2020 年 09 月 11 日

证券研究报告•新股分析报告

稳健医疗（300888） 医药生物

产品力+渠道力协同，构筑健康生活消费大品牌

摘要

- **投资要点：**公司是一家研发、生产、销售以无纺布为原料的医用敷料及日用消费品公司。受益于消费升级，卫生护理需求提升，定位中高端的个护、母婴、家纺服饰需求快速增长。公司经过十余年深耕产品和渠道，树立起“全棉时代”品牌的中高端形象，突破了竞品传统营销体系，探索出更适合当前消费习惯的渠道路径，展现出较高的品牌壁垒和巨大潜力。

- **消费品业务增长亮眼，盈利能力有提升空间。**2019 年公司收入达到 45.7 亿元（+19.2%），收入主要来自“全棉时代”日用消费品业务，占比达 66.3%。公司自拓展消费领域以来，日用消费品业务快速增长，营收从 2013 年的 1.4 亿元增至 2019 年的 30.3 亿元，年均复合增速达 66.9%。公司健康生活消费品定位中高端，目标消费群体主要为一二线城市的中高层次收入人群，毛利率较高，随着其占比提升，带动了公司毛利率上行，2019 年公司毛利率达到 51.7%，由于线上费用投放较大，净利率有所波动，2019 年为 11.9%。中长期看，基于前期高投入，渠道壁垒进一步提升，竞争对手复制难度大，渠道规模效应有望逐步显现，利润率或逐渐提升。

- **产品力突出，消费者粘性高。**目前卫生护理产品品牌众多，竞争格局分散，但具备自主研发能力的企业较少，多为贴牌生产。随着消费升级，消费者需求逐步多元化，产品向差异化、功能化、高附加值化发展，具备较强研发实力的头部企业有望实现市占率的稳步提升。公司凭借医用的全棉水刺无纺布技术，主打“安全、舒适、医用级”等特点，培育出以母婴为代表的忠实消费群体，尤其是棉柔巾产品，其销量、品质和口碑在市场中均处于领先地位。2017 年至 2018 年，全棉时代连续两年位列天猫“双 11”母婴类目成交金额的第二名，2019 年“双 11”，全棉时代旗舰店以单日 4.73 亿元成交额的成绩，位列母婴类目成交额第六名、家庭清洁类目店铺成交额第一名以及品牌成交额第五名，品牌认可度高，消费者粘性强。

- **线上线下渠道融合，形成全方位销售网络。**线上端，公司近年来持续加大线上推广投入，借助“天猫直通车”、“钻石展位”、“双 11”等线上促销活动以提高品牌影响力。2017-2019 年，公司消费品业务通过线上渠道分别实现收入 13.9/13.4/16.8 亿元，占比达到 64.8%/56.2%/55.4%。线下端，公司线下渠道以直营连锁门店为主，截至 2019 年末，全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 50 余个重点城市的中高端购物中心开设 247 家线下门店，津梁生活已在深圳、武汉开设 3 家线下门店。同时，公司期末在营门店平均收入仍然呈现上行趋势，渠道扩展空间广阔。未来三年，公司计划在全国 45 个重点城市新增 96 家直营门店，合计新增营业面积 6 万平方米，为产品下沉提供有力支撑。

- **风险提示：**渠道开拓不及预期的风险；国内终端销售不及预期的风险；海外业务销售波动较大的风险；汇率波动较大的风险。

西南证券研究发展中心

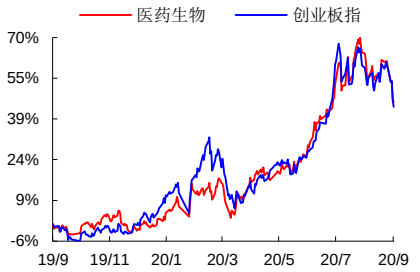
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	37649.2
本次发行(万股)	5,000
发行后总股本(万股)	42649.2
2019 年每股收益(摊薄后) (元)	1.45
2019 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后) (元)	1.28

主要指标（2019)年

每股净资产	8.39
毛利率	51.65
流动比利	2.25
速动比率	1.42
应收账款周转率	10.92
资产负债率	30.19
净资产收益率	18.80

相关研究

目 录

1 公司概况：“医疗”+“消费”协同布局 1

2 行业分析：水刺无纺布景气度向上，卫生护理需求提升 6

2.1 水刺无纺布应用广泛，景气度向上 6

2.2 国内医疗用无纺布渗透率仍较低 7

2.3 消费升级，卫生护理需求提升 9

3 公司分析：产品/品牌/渠道深度融合，潜力巨大 14

3.1 医用敷料业务：龙头企业优势显著，收入稳健增长 15

3.2 日用消费品业务：瞄准中高端市场，渠道产品深度融合 18

4 风险提示 25

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司股权结构 2
图 3：公司主要业务板块和产品线 3
图 4：2013-2019 年公司营收（亿元）及增速 4
图 5：2013-2019 年公司归母净利润（亿元）及增速 4
图 6：2019 年公司各品类营收占比 4
图 7：2013-2019 年公司各品类营收（亿元）及增速 4
图 8：2013-2019 年公司毛利率情况 5
图 9：2013-2019 年公司费用率情况 5
图 10：2016-2019 年公司与可比公司摊薄 ROE 对比 5
图 11：2013-2019 年公司 ROE 拆分情况 5
图 12：国内非织造布产量（万吨）及增速 6
图 13：2019 年非织造布各工艺产量比例 6
图 14：2010-2015 年水刺非织造布生产线条数（条） 7
图 15：2010-2015 年水刺非织造布产能（万吨）及增速 7
图 16： 国内非织造布制造企业单位数 7
图 17：2019 年水刺无纺布产量市占率情况 7
图 18：全球医用敷料市场规模（亿美元）及增速 8
图 19：国内医用敷料市场规模（亿元）及增速 8
图 20：各国医疗用无纺布市场渗透率（2016 年） 8
图 21：全球高端医用敷料市场规模（亿美元）及增速 8
图 22：中国吸收性卫生用品市场规模（亿元）及增速 9
图 23：中国吸收性卫生用品消耗量（亿件）及增速 9
图 24：女性卫生用品及成人失禁用品市场规模（亿元）及增速 10
图 25：中国吸收性卫生用品消耗量细分情况（亿件） 10
图 26：国内卫生巾市场份额 10
图 27：中国女性人口情况（万人） 10
图 28：成人失禁用品产销量（亿件）及增速 11
图 29：中国老龄人口情况（万人） 11
图 30：婴儿纸尿裤市场规模（亿元）及增速 11
图 31：婴儿纸尿裤市场渗透率 11
图 32：2018 年全球湿巾零售额（百万美元） 12
图 33：2018 年各品类擦拭巾产量占比（以非织造布用量计） 12
图 34：2010-2019 年中国湿巾行业市场规模（亿元）及增长 12
图 35：2009-2016 年中国湿巾消费量（亿片）及增速 12
图 36：全球湿巾消费区域分布 13
图 37：2019 年中国与欧美国家湿巾市场规模（亿美元）对比 13
图 38：2013-2019 年中国棉柔巾市场需求量（亿张） 13
图 39：我国棉柔巾市场各价格层次分布 13
图 40：2013-2019 年公司主营收入构成（亿元） 15

图 41：2017-2019 年公司医用敷料业务收入构成（亿元）.....16
图 42：2013-2019 年公司伤口护理产品收入（亿元）及增速.....16
图 43：2013-2019 年公司感染防护产品收入（亿元）及增速.....16
图 44：2013-2019 年公司消毒清洁产品收入（亿元）及增速.....16
图 45：2017-2019 年公司医用敷料内外销收入（亿元）及增速.....17
图 46：2017-2019 年公司医用敷料出口地域结构.....17
图 47：公司医用敷料产品销售渠道布局.....17
图 48：2017-2019 年公司医用敷料业务各销售渠道营收占比.....18
图 49：2017-2019 年公司医用敷料外销收入（亿元）及增速.....18
图 50：2017-2019 年公司医用敷料自有品牌境外销售模式占比（亿元）.....18
图 51：2017-2019 年公司医用敷料自有品牌境内销售模式占比（亿元）.....18
图 52：2017-2019 年公司日用消费品各产品毛利率.....20
图 53：2019 年全棉时代和洁柔、维达、恒安产品毛利率对比.....20
图 54：2016-2019 年公司日用消费品收入构成.....20
图 55：2016-2019 年公司无纺消费品收入（亿元）及增速.....21
图 56：2016-2019 年公司有纺消费品收入（亿元）及增速.....21
图 57：公司健康生活消费品渠道布局.....21
图 58：公司消费品业务电商渠道营收构成.....22
图 59：公司电商渠道销售费用&平台推广费占比.....22
图 60：2013-2019 中国网络购物渗透率.....23
图 61：2014-2018 年阿里巴巴&京东获客成本（元/人）.....23
图 62：公司线下门店布局.....24
图 63：公司消费品业务线下渠道各销售模式收入占比.....24
图 64：公司消费品业务直营连锁门店各产品收入占比.....24

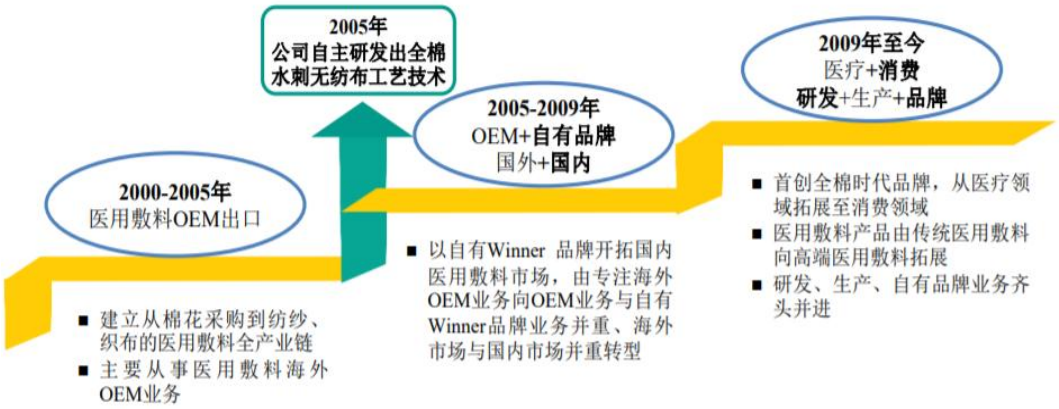
表 目 录

表 1：公司管理层及核心技术人员持股情况.....1
表 2：公司 IPO 募投项目情况.....2
表 3：公司 IPO 前后股本变化情况（本次发行股数按 5000 万股计算）.....3
表 4：无纺布在卫生护理领域的用途广泛.....9
表 5：湿巾分类及细化产品.....12
表 6：我国棉柔巾市场主要品牌及其价格.....14
表 7：公司医用敷料板块主要产品种类.....15
表 8：全棉时代产品类别.....19
表 9：公司消费品业务各销售模式收入占比（单位：百万元）.....22
表 10：公司消费品业务电商费用情况（单位：百万元）.....23
表 11：公司门店建设规划.....25

1 公司概况：“医疗”+“消费”协同布局

稳健医疗用品股份有限公司是一家研发、生产和销售以棉花为主要原材料的医用敷料和日用消费品的自主创新企业。公司设立于 2000 年，早期主要从事医用敷料的海外 OEM 业务。2005 年，为解决传统医用纱布易掉纱线头而引起伤口感染甚至引发医疗事故的行业问题，公司凭借多年技术积累自主研发出全棉水刺无纺布工艺技术，开始以自有“Winner 稳健医疗”品牌开拓国内医用敷料市场，同时依托该项技术转向消费品领域，于 2009 年成立“Purcotton 全棉时代”品牌。历经数十年的努力，目前公司已形成医用敷料和日用消费品齐头并进，Winner 品牌和全棉时代品牌协同发展的良好格局，并于 2019 年 7 月进一步拓展业务，推出主要布局美妆业务板块的第三大品牌“PureH2B 津梁生活”。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

