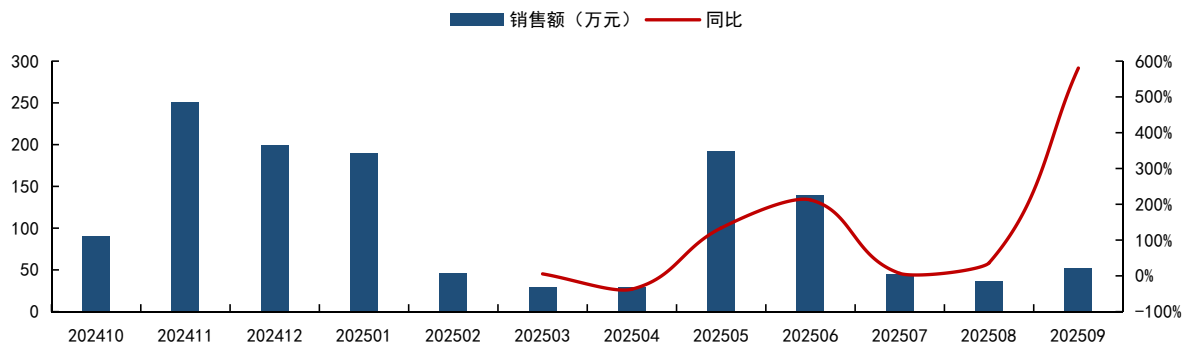
产品战略：聚焦四大战略品类并打造多款爆品，纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

爆品案例四：“空气褶皱纱家居服”

公司根据用户轻薄、透气的居家需求，在原先全棉家居服的基础上设计出空气褶皱纱家居服，并通过两位代言人的推广取得增长。

2025年4月21日，公司发布小红书笔记和微博，宣传代言人丁禹兮同款空气褶皱纱家居服；6月18日，公司再次发布微博和小红书笔记，通过代言人赵丽颖的直播切片向公众宣传其同款空气褶皱纱家居服。两次宣传取得了显著效果，据电商第三方平台数据显示，5-6月公司空气褶皱纱家居服销售额同比均增长达三位数，销售额均突破百万元；此后7月-9月维持同比增长势头。

图：全棉时代“空气褶皱纱家居服”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“空气褶皱纱家居服”宣传微博、小红书



资料来源：公司官微、公司官方小红书、国信证券经济研究所整理

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智

产品：棉柔巾份额领先，卫生巾异军突起，有纺品蓄势待发

产品战略：聚焦四大战略品类并打造多款爆品，纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

未来的战略将继续发挥这一优势，其核心在于坚持在全棉领域进行深度挖掘、持续倾听消费者需求，并以此为导向进行创新，从而源源不断地打造出真正能引爆市场、满足用户期待的爆品。

未来有望成为爆款的潜力新品包括：纯棉轻运动服饰，相较于化纤类的轻运动服饰而言具有更好的舒适度、亲肤性、透气性和低致敏性；以及家纺的2+2+2皱布被和纱布夹棉被，据稳健创新研究院资料显示，这两款产品相较于受试者的自用样，可以有效缩短入睡时间，提高深睡占比。这些产品未来有望成为爆品，为公司业绩增长贡献潜力。

图：全棉时代全棉纱布被



资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代轻氧衣



资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

营销：重点投入品牌建设，持续宣导品牌价值观提升品牌形象

近年来，全棉时代持续推进品牌战略的升级，尤其注重品牌价值塑造和情感共鸣的整合营销模式。这一举措深刻体现在其对高质量品牌内容的长线布局中。例如，2022年至2023年，品牌联合中国妇女报、新世相等权威与潮流媒体共同打造《她改变的》原创纪录短片，通过白响恩、徐颖、水庆霞、罗海香等多位女性人物的真实故事，将品牌内核与“女性力量”“社会关怀”“突破创新”等深度关联，不仅传递了品牌的社会责任感，更在公众认知中构建起具有时代感与人文厚度的品牌形象。

另一方面，全棉时代在15周年之际选择于新疆棉田这一极具象征意义的自然场域举办“棉田大秀”，以“棉花盛开的地方”为主题，结合代言人郭晶晶的出席与艺术化呈现方式，把产品原料溯源上升为文化表达与可持续生活主张的媒介，强化了品牌在消费者心智中的独特位置。由此可见，全棉时代已不再局限于传统消费品以功能驱动市场的路径，而是通过系统性的内容叙事、场景化营销与价值观输出，不断积累品牌资产，拓展与社会议题的对话能力。这一战略的调整，显示出企业正致力于从“制造好产品”迈向“塑造好品牌”的新阶段，后续有望为其在激烈市场竞争中构建长期差异优势奠定坚实基础。

图：全棉时代《她改变的》纪录片



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代15周年暨棉田大秀



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司消费品业务：聚焦核心品类策略取得成效，增速与盈利双升

4. 渠道：线上平台渠道覆盖逐步完善，线下渠道盈利模式改善

公司线上业务占比约6成，涵盖传统电商、兴趣电商及自有平台，保持较快增长。2025年上半年线上渠道收入17.1亿元，同比增长23.6%，占消费业务比例约62.2%。从目前公司线上渠道平台占比看，较高的为淘系（50%）、京东（20%）、抖音（15%），抖音平台同比增长近100%，成为增速最快的渠道。同时，公司的私域流量也在稳定发展，官网、小程序会员数持续增长，2025年上半年全域会员人数近6700万，较去年末增长7.7%。2024年末私域注册会员约2900万（门店1400万，官网/小程序1500万）。整体上，公司线上运营策略主要关注内容营销、品牌故事讲述与产品种草结合，提升拉新转化率与复购率。

线下渠道占比约4成，包括线下门店及商超，注重提升经营效率。

- ① 门店方面，2025年上半年实现营业收入7.2亿元，同比增长2.8%，占消费业务比例约26.2%。公司因地制宜在一二线城市增加直营，三四线城市以加盟为主，落位重点选取高消费力流量区域。截至2025年上半年，全国门店484家（直营380家，加盟104家），80%为直营，20%为加盟，覆盖全国100余个城市。2025年上半年新开16家门店（新开直营店8家、加盟店8家）。公司未来重点拓展300-500平米及800平米以上盈利模型门店，2025年计划聚焦高质量开店、强化门店形象升级和深化会员服务运营。目前来看，公司门店坪效从2022年“<9000元/平/年”已经升至2025H1的“1.2万元/平/年（优质店达1.5万元）”。此外，门店不仅承担销售功能，更是品牌宣传、产品体验和客户服务的重要阵地，是线上线下联动的重要载体。
- ② 商超层面，2025年上半年商超渠道收入2.4亿元，同比增长63.2%，占消费业务比例约8.7%，增速快于其他线下渠道。公司核心产品已进入华润万家、大润发、山姆会员店、沃尔玛、永辉、天虹等主流连锁超市，7-11、罗森、便利蜂等便利店，以及屈臣氏、孩子王等美妆及母婴渠道。

2024年开始，公司实现线上线下会员打通，2025年上半年全渠道会员突破6700万。未来，公司还会通过智能货架、数字化商品运营、引进运营人才等措施，持续提升门店运营效率和坪效。同时，通过深化线上线下融合，打通门店、商超与线上小程序、到家平台，实现流量和销售互通，提升整体经营效率。

健康生活消费品：恰逢时代东风，强化品牌心智



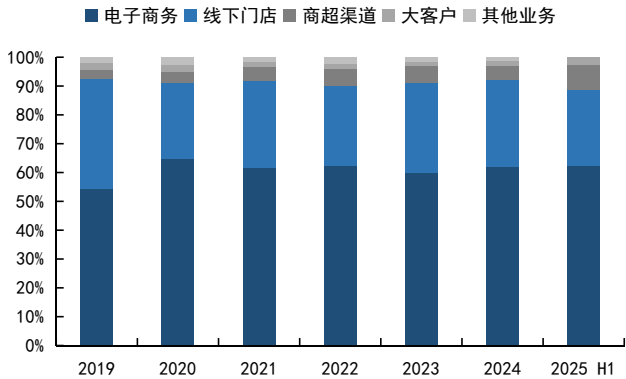
公司消费品业务：聚焦核心品类策略取得成效，增速与盈利双升

表：全棉时代渠道建设发展分析

时间	2009-2018年	2019-2020年	2020-2022年	2023年至今
特点	直营为主，线上线下并进	全渠道融合与加盟模式引入	疫情影响下的渠道结构优化	多元化、精细化运营与全渠道深度融合，形成“线上60%、线下40%”的均衡结构。
线下详情	全棉时代自2009年创立伊始，渠道以直营门店为主，强调品牌体验和 products 教育，线下门店主要布局于一二线城市的中高端购物中心，强化品牌形象和消费者触达。	2019年前，线下门店全部为直营。自2020年5月起，逐步引入加盟商，开启直营与加盟并行模式，提升渠道扩张速度，增强下沉市场渗透力。	疫情期间线下门店经营承压，公司对门店结构进行调整，测试不同面积店型的盈利能力，发现300-500平米及以下门店坪效和盈利性更优，逐步减少大店比例，提升整体运营效率。	线下门店增速平稳，以直营为主、加盟为辅，持续优化门店结构，聚焦300-500平米，提升单店坪效和盈利能力。 商超渠道积极发展，2024 年贡献收入3.2亿元，同比增长33.4%，2025年上半年贡献收入 2.4亿元，同比增长63.2%。
线上详情	线上渠道同步发展，早期以天猫、京东等传统电商平台为主，快速建立线上销售基础。	线上渠道持续扩展，除传统电商外，开始关注兴趣电商（如抖音、快手、小红书）及自有平台（官网、小程序），实现多平台覆盖。	线上渠道逆势增长，线上销售占比持续提升，2020年以来线上收入占比超过60%。疫情期间防疫用品导入，小程序私域流量池快速扩大。	线上渠道聚焦传统电商与兴趣电商双轮驱动，抖音平台增速最为显著，2024年实现翻倍增长，公司通过优化商品结构、整合种草营销与品牌建设，实现可持续增长。

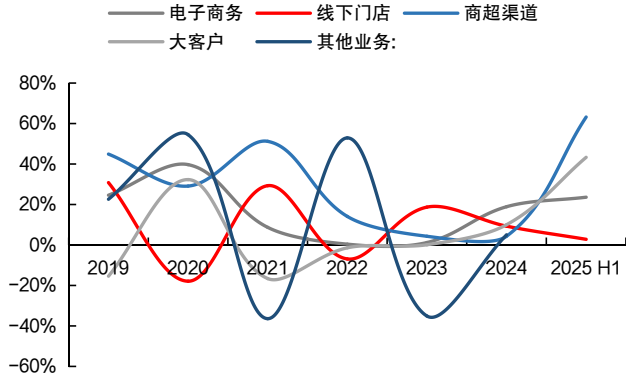
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：各类渠道营收占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：各类渠道营收变动情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

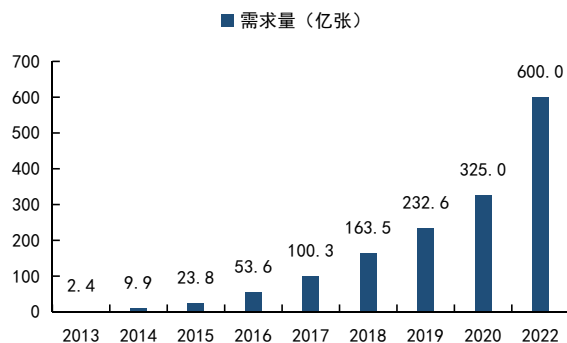
棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

行业趋势：棉柔巾开创新生活方式，替代毛巾、纸巾等产品存在较大增长空间

棉柔巾是一种以棉花或植物纤维制成、柔软亲肤、干湿两用、不易掉屑、用途广泛且相对卫生的清洁护理产品。它尤其受到母婴群体和注重个人清洁护肤人群的欢迎，是替代传统毛巾、纸巾的一种更温和、多功能的现代选择。相对于毛巾而言，棉柔巾即用即弃，从根本上保证了每次使用的洁净卫生，尤其适合洁面、护肤和婴儿护理。同时对于敏感肌、痘痘肌，使用无菌的棉柔巾能避免交叉感染，有利于皮肤状态稳定。相对于纸巾而言，棉柔巾可以干湿两用，不易破，且棉原料触感比纸巾更柔软舒适，不易掉毛掉屑，对皮肤更友好。

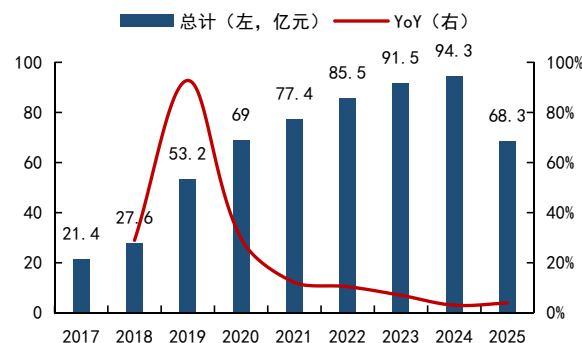
棉柔巾作为纸巾等的升级产品，受益于健康、环保理念和消费升级，渗透率快速提升。根据Euromonitor统计数据，2024 年全球棉柔巾市场行业零售规模约780亿片，处于高速增长阶段。近年来，中国棉柔巾市场需求量激增，前瞻产业研究院《棉柔巾行业市场研究报告》显示，2013年中国棉柔巾市场需求量仅为2.4亿张，2019年迅速增长至232.6亿张，2022年更是暴增至600亿张，年均复合增长速度为84.7%。洗脸巾（棉柔巾）电商销售规模2017年为21.4亿元，2024年增至94.3亿元，年复合增长率23.6%。2024年天猫、京东、抖音等平台洗脸巾品类同比增长4.0%、3.3%和5.2%，为个护品类中增速最快的细分之一。

图：中国棉柔巾需求量变动趋势



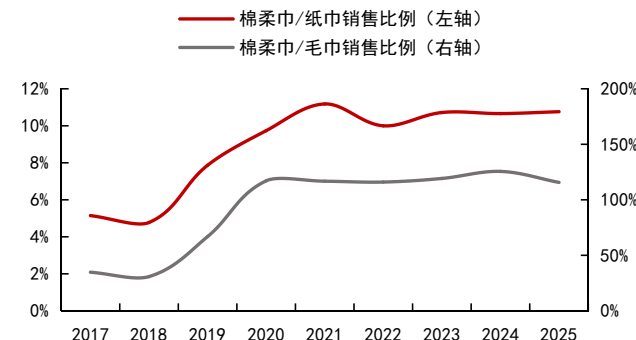
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：洗脸巾（棉柔巾）电商销售情况



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理
如无特别说明，2025年数据均截至9月30日

图：棉柔巾/纸巾、毛巾的销售比例



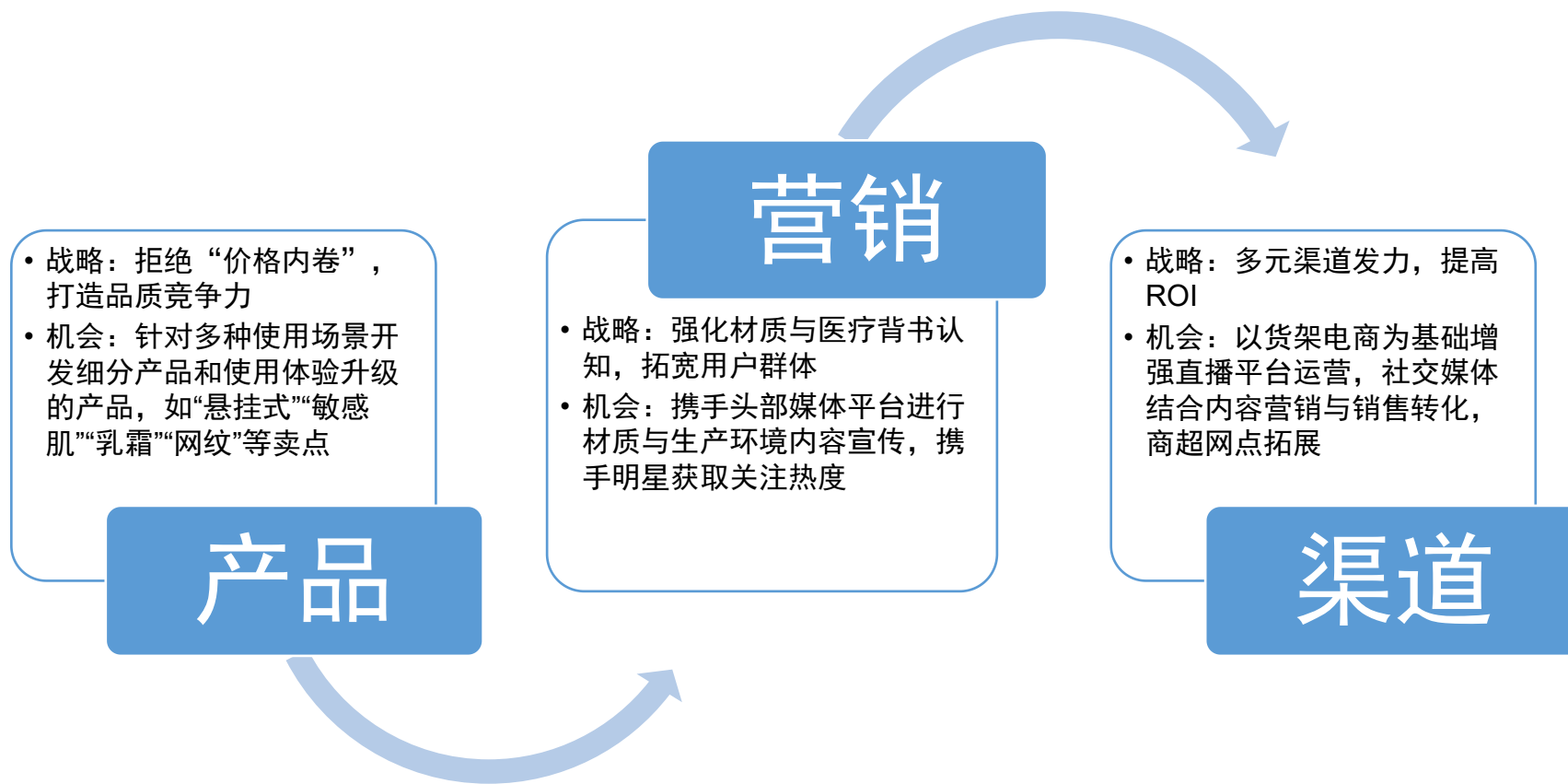
资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

品牌策略与机会：产品坚持品质至上，营销巩固客群并破圈，渠道增长潜力较大

公司的棉柔巾品类立足高品质定位，结合市场洞察持续开发新品，并重点强化营销与渠道的转化，实现持续较快增长。

表：棉柔巾品类的发展战略与机会



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

产品策略：拒绝“价格内卷”，全棉时代产品品质建立核心竞争力

全棉时代棉柔巾的单片价格在主流的棉柔巾品牌中处于中等区间，但较大的单片尺寸使其具备一定性价比优势。相比于价格竞争，全棉时代棉柔巾更注重品质竞争，其最大差异化在于坚持100%全棉和医护级标准：（1）全棉时代坚持使用 100%天然优质棉花，很多其他品牌（尤其非专业母婴品牌）会使用植物纤维/粘胶纤维等，虽然这些材质也能做到柔软，但在亲肤性、天然性、透气性、降解环保性上，100%纯棉更胜一筹，尤其适合新生儿、敏感肌、术后恢复等特殊人群。（2）全棉时代依靠稳健医疗独创的“全棉水刺无纺布”技术及其医疗敷料的生产工艺，对洁净度、安全性、低致敏性做出了较高标准的要求，使棉柔巾达到医护级标准。

表：全棉时代棉柔巾与其他品牌柔巾比较

维度	全棉时代	德祐	Babycare	可心柔	半奈儿
产品样式					
产品名称	全棉时代100%棉洗脸巾婴儿洁面擦脸纸棉柔巾	德佑一次性洗脸巾壁挂式卸妆擦脸巾悬挂干湿两用洁面巾加量绵柔巾	Babycare山茶柔巾婴幼儿童一次性洗脸巾超柔加厚	可心柔棉柔巾婴儿专用干湿两用 新生儿宝宝一次性洗脸巾100抽	半奈儿洗脸巾一次性抽取式加厚洁面擦脸巾新生儿可用非纯棉柔巾
功能特点	湿敷可用、便携易干、卸妆功能、安全材质、医护级产品、不掉毛不变形、多用途、无添加	纯植物源材亲肤0刺激、擦拭脸蛋、玩具清洗、卸妆/湿敷洗脸、便后屁屁、奶瓶擦拭、日常抹布	干湿两用、宝宝护理、DIY面膜、居家清洁、卸妆卸泥膜	干湿两用、宝宝护理、外出餐桌清洁	湿敷可用、卸妆功能、安全材质、不掉毛不变形、多用途 无添加
价格	9.9	19.2	16.44	9.37	7.35
抽数	70	200	60	100	50
单价	0.14元/片	0.10元/片	0.27元/片	0.09元/片	0.15元/片
成分	100%全棉	100%粘胶纤维	100%粘胶纤维	100%全棉	85%粘胶纤维+15%莱赛尔纤维
单张尺寸	200mm*200mm	150mm*200mm	150mm*200mm	130mm*200mm	200mm*200mm