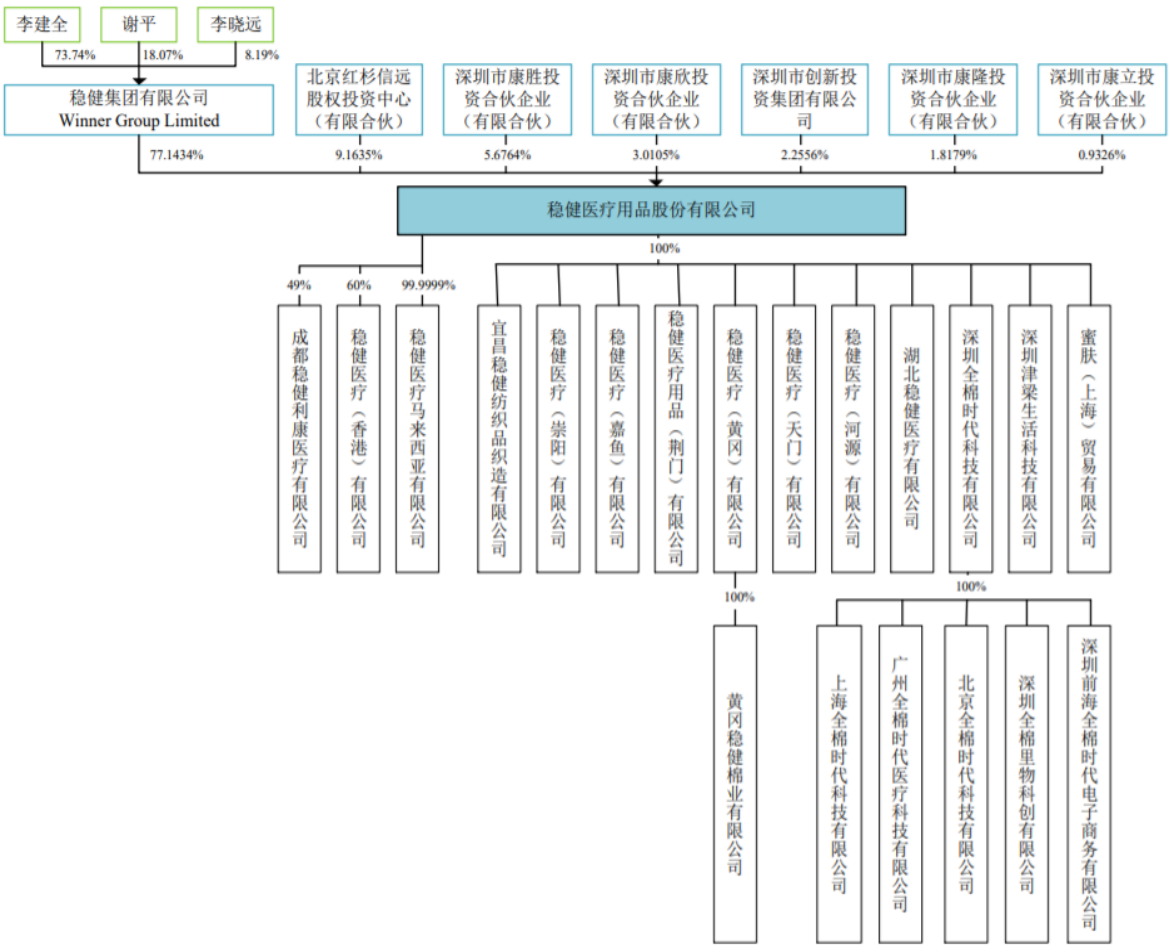
公司股权结构相对集中，股权激励充分。公司实际控制人为李建全、谢平、李晓远，三人通过稳健集团有限公司间接持有公司 77.1%股份。李建全和谢平为夫妻关系，李建全与李晓远为父子关系。公司股权结构清晰、集中度高，便于公司高效决策。公司员工通过持股平台康胜投资、康欣投资、康隆投资和康立投资持有公司股份，比例分别为 5.7%、3%、1.8%、0.9%，合计为 11.4%。公司的股权激励充分，激励机制健全，高管与公司利益深度绑定，彰显出管理层对公司未来发展的强大信心。

表 1：公司管理层及核心技术人员持股情况

姓名	公司职务	间接持股主体	间接持股数（万股）	间接持股比例（%）
李建全	董事长、总经理	稳健集团	21416.96	56.89
方修元	董事、副总经理、财务总监	康胜投资	624.2	1.66
尹文岭	副总经理	康欣投资	24.77	0.07
		康胜投资	10.01	0.03
陈惠选	副总经理、董事会秘书	康胜投资	9.37	0.02
		康隆投资	89.69	0.24
宋海波	核心技术人员	康胜投资	17.17	0.05
王欢	核心技术人员	康欣投资	12.45	0.03

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 2：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

IPO 募资加强研发技术及渠道建设。公司当前股本为 37649.2 万股，本次上市公司发行股份 5000 万股，发行后公司总股本为 42649.2 万股。根据公司最新公告，本次发行价格为 74.30 元/股，预计募集资金总额为 37.2 亿元。发行完成后公司实际控制人稳健集团持股比例降至 68.1%，公司股权集中度仍然较高。募集资金将用于高端敷料生产线建设、营销网络建设、研发中心建设以及数字化管理系统项目，助力公司持续创新，增强研发实力及渠道优势。

表 2：公司 IPO 募投项目情况

项目名称	总投资额（亿元）	建设内容
高端敷料生产线建设项目	2.17	新建高端敷料生产线，用于生产硅胶类敷料、高吸液类敷料、负压引流类敷料及抗菌类敷料。
营销网络建设项目	7.05	在现有基础上，进一步扩大公司线下直营终端的经营规模及整体经营实力。
研发中心建设项目	2.35	构建研发实验室等基础设施。
数字化管理系统项目	2.67	构建全渠道交易平台、全渠道商品数字运营平台、全渠道消费者数字运营平台，工厂智造数字运营平台。
合计	14.26	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

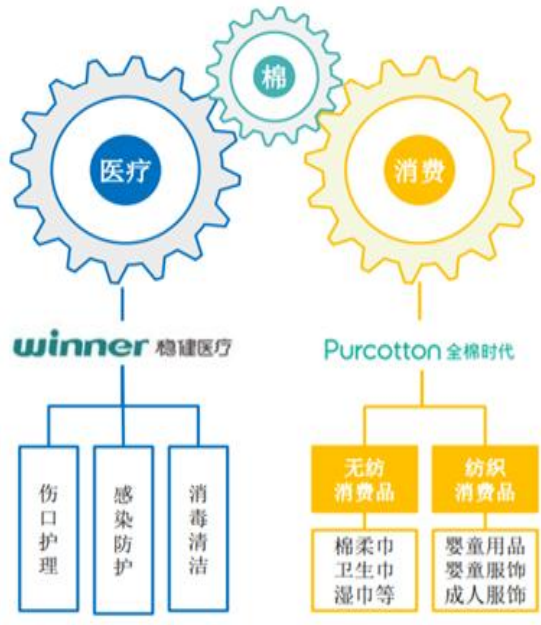
表 3：公司 IPO 前后股本变化情况（本次发行股数按 5000 万股计算）

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	占比（%）	持股数（万股）	占比（%）
一、有限售条件流通股	37649.2	100	38349.2	89.9
稳健集团	29043.9	77.1	29043.9	68.1
红杉信远	3450	9.2	3450	8.1
康胜投资	2137.1	5.7	2137.1	5
康欣投资	1133.4	3	1133.4	2.7
深创投	849.2	2.3	849.2	2
康隆投资	684.4	1.8	684.4	1.6
康立投资	351.1	0.9	351.1	0.8
公司高级管理人员与核心员工参与本次战略配售设立的专项资产管理计划	—	—	500	1.2
中国中金财富证券有限公司（如有）	—	—	200	0.5
二、本次发行流通股	—	—	4300	10.1
合计	37649.2	100	42649.2	100

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司产品丰富，主要产品可分为日用消费品、医用敷料、全棉无纺布卷材三大类。其中，日用消费品包括纯棉柔巾、纯棉湿巾、全棉表层卫生巾等无纺类消费品及婴童用品、婴童服饰、成人服饰等纺织类消费品，医用敷料包括伤口护理产品、感染防护产品及消毒清洁产品，全棉无纺布卷材作为工业中间品向个人护理、家庭护理、医疗器械等领域的下游生产商进行销售。

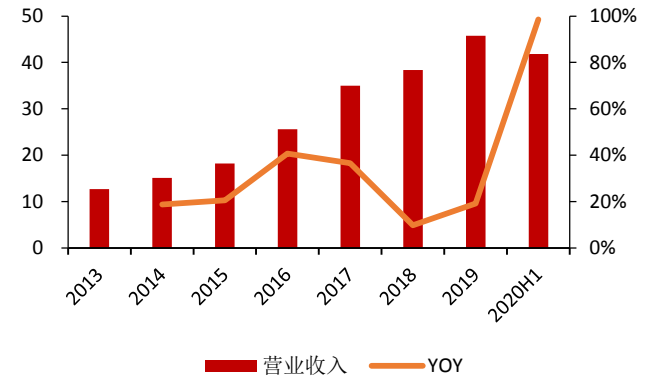
图 3：公司主要业务板块和产品线



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

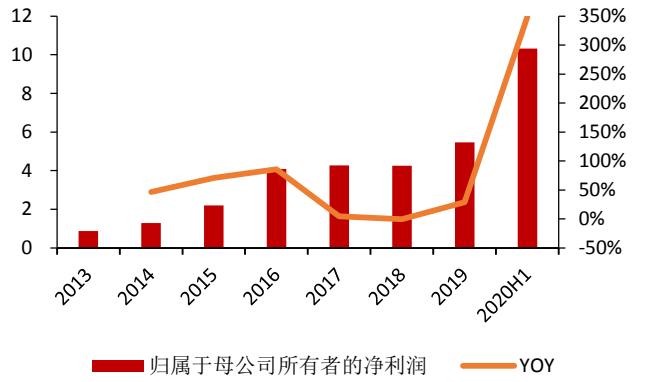
公司业绩状况：2013-2019 年，公司营业收入和归母净利润分别从 12.7/0.9 亿元增长至 45.7/5.5 亿元，年均复合增速分别达 23.8%、35.5%。受疫情影响，2020 年上半年公司医用口罩、防护服等医用防护产品销售大幅增加，实现营业收入 41.8 亿元，同比增长 98.5%；实现归母净利润 10.3 亿元，同比增长 348.9%。

图 4：2013-2019 年公司营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

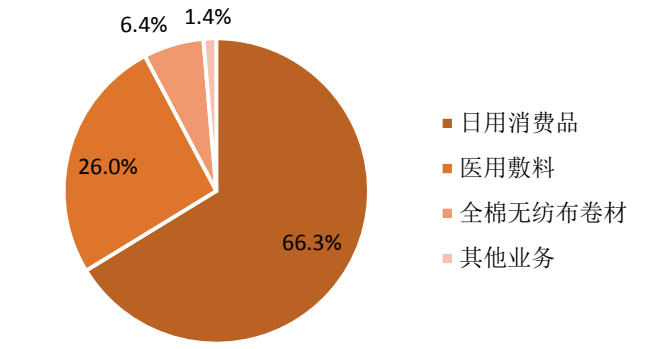
图 5：2013-2019 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

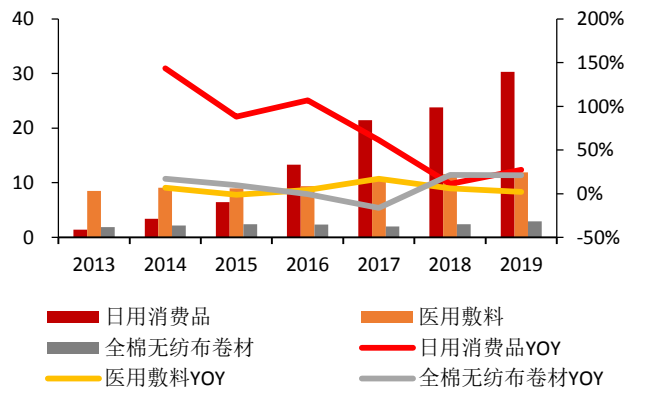
公司主营业务结构：公司自拓展消费领域以来，日用消费品业务快速增长，营收从 2013 年的 1.4 亿元增至 2019 年的 30.3 亿元，年均复合增速达 66.9%。目前，全棉时代的健康生活消费品业务已成为公司营业收入的主要来源，2019 年营收占比为 66.3%，增速为 27.2%；其次为医用敷料产品，2019 年营收为 11.9 亿元，同比增长 2.2%，占公司总营收比例为 26%。全棉无纺布卷材业务营收占公司总营收的比重较小，维持在 6%左右，但近两年增长较快，2019 年营收为 2.9 亿元，同比增长 21.2%。

图 6：2019 年公司各品类营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2013-2019 年公司各品类营收（亿元）及增速



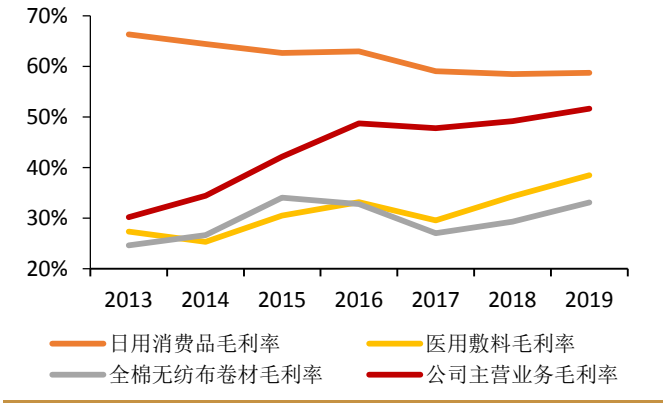
数据来源：Wind，西南证券整理

高毛利产品占比提升，市场扩张费用投放较高：近年来，公司主营业务毛利率不断提升，从 2017 年的 47.8%提升至 2019 年的 51.7%，明显高于行业内可比公司，这主要源于公司的日用消费品收入占比持续提高，2017-2019 年日用消费品占比分别为 61.3%、62.1%和 66.3%。公司消费品业务定位中高端，产品附加值高，2019 年公司日用消费品业务毛利率为 58.8%，而同期医用敷料和全棉无纺布卷材毛利率分别为 38.5%和 33.1%。

费用率方面，由于公司产品销售以直销为主，随着公司不断拓宽渠道，加大市场开拓力

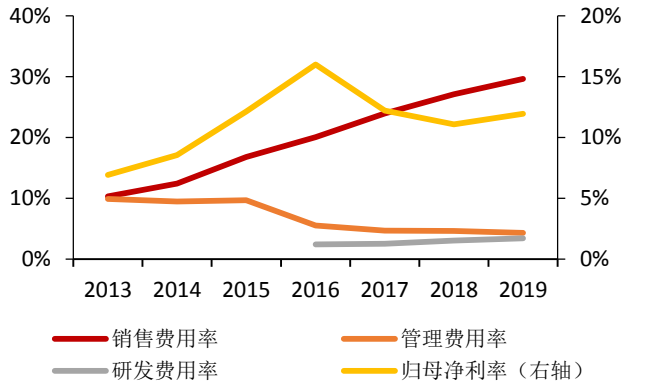
度，公司销售费用率快速增长，2019 年达到 29.6%。同时，公司对研发设计也十分重视，2017-2019 年，公司研发支出从 0.9 亿元增至 1.6 亿元，研发费用率分别为 2.5%、3%和 3.4%，略高于行业平均水平。公司管理费用率在收入快速增长下呈下行走势，表明公司的管理费用控制良好。受销售费用率快速增长影响，公司归母净利率有所回落，2019 年为 11.9%。中长期看，基于前期高投入，渠道壁垒进一步提高，同行复制难度大，渠道规模效应有望逐步显现，利润率或逐渐提升。

图 8：2013-2019 年公司毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

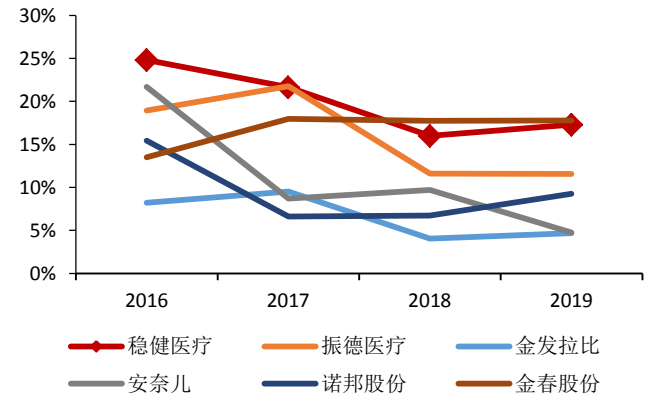
图 9：2013-2019 年公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

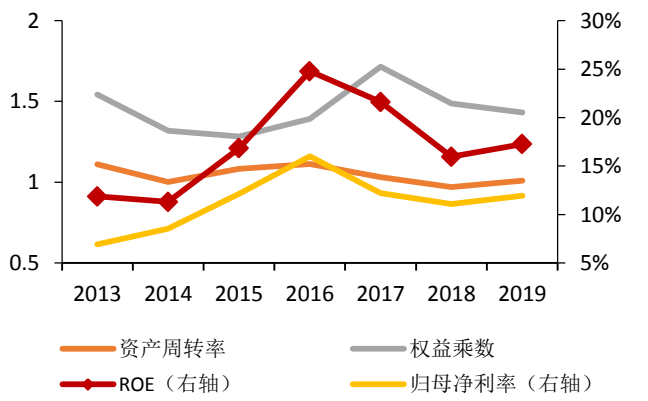
ROE 处于行业较高水平。与同行相比，公司 19 年 ROE 达到 17.3%，处于业内较高水平，公司经营优质。拆分来看，公司自从转向消费领域后盈利能力提升，进而带动公司 ROE 上行。但随着公司加大推广力度以及拓展销售渠道，2016 年开始公司净利率开始下降，ROE 有所回落。目前公司盈利稳定，线上线下渠道融合布局全面，2019 年公司资产周转率及归母净利率皆有小幅上升，公司 ROE 增至 17.3%。

图 10：2016-2019 年公司与可比公司摊薄 ROE 对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2013-2019 年公司 ROE 拆分情况



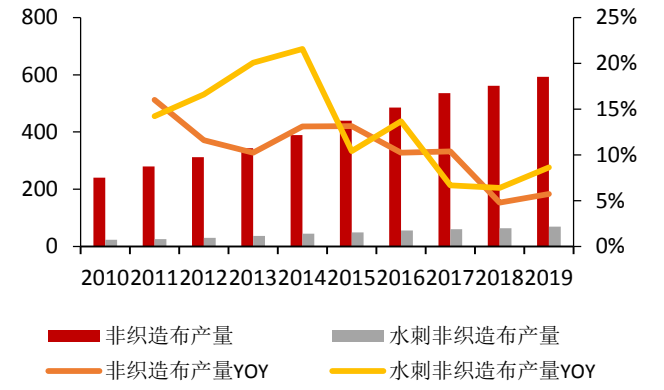
数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：水刺无纺布景气度向上，卫生护理需求提升

2.1 水刺无纺布应用广泛，景气度向上

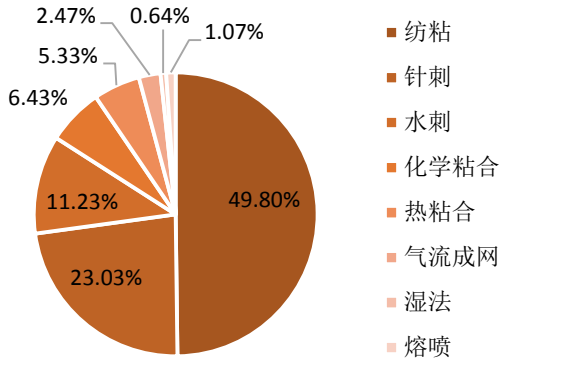
无纺布也称非织造布，可划分为纺粘、水刺、针刺、化学粘合等多种类型，广泛应用于医用敷料及个人护理等产品。过去纺粘法在无纺布生产工艺中应用范围最广，但近 20 年来，随着水刺法生产效率大大提高，水刺无纺布行业发展迅猛。据中国产业用纺织品行业协会数据，截至 2019 年末，全国水刺非织造布产量约为 69.8 万吨，10-19 年复合增长率为 13%，高于非织造布整体行业同期 10.5%的复合增长率。

图 12：国内非织造布产量（万吨）及增速



数据来源：中国产业用纺织品行业协会，西南证券整理

图 13：2019 年非织造布各工艺产量比例



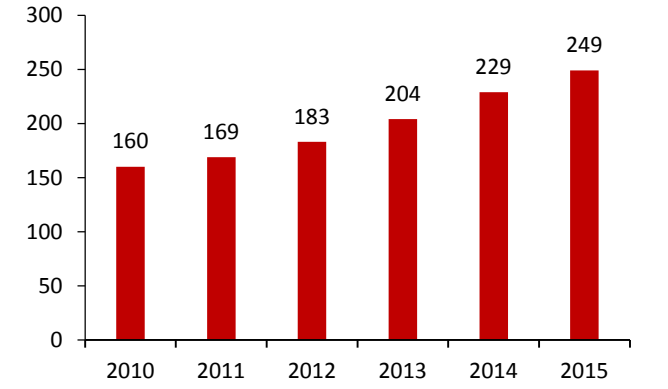
数据来源：中国产业用纺织品行业协会，西南证券整理

探索起步期（1994-1998），国内水刺生产线从无到有。行业起步初期受生产技术限制，1994 年国内仅 2 条生产线，生产成本较高，制成率较低，且市场认知度较弱导致推广难度大，水刺非织造布生产企业经营状况普遍不佳。

市场需求快速成长期（1998-2002），生产能力增速落后于市场需求增速。水刺非织造布具备手感柔软、吸湿性及透气性好、外观光滑、不起毛等特点，使其应用范围不断扩大，但从 1998 年到 2002 年，水刺非织造布生产线仅由 13 条增至 20 条，产能有限，因此这段时期行业产能利用率快速提高，从 32.6%提升至 65.2%。

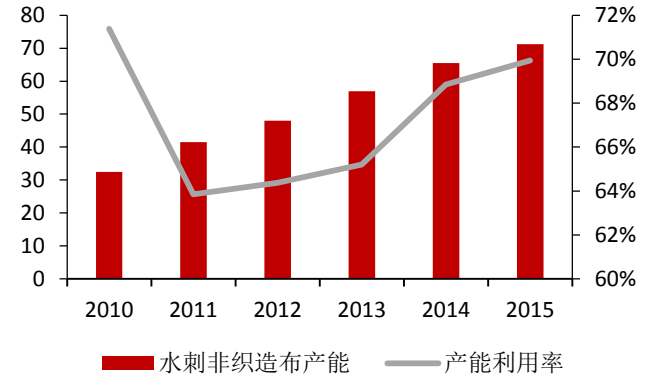
生产能力粗放式增长期（2002-2004），生产能力增速远超市场需求增速。该阶段国内生产线增加 61 条，产能由 3.3 万吨增至 13.2 万吨，年均产能增速达 100%，行业内各企业竞相压价销售，产品价格快速下降。

图 14：2010-2015 年水刺非织造布生产线条数（条）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

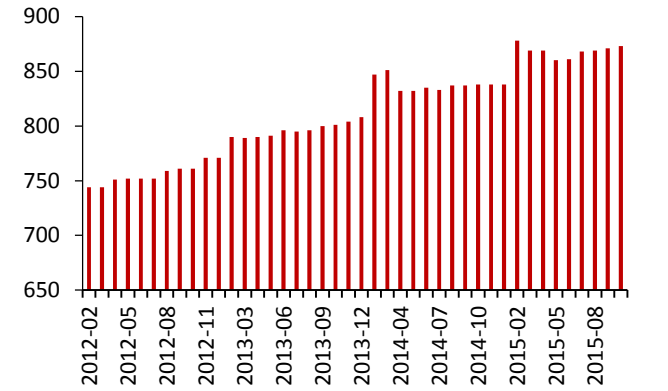
图 15：2010-2015 年水刺非织造布产能（万吨）及增速



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

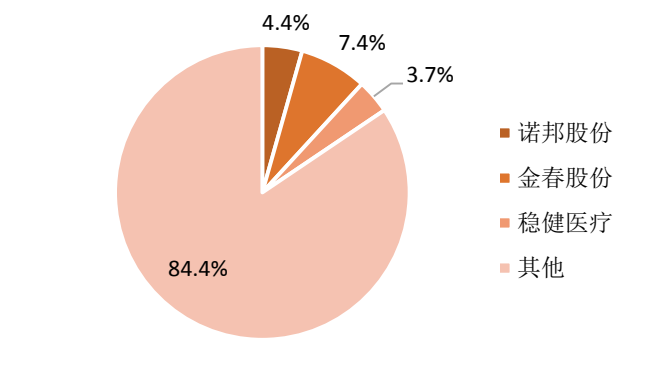
挤压上升期（2004 年至今），竞争格局分散，产品同质化。由于进入门槛较低，目前我国水刺非织造布行业企业数量较多，竞争格局分散。截至 2015 年末，国内共有水刺企业 123 家，水刺非织造生产线 249 条，比 2010 年 160 条增加 55.6%，年均增长 9.2%。根据几家规模较大的头部公司披露的产量计算，2019 年诺邦股份、金春股份、稳健医疗的产量市占率分别为 4.4%、7.4%、3.7%，无一超过 10%。但行业内多数企业技术仍相对薄弱，主要依靠引进国外生产线设备生产大量同质化产品，并以价格作为主要竞争手段。未来随着下游需求逐步多元化，产品将转向差异化、功能化、高附加值化发展，具备较强研发实力的头部企业有望实现市占率的稳步提升。

图 16： 国内非织造布制造企业单位数



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2019 年水刺无纺布产量市占率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

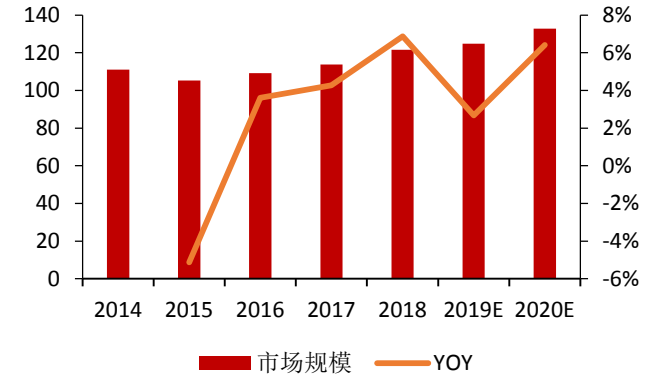
2.2 国内医疗用无纺布渗透率仍较低

近年来，全球医用敷料市场规模保持稳定增长，根据 BMI Research 的数据，2014-2018 年，全球医用敷料市场规模由 111 亿美元增至 126.6 亿美元，复合增长率为 2.3%，预计 2020 年市场规模将达到 132.8 亿美元。

随着我国居民生活水平及健康意识不断提升，加之医疗保障力度逐渐加大，我国医用敷料市场近年来经历了快速发展。根据 BMI Research 数据显示，我国医用敷料市场规模由

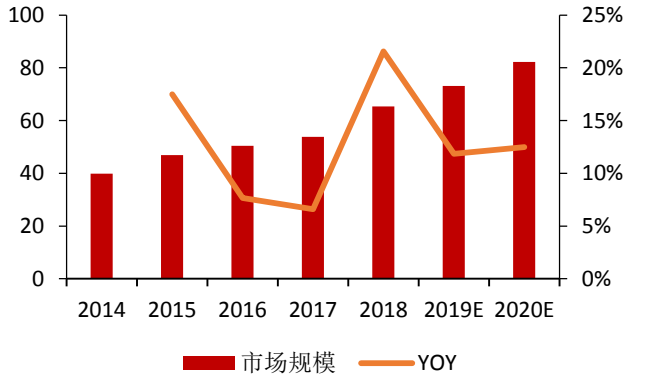
2014 年的 39.9 亿元增至 2018 年的 65.4 亿元，复合增长率达 13.1%，预计 2020 年市场规模将达到 82.3 亿元。