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

营销策略：以“真棉”破“假绵”，全棉时代重塑消费者棉柔巾认知

公司是棉柔巾品类的开创者，过去多年随着渗透率提升，行业快速增长，但由于行业缺乏明确的标准，部分新进入者凭借在产品中混杂低价化纤材质进行价格战，导致行业竞争格局一度恶化。2021年底，柔巾国家标准正式实施，由全棉时代等企业共同研究起草，国家标准“GB/T 40276-2021柔巾”中规定了柔巾产品标识应包括产品纤维成分及含量。新标准实施后，部分品牌将产品以“绵柔巾”命名，容易使消费者将其与棉柔巾认知混淆，公司在2023年下半年开始重点进行材质宣传营销投放，教育消费者心智。

公司产品为100%全棉材质，与市面上大部分化纤材质的“绵柔巾”形成明显区隔。营销推广上以消费者材质教育为核心，主打“绵不等于棉”，通过官方公众号、品牌活动等形式积极宣传“一看、二摸、三闻”小技巧，引导消费者通过包装上“100%棉”的产品成分表，触感不假滑、热水浸泡无异味这些方法来辨别“棉”柔巾和含化纤的“绵”柔巾。

图：棉柔巾定义官方报道

棉柔巾≠绵柔巾 洗脸巾你买对了吗？

央视新闻 2024-11-17 03:19 北京

近年来，柔巾以使用方便、使用场景丰富、手感柔软舒适、干净卫生等特点深受消费者喜爱。但是，您是否曾注意过市面上琳琅满目的柔巾中，“棉柔巾”和“绵柔巾”究竟有什么不同？不同的原材料在性能上有什么区别？在挑选柔巾时，我们又应该注意些什么呢？

江苏消保委检测50批次柔巾产品 其中9批次不符合标准

柔巾主要是指非织造布制成的干的擦拭巾类产品。通常我们说的“棉柔巾”、“洗脸巾”等等，都属于柔巾产品。因为产品的原料不同，或者定位不同，名称也不同。江苏省消费者权益保护委员会最近组织对50批次柔巾产品进行了检测，并于近日向社会公布检测结果。这次公布的检测结果不仅让人了解了柔巾的真实成分，还提醒我们如何在购买时做出选择。



江苏省消费者权益保护委员会监督部主任 赵鑫：纺织纤维可分为天然纤维和化学纤维，天然纤维有棉、麻、毛、丝四种，化学纤维可以分为人造纤维和合成纤维两类，常见的莱赛尔、莫代尔、涤纶、锦纶等，都是属于化学纤维。天然纤维柔软、亲肤、吸湿性好，更环保。化学纤维强度高、耐用性好，价格相对更低。

资料来源：央视新闻，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代棉柔巾宣传图



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

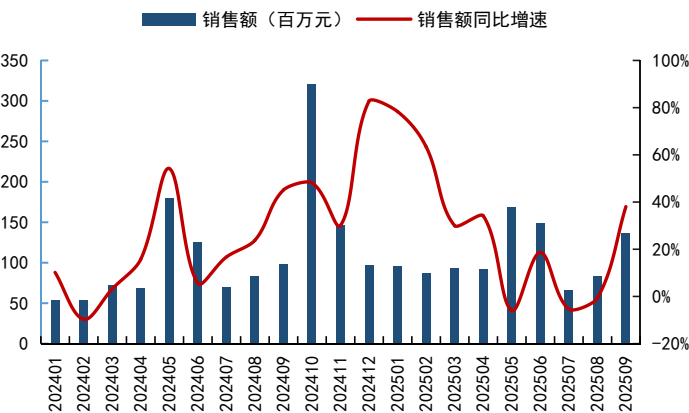
棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大



营销效果：全棉时代电商平台份额回升，全棉材质教育效果显著

今年材质教育效果显现，棉柔巾收入快速增长，2024年公司干湿棉柔巾收入约15.6亿元，同比增长31.2%，销售量约200亿片，市占率在电商平台15%以上，整体市占率20%以上；2025年上半年公司干湿棉柔巾收入约8.1亿元，同比增长19.5%，市占率在电商平台继续保持15%以上。从线上份额来看，根据第三方数据，在天猫+京东+抖音三平台，洗脸巾品类保持大约22%以上的高速年化增长，而全棉时代品牌份额从2021年至2023年逐年下滑至12.5%，但2025年前三季度明显回升至15.3%；从集中度看，在2025年前三季度行业CR5份额43.0%，集中度较高，且较前两年有所上升（2023年CR5 36.8%，2024年CR5 41.8%）。从品牌排序看，行业近几年基本保持稳定，线上销售额前5名在2022年-2025年一直是全棉时代、德佑、Babycare、可心柔和半奈儿。

图：全棉时代洗脸巾（棉柔巾）电商三大平台销售情况



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：洗脸巾（棉柔巾）电商三大平台各品牌销售占比

三平台	2022				2023				2024				2025			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
全棉时代	12.7%	12.5%	15.6%	15.3%	12.7%	12.5%	15.6%	15.3%	12.7%	12.5%	15.6%	15.3%	12.7%	12.5%	15.6%	15.3%
德佑	3.8%	5.9%	7.6%	11.8%	3.8%	5.9%	7.6%	11.8%	3.8%	5.9%	7.6%	11.8%	3.8%	5.9%	7.6%	11.8%
babycare	10.5%	10.2%	9.3%	6.3%	10.5%	10.2%	9.3%	6.3%	10.5%	10.2%	9.3%	6.3%	10.5%	10.2%	9.3%	6.3%
可心柔	2.8%	4.9%	5.9%	5.5%	2.8%	4.9%	5.9%	5.5%	2.8%	4.9%	5.9%	5.5%	2.8%	4.9%	5.9%	5.5%
半奈儿	2.2%	3.3%	3.4%	4.1%	2.2%	3.3%	3.4%	4.1%	2.2%	3.3%	3.4%	4.1%	2.2%	3.3%	3.4%	4.1%
尔木萄	1.1%	2.2%	3.3%	3.0%	1.1%	2.2%	3.3%	3.0%	1.1%	2.2%	3.3%	3.0%	1.1%	2.2%	3.3%	3.0%
维达	0.4%	0.4%	1.0%	3.1%	0.4%	0.4%	1.0%	3.1%	0.4%	0.4%	1.0%	3.1%	0.4%	0.4%	1.0%	3.1%
心相印	0.6%	0.9%	1.4%	2.5%	0.6%	0.9%	1.4%	2.5%	0.6%	0.9%	1.4%	2.5%	0.6%	0.9%	1.4%	2.5%
洁丽雅	2.1%	2.0%	2.3%	1.9%	2.1%	2.0%	2.3%	1.9%	2.1%	2.0%	2.3%	1.9%	2.1%	2.0%	2.3%	1.9%
植护	0.9%	0.9%	1.7%	1.3%	0.9%	0.9%	1.7%	1.3%	0.9%	0.9%	1.7%	1.3%	0.9%	0.9%	1.7%	1.3%

资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：洗脸巾（棉柔巾）电商三大平台各品牌销售增长率

三平台	2022				2023				2024				2025			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
合计	11.1%	8.8%	4.2%	4.8%	11.1%	8.8%	4.2%	4.8%	11.1%	8.8%	4.2%	4.8%	11.1%	8.8%	4.2%	4.8%
全棉时代	0.9%	7.3%	30.4%	20.7%	0.9%	7.3%	30.4%	20.7%	0.9%	7.3%	30.4%	20.7%	0.9%	7.3%	30.4%	20.7%
德佑	115.3%	71.6%	33.1%	64.6%	115.3%	71.6%	33.1%	64.6%	115.3%	71.6%	33.1%	64.6%	115.3%	71.6%	33.1%	64.6%
babycare	11.8%	5.3%	-5.3%	-33.8%	11.8%	5.3%	-5.3%	-33.8%	11.8%	5.3%	-5.3%	-33.8%	11.8%	5.3%	-5.3%	-33.8%
可心柔	45.2%	87.4%	26.5%	-6.5%	45.2%	87.4%	26.5%	-6.5%	45.2%	87.4%	26.5%	-6.5%	45.2%	87.4%	26.5%	-6.5%
半奈儿	2548.0%	61.0%	8.0%	20.6%	2548.0%	61.0%	8.0%	20.6%	2548.0%	61.0%	8.0%	20.6%	2548.0%	61.0%	8.0%	20.6%
尔木萄	103.9%	115.3%	55.7%	-6.7%	103.9%	115.3%	55.7%	-6.7%	103.9%	115.3%	55.7%	-6.7%	103.9%	115.3%	55.7%	-6.7%
维达	-35.6%	4.7%	189.6%	379.7%	-35.6%	4.7%	189.6%	379.7%	-35.6%	4.7%	189.6%	379.7%	-35.6%	4.7%	189.6%	379.7%
心相印	-19.6%	50.0%	65.6%	95.8%	-19.6%	50.0%	65.6%	95.8%	-19.6%	50.0%	65.6%	95.8%	-19.6%	50.0%	65.6%	95.8%
洁丽雅	-23.5%	5.0%	18.4%	-20.1%	-23.5%	5.0%	18.4%	-20.1%	-23.5%	5.0%	18.4%	-20.1%	-23.5%	5.0%	18.4%	-20.1%
植护	14.9%	14.6%	90.5%	-18.6%	14.9%	14.6%	90.5%	-18.6%	14.9%	14.6%	90.5%	-18.6%	14.9%	14.6%	90.5%	-18.6%

资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

营销策略：健康IP赋能棉柔巾，全棉时代积极破圈开拓新客群

2022年3月1日，全棉时代聘请前国家跳水队运动员、奥运冠军郭晶晶为品牌代言人。郭晶晶是享誉世界的“跳水女皇”，一直以来，都给人一种健康、低调、务实、富有亲和力的公众形象，且拥有极高的国民好感度和声誉。这与全棉时代追求的“舒适、健康、可靠”的品牌调性高度一致。作为三个孩子的妈妈，她代言母婴、家居产品显得更加真实和可信。同时，她的“豪门清流”形象吸引了对生活品质有追求的家庭用户，帮助全棉时代进一步巩固高端母婴和家居市场的地位。郭晶晶的代言成功帮助全棉时代强化了“信任”和“品质”这两大核心要素，精准触达了高知家庭和母婴消费群体。

图：郭晶晶代言全棉时代棉柔巾官宣图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

营销策略：健康IP赋能棉柔巾，全棉时代积极破圈开拓新客群

2025年9月8日，全棉时代宣布乒乓球奥运冠军、女单世界排名第一的运动员孙颖莎成为其全球品牌代言人，为旗下棉柔巾品类代言。

全棉时代棉柔巾以往在“宝妈”和“精致白领”群体中认知度较高。孙颖莎作为一名现役职业运动员，拥有大量Z世代年轻粉丝和体育爱好者群体，她的代言有助于品牌触达更广泛、更跨圈的消费人群，推动用户结构年轻化。同时，孙颖莎所代表的专业、稳定与健康形象，也与全棉时代“医疗级品质”“产品安全可靠”的品牌内核相契合，进一步强化消费者对品牌专业度的信任。

图：孙颖莎代言全棉时代棉柔巾官宣图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

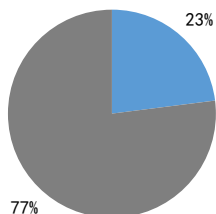
营销策略：努力巩固消费用户基本盘，积极拓宽Z世代消费市场

从粉丝画像数据可以清晰看出，全棉时代签约孙颖莎为品牌代言人后，有望在稳固其24-40岁核心客群的同时，战略性拓宽年轻市场，特别是18-23岁的女性消费群体。根据巨量算数数据显示，性别上看，全棉时代原有的用户多为女性用户。年龄上看，全棉时代原有的用户高度集中于24-40岁人群（合计占比66%），其中24-30岁用户的TGI指数高达193，显示出极强的用户偏好，这构成了品牌的基本盘。然而，其18-23岁用户占比仅为7.3%，TGI指数56，远低于平均水平，是明显的短板。而孙颖莎的粉丝群体从年龄上恰好可以弥补这个短板。从年龄来看，其18-23岁粉丝占比（16.2%）显著高于全棉时代原有占比，且TGI指数107，达到了偏好水平。同时，她在31-40岁人群（占比37.6%，TGI 105）中同样拥有强大影响力，这与全棉时代的主力客群高度重合。因此，选择孙颖莎是一个“一举两得”的决策：既能凭借其较高的国民度和正面形象巩固品牌原有的成熟客群，又能以其对年轻Z世代的巨大吸引力，高效渗透18-23岁这一潜力市场，为品牌注入年轻活力并开拓未来潜在增长点。

目前来看，签约孙颖莎在初期得到了一个较为理想的效果。据小红书第三方研究机构统计，孙颖莎官宣后首销近3000万元（包括淘宝、京东、抖音与小红书平台），其中90%左右来自新用户。同时，大众反响热烈，小红书和微博较多评论认为全棉时代与孙颖莎此次合作是“天作之合”。

图：全棉时代粉丝画像—性别

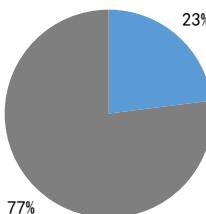
■ 男性占比 ■ 女性占比



资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

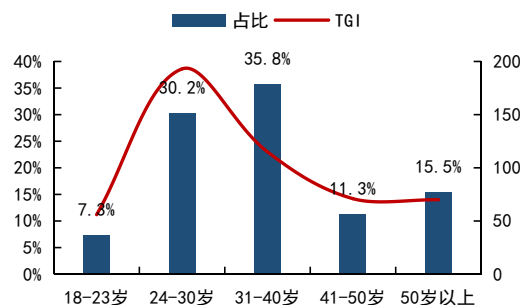
图：孙颖莎粉丝画像—性别

■ 男性占比 ■ 女性占比



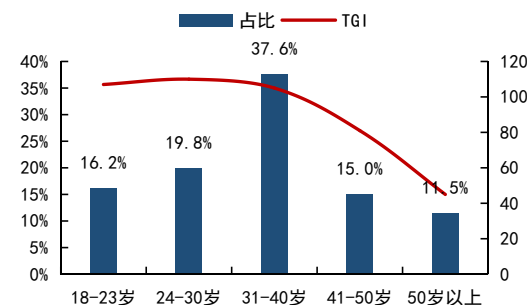
资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代粉丝画像—年龄



资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

图：孙颖莎粉丝画像—年龄



资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

营销效果：明星效应带来关注热度，全棉时代借势拓展年轻市场

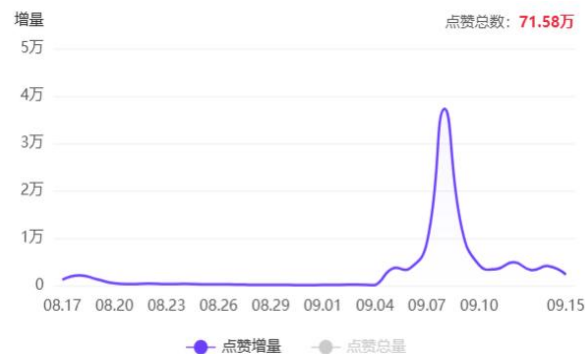
全棉时代签约孙颖莎作为品牌代言人，在官宣前后成功引发了广泛关注。数据显示，9月5日由于相关消息的预热和曝光，小红书和百度搜索指数已出现一轮小高峰，反映出公众对此次合作的高度兴趣。而随着9月8日正式官宣，两大平台的搜索热度迅速攀升至最高峰，话题量和用户互动显著提升。

图：近三个月内全棉时代小红书笔记点赞数



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：近一个月内全棉时代小红书官方帐户新增点赞



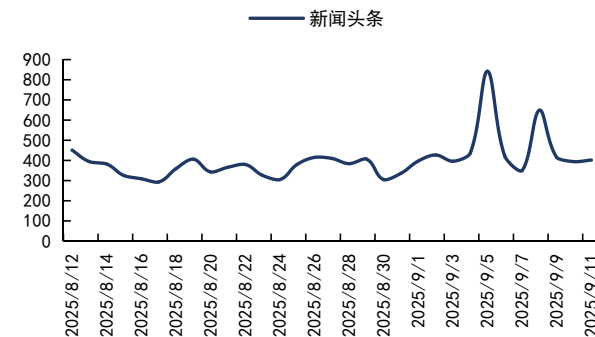
资料来源：小红书第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：近三个月内全棉时代小红书官方帐户新增粉丝



资料来源：小红书第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：近一个月内全棉时代百度搜索指数



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

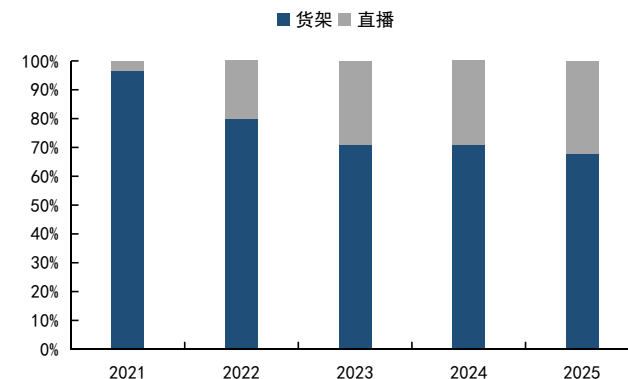
棉柔巾：百亿级高增长景气行业，全棉时代一家独大

渠道机会：线上渠道经历变迁，棉柔巾直播市场潜力巨大

从第三方电商数据库数据可以清晰的看出，整个棉柔巾行业正在飞速拥抱直播电商。其直播渠道占比从2021年的3.2%迅猛增长至2025年8月末的32.2%，涨幅高达十倍。这清晰地表明，直播不再是可有可无的补充渠道，而是已经成为驱动行业增长、触达新客、进行品牌教育的核心主流渠道。行业的营销模式正在从“人找货”的被动搜索，快速向“货找人”的主动内容推荐迁移。

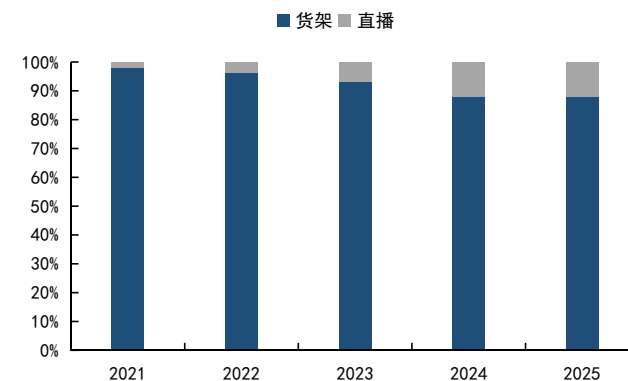
反观全棉时代，其直播渠道营收占比虽从1.8%提升至12%，增速仍明显低于行业水平。截至2025年8月，其88%的营收来自传统货架电商，而行业该比例已降至67.8%。两者在直播渗透率上超过20个百分点的差距，正反映出全棉时代在获取直播红利方面已显著落后，这也构成了其最直接的增长空间。若将直播渗透率提升至行业平均水平，全棉时代有望获得可观的销售增量。这一机会具备较高确定性，因其核心用户：精致妈妈、护肤女性和品质生活追求者，正是直播与内容平台上的活跃人群，天然匹配“内容种草-直播转化”的消费路径。此外，未来的电商竞争不再是货架与直播的割裂战场。全棉时代若想实现持续增长，还需进一步打通“内容场”与“货架场”，构建从“内容种草”到“直播拔草”再到“货架复购”的完整闭环。

图：洗脸巾行业货架/直播销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代洗脸巾货架/直播销售占比



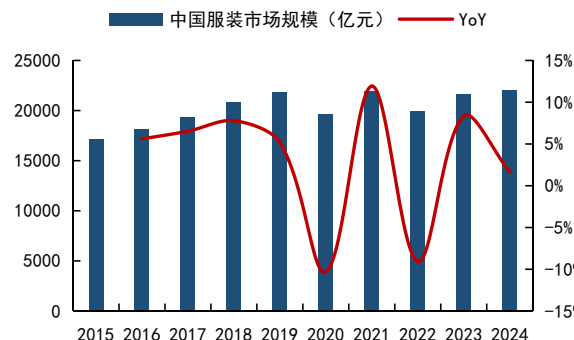
资料来源：电商平台第三方数据库、共研产业咨询，国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

行业趋势：服装家纺市场超2万亿，品牌百花齐放，差异化定位是破局之道

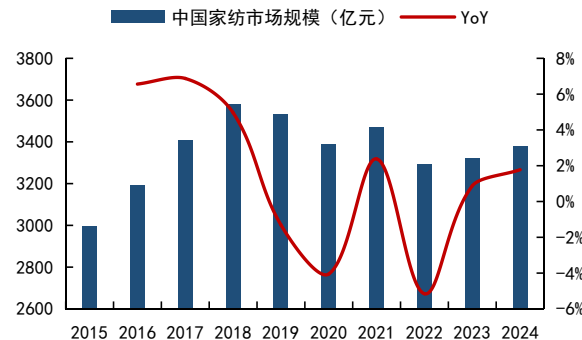
服装家纺市场规模庞大，品牌数量众多。Statista数据显示，2024年中国服装行业市场规模约2万亿元，近五年行业复合增速4.6%。其中，全棉时代品牌目前主要定位的童装和成人贴身衣物的市场规模均在2500-3000亿元左右。根据Euromonitor数据，中国童装市场规模在2024年为2,607亿元，5年复合增速4.1%；2024年中国内衣市场规模达2543亿元，5年复合增速3.1%。在中国整体服装和家纺市场中行业集中度较为分散，品牌数量众多，前10大品牌年销售额体量普遍在120亿元以上，而即使童装、内衣细分市场，前5大品牌销售额体量也普遍在20亿元以上。

图：服装市场规模及变化情况



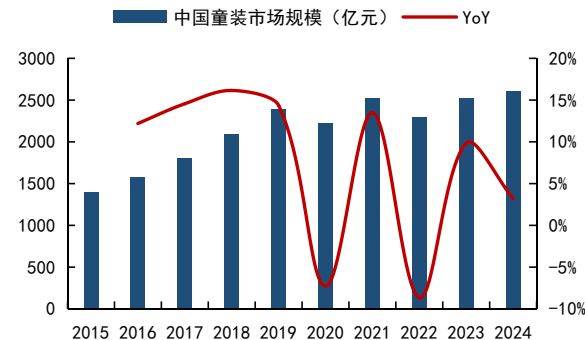
资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图：家纺用品市场规模及变化情况



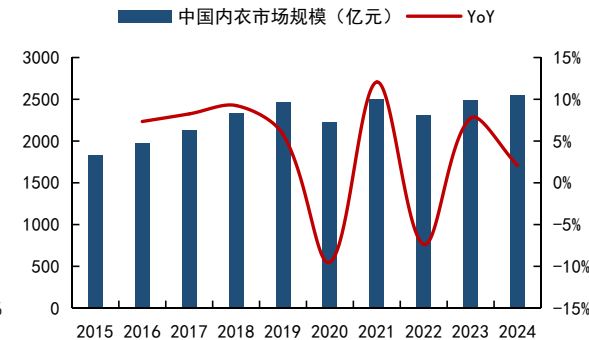
资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图：童装市场规模及变化情况



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图：内衣市场规模及变化情况



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智



行业趋势：服装家纺市场超2万亿，品牌百花齐放，差异化定位是破局之道

目前行业里的贴身衣物和童装龙头品牌销售额体量大约在50/150亿元左右，既有线下销售为主的传统龙头品牌，也有近年在线上破局的新锐品牌。

相比竞品，全棉时代在高品质全棉细分赛道具备独特竞争壁垒。基于对棉的深度研究，全棉时代推出“Cotton Tech全棉科技”，涵盖柔软、透气、保暖、凉感、防晒、抗菌等多个创新方向，持续突破大众对棉制品的想象空间。以“空气褶皱纱”面料为代表的全棉透气科技，进一步减少了面料与皮肤的接触面积，带来轻盈舒爽的穿着体验。同时，开创性地将医用级纱布转化为民用产品，将纱布创新应用于婴童衣物、家居服等生活用品。全棉时代通过坚持100%全棉、医疗级品质、功能性创新、全渠道布局和高粘性会员运营，在服装行业尤其是婴童、内衣细分领域形成了与传统和新锐服装品牌均有显著差异化竞争优势。

表：全棉时代与其他服装品牌特点分析

维度	全棉时代	优衣库/无印良品	巴拉巴拉	babycare	蕉内/UBRAS	三枪/红豆
价格	中高端	中端	中低-中高	新锐中高端	新锐中端	传统中低端
材质	100%全棉，医用级	棉/混纺/涤纶	棉/混纺/有机棉	创新材料（如抗菌、抑菌、凉感等）	棉、莫代尔、氨纶等混纺	棉或棉混纺
卖点	全棉安全、医疗级、功能创新	舒适、极简、性价比	时尚、功能、性价比	设计感、创新功能、IP联名	舒适、无感、无痕	实用、性价比
营销	明星、IP、KOL、科普、情感活动	广告、联名、快闪	明星、亲子、IP	新媒体种草、达人测评、跨界联名、情感营销	线上内容营销、明星代言、达人、KOL推广	促销、广告
渠道	线上线下全渠道、会员私域	全国门店近1000家，一二线核心商圈、电商	全国门店超4000家、电商	以线上为主，部分城市有线下体验店	线上为主	线下商超+线上
行业地位	婴童/家居/贴身细分领先	成人服饰强	童装龙头	新锐母婴龙头	年轻人内衣品牌	传统龙头
年销售额	约8.9亿元	约377/6.3亿元	约156亿元	约1.3亿元	约11.5/17.5亿元	约12.9/8.3亿元

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

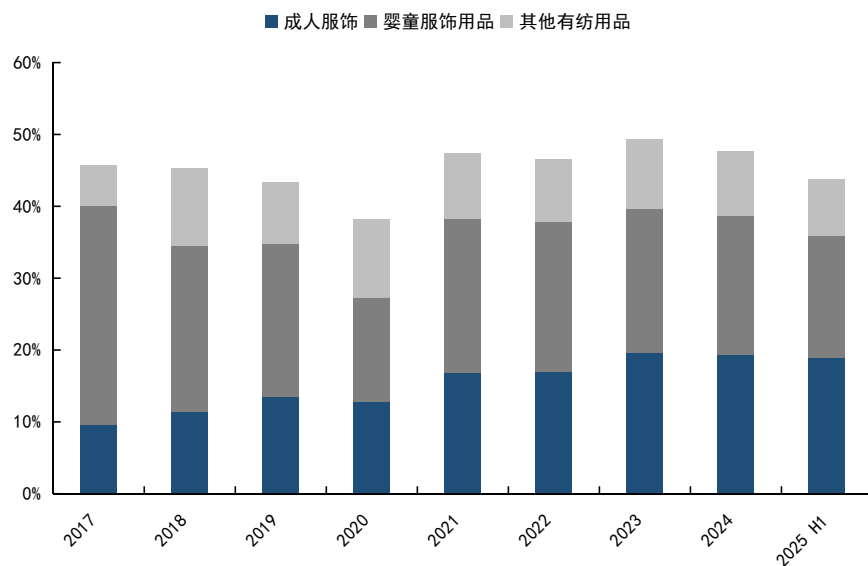


有纺品业务：婴童服饰稳定发展，成人服饰增长提速

分产品看，全棉时代的有纺消费品主要分为成人服饰、婴童服饰用品和其他有纺品，2024年&2025上半年主要品类结构占比和毛利率情况如下：

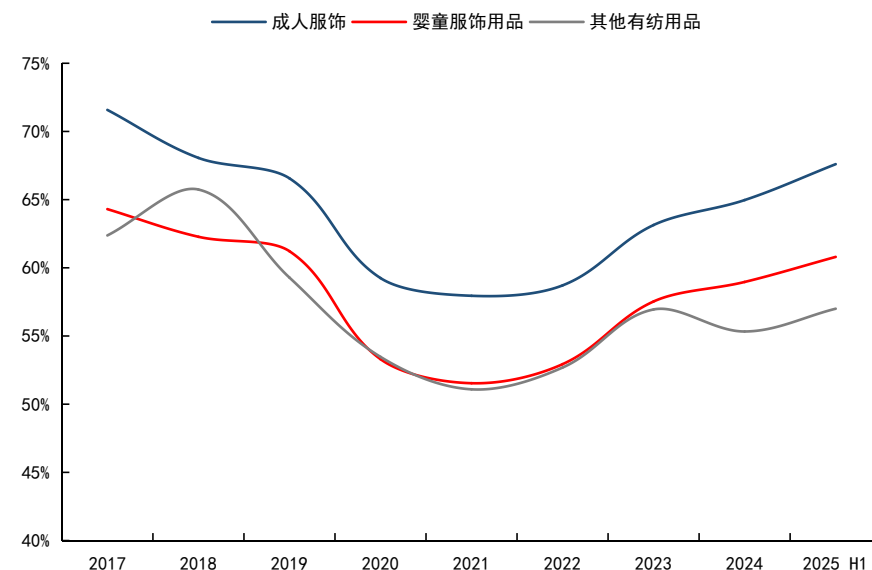
- ① 2024年成人服饰收入为9.6亿元，占消费品业务收入约19.3%，毛利率为64.97%；2025上半年占比下降0.3个百分点至19.0%，毛利率67.6%；
- ② 婴童服饰用品收入为9.6亿元，占消费品业务收入约19.3%，毛利率为58.96%；2025上半年占比下降2.4个百分点至16.9%，毛利率60.8%；
- ③ 其他有纺品，收入为4.5亿元，占消费品业务收入约9.0%，毛利率为55.33%；2025上半年占比下降1.2个百分点至7.8%，毛利率57.0%。

图：有纺消费品主要产品占消费品比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：有纺消费品主要产品毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

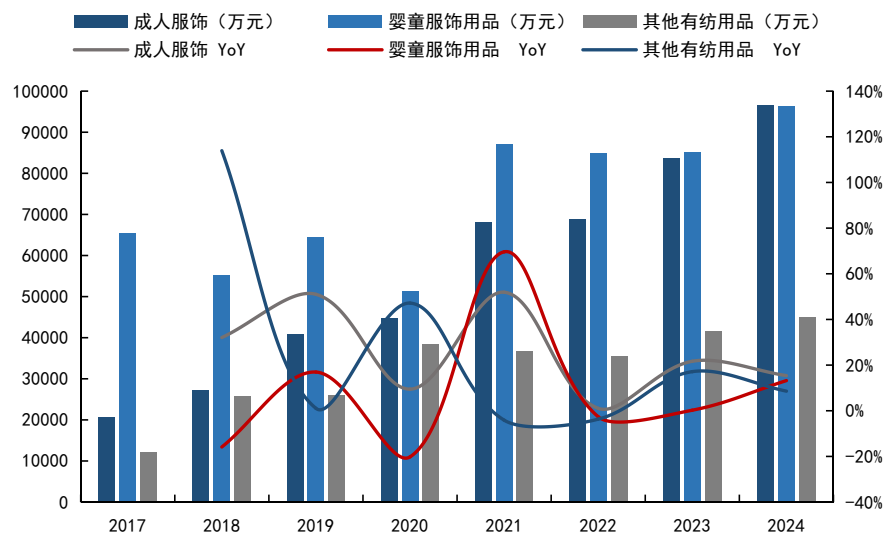
服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

有纺品业务：婴童服饰稳定发展，成人服饰增长提速

近年来有纺品业务主要品类的收入增长趋势如下：

- ① 成人服饰收入2017-2020年稳步增长，2021年由于产品力提升、传播故事性和主题性增强、数字化自动补货上新效果释放等原因，增长提速，达到51.9%，此后进入稳定增长阶段，2025年上半年收入5.2亿元，同比增长19.4%；
- ② 婴童服饰收入2017-2020年波动下降，2021年同样由于产品力提升、传播故事性和主题性增强、数字化自动补货上新效果释放等原因，高速增长，达到69.6%，2022-2023年收入基本保持稳定，2024年龙年生育率回升原因增长提速至13.2%，而2025年或因蛇年生育率下降，尽管公司已经开始布局中大童市场，增速仍回落至3.6%；
- ③ 其他有纺品收入2021-2022年分别小幅下跌4.1%/3.7%，2023-2024迅速回升，增速达到17.1%/8.6%。

图：有纺消费品主要产品收入及同比变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

有纺品品类战略：把握心智机会品类强化营销，优化渠道布局拉动增量



公司的服饰品类结合品牌心智优势，产品上以婴童年龄段扩充和聚焦成人的贴身层衣物，挖掘电商与门店渠道增长潜力。

表：服饰用品品类战略与机会

品类	产品策略	营销策略	营销效果	渠道机会
婴童服饰	“精致养娃”驱动品质升级，增加中大童产品设计开发	以童言连接童心，全棉时代以童真互动强化“更懂孩子”形象 在六一举行童装秀，通过观察孩子的行为、倾听孩子的声音，对产品进行进一步改进	1.六一策划活动带来关注热度，小红书粉丝点赞双增长深化品牌情感联结 2.婴童服饰电商平台增速份额齐上升，“懂孩子”形象建设效果初显	1.电商：婴童服饰直播渠道占比不足3%，相较行业水平蕴藏巨大增长潜力 2.线下：未来作为增量的中大童产品，花色与设计丰富度提升，在门店有更好的展示效果，与门店扩张形成协同效应
成人服饰	安全舒适成家居和内衣服饰刚需，全棉时代以“全棉科技”锻造核心竞争力	倡导“家有全棉更舒适”的生活方式，全棉时代借助明星效应提升品牌曝光度	1.线下明星活动吸引线上关注，全棉时代借明星效应寻求增长 2.成人居家服饰电商平台增速较快，内衣服饰增速趋于稳定	1.电商：居家/内衣服饰产品适合线上销售，有望进一步提高线上化率；直播平台增长潜力大 2.线下：应对气温变化适时推出科技面料，在门店有更好的体验机会

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

童装市场趋势：新生儿数量下降影响婴儿服饰消费，中大童服饰仍具消费增长潜力

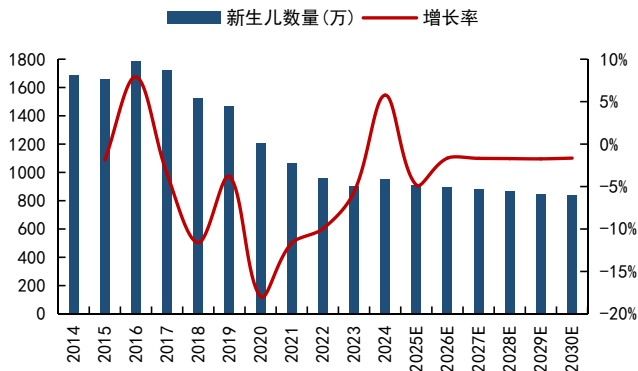
中国新生儿数量持续下行，从2014年的1687万下跌至2024年的954万人，预计还将持续回落。这一人口结构性变化对高度依赖人口基数的婴童消费市场带来显著影响，尤其对传统婴儿服饰领域而言，目标客群规模收缩已成为行业共同面临的长期挑战。在出生率持续走低的背景下，零至三岁婴幼儿人口数量预计将从2024年的3874万下降至2030年的3423万，意味着婴幼儿服饰的市场容量将逐步收窄，企业依靠自然人口增长实现扩张的传统模式难以为继。

然而，细分各年龄段人口数据可以发现，未来五至六年内，婴童服饰市场内部仍存在显著的结构性的机会。其中，11-14岁儿童群体规模保持相对稳定，甚至部分年份呈现小幅回升，该年龄段人口至2030年仍维持在约6500万的高位水平。与此同时，4-10岁阶段儿童人口虽有所波动，但总体规模依然庞大，构成了中大童市场坚实的人口基础。这一群体不仅数量稳定，其消费行为也呈现出不同于婴幼儿市场的特征：他们对服装的风格、功能性和品牌认知有了更高要求，复购频次和单次消费金额也往往更高，因此成为更具商业潜力的细分市场。

对于全棉时代的婴童服饰品类而言，能否及时调整战略、把握中大童市场需求成为未来发展的关键。企业需要积极推进产品线纵向延伸，将设计、研发和营销资源更多投向5-14岁年龄段，推出符合中大童审美偏好和功能需求的服装产品。

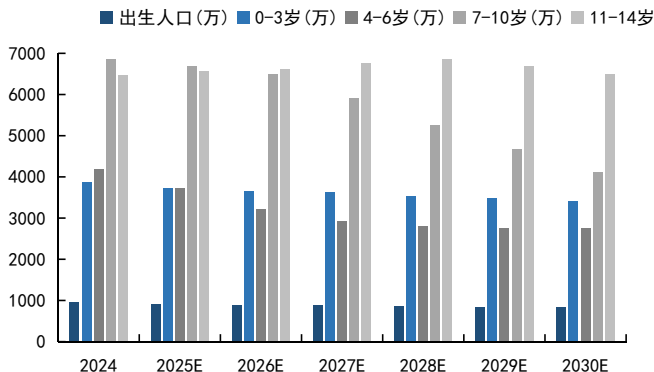
综上，尽管婴儿人口的减少为市场带来一定压力，但中大童板块仍展现出较强的需求韧性和增长潜力。全棉时代婴童服饰品类如果可以跳出“婴儿主导”的传统思维，积极布局中大童赛道，有望通过精准的产品定位和品牌策略，在人口新常态下实现可持续增长。

图：中国新生儿数量及增长率



资料来源：育娲人口，国信证券经济研究所整理

图：2024-2030年分年龄段婴童人口预估



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

婴童服饰产品策略：“精致养娃”驱动品质升级，坚守高端品质赢得家长青睐

在当代家庭消费观念转型的驱动下，童装市场正逐步向品质化与精细化发展。随着“精致养娃”理念的深化，家长对儿童服装的需求重心逐渐从基础功能转向对品质与安全的系统性考量，A类安全标准、环保面料认证、耐用性工艺等硬性指标日益成为家长的核心购买决策依据。全棉时代坚持的100%全棉材质，无荧光无甲醛添加以及独有的纱布面料为其奠定了在婴童服饰行业的核心竞争力。同时，稳健医疗的医疗背景保障和背书也更受当代家长们的青睐。定价方面，全棉时代婴童服饰价格在主流的婴童服饰品牌中处于高端区间，但公司秉承“质量优先于利润”的核心经营原则，以纯棉为核心，持续强化高端市场定位，避开价格战，在婴童服饰赛道获得了一定的市场份额和较高的消费者忠诚度。

表：全棉时代与其他品牌婴童服饰比较

品牌	全棉时代	巴拉巴拉	戴维贝拉	英式	嘟嘟家
产品样式					
产品名称	全棉时代双层纱布蝴蝶衣纯棉春秋新款新生儿连体衣宝宝透气衣服	巴拉巴拉宝宝连衣裙婴儿裙子儿童公主裙女童夏装海军风甜美文艺萌	戴维贝拉A类婴儿衣服新生儿连体衣男宝哈衣女宝宝套装儿童连身衣	英氏婴儿衣服宝宝秋季连体衣新生儿婴幼儿哈衣初生春秋纯棉和尚爬服	【连体衣合集】婴儿爬服夏幼儿包屁衣男女宝连身衣宝宝爬爬衣
特点	100%棉针织面料、超柔织工艺、无骨缝合	透气、凉感、环保、甜美大裙摆、肩缝定型、背部四合扣	清爽散热、一体式环保树脂扣、肩部按扣、平角底档、全开按扣	零压、安全、柔顺、透气、云朵感、美感	亲肤、透气、柔软
价格	108	79.9	69	89	38.7
成分	100%纯棉	47.7%粘胶纤维(粘纤)、47.4%棉、4.9%聚氨酯弹性纤维（氨纶）	96%棉、4%聚氨酯弹性纤维（氨纶）	100%纯棉	93.7%棉、6.3%聚氨酯弹性纤维（氨纶）

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

婴童服饰营销策略：以童言连接童心，以童真互动强化“懂孩子”形象

为持续强化在2岁以上及中大童市场的品牌影响力与产品竞争力，全棉时代坚持以“儿童视角”作为设计与沟通的出发点。品牌不仅通过「听听孩子的话」等互动活动构建亲子情感联结，更将儿童行为洞察深度融入产品研发——从孩子细微的表情与动作中，识别其真实穿着需求。例如，皱眉可能意味着面料闷热，扭动或许反映材质不够柔软，这些观察直接指导品牌在中大童品类中做出更精准、更体贴的设计回应。

在“更懂孩子的设计”理念下，全棉时代针对2岁以上儿童不断成长的功能与心理需求，持续拓展品类矩阵。无论是适应女孩发育期的小内衣，还是兼顾防晒、防蚊与透气性的夏日户外服装，均致力于在细节处响应孩子未被言明的需求，从而在中大童这一高潜力市场中建立专业信任感，推动品牌影响力与业务增长的良性循环。

图：全棉时代「听听孩子的话」第二季宣传海报



资料来源：中国日报网，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代「听听孩子的话」六一主题小票



资料来源：中国日报网，国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

婴童服饰营销效果：活动带来关注热度，小红书粉丝点赞双增长深化品牌情感联结

此次六一儿童节策划「听听孩子的话」第二季活动不仅延续了IP的影响力，更在内容深度与互动形式上进行了创新，意图将情感流量转化为品牌资产的切实增长，吸引宝妈这一高粘性群体的关注。活动期间，全棉时代小红书官方账号的粉丝量实现了稳健攀升。全棉时代小红书官方账号收获的点赞数也有所提升。许多用户不仅在评论区分享自家孩子的童言童语，形成热烈的互动氛围，更主动点赞收藏那些引发强烈共鸣的内容，将其视为珍贵的育儿瞬间记录。这些数据表明，本次策划活动有效提升了品牌在小红书上的好感度与用户参与度，有助于公司进一步优化品牌形象，为未来市场份额的拓展奠定坚实基础。