图 18：全球医用敷料市场规模（亿美元）及增速



数据来源：BMI Research，西南证券整理

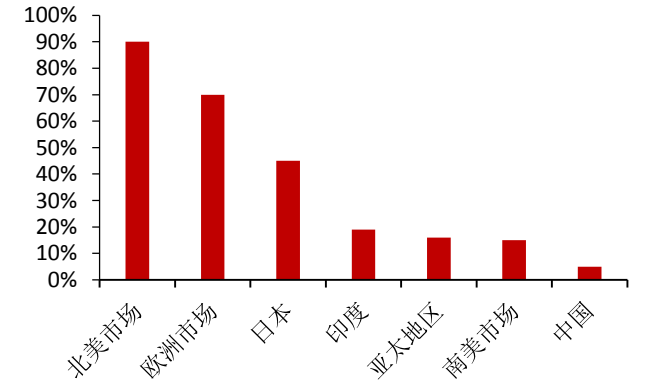
图 19：国内医用敷料市场规模（亿元）及增速



数据来源：BMI Research，西南证券整理

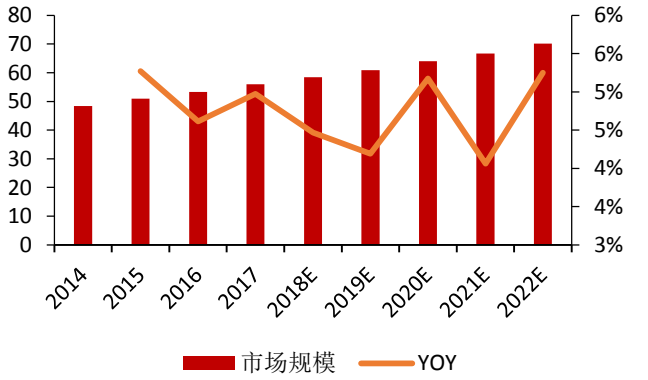
由于生产技术及成本等问题，医疗用无纺布在我国普及率仍较低，每年会因此造成大量术后感染、交叉感染等问题。与国外相比，我国医疗用无纺布市场渗透率远低于欧美市场、日本甚至印度，仅达到 5%左右，未来增长空间巨大。从近年来的全球趋势来看，下游市场对高端医用敷料需求日渐迫切，2017 年全球高端敷料市场规模达 56 亿美元，预计未来国内医用敷料市场将向高端化进一步发展，但高端敷料制造成本更高，需要投入大量资金进行研发和临床试验。

图 20：各国医疗用无纺布市场渗透率（2016 年）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 21：全球高端医用敷料市场规模（亿美元）及增速



数据来源：BMI Research，西南证券整理

2.3 消费升级，卫生护理需求提升

无纺布在卫生护理领域的用途广泛、覆盖群体众多，包括女性卫生用品、婴儿卫生用品、成人失禁用品、个人清洁护理用品以及家庭用卫生护理用品等。

表 4：无纺布在卫生护理领域的用途广泛

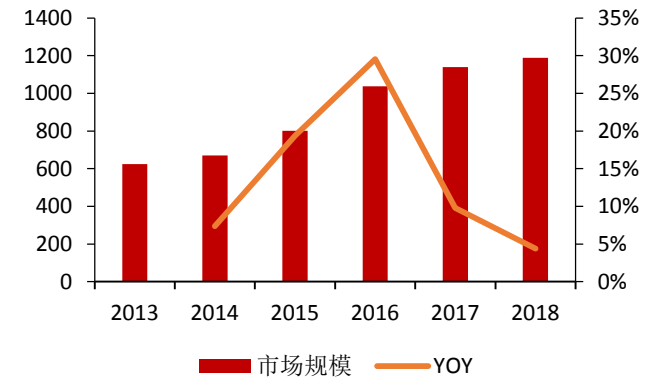
分类	产品
女性卫生用品	卫生巾、卫生护垫、产妇巾、乳垫、妇婴两用巾、卫生棉条等
婴儿卫生用品	婴儿纸尿布、纸尿裤、拉拉裤、隔尿垫巾等
成人失禁用品	成人纸尿裤、纸尿片、失禁片、失禁垫等
个人清洁护理用品	湿巾、棉柔巾、压缩毛巾、面膜等
家庭用卫生护理用品	宠物垫、食品垫等

数据来源：公开信息，西南证券整理

2.3.1 吸收性卫生用品：市场规模已逾千亿，未来前景广阔

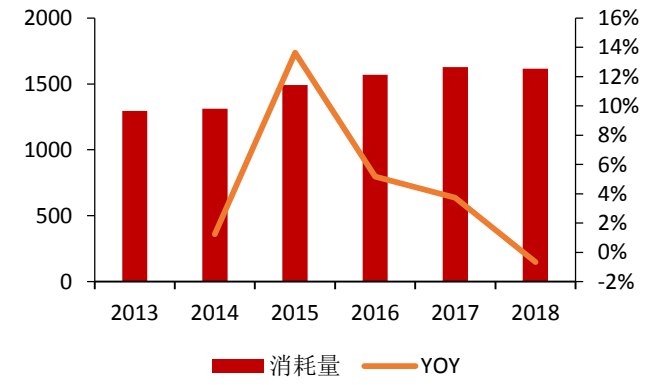
吸收性卫生用品包括女性卫生用品、婴儿纸尿裤/片、成人失禁用品三大类。近年来，随着人口增长以及卫生观念普及，我国吸收性卫生用品行业发展迅速，2013-2018 年，行业市场规模从 624.8 亿元增至 1188.7 亿元，复合增长率为 13.7%；消耗量从 1296.1 亿件增至 1616.2 亿件，复合增长率为 4.5%。

图 22：中国吸收性卫生用品市场规模（亿元）及增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

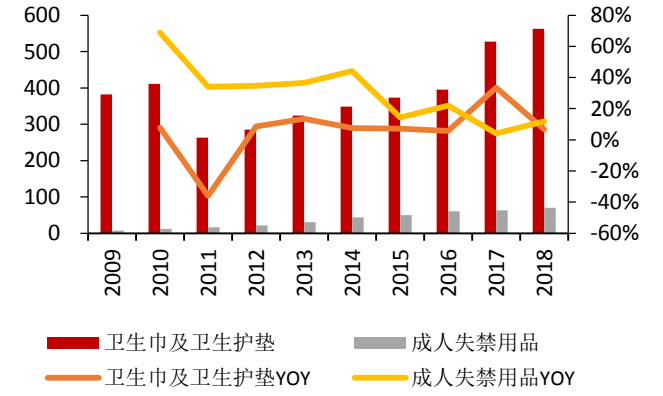
图 23：中国吸收性卫生用品消耗量（亿件）及增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

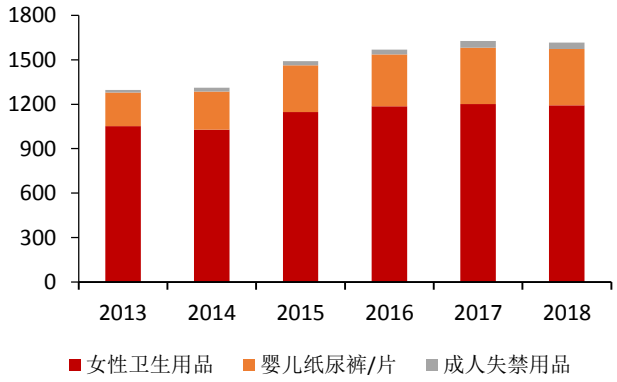
从产品结构来看，由于用户群体、使用周期及消费习惯等因素，女性卫生用品市场比重最大。2018 年，卫生巾及卫生护垫市场规模为 563 亿元，而成人失禁用品仅为 70.3 亿元，差距较大。消耗量方面，女性卫生用品市场 2018 年消耗 1193.4 亿件，占比 73.8%；同期，婴儿纸尿裤市场消耗 378.7 亿件，占比 23.4%，成人失禁用品市场消耗 44.1 亿件，占比 2.7%。

图 24：女性卫生用品及成人失禁用品市场规模（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：中国吸收性卫生用品消耗量细分情况（亿件）

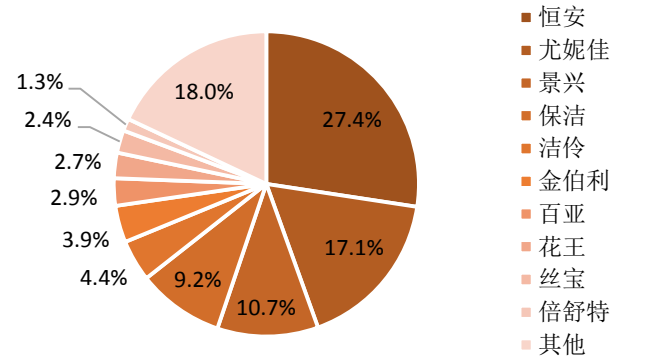


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

女性卫生用品市场发展趋于成熟，市场规模保持稳步提升。卫生巾及卫生护垫等产品的消费群体主要为 15-49 岁的女性，经过多年普及，该类群体的消费习惯已基本形成，卫生巾市场渗透率达 100%。目前行业发展已趋于成熟，市场集中度高，排名前十的品牌销售额占比 82%，其中占比最高的三家企业为恒安、尤妮佳、景兴，占比分别为 27.4%、17.1%、10.7%，合计达 55.2%。

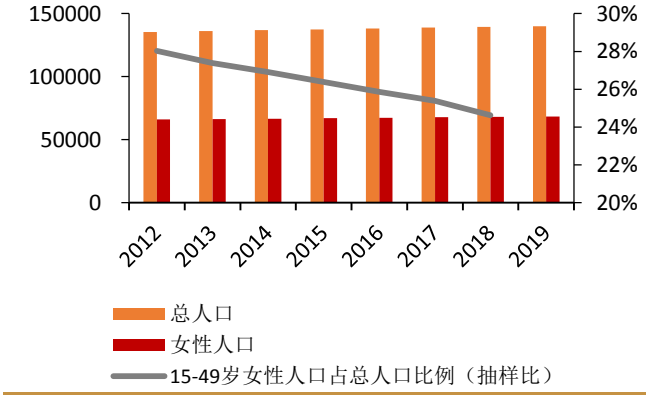
据国家统计局公布的抽样比显示，我国 15-49 岁的女性人口占总人口比例逐年下降，但另一方面，女性生理期年龄段也在逐渐向两端扩展，由 15-49 岁扩展至 12-50 岁，同时考虑到女性受教育程度、社会地位及消费能力的不断提升，女性消费者将追求更高质量的卫生护理产品，未来女性卫生用品市场仍将稳步提升。

图 26：国内卫生巾市场份额



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

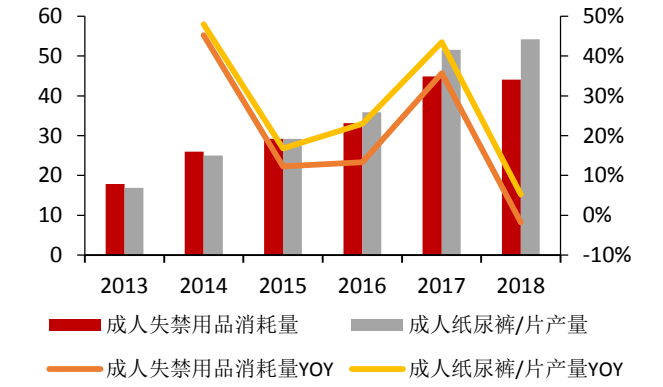
图 27：中国女性人口情况（万人）



数据来源：Wind，西南证券整理

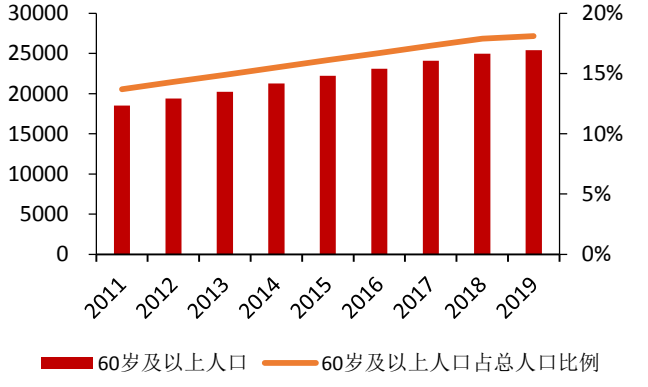
成人失禁用品市场具有较大发展空间。成人失禁用品面向的消费群体主要包括三类：1）老年人（60 岁以上）中的失禁人群；2）因疾病造成失禁的人群（瘫痪、半瘫痪等人群）；3）有 1 年以上吸毒史的人群。由于国内对成人失禁用品的消费习惯尚未完全养成，我国成人失禁用品的消耗量相对较低，2018 年仅为 44.1 亿件，远低于婴儿纸尿裤与女性卫生用品销耗量。但随着消费观念的逐步改善以及老龄化人口增长带来的部分刚性需求，成人失禁用品市场规模增长迅速，2009-2018 年，从 7.2 亿元增长至 70.3 亿元，复合增长率达 28.8%。