图：2025年5-6月全棉时代小红书官方帐户新增点赞



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：2025年5-6月全棉时代小红书官方帐户新增粉丝



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

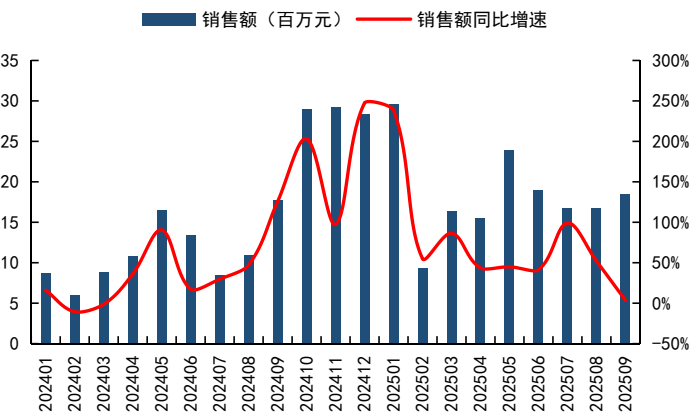


婴童服饰营销效果：电商平台增速份额齐上升，“懂孩子”形象建设效果初显

公司在近两年儿童节策划了“听听孩子的话”主题活动，建立“懂孩子”形象。形象建设效果已经初显，婴童服饰收入快速增长，2024年公司婴童服饰收入约9.6亿元，同比增长13.2%。根据三方数据，三大平台（天猫、京东、抖音）总销售额同比增长78.0%，市场份额上升至0.3%。

从市场份额来看，根据第三方数据，在天猫+京东+抖音三平台，全棉时代婴童服饰份额从2022年至2025年前三季度，逐年上升至0.5%；巴拉巴拉、迪士尼、安踏儿童、戴维贝拉等为主要竞争对手，单一品牌份额均高于全棉时代，CR5（前五）合计份额13.6%，行业集中度较低。

图：全棉时代婴童服饰电商三大平台销售情况



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：婴童服饰电商三大平台各品牌销售占比

三平台				
	2022	2023	2024	2025
巴拉巴拉	8.0%	7.1%	7.0%	6.8%
迪士尼	3.7%	4.4%	3.1%	1.9%
安踏儿童	1.8%	1.3%	1.7%	1.9%
戴维贝拉	2.2%	1.7%	1.8%	1.8%
波司登	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
英氏	0.9%	1.0%	0.9%	1.2%
左西	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
笛莎	1.4%	0.8%	0.9%	1.0%
雅鹿	1.7%	1.6%	1.3%	0.8%
全棉时代	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%

资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：婴童服饰电商三大平台各品牌销售增长率

三平台				
	2022	2023	2024	2025
合计	21.0%	14.7%	26.6%	4.7%
巴拉巴拉	12.3%	1.3%	24.7%	10.4%
迪士尼	160.8%	38.2%	-9.4%	-39.9%
安踏儿童	12.6%	-16.7%	62.2%	17.8%
戴维贝拉	-0.9%	-7.7%	27.2%	13.4%
波司登	75.2%	53.8%	57.6%	94.3%
英氏	24.7%	25.2%	18.9%	44.6%
左西	-21.1%	46.3%	66.0%	39.0%
笛莎	45.9%	-35.2%	49.3%	24.9%
雅鹿	64.1%	9.6%	-2.3%	1.8%
全棉时代	32.3%	2.5%	78.0%	63.2%

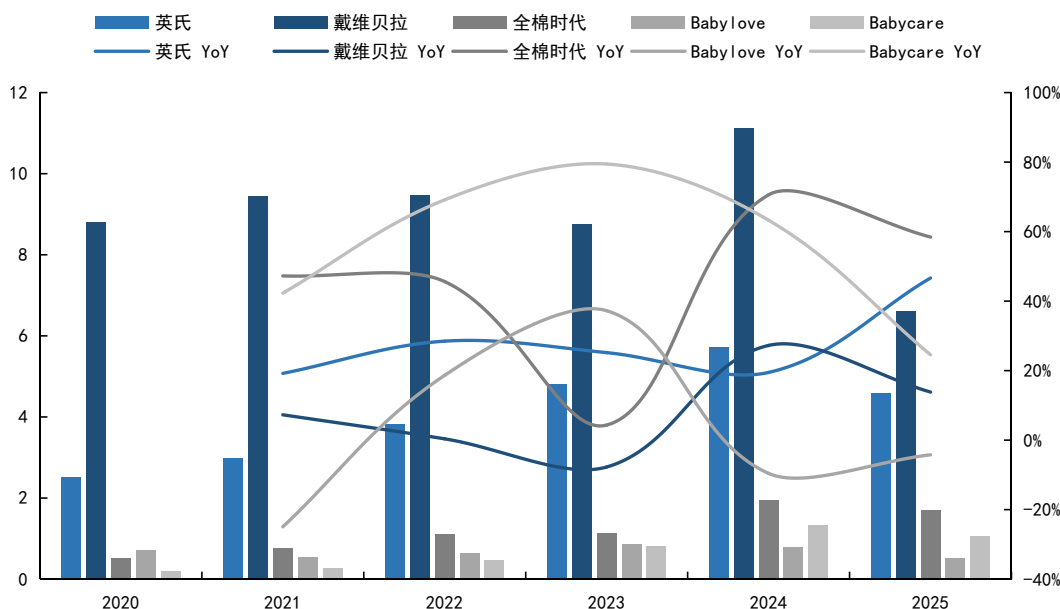
资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

婴童服饰营销效果：电商平台增速份额齐上升，“懂孩子”形象建设效果初显

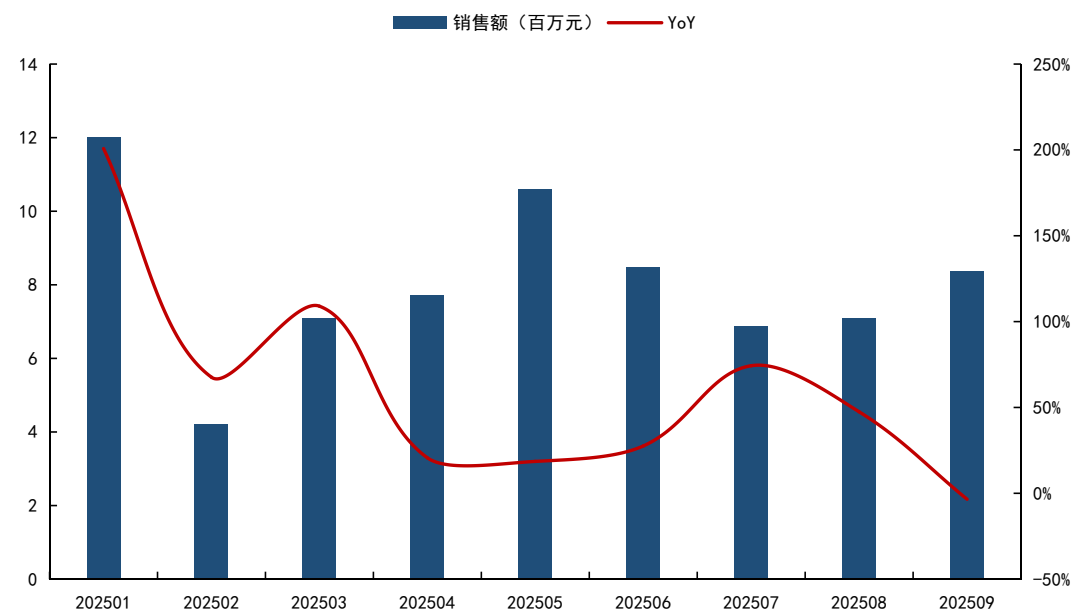
据电商平台第三方数据显示，由于2024年是中国龙年，出生率较高，戴维贝拉、全棉时代等婴儿服饰产品收入增长较快；2025年中国蛇年出生率相较上一年有所下降，部分以婴儿服饰为主的婴童服饰厂家增速放缓，全棉时代同样受到冲击，增速同比下降12.2%至58.4%，但全棉时代婴童服饰增速下降幅度小于戴维贝拉（-13.4%）、Babycare（-38.7%）等以婴儿服饰为主的品牌。得益于公司积极调整战略，转型2岁以上中大童赛道，公司在儿童赛道的增长较快，2025前三季度同比增长78.3%，增速高于整个婴童服饰的增速，表明公司转型中大童赛道有了初步成果。但需要注意的是，在2025年第一季度的高增速后，公司在儿童赛道的收入增速同比在放缓，甚至9月份儿童服饰收入同比下降3.5%，表明公司在未来中大童市场上仍需进一步开拓市场空间，挖掘市场潜力。

图：主打婴儿服饰品牌与全棉时代收入变化对比（亿元）



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代中大童服饰三平台销售情况



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

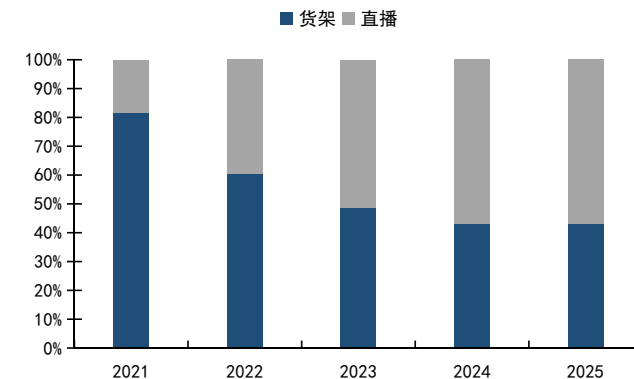
服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

婴童服饰渠道机会：直播渠道占比不足3%，相较行业平均水平蕴藏巨大增长潜力

从第三方电商数据库数据可以清晰的看出，尽管全棉时代婴童服饰的直播销售占比在五年间从0.23%提升至2.71%，显示出初步发展的势头，但与整个婴童服饰行业的平均水平相比，这一比例仍处于极低的水平。截至2025年9月末，婴童服饰行业直播渠道的销售占比已高达56.97%，成为与传统货架电商平分秋色甚至略胜一筹的核心渠道。反观全棉时代，其97.29%的销售额仍高度依赖货架模式，直播占比尚不足行业的二十分之一。

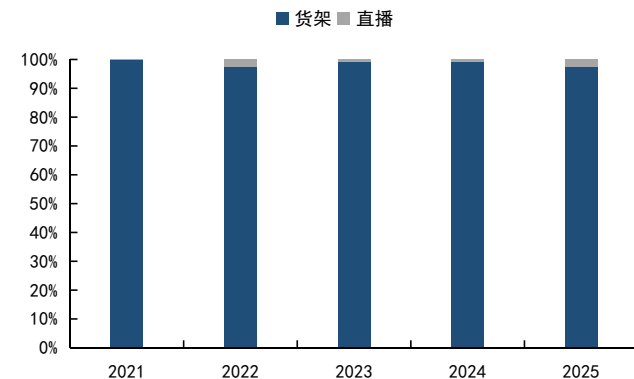
这种巨大的落差表明，全棉时代的电商运营模式仍相对传统，未能充分拥抱和利用直播这种高互动、强转化的新型电商模式。对于全棉时代这样一个拥有知名度和产品力的品牌来说，这意味着存在一个潜在的增长机会。当公司开始战略性补强直播短板，通过组建专业直播团队、打造品牌自播矩阵、与头部主播深度合作、优化直播内容与引流策略等措施提高直播销售的比重时，其有望能够开拓新的销售增长。同时，公司未来也有望通过直播这种形式增强品牌与消费者的情感连接，提升用户黏性。因此，直播领域是全棉时代婴童服饰电商业务中比较确定的增长点之一，有望为公司带来新一轮的业绩增速。

图：婴童服饰行业货架/直播销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代婴童服饰货架/直播销售占比

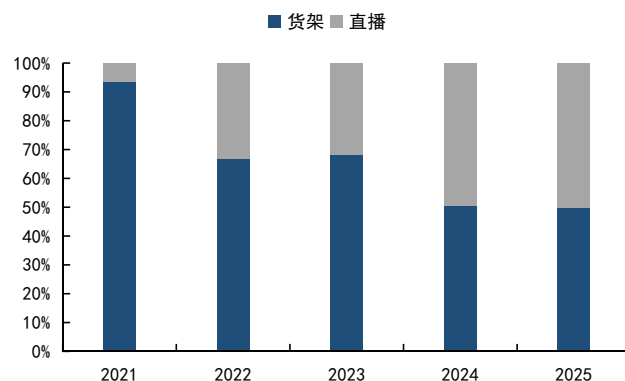


资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

婴童服饰渠道机会：“纯自播”策略凝聚品牌力，未来有望借力达播开拓新增量

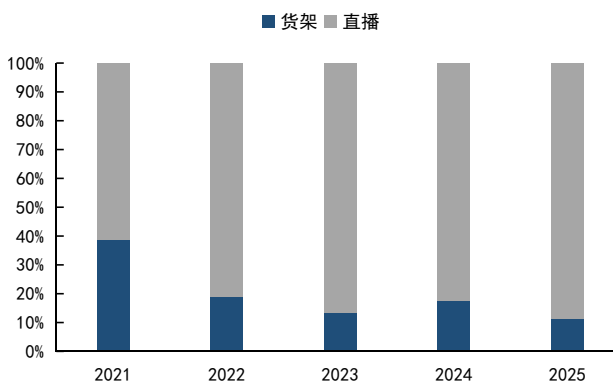
根据电商第三方数据库显示，与棉柔巾策略相似，全棉时代在婴童服饰行业的电商直播渠道中，对品牌自控渠道十分专注，坚持自播策略，从2022年至今，自播占比近乎100%。在与直播销售占比与行业持平或更高品牌（如安踏儿童、雅鹿）的对比中，全棉时代自播占比最高；安踏儿童自播占比持续显著下降，从97.31%降至72.76%，表明其策略正从以自播为主，快速转向增加达播比例的模式；雅鹿自播占比始终较低，2022-2024年均不足45%，其策略明显是以达播（达人直播）为主，依靠外部流量获取资源。

图：安踏儿童婴童服饰货架/直播销售占比



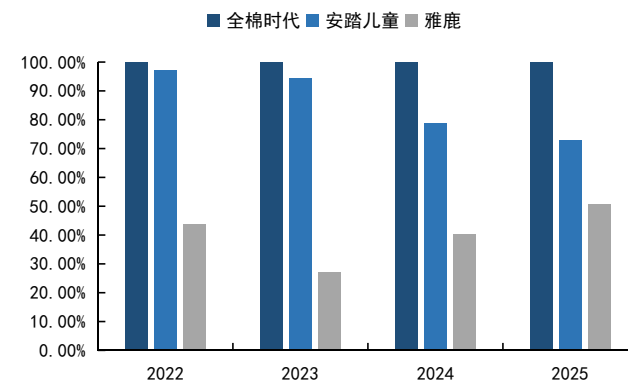
资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：雅鹿婴童服饰货架/直播销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代/安踏儿童/雅鹿自播销售占比



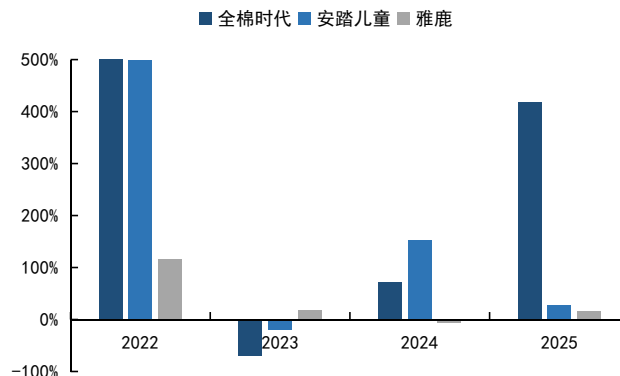
资料来源：第三方抖音数据库、国信证券经济研究所整理

婴童服饰渠道机会：“纯自播”策略凝聚品牌力，未来有望借力达播开拓新增量

从直播销售的增速表现来看，全棉时代的增速波动性极大，说明纯自播模式虽然能创造爆发式增长，但并不稳定，容易受到平台流量规则、单一渠道风险的影响，增长韧性不足；安踏儿童在大幅降低自播占比的同时，其增速在2024年实现了153.42%的超高增长，从2023年抖音平台销售排名的11名升至2024年的第6名。这表明其增加达播的策略取得一定成效，通过达人迅速撬动了更大的流量池和增长空间，但增速在2025年回落；雅鹿以达播和自播占比接近的模式，保证了其增速相对稳定，尤其是在2023年全棉和安踏儿童均为负增长时，雅鹿仍保持了正增长。这说明达播和自播相结合的模式在一定程度上起到了抵御风险的作用。

基于三家的数据对比，全棉时代的“纯自播”策略能保持较好的品牌控制力，但其存在着增长的不稳定性。安踏儿童灵活调整策略、通过提高达播占比，撬动高增长的成功案例，为全棉时代提供了明确的参考方向。未来，全棉时代如果可以在坚守自播核心阵地的基础上，战略性拓展达播渠道，构建“以自播为品牌中心，以达播为增长引擎”的均衡发展模式，有望平滑增长曲线、降低风险，可能为品牌打开全新的增长天花板。未来的竞争是流量整合能力的竞争，采取“自播+达播”两条腿走路的均衡策略，可能成为全棉时代获得更大发展空间的一个选择。

图：全棉时代/安踏儿童/雅鹿抖音平台增速变化



资料来源：第三方抖音数据库，国信证券经济研究所整理

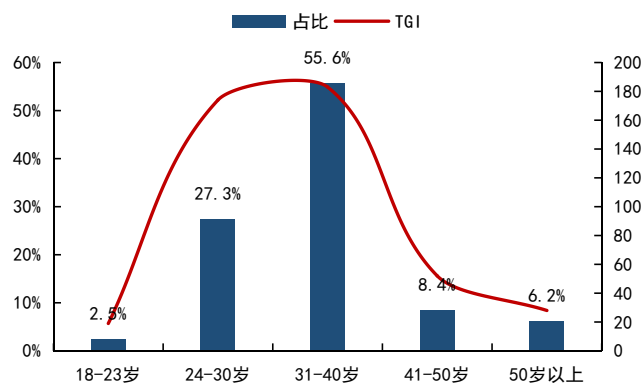
服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

婴童服饰渠道机会：高质量开店策略渐显，结构化选择性扩张或成线下增长新动能

全棉时代在线下门店渠道坚决执行了“不盲目扩张，只开好店”的质量优先策略。与粉丝画像高度相似的行业巨头巴拉巴拉动辄五千家以上的庞大网络相比，全棉时代的门店数量（2025H1为484家）不足其十分之一。2021年至2025H1，全棉时代净增门店仅139家，年均增速缓慢且可控（最高为2023年的20.9%）。这种缓慢扩张有望维持新店质量，全棉时代在坪效方面相比其他童装品牌较为出色，且呈现持续增长的趋势，目前达到约1.2-1.3万元/平。

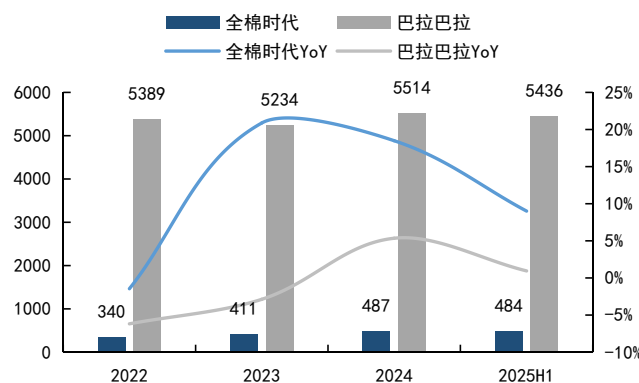
但不到500家的门店数量，相较于中国庞大的母婴消费市场而言，远未达到饱和。从竞品店数规模看，以中大童为主童装品牌，包括巴拉巴拉、安踏儿童等，普遍具有数千家门店，因中大童年龄段较宽，产品SKU更为丰富，市场需求规模更大，也更适合线下门店零售模型。公司后续也计划进一步增加中大童产品开发，并继续专注于消费力较强的目标客群，后续如在高线城市进一步加密以及逐步探索三四线中发展程度较好的城市，也仍有较大的拓店空间。

图：巴拉巴拉粉丝画像一年龄



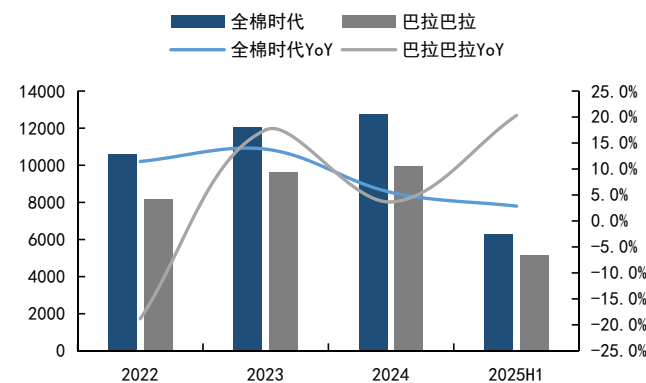
资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代/巴拉巴拉门店数量与增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代/巴拉巴拉门店坪效与增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智



成人服饰产品策略：安全舒适成刚需，全棉时代以“全棉科技”锻造核心竞争力

在消费意识升级与生产技术迭代的共同推进下，中国家居服和内衣市场有望进一步扩容，舒适、健康和安全需求重要性正在提升。根据艾瑞咨询《2022年中国家居服市场分析报告》，消费者购买家居服的核心动机中，“追求舒适体验”和“提升居家生活品质”位列前茅，占比远超“替换旧衣”等基础需求。根据CBNData数据，无钢圈内衣已成为线上内衣市场的主流，反映了消费者从“塑形”到“舒适”的偏好转变。在社交媒体上，关于内衣和家居服的材质和肤感的评论词云高度集中在“舒服”、“质量”、“纯棉”、“抑菌”、“面料”等关键词上，消费者的讨论和关注重点如材质是否更柔软、透气、不易过敏，以及健康相关的除菌抑菌、正确清洗等话题上。

图：家居服和内衣裤品类小红书评论词云



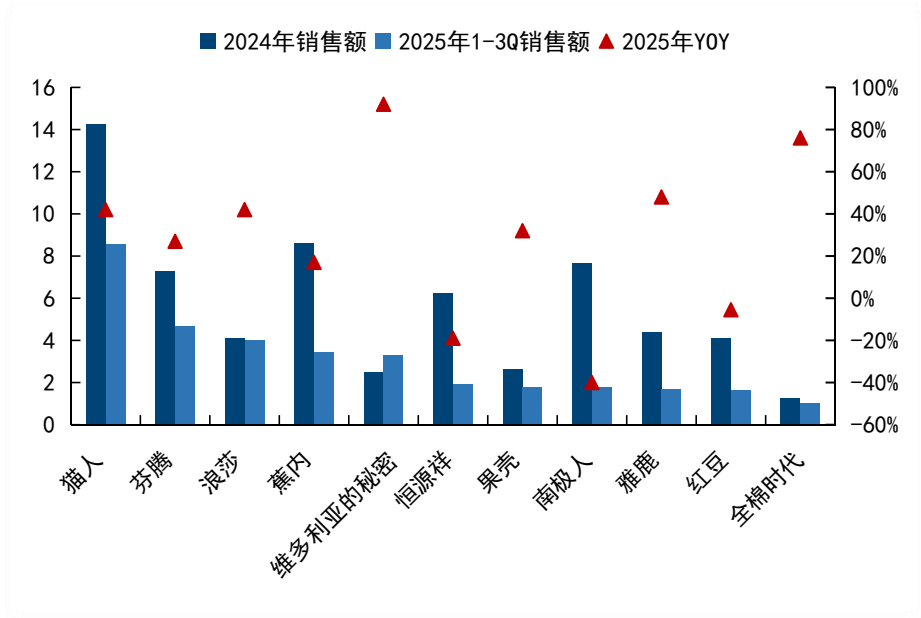
服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智



成人服饰产品策略：安全舒适成刚需，全棉时代以“全棉科技”锻造核心竞争力

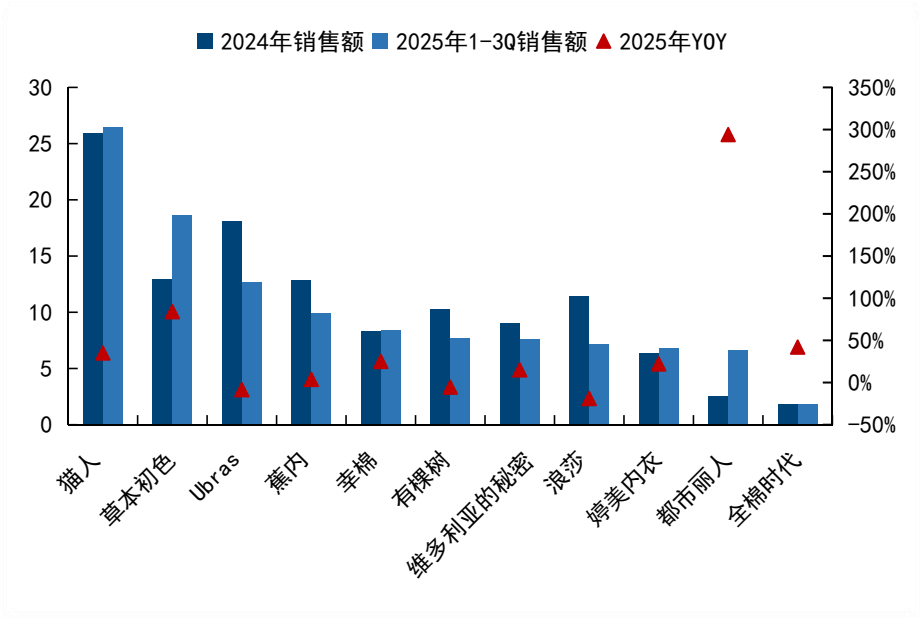
对比头部竞品，全棉时代体量尚小但份额提升势头明显。根据第三方电商数据，天猫/京东/抖音三平台合计的销售额，家居服和内衣两大品类在2025年前三季度分别录3.0%和5.9%的同比增长，表现相对平稳。两大品类排名前10的品牌，全年线上销售额在其中单一品类基本为5亿以上，对比全棉时代2亿以内的销售体量有翻倍以上的差距，但全棉时代在这两大品类的增速都显著高于行业，家居服/内衣在2025年前三季度的增速分别高达76%和42%，显示出强劲的股份提升趋势。

图：家居服线上头部品牌与全棉时代销售额（亿元）及变化



资料来源：第三方电商数据库、国信证券经济研究所整理

图：内衣线上头部品牌与全棉时代销售额（亿元）及变化

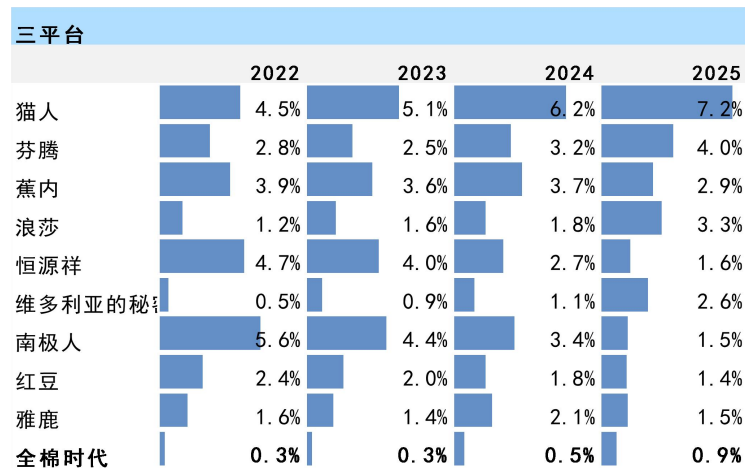


资料来源：第三方电商数据库、国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

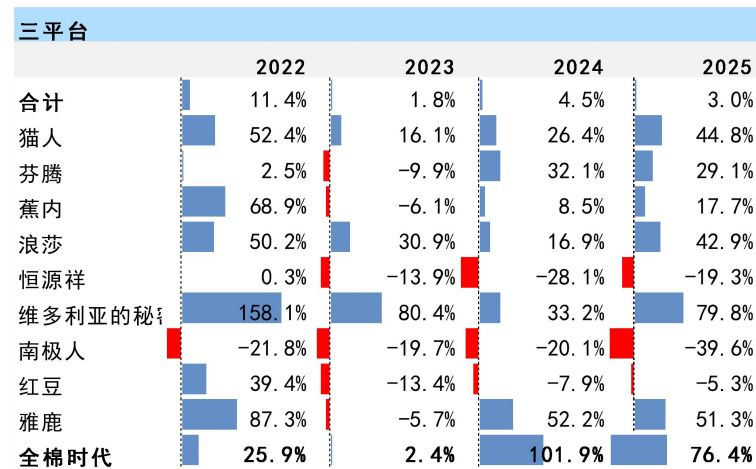
成人服饰营销效果：成人居家服饰电商平台增速较快，内衣服饰增速趋于稳定

图：成人居家服饰电商三大平台各品牌销售占比



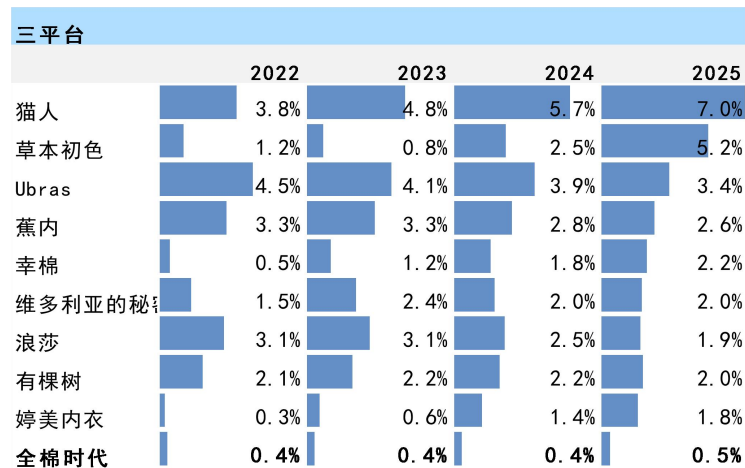
资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：成人居家服饰电商三大平台各品牌销售增长率



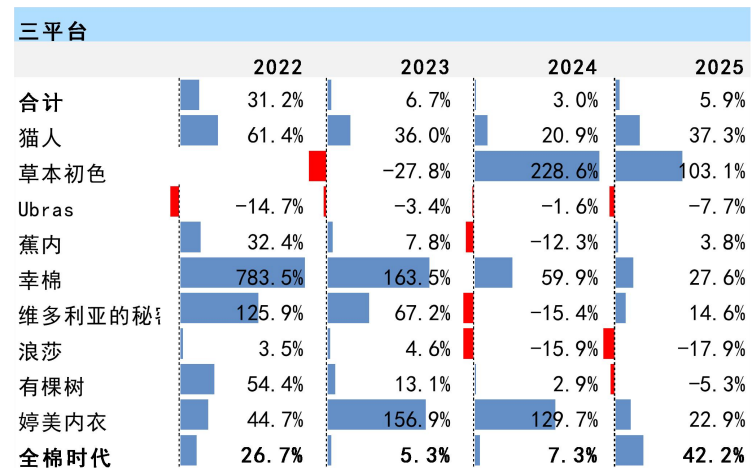
资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：内衣服饰电商三大平台各品牌销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：内衣服饰电商三大平台各品牌销售增长率



资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智



成人服饰产品策略：安全舒适成刚需，全棉时代以“全棉科技”锻造核心竞争力

公司在成人服饰方面战略聚焦内裤及家居服等贴身品类，深耕全棉面料科技，如“空气褶皱纱”等。以全棉材质、高配棉、无荧光无甲醛添加、触肤柔软、独有的纱布面料等特点培养核心竞争力。定价方面，全棉时代家居服价格在主流的家居服饰品牌中处于高端区间，内衣裤价格在主流的内衣裤服饰品牌中处于中端区间。

表：全棉时代与其他品牌家居服/内裤产品特点与价格比较

品牌	全棉时代	猫人	芬腾	浪莎	蕉内
家居服产品名	【店铺爆款】全棉时代男女情侣款7A抗菌针织开襟家居服纯棉睡衣	猫人睡衣夏季男款短袖长裤套装2025款宽松可外穿高级感男士家居服	芬腾情侣睡衣纯棉短袖女夏季凉感套装男士宽松休闲大码开衫家居服	浪莎男士睡衣冰丝凉感夏季2025新款短裤长裤男款高级家居服套装	蕉内棉棉515Home男女士家居服套装夏季度假风透气泡泡纱情侣睡衣
特点	柔软、抗菌、弹力、吸湿	纯棉、裸感、透气	绵柔、透气、亲肤	敏感肌安心穿、凉爽透气、丝滑裸感、可降解	柔软泡泡皱面料、度假风休闲条纹、宽松版型少束缚
价格	264（短袖+长裤）	107（短袖+长裤）	143.1（短袖+长裤）	119（短袖+长裤）	155.2（短袖+长裤）
成分	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	100%棉	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	67.5%再生纤维素纤维、27.5%莱赛尔纤维(莱赛尔)、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	65%聚酯纤维、35%棉
品牌	全棉时代	猫人	草本初色	Ubras	蕉内
内裤产品名	【超值试用】全棉时代男士纯棉内裤男生中腰平角四角裤透气	猫人男士内裤男生纯棉四角裤衩2025新款平角裤男款透气抗菌短裤头	草本初色内裤男士冰丝男生纯棉裆夏季平角短裤衩无痕款四角底裤头	ubras纯棉男士内裤字母织带新款新疆棉抗菌裆全棉透气男生平角裤	蕉内银皮311S男士平角内裤纯棉透气裆青少年四角短裤新款男生
特点	环保、柔软细腻、亲肤透气、抗菌	吸湿透气、高弹舒适、柔软亲肤	透气、清凉、轻盈、超薄、抗菌	舒适、透气、抗菌	抗菌、透气、吸湿、速干、舒爽
价格	19.9	15	18	27.9	26.3
成分	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	92.9%粘胶纤维(粘纤)、4.2%聚氨酯弹性纤维(氨纶)、2.9%聚酰胺纤维（棉纶）	86%聚酰胺纤维(锦纶)、14%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)

服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

成人服饰营销策略：倡导“家有全棉更舒适”，借助明星效应提升品牌曝光度

针对成人服饰品类，品牌在去年与今年品牌进行了两次携手明星的宣传活动，突出企业价值观宣传与新品面料展示和体验。

1. 2024年6月22日，全棉时代携手品牌家纺居家服饰全球代言人赵丽颖，在重庆万象城举行了“家有全棉更舒适”主题见面会，与消费者互动，分享棉的美好，现场揭晓全棉柔软、舒适的奥秘，传递舒适、健康、环保的全棉生活方式。活动现场，稳健医疗董事长、全棉时代创始人李建全，以“全棉改变世界”为主题发表演讲，讲述了棉花的十大好处，以及全棉时代如何在15年来坚持只做棉花，不断挖掘和传递棉花价值，倡导益于人类与地球生态的全棉生活方式。此外，全棉时代在本次见面会还推出了多款夏季新品，包括空气褶皱纱家居裙和水光棉家居服套装等，采用了100%高品质棉面料，结合物理水洗加柔技术、Q弹褶皱和液氨凉感工艺等先进技术。

2. 2025年6月13日，全棉时代携手品牌好物代言人丁禹兮，在龙湖重庆时代天街举行了“舒适「禹」你”发布会，与消费者热情分享了他的“全棉生活经”。活动现场，全棉时代副总裁廖美珍女士以“全棉改变世界”为主题发表演讲。此外，全棉时代在本次发布会还推出了新品男士抗菌T恤精选优质长绒棉，这款新品采用了全棉时代自研的7A级高分子抗菌技术，宣传即使经过150次水洗仍能保持卓越抗菌效果。

在两次见面会的过程中，代言人均参与了现场的互动小实验。在棉花盲盒测试中，通过触摸不同的棉花盲盒，感受了1-7级棉花的差异，向大家展示了全棉时代对于棉花品质的把控，并在透气实验检测中，感受了全棉制品的透气性，适合夏季使用。

图：全棉时代“家有全棉更舒适”主题见面会现场



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“舒适「禹」你”发布会



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

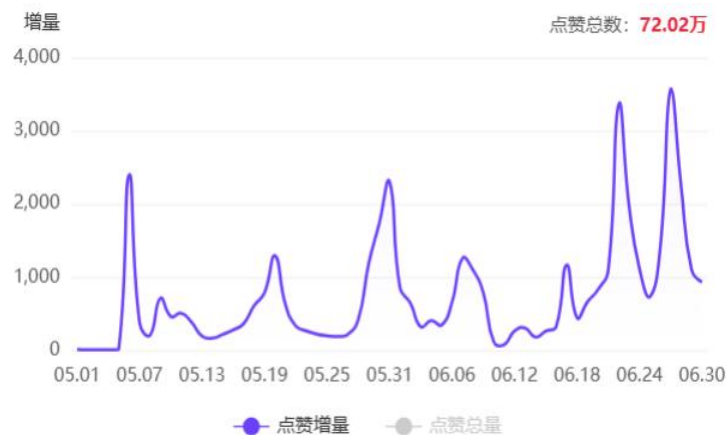
服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

成人服饰营销效果：线下明星活动吸引线上关注，全棉时代借明星效应寻求增长

两次携手明星的线下宣传活动结合社交媒体传播放大，形成了较好的营销效果。

1. 2024年6月22日，携手代言人赵丽颖的“家有全棉更舒适”活动举办后，全棉时代小红书官方账号粉丝数与点赞量大幅攀升，新增点赞单日峰值超3000，新增粉丝单日峰值接近5000。
2. 2025年6月13日，携手代言人丁禹兮的“舒适「禹」你”发布会举办后，全棉时代小红书官方账号单日新增点赞峰值近5000，新增粉丝单日峰值超600。

图：2024年5-6月全棉时代小红书官方帐户新增点赞



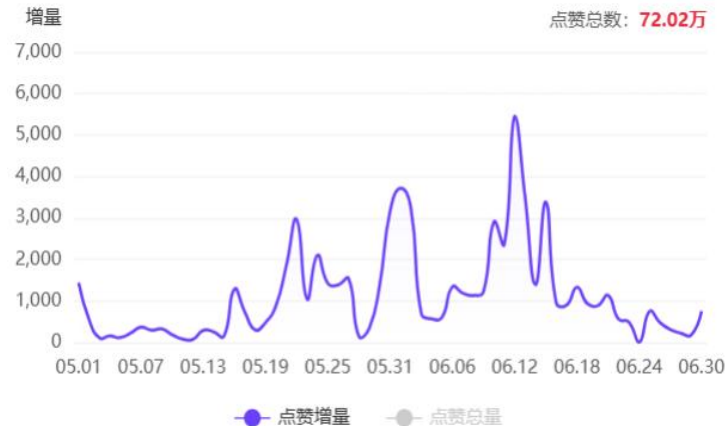
资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：2024年5-6月全棉时代小红书官方帐户新增粉丝



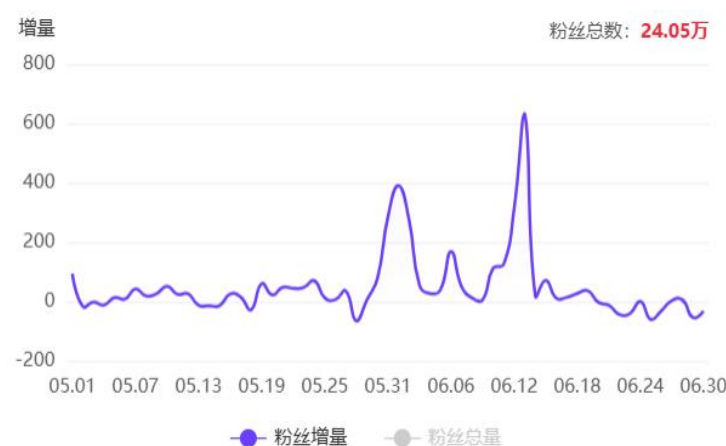
资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：2025年5-6月全棉时代小红书官方帐户新增点赞



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：2025年5-6月全棉时代小红书官方帐户新增粉丝



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

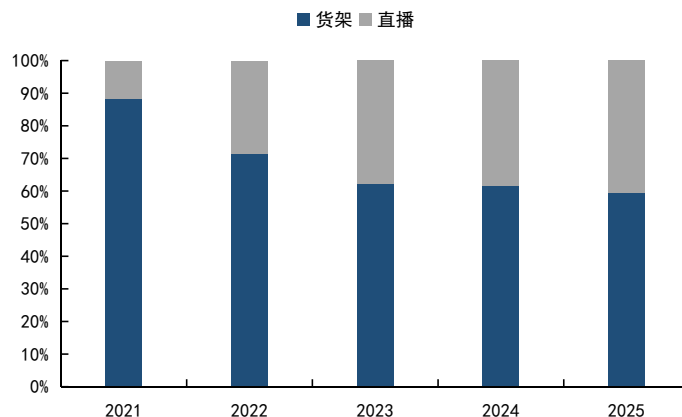
服饰用品：服装海量市场中深耕高品质纯棉材质，形成独特消费者心智

成人服饰渠道机会：电商销售存在结构性改变空间，公司有望通过改变获得增长潜力

根据电商平台第三方数据库数据显示，居家服饰/内衣服饰行业的电商销售渠道正经历转型，直播电商占比分别从2021年的11.6%/5.6%增长至2025年的40.6%/53.3%，已成为与传统货架电商并驾齐驱的重要渠道。然而，全棉时代的渠道结构却相对单一，其直播占比始终在较低的水平徘徊（2025年前三季度仅为1.83%/4.83%），对于货架电商的依赖度（98.17%/95.17%）远超行业平均水平（59.4%/46.7%）。

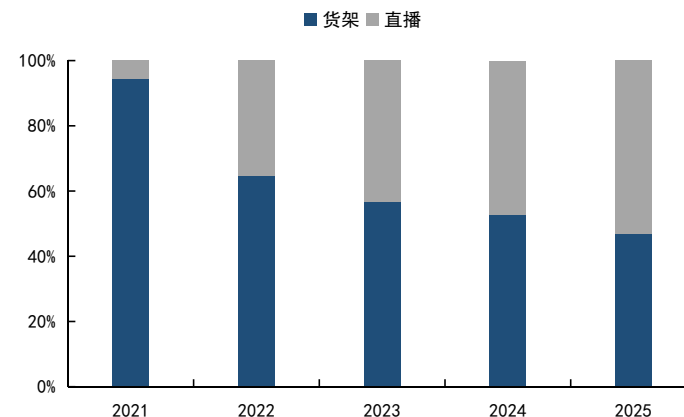
公司居家/内衣服饰电商销售结构与行业趋势的背离，也正意味着较大的潜在增长机会。并且，直播不仅能作为高效的爆款打造和新客获取阵地，触达偏好内容互动的年轻消费群体，更能通过直观的产品展示强化其“全棉”材质的舒适体验，进而有望提升转化率与客单价。