图 28：成人失禁用品产销量（亿件）及增速



数据来源：华经产业研究院，Wind，西南证券整理

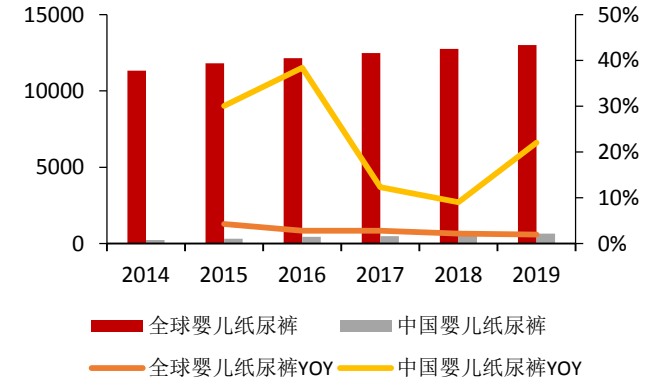
图 29：中国老龄人口情况（万人）



数据来源：Wind，西南证券整理

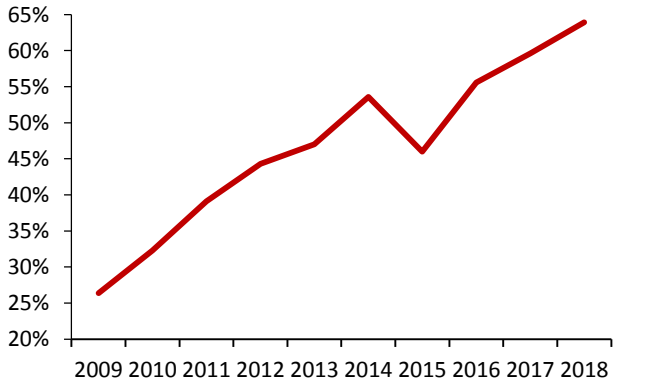
婴儿纸尿裤市场规模逐步提升，四、五线城市下沉空间较大。与美国、日本等发达国家相比，我国婴儿纸尿裤市场起步较晚，市场渗透率相对较低。在行业发展初期，国外企业则凭借先进的技术和品牌知名度迅速抢占了我国婴儿纸尿裤市场，目前市场前三名宝洁帮宝适（19.9%）、花王妙而舒（8.8%）、金佰利好奇（7.7%）均为外资品牌。但随着国民收入提高以及消费习惯的转变，近年来市场渗透率快速提升，拉动市场规模不断扩大。据智研咨询数据显示，2011-2019 年，全球婴儿纸尿裤市场规模从 11328 亿元增至 13005.6 亿元，复合增长率为 2.8%；中国婴儿纸尿裤市场规模从 241.4 亿元增至 649.3 亿元，复合增长率为 21.9%，远高于全球市场。目前，我国城市婴儿纸尿布使用普及率已达 92%，而农村地区仍低于 10%，未来行业在四五线城市的发展机遇较大。

图 30：婴儿纸尿裤市场规模（亿元）及增速



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 31：婴儿纸尿裤市场渗透率



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3.2 湿巾：市场处于成长期，需求多样

随着消费升级，消费群体对卫生护理产品的功能性和个性化需求日益增强。过去几年，湿巾应用从个人清洁到家居清洁，再到特种清洁全面延伸发展，类型多样，产品细分化明显。

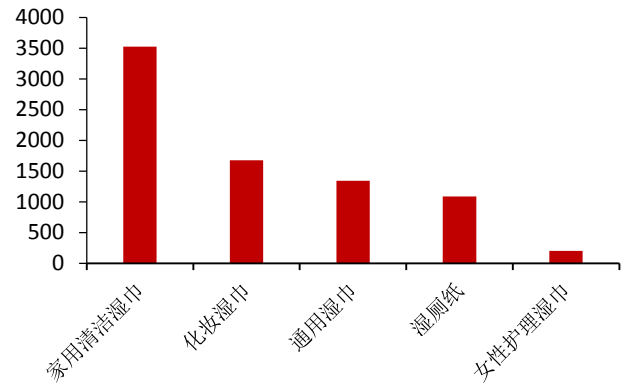
表 5：湿巾分类及细化产品

湿巾分类	细化产品
婴儿湿巾	卫生湿巾、手口湿巾、奶嘴湿巾等
个人护理湿巾	卸妆湿巾、护肤湿巾、卸甲湿巾以及成人护理湿巾等
清洁湿巾	日用湿巾、湿厕纸、餐饮湿巾等
功能性湿巾	地板湿巾、眼镜湿巾、家居湿巾、宠物湿巾、汽车湿巾、玻璃湿巾等

数据来源：公开信息，西南证券整理

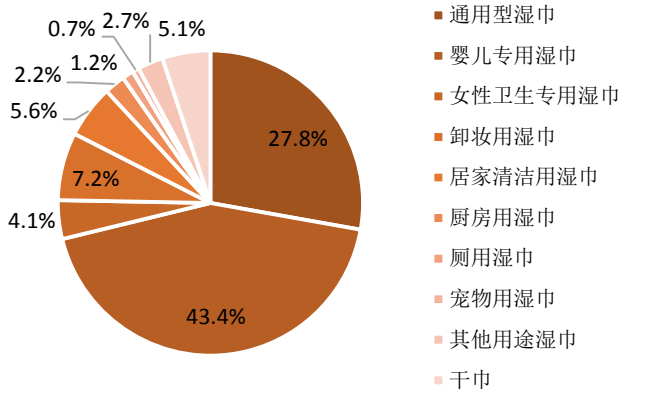
从全球湿巾零售市场分布来看，2018 年，全球婴儿湿巾零售额最高，达 57.9 亿美元，其次为家用清洁湿巾，零售额为 35.3 亿美元，二者合计占比达 68.4%。国内市场与全球市场相似，婴儿专用湿巾为占比最大的类别，2017 年占我国湿巾市场的份额为 56.4%。

图 32：2018 年全球湿巾零售额（百万美元）



数据来源：华经情报网，西南证券整理

图 33：2018 年各品类擦拭巾产量占比（以非织造布用量计）



数据来源：华经情报网，西南证券整理

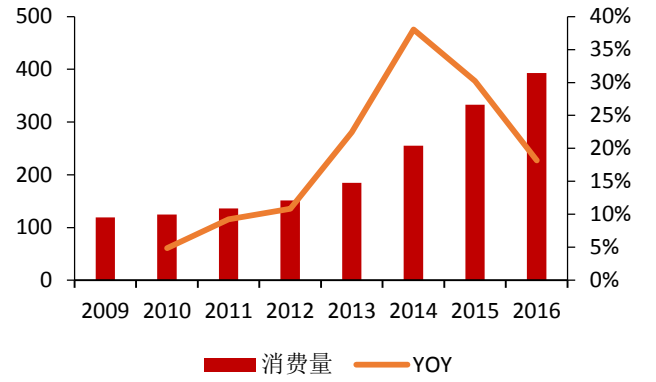
湿巾作为 2000 年前后进入中国的“舶来品”，在 2003 年之前消费者认可度一直较低，非典爆发后，国人卫生意识显著增强，湿巾行业规模快速增长，近年来增速都保持在 10%以上，2019 年行业规模达 87.8 亿元，同比增长 13.7%。

图 34：2010-2019 年中国湿巾行业市场规模（亿元）及增长



数据来源：华经情报网，西南证券整理

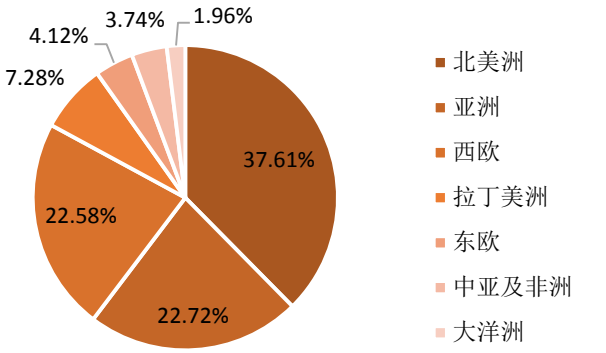
图 35：2009-2016 年中国湿巾消费量（亿片）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

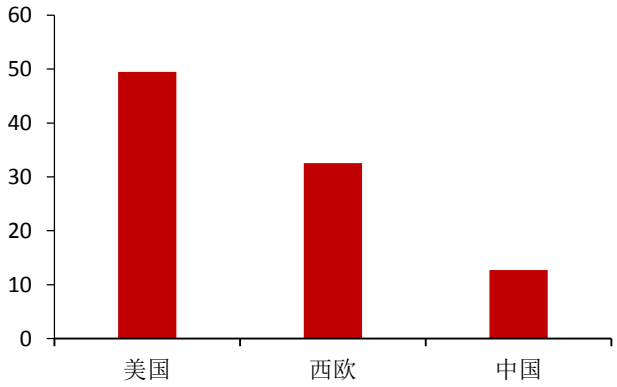
目前，欧洲与北美仍是湿巾主要消费地区，国内湿巾行业规模虽然增长快速，但与欧美发达国家相比仍然较低，仅为美国市场的 25.7%和欧洲市场的 39.1%，说明国内湿巾市场仍有较大发展空间。

图 36：全球湿巾消费区域分布



数据来源：华经情报网，西南证券整理

图 37：2019 年中国与欧美国家湿巾市场规模（亿美元）对比



数据来源：华经情报网，西南证券整理

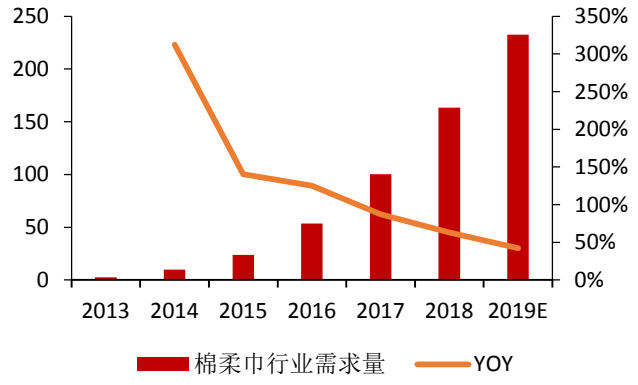
2.3.3 棉柔巾：品牌众多，消费者忠诚度高

棉柔巾属于擦拭巾品类，可以干湿两用，具备柔软细腻、吸水性佳、不掉屑等特点，并且能够满足消费者少接触化学品的需求，是纸巾、湿巾、洗脸巾等产品的重要补充品，需求处于爆发期。根据立鼎产业研究中心测算，2014 年国内棉柔巾市场需求量仅为 2.4 亿张，2018 年已增至 163.5 亿张，复合增长率达 132.6%，市场需求很大。

目前国内棉柔巾品牌数量众多，超过 500 个，但具备自主研发能力的企业较少，多为贴牌生产。以天猫平台棉柔巾品牌销售额统计，天猫排名前三的品牌为全棉时代（44%），babycare（20%）、安慕斯（6%），三者合计占比 70%。

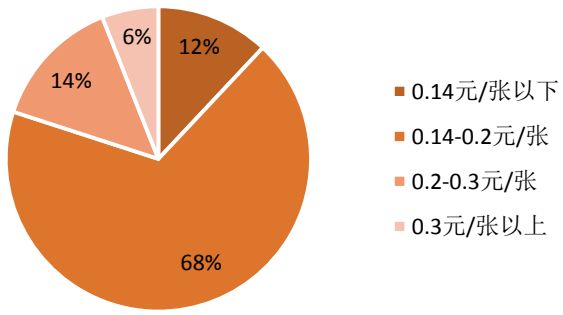
与传统纸品相比，棉柔巾定位高端，价格较高，目前国内主流市场价格在 0.14-0.2 元/张左右。但由于棉柔巾主要接触面部肌肤，婴儿、产妇、敏感肌肤者和美妆护肤频率高的人群更愿意为高质量付出高价格，且往往坚持使用某一特定品牌，忠诚度较高。未来随着国民收入提升、消费升级，具备品牌知名度的企业将获得更大市场份额。

图 38：2013-2019 年中国棉柔巾市场需求量（亿张）



数据来源：立鼎产业研究中心，西南证券整理

图 39：我国棉柔巾市场各价格层次分布



数据来源：立鼎产业研究中心，西南证券整理

表 6：我国棉柔巾市场主要品牌及其价格

品牌	单包价格（元）	张数（张）	尺寸（mm）	每张价格（元）
好奇	19.8	80	200*120	0.248
好孩子	14.5	100	200*120	0.145
棉花秘密	15.5	100	200*150	0.155
顺顺儿	18	30	200*150	0.6
全棉时代	13.5	100	200*110	0.135
十月结晶	13.9	100	200*120	0.139
子初	18.9	100	200*100	0.189
Nuby	22	80	200*140	0.275
爱得利	10	100	200*150	0.1
Babycare	15.8	80	200*120	0.198
Cottontree	19.9	80	200*120	0.249

数据来源：立鼎产业研究中心，西南证券整理

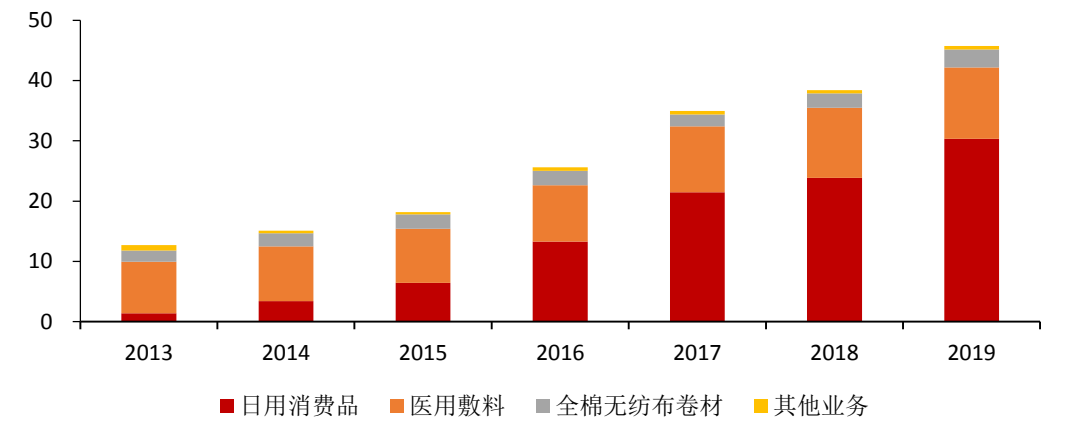
3 公司分析：产品/品牌/渠道深度融合，潜力巨大

公司以医用敷料业务起家，顺利延伸至个人护理产品、母婴类产品及家纺服饰等多个领域，成功从 OEM 企业转至消费品公司，并树立起“全棉时代”品牌的中高端形象，殊为不易。经过十余年深耕产品和渠道，公司突破了竞品传统营销体系，以直营、大店、多渠道多品类融合等模式探索出一条更适合当前消费习惯的路径。