图：居家服饰行业货架/直播销售占比



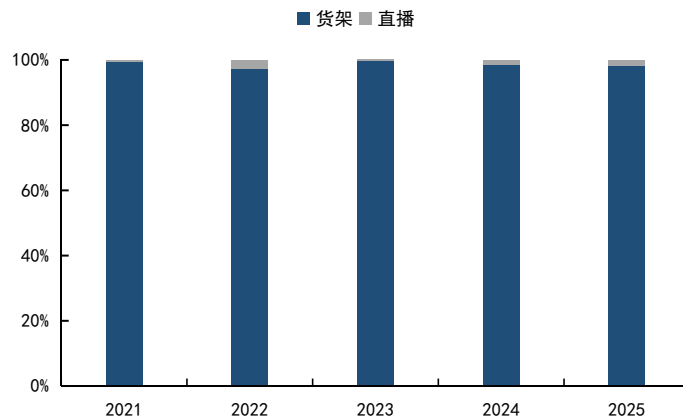
资料来源：电商第三方平台数据库，国信证券经济研究所整理

图：内衣服饰行业货架/直播销售占比



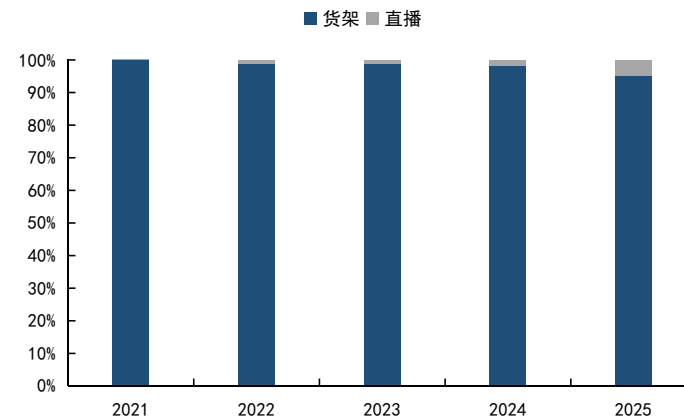
资料来源：电商第三方平台数据库，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代居家服饰货架/直播销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：全棉时代内衣服饰货架/直播销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 公司概况：医疗和消费品两大业务进入稳健发展阶段
- 【 02 】 医用敷料行业：奠定公司发展基石，内生外延齐发力
- 【 03 】 消费品行业：恰逢时代东风，强化品牌心智
- 【 04 】 卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极
- 【 05 】 盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长
- 【 06 】 投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值
- 【 07 】 风险提示

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

行业趋势：国际品牌仍占主导，电商渠道发展迅速

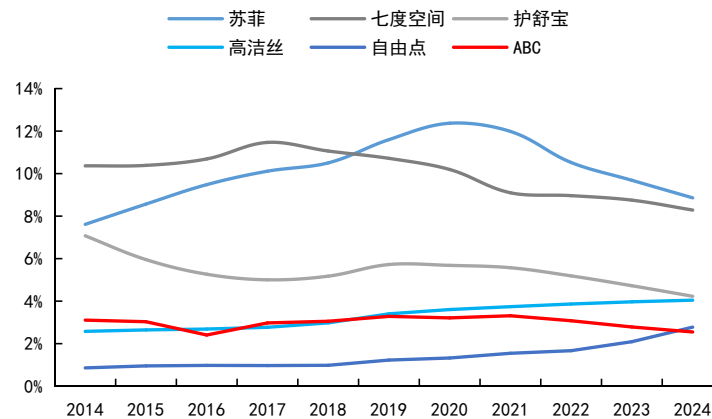
1. 国际品牌份额略高，本土品牌加速崛起

卫生巾行业属于千亿级刚需行业，外资品牌份额略高。根据 Euromonitor 数据，2023年中国女性卫生护理用品市场规模约1021亿元，2024年规模约1050亿元，预计未来年复合增长率3.0%（2024-2029）。卫生巾渗透率已达97.3%，为高频刚需成熟品类。

2024年中国卫生巾市场份额前8名的品牌，国际和本土各占四席，虽然国际品牌份额仍略高于本土品牌，但本土品牌也依靠其精细化需求分层，在各个细分领域占据了一定的市场份额。2024年头部品牌具体份额分别为：行业传统龙头苏菲（尤妮佳）约8.9%、七度空间（恒安国际）8.3%、护舒宝（宝洁）4.2%、高洁丝（金佰利）4.05%，其他如ABC（景兴健康）2.55%、乐而雅（花王）1.74%等；新兴品牌自由点2.8%、奈丝公主（全棉时代）0.6%。

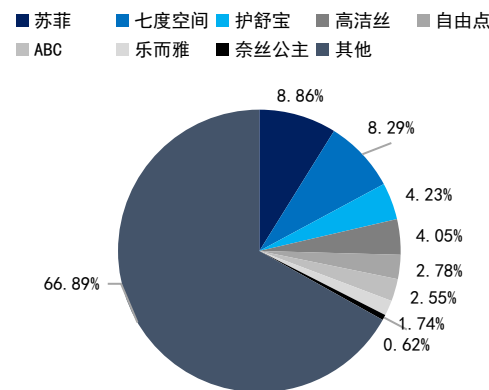
目前，本土品牌崛起速度加快，在产品定位上摒弃“通用型”思路，转向精细化需求分层，如奈丝公主依托母公司医疗基因，建立“安全”认知，以“CottonTech抗菌棉”、“医护级标准”等技术定位切入高端市场；自由点打造“益生菌系列”，聚焦微生态平衡，主打科学护理；七度空间开发“运动超薄款”，主打瑜伽、跑步等高强度场景。

图：头部卫生巾品牌市场份额及变化情况



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图：2024年头部卫生巾品牌市场份额情况



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

行业趋势：国际品牌仍占主导，电商渠道发展迅速

2. 商超渠道主导地位减弱，电商渠道异军突起

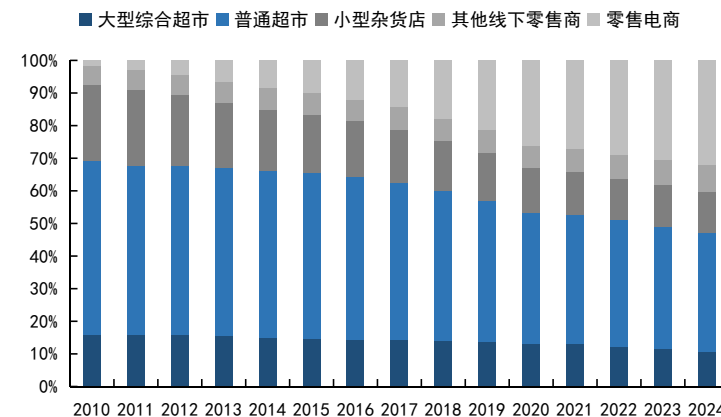
中国卫生巾行业的渠道销售结构正经历从传统线下主导到线上线下并行的深度变革。2015年以前，卫生巾行业由传统线下主导，商超卖场（大润发、沃尔玛等）占60%+份额，便利店/杂货店覆盖下沉市场，国际品牌（护舒宝、苏菲）凭借渠道费用优势垄断货架，本土品牌渠道渗透率低，依赖经销商层层加价，消费者决策严重依赖包装信息和价格。

2015年后，商超渠道主导地位减弱，占比从2015年约65.4%降至2024年的47.2%，商超萎缩源于消费习惯转向线上囤货和即时零售便利性，加之商超调改（如优化商品结构、强化供应链）加剧了价格竞争，对品牌利润空间形成挤压。杂货店、便利店等细分渠道稳中有增。同期电商渠道开始崛起，天猫、京东推动“个护品类线上化”，许多区域品牌突破地域限制，走向全国，越来越多的本土品牌在平台补贴下以性价比抢占市场，卫生巾电商渠道销售份额从2015年的10%上升至2024年的32%，成为品牌增长主阵地。

电商渠道占比上升的过程中，货架电商与直播电商先后快速增长。目前以抖音为代表的指标电商已经占据较大市场份额，按第三方电商平台统计，2025年上半年卫生巾品类在天猫/京东/抖音三平台的销售额占比分别为41.7%/23.3%/35.0%。相比货架电商，兴趣电商渠道的高增长进一步给新品牌带来破局机会，自由点、淘淘氧棉、奈丝公主等本土新锐品牌借助兴趣电商渠道实现大幅增长。

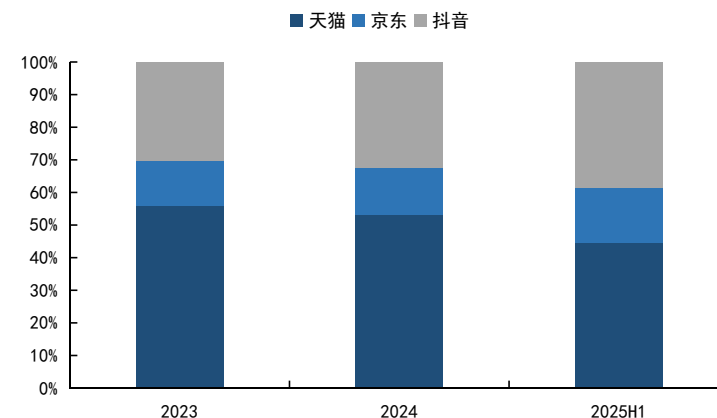
当渠道的壁垒逐渐弱化，行业进入产品驱动时代。头部品牌普遍采用大单品策略，通过差异化定位（如肤感、安全、功效）和持续产品迭代，快速抢占市场份额。功能性、医护级、益生菌等创新卖点成为新增长点。

图：卫生巾各渠道销售占比变化



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图：卫生巾电商三大平台销售占比



资料来源：第三方电商平台数据库，国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

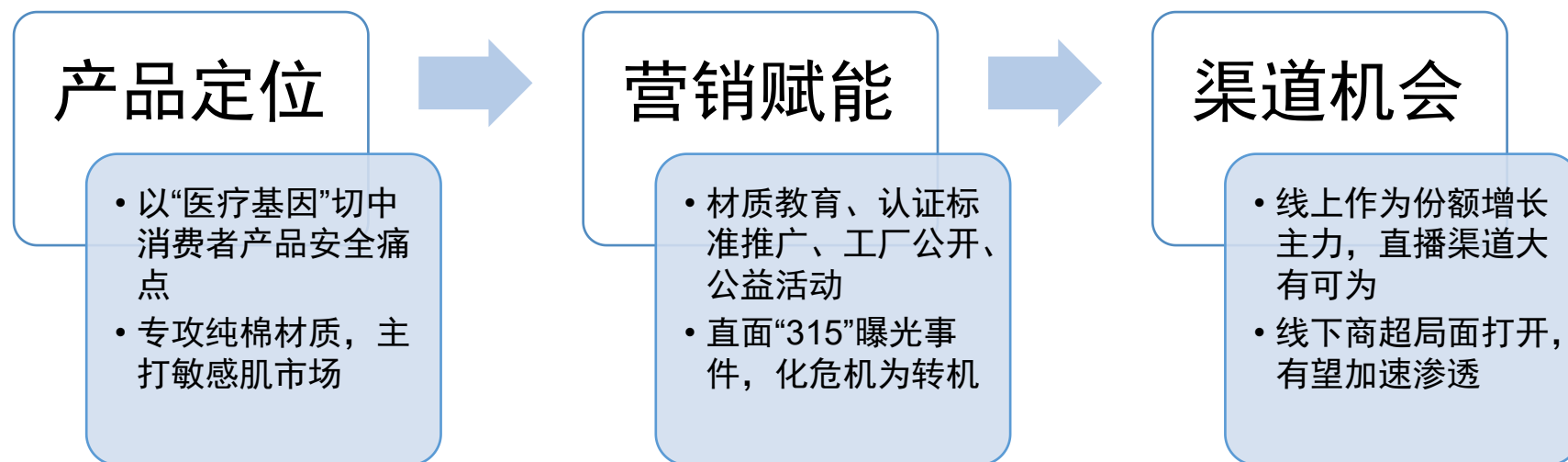


国信证券
GUOSEN SECURITIES

品牌策略与机会：凸显产品“医疗基因”，舆情期口碑上升，商超与直播渠道潜力大

奈丝公主品牌的战略与机会，在产品端以“全棉+医疗级技术”构建壁垒，聚焦安全性与舒适性升级；品牌端通过内容营销和用户口碑积累，避免价格战，坚持价值驱动；渠道端精细化运营抖音等高潜力平台，实现品效合一。

表：卫生巾品牌策略与机会



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极



产品策略：以“医疗基因”满足消费者“安全性”需求痛点，全棉材质打造差异化舒适体验

随着中国女性健康护理意识和消费能力的持续提升，消费者对产品品质的追求持续升级，功能性、材料安全性和使用体验感成为核心关注点，推动中高端产品消费比例持续攀升，根据Euromonitor数据，2019-2024年单片价格由0.74元增至0.93元，印证了品质化的消费趋势。

从第三方小红书数据库的卫生巾评论词云中可以看到，消费者对卫生巾产品的材质和安全性的关注，材质方面“透气性”、“棉花”是高热词汇，而安全性的高热词有“医护级”、“安全感”等。奈丝公主的产品定位正是主要针对消费者对材质和安全性方面的需求痛点，以“100%全棉全表层”技术和医护级认证等特点，核心解决女性使用卫生巾的过敏、闷热、摩擦等痛点，强调安全性和舒适性。

图：小红书评论区关于卫生巾的高频词汇



资料来源：第三方小红书数据库，国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

产品策略：卫生巾市场“安全性”需求攀升，奈丝公主以“医疗基因”获消费者青睐

奈丝公主定位中高端市场，产品单片价格在主流卫生巾品牌中属于中高端价位。奈丝公主全线产品均以纯棉材质为主要卖点，相比竞品的纯棉产品线一般仅为面层纯棉，奈丝公主的差异化一方面在于棉的使用更彻底，“100%全棉全表层”技术（巾身、护翼均为棉），另一方面拥有医护级认证，甚至包括医用级、灭菌级等产品，核心解决女性使用卫生巾的过敏、闷热、摩擦等痛点，强调安全性和舒适性。

表：奈丝公主卫生巾与其他品牌全棉卫生巾比较

维度	奈丝公主	自由点	高洁丝	苏菲	七度空间	护舒宝
产品样式						
产品名称	【优于新国标】全棉时代奈丝公主医护级纯棉卫生巾日夜用多规格	自由点有机纯棉卫生巾安睡裤日夜组合6片多规格可选	【高端纯棉顶流】高洁丝海岛奢宠纯棉卫生巾护垫超薄	sofy/苏菲裸感S卫生巾敏感肌超薄日用超熟睡夜用姨妈巾正品	【新国标认证】七度空间少女纯棉干爽透气日用姨妈卫生巾	【健康0添加】护舒宝净肤纯棉清新卫生巾日用超薄透气姨妈巾
功能特点	甄选100%全棉面层、不易假滑、不易致敏、棉天然亲肤纯净	立体防漏、低敏柔软、排湿透气	臻选至柔海岛棉、立体亲肤软边设计、添加乳霜润泽因子	立体防漏、原棉材质、菱格纹导流	加倍柔软、即刻干爽、16倍吸收力、透气会呼吸	3重净肤防漏，锁血、净味、散热
价格	11.15	5.07	9.38	17.33	6.64	9.49
数量	10	5	9	12	10	9
单价	1.12元/片	1.01元/片	1.04元/片	1.44元/片	0.66元/片	1.05元/片
成分	接触肌肤的面层、护翼100%全棉	100%有机纯棉面层	纯棉面层	原棉表层	100%纯棉面层	100%进口纯棉表层
单张尺寸	245mm	240mm	240mm	250mm	245mm	240mm

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极



产品策略：奈丝公主专攻纯棉敏感肌，自由点/高洁丝/苏菲/七度空间各展所长

与竞品产品矩阵对比，产品卖点主要区别如下：

1. 奈丝公主的全系产品以全棉为基础，通过速吸抑菌、全棉芯、棉纱等特色产品构建产品矩阵，主要吸引敏感肌肤人群，能极大减少摩擦和不适感，降低过敏风险；
2. 自由点的产品矩阵由益生菌系列、超薄系列和有机纯棉等产品构建产品矩阵，由于其很多系列都主打“几乎无感”的佩戴体验，尤其受到年轻女性喜爱；
3. 高洁丝的产品矩阵由纯棉系列、益生菌系列、万有引力系列、少女肌系列等产品构建产品矩阵，其覆盖各种流量、需求和使用场景，使得消费者可以选择多样化；
4. 苏菲的产品矩阵由裸感S系列（包含贵族棉系列）、贴身弹力系列、口袋魔法系列、超熟睡系列等产品构建产品矩阵，覆盖了从少女到敏感肌、极薄等多种需求，是很多女性的夜用首选；
5. 七度空间的产品矩阵由少女纯棉系列、蔓越莓系列、优雅系列、超薄系列等产品构建产品矩阵，因为其价格与上述品牌相比最具竞争力，比较适合预算有限的年轻学生群体。
6. 护舒宝的产品矩阵由液体卫生巾系列、净肤纯棉系列、云感棉系列、金奢纯棉系列等产品构建产品矩阵，因为其独有的液体科技，适合追求极致干爽的女性群体。

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

产品策略：奈丝公主专攻纯棉敏感肌，自由点/高洁丝/苏菲/七度空间各展所长

表：奈丝公主卫生巾与其他品牌产品矩阵

维度	奈丝公主	自由点	高洁丝	苏菲	七度空间	护舒宝
产品样式及特点	 全棉超净吸系列 特点：吸收速度+33%、99.9%抑菌率、医护级认证、100%全棉	 益生菌你列 特点：面层或表面材质添加灭活益生菌、有益菌相对维持率146.2%	 蔓越莓益生菌系列 特点：面层或表面材质添加蔓越莓提取物和灭活益生菌粉、减少99.9%有害菌威胁、医护级产品	 裸感S系列 特点：专研0.8D面层，比纯棉更柔软，比蚕丝更细腻	 蔓越莓纯棉系列 特点：抑菌率达99.9%、添加天然蔓越莓提取物、微胶囊净味科技、100%有机纯棉	 液体卫生巾系列 特点：首创高分子液体材料，10倍自重吸收，吸收后仍超薄
产品样式及特点	 全棉芯系列 特点：面层或表面材质、护翼、芯体100%全棉	 羽翼轻轻系列 特点：薄至0.1cm、丝柔触感	 万有引力系列 特点：应对突发大流量、吸收速度+120%、表面残留减少60%	 极薄系列 特点：0.1cm超吸收薄片、轻运动不怕漏	 超薄系列 特点：绵柔亲肤、透气干爽、速渗不黏腻	 云感棉系列 特点：极薄、超大吸量、三重锁湿、速干返白
产品样式及特点	 棉纱系列 特点：99.9%抑菌率、100%棉纱专利面层或表面材质、医护级认证	 轻盈系列 特点：0.1cm超薄吸收芯、轻盈透气	 阳光烘烘纯棉系列 特点：抑制四大有害菌、99.9%抑菌率、12小时长效抑菌	 口袋魔法系列 特点：1/2掌心尺寸、巾身加宽、大胆防扇尾	 天山绒棉系列 特点：天然长绒棉、添加天然精粹乳霜、极薄能吸	 金奢纯棉系列 特点：北美进口臻奢纯棉表层，蜂蜡隔湿、洁净肤感
产品样式及特点	 安睡裤系列 特点：100%全棉面层或表面材质、全包裹防漏、超大吸收	 安睡裤系列 特点：薰衣草精粹微胶囊、海量吸收、0.16cm轻薄透气	 安睡裤系列 特点：科学裁剪、贴合身形的专利、劲吸防漏	 安睡裤系列 特点：裤身0皮筋、原生高弹力、瞬吸防漏	 安睡裤系列 特点：腰围材料5倍高弹力、面层底膜双透气、锁水防漏	 安睡裤系列 特点：瞬吸散热芯，腰围透气、裆部都散热

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

营销赋能：行业信任危机下，奈丝公主突出产品优势，持续赢得消费者青睐

近期，卫生巾行业出现了两次舆情危机，对奈丝公主品牌经营均产生了显著影响。

1. 2024年11月卫生巾长度与安全性的信任危机事件，奈丝公主脱颖而出。

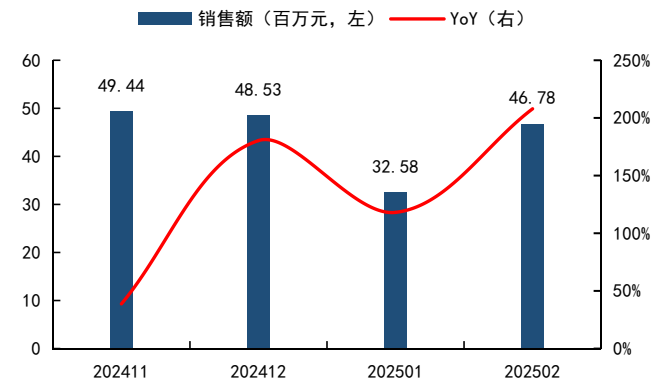
事件起因：

有博主发布卫生巾长度测量结果，引发网友跟风进行测评，发现ABC、苏菲等多个知名卫生巾品牌存在偷工减料的问题，标示长度与实际长度不一致；另一方面产品安全性存疑，部分网友指出卫生巾的PH值标准低，质疑卫生巾和非直接接触皮肤的C类纺织产品的PH值要求相同、产品出现可迁移性荧光物质。持续的负面新闻导致消费者对传统头部品牌信任度下降，安全、医护级、消毒级等高标准产品需求激增，行业格局出现松动。消费者不再单纯依赖品牌知名度，转而要求由权威检测机构的透明化认证，健康属性成为核心决策因素。