通过持续创新，公司不断拓展产业边界，主营业务已从单一的纱布类医用敷料拓展至棉类制品的研发、生产、销售，覆盖医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多个领域。目前，公司的产品体系主要包括医用敷料板块下的伤口护理产品、感染防护产品、消毒清洁产品，健康生活消费品板块下的无纺消费品和纺织消费品，以及工业中间品全棉水刺无纺布。

公司主营收入构成变化与其发展路径相符，医用敷料业务在 2013 年时仍为公司主要收入来源，占比 67%，全棉无纺布卷材业务占比 14.6%，而日用消费品业务仅占比 11%。随着公司在健康生活消费品板块持续投入，公司日用消费品业务收入快速增长，2019 年实现营收 30.3 亿元（+27.2%），占公司总营收的比例接近 70%。医用敷料业务占比虽然逐年下滑，但其收入仍呈稳健增长趋势，2019 年实现营收 11.9 亿元（+2.2%），占比 26%。全面无纺布卷材业务近年来对公司整体收入贡献相对较小，2019 年实现营收 2.9 亿元（+21.2%），占比 6.4%。

图 40：2013-2019 年公司主营收入构成（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

3.1 医用敷料业务：龙头企业优势显著，收入稳健增长

3.1.1 稳居出口企业前三名，70%产品销往国外

公司医用敷料产品根据用途主要分为三类：伤口护理产品、感染防护产品和消毒清洁产品。其中伤口护理产品包括传统伤口护理与包扎产品和高端伤口敷料产品；感染防护产品包括手术室感染控制产品和疾控防护产品。

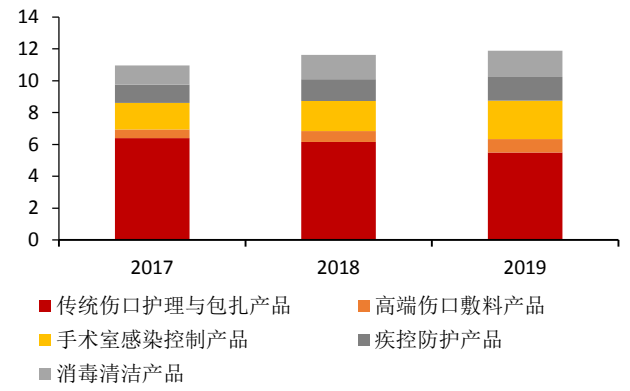
表 7：公司医用敷料板块主要产品种类

产品门类	产品类别	主要用途	具体产品	部分产品图示
伤口护理产品	传统伤口护理与包扎产品	用于吸收伤口渗液、包扎伤口及运动防护	纱布片、无纺布片、绷带等	
	高端伤口敷料产品	用于伤口护理，为伤口提供湿性愈合环境，减少敷料更换频率，降低二次损伤	硅胶类敷料、藻酸盐敷料等	
感染防护产品	手术室感染控制产品	用于预防手术室感染	手术组合包、手术衣等	
	疾控防护产品	用于医护人员职业防护及患者隔离防护	口罩、防护服等	
消毒清洁产品	消毒清洁产品	用于伤口清理与消毒、日常清洁	棉签、棉片、棉球、酒精棉片等	

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

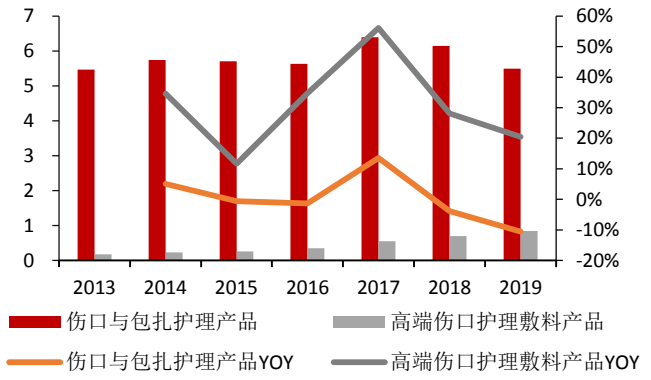
传统伤口护理与包扎产品收入呈下降趋势，其余产品收入快速增长。近三年来，公司传统伤口护理与包扎产品收入呈下降趋势，占医用敷料业务销售收入的比例从 2017 年的 58.4%降至 2019 年的 46.2%。但公司高端伤口敷料产品收入增长较快，2013-2019 年，从 1732.2 万元增至 8455.5 万元，年均复合增速达 30.2%，与近几年国内医疗水平提高，高端敷料市场需求快速增长的行业趋势吻合。此外，随着医院对一次性手术包的理念接受度提高以及人们健康意识增强，公司感染防护产品及消毒清洁产品也保持较快增长。

图 41：2017-2019 年公司医用敷料业务收入构成（亿元）



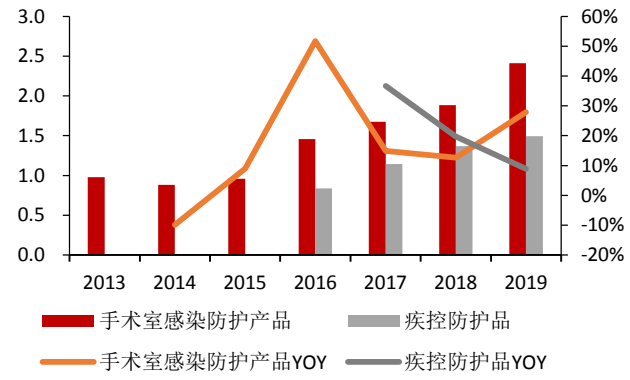
数据来源：Wind，西南证券整理

图 42：2013-2019 年公司伤口护理产品收入（亿元）及增速



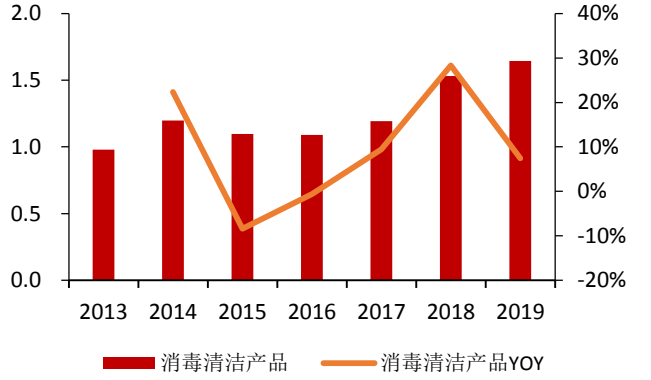
数据来源：Wind，西南证券整理

图 43：2013-2019 年公司感染防护产品收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

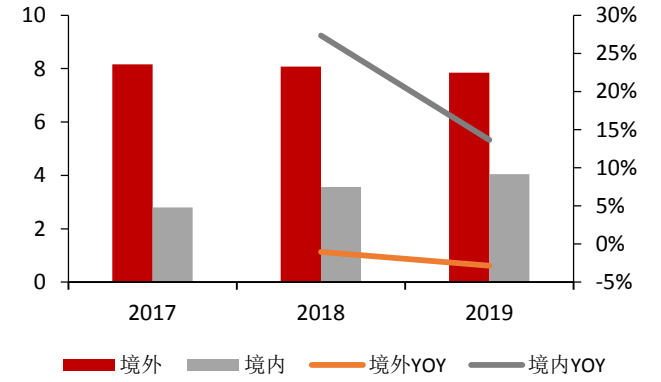
图 44：2013-2019 年公司消毒清洁产品收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

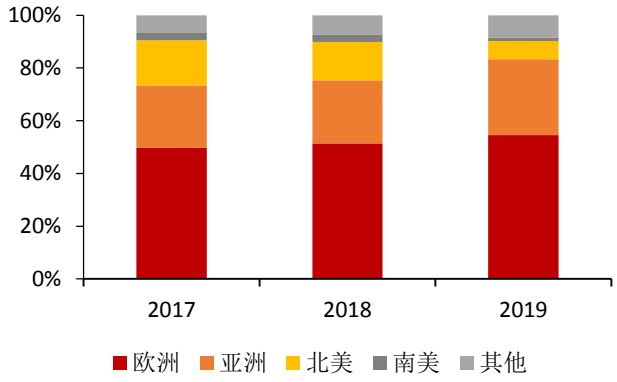
70%产品销往国外，以欧洲与亚洲为主。公司经过多年的经营积累，在医用敷料板块的出口业务中已经建立了较为成熟的产供销体系，2017-2019 年期间一直稳居我国医用敷料出口企业前三名，医用敷料出口销售收入分别为 8.2/8.1/7.8 亿元，占医用敷料产品销售收入的比例在 70%左右。具体从出口地域结构来看，公司医用敷料产品出口地区分布较为稳定，以欧洲和亚洲为主，二者占医用敷料出口业务收入的比例分别在 50%与 25%左右。同时，公司医用敷料板块在境内的业务也通过不断开发新产品、加大销售推广力度而快速增长，2017-2019 年，公司医用敷料内销收入分别为 2.8/3.6/4 亿元，增速分别为 27.3%、13.6%。

图 45：2017-2019 年公司医用敷料内外销收入（亿元）及增速



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 46：2017-2019 年公司医用敷料出口地域结构

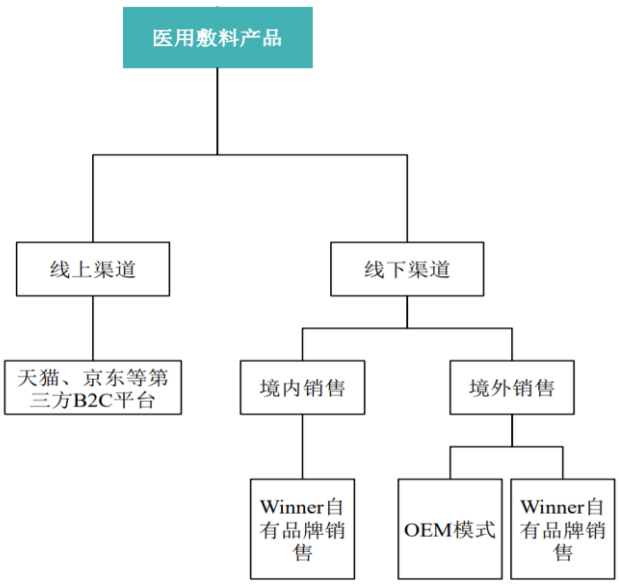


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.1.2 境外以 OEM 直销为主，境内以经销为主

公司的医用敷料产品主要通过线下渠道销售，并辅以天猫、京东等 B2C 平台的品牌旗舰店进行线上销售。在境内市场，公司采用经销为主、直销为辅的销售模式，以自有“winner 稳健医疗”品牌进行销售，主要面向医院和 OTC 药店，目前，公司在国内医院市场的经销商已覆盖全国 30 多个省（市、自治区）的两千多家医院，零售药店市场的经销商已覆盖全国 20 多个省（市、自治区）的近四万家零售药店。在境外市场，公司主要以 OEM 销售为主，客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等 70 余个国家和地区。同时，公司亦通过自有“winner”品牌开拓中东、亚洲等新兴经济市场，其中，在香港地区公司自有“winner”品牌产品通过直销方式已覆盖全港全部公立和大部分私立医院。

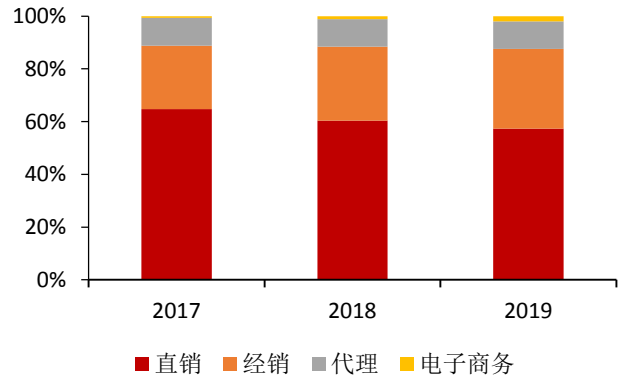
图 47：公司医用敷料产品销售渠道布局



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

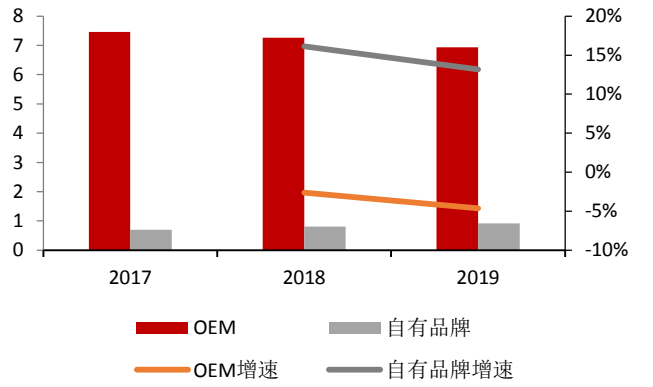
近年来，公司医用敷料板块直销占比逐年下降，经销占比逐年增加，这主要与公司逐渐由海外 OEM 业务转向自有“winner 稳健医疗”品牌业务相关。2017-2019 年，公司自有“winner 稳健医疗”品牌销售收入快速增长。在境外市场，营收从 6948.3 万元增至 9135 万元，年均复合增速为 14.7%；在境内市场，营收从 2.8 亿元增至 4 亿元，年均复合增速为 20.3%，其中，通过经销方式实现销售收入占境内医用敷料销售收入的比例均超 80%。