后续影响：

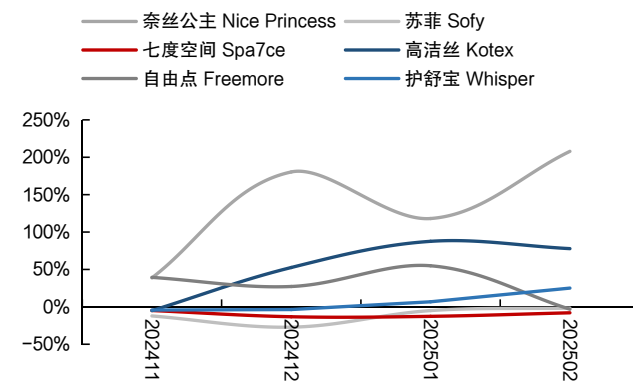
奈丝公主卫生巾在此次行业舆情危机中脱颖而出，因品牌依托稳健医疗医学背景，使用30万级洁净生产车间生产，产品陆续获得医护级认证，并通过检测不含可迁移性荧光物质，以上特点在社交媒体被消费者得知后，品牌在短期内获得了大量新增用户。根据公司披露，卫生巾产品在2024年累计实现营业收入7.0亿元，同比增长18.0%，对比上半年7.6%的同比增速，下半年卫生巾同比增长19.7%，增速明显加快。根据第三方数据，2024年11月至2025年2月期间，奈丝公主品牌在天猫、京东、抖音平台的合计每月销售额同比增长高达39%/180%/118%/208%，相比同期头部竞品和行业大约6.4%/17.3%/37.1%/34.5%的增速，差异明显。

图：奈丝公主电商三大平台舆情期销售情况



资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：主流卫生巾品牌电商三大平台舆情期销售变化



资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

营销赋能：行业信任危机下，奈丝公主突出产品优势，持续赢得消费者青睐

2. 2025年3月，央视“315”晚会点名事件，奈丝公主通过正面回应和积极行动挽回消费者信任。

事件起因：2025年3月15日，央视315晚会曝光了一个行业乱象——翻新卫生用品。有企业从卫生巾和纸尿裤生产厂家处购买残次品、下脚料等生产垃圾，再从中挑选出形状完整且没有明显污渍和破损的产品，重新包装售卖。为此，各大卫生巾生产厂家陆续作出了详细说明，奈丝公主（全棉时代）也在315晚会曝光的当晚及随后的半个月內，持续发布了多项声明。

图：央视315晚会曝光翻新卫生巾



资料来源：央视财经，国信证券经济研究所整理

表：奈丝公主卫生巾与其他品牌回应时间轴

品牌	发布时间	发布内容
奈丝公主	2025年3月15日	全棉时代官微发布公关声明，声称曝光企业与自家无任何合作关系
	2025年3月19日	全棉时代发布公关声明，宣布加入京东超市品质联盟，守护消费安全
	2025年3月19日	全棉时代再次发布公关声明，声称天猫超市在售产品均为官方正品
	2025年3月21日	全棉时代官微发布相关数据，全棉时代近3年共522次市场监督抽检合格率100%
	2025年3月21日	全棉时代宣布全棉时代残次料处理升级措施全公开
	2025年3月27日	全棉时代上线卫生巾产品检测报告自助查询通道
	2025年3月27日	全棉时代官微发布相关数据，近半年，全棉时代棉柔巾、婴儿湿巾及一次性内裤接受检测共75次，抽检合格率100%
	2025年3月28日	全棉时代发布670页产品检测报告，启动产品一物一码，实现原材料溯源及真伪可查
自由点（百亚）	2025年3月15日	自由点官微发布公关声明，表示已成立专项调查组进行全面调查，并已报案
	2025年3月20日	自由点发布公关声明，宣布加入京东超市品质联盟，守护消费安全
	2025年3月20日	自由点再次发布公关声明，声称天猫超市在售产品均为官方正品
	2025年3月24日	自由点邀请新华网探访企业工厂，公布生产线全流程
	2025年3月25日	自由点官微发布相关数据，自由点近4年共487次市场监督抽检合格率100%
	2025年3月28日	自由点官微发布招募公告，诚邀全国100位消费者亲临重庆，走进自由点透明工厂
	2025年3月29日	自由点官微宣布与新华网合作，开启生产现场云监工直播
苏菲	2025年3月15日	苏菲官微发布澄清声明，声称315晚会出现的苏菲照片，目前并非自家生产
	2025年3月20日	苏菲再次发布公关声明，声称天猫超市在售产品均为官方正品
	2025年3月26日	苏菲邀请媒体实地考察上海工厂，全方位展现卫生巾从原材料到最终成品的整个生产流程
	2025年4月1日	苏菲官微发布相关数据，苏菲近5年共620次市场监督抽检合格率100%
七度空间	2025年4月2日	苏菲再次发布视频，邀请新华社实地探访工厂，回应卫生巾残次品流向
	2025年3月15日	七度空间官微发布澄清声明，声称此事件与七度空间无关
	2025年3月19日	七度空间发布公关声明，宣布加入京东超市品质联盟，守护消费安全
护舒宝	2025年3月21日	七度空间再次发布公关声明，声称天猫超市在售产品均为官方正品
	2025年3月15日	护舒宝官微发布澄清声明，声称此事件与护舒宝无关
	2025年3月26日	护舒宝邀请南方周末，实地探访企业广州黄埔工厂，探秘护舒宝卫生巾的安全合规生产

资料来源：公司官网、公司官方微博、国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

营销赋能：行业信任危机下，奈丝公主突出产品优势，持续赢得消费者青睐

2025年3月15日，全棉时代官微发布公关声明，声称曝光企业与自家无任何合作关系；3月19日，全棉时代发布公关声明，宣布加入京东超市品质联盟，守护消费安全；同日，全棉时代再次发布公关声明，声称天猫超市在售产品均为官方正品；3月21日，全棉时代官微发布相关数据，全棉时代近3年共522次市场监督抽检合格率100%，并将全棉时代残次料处理升级措施全公开；未来公司将更加重视废品、残次品处理问题，从源头杜绝此类问题发生；3月27日，全棉时代上线卫生巾产品检测报告自助查询通道并发布相关数据，近半年，全棉时代棉柔巾、婴儿湿巾及一次性内裤接受检测共75次，抽检合格率100%；3月28日，全棉时代发布670页产品检测报告，启动产品一物一码，实现原材料溯源及真伪可查。

图：全棉时代官方微博多次回应



资料来源：公司官方微博，国信证券经济研究所整理

图：奈丝公主一物一码溯源信息



资料来源：奈丝公主卫生巾溯源码，国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

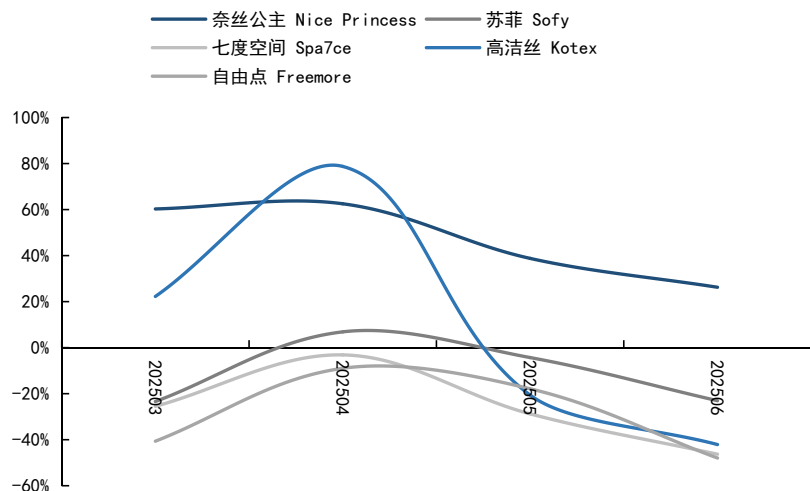
营销赋能：行业信任危机下，奈丝公主突出产品优势，持续赢得消费者青睐

后续影响：

全棉时代用透明化瓦解公众疑虑，其真诚打动了消费者，公司3-6月的电商三大平台销售额增速虽相比前几个月的大幅增长有所放缓，但仍保持双位数增速，与同行业公司相比增速优势明显。

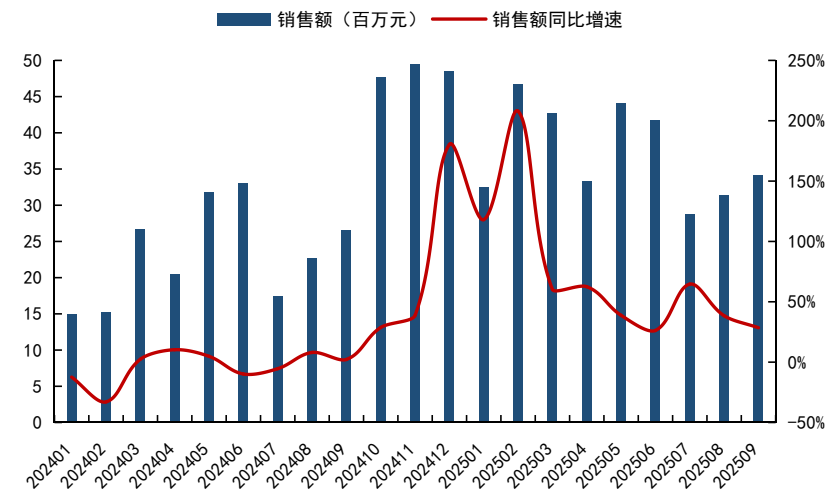
从近期月度线上数据复盘，奈丝公主线上销售增速在去年11月后大幅提升，3月开始有所放缓，7月后又再度提升，多个月份呈现50%以上的快速增长。从公司披露的卫生巾产品收入增速看，2024下半年和2025前三季度分别实现19.7%和65.2%的快速增长，一方面体现了舆情事件的影响，另一方面也体现了公司营销与新品发力的推动。

图：主流卫生巾品牌电商三大平台2025年3-6月销售变化



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：奈丝公主卫生巾电商三大平台销售情况



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极



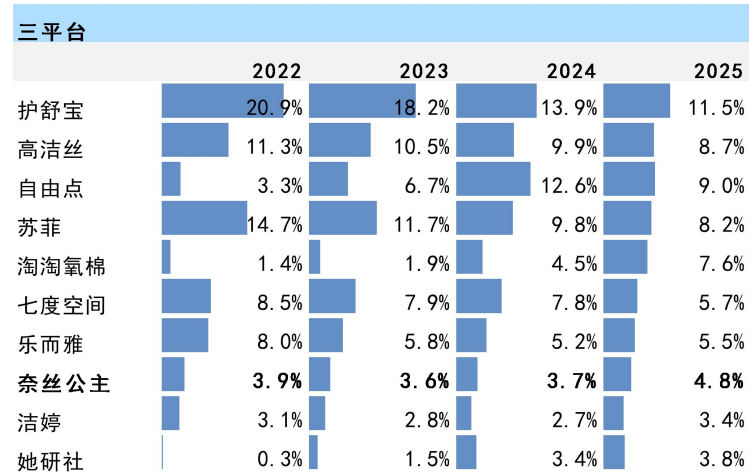
营销赋能：行业信任危机下，奈丝公主突出产品优势，持续赢得消费者青睐

从线上份额看，根据第三方数据，在天猫+京东+抖音三平台，奈丝公主品牌在卫生巾品类的份额从2022年至2024年在3.6—3.9%区间波动，但自2025年前三季度明显上升至4.8%；

从集中度看，在2025年前三季度行业CR5份额45.0%，集中度仍较高，但较前两年已经有所下降（2023年CR5 54.8%，2024年CR5 54.0%）。

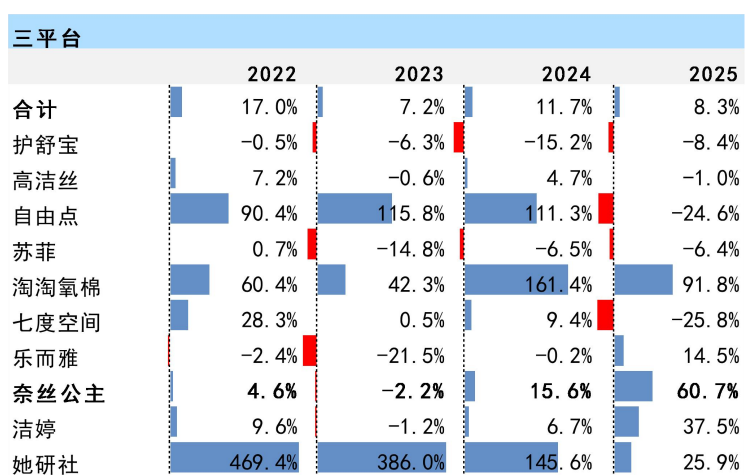
从品牌排序看，行业近几年也发生了较大变化，线上销售额前5名在2025年前三季度分别是护舒宝、自由点、高洁丝、苏菲和淘淘氧棉，而2022年则为护舒宝、苏菲、高洁丝、七度空间和乐而雅，可见两年半时间内，已有2名传统品牌在线上的地位被新锐本土品牌所取代。

图：卫生巾电商三大平台各品牌销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：卫生巾电商三大平台各品牌销售增长率



资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

营销赋能：行业信任危机下，奈丝公主突出产品优势，持续赢得消费者青睐



图：卫生巾全平台各品牌电商销售排名

	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	202411	202412	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509
护舒宝	1	2	1	2	1	1	2	2	2	1	1	2	3	3	1	2	1	1	1	1	1
高洁丝	4	5	4	4	4	4	4	3	3	3	4	1	1	2	2	1	5	3	4	5	5
自由点	3	1	2	1	2	2	1	1	1	2	3	3	2	1	5	3	2	4	5	2	4
苏菲	2	4	5	3	3	3	5	4	4	4	2	4	4	4	6	4	3	2	3	4	2
奈丝公主	7	8	9	7	11	9	9	10	8	10	8	5	8	6	8	8	7	7	8	9	9
乐而雅	6	6	6	6	6	7	7	7	6	6	7	6	7	8	7	6	6	5	6	6	7
七度空间	5	3	3	5	5	5	3	5	5	5	5	7	6	5	4	7	9	8	7	7	6
淘淘氧棉	11	12	7	8	7	8	6	6	7	8	6	8	5	7	3	5	4	6	2	3	3
洁婷	14	11	12	9	10	11	12	11	10	11	10	11	11	11	9	9	8	9	10	11	10
她研社	9	7	8	10	8	10	10	9	9	7	11	10	9	9	10	10	10	10	9	8	8
薇尔	8	10	10	11	9	6	11	8	11	9	9	9	10	10	11	11	11	11	11	10	11
凸凸棉	15	13	13	15	12	15	15	15	13	13	16	16	15	12	13	16	14	16	16	14	12
舒莱	12	14	11	12	13	14	14	13	15	12	14	18	14	16	14	14	16	17	17	17	16
倍舒特	16	16	15	14	15	13	16	14	14	15	12	13	12	14	12	12	13	12	12	13	15
ABC	13	15	14	13	14	12	13	12	12	14	13	12	17	17	15	13	12	14	14	12	14
植护	10	9	16	16	16	17	17	16	16	16	15	14	13	13	17	15	15	15	13	16	17
babycare	23	23	23	23	23	25	24	23	24	23	21	17	19	18	21	21	23	21	19	18	19
千金净雅	20	21	17	20	20	20	22	19	22	18	17	15	18	19	16	18	18	18	18	19	18
花王	21	20	20	22	22	22	23	21	23	19	19	21	23	21	23	20	21	23	22	22	23
爱璐茜	22	22	22	19	18	21	21	22	19	22	20	19	20	20	19	22	20	19	20	20	20

资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：卫生巾天猫各品牌电商销售排名

	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	202411	202412	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509
护舒宝	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
高洁丝	2	3	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	2	2	2	2	5	3	3	3	3
自由点	6	2	6	4	4	5	6	4	5	2	4	7	7	3	9	11	6	6	10	7	8
苏菲	3	5	3	3	3	3	5	3	4	4	2	3	3	4	3	3	2	2	2	2	2
奈丝公主	7	9	9	8	10	10	8	9	8	11	9	5	6	5	8	8	8	5	7	8	7
乐而雅	5	6	5	7	5	6	7	6	6	6	7	4	5	6	6	6	4	4	6	5	5
七度空间	4	4	4	5	7	4	3	5	3	7	5	6	4	7	4	7	7	8	4	4	4
淘淘氧棉	12	12	7	9	8	8	9	7	9	8	10	11	8	8	5	4	3	7	5	6	6
洁婷	10	8	12	6	9	11	11	10	7	10	8	8	11	9	7	5	10	9	8	11	10
她研社	9	7	8	10	6	9	10	8	10	5	11	10	9	10	11	10	11	10	9	9	9
薇尔	8	10	11	13	11	7	14	11	11	9	6	9	10	11	10	9	9	11	11	10	11
凸凸棉	13	13	13	12	12	14	15	14	15	13	16	15	13	12	12	15	14	15	15	12	12
舒莱	11	11	10	11	13	13	13	13	13	12	12	19	12	13	13	14	15	14	13	15	15
倍舒特	15	16	15	15	15	16	16	15	16	15	14	13	14	14	14	12	13	12	12	14	13
ABC	14	14	14	14	14	12	12	12	12	14	13	12	17	15	15	13	12	13	14	13	14
植护	17	15	18	16	17	18	17	16	17	16	17	18	18	16	18	16	18	18	16	18	17
babycare	23	23	23	23	23	25	24	23	24	23	21	17	15	17	19	20	21	20	18	16	16
千金净雅	20	21	16	20	19	23	23	19	21	17	15	14	16	18	16	18	16	17	17	17	18
花王	18	19	20	21	21	22	22	20	20	18	18	20	22	19	21	23	19	23	23	21	23
爱璐茜	22	22	21	17	16	21	20	22	19	22	20	16	19	20	20	19	17	19	20	19	20

资料来源：阿里第三方数据库、国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

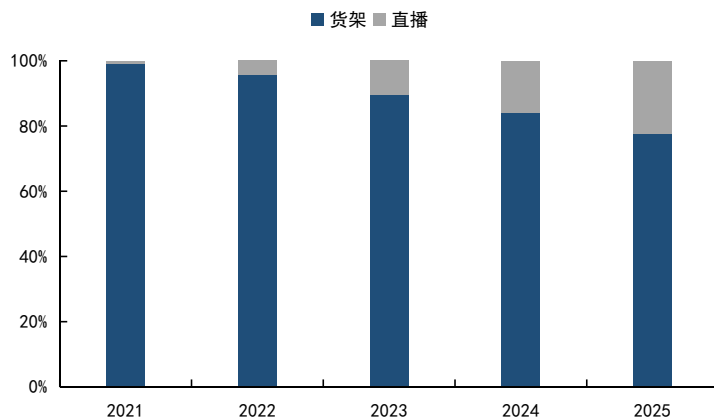
渠道机会：直播平台增长迅猛，商超渗透仍存空间

从第三方电商数据库数据可以清晰的看出，与全棉时代其他产品品类不同，奈丝公主卫生巾在直播销售方面已取得初步进展。从2021至2025年9月末，其直播销售占比从0.8%逐步提升至22.3%，表明品牌正在积极向直播电商模式转型，并逐渐获得市场认可。

然而，与行业整体水平相比，奈丝公主在直播领域的渗透仍存在明显差距。截至2025年9月末，卫生巾行业直播销售占比达到38.8%，而奈丝公主仅为22.3%，相差16.5个百分点。这一差距说明尽管奈丝公主已在直播渠道有所布局，但其在直播渠道还存在着较多的增长潜力。

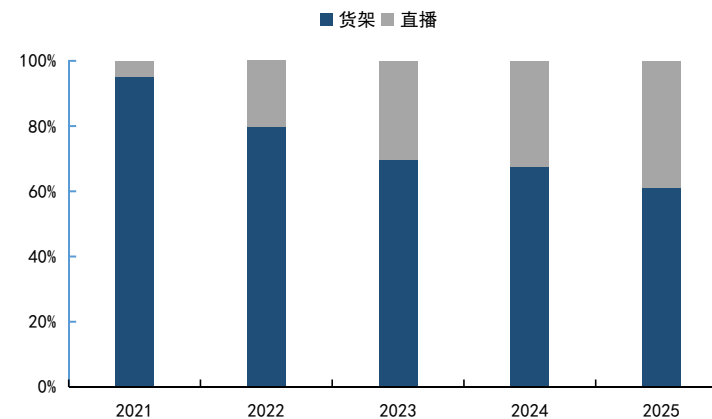
因此，奈丝公主在直播销售领域已奠定基础，但仍具备显著的增长空间。未来若能进一步优化直播策略、加大资源投入并提升内容转化效率，有望逐步缩小与行业平均水平的差距，释放更大的增长潜力。

图：奈丝公主卫生巾货架/直播电商平台销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：卫生巾行业货架/直播电商平台销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