图 48：2017-2019 年公司医用敷料业务各销售渠道营收占比



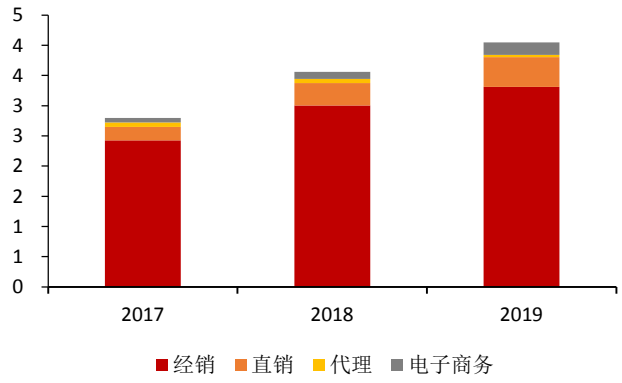
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 49：2017-2019 年公司医用敷料外销收入（亿元）及增速



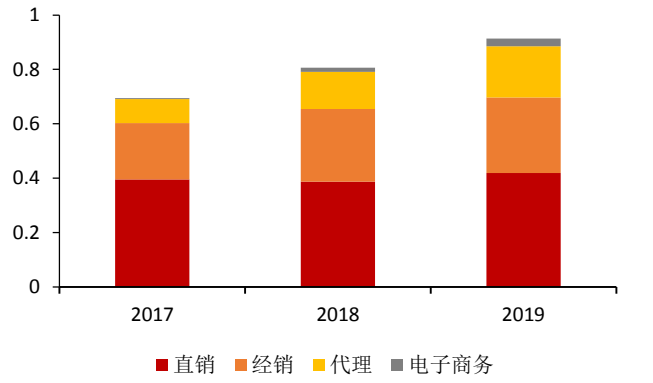
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 50：2017-2019 年公司医用敷料自有品牌境外销售模式占比（亿元）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 51：2017-2019 年公司医用敷料自有品牌境内销售模式占比（亿元）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 日用消费品业务：瞄准中高端市场，渠道产品深度融合

3.2.1 受众群体广泛，瞄准中高端市场

公司自 2000 年成立以来，始终专注于以“棉”为核心不断拓展产业边界，业务范围从最初的医用敷料逐渐延伸至健康生活消费品领域。凭借多年的技术研发和品牌建设，公司的“Purcotton 全棉时代”品牌获得了市场的广泛认可，健康生活消费品业务已成为公司主要利润来源。目前，全棉时代已拥有较为全面的品类布局，覆盖母婴、儿童、成人等多个消费群体，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家用纺织等多条产品线。2017-2019

年，在售 Purcotton 全棉时代产品 SKU 数量分别为 1.36 万个、2.39 万个和 2.67 万个，增速**分别为 75.57%和 11.59%。**

表 8：全棉时代产品类别

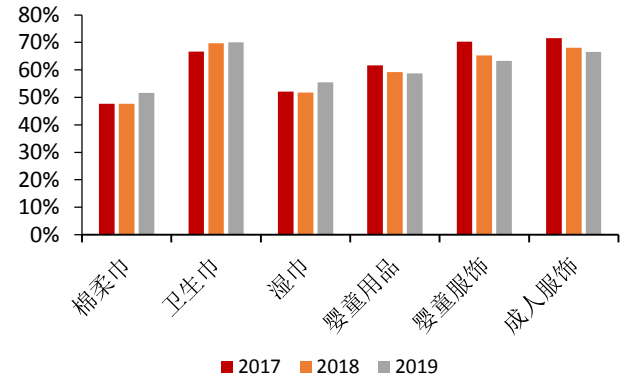
受众群体	产品类别	具体产品	部分产品图示
婴童	婴童护理	婴儿棉柔巾、湿巾、尿布、隔尿垫、手帕、口水巾、汗巾等	
	婴童卫浴	抱被、睡袋、纱布被子、枕头等	
	婴童服饰	手套脚套、袜子、帽子、肚围等	
	婴儿服装（0-24 月）	婴儿服、和尚袍、连体衣、妙妙衣、蝶衣等	
	中小童服装（1-6 岁及以上）	衬衫、T 恤、裙装、马夹、外套、针织衫、长裤、内衣裤等	
女士	孕产用品	孕产服装、棉柔巾、湿巾、收腹带、收腹卷、防溢乳垫、产褥垫、产妇卫生巾、一次性内裤等	
	女士护理	棉柔巾、湿巾、卫生巾、一次性内裤、手帕棉柔巾等	
	女士服装服饰	女士内衣内裤、女式衬衫、家居服、休闲服、围巾披肩、袜子等	
	女士美容用品	洁面棉柔巾、湿巾、化妆棉、面膜等	
男士	男士服装服饰	家居服、休闲服、毛衫、长裤、T 恤、内衣内裤、袜子等	
	男士卫生用品	一次性内裤等	
家居	居家护理用品	居家棉柔巾、湿巾、口罩、棉签等	
	卫浴用品	浴巾、面巾、方巾等	
	厨房用品	棉柔巾、洗碗巾、地板擦巾等	

数据来源：公司天猫旗舰店，西南证券整理

依托医疗专业背景，全棉时代品牌主要围绕健康生活理念瞄准中高端市场，树立“医用、安全”的形象，目标消费群体为一、二线城市的中高层次收入人群，产品附加值高，并且深受消费者喜爱。尤其是棉柔巾产品，其销量、品质和口碑在市场中均处于领先地位。2017 年至 2018 年，全棉时代连续两年位列天猫“双 11”母婴类目成交金额的第二名，2019 年“双 11”，全棉时代旗舰店以单日 4.73 亿元成交额的成绩，位列母婴类目成交额第六名、家

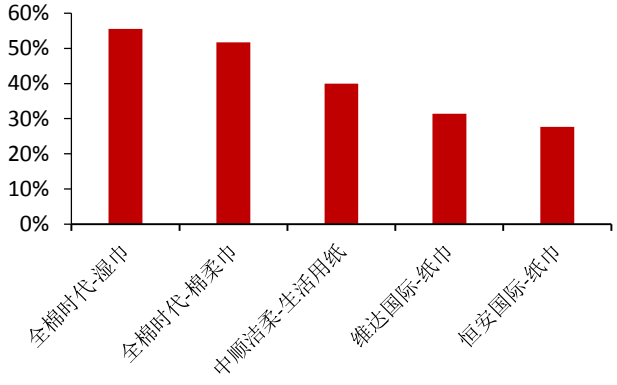
庭清洁类目店铺成交额第一名以及品牌成交额第五名。2019 年，公司日用消费品业务各产品毛利率均超过 50%，其中卫生巾毛利率高达 70%，湿巾、棉柔巾等定位高端、功能更细分的产品毛利率也显著高于传统生活用纸。

图 52：2017-2019 年公司日用消费品各产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

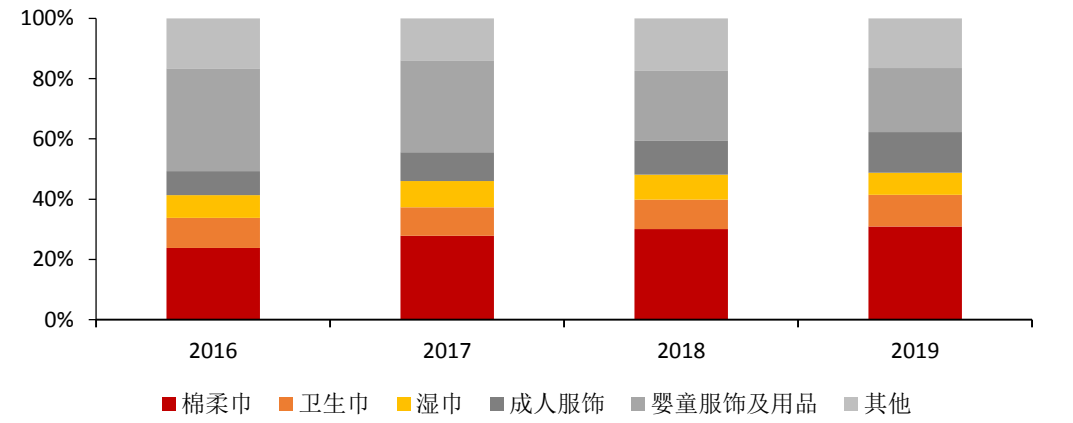
图 53：2019 年全棉时代和洁柔、维达、恒安产品毛利率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

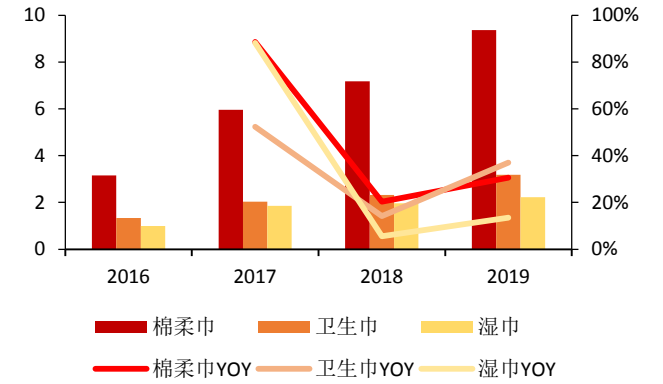
具体从各品类来看，公司日用消费品业务快速增长主要是棉柔巾、卫生巾以及服饰类产品销售提升所致。2019 年，公司棉柔巾、卫生巾、婴童及成人服饰分别实现收入 9.4 亿元（+30.5%）、3.2 亿元（+37%）、7.6 亿元（+39.1%），占公司日用消费品业务收入比例分别为 30.9%、10.5%、25.1%。

图 54：2016-2019 年公司日用消费品收入构成



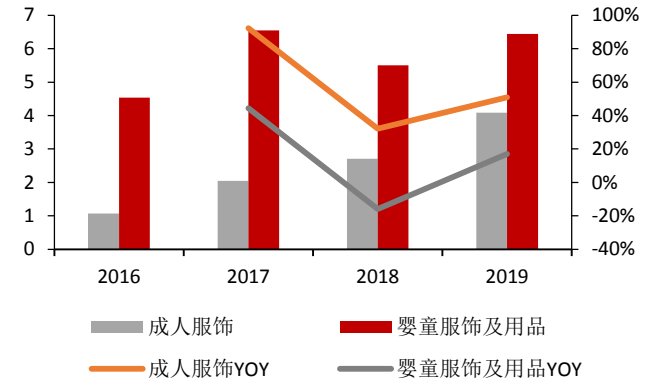
数据来源：Wind，西南证券整理

图 55：2016-2019 年公司无纺消费品收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 56：2016-2019 年公司有纺消费品收入（亿元）及增速



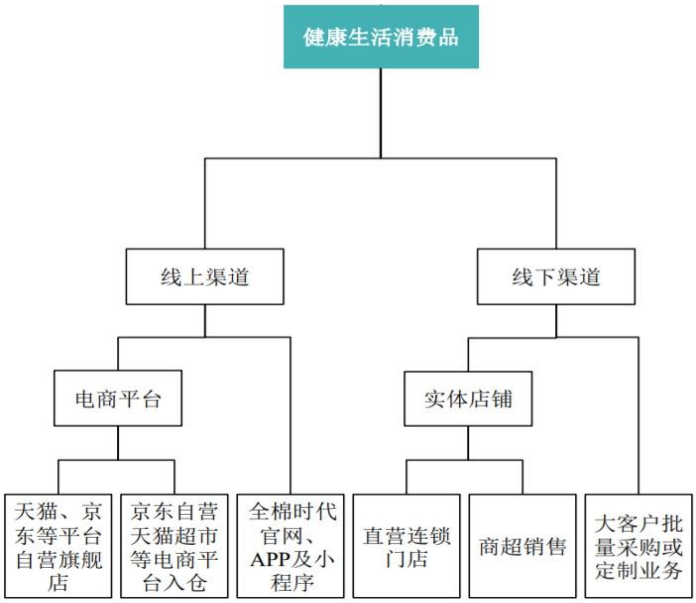
数据来源：Wind，西南证券整理

此外，公司为打造能够覆盖美妆、个护、运动等的健康美丽生活需求的一站式零售平台，于 2019 年 7 月推出“PureH2B 津梁生活”品牌。截至 2019 年末，“PureH2B 津梁生活”通过线下 3 家门店及线上官网渠道进行销售，业务尚处于起步阶段，还未实现盈利。

3.2.2 多渠道发力，形成全方位销售网络

公司日用消费品业务通过整合实体渠道、电子商务渠道和移动电子商务等渠道构筑了线上和线下结合的全方位、立体化的营销渠道布局，将线上渠道的便利性优势和线下渠道的消费体验优势互补，进而实现了对各类消费群体的深度覆盖，目前，全棉时代会员数量已突破 2000 万人。

图 57：公司健康生活消费品渠道布局

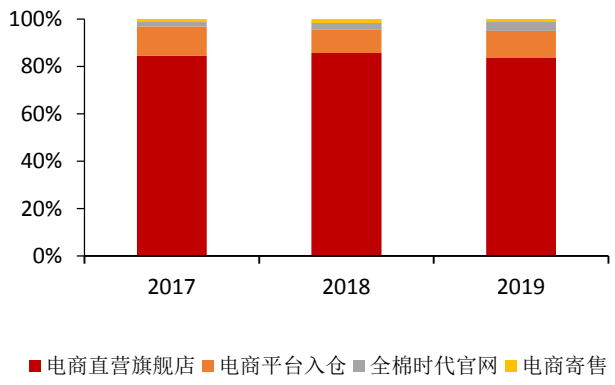


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司线上渠道包括电商直营旗舰店、电商平台入仓、全棉时代官网以及电商寄售四种模式，其中，直营旗舰店主要包括天猫全棉时代官方旗舰店、天猫全棉时代服装旗舰店、京东全棉时代官方旗舰店、唯品会全棉时代官方店、网易考拉店等多个直营店铺；电商平台入仓主要包括京东自营入仓、唯品会入仓等；官网包括 APP、小程序；电商寄售主要合作方为天猫超市，公司将产品运送至电商仓库，由电商负责对入库商品进行保管，但产品寄售期间的所有权属公司所有，公司收到销售清单核对无误后确认收入。