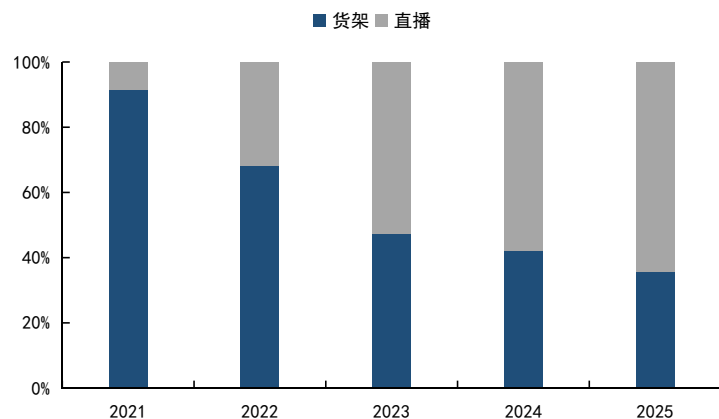
卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

渠道机会：奈丝公主直播仍以自播为主，未来有望借力达人合作打开增长新空间

作为奈丝公主主要竞品的自由点和七度空间卫生巾直播和货架平台销售占比也呈现出不同的趋势。自由点2021年-2025年9月末直播占比从8.4%不断提升至64.2%，即电商收入中有超过六成是直播渠道带来的。而七度空间则更接近整个行业的货架/直播占比。2021年-2025年9月末直播占比从11.6%不断震荡提升至35.3%，且2024年至今货架占比有小幅回升。

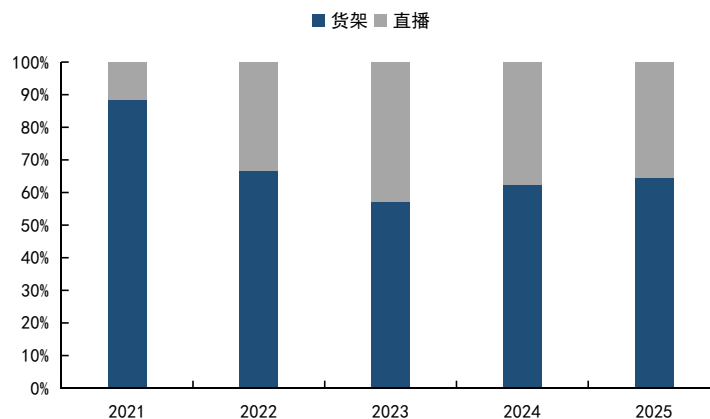
在直播平台销售额增长方面，奈丝公主2025年前三季度增长率为261.5%，显著高于自由点（-17.2%）和七度空间（-30.8%）。在奈丝公主线上销售额同比保持高增长的同时，加大对直播平台的倾斜，相比竞品奈丝公主呈现了更加迅速的直播平台的的增长势头，而从直播平台占比差距来看还存在进一步发力的空间。

图：自由点卫生巾货架/直播电商平台销售占比



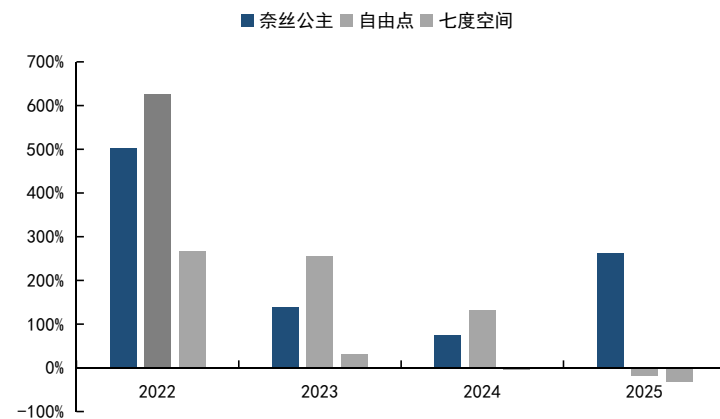
资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：七度空间卫生巾货架/直播电商平台销售占比



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：奈丝公主/自由点/七度空间抖音平台增速变化



资料来源：抖音平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

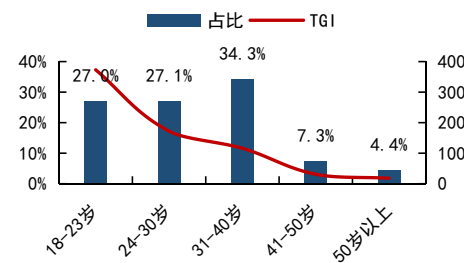
渠道机会：从行业对比看渠道拓展空间，奈丝公主商超渠道仍存在增长潜力

通过巨量算数的数据，对奈丝公主、自由点、七度空间、护舒宝、高洁丝和苏菲的粉丝画像进行对比分析，可以看出奈丝公主与自由点在各个年龄段的客群分布和偏好度相对较为相似：

- ① 奈丝公主18-23岁粉丝占比27.0%，24-30岁粉丝占比27.1%，31-40岁粉丝占比最多，达34.3%。
- ② 自由点18-23岁粉丝占比28.8%，24-30岁粉丝占比27.2%，31-40岁粉丝占比最多，达28.9%。
- ③ 其他品牌而言，护舒宝18-23岁的粉丝群体占比最大，可能是因为护舒宝强调“尖端科技”等标签，对追求新奇的Z世代有强大的吸引力，奈丝公主在该年龄段粉丝占比处于中等水平；高洁丝在24-30岁的粉丝群体中占比最大，可能是因为该年龄段的用户需求较为多样化，而高洁丝的产品（纯棉系列、益生菌系列、万有引力系列、少女肌系列等）恰好覆盖各种流量、需求和使用场景，使得消费者可以选择多样化，奈丝公主在该年龄段粉丝占比处于中等水平；七度空间在31-40岁的粉丝占比最大，体现出品牌成熟度高，在中年女性消费者中认知度强。

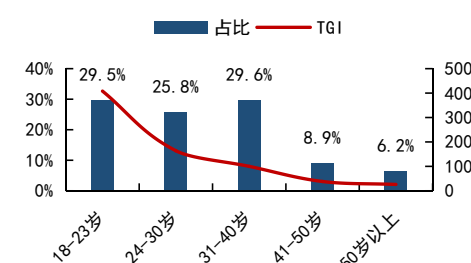
对于当下的Z世代消费者而言，她们更倾向于选择在社交媒体上声量更大、形象更国际化和现代化的品牌，奈丝公主在该年龄段粉丝占比处于较高水平，可能是因为该年龄段的用户更注重舒适与健康，奈丝公主医护级标准、面层+侧翼均纯棉的特点可以较好吸引该年龄段用户。

图：奈丝公主粉丝画像——年龄



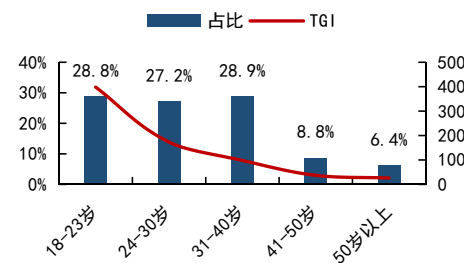
资料来源：巨量算数，国信证券经济研究所整理

图：护舒宝粉丝画像——年龄



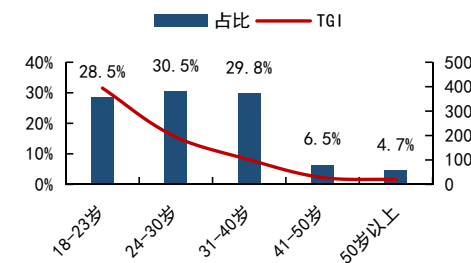
资料来源：巨量算数，国信证券经济研究所整理

图：自由点粉丝画像——年龄



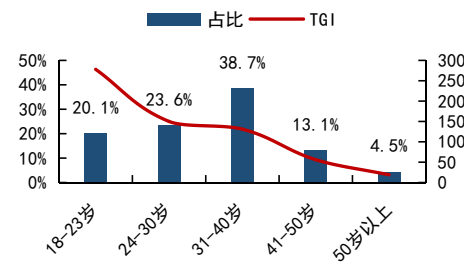
资料来源：巨量算数，国信证券经济研究所整理

图：高洁丝粉丝画像——年龄



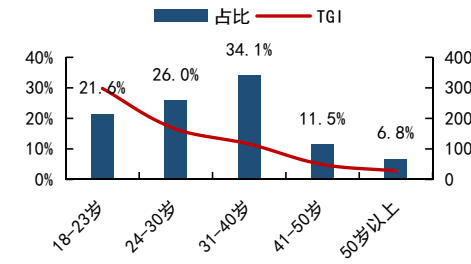
资料来源：巨量算数，国信证券经济研究所整理

图：七度空间粉丝画像——年龄



资料来源：巨量算数，国信证券经济研究所整理

图：苏菲粉丝画像——年龄



资料来源：巨量算数，国信证券经济研究所整理

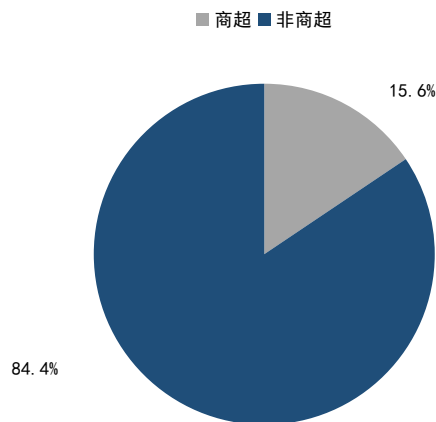
卫生巾：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极

渠道机会：从行业对比看渠道拓展空间，奈丝公主商超渠道仍存在增长潜力

而从渠道布局来看，奈丝公主的商超渠道销售占比为15.6%（需注意：奈丝公主具体商超占比未提供，此处用商超销售额/无纺品收入近似替代），虽仍以非商超渠道为主，但已高于自由点的11.2%。这一差异说明，奈丝公主在一定程度上通过商超渠道增强了品牌可见度和触达范围。

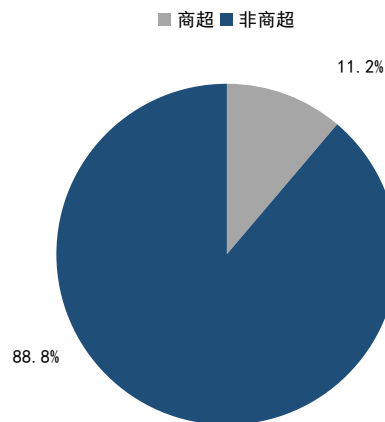
然而，与整个卫生巾行业相比，奈丝公主的商超渠道占比仍远低于行业平均水平（47.2%），存在显著差距。这说明奈丝公主在商超渠道仍有巨大的渗透空间。因此，尽管奈丝公主在竞品中表现出一定的渠道优势，但相较于行业整体水平，其商超渠道仍具备可观的拓展潜力。未来若能进一步加大商超渠道的布局与精细化运营，有望触达更广泛的消费人群，实现新一轮增长。

图：全棉时代2025H1商超渠道占比



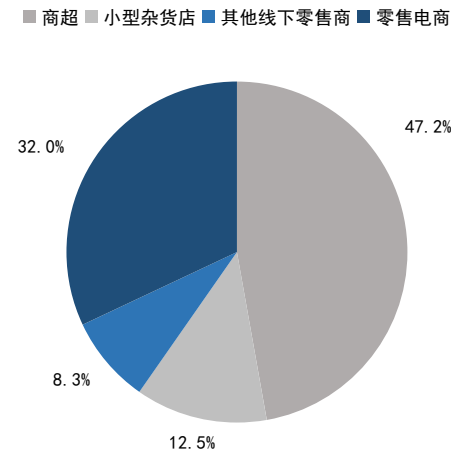
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：自由点2025H1商超渠道占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：卫生巾全行业2024商超渠道占比



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 公司概况：医疗和消费品两大业务进入稳健发展阶段
- 【 02 】 医用敷料行业：奠定公司发展基石，内生外延齐发力
- 【 03 】 消费品行业：恰逢时代东风，强化品牌心智
- 【 04 】 卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极
- 【 05 】 盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长
- 【 06 】 投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值
- 【 07 】 风险提示

盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长



未来三年盈利预测假设：两大业务均呈双位数收入增长，且利润率稳步提升

- 医疗业务内生保持13%~15%的收入复合增速，利润率稳中有升：
 - ① 分产品，驱动力来自高端敷料、手术包和健康个护；
 - ② 分渠道，驱动力短期来自境内多渠道深耕，中期跨境电商品牌化发展有潜力。
- 消费业务保持15%的收入复合增速，利润率稳步提升：
 - ① 分产品，驱动力来自卫生巾、棉柔巾和重点有纺品类；
 - ② 分渠道，驱动力短期来自电商、KA加大渗透，中期线下门店有拓展和盈利优化潜力。
- 综合以上，2025-2027年公司的收入复合增速为17.2%，净利润复合增速为27%。

图：公司未来3年盈利预测及拆分假设

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
收入（百万）	8,037	11,351	8,185	8,978	11,235	12,812	14,468	4,034	4,944	5,296	5,939
医疗业务：	3,922	7,250	3,862	3,906	5,264	5,952	6,731	1,718	2,187	2,515	2,749
防疫产品	2,378	4,735	912	354	354	354	354	170	184	180	174
常规品	1,544	2,515	2,949	3,551	4,909	5,598	6,377	1,548	2,003	2,335	2,574
消费品业务：	4,054	4,008	4,263	4,991	5,886	6,770	7,648	2,282	2,709	2,745	3,141
收入YOY	-35.9%	41.2%	-27.9%	9.7%	25.1%	14.0%	12.9%	-5.5%	26.2%	31.3%	20.1%
医疗业务：	-56.0%	84.9%	-46.7%	1.1%	34.8%	13.1%	13.1%	-20.9%	29.5%	46.4%	25.7%
剔除GRI				34.3%	13.2%			-20.9%	12.4%	13.2%	13.2%
防疫产品	-66.1%	99.1%	-80.7%	-61.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-76.9%	3.6%	5.9%	-5.4%
常规品	-19.1%	62.9%	17.3%	20.4%	38.2%	14.0%	13.9%	7.6%	32.6%	50.8%	28.5%
消费品业务：	15.3%	-1.2%	6.4%	17.1%	17.9%	15.0%	13.0%	10.6%	23.1%	20.3%	15.9%
毛利率	49.9%	47.4%	49.0%	47.3%	47.0%	47.3%	47.6%	48.7%	46.2%	48.3%	45.9%
医疗业务	47.5%	44.5%	40.4%	35.3%	36.3%	36.9%	37.4%	38.1%	33.0%	37.4%	35.3%
消费品业务	52.2%	53.0%	56.9%	55.9%	56.8%	56.7%	56.7%	56.9%	55.1%	58.6%	55.1%
期间费用	32.8%	26.9%	37.2%	35.5%	35.1%	34.8%	34.7%	36.5%	34.7%	35.4%	34.9%
销售费用率	24.7%	18.1%	25.5%	25.2%	23.6%	23.2%	23.2%	26.2%	24.4%	23.7%	23.5%
管理费用率	5.7%	5.6%	8.5%	7.5%	8.1%	8.1%	8.1%	7.7%	7.4%	8.2%	8.0%
研发费用率	3.7%	4.3%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.5%	4.1%	3.7%	3.9%
财务费用率	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-1.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.9%	-1.2%	-0.2%	-0.4%
资产减值比率	-1.3%	-3.2%	-4.8%	-2.7%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.4%	-3.8%	-0.6%	-1.3%
营业利润率	18.4%	17.4%	10.0%	10.2%	12.0%	12.7%	13.0%	11.7%	8.9%	12.4%	11.7%
医疗业务	22.2%	21.3%	8.8%	7.7%	9.2%	9.9%	10.1%	7.8%	7.7%	8.8%	9.6%
消费品业务	10.8%	9.8%	11.4%	12.1%	13.8%	14.4%	14.8%	12.8%	11.5%	14.0%	13.6%
所得税率	15.4%	12.8%	16.2%	18.5%	20.0%	20.0%	20.0%	14.2%	23.1%	19.7%	20.2%
净利润（百万元）：											
归母净利润	1239	1651	580	695	997	1205	1426	384	311	492	505
YOY	-67.5%	33.2%	-64.8%	19.8%	43.4%	20.9%	18.3%	-43.6%	407.5%	28.1%	62.2%
净利率	15.4%	14.5%	7.1%	7.7%	8.9%	9.4%	9.9%	9.5%	6.3%	9.3%	8.5%
医疗业务净利润	827	1,319	207	201	320	394	487				
消费业务净利润	412	332	373	495	677	810	939				
医疗业务YOY	-75.9%	59.4%	-84.3%	-3.3%	59.4%	23.3%	23.4%				
消费业务YOY	9.8%	-19.4%	12.3%	32.7%	36.8%	19.7%	15.9%				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

合理估值对应2026年PE约24-26倍

• 拆分消费和医疗业务分部估值

- ① 预计医疗业务2025-2027年净利润复合增速为34.3%，2026年净利润约为3.9亿，参考可比公司2026年平均估值为23.4X，我们对应22-24X，则医疗业务部分合理市值约86.8-94.7亿元；
- ② 预计消费业务2025-2027年净利润复合增速为23.8%，2026年净利润约为8.1亿，参考可比公司2026年平均估值为20.7X，其中以C端销售为主的公司中顺洁柔和百亚股份分别为26.6X和21.8X，我们基于公司较好的业务前景取25X-27X，则消费业务部分合理市值约为202.6-218.8亿元；
- 医疗和消费业务合计后，公司合理市值约为289.4-313.5亿元，目标价为对应2026PE为24.0-26.0X。

表：公司医疗业务可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE			市净率PB (MRQ)
				TTM	25E	26E	
300888.SZ	稳健医疗	238.76	238.76	27.31	23.07	19.09	2.08
可比公司	平均数	242.12	242.12	37.10	28.79	23.43	2.47
002223.SZ	鱼跃医疗	355.58	355.58	20.43	17.91	15.44	2.63
603301.SH	振德医疗	266.13	266.13	94.74	67.95	54.35	4.67
300677.SZ	英科医疗	253.34	253.34	14.88	17.63	13.84	1.4
600587.SH	新华医疗	93.43	93.43	18.36	11.66	10.08	1.18

注：可比公司盈利预测均来自万得一致预期

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

表：公司消费业务可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE			市净率PB (MRQ)
				TTM	25E	26E	
300888.SZ	稳健医疗	238.76	238.76	27.31	23.07	19.09	2.08
可比公司	平均数	80.43	80.43	30.19	25.97	20.72	3.33
002511.SZ	中顺洁柔	102.65	102.65	40.45	33.83	26.56	1.87
003006.SZ	百亚股份	96.50	96.50	32.85	28.74	21.81	6.57
605009.SH	豪悦护理	69.68	69.68	23.51	18.98	15.66	2.06
001206.SZ	依依股份	52.90	52.90	23.95	22.33	18.85	2.83

注：可比公司盈利预测均来自万得一致预期

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

- 【 01 】 公司概况：医疗和消费品两大业务进入稳健发展阶段
- 【 02 】 医用敷料行业：奠定公司发展基石，内生外延齐发力
- 【 03 】 消费品行业：恰逢时代东风，强化品牌心智
- 【 04 】 卫生巾业务：行业变革进行时，奈丝公主驱动公司新增长极
- 【 05 】 盈利预测和估值：双轮驱动，高质量持续增长
- 【 06 】 投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值
- 【 07 】 风险提示

投资建议：品牌化战略打开成长天花板，看好长期配置价值



公司医疗和消费的双轮驱动业务模式，自上市以来经历疫情影响曾产生大幅的业绩波动，而目前从外部环境看市场趋于稳定，健康生活理念与公司的业务发展方向和产品特点相契合，零售生态变化方向与公司渠道布局形态相吻合，公司迎来了发展的新机遇；从内部看，公司也在危机中积累了品牌口碑和扩张资本，经受了环境突变下的运营考验，引进了职业化人才团队，优化了经营发展策略，强化了向零售型企业发展的能力，有助于未来持续实现增长突破。

我们看好公司保持在千亿级医疗低值耗材市场的领导力和在万亿级消费品市场的成长潜力，以及公司稳健的运营和出色的现金回报能力。基于公司业务发展的顺利趋势，我们小幅上调盈利预测，预计2025-2027年公司净利润分别为10/12/14.3亿元（原为10/11.7/13.5亿元），同比增长43%/21%/18%。基于盈利预测的上调，小幅上调公司合理估值区间至49-53元（原为48-52元），对应2026年24-26XPE，维持“优于大市”评级。

表：盈利预测和财务指标

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,185	8,978	11,235	12,812	14,468
(+/-%)	-27.9%	9.7%	25.1%	14.0%	12.9%
净利润(百万元)	580	695	997	1205	1426
(+/-%)	-64.8%	19.8%	43.4%	20.9%	18.3%
每股收益(元)	0.98	1.19	1.69	2.05	2.42
EBIT Margin	10.2%	9.8%	10.8%	11.4%	11.8%
净资产收益率(ROE)	5.0%	6.2%	8.6%	9.8%	11.0%
市盈率(PE)	40.0	32.7	23.07	19.09	16.1
EV/EBITDA	24.5	23.6	18.3	15.3	13.3
市净率(PB)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

1. 宏观经济表现不及预期；
2. 品牌声誉风险；
3. 渠道建设不及预期；
4. 国际政治贸易风险；
5. 系统性风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032