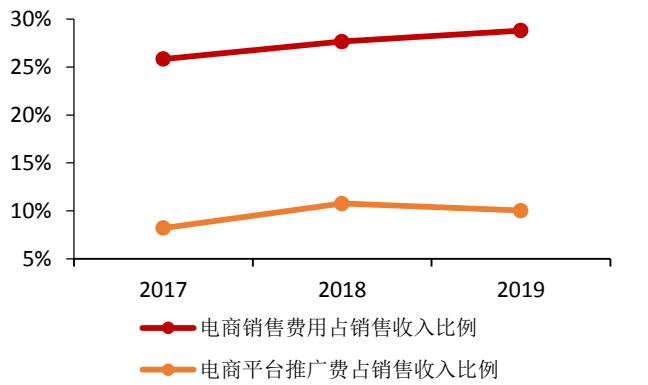
公司近年来持续加大线上推广投入，借助“天猫直通车”、“钻石展位”、“双 11”等线上促销活动以提高品牌影响力。2017-2019 年，公司健康生活消费品业务通过线上渠道实现收入分别为 13.9/13.4/16.8 亿元（增速-3.6%、25.4%），占消费品业务的比重为 64.8%/56.2%/55.4%，其中电商直营旗舰店占比最高，实现收入分别为 11.7/11.5/14.1 亿元，其次为电商平台入仓模式，实现收入分别为 1.7/1.4/1.9 亿元，二者合计占电商销售收入的比例达 95%左右。2018 年度电商收入出现小幅下降，主要系当年公司控制线上销售费用支出以降低线上获客成本，同时取消了与部分电商平台合作所致。

图 58：公司消费品业务电商渠道营收构成



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 59：公司电商渠道销售费用&平台推广费占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司线上销售主要通过天猫、京东两大平台进行。2017-2019 年，公司健康生活消费品在天猫、京东两大平台上的销售收入占健康生活消费品线上销售总收入的比例分别为 92%、93.2%和 89.7%。其中，天猫直营旗舰店销售收入最高，2017-2019 年分别为 9.7/9.1/11.5 亿元，占比为 69.2%、67.9%和 68.4%。

表 9：公司消费品业务各销售模式收入占比（单位：百万元）

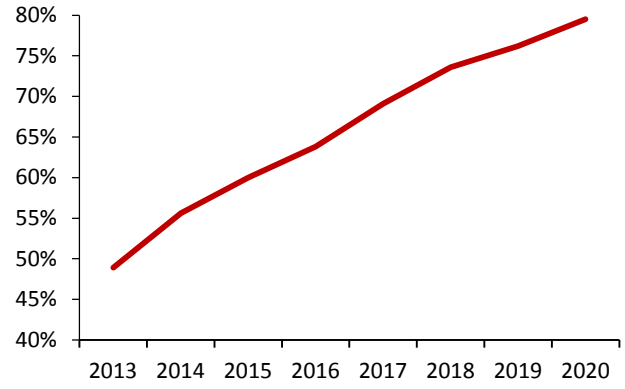
平台名称	销售模式	2019 年		2018 年		2017 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
天猫	直营	1149.63	68.4%	911.99	67.9%	965.35	69.2%
	入仓	22.13	1.3%	-	-	-	-
	寄售	9.57	0.6%	18.72	1.4%	13.72	1.0%
	小计	1181.33	70.3%	930.71	69.3%	979.07	70.2%
京东	直营	172.45	10.3%	178.03	13.3%	173.76	12.5%
	入仓	154.89	9.2%	143.98	10.7%	130.01	9.3%
	寄售	0.001	0.0%	-	-	-	-
	小计	327.34	19.5%	322.01	24.0%	303.78	21.8%

平台名称	销售模式	2019 年		2018 年		2017 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
官网	直营	68.21	4.1%	36.61	2.7%	30.7	2.2%
其他	—	104.12	6.2%	54.13	4.0%	81.27	5.8%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

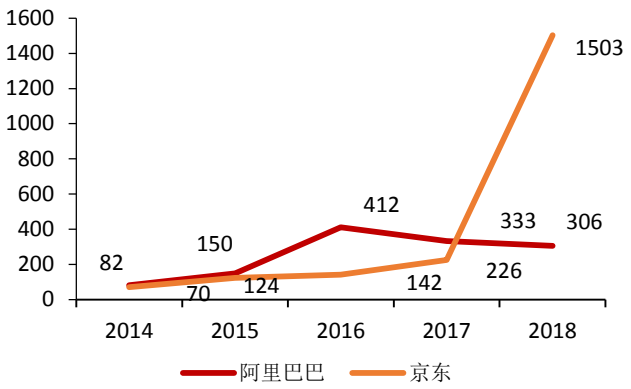
近年来，随着线上渠道增速放缓，电商平台流量红利开始消退，获客成本显著提升，公司支付给电商平台的佣金及推广费也不断增加，从 2017 年的 1.7 亿元增至 2019 年的 2.6 亿元，年均复合增速达 22.2%。可以预计未来不断提高的各种平台服务费将使部分资金实力较差的小品牌份额被头部企业挤压，渠道端呈现马太效应，强者愈强。

图 60：2013-2019 中国网络购物渗透率



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 61：2014-2018 年阿里巴巴&京东获客成本（元/人）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

表 10：公司消费品业务电商费用情况（单位：百万元）

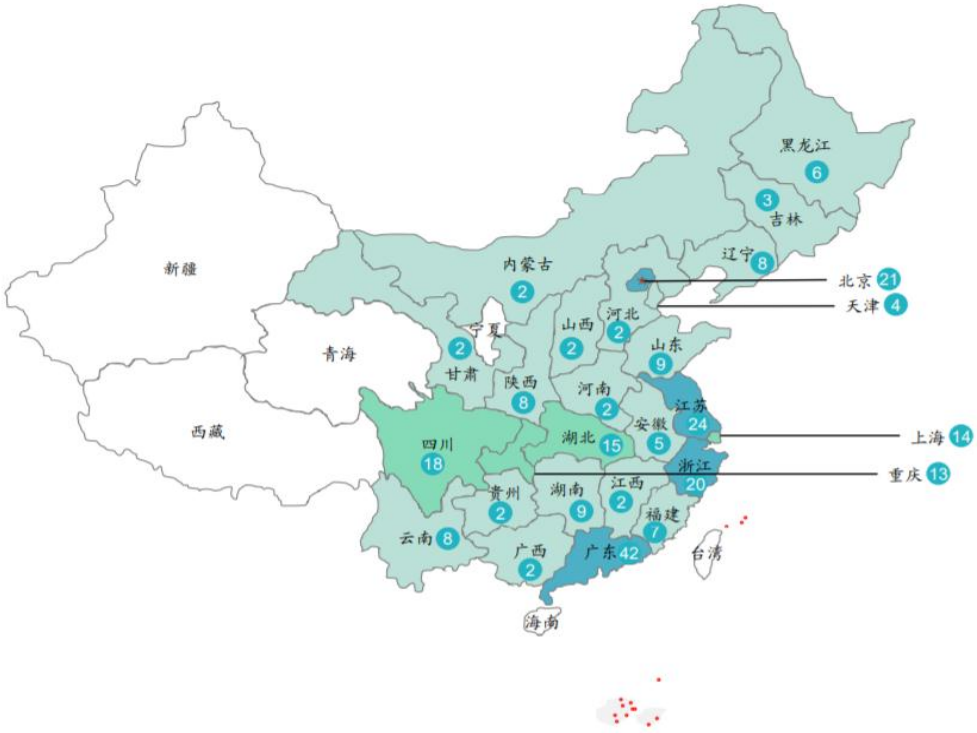
	费用类型	2017 年	2018 年	2019 年
健康生活消费品业务	天猫平台佣金	46.93	44.83	74.16
	京东平台佣金	6.77	7.57	11.16
	唯品会平台佣金	3.59	4.18	3.19
	其他平台佣金	1.15	1.33	1.58
	佣金小计	**58.44**	**57.90**	**90.10**
	电商平台推广费	**114.68**	**144.69**	**168.61**
	电商运费	91.80	88.34	135.49
	合计	264.93	290.93	394.20
	占电商销售收入比例	19.0%	21.7%	23.5%

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司线下渠道以直营连锁门店为主，截至 2019 年末，全棉时代已在深圳、上海、北京、广州等全国 50 余个重点城市的中高端购物中心开设 247 家线下门店，津梁生活已在深圳、武汉开设 3 家线下门店。同时，公司还根据全棉时代高品质消费品的产品定位在高端精品超市及地区龙头超市卖场进行布局，纯棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾等核心产品已成功进驻 Ole'精品超市、山姆会员店等高端连锁商超，及华润万家、永辉超市、沃尔玛等主流线下渠

道，目前公司产品已覆盖上述商超的约 5000 个网点。此外，公司还对礼品销售公司、月子中心、银行等具有批量采购或定制采购需求的企业客户直接进行销售。

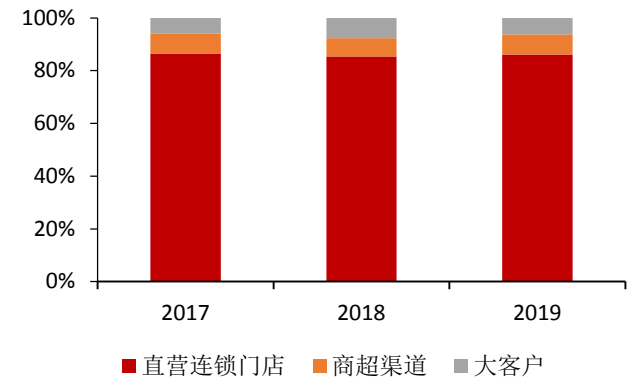
图 62：公司线下门店布局



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

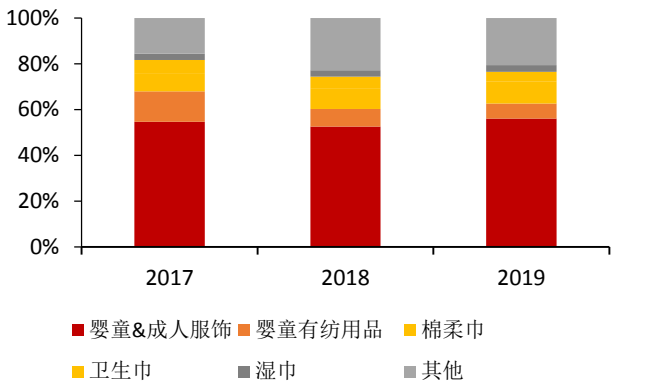
随着公司不断加强线下渠道建设，公司线下收入高速增长。2017-2019 年，公司消费品业务线下收入分别为 7.5/10.4/13.5 亿元，占比为分别为 35%/43.6%/44.5%，增速分别为 38.8%、29.8%。其中，通过直营连锁门店实现收入占线下渠道总收入的比例均超 85%，具体从销售产品品类来看，公司线下渠道主要收入来源为服饰类产品，2019 年，公司婴童及成人服饰通过直营连锁门店实现收入 6.5 亿元，同比增长 39.7%，占直营连锁门店总收入的 56.1%。

图 63：公司消费品业务线下渠道各销售模式收入占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 64：公司消费品业务直营连锁门店各产品收入占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

从新增门店分布看，公司新增门店逐渐向三线城市拓展，如柳州、淄博、临沂、泸州等，进一步拓宽客户群体。自 2017 年起，公司新增门店以百平以上的中型或大型店铺为主，增设了全棉咖啡店、儿童游乐区等，提升用户购物停留时间，从而实现线下客户向线上导流，客户忠诚度不断增强。2017 年末至 2019 年末，公司在营门店数量从 146 家增至 250 家，面积从 5 万平方米增至 10.5 万平方米。同时，公司期末在营门店平均收入仍然呈现增长趋势，2017-2019 年分别为 443.5、446.4、464.9 万元/家，增速分别为 0.7%、4.2%，公司线下直营门店扩张的边际效应递增。未来三年，公司计划在全国 45 个重点城市新增 96 家直营门店，合计新增营业面积 6 万平方米。

表 11：公司门店建设规划

	选址城市	开店数量	营业面积（㎡）
T+1 年	哈尔滨、大连、青岛、济南、武汉、南昌、南京、杭州、宁波、合肥、上海、苏州、北京、西安、太原、深圳、广州、佛山、珠海、成都、重庆、昆明、贵阳	31	19995
T+2 年	长春、沈阳、青岛、日照、武汉、长沙、赣州、南京、温州、宁波、上海、无锡、常州、北京、西安、兰州、西宁、深圳、广州、佛山、南宁、福州、泉州、海口/三亚、成都、重庆、昆明、贵阳	32	19400
T+3 年	长春、大连、青岛、郑州、武汉、南昌、赣州、南京、徐州、杭州、上海、嘉兴、北京、西安、西宁、呼和浩特、乌鲁木齐、深圳、广州、东莞、汕头、福州、厦门、成都、重庆、贵阳	33	20600
合计		96	59995

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理。注：T 为资金注入年份

4 风险提示

渠道开拓不及预期的风险；国内终端销售不及预期的风险；海外业务销售波动较大的风险；汇率波动较大的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn